

投资评级：强烈推荐（首次）

分析师

李军政 010-88366060-8780

Email:lijz@cgws.com

执业证书编号:S1070515060001

王习 010-88366060-8757

Email:wangxi@cgws.com

执业证书编号: S1070515080003

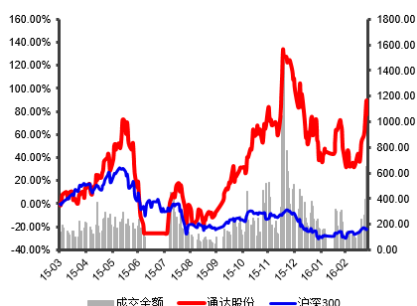
市场数据

目前股价	38.84
总市值（亿元）	55.44
流通市值（亿元）	34.31
总股本（万股）	14,273
流通股本（万股）	8,833
12 个月最高/最低	54.45/16.21

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,588	1,956	2,393
(+/-%)	28.1%	23.2%	22.3%
净利润	97	119	150
(+/-%)	67.3%	22.6%	26.1%
摊薄 EPS	0.68	0.83	1.05
PE	57	47	37

股价表现



数据来源: wind 资讯

相关报告

传统主业稳中有升，双轮驱动并购可期

——通达股份（002560）公司年报点评

投资建议

公司发布 2015 年年报，实现营收 12.40 亿元（+71.24%），净利润为 5795.94 万元（+23.63%），EPS 为 0.41 元。我们预计 16-18 年 EPS 为 0.68 元、0.83 元及 1.05 元，对应当前股价 PE 为 57X、47X 及 37X，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

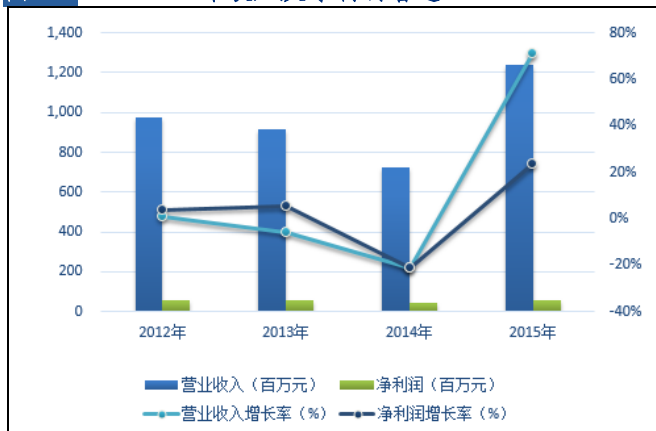
投资要点

- **业绩符合预期，传统主业稳中有升：**整体来看，公司业绩符合预期，与业绩快报出现小幅出入的原因是控股小贷公司对于部分贷款计提了资产减值准备。总体来看，公司 15 年实现营收 12.40 亿元，同比增长 71.24%，得益于 2015 年国家电网公司特高压建设大幅超预期以及全年电网投资同比增幅创历史新高，公司全年中标量得以大幅提升。分项来看，钢芯铝绞线和铝杆铝锭产品收入占比变化不大，两者合计占比超过 50%，而铝合金绞线、架空绝缘电缆等产品收入占比同比上升，铝包钢绞线产品收入占比则同比下降 8 个百分点。公司 15 年实现归属于上市公司股东净利润为 5795.94 万元，同比增长 23.63%，主要原因是受益于 2015 年下半年国际大宗商品价格走低，铝、铜价格跌幅较大，公司毛利率上升。
- **收购成都航飞，成都航飞比较优势在于技术和质量控制：**公司正式公告作价 2.9 亿元收购成都航飞 100% 股权，成都航飞业务以数控制造加工为主，现在拥有五轴龙门加工中心 1 台，三轴龙门加工中心 4 台，未来会增购设备扩充产能。在航空零部件领域的可比上市公司包括新研股份收购的明日宇航以及利君股份收购的德坤航空，公司比较优势在于技术工艺以及质量控制水平很高。
- **成都航飞订单充裕，未来业绩或呈爆发式增长：**成都航飞 2015 年全年实现营收 2657.93 万元，净利润 1007.60 万元，净利率高达 37.91%，主要原因在于公司技术水平和成品率较高。目前军品的主要订单来自于教练机，订单持续性很好，正在布局和已经接单的军品还有很多，此外还有波音 737 襟翼铰链等国外民机订单。根据我们的判断，先进武器装备大量供给状态已经开始出现，并且这一趋势将在十三五期间持续，未来数年公司业绩将呈现爆发式增长，我们认为今年业绩增长有望超业绩承诺。
- **高送转旨在增加现有股东的话语权，股权激励提高管理层积极性：**公司年报披露 15 年利润分配方案，拟以资本公积金向全体股东每 10 股转增 20 股，公司 13 年和 14 年均派发现金股利。此次没有派发现金股利的

原因是 16 年公司拟对成都航飞进行现金收购，预计现金流出较大。如果公司未来考虑外延式并购，高送转将增加现有股东话语权，彰显管理层信心。公司 15 年底公告完成限制性股票首次授予，与公司的利益捆绑将显著提高管理层执行既定战略的积极性。

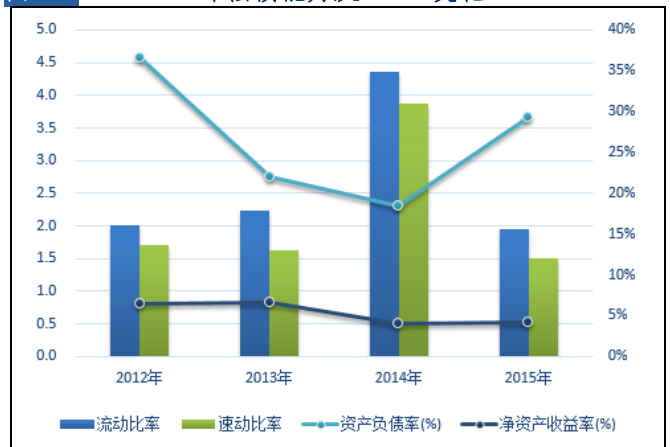
- **通达股份传统主业仍具亮点，未来军工和线缆行业并购业务可期：**上市公司原主营业务为线缆，2015 年全年电网投资达 4521 亿元，同比增长 17.1%，创历史新高。2016 年国家电网计划投资 4390 亿元用于电网建设，未来五年公司订单有望实现大幅增长。鉴于公司目前的战略为“立足主业、深入军工”，我们认为未来公司可能通过外延式并购实现可持续发展，未来并购可能包括三个方向：第一，以成都航飞为基础做大做强航空军机、民机产业链；第二，寻求其他军工领域如海军和信息化领域的并购标的；第三，寻求传统主业产业链上下游优质、低价标的的并购机会。
- **风险提示：**成都航飞未能完成业绩承诺；公司传统线缆业务开拓受阻。

图 1: 2012-2015 年收入及净利润增速



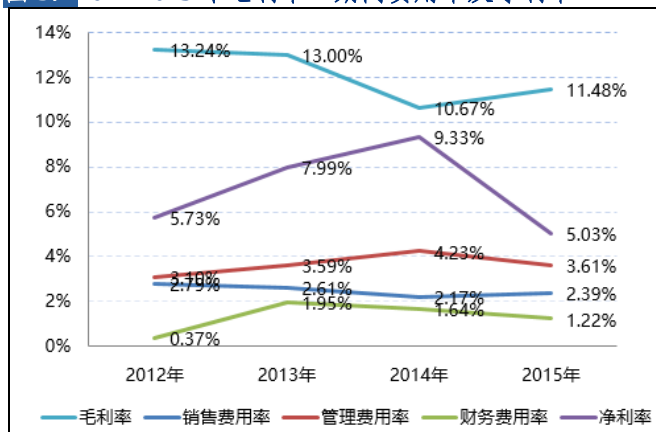
资料来源: wind、长城证券研究所

图 2: 2012-2015 年偿债能力及 ROE 变化



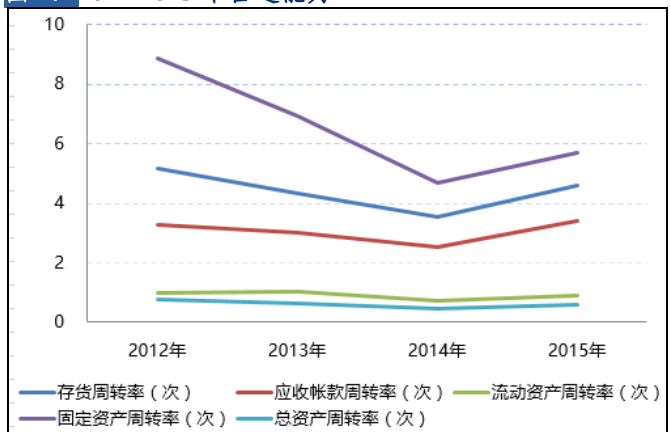
资料来源: wind、长城证券研究所

图 3: 2012-2015 年毛利率、期间费用率及净利率



资料来源: wind、长城证券研究所

图 4: 2012-2015 年营运能力



资料来源: wind、长城证券研究所

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	723.88	1,239.54	1,588.23	1,956.08	2,392.68	成长性					
营业成本	646.66	1,097.18	1,353.06	1,656.93	2,016.94	营业收入增长	-21.0%	71.2%	28.1%	23.2%	22.3%
销售费用	17.33	30.84	40.46	49.83	60.96	营业成本增长	-18.9%	69.7%	23.3%	22.5%	21.7%
管理费用	33.81	46.63	64.72	79.71	97.50	营业利润增长	-3.0%	-14.0%	70.4%	22.6%	26.1%
财务费用	13.11	15.73	22.22	32.53	39.03	利润总额增长	-5.0%	-13.8%	66.6%	22.6%	26.1%
投资净收益	4.42	4.64	0.00	0.00	0.00	净利润增长	-21.2%	23.6%	67.3%	22.6%	26.1%
营业利润	83.77	72.01	122.71	150.45	189.79	盈利能力					
营业外收支	1.70	1.65	0.00	0.00	0.00	毛利率	10.7%	11.5%	14.8%	15.3%	15.7%
利润总额	85.46	73.66	122.71	150.45	189.79	销售净利率	9.3%	5.0%	6.6%	6.5%	6.7%
所得税	17.95	11.30	18.41	22.57	28.47	ROE	3.4%	4.1%	6.4%	7.2%	8.4%
少数股东损益	20.63	4.40	7.37	9.03	11.39	ROIC	8.5%	4.2%	10.4%	7.7%	9.7%
净利润	46.88	57.96	96.94	118.85	149.93	营运效率					
资产负债表	(百万)					销售费用/营业收入	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
流动资产	1,561.74	1,323.38	1,530.74	1,752.02	2,252.87	管理费用/营业收入	4.7%	3.8%	4.1%	4.1%	4.1%
货币资金	163.41	435.86	317.65	391.22	478.54	财务费用/营业收入	1.8%	1.3%	1.4%	1.7%	1.6%
应收账款	332.77	427.72	522.11	647.70	783.21	投资收益/营业利润	5.3%	6.4%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	0.20	26.45	32.29	40.06	48.44	所得税/利润总额	21.0%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	174.44	300.85	350.30	447.09	523.55	应收账款周转率	2.51	3.39	3.15	3.15	3.15
非流动资产	405.43	1,005.74	1,312.90	1,330.06	1,345.58	存货周转率	3.53	4.62	4.16	4.16	4.16
固定资产	196.19	256.02	211.58	167.14	152.68	流动资产周转率	0.64	0.86	1.11	1.19	1.19
资产总计	1,967.18	2,329.12	2,843.64	3,082.08	3,598.46	总资产周转率	0.42	0.58	0.61	0.66	0.72
流动负债	358.29	677.39	797.61	908.17	1,263.23	偿债能力					
短期借款	231.35	311.20	553.86	422.95	878.44	资产负债率	65.9%	68.0%	54.8%	53.5%	53.2%
应付款项	112.51	291.66	206.76	403.60	339.37	流动比率	1.28	1.29	1.41	1.51	1.58
非流动负债	3.88	5.60	295.60	295.60	295.60	速动比率	0.98	0.98	1.04	1.12	1.18
长期借款	0.00	0.00	290.00	290.00	290.00	每股指标 (元)					
负债合计	362.17	682.99	1,093.21	1,203.77	1,558.82	EPS	0.33	0.41	0.68	0.83	1.05
股东权益	1,605.01	1,646.13	1,750.43	1,878.31	2,039.63	每股净资产	9.73	9.99	10.67	11.50	12.55
股本	139.80	142.73	142.73	142.73	142.73	每股经营现金流	0.44	0.17	(1.90)	2.13	(1.83)
留存收益	301.41	335.50	432.44	551.29	701.22	每股经营现金/EPS	1.33	0.42	(2.80)	2.56	(1.74)
少数股东权益	216.38	220.78	228.15	237.18	248.57	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	1,967.18	2,329.12	2,843.64	3,082.08	3,598.46	PE	118.24	95.64	57.19	46.64	36.97
现金流量表	(百万)					PEG	3.25	2.57	1.31	1.08	1.52
经营活动现金流	62.33	24.27	-270.97	304.70	-261.45	PB	3.99	3.89	3.64	3.38	3.10
其中营运资本减少	-729.66	646.94	-517.75	20.19	-601.29	EV/EBITDA	52.53	49.07	36.25	28.91	25.32
投资活动现金流	-407.59	141.03	-357.69	-67.69	-67.69	EV/SALES	8.07	4.28	3.80	3.02	2.67
其中资本支出	132.51	48.89	357.69	67.69	67.69	EV/IC	3.25	4.46	3.00	2.94	2.43
融资活动现金流	391.65	65.63	510.44	-163.44	416.46	ROIC/WACC	4.05	2.00	4.91	3.66	4.58
净现金总变化	46.65	233.94	-118.22	73.57	87.32	REP	0.80	2.23	0.68	0.89	0.57

研究员介绍及承诺

李军政: 清华大学理学学士和博士, 2015 年加入长城证券从事军工行业研究。

王 习: 军工行业分析师, 中央财经大学法学学士, 香港理工大学金融学硕士, 2015 年加入长城证券。

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。

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其机构或个人客户(以下简称客户)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任何其它任何用途。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: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——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。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xuji@cgws.com
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 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: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>