

投资评级：买入(维持)

凌云股份(600480)

新品投入拖累业绩，期待电池壳体放量

市场数据 2019-08-26

收盘价(元)	7.94
一年内最低/最高(元)	7.18/13.08
市盈率	17.9
市净率	1.12

基础数据

净资产收益率(%)	6.99
资产负债率(%)	56.5
总股本(亿股)	5.51

最近12月股价走势



联系信息

彭勇	分析师
SAC 证书编号: S0160517110001	
pengy@ctsec.com	
管正月	联系人
gzy@ctsec.com	021-68592396

相关报告

- 《凌云股份(600480):隐形冠军,再拓新途》 2019-07-09
- 《凌云股份(600480):短期业绩承压,期待新业务放量》 2018-10-26
- 《凌云股份(600480):扎根主业的细分龙头,热成型带来全新增量》 2018-10-23

● 事件:

公司公告 2019 年中报, 1-6 月实现营业收入 55.3 亿元, 同比下滑 12.6%; 归母净利润亏损 5885.1 万元, 同比下滑 133.3%。公司拟每 10 股派发现金红利 2.00 元(含税)。

● 新产品前期投入较大, 二季度业绩承压

公司 Q2 实现营业收入 27.6 亿元, 同比下滑 14.3%; 归母净利润亏损 1.1 亿元, 同比下滑 198.0%。公司业绩下滑主要是: 1) 汽车行业景气度下行, 部分客户产销量下降, 订单减少; 2) 金属零部件产品盈利能力降低; 3) 新产品尚未量产爬坡, 项目短期内收益不能体现, 而新产品的前期研发、设备投入较大, 费用支出增长, 导致盈利能力下滑。

● 毛利率下滑, 费用率上升

公司 Q2 毛利率 14.3%, 同比减少 5.2pct, 环比减少 5.0pct。主要是公司原有老产品由于更新换代及本年度市场下滑趋势影响, 销量下滑, 设备产能利用率降低, 导致单位产品分摊的固定费用上升, 其中汽车零部件产品毛利率下滑 2.4pct。公司上半年费用率 11.0%, 同比增加 1.3pct, 其中销售费用率 4.2% (同比+0.1pct), 管理费用率 5.5% (同比+1.1pct), 主要是咨询费增加 1700 万元; 财务费用率 1.3% (同比+0.1pct)。公司上半年研发费用支出 2.0 亿元, 主要是开发了新能源电池壳体, 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。

● 向新而生, 电池壳体进入收获期

公司积极布局新能源蓝海市场, 通过收购德国 WAG 切入电动汽车电池包壳体市场。当前公司所获电池包下壳体全生命周期订单金额高达 100 亿元, 2019-2020 年逐步投产释放。预计今年保时捷电池壳项目逐步量产, 改善公司业绩。

● 盈利预测及投资建议

新产品热成型件与电池壳体进入收获期, 公司产品的单车价值量大幅提升, 打开成长空间。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.19/0.35/0.54 元, 对应 PE 为 42.3/22.9/14.7 倍, 维持“买入”评级。

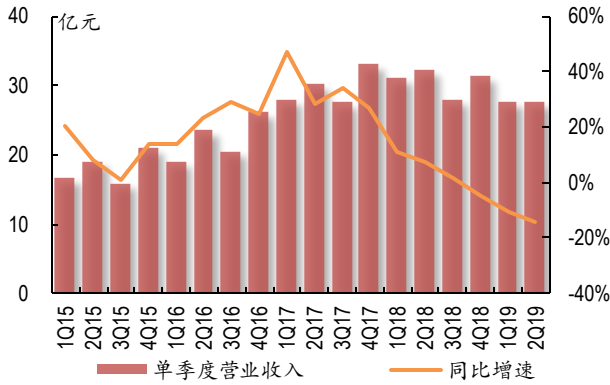
● 风险提示: 汽车行业景气度不及预期; 电池壳体市场拓展不及预期。

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	11845	12252	12436	14674	16582
增长率	33.1%	3.4%	1.5%	18.0%	13.0%
归属母公司股东净利润(百万)	331	272	103	191	297
增长率	55.4%	-17.8%	-62.0%	85.2%	55.5%
每股收益(元)	0.60	0.49	0.19	0.35	0.54
市盈率(倍)	13.2	16.1	42.3	22.9	14.7

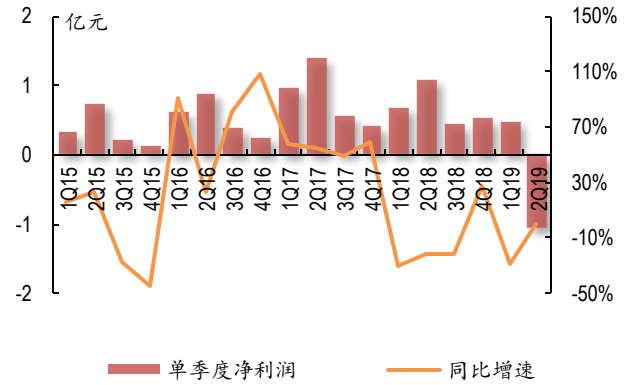
数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

图1：公司单季度营业收入及同比增速



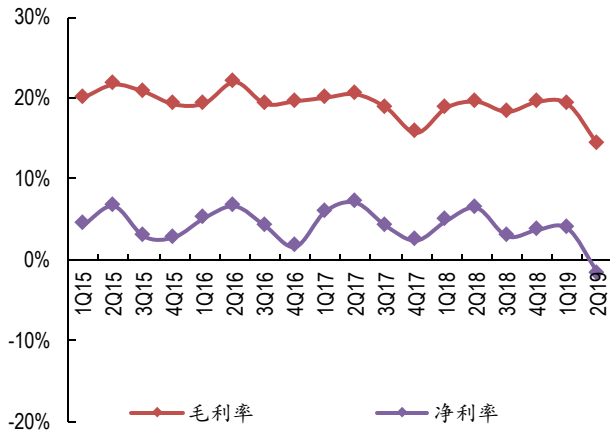
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图2：公司单季度归母净利润及同比增速



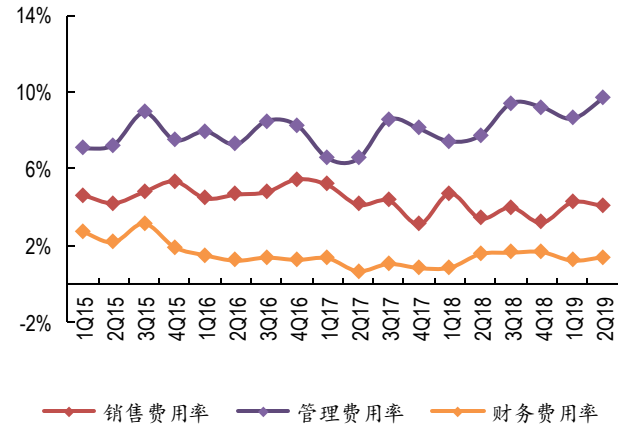
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图3：公司单季度毛利率及净利率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图4：公司单季度费用率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>11845</b>	<b>12252</b>	<b>12436</b>	<b>14674</b>	<b>16582</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	9636	9916	10322	12033	13431	营业收入增长率	33.1%	3.4%	1.5%	18.0%	13.0%
营业税费	77	73	81	95	108	营业利润增长率	48.8%	-3.0%	-62.3%	86.9%	56.0%
销售费用	489	466	597	704	746	净利润增长率	55.4%	-17.8%	-62.0%	85.2%	55.5%
管理费用	879	614	1057	1233	1393	EBITDA 增长率	16.9%	36.2%	-51.5%	40.3%	35.5%
财务费用	112	172	141	158	189	EBIT 增长率	34.5%	53.4%	-67.2%	60.1%	46.9%
资产减值损失	18	16	23	26	29	NOPLAT 增长率	43.9%	5.4%	-53.7%	60.1%	46.9%
加: 公允价值变动收益	0	0	15	21	27	投资资本增长率	5.9%	16.7%	8.8%	-5.3%	22.7%
投资和汇兑收益	40	40	25	30	30	净资产增长率	11.1%	8.1%	4.4%	5.5%	8.1%
<b>营业利润</b>	<b>697</b>	<b>675</b>	<b>255</b>	<b>476</b>	<b>743</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	9	2	5	5	5	毛利率	18.6%	19.1%	17.0%	18.0%	19.0%
<b>利润总额</b>	<b>705</b>	<b>678</b>	<b>260</b>	<b>481</b>	<b>748</b>	营业利润率	5.9%	5.5%	2.0%	3.2%	4.5%
减: 所得税	131	124	49	91	142	净利润率	2.8%	2.2%	0.8%	1.3%	1.8%
<b>净利润</b>	<b>331</b>	<b>272</b>	<b>103</b>	<b>191</b>	<b>297</b>	EBITDA/营业收入	9.4%	12.4%	5.9%	7.0%	8.4%
						EBIT/营业收入	6.6%	9.8%	3.2%	4.3%	5.6%
<b>资产负债表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	1,823	2,138	2,164	2,641	2,985	固定资产周转天数	70	75	80	70	65
交易性金融资产	-	-	-	-	-	<b>流动营业资本周转天数</b>	41	44	57	51	57
应收帐款	1,579	2,057	2,227	2,828	3,160	流动资产周转天数	190	212	232	219	224
应收票据	1,407	1,015	1,610	1,080	1,960	应收帐款周转天数	47	53	62	62	65
预付帐款	367	324	364	371	375	存货周转天数	47	50	54	51	52
存货	1,577	1,828	1,899	2,245	2,530	总资产周转天数	332	369	401	370	365
其他流动资产	92	202	213	236	268	投资资本周转天数	138	149	165	142	136
可供出售金融资产	1	1	2	2	2	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	8.7%	6.8%	2.5%	4.5%	6.7%
长期股权投资	410	370	398	444	497	ROA	4.8%	4.2%	1.5%	2.5%	3.4%
投资性房地产	303	287	334	393	465	ROIC	14.9%	14.8%	5.9%	8.7%	13.4%
固定资产	2,398	2,727	2,799	2,914	3,052	<b>费用率</b>					
在建工程	368	495	550	618	701	销售费用率	4.1%	3.8%	4.8%	4.8%	4.5%
无形资产	353	357	362	368	375	管理费用率	7.4%	5.0%	8.5%	8.4%	8.4%
其他非流动资产	1,173	1,472	1,508	1,560	1,561	财务费用率	0.9%	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%
<b>资产总额</b>	<b>11,851</b>	<b>13,274</b>	<b>14,430</b>	<b>15,701</b>	<b>17,931</b>	三费/营业收入	12.5%	10.2%	14.4%	14.3%	14.0%
短期债务	2,296	2,347	2,881	3,064	3,300	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	2,405	2,352	2,551	3,165	2,916	资产负债率	54.9%	56.5%	57.9%	58.6%	60.2%
应付票据	602	466	680	523	820	负债权益比	121.6%	129.6%	137.3%	141.8%	151.5%
其他流动负债	780	983	1,274	1,306	1,465	流动比率	1.13	1.23	1.15	1.17	1.33
长期借款	249	605	631	650	1,600	速动比率	0.87	0.93	0.89	0.89	1.03
其他非流动负债	170	741	270	320	330	利息保障倍数	7.05	6.99	2.80	4.02	4.94
<b>负债总额</b>	<b>6,503</b>	<b>7,494</b>	<b>8,288</b>	<b>9,027</b>	<b>10,432</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	1,562	1,805	1,913	2,111	2,420	DPS(元)	0.18	-	0.06	0.10	0.16
股本	455	455	551	551	551	分红比率	30.2%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	3,326	3,499	3,572	3,706	3,914	股息收益率	2.3%	0.0%	0.7%	1.3%	2.0%
<b>股东权益</b>	<b>5,349</b>	<b>5,780</b>	<b>6,035</b>	<b>6,368</b>	<b>6,885</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EPS(元)	0.60	0.49	0.19	0.35	0.54
净利润	574	554	211	390	606	BVPS(元)	6.88	7.22	7.49	7.73	8.11
加: 折旧和摊销	489	551	339	398	466	PE(X)	13.2	16.1	42.3	22.9	14.7
资产减值准备	18	16	23	26	29	PB(X)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
公允价值变动损失	-	-	15	21	27	P/FCF	8.2	10.0	-36.0	14.8	-73.9
财务费用	113	142	141	158	189	P/S	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
投资收益	-40	-40	-25	-30	-30	EV/EBITDA	4.0	3.4	8.4	5.6	4.9
少数股东损益	243	282	107	199	309	CAGR(%)	-12.1%	3.0%	-18.0%	-12.1%	3.0%
营运资金的变动	-266	-813	-519	206	-1,410	PEG	-1.1	5.3	-2.4	-1.9	4.9
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>763</b>	<b>343</b>	<b>293</b>	<b>1,366</b>	<b>185</b>	ROIC/WACC	2.0	2.0	0.8	1.2	1.8
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-769</b>	<b>-696</b>	<b>-532</b>	<b>-662</b>	<b>-792</b>	REP	0.5	0.5	1.3	0.9	0.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>354</b>	<b>712</b>	<b>265</b>	<b>-227</b>	<b>950</b>						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。