

投资评级：增持（维持）
报告日期：2021年04月28日
市场数据

目前股价	9.42
总市值（亿元）	72.10
流通市值（亿元）	71.92
总股本（万股）	76,534
流通股本（万股）	76,346
12个月最高/最低	10.99/6.86

分析师

分析师：孙志东 s1070518060004

☎ 021-31829704

✉ sunzhidong@cgws.com

联系人（研究助理）：刘欢 S1070120050021

☎ 021-31829851

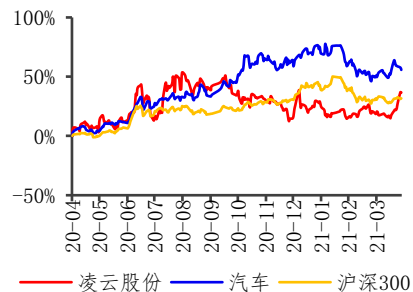
✉ liuhuan@cgws.com

联系人（研究助理）：刘欣畅

S1070119070020

☎ 0755-83515597

✉ liuxinchang@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<新产品新机制，期待19年下半年的业绩拐点>> 2019-04-29

<<利润增速略低于预期，期待19年下半年出现业绩拐点>> 2019-01-30

<<新产品新机制，浴火重生直上云霄>> 2019-01-21

利润端持续大幅改善，经营拐点已至

——凌云股份（600480）2020年年报及2021年一季报点评

盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	11779	13540	15593	17485	19563
(+/-%)	-3.9%	14.9%	15.2%	12.1%	11.9%
归母净利润（百万元）	-70	101	312	382	479
(+/-%)	-125.7%	-244.6%	209.0%	22.4%	25.3%
摊薄 EPS（元/股）	-0.09	0.13	0.41	0.50	0.63
PE	-103.2	71.4	23.1	18.9	15.1

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ **事件：**公司发布2020年年报，2020年公司实现营收135.40亿元，同比+14.95%，归母净利润1.01亿元，同比+244.58%，其中20Q4实现营收42.94亿元，同比+26.76%，归母净利润0.85亿元，同比+330.22%。同时公司发布2021年一季报，21Q1实现营收39.17亿元，同比+80.52%；归母净利润0.83亿元，同比实现大幅扭亏。

对此我们点评如下：

■ **收入端：**公司营收增速显著快于同期车市。2020年公司营收增速14.95%，及20Q4营收增速26.76%，都显著快于同期国内车市。21Q1营收增速80.52%也与国内车市基本一致。考虑到公司收入中有占比约11%（2020年）的管道业务小幅下滑，公司汽车零部件收入增速比整体增速更高一点。主要的增量应该来自于公司热成型及铝合金电池托盘业务的逐步放量。

■ **毛利率：**连续两个季度毛利率持续提升。20全年公司毛利率为16.63%，其中20Q4毛利率为17.02%，同比+0.26pct，21Q1公司毛利率为17.54%，同比+2.22pct，环比+0.52pct，继续改善。我们认为毛利率的持续提升主要是因为汽车行业景气度提升，公司的产能利用率提高所致，特别是中国和欧洲的新能源汽车市场都保持高度景气，公司电池盒业务进入放量期。

■ **利润端：**期间费用率持续下降，净利率提升。20Q4/21Q1公司分别实现归母净利润0.85/0.83亿元，同比分别+330.22%/扭亏为盈。公司盈利能力的提升一方面是毛利率的提升，另一方面也是因为期间费用率的下降，20Q4公司期间费用率13.59%，同比-1.01pct，具体来看研发费用率略有提升，+0.62pct，其余三项费用率都有所下降，销售/管理/财务费用率分别同比-0.8pct/-0.25pct/-0.57pct。21Q1公司期间费用率11.90%，同比-5.24pct，环比-1.69pct，在此期间公司各项费用率都实现下降，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.85pct/-2.21pct/-1.05pct/-1.13pct，预计公司收购瓦达沙夫整合及内部效率提升取得实质性进展。叠加公司毛利率的提升，公司20Q4/21Q1净利率分别达到3.84%/4.44%，同比+1.61pct/+7.39pct，利润端

出现大幅改善。

- **公司通过合资和并购切入汽车轻量化制造领域，大额订单在手，进入业绩收获期。**公司通过与韩国吉恩斯合作切入热成型领域，抢占行业制高点。凌云股份已与韩国吉恩斯在全国各地成立 7 家合资公司，有 13 条生产线，在韩系之外的客户开拓方面取得成功。目前已经取得多个重要车型的热成型项目。2015 年收购德国铝合金汽车零部件生产公司瓦达沙夫，通过该子公司自主研发了铝合金轻量化电池盒，其技术水平达到国际先进水平，并借助子公司成功进入奔驰、奥迪、宝马、大众的铝合金产品供应体系。同时，已与德国瓦达沙夫公司成立沈阳合资公司，开拓国内铝合金产品市场。目前大额订单在手，已陆续量产。

- **投资建议：**公司在汽车轻量化业务上布局早，且实力雄厚，拿到了国内外众多知名厂商的大额订单，陆续进入量产阶段。公司收购整合及产能布局基本结束，各项费用支出开始回落，公司将进入快速增长阶段。

根据公司 2020 年业绩，上调公司的盈利预测，预计公司 2021-2023 年营收依次为 155.93、174.85、195.63 亿元，增速依次为 15.2%、12.1%、11.9%，归母净利润依次为 3.12、3.82、4.79 亿元，增速依次为 209.0%、22.4%、25.3%，对应 PE 依次为 23.1、18.9、15.1 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示：**汽车行业销量恢复不及预期、新产品放量不及预期、内部机制改革不及预期、新能源汽车销量不及预期

附：盈利预测表

利润表						主要财务指标					
单位:百万元											
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11779.26	13539.74	15593.38	17484.72	19562.91	成长能力					
营业成本	9814.65	11288.37	12937.89	14503.98	16138.32	营业收入增长	-3.9%	14.9%	15.2%	12.1%	11.9%
营业费用	502.83	537.80	608.14	673.16	743.39	营业成本增长	-1.0%	15.0%	14.6%	12.1%	11.3%
管理费用	635.00	592.57	686.11	760.59	841.21	营业利润增长	-73.5%	180.8%	36.6%	14.5%	25.2%
研发费用	463.16	507.98	576.95	646.93	723.83	利润总额增长	-72.3%	166.5%	36.7%	14.5%	25.3%
财务费用	158.71	145.00	67.84	76.07	85.11	归母净利润增长	-125.7%	-244.6%	209.0%	22.4%	25.3%
其他收益	41.99	75.43	80.00	80.00	80.00	获利能力					
投资净收益	18.14	40.62	20.00	20.00	20.00	毛利率(%)	16.7%	16.6%	17.0%	17.0%	17.5%
营业利润	179.06	502.82	686.89	786.34	984.77	销售净利率(%)	1.3%	2.9%	3.5%	3.5%	3.9%
营业外收支	9.04	-1.53	-1.53	-1.53	-1.53	ROE(%)	2.4%	5.8%	7.4%	7.9%	9.0%
利润总额	188.10	501.29	685.36	784.81	983.24	ROIC(%)	4.9%	8.4%	10.1%	13.8%	12.8%
所得税	31.80	107.35	147.35	168.73	211.40	营运效率					
少数股东损益	226.13	292.96	225.96	234.11	293.30	销售费用/营业收入	4.3%	4.0%	3.9%	3.9%	3.8%
净利润	-69.84	100.97	312.05	381.97	478.54	管理费用/营业收入	5.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.3%
						研发费用/营业收入	3.9%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%
						财务费用/营业收入	1.3%	1.1%	0.4%	0.4%	0.4%
						投资收益/营业利润	10.1%	8.1%	2.9%	2.5%	2.0%
						所得税/利润总额	16.9%	21.4%	21.5%	21.5%	21.5%
						应收账款周转率	3.56	3.76	3.66	3.71	3.69
						存货周转率	5.21	5.94	5.94	5.94	5.94
						流动资产周转率	1.52	1.53	1.46	1.49	1.51
						总资产周转率	0.86	0.90	0.92	1.00	1.06
						偿债能力					
						资产负债率(%)	53.9%	57.4%	59.3%	54.8%	56.6%
						流动比率	1.26	1.19	1.29	1.40	1.37
						速动比率	0.89	0.75	0.82	0.89	0.89
						每股指标 (元)					
						EPS	-0.09	0.13	0.41	0.50	0.63
						每股净资产	6.03	6.16	6.44	6.85	7.42
						每股经营现金流	1.16	1.47	-0.11	2.91	-0.71
						每股经营现金/EPS	-12.74	11.16	-0.27	5.83	-1.14
						估值比率					
						P/E	-103.23	71.40	23.10	18.87	15.07
						PEG	4.01	-6.06	-23.30	0.33	0.60
						P/B	1.56	1.53	1.46	1.37	1.27
						EV/EBITDA	8.90	6.42	6.55	5.41	7.30
						EV/SALES	0.92	0.83	0.76	0.60	0.62
						EV/IC	1.30	1.25	1.22	1.19	1.12
						ROIC/WACC	0.63	1.08	1.29	1.68	1.64
						REP	2.07	1.16	0.94	0.71	0.68

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7939.32	9703.60	11688.36	11721.94	14182.02
货币资金	2046.40	2341.30	2480.28	2837.97	3138.25
应收票据及应收账款合计	3545.78	3655.44	4855.69	4561.73	6044.35
其他应收款	36.12	87.52	54.87	104.79	73.85
存货	1938.09	1865.40	2493.87	2393.08	3044.54
非流动资产	6287.16	6305.14	6140.48	5561.66	5491.71
固定资产	2969.09	3387.86	3435.44	3506.80	3476.53
资产总计	14226.48	16008.74	17828.84	17283.60	19673.73
流动负债	6320.35	8141.61	9041.20	8391.67	10363.17
短期借款	2053.75	2232.67	3708.10	2859.16	4581.86
应付账款	3092.99	3932.24	4184.77	4129.17	4381.61
非流动负债	1351.18	1039.81	1522.57	1077.95	766.59
长期借款	1000.88	802.18	617.94	374.32	203.66
负债合计	7671.53	9181.42	10563.77	9469.62	11129.75
股东权益	6554.95	6827.32	7265.07	7813.99	8543.98
股本	548.48	765.34	765.34	765.34	765.34
留存收益	1532.75	1633.72	2064.13	2556.99	3174.47
少数股东权益	1939.51	2110.19	2336.15	2570.26	2863.56
负债和股东权益	14226.48	16008.74	17828.84	17283.60	19673.73

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	214.30	659.21	-84.22	2227.93	-546.14
其中营运资本减少	-227.59	-435.30	-1650.70	523.51	-1910.99
投资活动现金流	-716.72	-552.79	-795.97	-433.45	-437.95
资本支出	776.06	692.72	-833.03	-379.19	69.38
筹资活动现金流	456.05	190.84	-456.26	-587.84	-438.32
现金净增加额	-57.37	306.30	-1336.46	1206.63	-1422.42

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>