太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

公司研究报告

凌云股份深度覆盖报告：

心存壮志，破茧重生

太平洋汽车团队
首席分析师：白　宇 执业证书编号：S1190518020004
研究助理：赵水平（15601632638）

撰写日期：2018-12-20

目录

1 起步军工风雨兼程，凌云壮志初心未改

2 战略布局新能源，开拓国六新空间

3 凯毅德整装待发，具备再造凌云潜质

4 新思路+新举措=新未来

5 盈利预测及风险提示

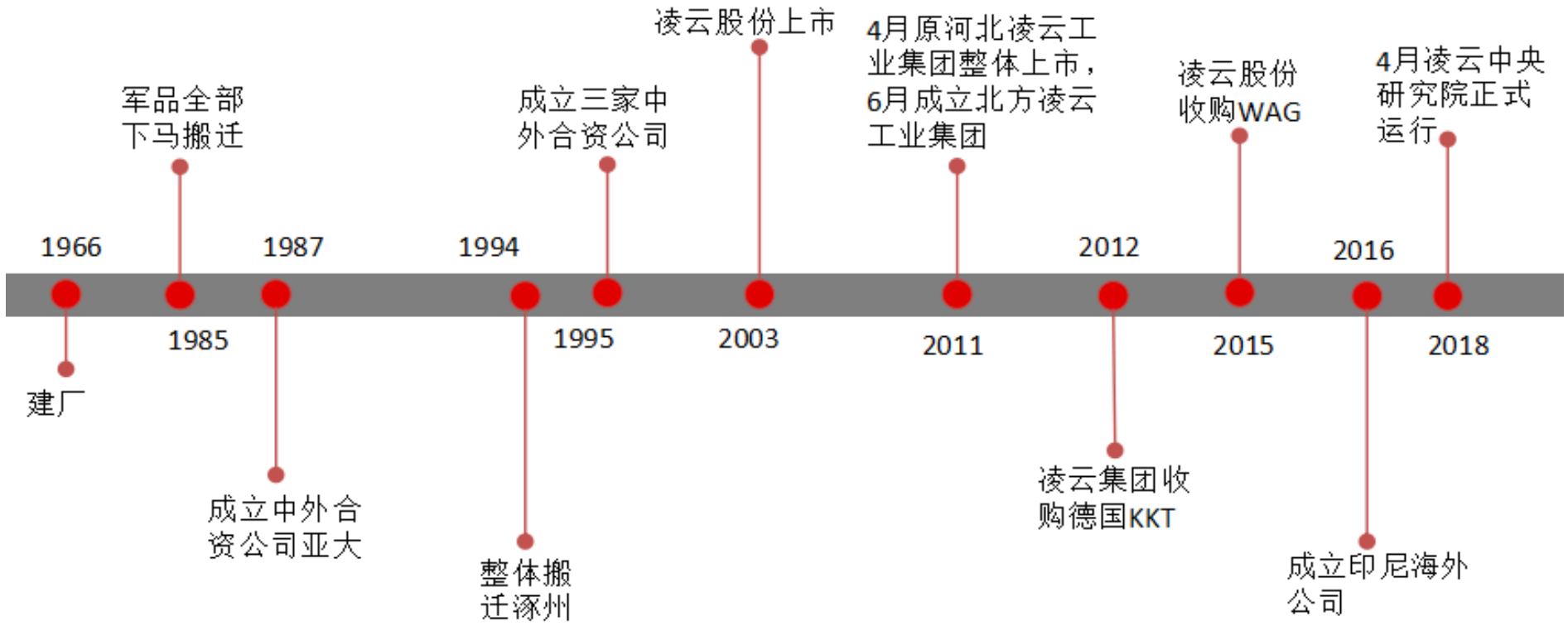
1.起步军工风雨兼程，凌云壮志初心未改

- 军工血统铸造精品，入局汽车持续拓展
- 股权结构清晰稳定，分子公司遍布各地
- 汽车贡献超七成收入，市政管道优势明显
- 公司财务数据稳健，短期承压长期向好

军工血统铸造精品，入局汽车不断拓展

- **军工起家，汽车产业再生新机。**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，公司发展历程可追溯至1966年成立的“333军工厂”，1985年实现军转民，随后成立各类合资公司，不断拓展各类汽车零部件产业。
- **上市后加速并购、积极布局海外。**2003年上市后，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加速布局新能源与轻量化。通过收购海外优质资产、成立海外公司逐步完善全球布局。

图表：凌云股份发展历史

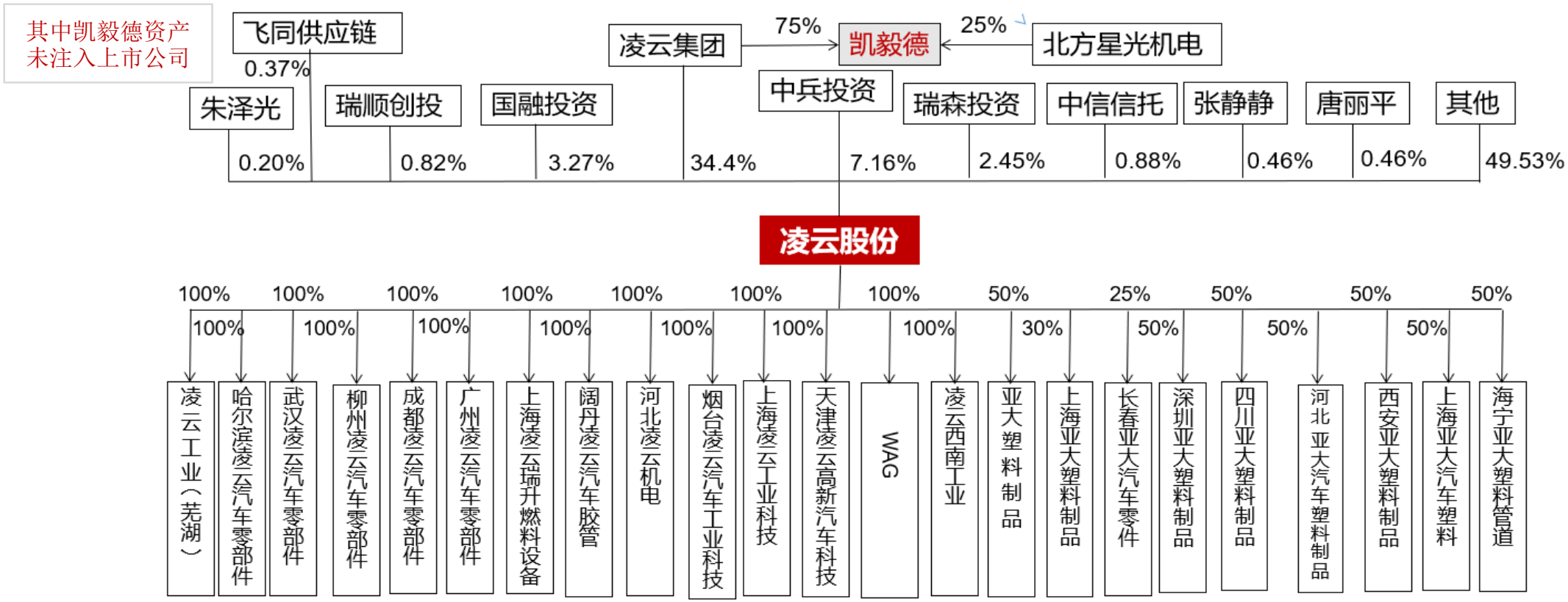


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

股权结构清晰稳定，分子公司遍布各地

- **股权清晰稳定。**公司第一大股东是凌云集团，持股比例达到34.40%，国资控股，股权结构稳定。
- **分子公司覆盖区域广。**公司在重庆、成都、芜湖、武汉、柳州、天津等地已成立了全资子公司，同时在河北、上海等地设立合资联营区域，可针对各个区域不同整车厂就近进行点对点服务。

图表：凌云股份股权结构（截止2018年6月）

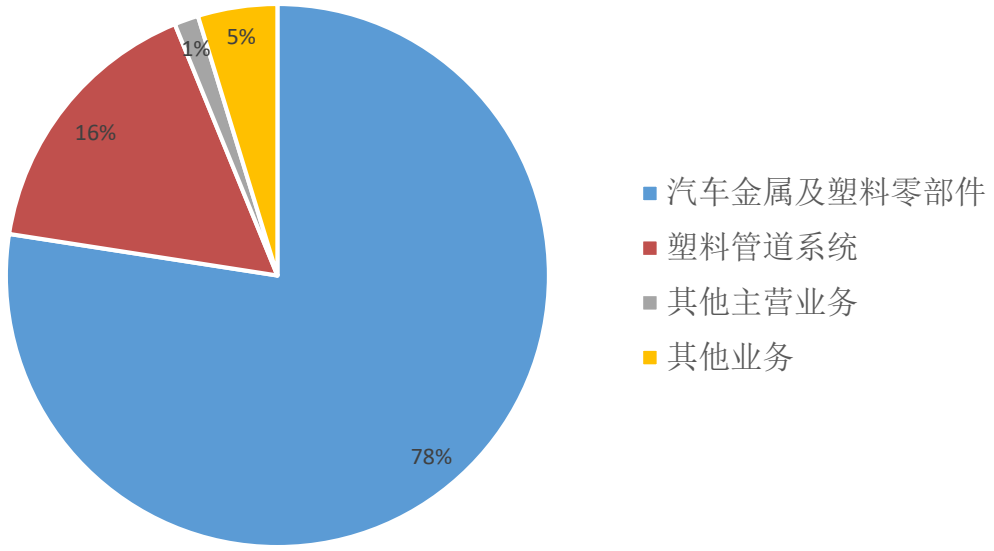


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

汽车行业贡献超七成收入，市政管道优势明显

- **汽车零部件贡献权重收入。**公司主要业务包括汽车金属零部件、汽车塑料零部件以及塑料管道系统等板块。2017年公司营收中汽车金属及塑料零部件收入91.7亿元（占比77.5%），塑料管道系统收入19.4亿元（占比16.4%）。
- **各类业务均在细分领域处于领先地位。**金属零部件主要为热成型及轻量化相关凌云品牌产品，塑料零部件主要为亚大品牌管路产品，各自均在细分领域具有领先地位。同属亚大品牌的市政塑料管道作为公司优势产品，在业内具有较高的知名度。

图表：凌云股份产品营收占比情况



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

图表：凌云股份主要产品

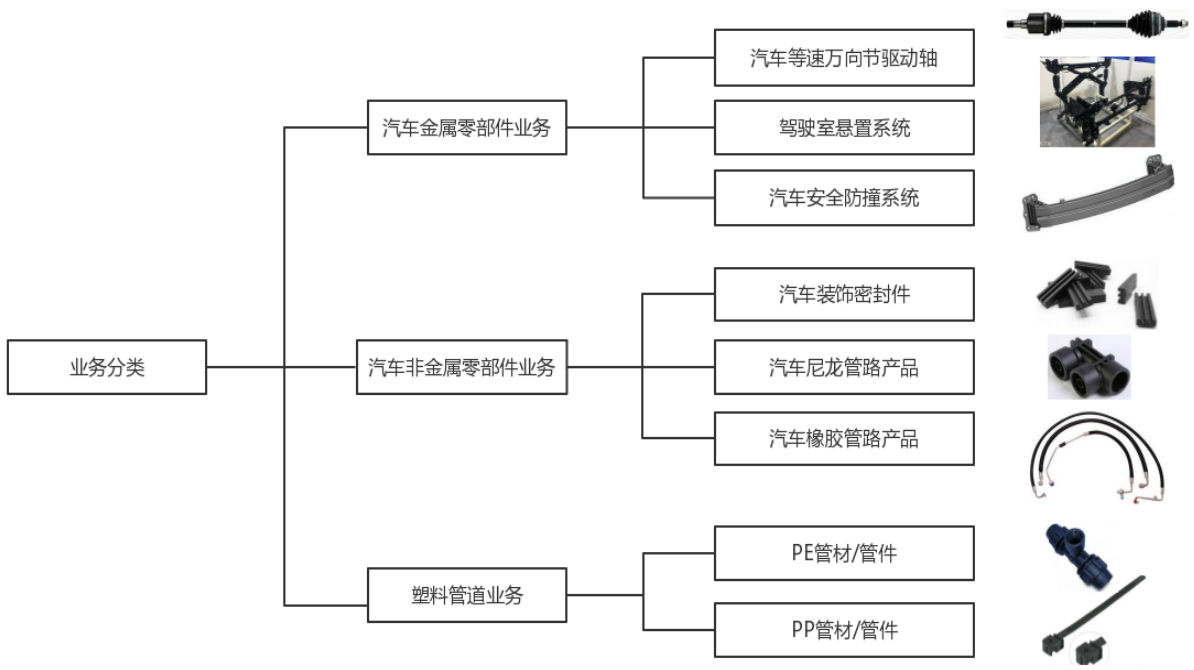


资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

金属&塑料各有千秋，下游核心客户众多

- **汽车金属零部件国内市场占据主动。**公司持续发力包括车门窗框、汽车管路系统等在内的汽车零部件，随着汽车减重节能需求的增长，预计未来该部分业务具有较大潜能。
- **塑料件业务合资瑞士GF。**其中主要分为市政塑料管道和汽车塑料管件两大块，汽车塑料管件业务收入略高于市政管道，且汽车塑料业务预期未来增长乐观。

图表：凌云股份核心业务布局情况及各板块主要客户分布





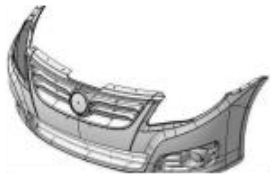
资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

热成型技术获国家级认可，产能扩张未来可期

- **热成型技术及工艺获国家级认可。**2018年12月，公司“基于国产压力机及辊底式加热炉的热冲压成形生产线”获国家科技专项立项和拨款，预计公司将来会在数控机床和基础制造装备上，获得长远的进步。
- **技术实力+成本优势助力升级突破。**2016年，由凌云自主研发、设计的第一条热成型生产线在长春投产；在2018年3月的“热冲压成型技术研发项目”通过验收，这将有利于公司缩短热成型产品研发制造周期，将现有汽车零部件业务的经济效应进一步扩大。除了技术实力以外，公司相对于国外竞争对手在成本上的优势也十分明显。

图表：公司热成型产品及客户

部分热成型产品



前保险杠



侧门防撞梁



中央通道



车门槛及其他梁柱构件

部分客户

资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

公司业务辐射全国，集团产业遍布全球

- 凌云股份分子公司遍布国内30多个省市和地区以及德国，墨西哥等国家，全资，控股，参股等全级分子公司合计70余家。
- 凌云集团全球产业布局涵盖8个国家（包括中国、德国、捷克、墨西哥、韩国、美国、俄罗斯、印尼等）。

图表：凌云股份分子公司全国布局情况



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

图表：凌云集团产业全球布局情况

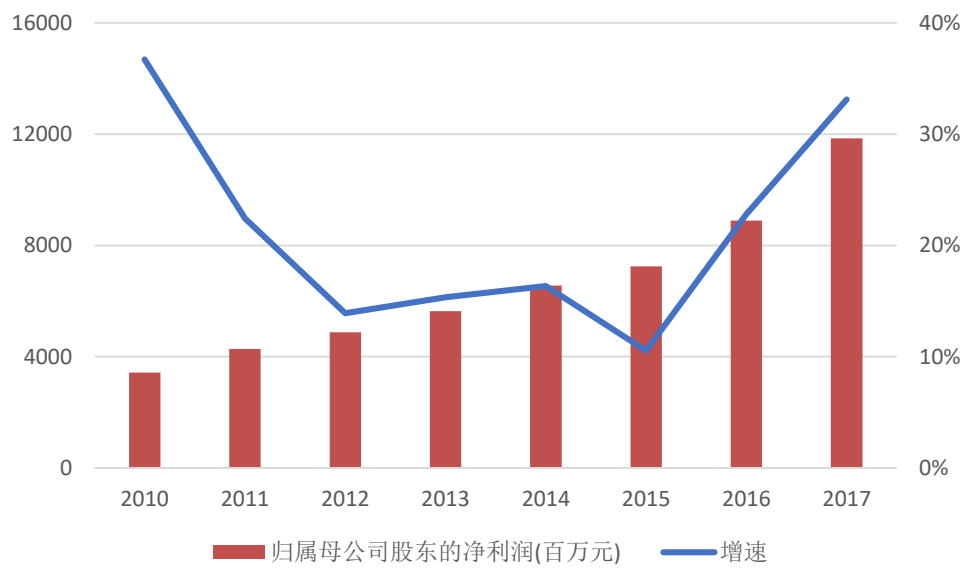


资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

营收持续稳定增长，盈利情况短期略有波动

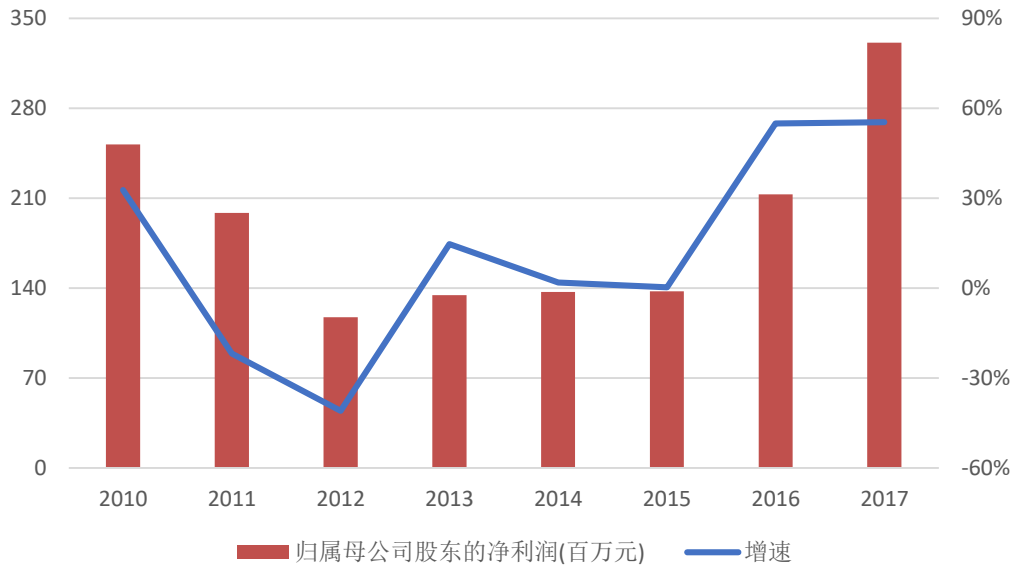
- **营收稳定增长，利润短期出现波动。**自2007年凌云集团旗下汽车零部件业务整合装入上市公司至今，10年间营业收入稳定增长，年均增速超过21%；净利润情况在2010年至2012年经历了曲折困难后逐步回升；2018年以来受汽车行业整体下行压力以及公司投资双重影响，利润短期承压，但考虑到在手订单以及前期投资不断兑现收益，业绩长期向好趋势依旧可见。

图表：历年公司营收及其增速



资料来源： 公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：历年公司归母净利润及其增速

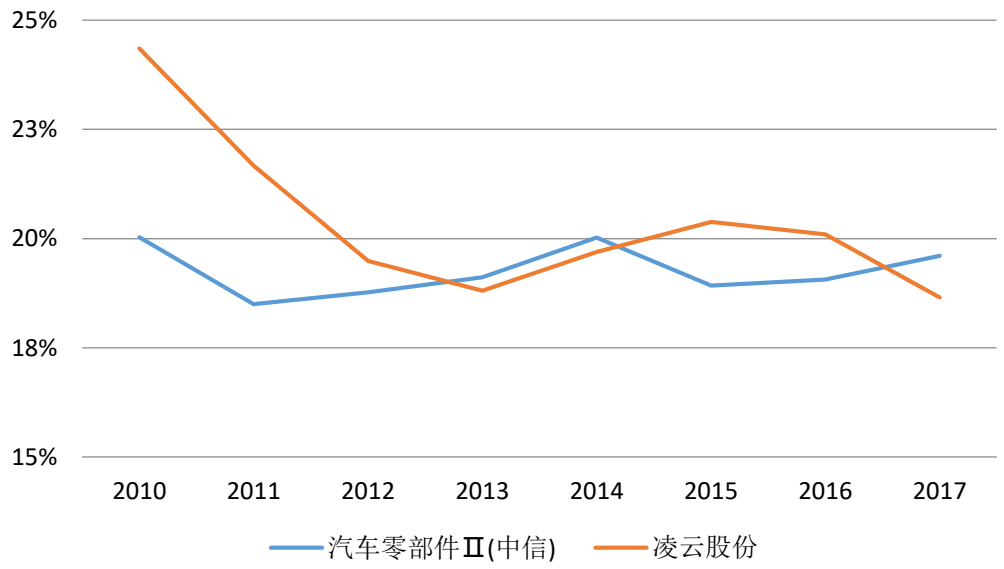


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

毛利率比肩行业均值，盈利能力短期承压

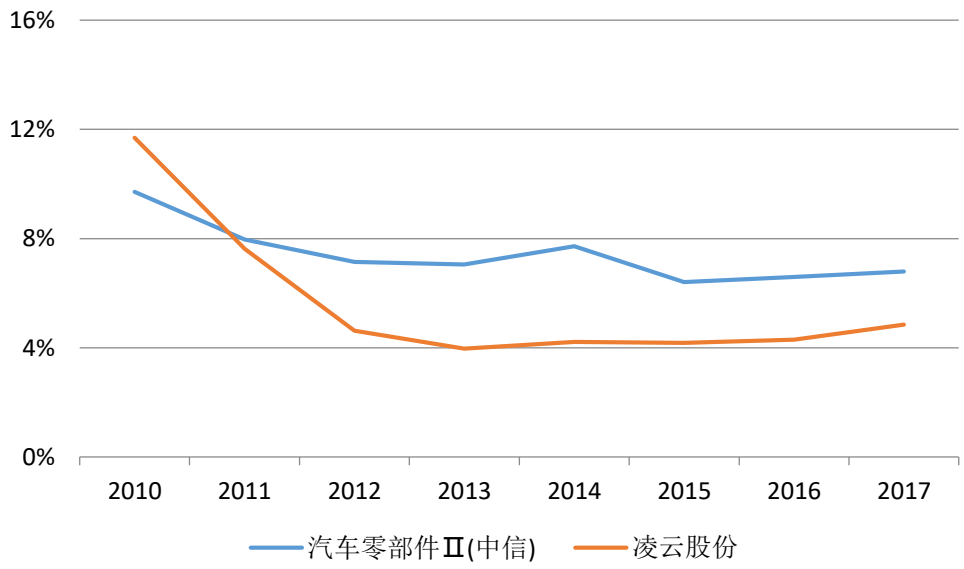
- **毛利率接近行业均值，盈利能力短期承压。**相较2012年前下降，但仍处于汽车零部件行业整体平均水平（18%-22%），净利率近几年维持在4%-6%之间，处于相对稳定状态，稍低于汽零行业整体平均水平（6%-8%）。
- **毛利率下滑为多因素所致。**其中主要下滑原因：（1）产品订货量和原材料价格波动影响，利润空间压缩。（2）近几年公司主业务由市政管件转为汽车零部件。汽车零部件业务的毛利率低于市政管件业务，因而虽然规模扩大，但利润率走低。未来公司聚焦有竞争力的产品领域，注重满足重点客户的需求，净利率有望提升。

图表：凌云和汽车零部件行业毛利率对比及变化情况



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表：凌云和汽车零部件行业净利率对比及变化情况

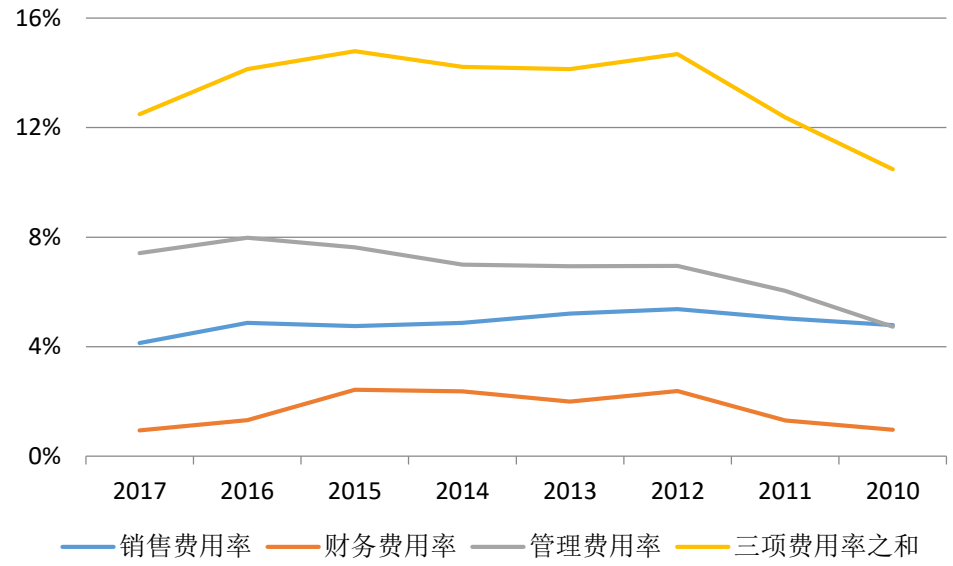


资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

各项费用控制良好，ROE触底回升未来可期

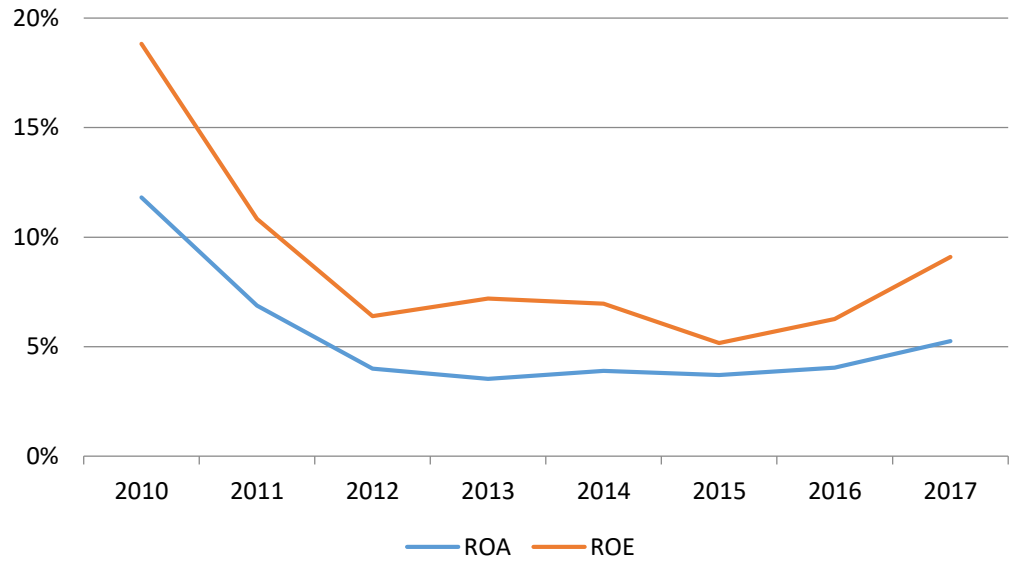
- **业务趋于成熟，费用控制良好。**近7年三费均控制在14%左右。由于销售规模不断扩大、汽车管路系统等高附加值产品销售比重提升，实现营收较快增长，使销售费用率和财务费用率均保持在较低水平。各子公司分开管理难度加大，使管理费用呈上升趋势，预计未来经过总部统一管控和区域化整合，管理费用率会逐步降低。
- **ROE、ROA2012年低谷之后开始回升。**公司ROE2012年下降原因：受主要原材料价格上涨和部分客户订货量降低的影响，产品盈利能力有所降低；同时，公司为开拓新市场，研发投入增长较大；海外业务处于投入期，前期研发支出和折旧摊销较高，使得凌云股份亏损数高于预期。

图表：凌云股份三项费用率及变化情况



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表：凌云股份ROA、ROE及变化情况

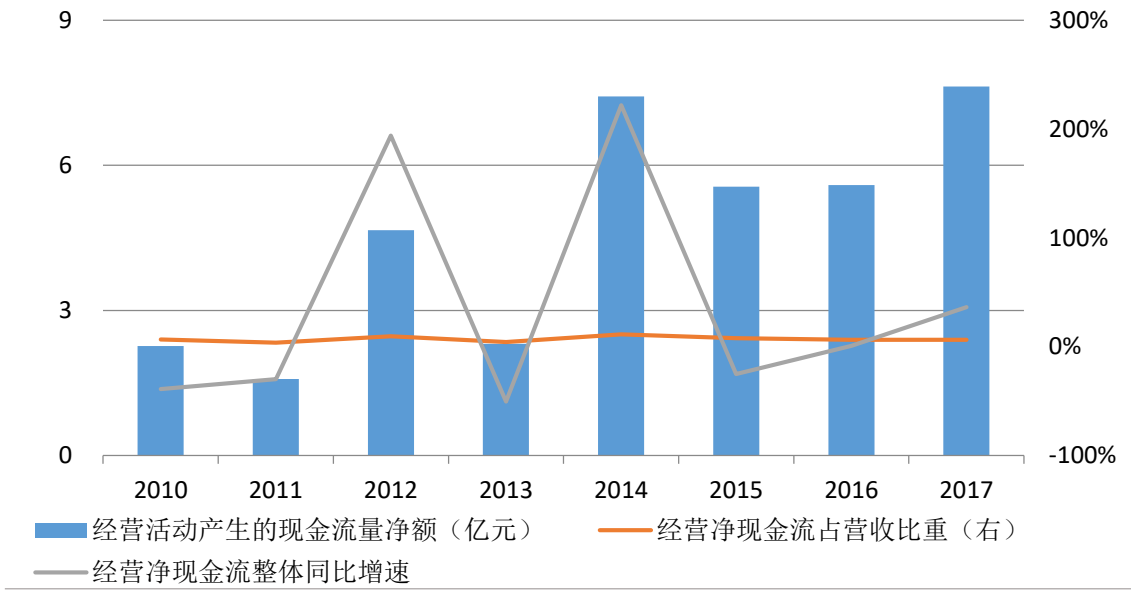


资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

经营净现金流大幅改善，投资策略调整资产负债率

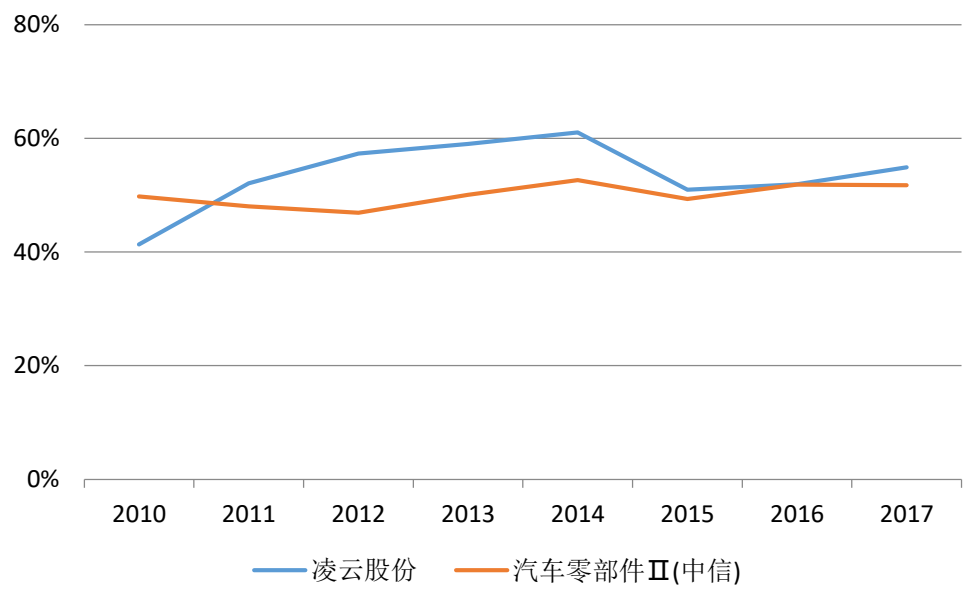
- **经营性现金流量净额呈上升趋势。**2015年后经营净现金流情况相比之前大幅改善，从绝对数额来看，近几年仍是经营性净现金流入呈增加趋势。17年经营性现金流净额总计7.62亿元，同比上涨36.4%，经营净现金流占营收比重小幅提升。
- **资产负债情况与行业均值趋同。**过去几年凌云股份每年都保持高强度投资，使资产负债率处于50.0%左右，高于汽零整体平均水平；在当前经济环境日趋复杂的情况下，为避免出现流动性风险，公司调整投资策略，进行谨慎投资；进行配股融资，以优化资本结构，增加盈利能力，最终降低资产负债率。

图表：凌云股份经营现金流及变化情况



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表：凌云股份资产负债率及变化情况



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

2. 战略布局新能源，国六开拓新空间

- 战略布局新能源汽车零部件，稳步推进战略转型
- 电池壳高端起步，问鼎国内外优质车企及电池厂
- 国六实施迫在眉睫，前瞻布局未来可期

积极开拓新能源汽车零部件市场领域

- 针对新能源汽车领域核心产品电池壳，凌云股份借助德国WAG公司平台切入新能源汽车电池壳领域，重点开发了保时捷、宝马、奔驰、奥迪等客户多款车型的电池壳体产品。
- 布局电池冷却系统：借助水冷板，冷却水管等计划由高端起步再拉动国内需求；研发电池冷却板，配套原有的冷却管路产品未来有望实现新能源热管理的模块化供货。
- 公司现有产品研发升级：对高强钢及超高强钢产品、热成型产品以及汽车管路系统等传统产品，凌云股份依据新能源汽车零部件高强度、轻量化的要求，联动研发中心紧跟新能源汽车前沿发展方向，现已具备一定技术优势。

图表：公司新能源领域产品布局

开发全新产品



电池壳



电池冷却系统

升级现有产品



高强钢及超高强钢产品



热成型产品



汽车管路系统

资料来源：公开公告，太平洋证券研究院整理

电池壳高端起步，问鼎国内外优质车企及电池厂商

- 电池壳业务由国内凌云和国外WAG两部分组成，主要聚焦国内外传统优质车企，逐步实现国内外技术、市场协同共享，预计业绩从2019年开始逐步兑现，2020年有望爆发：
- 国内：凌云股份通过吸收WAG技术，获得长城汽车电池壳订单；获得宝马汽车新X3车型电池壳项目配套权；获得了大众MQB 平台以及丰田、戴姆勒等全球领先车企电池壳定点；为宁德时代供应电池壳，其他品牌、公司，通过宁德时代、长城来配套进行对接。
- 国外：公司在德国建立电池壳生产线，获得保时捷纯电动跑车J1车型电池壳项目；获得宝马新能源车I20电池壳项目，境外的项目形成一定规模。

图表：公司国内外电池壳主要客户

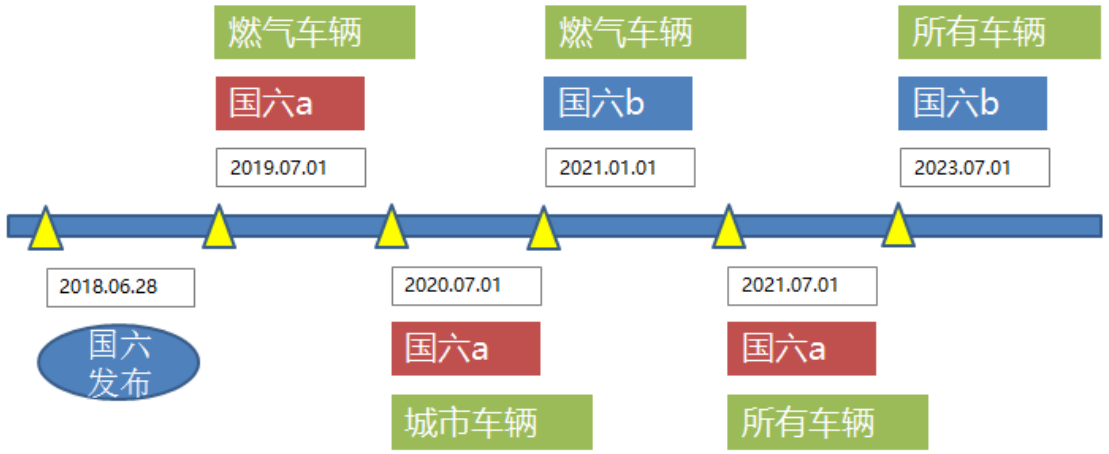


资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

国六实施迫在眉睫，前瞻布局未来可期

- **国六标准严苛至极，实施迫在眉睫。**“国六标准”是目前世界上最严格的排放标准之一，标准设置国六a和国六b两个排放限值方案。2018年11月1日起，深圳对柴油车执行国六标准，率先步入国六时代。轻型汽油车将于2020年7月1日（国六a）和2023年7月1日（国六b）起全面执行国六排放法规。在蓝天保卫战行动计划的催化下，多地将提前执行国六。
- **前瞻布局国六技术，未来受益可期。**提前进行战略部署，为满足国内排放法规升级的要求，针对汽车排放相关的主要业务汽车尼龙、橡胶管路系统的低渗透、低排放提出更高要求，对配件供应进行提前储备、相应服务进行升级。

图表：国六排放标准实施时间



资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

图表：凌云股份国六产品优势

技术水平	实现国内外技术资源协同共享，一直重点研究国内外汽车排放法规，通过参考国际先进经验，持续大力开发具有自主知识产权的关键技术。
市场份额	汽车管路系统在国内卡车市场占据70%以上的份额，稳居第一；汽车橡胶管路在国内相关市场位居前两位。
生产规模	公司已在国内主要汽车生产基地上海、广州等地设立分子公司，与整车厂的配套能力较强，能够满足整车厂的规模化生产需求。

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

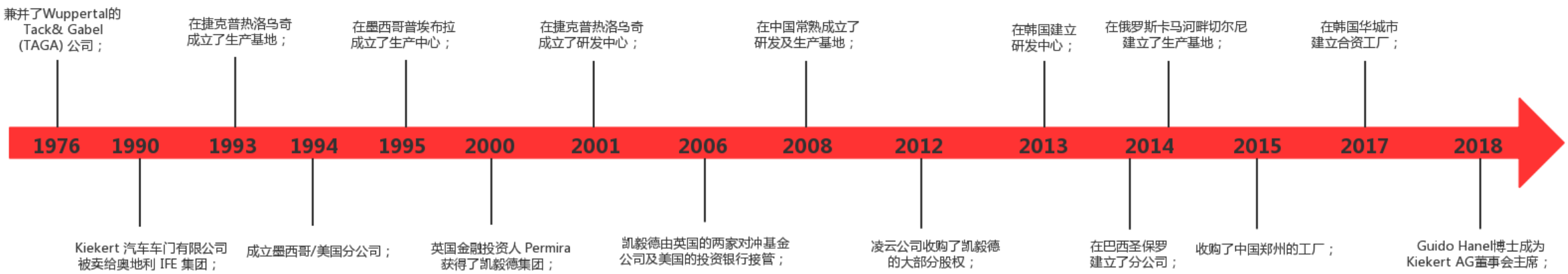
3.凯毅德整装待发，具备再造凌云潜质

- 优质资产，助推凌云腾飞
- 产品互补优势放大，提供专业全面的车锁解决方案
- 产品+服务，不断拓展的全球客户群
- 傲人的技术，造就领先的市场

优质资产近在迟尺，助推凌云展翅腾飞

- 凯毅德股份有限公司(Kiekert AG)创始于1857年，总部位于德国海利根豪斯，主要业务是为整车厂提供门锁系统技术，技术领先，产品遍布全球各大车企。截止2017年，凯毅德在全球10个国家的8个生产基地、6个研发基地和3个销售处，共6500名员工。
- 凌云集团从2012年起，不断购买获得凯毅德的股权，截止2018年，凌云集团共拥有凯毅德75%左右股权。目前该部分资产仍在凌云集团，尚未注入上市公司，作为集团优质资产，未来有望助推凌云再次腾飞。

图表：凯毅德公司基本情况



资料来源：太平洋证券研究院整理

产品互补优势放大，提供专业全面的车锁解决方案

- 凯毅德作为全球车锁领域的领先企业，全球市场份额领先，产品涵盖入门到高端，为世界许多知名车厂提供创新性的门锁系统技术。

图表：公司主要产品

侧门锁

产品包含从入门级到高端汽车领域的所有类型；
全球每五台汽车中就有一台安装了凯毅德的侧门锁。



后备箱锁

凭借 NRC 平台提供完全模块化的标准结构，可以向汽车生产商大量提供产品，并且满足特定地区的市场需求。



锁扣

产品能够精确无缝隙的关闭车门并使车门保持牢固关闭状态，并且保证整个锁系统无故障运行。



锁模块

凯毅德既是中控锁系统的研发者、生产商也是零部件供应商。其核心业务是将整个系统的锁模块内嵌到侧门。



内部执行器

拥有的产品种类繁多，产品小巧但功能强大。



驱动系统

拥有多种舒适高效且安全的汽车车门和车盖驱动系统。



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

产品+服务，不断拓展的全球客户群

- 凯毅德凭借着2000多项专利技术，以及公司的模块化平台战略和新的技术平台，使公司能够完全满足全球各地客户的个性化需求，在最大程度实现标准化的同时，为客户个性化地进行大批量安装；
- 福特、大众、奔驰三家占据凯德毅供应产品较大的份额，即使是美国汽车市场销量下滑期间，凯德毅在美的市场份额也并未受到大幅影响，如今凯毅德的车锁研发设计已经遍布全球核心主流品牌；

图表：凯毅德部分客户品牌



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

傲人的技术，造就领先的市场

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

- **模块化下量身定制的解决方案：**

凯德毅的智能的模块化战略，简化了产品的生产流程和投放全球市场的过程，使得能在全球任何一个凯德毅工厂复制公司标准的工作站或者其中的模块，并且能够实现在全球范围内对生产流程进行个性化调整，以满足客户的需求；

- **轻巧的结构与过硬的质量：**

在保证安全和质量的前提下，通过轻巧的产品以助力全球客户能实现不断降低能耗和CO_2排放的目标，通过与全球伙伴和研究机构的通力合作，新型材料和创新结构帮助产品更安全美好；

图表：公司独立的全球专利部



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：凯毅德实现无把手车门— Rinspeed概念车Budii



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

4. 新思路+新举措=新未来

- 凌云中央研究院，统一协调产品研发
- 统筹客户沟通与管理，整合资源开拓市场
- 分子公司区域化联动，采购运营集中布局

战略设立中央研究院，统一协调新产品研发

- **设立中央研究院全面提升影响力。**2018年4月，公司战略设立凌云股份中央研究院，统一协调公司研发资源。凌云作为主打优质产品和紧跟市场策略的零部件厂商， 旗下拥有较多的子公司，这也造成了旗下部门管理难度大、沟通繁琐和盈利能力弱，中央研究院的成立，可以做到统筹研发、方便沟通、集中资源、减少不必要的内部损耗。

图表：凌云中央研究院概况及优势



产品研发

- 目前，中央研究院拥有1个国家认定企业技术中心，9个国家认可委认可的实验室和检测中心、13个省级技术和工程技术中心、热成型工程中心、汽车流体管理系统研发中心、市政管道系统研发中心和国内第一个专业化保险杠防撞梁低速碰撞试验室，并在德国、日本、美国设立研发办事机构。研究领域涵盖汽车车身系统、管路系统、底盘系统、驱动系统、外饰件、新能源汽车电池系统及市政工程管道系统等。



客户服务

- 公司传统的客户伙伴：通用、大众、现代、长城、福特，都看好凌云中央研究院的成立，也认为这将有利于公司的设计研发和产品的全球化。包括凌云正在争取的日系客户，如丰田也比较认可公司成立的研究院，认为这将有利于对外的品牌宣传，相信在2020年左右，日系市场的增长会成为公司新的亮点。

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

统筹客户沟通与管理，整合资源开拓市场

- 公司凭借研究院进行统一的市场大客户管理，通过这一细化，为能贡献出公司大部分效益的主要公司和业务，提供更好的服务，以积极的姿态和客户保持沟通，从而稳定住自身的市场占有。
- 区域化的整合和全新的区域化运营机制，也将会在公司未来开拓市场，争取新客户上给予政策和环节成本上保障。当前的整合也只是对于独资的金属板块，预计该板块的热成型业务有望成为未来转型升级中的核心发力点之一。

图表：凌云积极整合可利用的资源，开拓国内外市场

公司于2015年全资收购了德国WAG公司，借力开拓新能源与轻量化新领域 凭借子公司实力，将为保时捷生产铝合金电池包底壳，单车价值量较高。目前也获得了宝马的电池底壳订单，并且也积极与奔驰、奥迪等品牌保持沟通，后续也将探索合作的可能；
金属零部件成功通过了北京奔驰Z177项目审核，正式进入奔驰供应商行列； **公司的高强钢3D辊压A柱开始在福特车型供货；**
实现了金属零部件（副车架、底盘产品）在东风小康平台化车型产品的供货，
公司热成型产能扩张、技术成本优势突出 凭借热成型领域技术与成本优势，获得核心客户重点车型热成型订单，单车价值较高，为公司贡献较多的营收与利润，预计供货将至少持续到2021年；热成型技术研发实力获国家权威部门认可。

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

区域化联动子公司，采购运营集中进行

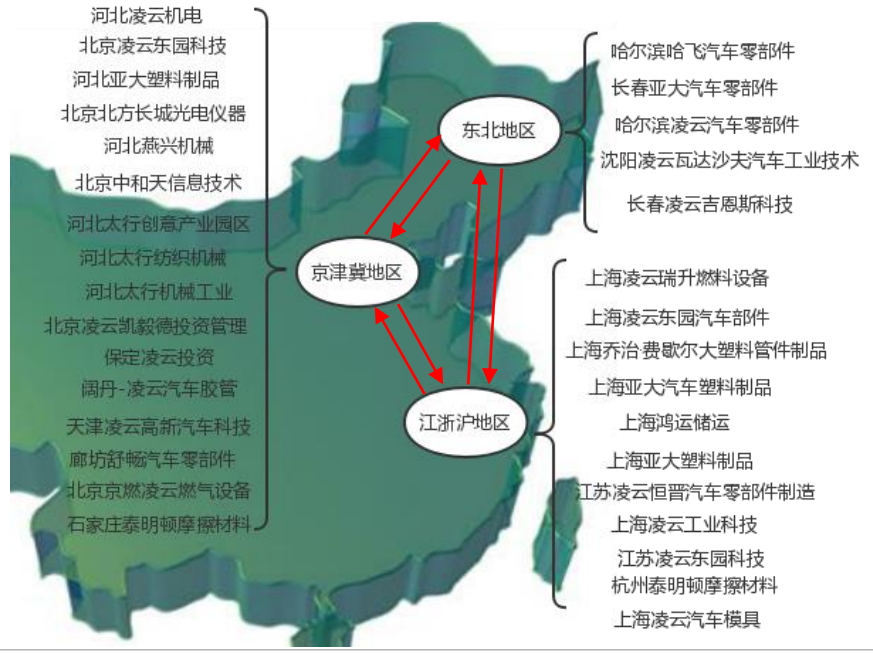
- 公司拥有宽广的客户群体和产品体系，有持续投入的研发体系，有完善的产业布局，在国内、欧洲、东亚、北美、墨西哥都有布局，如何能高效运转这些分散的子公司，保障物流及供应链的低价和稳定，已是不可回避的问题。通过划分区域，对区域内的资源进行整合，建立集中的采购中心，将是公司未来的制胜法宝之一。

图表：凌云的国内工厂布局及数量



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：公司的区域化整合和联动



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

5. 盈利预测与风险提示

- 投资建议及盈利预测
- 风险提示

投资建议与盈利预测

- 公司是国内热成型金属件以及汽车塑料管路领域领先企业，客户稳定优质，战略布局轻量化与新能源领域板块业务，在手订单充裕，亚大管路在国六切换时期优势明显，集团优质资产凯毅德有望再造一个凌云。
- 我们看好公司的未来发展前景，考虑到公司新能源电池盒逐步释放业绩，同时公司战略设立中央研究院、大客户与销售大区集中管理、集中采购等新举措将有效提升公司盈利能力。我们预计公司2018年、2019年营收分别为132.07亿元、153.14 亿元，归母净利润分别为2.85亿元、3.82亿元，目前股价对应2019年估值仅10倍，维持“买入” 评级。

图表：公司盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	8,898	11,845	13,207	15,314	18,088
同比增速（%）	22.82	33.12	11.50	15.95	18.11
归母净利润（百万元）	213	331	285	382	463
同比增速（%）	54.96	55.39	-13.88	34.01	21.22
EPS（元）	0.47	0.73	0.63	0.84	1.02
PE	32	21	13	10	8

资料来源：wind，太平洋证券研究院预测整理

风险提示

- 宏观经济或汽车行业整体走势不达预期；
- 重点配套核心车型销量不达预期；
- 下游核心客户采购降价幅度大于预期。

行业评级

看 好　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

看 淡　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

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

持 有　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

买 出　我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%

太平洋证券研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566



重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。