

2016 年 09 月 13 日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

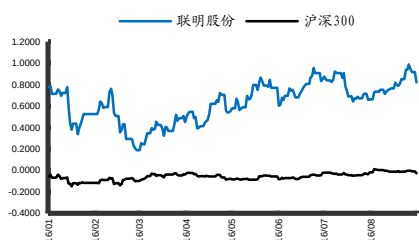
研究所

证券分析师：冯胜 S0350515090001
 0755-83706284 fengs01@ghzq.com.cn
 联系人：李欣雨 S0350116060006
 0755-82023586 lixy02@ghzq.com.cn

物流与汽车零部件业务协同发展带动业绩高速增长

——联明股份（603006）动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
联明股份	9.3	2.7	-9.6
沪深 300	-1.0	3.1	-2.5

市场数据 2016/09/13

当前价格（元）	25.29
52 周价格区间（元）	11.96 - 33.13
总市值（百万）	5141.25
流通市值（百万）	1835.65
总股本（万股）	19291.76
流通股（万股）	6888.00
日均成交额（百万）	85.16
近一月换手（%）	101.76

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

■ 公司概况 公司目前的主营业务为汽车车身零部件业务和仓储物流业务，净利润贡献占比约为 62%：38%，未来公司将形成以**汽车零部件开发及生产为核心、汽车零部件供应链管理为辅助**的业务体系。2016 年中报公司营收同比增长 36.45%；毛利率 28.16%；归母净利润同比增长 39.43%；扣非归母净利润同比增长 133.71%；每股收益 0.36。

■ 传统主业稳步增长带动业绩增加 2016 年上半年公司汽车零部件制造营收同比增长 41.87%，毛利率 23.13%，同比增加 1.33pct。目前公司的主要客户为上汽通用，营收贡献占比超过 50%，其次是上汽大众。公司目前沈阳和武汉正在进行二期基地扩建，今年底有望完工扩充产能。随着基地扩建完工产能释放，公司依托优质的下游整车商，未来传统主业稳步增长可期。此外，公司去年 7 月以现金方式增资北人机器人（持股比例 3.97%），未来公司将加强与北人机器人的业务合作和技术交流，随着公司生产线自动化需求的不断提升，对未来公司延伸产业链，提高技术竞争力具有重要意义。

■ 外延汽车供应链服务与主业协同发展 公司目前仓储物流业务范围主要包括循环物流器具管理业务、VMI 业务、入场物流业务，三项业务的去年收购时营收占比约为 60%、30%和 10%，前者主要服务上汽通用汽车。2016 年中报物流业务实现净利 2565 万元，按此测算，公司今年有望完成 4550 万元的业绩承诺。同时，公司 2003 年承接上汽通用循环物流器具管理业务，是**国内最早从事循环物流器具供应链管理业务的企业**，由于汽车供应商数量众多，因此物流器具管理是一个较为复杂的系统性工程，进入壁垒较高，目前多家整车商在这一领域进行研发和寻求合作，公司未来业务扩展空间广阔。公司自上市以来一直在寻求外延扩张，去年将母公司旗下晨通物流资产注入，未来借助资本市场平台将有利于公司汽车物流产业的发展，我们不排除未来有控股股东资产继续注入的可能性。

■ 盈利预测和投资评级： **维持增持评级。**考虑公司传统主业稳步增长，汽车供应链物流服务业务协同效应明显，未来外延预期强烈，预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.67 元、0.76 元、0.87 元，目前股价 25.29 元，对应 PE 为 38 倍、33 倍、29 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

■ 风险提示： 1）外延并购业务整合低于预期；2）传统主业业绩下滑

风险；3) 汽车行业政策趋紧风险；

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	684	855	972	1098
增长率(%)	30%	25%	14%	13%
净利润（百万元）	98	129	147	167
增长率(%)	47%	32%	14%	14%
摊薄每股收益（元）	1.03	0.67	0.76	0.87
ROE(%)	13.56%	17.14%	19.73%	22.77%

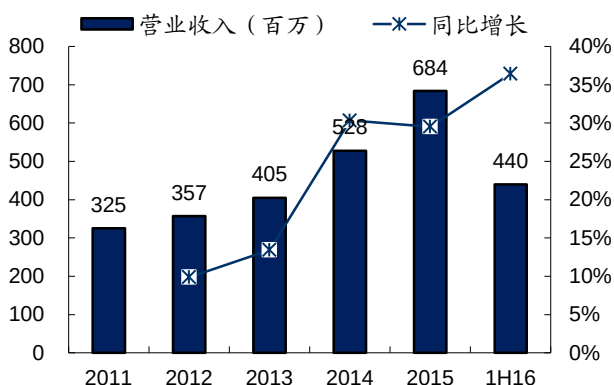
资料来源：公司数据、国海证券研究所

1、公司简介

公司前身为上海联明六和机械有限公司，成立于2003年1月24日，2008年11月30日发起设立联明股份，于2014年6月30日正式在上海证券交易所上市。公司目前的主营业务为**汽车车身零部件业务**和**仓储物流业务**，净利润贡献占比约为62%:38%。公司目前的车身零部件产品主要为乘用车配套，是国内著名整车制造商上汽通用、上汽大众、上汽集团的一级供应商；物流服务业务方面，公司2015年发行股份购买晨通物流100%股权，晨通物流是一家供应链管理服务商，主要为客户提供第三方物流服务，主要客户为大型制造企业，包括上汽通用、上海延锋金桥汽车饰件系统有限公司、上海夏普电器有限公司等。未来公司将形成以**汽车零部件开发及生产为核心、汽车零部件供应链管理为辅助**的业务体系，为汽车整车制造商提供综合服务的能力显著提升。

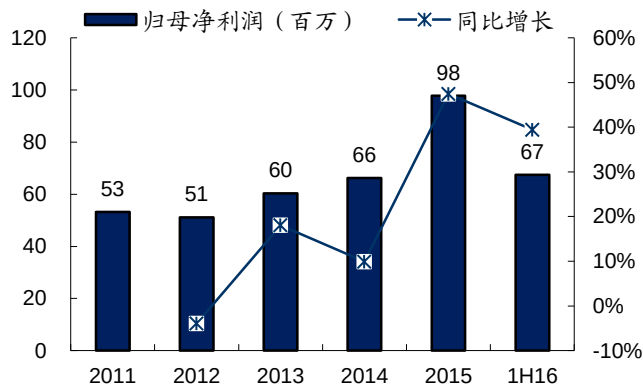
2016年上半年，公司实现营业收入4.4万元，同比增长36.45%；毛利率28.16%，较去年同期增加1.8个百分点；归母净利6746.59万元，同比增长39.43%；扣非归母净利6628.29万元，同比增长133.71%；每股收益0.36，同比增长39.45%。公司已于今年2月完成限制性股权激励，回购价为11.43元/股，分三年按30%、30%和40%解锁。

图1：公司营业收入历年走势图



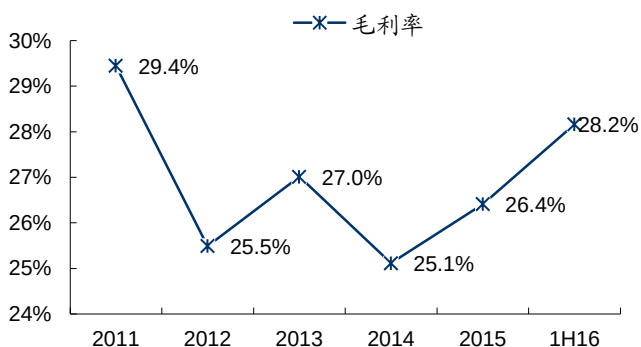
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图2：公司归母净利润历年走势图



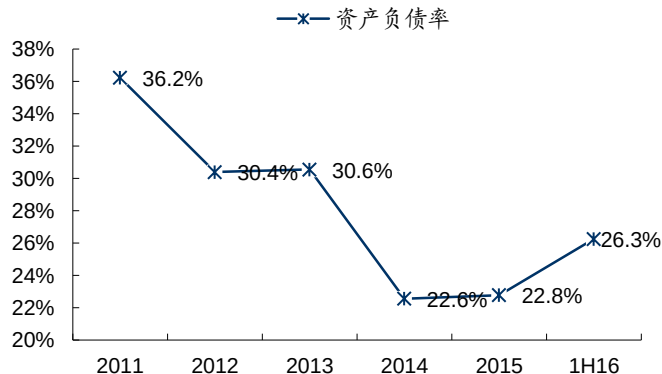
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图3：公司毛利率历年走势图



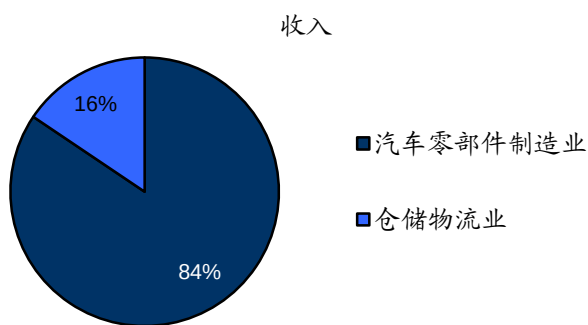
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图4：公司资产负债率历年走势图



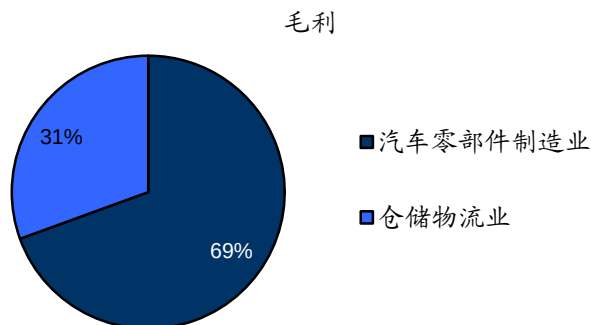
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 5：2016 年中期公司主营业务收入子行业占比分布图



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 6：2016 年中期公司毛利子行业占比分布图

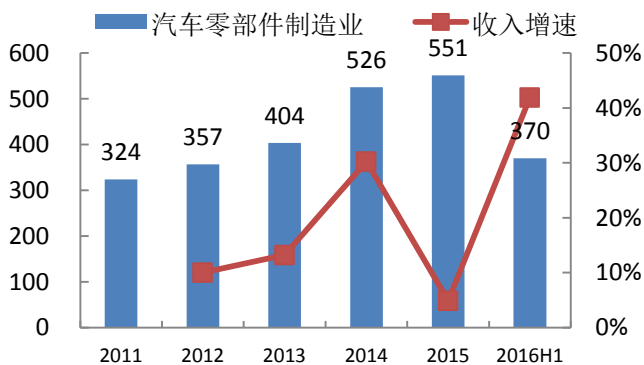


资料来源：公司公告，国海证券研究所

2、传统主业稳步增长带动业绩增加

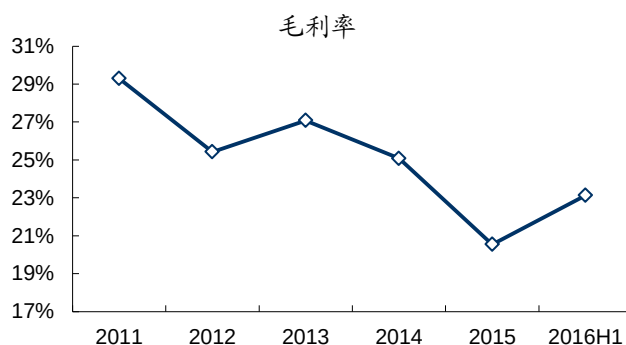
2016 年上半年，公司汽车零部件制造实现营业收入 3.7 亿元，同比增长 41.87%，毛利率 23.13%，较去年同期增加 1.33 个百分点，贡献归母净利润约 4100 万元，贡献占比 62%。今年上半年主要是公司整体订单量提升带来的传统主业业绩大幅增加。目前公司的主要客户为上汽通用，营收贡献占比超过 50%，其次是上汽大众。

图 7：公司汽车零部件制造业营收历年走势图（百万元）



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 8：公司汽车零部件制造业毛利率历年走势图



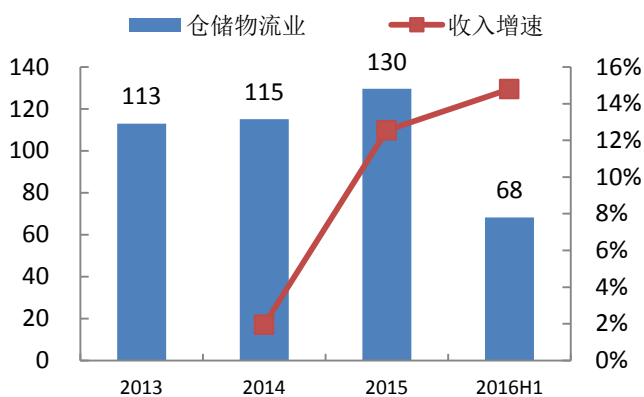
资料来源：公司公告，国海证券研究所

按照产品生产工艺划分，公司属于锻造行业之冲压件子行业和焊接行业。目前公司拥有四个基地，分别为上海、烟台、沈阳和武汉，其中沈阳和武汉正在进行二期基地扩建，今年底两个基地有望完工扩充产能。2011 年开始公司冲压行业产能利用率均超过 100%，已不能满足公司生产经营的正常需求，而随着基地扩建，未来公司产能将有较大提高。此外，2015 年 7 月，公司以现金方式增资北人机器人系统（苏州）有限公司（以下简称“北人机器人”），目前持股比例 3.97%。该公司已上市新三板（江苏北人，836084），具有融资需求，未来随着公司自动化产业需求的不断提升，公司将加强与北人机器人的业务合作和技术交流，对未来公司延伸产业链，提高技术竞争力具有重要意义。

3、外延汽车供应链服务与主业协同发展

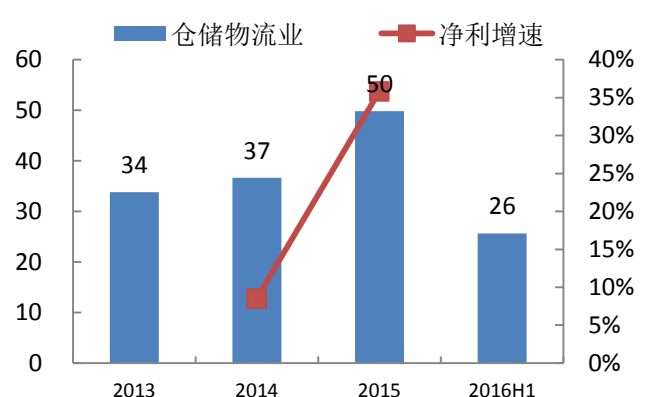
公司于2015年11月向同一控制母公司联明投资收购其旗下晨通物流100%的股权后，成功外延汽车供应链管理服务，与公司传统汽车主业达到协同效应。晨通物流2016年上半年实现净利润2565万元，承诺**2016年、2017年的扣非归母净利润分别不低于4,550万元和5,000万元**。按照中报数据推算，我们预估全年贡献公司净利润约为4800万，今年有望完成业绩承诺。公司自上市以来一直在寻求外延扩张，去年将母公司旗下晨通物流资产注入，未来借助资本市场平台将有利于公司汽车物流产业的发展，我们不排除未来有控股股东资产继续注入的可能性。

图 9：晨通物流营业收入历年走势图（百万元）



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 10：晨通物流净利润历年走势图（百万元）



资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司目前业务范围主要包括循环物流器具管理业务、VMI业务、入场物流业务，三项业务去年收购时的营收占比约为60%、30%和10%，前者主要服务上汽通用汽车。晨通物流是整车制造商循环物流器具供应链管理领域规模最大的企业之一，是国内最早从事循环物流器具供应链管理业务的企业。由于汽车制造商采购涉及供应商数量众多，物流器具管理是一个较为复杂的系统性工程，进入壁垒较高，目前多家整车商在这一领域进行研发和寻求合作，公司未来业务发展空间广阔。

4、盈利预测与评级

考虑公司传统主业稳步增长，汽车供应链物流服务业务协同效应明显，未来外延预期强烈，预计公司2016-2018年EPS为0.67元、0.76元、0.87元，目前股价25.29元，对应PE为38倍、33倍、29倍，给予“增持”评级。

5、风险提示

- 1) 外延并购业务整合低于预期;
- 2) 传统主业业绩下滑风险;
- 3) 汽车行业政策趋紧风险;

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	684	855	972	1098
增长率(%)	30%	25%	14%	13%
净利润（百万元）	98	129	147	167
增长率(%)	47%	32%	14%	14%
摊薄每股收益（元）	1.03	0.67	0.76	0.87
ROE(%)	13.56%	17.14%	19.73%	22.77%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 联明股份盈利预测表

证券代码:	603006.SH				股价:	25.29	投资评级:	增持	日期:	2016/09/13
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值		2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					每股指标					
ROE	14%	17%	20%	23%	EPS		1.03	0.67	0.76	0.87
毛利率	26%	28%	28%	28%	BVPS		7.63	3.91	3.86	3.80
期间费率	9%	9%	9%	9%	估值					
销售净利率	14%	15%	15%	15%	P/E		24.45	37.74	33.21	29.22
成长能力					P/B		3.31	6.47	6.55	6.65
收入增长率	30%	25%	14%	13%	P/S		3.50	5.70	5.01	4.43
利润增长率	47%	32%	14%	14%						
营运能力					利润表 (百万元)		2015	2016E	2017E	2018E
总资产周转率	0.73	0.84	0.91	1.01	营业收入		684	855	972	1098
应收账款周转率	4.12	6.23	6.23	6.23	营业成本		503	615	698	787
存货周转率	3.71	3.71	3.71	3.71	营业税金及附加		2	3	3	3
偿债能力					销售费用		7	8	10	11
资产负债率	23%	26%	30%	33%	管理费用		50	62	71	80
流动比	2.09	1.59	1.43	1.43	财务费用		2	(0)	0	1
速动比	1.42	0.93	0.82	0.81	其他费用 / (-收入)		7	0	0	0
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润		126	167	190	216
现金及现金等价物	54	50	42	43	营业外净收支		1	1	1	1
应收款项	166	137	156	176	利润总额		127	168	191	217
存货净额	136	166	189	213	所得税费用		29	39	44	50
其他流动资产	67	49	56	63	净利润		98	129	147	167
流动资产合计	422	403	443	495	少数股东损益		0	0	0	0
固定资产	330	443	481	457	归属于母公司净利润		98	129	147	167
在建工程	95	85	55	55	现金流量表 (百万元)		2015	2016E	2017E	2018E
无形资产及其他	71	69	68	66	经营活动现金流		78	92	116	133
长期股权投资	0	0	0	0	净利润		98	129	147	167
资产总计	934	1016	1063	1089	少数股东权益		0	0	0	0
短期借款	30	0	40	60	折旧摊销		31	28	34	35
应付款项	98	120	136	154	公允价值变动		0	0	0	0
预收帐款	1	1	2	2	营运资金变动		(50)	(66)	(65)	(69)
其他流动负债	73	131	131	131	投资活动现金流		2	(104)	(8)	24
流动负债合计	202	253	309	347	资本支出		(99)	(104)	(8)	24
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资		0	0	0	0
其他长期负债	11	11	11	11	其他		100	0	0	0
长期负债合计	11	11	11	11	筹资活动现金流		(84)	(127)	(116)	(158)
负债合计	213	264	320	358	债务融资		15	(30)	40	20
股本	94	192	192	192	权益融资		0	40	0	0
股东权益	721	753	743	732	其它		(99)	(138)	(156)	(178)
负债和股东权益总计	934	1016	1063	1089	现金净增加额		(4)	(139)	(8)	(1)

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【交通运输组介绍】

冯胜，硕士毕业于南开大学世界经济专业，本科毕业于南京航空航天大学飞行器制造工程专业；现任研究所机械军工行业组长，3 年机械行业实业工作经验，3 年证券公司机械行业研究经验；重点覆盖通用航空、无人机、机器人及工业自动化等领域。

李欣雨，英国杜伦大学金融与投资学硕士，西南财经大学会计硕士，西南财经大学学士，从事交运行业研究 1 年，16 年加入国海证券研究所，现从事交运行业研究

【分析师承诺】

冯胜，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。