

投资评级 **买入** 维持

更新重组方案，引入军工业务

股票数据

6 个月内目标价 (元)	23.85
06 月 09 日收盘价 (元)	19.97
52 周股价波动 (元)	12.22-28.97
总股本/流通 A 股 (百万股)	451/362
总市值/流通市值 (百万元)	9005/7223

主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	42.3	38.0	37.4
市净率	2.6	2.8	2.5
市销率	1.01	0.93	0.83
EV/EBITDA	8.4	9.2	7.8
分红率(%)	—	—	—

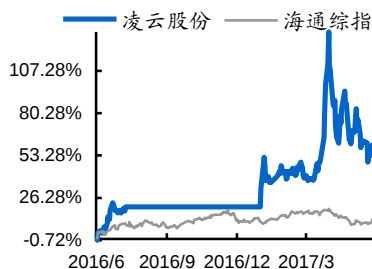
相关研究

《业绩增长符合预期，资产重组稳步推进》
2017.03.28

《兵器工业集团股权激励改革的开拓者》
2017.01.13

《收购军工资产，迈出集团整合第一步》
2016.12.30

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-4.4	-19.4	14.0
相对涨幅 (%)	-11.1	-21.1	9.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:徐志国

Tel:(010)50949921

Email:xzg9608@htsec.com

证书:S0850514060004

分析师:刘磊

Tel:(010)50949922

Email:ll11322@htsec.com

证书:S0850516110001

分析师:蒋俊

Tel:(021)23154170

Email:jj11200@htsec.com

证书:S0850517010002

联系人:张恒晖

Tel:(010)68067998

Email:zhx10170@htsec.com

投资要点:

- **调整交易方案，取消募集配套资金。**凌云股份拟向凌云集团发行股份购买其持有的太行机械 100% 股权；拟向电子院、兵科院、信息集团、中兵投资、兵器三院和张峻林等八位自然人发行股份购买其合计持有的东方联星 100% 股权。本次交易资产的交易作价约为 13.02 亿元，其中太行机械 100% 股权作价 5.67 亿元，东方联星 100% 股权作价 7.35 亿元。本次购买资产的发行价格为 11.51 元/股，对应增发股份数量为 1.13 亿股，本次修订方案取消原方案中的配套融资事项。本次交易完成后，凌云股份总股本将增至 5.64 亿股，其中凌云集团及其关联方合计持股比例为 48.02%。
- **标的资产原股东做出业绩承诺。**凌云集团承诺太行机械全资子公司太行计量 2017 年至 2019 年扣非归母净利润分别不低于 265.97 万元、274.20 万元和 282.59 万元；东方联星原股东承诺同期扣非归母净利润分别为 5681.91 万元、7202.26 万元和 8812.84 万元，并且，如果实际实现数额超过承诺，则超出承诺部分的部分金额将作为现金奖励给予东方联星的管理团队及核心人员。
- **推出股权激励方案，提升核心员工积极性。**凌云股份推出限制性股票激励计划，拟向激励对象授予股票不超过 450 万股，激励对象包括董事、高管和技术管理骨干共 83 人，股票授予价格为 10.58 元/股。该激励计划有效期为五年（含 2 年锁定期和 3 年解锁期），解锁期选取 2018 至 2020 年净利润增长率、净资产收益率和主营业务占总营业收入比例三项指标。本次限制性股票激励计划将员工个人利益与公司未来发展绑定，有利于激发员工动力。
- **传统业务稳步增长。**凌云股份 2016 年实现营业收入 88.98 亿元，同比增长 22.82%；归母净利润为 2.13 亿元，同比增长 54.96%；每股收益为 0.47 元/股。2017 年一季度报告披露，凌云股份一季度实现营业收入 27.91 亿元，同比增长 47.29%；归母净利润为 0.96 亿元，同比增长 57.23%。传统业务业绩增长得益于公司持续深入推进市场区域化布局，深耕重点客户和提升产品结构及单车配套比重。
- **盈利预测与投资建议。**由于本次资产重组尚处于草案阶段，暂不考虑其对公司产生的业绩增厚和股本摊薄影响，我们预计凌云股份 2017 年至 2019 年 EPS 分别为 0.53、0.53 和 0.60 元/股。结合可比公司估值水平，我们给予凌云股份 2017 年 45 倍 PE 估值，对应目标价为 23.85 元，维持“买入”评级。
- **风险提示。**发行股份购买资产尚未完成；股权激励方案尚处于草案阶段；拟置入业务与传统业务之间的整合风险。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7244.79	8897.88	9651.32	10912.06	12360.07
(+/-)YoY(%)	10.55%	22.82%	8.47%	13.06%	13.27%
净利润(百万元)	137.48	213.03	237.22	240.83	269.55
(+/-)YoY(%)	0.26%	54.96%	11.35%	1.52%	11.92%
全面摊薄 EPS(元)	0.30	0.47	0.53	0.53	0.60
毛利率(%)	20.38%	20.10%	20.12%	19.99%	19.99%
净资产收益率(%)	4.15%	6.09%	7.25%	6.78%	6.97%

资料来源：公司年报（2015-2016），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 凌云股份分业务盈利预测

	2016	2017E	2018E	2019E
汽车金属及塑料零部件				
营业收入（百万元）	7,185.77	7,904.35	9,090.00	10,453.50
营业收入增长率	31.25%	10%	15%	15%
毛利率	19.97%	20%	20%	20%
塑料管道系统				
营业收入（百万元）	1,390.93	1,432.66	1,504.29	1,579.51
营业收入增长率	-4.78%	3%	5%	5%
毛利率	21.83%	22%	21%	21%

资料来源：凌云股份 2016 年年报，海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价（元）	市值（亿元）	2017 年 PE（倍）
600990.SH	四创电子	62.00	98.69	43
002383.SZ	合众思壮	13.76	100.88	41
002284.SZ	亚太股份	10.80	79.66	44
002553.SZ	南方轴承	10.80	37.58	45
300507.SZ	苏奥传感	44.10	52.92	46
603178.SH	圣龙股份	18.87	37.74	52
	平均值	—	—	45

资料来源：海通证券研究所（备注：按 2017 年 06 月 09 日收盘价计算，2017 年 PE 估值取自 wind 一致预期）

信息披露

分析师声明

徐志国 军工行业
刘磊 军工行业
蒋俊 军工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国卫星,钢构工程,大立科技,北方创业,全信股份,宏大爆破,航天机电,中航光电,四创电子,达刚路机,航新科技,中航动力,江南红箭,光电股份,鼎立股份,尤洛卡,高德红外,晨曦航空,中航电测,久之洋,通光线缆,亿利达,鹏起科技,康拓红外,航天晨光,银河电子,航天电器,中航飞机,航天长峰,卫士通

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。