2017 年 01 月 13 日
证券研究报告•专题报告
凌云股份（600480）汽车

买入（首次）
当前价：15.01 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

内生外延有望增厚业绩，壮志凌云整合集团资产

投资要点

- **推荐逻辑：**公司是汽车零部件细分行业领跑者，生产的汽车管路系统产品、车身结构件产品、等速万向节前驱动轴等产品，国内市场占有率遥遥领先。未来有望依托与韩国 GNS 合资设立的 5 家公司拓宽热成型产品市场，借助沃尔沃汽车的 CMA 平台配套权增厚汽车零部件业绩；所属兵器集团资产证券化率相对较低，资产证券化需求强烈，公司拟收购集团资产的重组事项落地，未来集团资产加速注入可期；外延扩张有望持续加码，凌云凯毅德注入值得期待。

- **牵手 GNS+配套 CMA 双轮驱动，业绩释放进入快车道。**受益于行业回暖与三费率控制得当，公司三季报亮眼，前三季度实现营业收入 62.9 亿元，同比增长 22.11%；实现归母净利润 1.9 亿元，同比增长 49.81%。随着合资公司满产在即，预计未来业绩增长强劲。公司获得沃尔沃汽车 CMA 平台的配套权，17 年有望凭借配套沃尔沃 40 系列与吉利 LYNK & CO 两类强势车型打开巨大的盈利空间。

- **军工资产证券化升温，集团资产注入值得期待。**兵器集团实力雄厚，资产证券化率在十大军工集团中稍显落后，资产证券化需求强烈，公司拟收购集团资产太行机械与东方联星，集团资产注入逻辑初步兑现。未来科研院改制、军工国企混改、军民融合的推进势必掀起军工资产证券化热潮，公司作为优质上市平台，有望整合集团汽车零部件业务，集团资产注入仍是公司重要看点。

- **外延收购开疆拓土，未来有望持续扩张。**公司外延扩张动作频频，助推产品多元化，市场高端化。继 2015 年收购德国 WAG 公司布局轻量化之后，未来很可能收购集团内优质资产凌云凯毅德，借助凯毅德的技术与资源优势，进一步增强国际竞争力。

- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.50 元、0.59 元、0.70 元，对应的 PE 为 30 倍、25 倍、22 倍。考虑到公司业绩再添两个增长点、WAG 轻量化业务蓄势待发以及集团资产注入有望提速，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**汽车市场或持续低迷；资产注入或不及预期；热成型产品推广或不及预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	7244.79	8623.31	10345.05	12298.05
增长率	10.55%	19.03%	19.97%	18.88%
归属母公司净利润（百万元）	137.48	225.16	267.89	314.81
增长率	0.26%	63.78%	18.97%	17.52%
每股收益 EPS（元）	0.30	0.50	0.59	0.70
净资产收益率 ROE	6.95%	9.43%	10.33%	11.12%
PE	49	30	25	22
PB	1.55	1.43	1.30	1.17

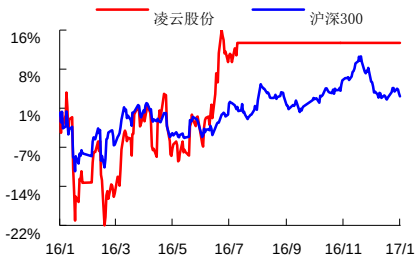
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：高翔
执业证号：S1250515030001
电话：023-67898841
邮箱：gaox@swsc.com.cn

联系人：陈怀逸
电话：021-68415819
邮箱：chy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.51
流通 A 股(亿股)	3.62
52 周内股价区间(元)	10.43-15.44
总市值(亿元)	67.69
总资产(亿元)	96.99
每股净资产(元)	7.69

相关研究

目 录

1 细分行业领跑者，主业经营稳健 1
1.1 公司概况：细分行业领跑者 1
1.2 主业经营稳健，汽车零部件业务贡献主要收入 1
1.3 股权结构：背靠兵器集团谋发展 2
2 主业经营稳扎稳打，进口替代大有可为 3
2.1 内外兼修助推产品多元化，市场高端化 3
2.2 集群效应逐步凸显，进口替代大有可为 5
3 牵手 GNS+配套 CMA 双轮驱动，业绩释放进入快车道 6
3.1 牵手韩国 GNS 公司，开拓热成型产品市场 6
3.2 配套沃尔沃 CMA 平台，借助全新车型强劲发力 7
4 军工资产证券化升温，集团资产注入值得期待 9
4.1 兵器集团实力雄厚，位居十大军工集团前列 9
4.2 军工资产证券化持续升温，兵器集团稍显落后 10
4.3 资产重组落地，集团资产注入逻辑兑现 11
4.4 上市平台优势凸显，后续资产注入有望提速 12
5 外延收购开疆拓土，未来有望持续扩张 13
5.1 外延扩张持续加码，紧跟前沿布局轻量化 13
5.2 凌云凯毅德注入可期，资源共享增强国际竞争力 15
6 主营业务盈利预测 17
7 风险提示 17

图 目 录

图 1：公司发展大事记 1
图 2：2010-2015 年主营业务收入及其增速图 2
图 3：2010-2015 年各类产品营业收入（单位：亿元） 2
图 4：2010-2015 年归母净利润及其增速 2
图 5：2010-2015 年各类产品毛利率 2
图 6：公司股权结构 3
图 7：公司汽车零部件主营产品 4
图 8：公司汽车零部件主要客户 5
图 9：与韩国 GNS 联合设立的 5 家合资公司布局 6
图 10：合资公司生产现场 7
图 11：CMA 平台图示 7
图 12：沃尔沃国内三大生产基地 8
图 13：沃尔沃路桥工厂及其生产车型 8
图 14：中国十大军工集团标识 9
图 15：兵器集团 2011-2015 年主要财务指标 9
图 16：兵器集团产品组成 9
图 17：东方联星导航定位产品 12
图 18：太行机械制动片产品 12
图 19：《节能与新能源汽车技术路线图》之汽车轻量化技术简析 14
图 20：WAG 公司及生产车间 14
图 21：凌云集团国内业务布局 15
图 22：凌云凯毅德公司生产车间与车锁产品 16

表 目 录

表 1：公司产品分类 3
表 2：公司主要生产基地产品与客户概况 4
表 3：CMA 平台性能简析 8
表 4：十大军工集团概况 10
表 5：资产重组交易标的概况（单位：亿元） 11
表 6：兵器集团旗下涉及汽车零部件经营业务的子集团 12
表 7：兵器集团旗下 11 家 A 股上市公司概况（截止至 2017 年 1 月 4 日，单位：亿元） 13
表 8：公司外延扩张历程 13
表 9：2013-2015 年凌云凯毅德业绩表现（单位：亿元） 16
表 10：主营业务收入与增速预测 17

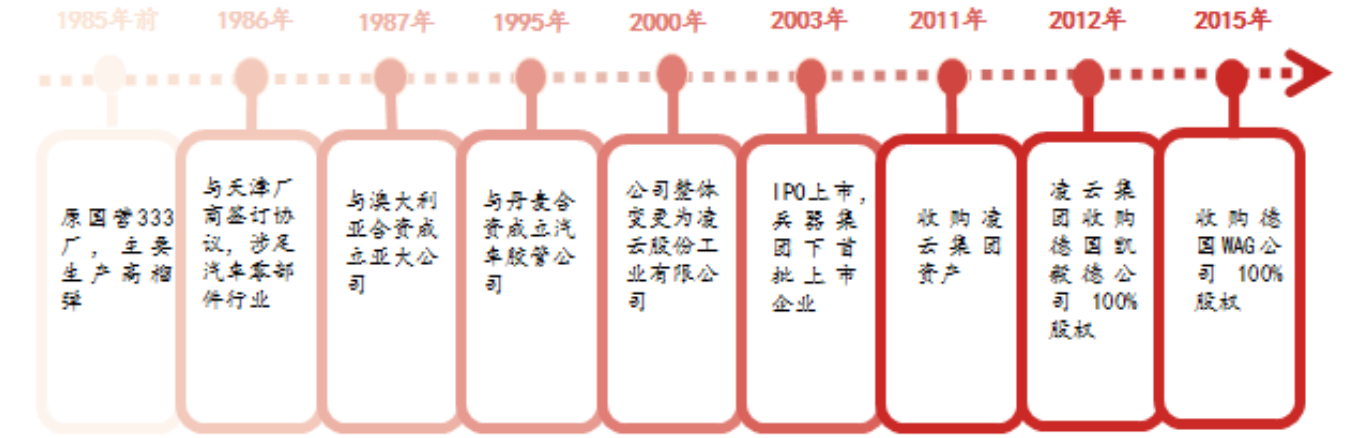
1 细分行业领跑者，主业经营稳健

1.1 公司概况：细分行业领跑者

凌云股份是多个细分行业的领跑者。公司前身为原国营 333 厂，于 2000 年正式成立，于 2003 年在上海证券交易所成功上市，成为兵器集团下首批上市企业。公司主要从事汽车金属及塑料零部件与市政工程塑料管道系统业务的研发、生产与销售活动，是国内最早开发车门窗框、钢制辊压保险杠、侧门防撞杆等汽车金属零部件的企业；是目前国内最大的汽车塑料管路系统供应商，也是国内市政工程塑料管道系统业务领域的龙头。

作为汽车零部件多个细分行业巨头，公司低渗透、低排放汽车尼龙管路系统和汽车橡胶管路系统产品，在国内卡车市场占据 70%以上的份额，高居同行之首；高强度、轻量化汽车安全防撞系统产品和车身结构件系列产品在国内市场占 1/3 以上的市场份额，位居第一；等速万向节前驱动轴国内市场占有率位居前列。作为市政工程塑料管道系统业务领域的龙头，公司塑料管道系统的生产技术、产品质量在国内市场中遥遥领先，在国内燃气管道市场中占 50%以上份额。

图 1：公司发展大事记



数据来源：公司官网，西南证券整理

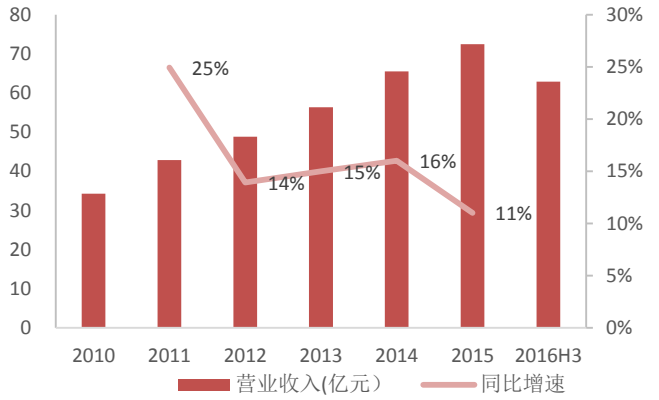
1.2 主业经营稳健，汽车零部件业务贡献主要收入

公司主要经营汽车零部件与塑料管道系统业务，研发生产辊压、冲压金属零部件及塑料零部件与 PP 缠绕管、燃气管材、给水管材等产品，两大业务板块在同行业中均具备较强的规模优势。

主业经营稳健，汽车零部件业务成为公司主要收入来源。2010-2015 年营收从 34.3 亿元增长至 72.4 亿元，年均复合增长率约为 16%。受益于行业回暖与三费率控制得当，2016 年三季报亮眼，前三季度实现营业收入 62.9 亿元，同比增长 22.11%；实现归母净利润 1.9 亿元，同比增长 49.81%。公司收入主要来自汽车金属及塑料零部件业务，收入占比超过 77%，且呈明显上升趋势。塑料管道系统业务收入占比约为 21%，收入占比逐年下降。

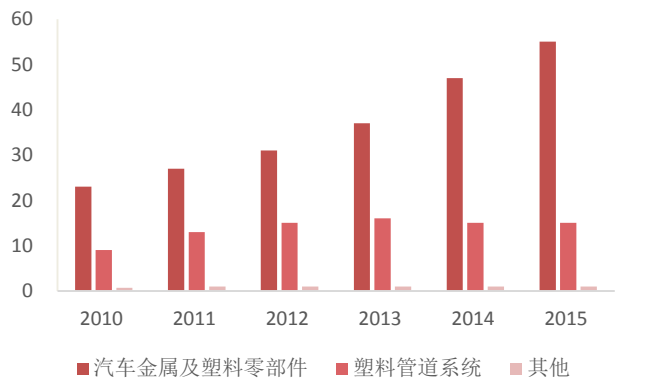
净利润探底回升。2011 年以来，随着国内汽车市场竞争激化，产销增速大幅下滑，公司毛利、净利逐步走低，至 2012 年时基本见底。而后，公司通过内生增长与外延扩张双管齐下的方式使盈利能力得到增强。

图 2：2010-2015 年主营业务收入及其增速图



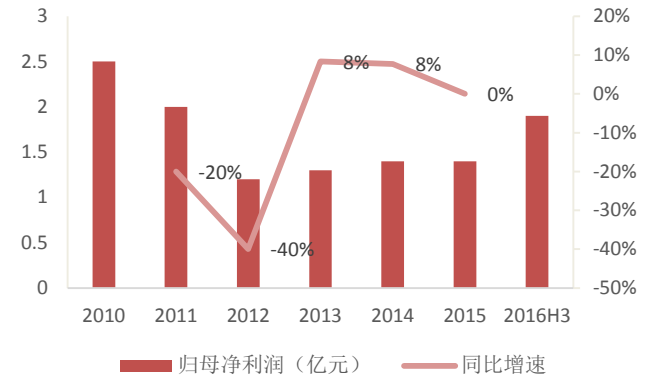
数据来源：wind,西南证券整理

图 3：2010-2015 年各类产品营业收入（单位：亿元）



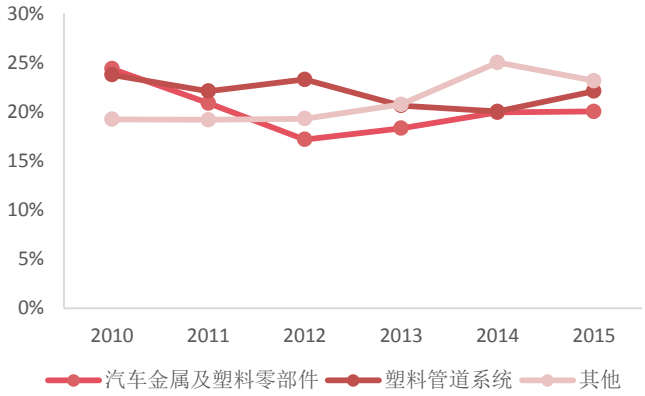
数据来源：wind,西南证券整理

图 4：2010-2015 年归母净利润及其增速



数据来源：wind,西南证券整理

图 5：2010-2015 年各类产品毛利率

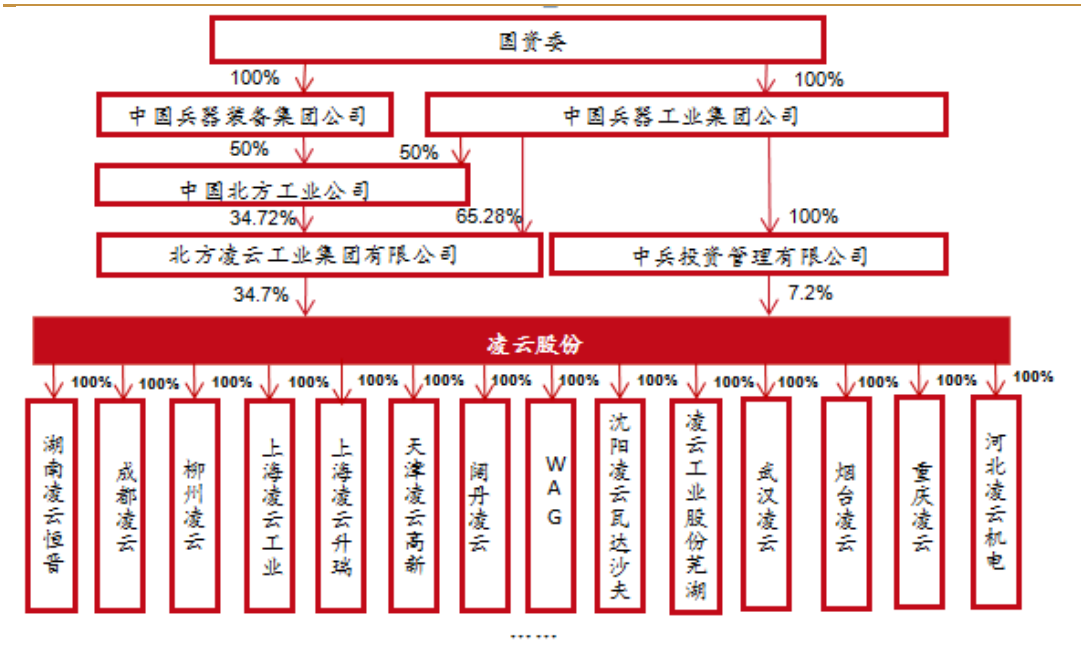


数据来源：wind,西南证券整理

1.3 股权结构：背靠兵器集团谋发展

公司由中国兵器工业集团公司下属的凌云集团控股，持股比例 34.7%。第二大股东为中兵投资管理有限公司，持股比例 7.2%。公司实际控制人为国资委，共计持有公司 41.9%股权。公司注册资本 3.6 亿元，下辖 54 家分子公司，包括 31 家全资及控股子公司、4 家参股公司、6 家分公司，生产布局覆盖了全国 20 多个省市和地区，其中与美国、瑞士、韩国合资成立了 17 家中外合资公司。

图 6：公司股权结构



数据来源：公司官网，西南证券整理

2 主业经营稳扎稳打，进口替代大有可为

2.1 内外兼修助推产品多元化，市场高端化

长期以来，中国自主汽车零部件产业基础薄弱，尤其在高端技术领域与世界领先水平差距不小。为突破发展困境，近年来公司对内潜心研发，练就强大的研发、技术及配套开发能力，向外逐步扩张，实施“走出去，引进来”战略，不断优化产品结构与客户结构，逐步增强竞争力。

产品多元，配套能力出众。公司主导产品包括为汽车动力系统、传动系统、制动系统、转向系统等配套的汽车塑料及橡胶管路系统产品，汽车车身底盘及安全部件等高强度、轻量化汽车金属零部件等。公司依托国家级技术中心、汽车保险杠低速碰撞实验室等科研平台，不断推进产品研发，每年可新增上百种新产品，新产品对收入贡献率平均每年保持 30%以上。公司还凭借强大的配套开发能力，与全国各大汽车生产厂家建立长期配套关系，满足整车厂的规模化生产需求。

表 1：公司产品分类

产品大类	产品细分
汽车金属零部件	前后保险杠横梁、防撞杠/梁、等速万向前驱动轴、汽车防撞杆、门槛件、驾驶室悬置系统、车门窗框、热成型产品、车身压缩焊接产品等
汽车塑料零部件	汽车装饰件、尼龙多层管、橡胶异型管及总成等

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 7：公司汽车零部件主营产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

开拓市场，客户结构优化。公司在开拓国内市场的同时，也在打入国际市场方面取得了跨越式进展。在开拓国内市场方面，公司不断完善区域化布局，紧跟整车企业步伐建厂，在全国主要汽车生产基地上海、北京、重庆、长春、武汉、芜湖、哈尔滨等城市设有分子公司，满足吉利集团、广汽集团、一汽大众、长安汽车、东风汽车等的整车配套需求。在打入国际市场方面，公司通过合资合作、海外并购、海外设厂的方式发展高端客户。公司已与美国、瑞士、韩国合资成立了 17 家中外合资公司，引进先进技术，共享客户资源。公司于 2015 年 9 月收购德国 WAG 公司并借此成功进入奔驰、奥迪、宝马、大众的铝合金产品供应体系。公司于 2016 年 4 月批准投资设立印尼子公司，试图在获得印尼新兴市场增量的同时，培育国际市场运作的经验和能力，为未来跟随主机厂拓展其他国际市场奠定基础。

表 2：公司主要生产基地产品与客户概况

主要生产基地	主要产品	主要客户
哈尔滨	仪表盘骨架总成、汽车发动机托梁、车门总成、导轨导槽等	福特汽车、长安汽车、哈飞汽车、一汽马自达、美国 CODA 电动车
长春	前后保险杠骨架、C 柱加强板、门槛件等	一汽大众、一汽轿车、一汽丰越
北京	车门框、车门防撞杆、车门窗框总成、围栏总成、格栅、轮毂罩、油箱盖等	北京现代、上海通用、长城汽车、北京汽车、东风悦达起亚、
上海	侧门防撞杆、前后保险杠缓冲梁、行人保护支架、门槛板、B 柱饰板等	上海通用汽车、上海汽车、东风裕隆、德尔福、上海赛科利
芜湖	轿车车门上段、前后吸能防撞梁、玻璃导轨、冲压件等	奇瑞汽车、江淮汽车、吉利汽车、南京依维柯
武汉	汽车辊压件、前后防撞梁、门槛件、防撞杆、较大型冲焊总成等	神龙汽车、东风本田、北京汽车、上海通用、东风乘用车、长安标致雪铁龙
重庆	前保险杠总成、门槛踏板、车门防撞梁等	长安铃木、庆铃汽车、上汽依维柯红岩商用车、长安福特

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 8：公司汽车零部件主要客户



数据来源：公司官网，西南证券整理

2.2 集群效应逐步凸显，进口替代大有可为

竞争格局：集群效应逐步凸显，骨干企业不断涌现。随着行业竞争加剧，汽车零部件配套对标准化、电子化、通用化、智能化、轻量化、节能减排的要求愈发严格，与客户实现同步开发，具备系统总成或单一系统模块的研发及生产能力将是赢得竞争的关键。目前，汽车零部件行业约有 10 万家以上企业，中规模以上企业约 1.3 万家，这些汽车零部件企业大多依托整车制造商选址落户，在全国形成了东三省、京津、长三角、珠三角、华中和西南六大汽车零部件产业集群。一批包括内资、合资、独资在内的零部件企业凭借自身的产品创新能力、多车型配套能力与多市场的供给能力，基本保持了与整车企业同步开发的能力，成为行业中具备较强的市场竞争力的骨干企业。公司作为骨干企业之一，截至 2016 年，已连续三年在全国数万家汽车零部件企业中脱颖而出，获得“全国百家优秀汽车零部件供应商”称号。

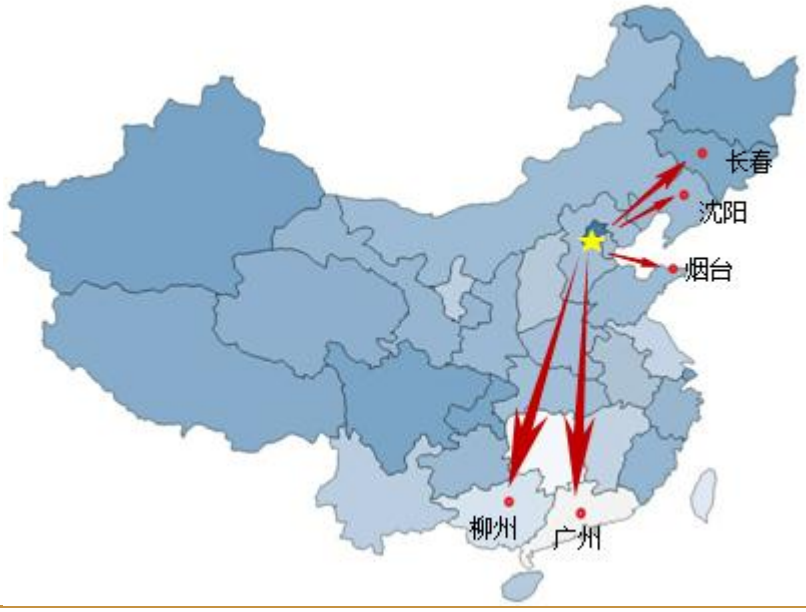
行业趋势：骨干企业奋起直追，进口替代大有可为。长期以来，外资汽车零部件企业掌握核心技术，占据国内主要市场，而自主品牌汽车零部件供应商在创新方面投入不足，产品核心竞争力薄弱，存在同质化的恶性竞争，依赖国内少数整车厂。近年来，我国汽车零部件产业发展逐步拉开进口替代序幕，随着自主研发能力的增强与向国际市场的扩张，以万里扬等为代表的自主品牌骨干企业打破外资对汽车核心零部件的垄断，逐步取代外资扩大市场份额。我们认为，公司在收购 WAG 之后，迅速提升了公司高强钢热成型及铝制品产品的工艺技术，未来不仅可以打入合资品牌配套体系，还有望获得除了宝马、奔驰等高端车型以外的配套资格，进口替代逻辑值得关注。

3 牵手 GNS+配套 CMA 双轮驱动，业绩释放进入快车道

3.1 牵手韩国 GNS 公司，开拓热成型产品市场

强强联合，迅速开拓国内市场。韩国 GNS 株式会社（ GNS Solitech Co.,Ltd）注册资本 2,162,576.47 万韩元，总部设在韩国京畿道安山市，主营汽车零部件业务，是通用全球采购热成型项目四大供应商之一。公司于 2013 年与韩国 GNS 公司展开合作，先后成立了沈阳、烟台、长春凌云吉恩斯科技有限公司，打开北方市场。为进一步拓宽合作范围，2016 年 6 月又设立了柳州、广州凌云吉恩斯公司，辐射南方市场。

图 9：与韩国 GNS 联合设立的 5 家合资公司布局



数据来源：西南证券整理

循序渐进，5 家合资公司陆续量产。目前，由公司首次主导设计合作研发的第一条热成型生产线在长春合资公司成功投产，并顺利完成奥迪 B9 软区的交样任务，马上进入销售期，满足一汽大众和奥迪市场的热成型需求；沈阳合资公司刚刚形成销售，经营态势良好；烟台合资公司已开始盈利，预计将实现规模效益双增长。新成立的柳州合资公司将主要开发通用五菱、柳汽等主机厂热成型产品；新成立的广州合资公司已取得广汽 A5H、深圳 CAPSA-X74、北汽-H40D\C40D 等新产品，两家公司有望于 2018 年开始创收。

满产在即，业绩释放提速。预计 2017 年沈阳、长春、烟台合资公司有望满产，2018 年新成立的柳州、广州合资公司陆续量产，产能大幅释放有望加速公司业绩增长。据公司预计，柳州合资公司已开发的上汽通用五菱 CN200S 左右 B 柱产品 5 年内销售额可达 1.5 亿元，广州合资公司广汽 A5H、深圳 CAPSA-X74、北汽-H40D\C40D 等新产品 5 年内销售额可达 4.78 亿元。

图 10：合资公司生产现场





数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 配套沃尔沃 CMA 平台，借助全新车型强劲发力

厚积薄发，CMA 平台高调亮相。历时 3 年,斥资 200 多亿，由沃尔沃汽车主导、吉利联合开发的 CMA 整车平台架构于 2016 年 5 月 18 日揭开面纱。CMA（Compact Moduar Architecture)，即紧凑型汽车模块化平台，具备很强的灵活性、兼容性与前瞻性，与传统逆向开发、正向开发相比，CMA 平台最大的优势在于可简化新车研发程序，提高生产效率，形成规模效应的同时有效控制成本。

图 11：CMA 平台图示



数据来源：西南证券整理

表 3：CMA 平台性能简析

性能特点	具体表现	产品覆盖
灵活性	可实现产品长、宽、高及轴距多个维度尺寸的灵活变换	A0/A/B 级车型
兼容性	可兼容三缸、四缸发动机以及混合动力和纯电动驱动系统	轿车、跨界车、掀背车、SUV、SUV Coupe 等
前瞻性	集成全球领先的主动安全、车联网、新能源和自动驾驶等创新科技	自动驾驶汽车等

数据来源：西南证券整理

配套 CMA 平台，业绩再添增长点。CMA 平台是是沃尔沃实现全线产品独立研发的最后一环，沃尔沃将利用 CMA 平台为全新 40 系车型（XC40、V40、S40 等）开发与配置全球领先的智能化、电气化与自动驾驶等技术，设计生产紧凑型豪华汽车以迎合年轻化的消费群体，满足巨大的市场需求。沃尔沃目前在中国有三大生产制造基地，分别是负责生产全新一代 SPA90 系的大庆工厂、负责生产 SPA60 系的成都工厂与负责生产 40 系产品路桥工厂。路桥工厂作为国内首个 CMA 工厂，未来不仅生产 40 系产品，还将生产吉利控股集团于 2016 年 10 月刚发布的全新品牌 LYNK & CO 车型，该厂计划于 2017 年 6 月正式投产，初期规划产能 15 万辆每年，预计配套 CMA 平台将增厚公司业绩。

图 12：沃尔沃国内三大生产基地



数据来源：西南证券整理

图 13：沃尔沃路桥工厂及其生产车型



数据来源：西南证券整理

4 军工资产证券化升温，集团资产注入值得期待

4.1 兵器集团实力雄厚，位居十大军工集团前列

我国十大军工集团由国务院出资并直接管理，主要从事为国家武装力量提供各种武器装备研制和生产经营活动。除了中国核工业集团公司、中国核工业建设集团公司未参评，其余八大军工集团均在世界五百强之列。

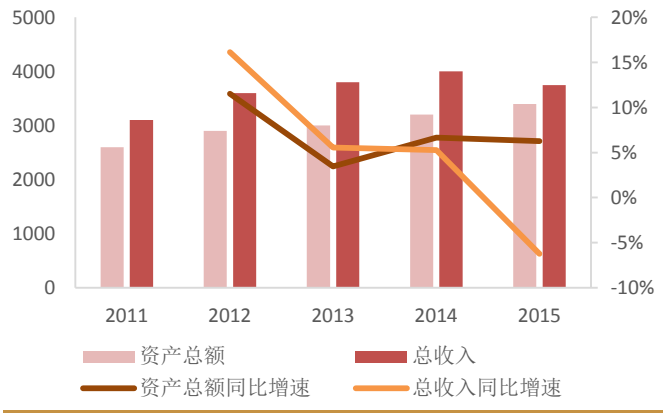
图 14：中国十大军工集团标识



数据来源：西南证券整理

兵器集团实力雄厚，在十大军工集团中位居前列。公司所属的中国兵器工业集团公司是陆军武器装备研制发展主体和三军毁伤与信息化装备研制发展的骨干力量，面向海、陆、天、空以及各军兵种生产装甲突击、防空反导、远程压制、精确打击、高效毁伤、信息夜视等高新技术装备武器，积极探索军转民培育开发了重型车辆与工程机械、特种化工与精细化工、光电信息等民品产业，大力发展国际工程承包和石油矿产战略资源开发两大海外事业。现有子集团和直管单位 51 家，主要分布全国多个省市，并在全球建立了数十家海外分支机构。

图 15：兵器集团 2011-2015 年主要财务指标



数据来源：wind，西南证券整理

图 16：兵器集团产品组成



数据来源：集团官网，西南证券整理

截至 2015 年底，兵器集团人员总量 27.66 万人，资产总额 3368.2 亿元，实现利润总额 119.5 亿元，列 2015 年世界 500 强企业第 134 位，比 2014 年排名提升了 10 位，在参评世界 500 强的八大集团中仅次于兵装集团。

表 4：十大军工集团概况

集团名称	归属体系	2015 年世界五百强排名	A 股上市公司（家）	上市公司简称
中国航空工业集团公司	航空工业系统	143	19	中航地产、中航飞机、中航机电、中航三鑫、中航光电、成飞集成、天虹商场、中航电测、中直股份、洪都航空、中航电子、贵航股份、中航资本、中航重机、中航高科、宝胜股份、飞亚达 A、深天马 A、*ST 黑豹、
中国兵器工业集团公司	兵器工业系统	134	11	凌云股份、华锦股份、长春一东、北方导航、北方创业、北方国际、北化股份、北方股份、晋西车轴、光电股份、江南红箭
中国兵器装备集团公司	兵器工业系统	102	9	长安汽车、保变电气、江铃汽车、中国嘉陵、湖南天雁、东安动力、利达光电、西仪股份、中原特钢、
中国航天科技集团公司	航天工业系统	344	9	中国卫星、航天机电、航天动力、航天电子、四维图新、乐凯胶片、航天工程、乐凯新材、康拓红外
中国电子科技集团公司	军工电子系统	408	8	国睿科技、杰赛科技、四创电子、海康威视、太极股份、华东电脑、凤凰光学、卫士通
中国航天科工集团公司	航天工业系统	381	7	航天长峰、航天信息、航天科技、航天晨光、航天电器、航天通信、航天发展
中国船舶工业集团公司	船舶工业系统	349	3	中国船舶、广船国际、钢构工程
中国船舶重工集团公司	船舶工业系统	281	2	中国重工、中国动力
中国核工业集团公司	核工业系统	未参评	1	中核科技
中国核工业建设集团公司	核工业系统	未参评	0	n.a.

数据来源：wind，西南证券整理

4.2 军工资产证券化持续升温，兵器集团稍显落后

军工资产证券化持续升温。我国正处在新一轮深化改革开放的重要历史关口。2016 年以来，随着《军工科研院所分类方案》、《军工科研院所分类改革实施工作方案》等方向性文件的出台，涉及科研院所改制中的人员分流、社会保障、财政税收、安全保密等复杂问题的具体配套方案有望浮出水面，未来军工科研院所通过改制注入上市将有助各大军工集团的资产证券化取得突破性进展。2016 年 12 月举行的中央经济工作会议也指出，混合所有制改革是国企改革的重要突破口，按照完善治理、强化激励、突出主业、提高效率的要求，在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、**军工**等领域迈出实质性步伐。在大力推进科研院所改制、军工国企混改、军民融合的背景下，作为整合平台的上市公司也必将迎来资产注入的契机，目前军工集团旗下已有多家 A 股公司正在停牌筹备重大资产重组事项，如航天科工集团旗下航天长峰、航天电器，航天科技集团旗下航天机电等。

在八大军工集团中，兵器集团资产证券化进程稍显落后。截止 2015 年底，我国八大军工集团按净资产口径来计平均资产证券化率约为 30%，相较于国外平均 70%-80%的水平还有较大差距。其中，兵器集团资产证券化率不足 30%，处于明显落后地位，资产证券化潜在

空间巨大。按照党中央国务院全面深化改革的要求，兵器集团提出在“十三五”末资产证券化率达到 50%，将大力通过资产重组等方式，着力提高上市公司质量，支持下属上市公司加快转型升级和结构调整力度，积极落实全面深化改革和转型升级的战略要求，进一步明确集团资产证券化预期。

4.3 资产重组落地，集团资产注入逻辑兑现

兵器集团资产证券化率亟待提高，集团资产注入逻辑初步兑现。公司拟向交易对方凌云集团非公开发行股份购买其所持的太行机械 100%股权；拟向交易对方电子院、兵科院、信息集团、中兵投资、兵器三院、张峻林、王瀚晟、张祖新、赵志勤、陈亮、潘荣、秦晓懿及刘宇飞非公开发行股份购买其合计持有的东方联星 100%股权，交易价格初步确定为 12.89 亿元，本次交易不会导致上市公司控制权的变更。

表 5：资产重组交易标的概况（单位：亿元）

公司名称	公司性质	资产总额	资产净额	第一大股东	实际控制人	分子公司	主营业务
东方联星	军品企业，北斗导航领域的主力军	2.4	1.2	北方电子研究院	兵器集团	北方联星、泰豪联星等	从事北斗卫星导航芯片及其军民应用产品的研发、生产及销售
太行机械	军民结合型机械制造企业	7.2	2.1	凌云集团	兵器集团	拥有军品、纺机、机械、热表、置业五家分公司及泰明顿摩擦材料公司等合资公司	从事轻型火箭发射装置等军品和高铁零部件等民品的研发、生产及销售

数据来源：wind，西南证券整理

本次交易的目的和意义主要体现以下几个方面：

1）拓宽公司业务范围，提升可持续发展能力。本次交易完成后，上市公司的新增业务将涵盖轻型火箭（导弹）发射装置和轨道交通车辆零部件、北斗卫星导航芯片及其军民应用产品等，有助公司形成军品、民品布局合理、协同发展的产业结构，推动公司扩大资产规模与增强盈利能力，并借助兵器集团下属企业的技术资源、市场资源及人力资源形成协同效应，进一步提升可持续发展能力和综合竞争力。

2）利用资本平台促进公司军民业务的协同发展。通过本次重组，太行机械和东方联星的股权将注入公司，有助于未来公司承接军品任务，打造公司在相关军工领域的领先地位。此外，通过公司的资本运作平台，进一步提升民品产业的技术研发实力，促进资源合理利用，推动公司民品业务的协同发展。

3）配套融资为标的公司发展提供资金支持。通过本次重组及募集配套资金，从事军品生产的标的公司将借助上市平台打开资本市场融资渠道，投资建设市场前景看好的军品、民品项目，以保障更好地完成军品国防任务。

图 17：东方联星导航定位产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 18：太行机械制动片产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

4.4 上市平台优势凸显，后续资产注入有望提速

公司作为集团优势上市平台，集团汽车零部件业务整合值得期待。兵器集团主营汽车零部件的子集团共有 10 家，分别是凌云集团、重庆铁马集团、晋西工业集团、淮海工业集团、西北工业集团、江南工业集团、东北工业集团、北方智能微机电集团、湖北江山重工、山东特种工业集团。10 家集团在业务上经营分散，汽车零部件业务整合将有助兵器集团最大限度地发挥协同效用，避免同业恶性竞争。

表 6：兵器集团旗下涉及汽车零部件经营业务的子集团

序号	子集团	汽车零部件产品	上市平台
1	北方凌云工业集团	汽车防撞系统、车身结构件，门锁系统，等速万向节前驱动轴，尼龙管路系统、橡胶管路系统，装饰密封件、摩擦材料等七大系列	凌云股份
2	东北工业集团	车桥、车架、全制动系统、离合器、飞轮齿圈、车灯、车镜、传动轴、液压件、发动机连杆、转向节等。	长春一东
3	晋西工业集团	车轴、转向架等	晋西车轴
4	豫西工业集团	汽车半轴套管、汽车车轴、汽车车轴轴头等	n.a.
5	北方智能微机电集团	汽车门锁及零部件、汽车电子产品、零压续跑安全轮胎等	n.a.
6	重庆铁马工业集团	离合器盖、打捞锚、钻杆工具、减震器零件、自卸车液压举升油缸汽车零部件等	n.a.
7	湖北江山重工	汽车变速箱等	n.a.
8	淮海工业集团	汽车发动机、精密汽车零部件等	n.a.
9	西北工业集团	重车零部件、车用油管、锂电池等	n.a.
10	江南工业集团	车用压缩天然气钢质内胆环向缠绕气瓶、车用 CNG 全钢瓶等	n.a.

数据来源：集团官网，西南证券整理

兵器集团旗下共有 11 家 A 股上市公司，其中从事汽车零部件业务的有 2 家，分别是凌云股份、长春一东。其中，凌云股份估值较低，产品多样，客户趋于高端，资本运作经验丰富，属于优质汽车零部件业务上市平台，有望整合集团内部汽车零部件业务，推动兵器集团资产证券化。

表 7：兵器集团旗下 11 家 A 股上市公司概况（截止至 2017 年 1 月 4 日，单位：亿元）

公司简称	主营业务	2015 年净资产	2015 年营业收入	2015 年净利润	市值
凌云股份	汽车零部件、塑料管道系统	33.1	72.45	1.37	68.14
长春一东	汽车零部件	3.63	5.1	0.01	42.26
晋西车轴	铁路车辆、车轴、轮对、转向架	31.08	20.1	1.01	89.53
北方导航	导弹控制盒弹药信息化技术	20.59	18.49	0.39	198
华锦股份	石油化工、精细化工	88.47	309.09	3.29	189
江南红箭	超硬材料、发动机配件	41.85	15.48	2.49	164
北方国际	房地产开发、国际工程总包	19.44	42.86	2.19	136
北方创业	铁路货车	22.61	20.02	-0.57	114
光电股份	光伏太阳能、光电材料与器械、光电仪器	22.44	27.47	0.47	110
北化股份	硝化棉	11.51	15.05	0.55	51.63
北方股份	攻城器械和矿山机械	9.95	9.9	-1.62	52.39

数据来源：wind，西南证券整理

5 外延收购开疆拓土，未来有望持续扩张

5.1 外延扩张持续加码，紧跟前沿布局轻量化

自 1987 年与外资合资成立凌云亚大公司起，20 年来公司的外延扩张动作频频。公司先后联手美国德尔福、丹麦阔丹橡胶公司、韩国东园金属株式会、永塑株式会社与韩国 GNS 公司等优质外资企业设立合资公司，借助外资的产品与技术优势推动产品结构多元化、产品质量优化，依托外资公司的国际品牌影响力逐步打入高端市场。

表 8：公司外延扩张历程

时间	关系方	具体事项	外延产品	分子公司（家）
1987 年	澳大利亚 IPS 公司	合资成立凌云亚大公司	低渗透、低排放汽车尼龙管路系统、市政工程塑料管道系统	近 20
1995 年	美国德尔福公司	合资成立德尔福沙基诺凌云驱动轴公司（2010 年更名为耐世特凌云驱动系统公司）	等速万向节前驱动轴	2
1995 年	丹麦阔丹橡胶公司 丹麦发展中国家基金会	合资成立阔丹—凌云汽车胶管有限公司（2010 年成功收购外方股权，转为全资子公司）	汽车胶管	n.a.
2002 年	韩国东园金属株式会社	合资成立北京凌云东园科技有限公司	车门窗框	2
2003 年	韩国世东株式会社 永塑株式会社	合资成立北京世东凌云科技有限公司	汽车装饰密封产品	2
2013 年	韩国 GNS 公司	先后合资成立沈阳、烟台、长春、柳州凌云吉恩斯科有限公司（2016 年增设柳州、广州两家）	汽车热成型产品	5
2015 年	德国瓦达沙夫（WAG）公司	收购德国瓦达沙夫（WAG）公司	高强度、轻量化汽车零部件产品	1
2016 年	太行机械、东方联星	拟收购太行机械、东方联星 100%股权	无石棉摩擦制动片、车载定位产品	n.a.

数据来源：公司官网，西南证券整理

收购德国瓦达沙夫（WAG）公司，加码轻量化业务。近年来，随着各国汽车油耗、尾气排放标准日益趋严以及新能源汽车续航里程尚待突破，轻量化逐步成为汽车行业发展的一大趋势。据 2016 年 10 月发布的《节能与新能源汽车技术路线图》显示，汽车轻量化已成为七大技术路线图之一。

图 19：《节能与新能源汽车技术路线图》之汽车轻量化技术简析

发展目标	技术路径	发展重点
到2030年： ◆高强钢应用比例大幅增加 ◆单车用铝量超过350KG ◆单车用镁合金45KG ◆碳纤维使用量占车中5% 整车比2015年减轻： 2020年 10%；2025年 20%；2030年 30%	◆轻质材料的应用 ◆新的制造技术和工艺 ◆先进的结构优化及设计方法 ◆大力推进高强度钢、铝合金镁合金、工程塑料、复合材料等在汽车上的应用	◆轿车车身轻量化 ◆轿车动力传动的轻量化 ◆底盘轻量化技术 ◆高强钢的材料与工艺提升 ◆轻质材料的部件制作工艺 ◆轻质材料典型部件的标准化、系列化研究 ◆符合材料工艺及高校制备轻质材料部件的设计与工程模拟技术

数据来源：西南证券整理

为紧跟行业前沿、布局轻量化业务，公司于 2015 年 9 月成功收购德国瓦达沙夫（WAG）公司 100%股权。WAG 拥有尖端轻量化技术和铝、钢集成制造工艺，在碰撞管理系统、侧门防撞梁以及车身腰部增强技术等领域居于行业领先地位，主要生产后挡板、车门、引擎盖组件和结构件等产品。WAG 还具有强大的国际品牌影响力，为德国大众汽车集团、福特、通用、宝马等高端品牌供货，其中主要服务于斯堪尼亚、保时捷、奥迪的德国大众汽车集团是 WAG 最大的客户。

图 20：WAG 公司及生产车间



数据来源：公司官网，西南证券整理

收购 WAG 使公司“走出去、引进来”战略得到进一步提升。通过并购，公司可利用 WAG 所拥有的尖端轻量化技术弥补在高强度、轻量化汽车零部件产品研发与生产方面的不足，在丰富产品的同时也使公司抢占国内铝制品轻量化市场先机；借助 WAG 所具有的强大

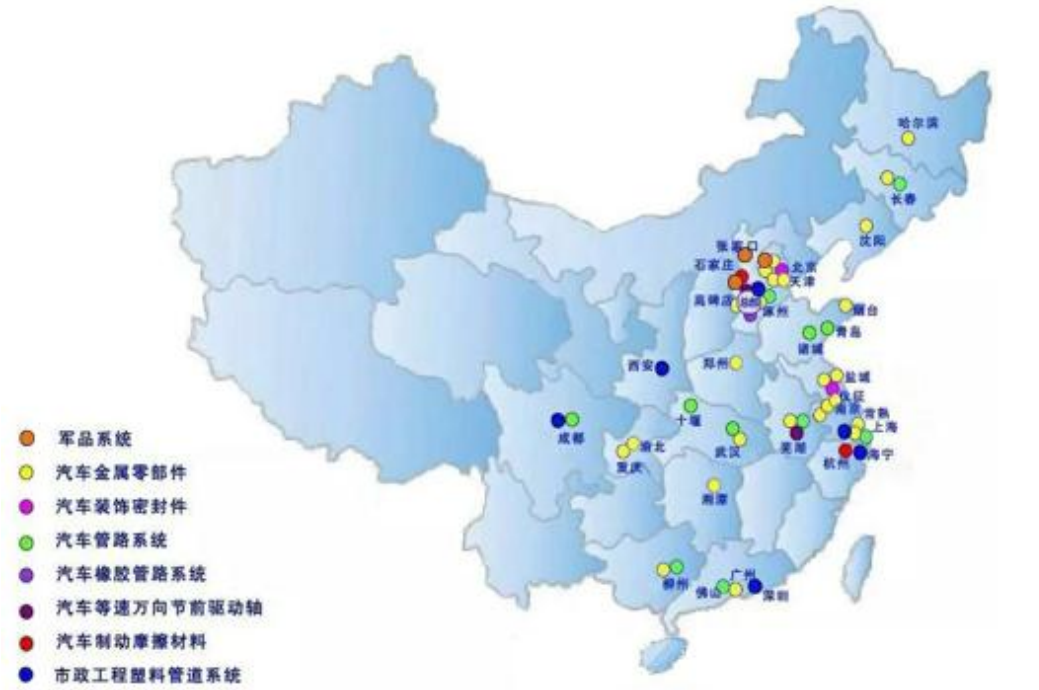
品牌影响力拓展国际销售渠道，争取高端客户资源，将金属零部件核心产品打入欧洲和北美市场。目前，公司已成功进入奔驰、奥迪、宝马、大众的铝合金产品供应体系。

收购 WAG 短期业绩承压，长期来看战略意义重大。自 2015 年 9 月收购德国 WAG 公司后，由于尚未形成规模效益，德国 WAG 公司的营业收入约为 1.1 亿元，营业成本约为 1.3 亿元，毛利为-0.2 亿元，预计 2016 年亏损仍将持续，但稍有收窄。**长期来看，公司已与 WAG 开启全球化战略布局，未来规模效应将逐步显现。**目前，公司与德国 WAG 公司已成立沈阳合资公司，正在推进北美墨西哥投资建厂项目，未来将在德国、中国、墨西哥三地进行生产，为 2015 年取得的宝马全球项目供货。德国 WAG 公司正在开发 BMWG2X、Audi VST、Scania、C8 等项目，将于 2016-2018 年陆续量产，预计会为公司可观的新增销售收入。

5.2 凌云凯毅德注入可期，资源共享增强国际竞争力

公司是凌云集团唯一的 A 股上市平台。凌云集团是中国兵器工业集团公司所属军民结合子集团，现有凌云股份、燕兴机械、长城光电、凌云凯毅德以及太行机械（本次资产重组标的）5 家子公司，其中凌云股份是集团唯一的 A 股上市平台。凌云集团主营汽车零部件、市政工程塑料管道系统及相关军品等业务，具有强大的核心业务群和市场网络，集团旗下分子公司总计 71 家，分布在中国 29 个省市和地区、全球 9 个国家。

图 21：凌云集团国内业务布局



数据来源：集团官网，西南证券整理

凯毅德在汽车闭锁系统领域深耕细作，在全球化市场中谋篇布局。凌云集团于 2012 年 9 月收购了全球最大车锁企业——德国凯毅德公司 100%股权。德国凯毅德股份公司成立于 1857 年，凭借着全球领先的汽车闭锁系统的技术成为国际知名汽车门锁企业。凯毅德主张全球化布局，在全球 8 个国家设立了分子公司，几乎均设有研发中心、生产基地与销售驻点，公司技术实力雄厚，拥有超过 260 名工程师的设计团队和 900 多项专利，主营产品包括边门

锁、锁模块、发动机罩锁、行李厢锁等闭锁系统以及多种执行器，为福特、大众、标致、宝马、戴姆勒、等国际主流汽车厂商供应汽车门锁产品，全球市场占有率约为 20%，龙头地位稳固。

集团与凯毅德共享资源，做大市场。完成股权收购后，凌云集团积极推行“充分放权，完全掌控”的管理理念，逐步拓展国内外市场。一方面，利用凯毅德公司国际领先的科技研发实力，重点拓展国际高端品牌车型和高端市场，使其国际占有率提升到 20%以上。另一方面，通过合资合作等方式将车锁产品打入国内市场。稳中求胜的经营策略使凌云凯毅德公司经营质量、盈利能力持续攀升，年均利润增长率保持 31%左右，2016 年前三季度实现主营业务收入 46.4 亿元，同比增长超过 13%，实现利润超过 3.8 亿元，同比增长近 40%。

表 9：2013-2015 年凌云凯毅德业绩表现（单位：亿元）

	2013	2014	2015	2016Q3
销售收入	48	55	55	46.4
实现利润	2	2.5	2.6	3.8

数据来源：集团官网，西南证券整理

图 22：凌云凯毅德公司生产车间与车锁产品



数据来源：集团官网，西南证券整理

凌云凯毅德资产优质，注入上市公司值得期待。随着兵器集团资产证券化的推进，预计凌云集团内尚未上市的凌云燕兴公司、凌云长城光电公司、凌云凯毅德公司均有可能注入上市。其中，凌云燕兴公司、凌云长城光电公司业绩不佳，目前仍在减亏，注入预期很弱，凌云凯毅德资产优质，经营态势向好，注入上市是大概率事件。凯毅德作为汽车边门锁领域的全球市场领军者，在业务方面与公司具有很强的协同作用，作为全球领先整车厂的首选合作伙伴，能进一步推动公司进军高端市场。凯毅德的注入有助于拓展公司的汽车零部件业务，增强自主创新能力，完善全球市场布局，实现资源信息共享，进一步提升公司的国际竞争力。

6 主营业务盈利预测

关键假设：

1）预计未来 2017 年、2018 年乘用车销量平均增速为 8%。

2）假设 2017 年吉恩斯沈阳、长春工厂产能爬坡，推广顺利；2018 年吉恩斯柳州、广州工厂产能爬坡，推广顺利。

3）假设公司逐渐实现规模效应，三费率仍有下调空间。

表 10：主营业务收入与增速预测

	万元	2015A	2016E	2017E	2018E
汽车金属及塑料零部件	收入	547,494.72	700,793.24	868,983.62	1,060,160.02
	yoy	15.42%	28.00%	24.00%	22.00%
	毛利率	20.03%	19.50%	19.50%	19.50%
塑料管道系统	收入	146,070.22	148,991.62	151,971.46	155,010.89
	yoy	-2.05%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	22.78%	22.00%	22.00%	22.00%
其他	收入	11,617.18	12,546.55	13,550.28	14,634.30
	yoy	8.34%	8.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	19.22%	19.00%	19.00%	19.00%

数据来源：Wind，西南证券

7 风险提示

汽车市场或持续低迷；热成型产品推广或不及预期；资产注入或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	7244.79	8623.31	10345.05	12298.05
营业成本	5768.02	6905.15	8290.45	9861.91
营业税金及附加	42.77	48.00	58.75	69.38
销售费用	343.94	431.17	491.39	576.78
管理费用	552.60	689.87	822.43	970.32
财务费用	175.65	16.83	24.77	29.72
资产减值损失	27.76	30.00	30.00	30.00
投资收益	40.98	50.50	50.50	50.50
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	375.03	552.81	677.77	810.45
其他非经营损益	13.25	15.29	14.61	14.84
利润总额	388.28	568.10	692.38	825.28
所得税	85.25	120.34	153.17	182.85
净利润	303.03	447.76	539.20	642.43
少数股东损益	165.55	222.59	271.32	327.63
归属母公司股东净利润	137.48	225.16	267.89	314.81

现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	303.03	447.76	539.20	642.43
折旧与摊销	357.89	393.22	412.19	423.87
财务费用	175.65	16.83	24.77	29.72
资产减值损失	27.76	30.00	30.00	30.00
经营营运资本变动	-696.16	-6.60	-278.98	-354.40
其他	387.80	-110.55	-76.54	-77.47
经营活动现金流净额	555.97	770.66	650.63	694.16
资本支出	-415.64	-182.53	-112.43	-84.52
其他	-105.97	255.09	40.50	40.50
投资活动现金流净额	-521.61	72.56	-71.93	-44.02
短期借款	-150.52	-940.47	0.00	0.00
长期借款	24.83	0.00	0.00	0.00
股权融资	1185.48	0.00	0.00	0.00
支付股利	-43.41	-43.61	-71.58	-85.03
其他	-748.86	-80.88	-24.77	-29.72
筹资活动现金流净额	267.53	-1064.95	-96.34	-114.76
现金流量净额	303.43	-221.73	482.36	535.39

资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1550.72	1328.99	1811.35	2346.74
应收和预付款项	2257.87	2744.18	3232.56	3865.44
存货	1306.98	1542.37	1881.31	2232.15
其他流动资产	95.23	110.47	133.68	158.45
长期股权投资	346.83	346.83	346.83	346.83
投资性房地产	214.59	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2221.00	2088.19	1866.32	1604.86
无形资产和开发支出	324.30	285.56	246.81	208.07
其他非流动资产	567.65	538.50	509.35	480.20
资产总计	8885.17	8985.08	10028.22	11242.74
短期借款	940.47	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2186.55	2543.32	3081.04	3667.32
长期借款	24.83	24.83	24.83	24.83
其他负债	1373.80	1667.17	1704.96	1775.81
负债合计	4525.65	4235.33	4810.84	5467.96
股本	450.93	450.93	450.93	450.93
资本公积	1739.39	1739.39	1739.39	1739.39
留存收益	1105.95	1287.51	1483.82	1713.59
归属母公司股东权益	3310.20	3477.84	3674.15	3903.92
少数股东权益	1049.33	1271.92	1543.23	1870.86
股东权益合计	4359.52	4749.76	5217.38	5774.78
负债和股东权益合计	8885.17	8985.08	10028.22	11242.74

财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
销售收入增长率	10.55%	19.03%	19.97%	18.88%
营业利润增长率	10.59%	47.40%	22.60%	19.58%
净利润增长率	9.83%	47.76%	20.42%	19.15%
EBITDA 增长率	17.71%	5.97%	15.77%	13.40%
获利能力				
毛利率	20.38%	19.92%	19.86%	19.81%
三费率	14.80%	13.20%	12.94%	12.82%
净利率	4.18%	5.19%	5.21%	5.22%
ROE	6.95%	9.43%	10.33%	11.12%
ROA	3.41%	4.98%	5.38%	5.71%
ROIC	10.06%	9.33%	11.15%	12.77%
EBITDA/销售收入	12.54%	11.17%	10.78%	10.28%
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.97	1.09	1.16
固定资产周转率	3.97	4.25	5.43	7.29
应收账款周转率	6.13	6.04	6.07	6.09
存货周转率	4.66	4.68	4.74	4.70
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.88%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	50.93%	47.14%	47.97%	48.64%
带息债务/总负债	43.38%	24.15%	21.26%	18.71%
流动比率	1.56	1.87	1.94	2.00
速动比率	1.17	1.37	1.42	1.48
股利支付率	31.57%	19.37%	26.72%	27.01%
每股指标				
每股收益	0.30	0.50	0.59	0.70
每股净资产	9.67	10.53	11.57	12.81
每股经营现金	1.23	1.71	1.44	1.54
每股股利	0.10	0.10	0.16	0.19

业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	908.57	962.86	1114.72	1264.04
PE	49.23	30.06	25.27	21.50
PB	1.55	1.43	1.30	1.17
PS	0.93	0.78	0.65	0.55
EV/EBITDA	7.06	6.52	5.19	4.14
股息率	0.64%	0.64%	1.06%	1.26%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416922	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn