

投资评级：买入(维持)

凌云股份(600480)

目标价:10.5元

隐形冠军，再拓新途

市场数据 2019-07-05

收盘价(元)	9.11
一年内最低/最高(元)	7.20/13.08
市盈率	19.7
市净率	1.24

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	
吴鹏	分析师
SAC 证书编号: S0160518110001	
wupeng@ctsec.com	

相关报告

- 《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

● 多元布局的隐形冠军，静待腾飞凌绝顶

公司隶属于中国兵器工业集团，主要产品为汽车零部件和市政工程塑料管道。经多年深耕主业与产品拓展，公司已成为多元布局的隐形冠军：汽车安全防撞系统国内市占率第一；车门窗框市占率21%、防撞杆市占率36%，国内第一；汽车管路国内市占率30%，国内第一；等速万向节驱动轴国内市占率前三。另外集团收购的德国KKT是车锁行业龙头，全球市占率25%，也有望注入上市公司。公司作为各细分市场的绝对龙头，2017年收入已过百亿，未来有望凭借各产品线的绝对优势不断做大做强。

● 传统主业稳扎稳打，升级带来全新机遇

汽车的排放升级与轻量化趋势为公司传统主业带来全新机遇，公司深耕主业，拥抱变化：1) 汽车管件受益国六排放升级：国六排放标准对汽油燃烧、尾气排放等提出更高要求，加强了对汽车管件低析出低渗透的要求。公司汽车管件技术实力行业领先，市场地位突出，乘用车市占率约50%，商用车市占率达60%，公司有望受益国六排放升级提升单车配套价值量和市场份额。2) 面向轻量化积极布局热成型：热成型是当前汽车轻量化较为经济可行的实现路径，公司通过与韩国GNS合资的形式开展热成型业务，2019有望实现翻倍增长，热成型件将成为公司未来业绩增长新动能。

● 向“新”而生，新能源电池壳带来巨大增量

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。公司铝合金电池包下壳体率先切入保时捷首款电动跑车Taycan配套，并陆续切入宝马iX3、奔驰EQC、大众MEB平台、奥迪e-tron与长城欧拉等配套。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。公司所配套电池包下壳体按5年全生命周期测算共可带来12.0亿元净利润(年均2.4亿元，与公司2018年归母净利润相当)。

● 盈利预测与投资建议

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；国六排放实施，将带来传统汽车管件业务市占率和单车价值量双升；车锁龙头凯毅德有望注入增厚业绩。预计2019-2021年EPS分别为0.53/0.70/0.86元，对应PE为17.1/13.1/10.6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；热成型件市场拓展不及预期；新能源汽车发展进度不及预期。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	11845	12252	12819	15075	16948
增长率	33.1%	3.4%	4.6%	17.6%	12.4%
归属母公司股东净利润(百万)	331	272	293	384	473
增长率	55.4%	-17.8%	7.6%	31.2%	23.2%
每股收益(元)	0.60	0.49	0.53	0.70	0.86
市盈率(倍)	15.2	18.4	17.1	13.1	10.6

数据来源：贝格数据，财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财，财通天下

内容目录

1、凌云股份：多元布局的隐形冠军	5
1.1 股权结构清晰，盈利能力稳中有升	5
1.2 兼并收购拓展品类，多元布局的“隐形冠军”	7
2、汽车管件+市政管道“双管齐下”，管件龙头地位稳固	9
2.1 汽车管件受益国六排放标准升级	9
2.2 市政管道稳扎稳打，显著受益“以塑带钢”趋势	11
3、祭出“热成型+铝合金”组合拳，打造轻量化隐形龙头	13
3.1 热成型：汽车轻量化最切实可行的工艺之一	13
3.2 铝合金：掘金三千亿市场，打开公司成长空间	16
4、拥抱变化，电池壳龙头全“新”出发	18
5、凯毅德注入渐行渐近，车锁龙头助力凌云腾飞	22
5.1 全球车锁龙头企业，产品覆盖由低到高	22
5.2 凯毅德注入渐行渐近，业绩有望显著增厚	23
6、盈利预测及投资建议	24
7、风险提示	26

图表目录

图 1：公司历史沿革简介	5
图 2：公司股权结构	6
图 3：公司营业收入及同比增速	7
图 4：公司归母净利润及同比增速	7
图 5：公司 ROE、毛利率及净利率	7
图 6：公司三费率	7
图 7：公司对乘用车与商用车的单车配套价值量	10
图 8：公司管件在乘用车与商用车的市占率	10
图 9：市政 PE 管	11
图 10：市政 PP 管	11
图 11：全国塑料管道销售额与同比增速	11
图 12：公司塑料管道业务收入与同比增速	11
图 13：热成型件应用于车身的重要位置	15
图 14：汽车轻量化的实现途径	15
图 15：乘用车减重能效提升	16
图 16：铝合金部件市场空间测算流程图	17
图 17：新能源汽车销量预测	18
图 18：新能源汽车电池壳体	19
图 19：零部件企业的成长路径	21
图 20：凯毅德全球占有率	22
图 21：凯毅德分区域市场份额	22
图 22：凯毅德股权结构	23
表 1：公司财务及预测数据摘要	1
表 2：凌云股份产品展示	8

表 3: 汽车管件系统	9
表 4: 国六排放标准实施时间表	10
表 5: 公司汽车金属零部件产品系	13
表 6: 热成型工序	14
表 7: 零部件企业面向新能源进行布局	18
表 8: 公司所获电池壳订单梳理	20
表 9: 凯毅德产品线	22
表 10: 公司收入拆分与预测	24

有别于市场的认识：

凌云已发生“质”的变化：单车配套价值量呈数量级提升

我们认为，零部件企业的成长可沿两条成长路径：一是单车配套价值量提升的成长路径；一是市占率提升的成长路径。而单车配套价值量是零部件企业成长壮大的先决条件，其决定了成长天花板。我们关注到，凌云股份原有产品汽车管件单车配套价值量250-300元，新产品热成型件单车配套价值量1500-2000元，新产品电动汽车电池包下壳体单车配套价值量3000-5000元，公司近年来通过扩产品品类使其单车配套价值量呈数量级提升，完全打开了成长空间。

祭出“热成型+铝合金”组合拳，打造轻量化隐形龙头

汽车轻量化乃大势所趋，实现路径多样，包括热成型高强钢、铝合金、镁合金、碳纤维、“以塑带钢”等。综合考虑技术要求与经济性，热成型高强钢与铝合金是当前汽车轻量化较为主流和现实的发展路径。公司同时深度布局热成型与铝合金：1) 热成型：公司通过与韩国GNS合资的形式开展热成型业务，目前已建成20条以上热成型产线，2018年收入约10亿元。预计2019年热成型件有望实现翻倍增长至20亿元，按照10%的净利率计算，预计贡献净利率2亿元，热成型件将成为公司未来业绩增长新动能。2) 铝合金：我们测算出，2025年国内铝合金零部件市场规模3366亿元，公司通过收购德国WAG获得尖端轻量化铝合金技术，掘金新蓝海。公司已进入宝马、奔驰、保时捷等高端客户，树立行业标杆，后续有望自上而下持续推展优质客户，打开公司成长空间。

保时捷加成的电池壳龙头，面向新能源全“新”出发

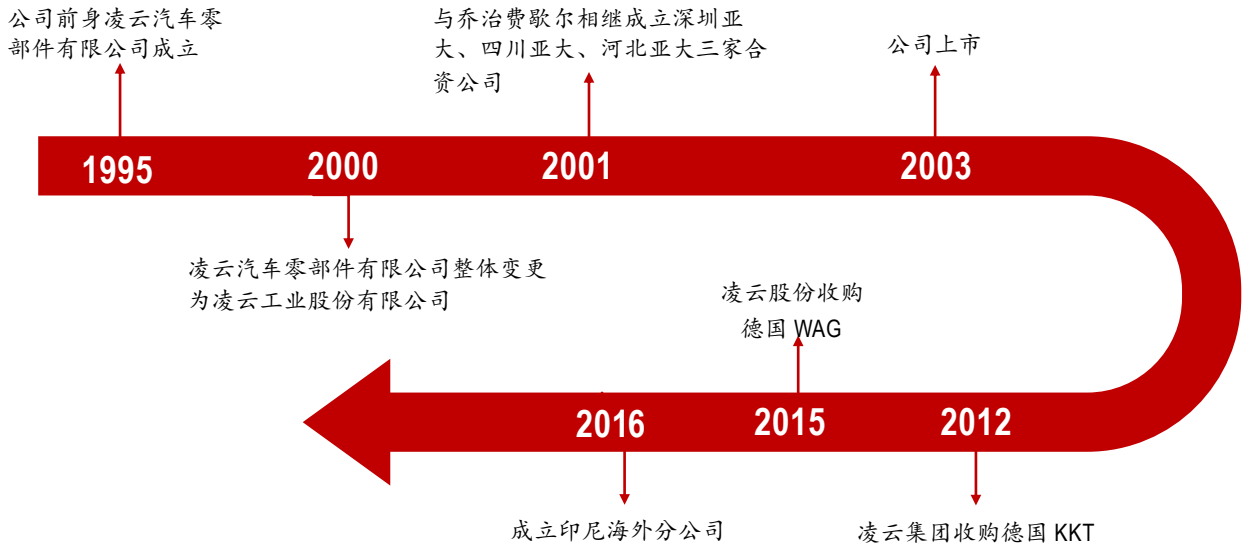
新能源电池壳是公司未来最具看点的新业务，其产品单车配套价值量高达3000-5000元，将公司带进全新优质赛道。公司通过率先进入保时捷Taycan配套打开电池壳市场，目前已进入宝马iX3、i20、奥迪e-tron、奔驰Z177项目，高端客户加持充分彰显公司在该领域的技术实力。我们预计公司所配套电池壳的平均毛利率为25%，净利率为12%，则100亿元订单的全生命周期按5年计算，共可带来12.0亿元净利润。

1、凌云股份：多元布局的隐形冠军

1.1 股权结构清晰，盈利能力稳中有升

凌云股份是中国兵器工业集团旗下凌云集团控股的上市公司，成立于1995年。公司历史可追溯至1966年成立的“333军工厂”，随着1985年实现军转民之后，军品全部下马搬迁。上市前，公司为凌云汽车零部件公司；上市后，公司保持市政管道业务稳定增长的同时不断收购优质资产，集团收购德国车锁企业凯毅德，上市公司收购德国WAG布局新能源轻量化。如今，公司主要产品为汽车零部件和市政工程塑料管道。

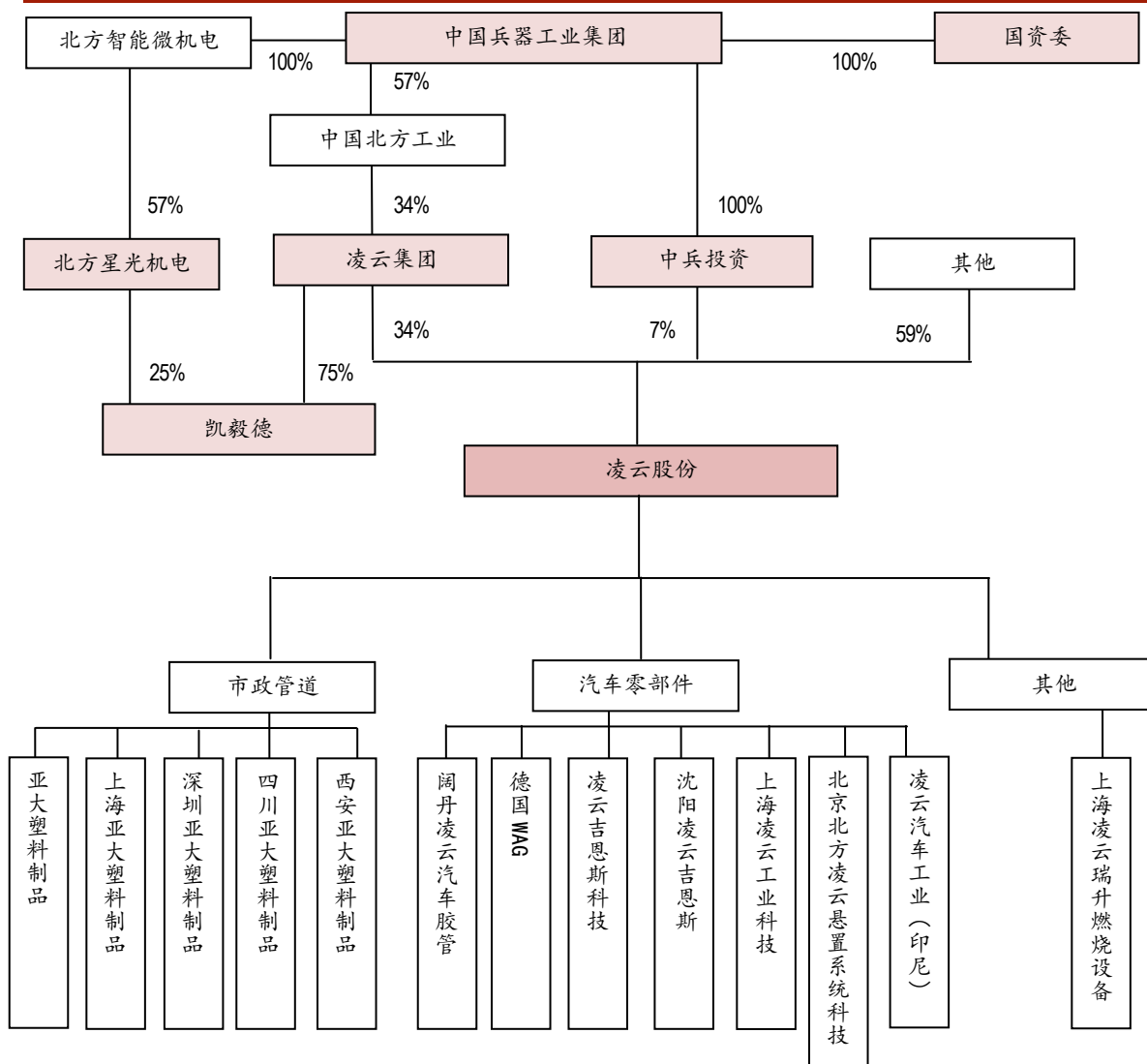
图1：公司历史沿革简介



数据来源：公司公告，财通证券研究所

股权结构清晰。凌云股份的第一大股东为凌云集团，持股比例达到34.4%。凌云集团是中国兵器工业集团所属军民结合子集团，实际控制人为国资委。目前凌云集团的汽车零部件资产主要有凯毅德和凌云股份的零部件业务。展望未来，凯毅德有望资产注入凌云股份实现公司全球化产业布局。

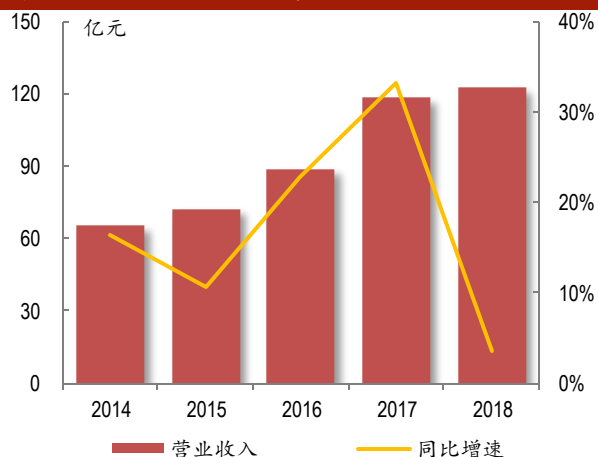
图2：公司股权结构



数据来源：公司公告，财通证券研究所

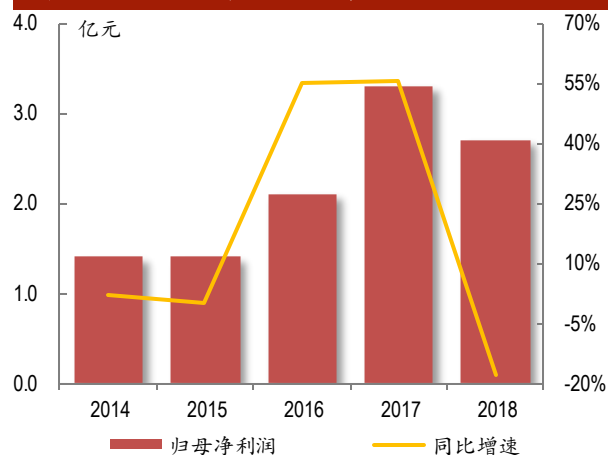
业绩稳定增长，财务数据稳健。公司近5年来营业收入与归母净利润均实现稳健增长，年复合增长分别为16.8%和14.9%。2018年公司实现营业收入122.5亿元，同比增长3.4%；实现归母净利润2.7亿元，同比下降17.8%。

图3：公司营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

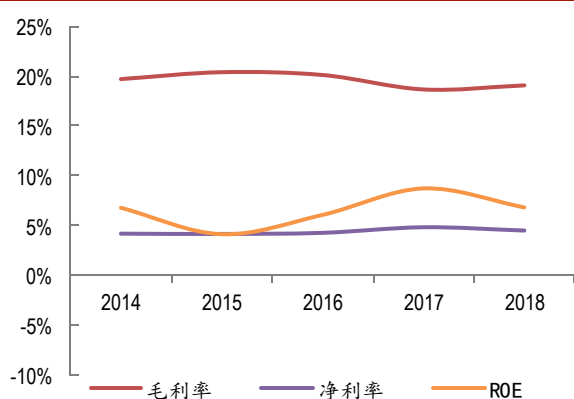
图4：公司归母净利润及同比增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

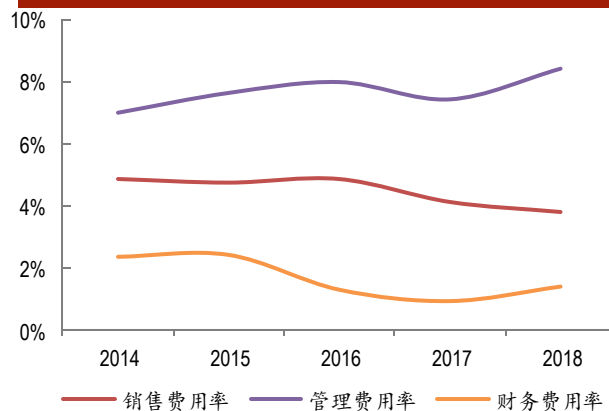
盈利能力稳定，新产品有望提升公司盈利能力。公司近五来盈利能力较为稳定，毛利率维持在19%-20%，ROE总体呈现提升趋势。2018年公司毛利率为19.1%，净利率4.5%，ROE为6.8%。我们认为，随着热成型件、新能源电池壳体等新产品逐步放量，公司盈利能力有较大提升空间。

图5：公司ROE、毛利率及净利率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图6：公司三费率












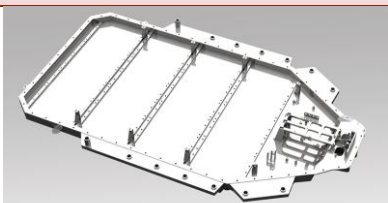


数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.2 兼并收购拓展品类，多元布局的“隐形冠军”

公司主要产品为汽车零配件和市政工程塑料管道。2018年汽车金属及塑料零部件收入占比80.0%，塑料管道系统收入占比15.8%。汽车零部件产品是公司的收入与利润主要来源，主要产品包括装饰密封件、汽车装饰件、前后保险杠横梁等。2015年，公司通过收购德国WAG获得轻量化铝电池外壳顶尖技术与保时捷等高端汽车客户，进一步扩展了汽车零部件业务范围。

表2：凌云股份产品展示

汽车尼龙管路 	注塑熔接管件 	电热熔管件 
PP缠绕管 	装饰密封件 	汽车装饰件 
车身冲压焊接件 	驾驶室悬置系统 	汽车橡胶管路 
侧门防撞杆梁 	前后保险杠横梁 	前后驱动轴 
电池壳 		

数据来源：公司官网，财通证券研究所

横向拓展产品品类，多元布局成就隐形冠军。公司上市后通过兼并收购扩展产品品类。如今，凌云产品已经成为多方面隐形冠军。在汽车安全防撞系统国内市占率第一；车门窗框市占率21%；防撞杆市占率36%；汽车管路系统国内市占率30%，国内第一；等速万向节驱动轴国内市占率前三。另外凌云集团收购的德国KKT车锁是全球汽车车锁行业龙头，全球市占率25%。

2、汽车管件+市政管道“双管齐下”，管件龙头地位稳固

公司塑料管道业务采取与瑞士GF合资的形式，主要分为汽车塑料管件和市政塑料管道。管道系统业务为公司第二大业务，占营业收入约30%。其中汽车塑料管件业务收入略多于市政管道，处于行业龙头地位，拥有大众中国区域配套40%以上的市场份额，国六阶段有望达到80%。市政管道业务收入占公司总收入的近20%，市占率达到23%，也处于行业龙头地位。

2.1 汽车管件受益国六排放标准升级

公司汽车管件产品系齐全，覆盖汽车所需的油、水、汽导流的几乎所有管件，主要包括油箱管、燃油管、溢油管、通风气管、空调胶管、水管等。

表3：汽车管件系统



燃油系统管路



汽车动力转向管



离合器管



汽车空调胶管



发动机冷却水管

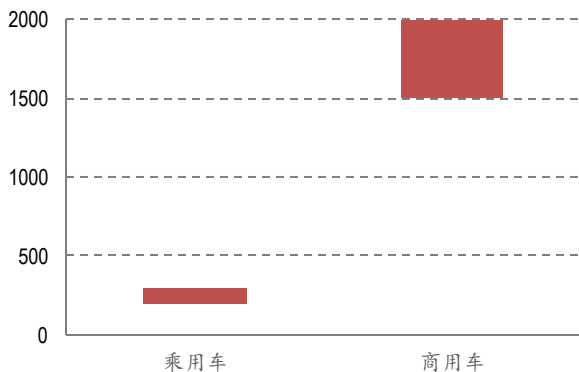


汽车制动管

数据来源：财通证券研究所

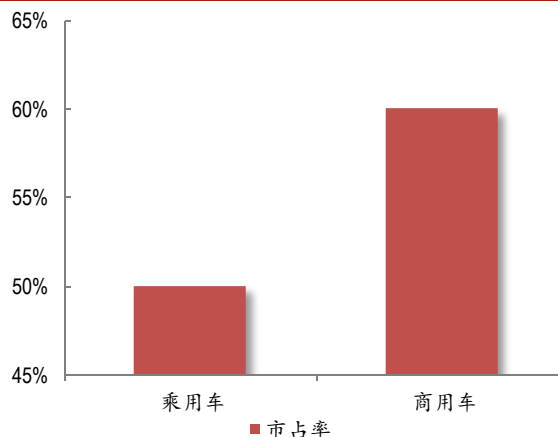
公司汽车管件业务同时覆盖乘用车与商用车，就单车价值量而言，由于商用车所需管件在体积与数量上都较多，因此配套商用车的单车价值量较大，约为1500-2000元，而配套乘用车的单车配套价值量约为200-800元。公司管件产品在乘用车与商用车配套市场的市占率均处于行业绝对领先地位，乘用车市占率约50%，商用车市占率达60%。

图7：公司对乘用车与商用车的单车配套价值量



数据来源：财通证券研究所

图8：公司管件在乘用车与商用车的市占率



数据来源：财通证券研究所

产品技术水准高，持续进入优质客户配套。公司汽车管件具有低析出、低渗透、轻量化等优点，技术水平得到大众、通用等国际知名厂商认可。国内市场上，公司汽车管件产品继续保持在吉利、奇瑞、江铃、依维柯、上汽自主、上汽大通、江铃重汽等客户的独家供货；国际市场上，获得德国大众低渗透低析出燃油管材料认可，有望后续获得大众所有国六项目；与北美福特开发H567燃油制动管束产品，为后续获得长安福特燃油制动管束打下基础。

受益国六升级及新能源趋势，汽车管件业务保持稳步发展。国六标准实施分为“国六a”和“国六b”两个阶段，政策要求2021年7月1日起对所有车辆实施“国六a”标准，2023年7月1日起对所有车辆实施“国六b”，包括广州、深圳、杭州、山东、天津、海南等城市将提前实施国六排放标准。国六排放标准对汽油燃烧、尾气排放等提出更高要求，因而也加强了对汽车管件低析出低渗透的要求。公司汽车管件技术水平领先，有望受益国六排放升级进一步扩进市场份额。此外，新能源汽车渗透率持续提升，公司为应对这一产业变革积极开发针对新能源汽车的各类管件，例如公司正积极开发电池冷却管等产品，未来配套威马的电池冷却管单车价值量达1400元，较传统的单车200-300元的汽车管件有显著提升。公司汽车管件有望受益国六升级以及在新能源汽车上的应用迎来稳步发展。

表4：国六排放标准实施时间表

阶段	实施范围	实施时间
6a阶段	燃气车辆	2019年7月1日
	城市车辆	2020年7月1日
	所有车辆	2021年7月1日
6b阶段	燃气车辆	2021年1月1日
	所有车辆	2023年7月1日

数据来源：环保部，财通证券研究所

2.2 市政管道稳扎稳打，显著受益“以塑带钢”趋势

公司市政塑料管道主要包括PE管和PP管，主要用于城市供水、排水、燃气管道网等领域。公司市政塑料管道以PE天然气管道为主，在天然气市场处于绝对龙头地位，市占率超50%。

图9：市政PE管



数据来源：财通证券研究所

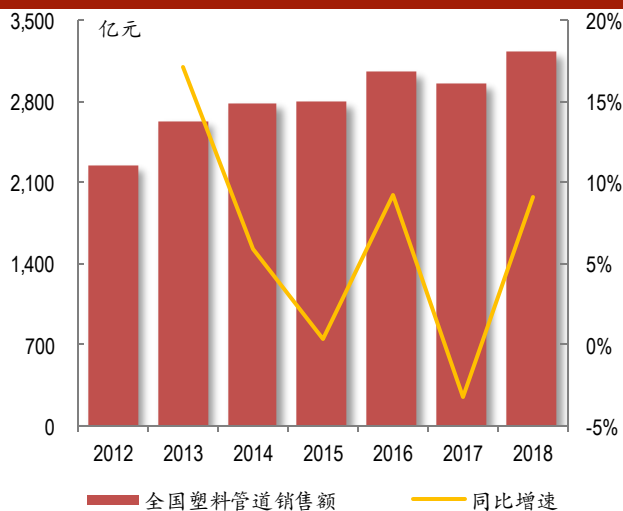
图10：市政PP管



数据来源：财通证券研究所

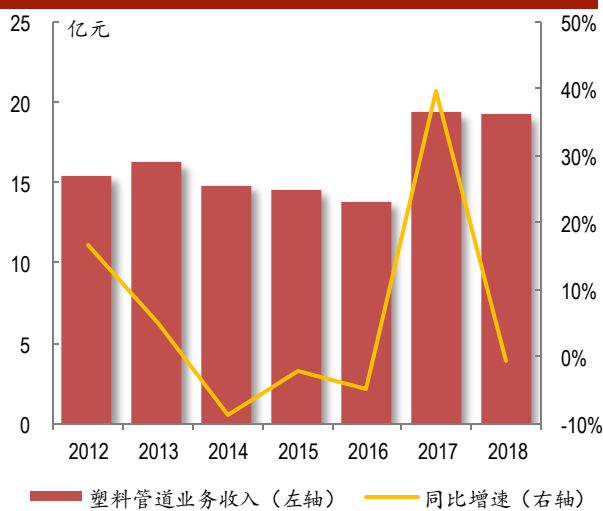
市政管道业务收入占公司总收入近20%，市占率达23%，处于龙头地位。公司2018年公司塑料管道系统销售收入19.3亿元，同比下降0.6%。毛利率19.0%，与去年同期持平。

图11：全国塑料管道销售额与同比增速



数据来源：前瞻产业研究院，财通证券研究所

图12：公司塑料管道业务收入与同比增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

“以塑带钢”是市政管道主流趋势，塑料管道龙头显著受益。塑料管道是市政管道的重要组成部分，基于塑料管道耐腐蚀、耐磨损、防冻裂、材质轻、已施工等优点，近年来市政管道“以塑带钢”趋势明显，2015年塑料管道在全国各类管道

中市占率超过60%。公司市政塑料管道技术水平国内领先，且较高的市场地位和品牌效应为公司持续开拓市场打下坚实基础，尤其公司在高附加值的燃气管道上具有明显优势，将显著受益未来市政管路“以塑代钢”的大趋势。

燃气管道受益“煤改气”，非燃气管道稳扎稳打持续获得新订单。2017年北方“煤改气”工程大量开工，公司燃气管道把握机遇实现销售收入大幅增长。非燃气管道持续突破在西藏错那县、长春市、北京延庆等城市的热力管网上的应用，并成功中标舟山市大陆引水跨海管道工程，实现供货口径和铺设里程的突破。此外，“一带一路”打开国际合作新领域，为公司市政管道出口提供绝佳机遇，当前公司已陆续实现对缅甸、老挝、新加坡等国家的出口。总而言之，在“以塑带钢”、“煤改气”、“美丽乡村”、“新型城镇化建设”、“一带一路”等带动下，公司市政管道业务有望实现稳健增长。

3、祭出“热成型+铝合金”组合拳，打造轻量化隐形龙头

公司金属零部件板块是公司体量最大的业务板块，以汽车防撞系统和车身结构件为主，主要方向为热成型与铝合金，具体产品包括：保险杠横梁、门窗系统、门槛件、车身冲压焊接件、驱动轴、装饰密封件、电池盒等。

公司金属零部件在各细分领域均处行业龙头地位。公司汽车安全防撞系统在国内市占率第一，防撞杆市占率约36%；车门窗框市占率约21%；等速万向节驱动轴国内市占率前三。由此可见，公司各类金属零部件均为“隐形冠军”。

表5：公司汽车金属零部件产品系



数据来源：公司官网，财通证券研究所

3.1 热成型：汽车轻量化最切实可行的工艺之一

热成型技术是专门用于高强度钢板冲压成型的技术，即将高强度钢加热到奥氏体温度区间（900° C以上），然后输送到液压机上，在钢板仍具有延展性时进行冲压，然后迅速冷却。热成型钢具有极高的材料强度与机械安全性，一般的高强度钢的抗拉强度在400-450MPa，热成型钢的抗拉强度为1300-1600MPa，为一般高强度钢的3-4倍。

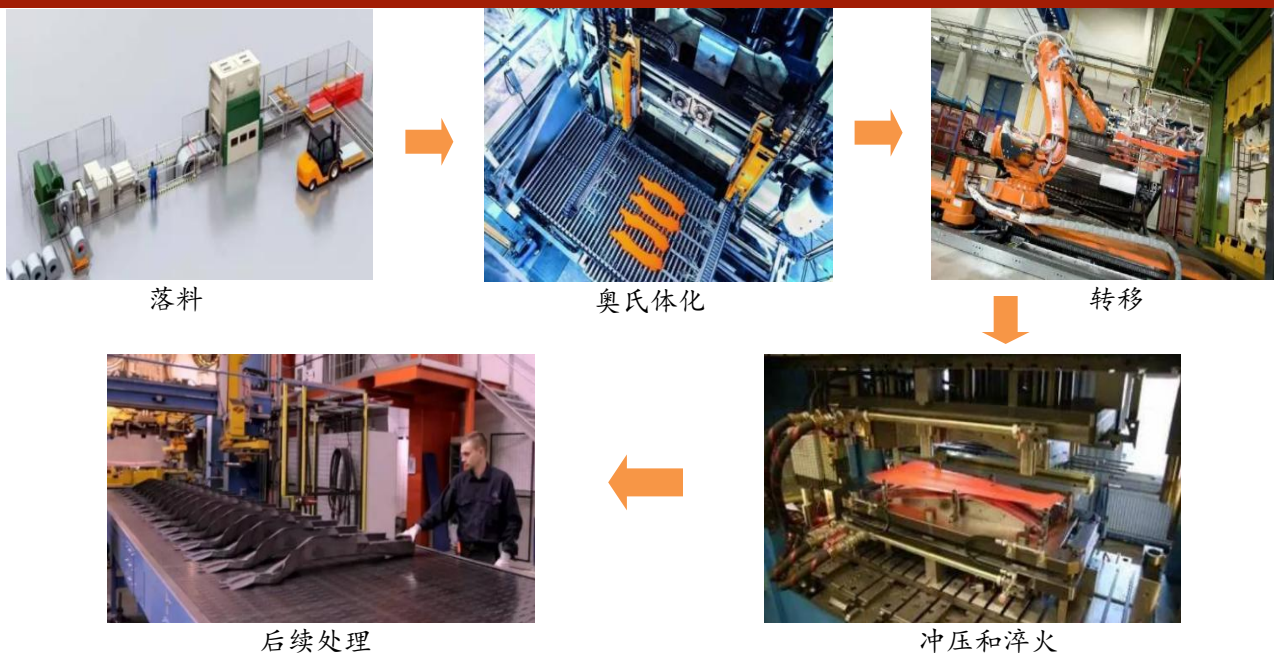
热成型工艺具有以下五道工序：

- **落料**：把钢板材冲压成所需的外轮廓胚料。
- **奥氏体化**：将钢板材加热至某一温度（900° C以上），使其完全奥氏体化，具有良好塑性。
- **转移**：将奥氏体化后的钢板材从加热炉中取出放进模具，这一工序中需防止

高温下的钢板材氧化，且保持钢板材维持较高温度，具有良好塑性。

- **冲压和淬火：**将钢板材放入模具进行冲压成型，并保持模具合模保压一段时间，用以控制零部件形状，并利用模具中的冷却装置对钢板材进行淬火，使其形成均匀的马氏体组织。
- **后续处理：**将成型件从模具汇总取出，用酸洗或喷丸等方式去除零部件表演的氧化皮，并进行切边和钻孔。

表6：热成型工序



数据来源：搜狐汽车，财通证券研究所

热成型是汽车轻量化最切实可行的关键技术。热成型件可极大程度提升汽车车身的抗撞能力和整体安全性，减小碰撞过程中的驾驶舱形变，通常应用于汽车前后保险杠骨架、A柱、B柱、侧门防撞梁等重要部位。由于热成型件不必覆盖全车身，只需固定在车身的部分关键位置即能提高碰撞安全性，因此可在一定程度减少车身重量，是实现汽车轻量化的关键技术之一。

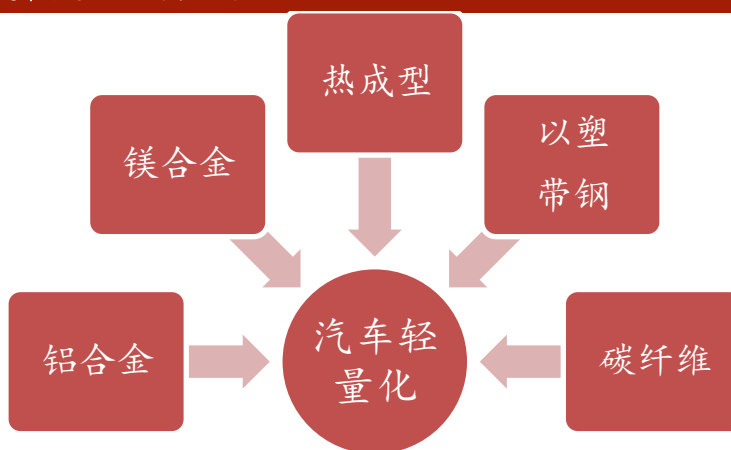
图13：热成型件应用于车身的重要位置



数据来源：财通证券研究所

实现轻量化的途径多种，热成型的经济性最强。当前汽车轻量化的实现路径多样，主要有热成型、铝合金、镁合金、碳纤维、“以塑带钢”等。汽车不同零部件的功能有差异，其轻量化的路径也不尽相同。与铝合金、镁合金和碳纤维等材料相比，热成型钢的价格更低。于整车制造而言，零部件的成本管控十分关键，因此热成型是最为经济的轻量化途径，加之其工艺成熟、产品一致性强，极具减重潜力，因此成为当前最为主流的汽车轻量化路径，尤其在轻量化安全车身的选材上，主要以热成型件为主。

图14：汽车轻量化的实现途径



数据来源：财通证券研究所

与韩国GNS合资进入热成型领域，技术吸收内化成就国内一流。公司通过与韩国GNS合资的形式开展热成型业务，产能分布于长春、沈阳、柳州、广州、成都热成型分公司，目前已建成20条以上热成型产线。通过早期与韩国GNS合资获得热

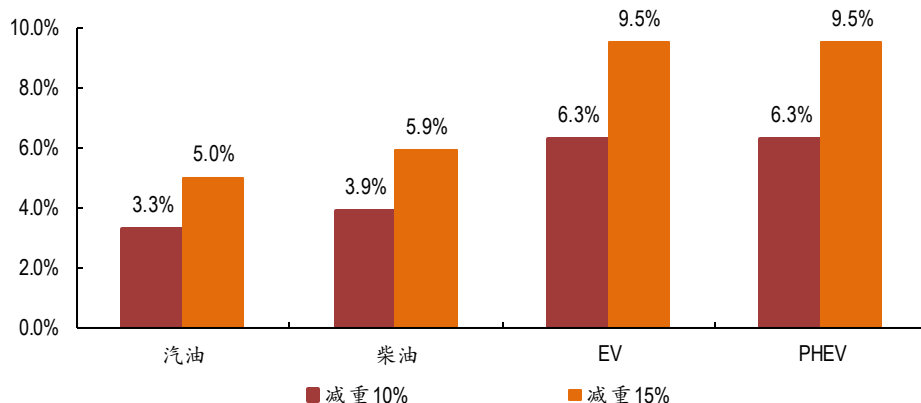
成型成熟技术，公司已在国内处于领先地位，且随着近年来的学习内化，设备模具自主化，公司热成型工艺技术水平不断提升。当前国内热成型市场的主要参与者为宁波华翔与凌云股份。

热成型客户不断拓展，打开业绩增长新空间。公司热成型件客户配套走向深入：取得一汽奥迪Q5、一汽大众CC、X55热成型项目；进入戴姆勒卡、客车热成型供货；已实现不等厚板热成型产品在大众车型的供货；热成型产品通过神龙汽车、南京长安马自达供应商资质审核；获得比亚迪14种20件热成型产品定点；北京现代昂西诺热成型门环项目定点。我们预计，公司热成型业务2018年有望实现翻倍增长至10亿元，后续随着需求持续爆发，客户配套继续推进，热成型件将成为公司未来业绩重要增长引擎。

3.2 铝合金：掘金三千亿市场，打开公司成长空间

汽车轻量化趋势下，铝合金成为替代传统钢材的绝佳选择。汽车每使用铝合金100kg，至少可减重225kg。而汽车重量每降低100kg，燃油车每百公里可以节约0.5L燃油，新能源车使用铝合金材料单位能效提升效果更为明显，因此铝合金在汽车轻量化趋势下大有可为。

图 15：乘用车减重能效提升

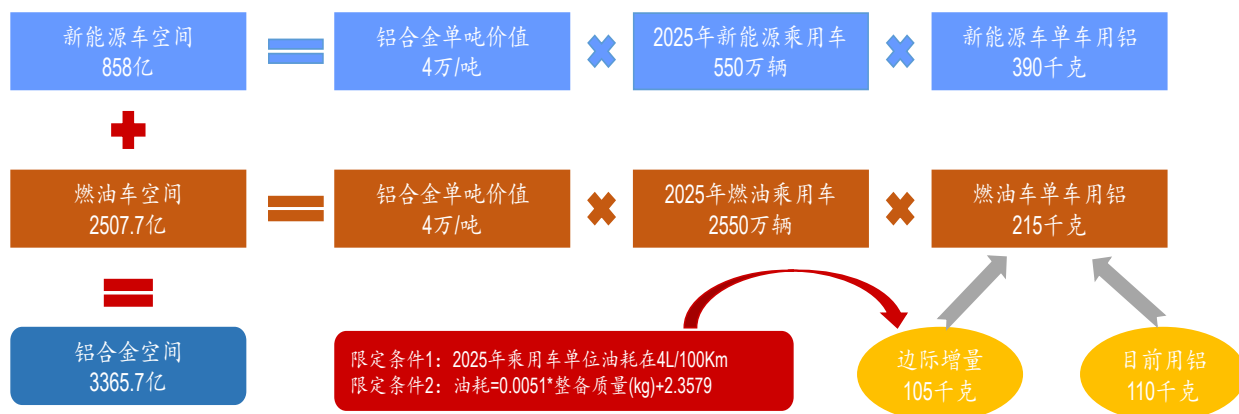


数据来源：文灿股份招股说明书、财通证券研究所

国内铝合金零部件市场空间超3000亿元。我们假设，至2025年国内汽车销量年复合增速为2%，新能源汽车渗透率20%，则2025年国内汽车销量约3138万辆，新能源汽车约620万辆，新能源乘用车约550万辆。在单车用铝量方面：根据《节能与新能源汽车技术路线图》的指引，2025年汽车用铝量有望达到250kg/辆。目前两款旗舰型新能源汽车Marvel X与Model 3的用铝量超过30%，若以此为标杆保守估计未来新能源车单车用铝量将会在390kg左右。传统燃油车方面，我们根据其80%的渗透率与250kg/辆的平均单车用铝量测算出到2025年燃油车的单车用铝量有望达到215kg左右。假设铝合金零部件的价格为4万元/每吨，则最终测算出

2025 年国内铝合金零部件的市场空间为 3365.7 亿元。

图 16：铝合金部件市场空间测算流程图



数据来源：财通证券研究所

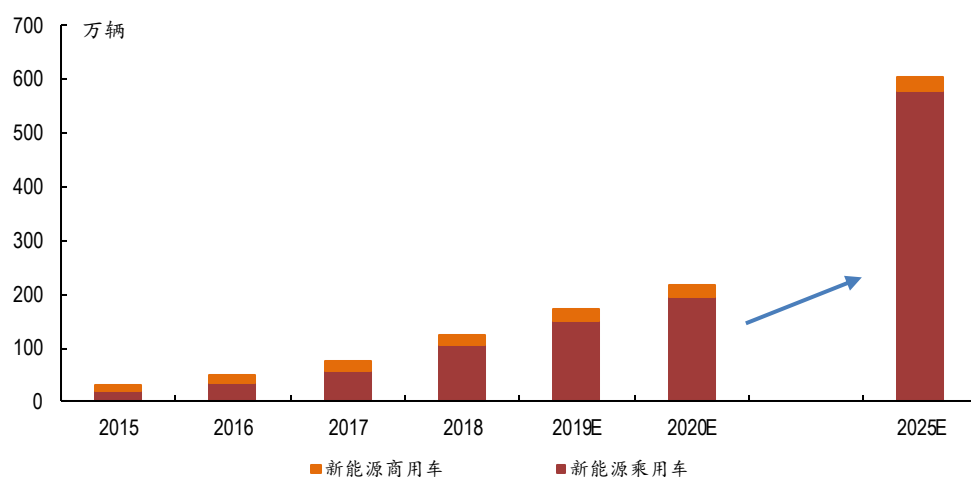
收购德国 WAG 获得尖端轻量化铝合金技术，进入新蓝海打开公司成长空间。WAG 拥有尖端轻量化铝合金技术和钢集成制造工艺，其碰撞管理系统、侧门防撞以及车身腰部增强技术等处于行业领先地位。2015 年公司全资收购 WAG，收购后利于公司延伸产业链，提升轻量化技术水平，为后续公司掘金 3000 亿轻量化铝合金市场打下坚实基础。

轻量化铝合金将由高端车向低端车渗透，公司高举高打客户拓展顺利推进。WAG 主要产品包括车门、后挡板、引擎盖组件和结构件等，其凭借尖端技术工艺和优质产品进入国际知名整车厂，最大客户为德国大众（服务于奥迪、保时捷、斯堪尼亚），其余客户还包括福特、通用、宝马等。由于成本较高，轻量化趋势下铝合金零部件的应用将由高端车型向低端车型渗透，公司已进入高端车型树立标杆，后续持续拓展其他客户有望顺利推进。

4、拥抱变化，电池壳龙头全“新”出发

新能源汽车乃大势所趋，渗透率有望快速提升。国内发展新能源汽车的决心毋庸置疑，从补贴政策到双积分政策无不推动新能源汽车加速普及。2018年国内新能源汽车销量125.6万辆，同比增长61.7%，新能源乘用车销量105.3万辆，同比增长82.0%。我们认为，随着双积分政策于2019年开始迎来正式考核，新能源汽车有望持续爆发，预计至2025年新能源汽车销量达605.0万辆，新能源乘用车销量达580.0万辆。

图 17：新能源汽车销量预测



数据来源：中汽协、财通证券研究所

新能源重构零部件供应体系，产业链拥有巨大红利。新能源汽车作为对传统燃油车的变革，革新的主要为动力总成系统。因此在新能源汽车浪潮下，围绕动力总成系统的零部件配套体系将面临重构，围绕新能源三电系统的相应零部件将迎来巨大蓝海。基于这一变局，国内不少零部件企业纷纷将产品体系向新能源方向拓展。类如旭升股份、拓普集团、三花智控等零部件企业均深度布局新能源产业链，以分享巨大产业链红利。

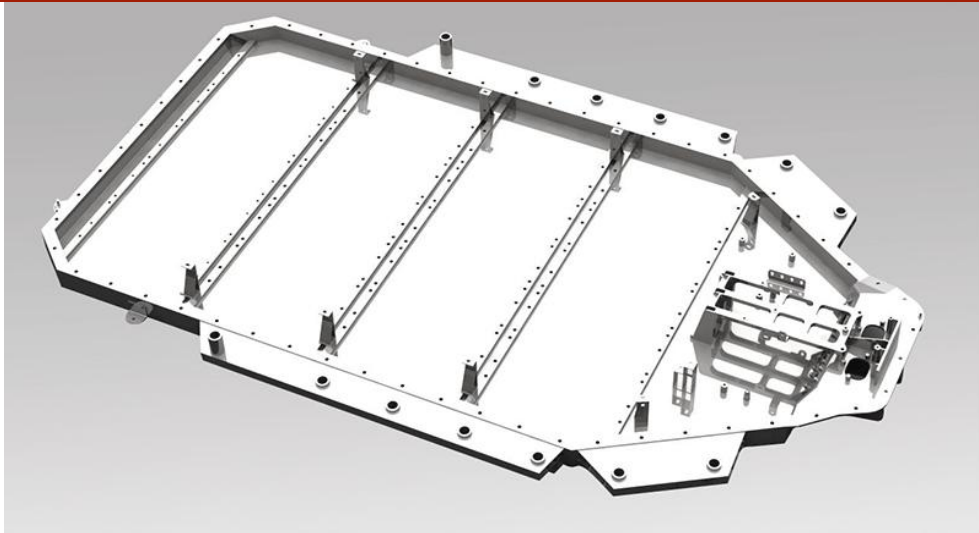
表 7：零部件企业面向新能源进行布局

公司	新能源代表产品	代表客户
旭升股份	电动机外壳、电动机端盖、充电器壳体、变速箱箱体、	特斯拉
三花智控	热管理部件	特斯拉
银轮股份	热管理部件	吉利、比亚迪、长安福特、宁德时代
方正电机	驱动电机	吉利、上汽通用五菱

数据来源：公司公告，财通证券研究所

积极拥抱新能源，前沿布局电池壳体。公司于 2015 年 9 月收购 WAG 后，除继续研发生产轻量化铝合金产品外，还开发了新能源电池壳体，将公司产品系延伸至新能源汽车领域。电池壳体是电池模块的承载体，对电池模块起到防护和减震作用，关乎新能源汽车的动力安全性，是新能源汽车必不可缺的关键零部件之一。公司切入新能源关键零部件领域，有望尽享新能源时代的巨大红利。



图 18：新能源汽车电池壳体



数据来源：公司官网，财通证券研究所

持续突破高端客户，电池壳龙头静待腾飞。公司电池壳体技术实力与产品质量行业一流，已逐步切入各一线高端品牌车企，行业龙头地位彰显无疑。2017 年 7 月，公司获得保时捷电动跑车 Taycan 电池壳定点，有望于 2019 年量产；2017 年 11 月，获得宝马 iX3 电池壳项目配套权，有望于 2020 年量产；2017 年供获得 6 款车型电池壳定点。2018 年，获得宝马新能源车 i20 电池壳项目，通过北京奔驰 Z177 项目审核；获得大众 MEB 平台及奥迪 e-tron 电池壳项目；获得丰田、本田、日产电池包样件订单，戴姆勒奔驰 54 万套全生命周期订单；获得长城欧拉电池壳项目订单；并且公司已报价特斯拉，获得特斯拉电池壳订单也不无可能。总而言之，公司已获得包括保时捷、宝马、奔驰、大众、丰田等国际一流车企电池壳项目订单，当前所获电池壳全生命周期订单金额高达 80 亿元。

表 8：公司所获电池壳订单梳理

客户	订单详情
 保时捷	保时捷电动跑车 Taycan 电池壳定点, 年产 5 万套, 单车价值量 1500 欧元。
 宝马	宝马 iX3 电池壳项目配套权, 年产 4 万套, 全生命周期 19 万套, 单车价值量 5000 多元; I20 电池壳项目; 宝马所有项目全生命周期 50 万套。
 奔驰	戴姆勒奔驰 54 万套全生命周期订单; 通过北京奔驰 Z177 项目审核。
 大众	大众 MEB 平台及奥迪 e-tron 电池壳项目, 总额超 10 亿元订单。
 丰田	丰田 MSEV 电池包的 B 样定点。
 长城欧拉	长城欧拉电池壳供应商, 一期 5 万套, 二期 8 万套。

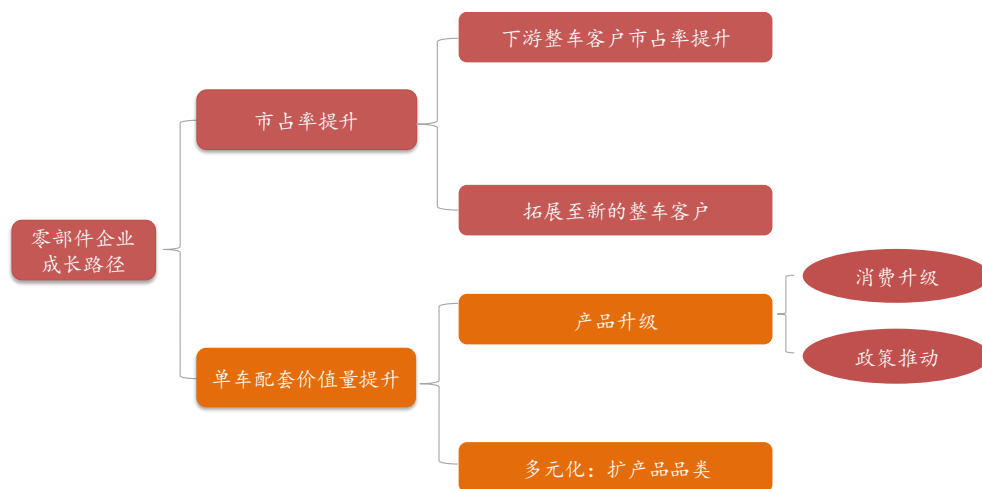
数据来源：公司公告，财通证券研究所

电池壳产能布局情况：

- 德国工厂：年产五万套供应保时捷；年产十万套供应宝马。
- 沈阳工厂：年产四万套供应宝马。
- 涿州：一期五万套供应长城欧拉；二期八万套供应长城欧拉；三期十万套供应奔驰。
- 宁德工厂：五万套供应宁德时代。
- 上海工厂：三万套规划。

单车价值量呈数量级提升，打开巨大成长空间。公司新产品电池壳体单车价值量较高，配套保时捷 Taycan 的电池壳单车价值量为 1500 欧元，约 1.1 万元人民币。配套宝马 iX3 的电池壳单车价值量超 5000 元。配套一般车型的电池壳单车价值量也可达 3000 元。切入新能源电池壳新领域后，公司现有产品系的单车价值量较此前汽车管路等产品（200-300 元）提升数十倍。我们认为，零部件企业的成长路径主要分为 2 条，一是市占率提升，二是单车价值量提升。公司在单车价值量提升的成长路径顺畅，打开收入与业绩巨大成长空间。

图 19：零部件企业的成长路径



数据来源：财通证券研究所

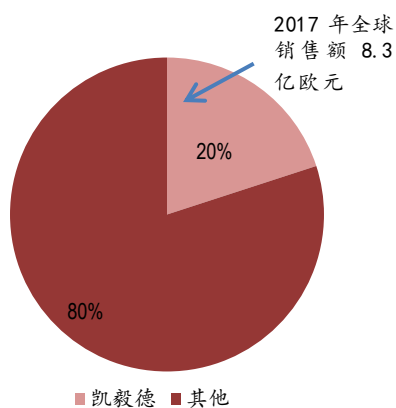
电池壳 100 亿元订单 2019-2020 年逐步投产释放，贡献较高业绩弹性。新能源电池壳项目订单将于 2019-2020 年逐步迎来投产，由于电池壳单车价值量较高，通常为 3000 元以上，因此将为公司带来收入的显著提升。同时电池壳作为新能源汽车零部件，毛利率较传统燃油车零部件更高，我们预计公司所配套电池壳的平均毛利率为 25%，净利率为 12%，则 100 亿元订单的全生命周期按 5 年计算，共可带来 12.0 亿元净利润（年均 2.4 亿元，与公司 2018 年归母净利润相当）。

5、凯毅德注入渐行渐近，车锁龙头助力凌云腾飞

5.1 全球车锁龙头企业，产品覆盖由低到高

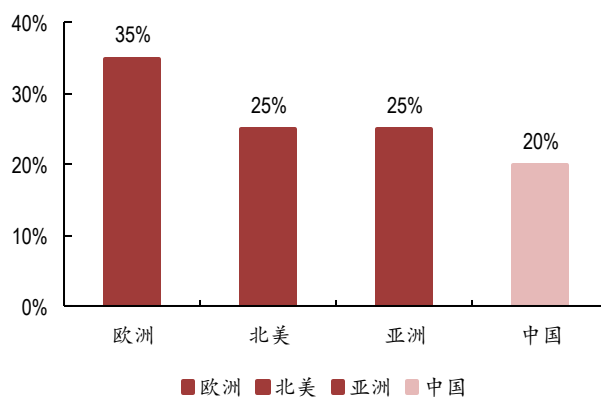
凯毅德 (Kiekert) 是全球领先汽车生产商的首选合作伙伴，是汽车中控锁行业技术领导者。如今凯毅德生产的安全和舒适门锁系统在全球范围内几乎应用在所有车辆上。世界上每三台侧门锁就有一台是基于凯毅德研发的产品设计。截至2017年，凯毅德全球销售额8.3亿欧元(约63亿人民币)，占据全球市场份额20%。其中，欧洲与北美的市场份额分别为35%与25%，位居第一位。

图20：凯毅德全球占有率



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图21：凯毅德分区域市场份额



数据来源：公司官网，财通证券研究所

产品覆盖由入门到高端，客户覆盖全球超过50个汽车品牌厂商。在160多年的发展历史中，公司已经为国际汽车工业研发和生产了远超过15亿件锁具。如今公司的主要产品有侧门锁、后备箱锁、锁模块、锁扣、内部执行器及驱动系统。

表9：凯毅德产品线

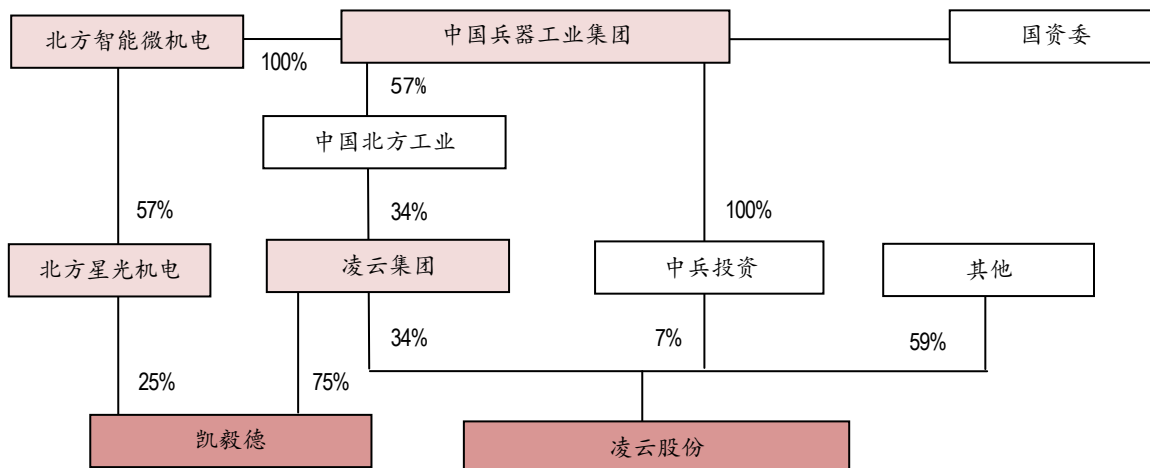
侧门锁	后备箱锁	锁模块
		
锁扣	内部执行器	驱动系统
		

数据来源：公司官网，财通证券研究所

5.2 凯毅德注入渐行渐近，业绩有望显著增厚

集团唯一上市平台，资产注入渐行渐近。截止2018年，凌云集团共拥有凯毅德75%左右股权，北方星光机电持股25%。凌云集团与北方星光机电均属于中国兵器工业集团子公司，凌云股份作为凌云集团唯一上市品牌，未来凯毅德或将注入。

图22：凯毅德股权结构



数据来源：公司公告，财通证券研究所

若注入凯毅德，凌云收入规模与业绩有望双增。2017年凯毅德全年业绩营收63亿元左右，对应凌云股份营收为118.4亿。若集团将凯毅德注入于凌云股份，将使凌云股份收入规模扩大50%。汽车锁行业平均净利润在3%-5%之间，凯毅德2017年净利润约为1.9-3.2亿元，相当于凌云股份同期归母净利润(3.3亿元)的57.6%至97.0%。

6、盈利预测及投资建议

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别同比增长4.6%、17.6%、12.4%，归母净利润分别同比增长7.6%、31.2%、23.2%，EPS 分别为0.53元、0.70元、0.86元，对应2019-2021年PE分别为17.1倍、13.1倍、10.6倍。公司精细耕耘传统汽车管件、市政管道等业务，拓展新业务热成型件与新能源电池壳，使单车配套价值量呈数量级提升，打开公司成长天花板。公司新能源电池壳业务符合新能源轻量化趋势，拥抱千亿蓝海市场，当前公司新能源电池壳已进入奔驰、宝马、大众、保时捷等国际一流车企配套，是A股稀缺的保时捷产业链标的。我们认为，公司在各细分零部件领域均属“隐形冠军”地位，充分彰显公司技术实力，且通过品类扩张实现单车配套价值量大幅提升，成长逻辑通顺。给予2020年15倍PE较为合理，合理股价为10.5元，给予公司“买入”评级。

表 10：公司收入拆分与预测

(单位：百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	11,845.0	12,251.8	12,819.5	15,074.9	16,948.1
同比增速	33.1%	3.4%	4.6%	17.6%	12.4%
毛利率	18.6%	19.1%	19.0%	19.6%	20.1%
汽车金属及塑料零部件业务					
收入	9,169.4	9,790.4	10,187.3	12,139.7	13,696.0
毛利率	19.3%	19.7%	19.7%	20.2%	20.9%
汽车塑料零部件					
收入	4,255.9	4,666.2	4,774.5	5,347.6	5,668.4
毛利率	19.9%	19.4%	19.0%	19.2%	19.5%
汽车金属零部件					
收入	4,913.5	5,124.2	5,192.8	5,712.1	5,997.6
毛利率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
新业务：新能源电池壳					
收入			220	1080	2030
毛利率			26.0%	26.5%	27.5%
德国工厂：保时捷 Mission E 系列 (年产 5 万套)			220.0	440.0	440.0
宝马 (年产 10 万套)				250.0	500.0
沈阳工厂：宝马 (年产 4 万套)				100.0	200.0
涿州一期：长城欧拉 (5 万套)				120.0	150.0
涿州二期：长城欧拉 (8 万套)				120.0	240.0
涿州三期：奔驰 (10 万套)					250.0
宁德工厂：宁德时代 (5 万套)				50.0	150.0
上海工厂：3 万套					100.0
塑料管道业务					

收入	1,942.4	1,930.6	2,082.3	2,353.0	2,635.3
毛利率	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
其他主营业务					
收入	172.2	155.7	163.5	176.5	190.7
毛利率	19.0%	20.2%	19.5%	19.5%	19.5%
其他业务					
收入	561.0	375.2	386.5	405.8	426.1
毛利率	6.3%	2.4%	3.0%	3.0%	3.0%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

7、风险提示

- 1) 汽车行业景气度不及预期；
- 2) 电池壳体市场拓展不及预期；
- 3) 热成型件市场拓展不及预期；
- 4) 新能源汽车发展进度不及预期；
- 5) 汽车轻量化推广进度不及预期。

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
营业收入	11845	12252	12819	15075	16948	成长性					
减: 营业成本	9636	9916	10384	12120	13542	营业收入增长率	33.1%	3.4%	4.6%	17.6%	12.4%
营业税费	77	73	77	90	102	营业利润增长率	48.8%	-3.0%	5.9%	31.1%	23.5%
销售费用	489	466	487	588	658	净利润增长率	55.4%	-17.8%	7.6%	31.2%	23.2%
管理费用	879	614	1077	1266	1424	EBITDA 增长率	16.9%	36.2%	-22.1%	23.9%	20.2%
财务费用	112	172	126	128	134	EBIT 增长率	34.5%	53.4%	-30.2%	26.6%	21.3%
资产减值损失	18	16	23	26	29	NOPLAT 增长率	43.9%	5.4%	-0.8%	26.3%	21.3%
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%	2.3%	-0.1%	10.3%
投资和汇兑收益	40	40	55	60	70	净资产增长率	11.1%	8.1%	10.1%	10.5%	11.7%
营业利润	697	675	715	938	1158	利润率					
加: 营业外净收支	9	2	15	23	25	毛利率	18.6%	19.1%	19.0%	19.6%	20.1%
利润总额	705	678	730	961	1183	营业利润率	5.9%	5.5%	5.6%	6.2%	6.8%
减: 所得税	131	124	134	178	219	净利润率	2.8%	2.2%	2.3%	2.5%	2.8%
净利润	331	272	293	384	473	EBITDA/营业收入	9.4%	12.4%	9.2%	9.7%	10.4%
						EBIT/营业收入	6.6%	9.8%	6.6%	7.1%	7.6%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	1,823	2,138	2,231	2,713	3,051	固定资产周转天数	70	75	78	68	63
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	41	44	53	52	58
应收账款	1,579	2,057	2,359	2,834	3,287	流动资产周转天数	190	212	225	218	224
应收票据	1,407	1,015	1,335	1,429	1,678	应收账款周转天数	47	53	62	62	65
预付账款	367	324	369	372	380	存货周转天数	47	50	53	50	51
存货	1,577	1,828	1,922	2,253	2,562	总资产周转天数	332	369	388	364	361
其他流动资产	92	202	213	236	268	投资资本周转天数	138	149	155	133	124
可供出售金融资产	1	1	2	2	2	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	8.7%	6.8%	6.9%	8.5%	9.7%
长期股权投资	410	370	398	444	497	ROA	4.8%	4.2%	4.1%	4.9%	5.4%
投资性房地产	303	287	334	393	465	ROIC	14.9%	14.8%	12.6%	15.6%	18.9%
固定资产	2,398	2,727	2,799	2,914	3,052	费用率					
在建工程	368	495	550	618	701	销售费用率	4.1%	3.8%	3.8%	3.9%	3.9%
无形资产	353	357	362	368	375	管理费用率	7.4%	5.0%	8.4%	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%	1.0%	0.8%	0.8%
资产总额	11,851	13,274	14,381	16,136	17,879	三费/营业收入	12.5%	10.2%	13.2%	13.1%	13.1%
短期债务	2,296	2,347	2,284	2,424	2,566	偿债能力					
应付账款	2,405	2,352	2,753	3,004	3,127	资产负债率	54.9%	56.5%	54.8%	54.4%	52.9%
应付票据	602	466	514	698	656	负债权益比	121.6%	129.6%	121.2%	119.5%	112.4%
其他流动负债	780	983	1,281	1,306	1,471	流动比率	1.13	1.23	1.23	1.32	1.44
长期借款	249	605	610	650	680	速动比率	0.87	0.93	0.95	1.02	1.11
其他非流动负债	170	741	270	320	330	利息保障倍数	7.05	6.99	6.66	8.35	9.66
负债总额	6,503	7,494	7,712	8,401	8,830	分红指标					
少数股东权益	1,562	1,805	2,109	2,508	2,999	DPS(元)	0.18	-	0.16	0.21	0.26
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	3,705	3,974	4,305	股息收益率	2.0%	0.0%	1.8%	2.3%	2.8%
股东权益	5,349	5,780	6,365	7,032	7,855	业绩和估值指标					
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.60	0.49	0.53	0.70	0.86
净利润	574	554	597	783	964	BVPS(元)	6.88	7.22	7.73	8.22	8.82
加: 折旧和摊销	489	551	339	398	466	PE(X)	15.2	18.4	17.1	13.1	10.6
资产减值准备	18	16	23	26	29	PB(X)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
公允价值变动损失	-	-	15	21	27	P/FCF	9.4	11.5	-12.8	-119.4	-13.3
财务费用	113	142	126	128	134	P/S	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
投资收益	-40	-40	-55	-60	-70	EV/EBITDA	4.5	3.7	5.4	4.1	3.6
少数股东损益	243	282	304	399	491	CAGR(%)	10.9%	20.3%	16.0%	10.9%	20.3%
营运资金的变动	-266	-813	-360	-303	-890	PEG	1.4	0.9	1.1	1.2	0.5
经营活动产生现金流量	763	343	990	1,391	1,151	ROIC/WACC	1.9	1.9	1.6	2.0	2.4
投资活动产生现金流量	-769	-696	-502	-632	-752	REP	0.6	0.5	0.7	0.6	0.4
融资活动产生现金流量	354	712	-395	-276	-62						

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。