东兴证券 DONGXING SECURITIES

电池壳将成为主要增长动力

——凌云股份（600480）2018 年度报告及 2019 年一季报点评

2019 年 04 月 30 日

推荐/首次

凌云股份 | 财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，公司 2018 年实现营业收入 122.52 亿元，同比增长 3.44%，实现归属母公司股东的净利润 2.72 亿元，同比下滑 17.82%，实现扣非归母净利润 2.22 亿，同比下滑 26.15%，未达到股权激励的解锁条件。同时，公司发布 2019 年一季报，实现营业收入 27.67 亿，同比下滑 10.95%，实现归母净利润 0.48 亿，同比下滑 29.05%。
- **主营业务不及预期，毛利率企稳。**凌云股份 2018 年汽车金属及塑料零部件业务营收 97.90 亿，同比仅增长 6.34%，毛利率为 19.70%，与往年相差不大；汽车金属零部件销售 2.24 亿件，塑料零部件销售 2.04 亿件，分别同比下滑 7.98%/3.26%。塑料管道系统营收 19.31 亿，同比下滑 0.61%，销售 11.72 万吨，同比下滑 23.91%，毛利率为 18.99%，与去年基本持平。我们认为主要原因是 18 年汽车行业负增长，公司下游客户主机厂销量增速放缓，整个产业链的利润都受到一定挤压。随着未来两年超过 80 亿元的电池壳体项目订单开始放量，公司营收将会有较大的增长。另外，过去两年，受益于北方煤改气项目的爆发式增长，公司塑料管道业务获得较大增量，18 年随着煤改气工程进展放缓，公司收入开始回落。
- **费用增长较快，拉低利润水平。**凌云股份管理费用同比增长 22.84%，主要是由于职工工资的增长以及党建经费的计提，扣除党建经费 798 万，调整后的同比增长率为 21.25%；财务费用同比增长 54.60%，一方面是受汇率波动影响，汇兑损失较上年增加 0.25 亿元，另一方面是由于报告期内带息负债规模扩大，利息支出较上年增加 0.25 亿元；研发费用同比增长 9.70%，主要用来开发新能源铝合金电池壳体、高强度汽车轻量化及热成型等产品，并加大了尼龙管总成的研发投入。随着部分产品的研发成功及开始量产，2019 年该部分费用增速将会有所下调。
- **德国瓦达沙夫亏损较大，但电池零部件将迎放量。**作为凌云的全资子公司以及国外收入的主要来源，德国瓦达沙夫（WAG）2018 年净亏损 0.63 亿，主要是由于公司新项目处于投入期，前期研发支出和折旧摊销较高，使得该公司亏损数高于预期。瓦沙拉夫前面几年研发的电池壳将在 19-20 年量产，其亏损将在 19 年开始减少。目前公司电池壳在手订单高达 60 亿元，并且大部分订单来自保时捷、宝马、奔驰、奥迪等众多高端客户。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 129 亿元、139 亿元和 150 亿元；归母净利润分别为 2.7 亿元、2.69 亿元和 3.02 亿元；EPS 分别为 0.59 元、0.59 元和 0.66 元，对应 PE 分别为 16.7X、16.8X 和 15.0X。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、全球新能源车销量不及预期；2、原材料价格大幅上涨。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	11,845	12,252	12,930	13,937	14,992
增长率（%）	33.1%	3.4%	5.5%	7.8%	7.6%
净利润（百万元）	574	554	499	496	558
增长率（%）	50.3%	-3.4%	-10.0%	-0.6%	12.4%
净资产收益率（%）	8.7%	6.8%	6.9%	7.0%	8.0%
每股收益(元)	0.73	0.60	0.59	0.59	0.66
PE	13.6	16.6	16.7	16.8	15.0
PB	1.19	1.14	1.16	1.18	1.20

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师：陆洲

010-66554142 luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480517080001

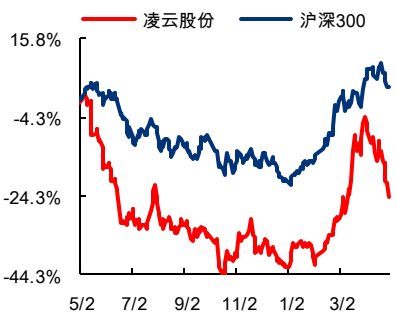
研究助理：刘一鸣

021-25102862 liu_ym@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	11.45-13.48
总市值（亿元）	52.11
流通市值（亿元）	51.63
总股本/流通 A 股(万股)	45507/45093
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.09

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	6845	7564	9185	9864	10751	**营业收入**	11845	12252	12930	13937	14992
货币资金	1823	2138	2586	2787	2998	**营业成本**	9636	9916	10579	11458	12297
应收账款	1552	2057	2480	2673	2875	营业税金及附加	77	73	81	88	94
其他应收款	27	41	43	47	50	营业费用	489	466	517	557	600
预付款项	367	324	430	544	667	管理费用	879	614	1067	1115	1199
存货	1577	1828	2174	2354	2527	财务费用	112	172	102	141	152
其他流动资产	92	129	136	146	156	资产减值损失	18.46	15.79	15.44	15.66	15.50
非流动资产合计	5006	5710	5584	5661	5603	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	410	370	370	370	370	投资净收益	39.57	39.56	38.94	41.96	45.12
固定资产	2398	2727	2993	3046	3022	**营业利润**	697	675	608	604	679
无形资产	353	357	358	358	358	营业外收入	24.42	6.22	6.56	7.07	7.61
其他非流动资产	313	370	370	370	370	营业外支出	15.69	3.72	3.93	4.23	4.55
资产总计	11851	13274	14769	15525	16354	**利润总额**	705	678	610	607	682
流动负债合计	6083	6148	8096	8688	9332	所得税	131	124	111	111	124
短期借款	2296	2347	3763	4089	4413	**净利润**	574	554	499	496	558
应付账款	2204	2352	2754	2982	3201	少数股东损益	243	282	229	227	255
预收款项	100	102	109	115	122	归属母公司净利润	331	272	270	269	302
一年内到期的非流动负债	59	97	97	97	97	EBITDA	1468	1484	963	1021	1115
非流动负债合计	419	1345	685	685	685	**EPS（元）**	0.73	0.60	0.59	0.59	0.66
长期借款	249	605	605	605	605	**主要财务比率**					
应付债券	0	500	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	6503	7494	8781	9373	10017	**成长能力**					
少数股东权益	1562	1805	2034	2261	2517	营业收入增长	33.12%	3.44%	5.54%	7.78%	7.57%
实收资本（或股本）	455	455	455	455	455	营业利润增长	48.80%	-3.03%	-10.04%	-0.60%	12.39%
资本公积	1785	1786	1786	1786	1786	归属于母公司净利润增长	-0.61%	-0.56%	-0.61%	-0.56%	12.36%
未分配利润	1443	1603	1445	1281	1101	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	3787	3975	3891	3828	3757	毛利率(%)	18.65%	19.06%	18.18%	17.79%	17.97%
负债和所有者权益	11851	13274	14769	15525	16354	净利率(%)	4.85%	4.52%	3.86%	3.56%	3.72%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	7.81%	2.79%	2.05%	1.83%	1.73%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	8.74%	6.84%	6.95%	7.02%	8.04%
经营活动现金流	763	343	486	1001	943	**偿债能力**					
净利润	574	554	499	496	558	资产负债率(%)	55%	56%	59%	60%	61%
折旧摊销	660	636	0	251	259	流动比率	1.13	1.23	1.13	1.14	1.15
财务费用	112	172	102	141	152	速动比率	0.87	0.93	0.87	0.86	0.88
应收账款减少	0	0	-423	-193	-202	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	7	5	7	总资产周转率	1.08	0.98	0.92	0.92	0.94
投资活动现金流	-769	-696	-400	-654	-530	应收账款周转率	8	7	6	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.84	5.38	5.07	4.86	4.85
长期股权投资减少	0	0	1	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	40	40	39	42	45	每股收益(最新摊薄)	0.73	0.60	0.59	0.59	0.66
筹资活动现金流	354	712	363	-146	-201	每股净现金流(最新摊薄)	0.77	0.79	0.99	0.44	0.46
应付债券增加	0	0	-500	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.32	8.73	8.55	8.41	8.26
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	4	0	0	0	0	P/E	13.62	16.57	16.73	16.82	14.97
资本公积增加	45	1	0	0	0	P/B	1.19	1.14	1.16	1.18	1.20
现金净增加额	348	359	448	201	211	EV/EBITDA	3.61	4.00	6.64	6.39	5.95

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，7 年国内外汽车零部件行业项目管理及技术开发经验。2018 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。