

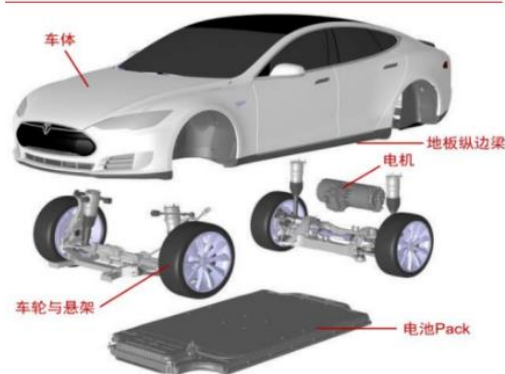
和胜股份 VS 凌云股份

动力电池电池盒产业链 2021 年 9 月跟踪报告

今天，我们对新能源汽车结构件相关产业链，近期的情况做跟踪。

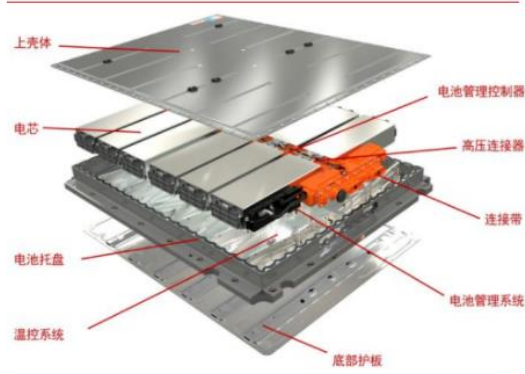
电池盒，新能源汽车中的纯增量零部件，单车价值量约 3000 元。电池盒主要由上盖与下壳体组成，是动力电池模组的“骨架”，用来保护电池 PACK 抵抗外界冲击、防尘防水等。

图 1：电池盒的安装位置



资料来源：汽车之家，中信证券研究部

图 2：电池盒结构



资料来源：大众汽车官网，中信证券研究部

图：电池盒 来源：中信证券

这条产业链的龙头，主要是和胜股份 VS 凌云股份。

和胜股份——2021 年中报，上半年实现营业收入 9.47 亿元，同比增长 70.85%；实现归母净利 0.76 亿元，同比增长 6.8 倍。

凌云股份——2021 年中报，上半年实现营业收入 78.87 亿元，同比增长 43.63%；实现归母净利 1.35 亿元，同比增长 5.15 倍。

从机构对行业增长的预期情况来看： 凌云股份——2021-2023 年，wind 机构一致预测收入规模大约为 161.04 亿元、182.61 亿元、204.7

亿元，同比增速分别为 18.94%、13.4%、12.1%；归母净利润分别为 3.56 亿元、4.66 亿元、6.05 亿元，同比增速分别为 252.59%、31.03%、29.75%。和胜股份——2021-2023 年，wind 机构一致预测收入规模大约为 22.95 亿元、33.8 亿元、45 亿元，同比增速分别为 54.88%、46.99%、33.17%；归母净利润分别为 2.04 亿元、3.18 亿元、4.59 亿元，同比增速分别为 169.75%、56.14%、44.53%。

锂电池结构件产业链，其上游为，铝材料供应商，代表公司有明泰铝业。中游为，电池盒制造商。电池盒体积较大、资产投入重，车企和电池厂自配经济型低，所以一般由第三方供应，如凌云股份、华域汽车、和胜股份、敏实集团等。其下游为：电芯制造厂、整车厂，比如宁德时代、比亚迪、特斯拉等。

看到这里，有几个值得思考的问题：

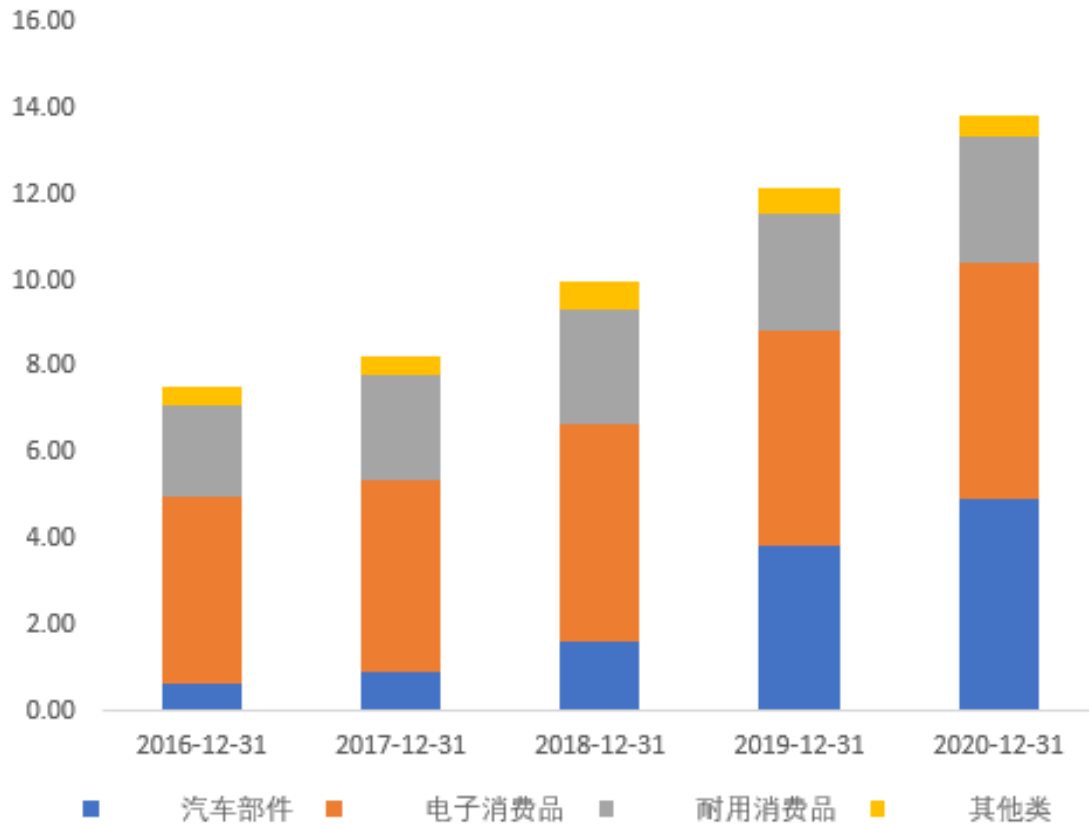
- 1) 电池盒这个行业，近期的逻辑变化有什么异同点，是怎样的经营逻辑？
- 2) 从关键经营数据看，什么样的布局，在中长期会更加具备竞争优势？



图：产业链图谱 来源：塔坚研究

首先，我们先从收入体量和业务结构对两家公司，有一个大致了解。以2020年收入为例，凌云股份（135.4亿元）>和胜股份（14.84亿元）。

从收入构成看：和胜股份——2020年，汽车部件占比33.27%，电子消费品占比36.75%，耐用消费品占比19.69%。



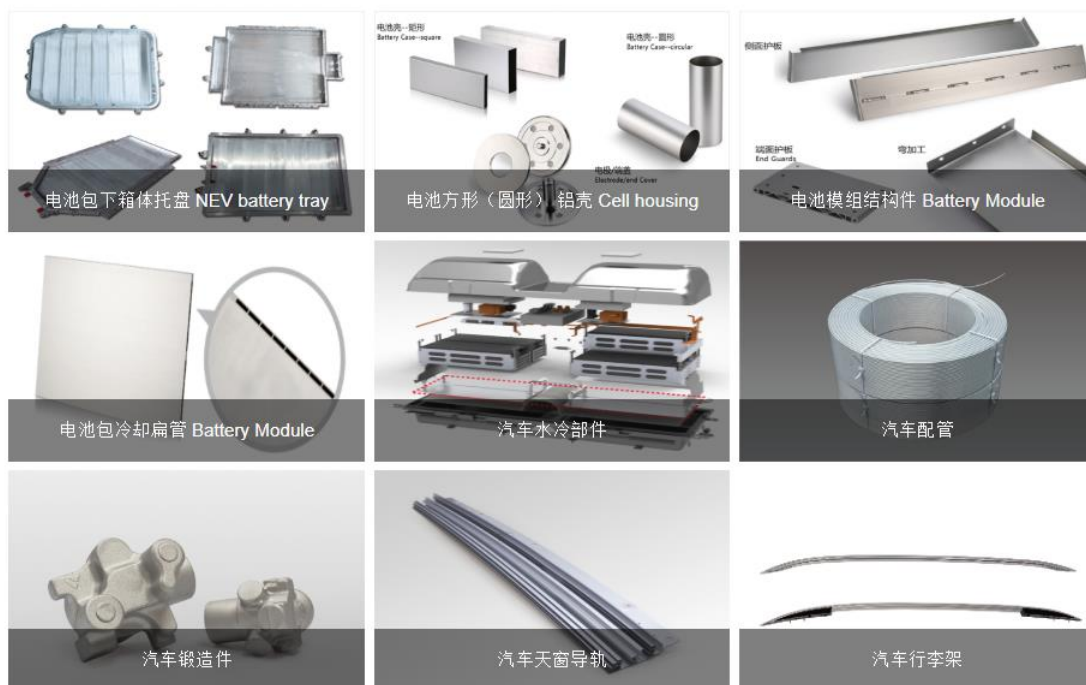
图：收入结构（单位：亿元） 来源：塔坚研究

2015年以前，和胜股份主营业务以耐用品、消费类产品铝材为主，2015年成立和胜新能源，开始布局新能源车零部件业务，主要产品包括电池PACK托盘（电池盒）、方形铝壳、汽车水冷部件、模组结构件等。2016年-2020年，汽车部件占收入比重从8.42%提升至32.27%，电子消费品占比从56.3%降至36.75%。2020年中报，汽车部件成为其主要收入来源，占比42.3%，电子消费品占比继续下降至32.53%。

从目前来看，其已经完成了从消费电子结构件向新能源汽车结构件的转型。2020年，其销售电池盒约14万件，其中约12万件销售给宁德

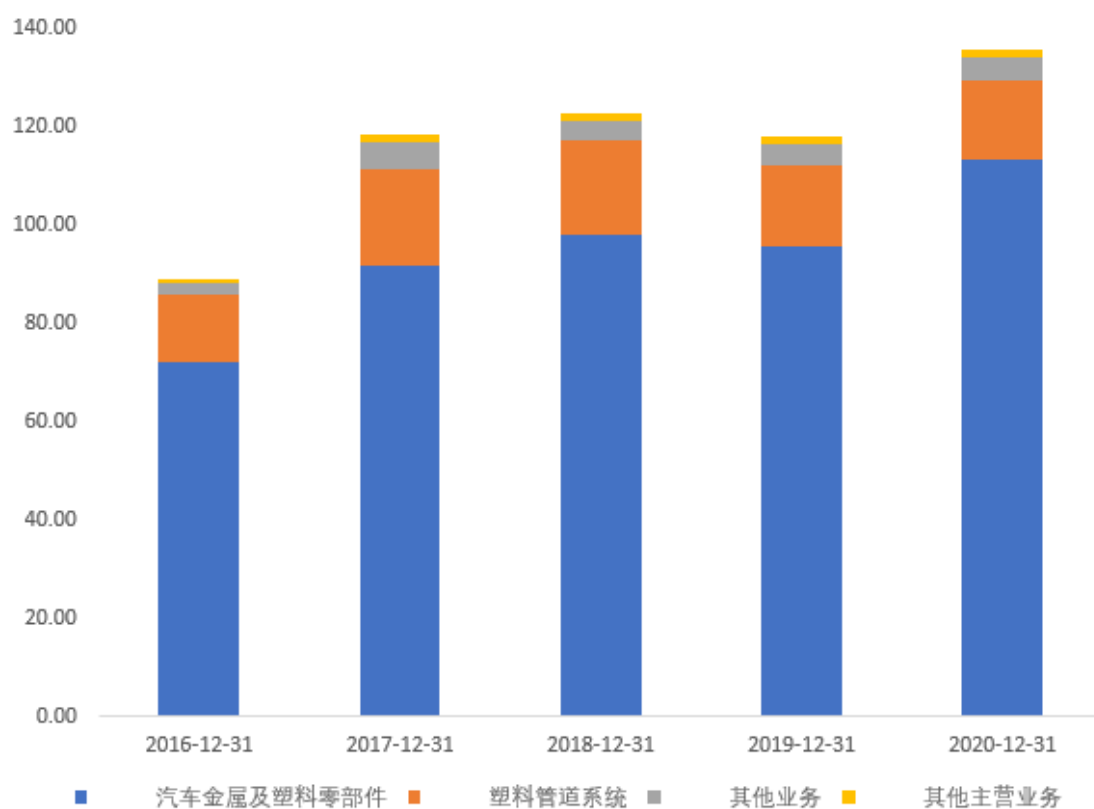
时代，为其电池盒主要供应商。

新能源汽车部件



图：新能源汽车部件 来源：公司官网

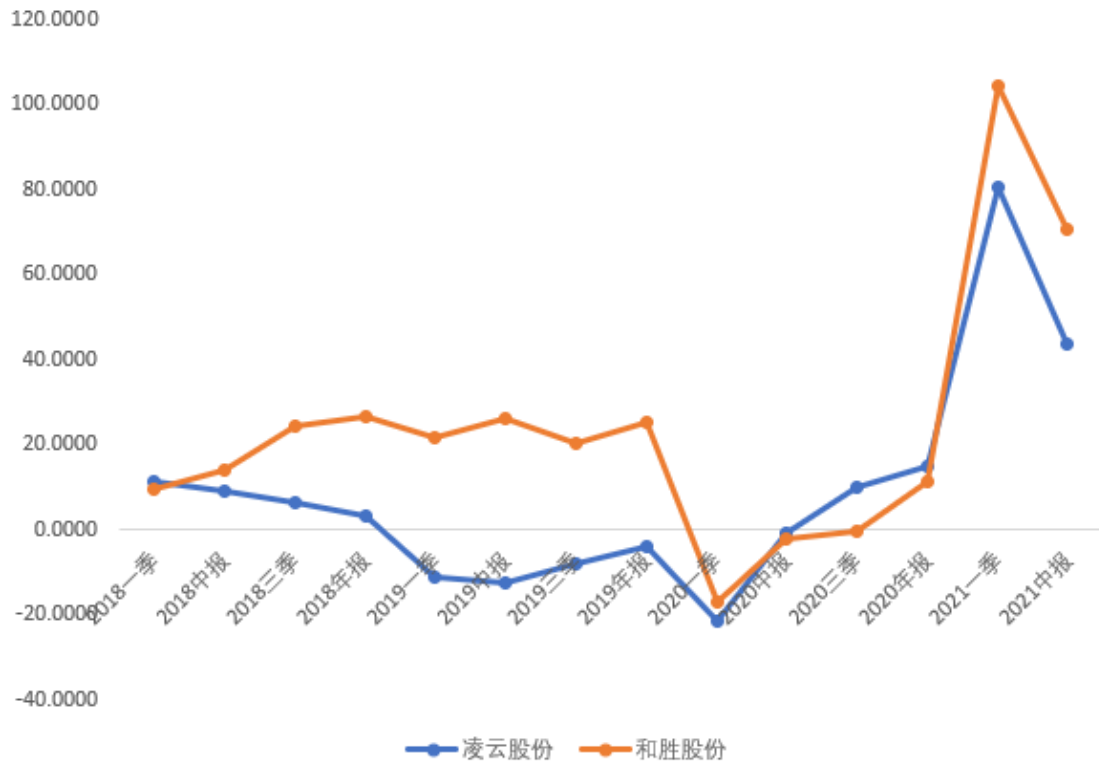
凌云股份——2020年，汽车金属及塑料零部件占比 83.69%，塑料管道占比 11.76%。凌云股份为中国兵器集团下属子公司，2007-2011年凌云集团整合内部汽车零部件业务资产注入上市公司，实现军转民。2017年，凌云股份收购德国 WAG（瓦达沙夫）100%股权，通过子公司获取铝合金电池盒技术，并进入保时捷、宝马、北京奔驰等车企供应链。2020年 WAG 实现营业收入 15 亿元，净利润仍亏损。



图：收入结构（单位：亿元） 来源：塔坚研究

(贰)

接下来，我们将近期季度的收入和利润增长情况放在一起，来感知增长趋势： 1) 收入增长



图：收入增速（单位：%） 来源：塔坚研究

从增速来看，和胜股份>凌云股份，主要是下游起量，拉动产能利用率提升。

和胜股份——2018年-2019年收入增速保持在20%以上，主要是新能源汽车电池盒业务快速增长。

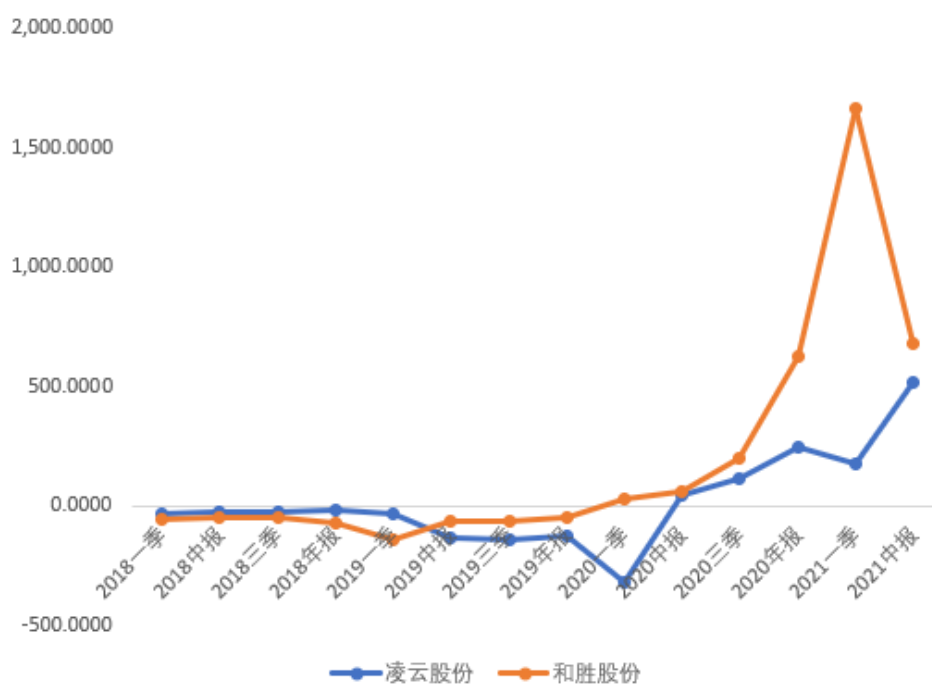
2018年，其开始批量生产新能源汽车动力电池Pack下箱体托盘、热管理系统功能件、模组五金件等产品，由于技术小、产能放量，当年收入增速为73.4%；此外电子消费品导入新客户，小米系列产品销售收入同比增长28.63%，手机面板销售收入同比增长63.59%，带动了收入增长。2020年，增速略有下滑，主要是消费电子类和耐用品结构件

增速下降，其汽车零部件业务仍保持 29.26% 较高增速增长。

其中，电池托盘销量 13.68 万支，同比增长 106.65%，其中有 12 万支出售给宁德时代，模组结构件销量 4.78 万支，同比增长 128.71%。

凌云股份——2019 年收入增速下滑，主要受是其传统汽车零部件较多（保险杠、万向节、门窗框等），受整体汽车行业整体销量影响大。2019 年，汽车行业下游低景气度影响，国内乘用车销量降幅达，且传统零部件年降压力较大。单看电池盒业务，其收购德国子公司 2018 年-2020 年收入分别为，7.29 亿元、8.98 亿元、15.08 亿元，分别同比增长 28%、23%、57.6%，收入快速增长主要是德国电池盒业务放量，但至今仍未盈利。

2) 归母净利润增长



图：归母净利润增速（单位：%）来源：塔坚研究

净利润增速来看，和胜股份>凌云股份。 凌云股份——2019 年出现负增长，实现营业收入 117.8 亿元，同比-3.86%；实现归母净利润-0.70 亿元，同比-125.7。

2019 年业绩承压，主要因为：1) 整车市场销售低迷，部分客户销售订单下滑，相关设备产能利用率降低；2) 德国人力成本较高、规模效应低，导致子公司持续亏损。

和胜股份——2019 年其增收不增利，净利润负增长主要是计提了坏账及存货减值损失 0.12 亿元，占当年净利润的 86%。

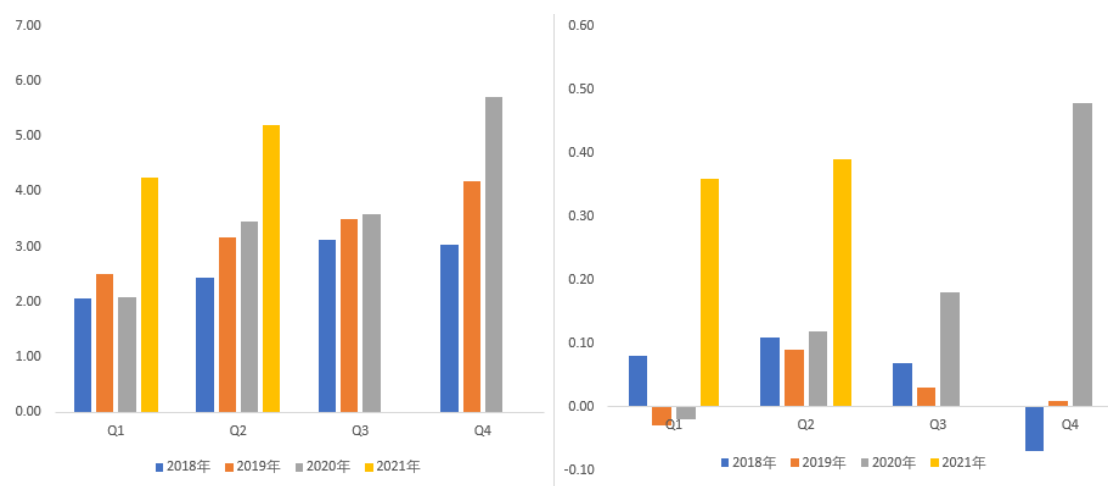
2021 年一季度，净利润大幅提升。主要是受新能源汽车行业回暖驱动，电池盒业务销量同比增长。其次，产能利用率提升拉动整体毛利率环比增长约 3pct，由于铝材涨价的价格联动机制有一定滞后性，价格传导到 Q2、Q3 才有所体现。

(叁)

对增长态势有感知后，我们接着再将各家公司的收入和利润情况拆开，看近期财报数据。

和胜股份——2021 年上半年实现营业收入 9.47 亿元，同比增长 70.85%；实现归母净利 7574 万元，同比增长 680%。业绩同比仍实现

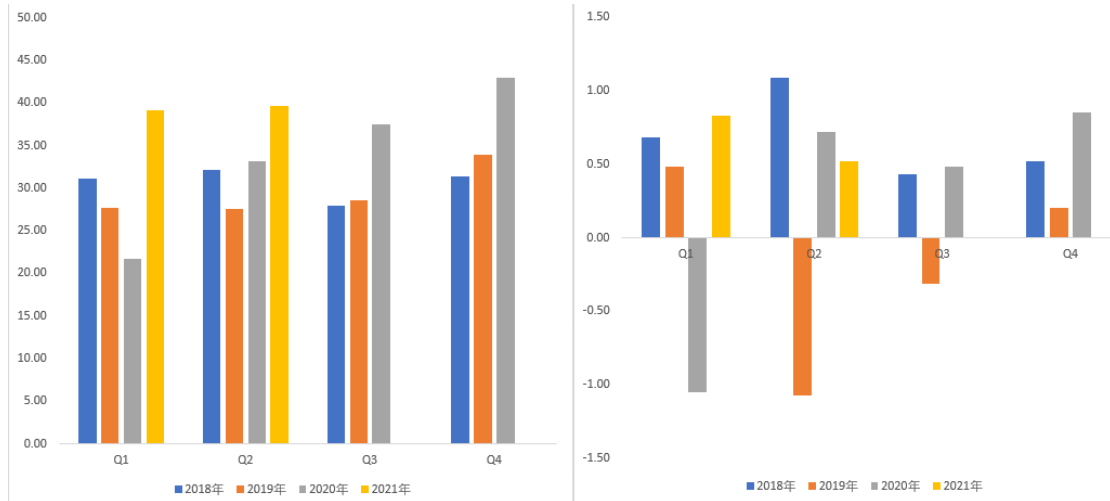
了大幅增长，主要得益于动力电池托盘产品量价齐升。 2021 年上半年，电池托盘产量 11.29 万支， 2020 全年为 14 万支，Q2 铝价格涨幅超过 30%，导致 Q2 毛利率下降 2.47pct。 根据券商预测，由于配套大客户宁德时代，预计 2021 年电池托盘出货量 30 万套，同比增长 114%。



图：半年度收入（左）、归母净利润（右）来源：塔坚研究

凌云股份——2021 年上半年实现营业收入 78.87 亿元，同比上升 43.63%，归母净利润 1.35 元，同比增长 514.67%。

二季度扭亏主要是其车身件销量修复，子公司凌云吉恩斯比增长 90%，实现净利润 948.5 万元，同比增长 7.3%。不过，其电池盒仍处于亏损状态，瓦达沙夫上半年亏损 1.0 亿元，去年全年亏损 1.6 亿元。 根据机构调研情况来看，预计 2021 年电池盒收入达到 10 亿元，大约在 30 万套左右。

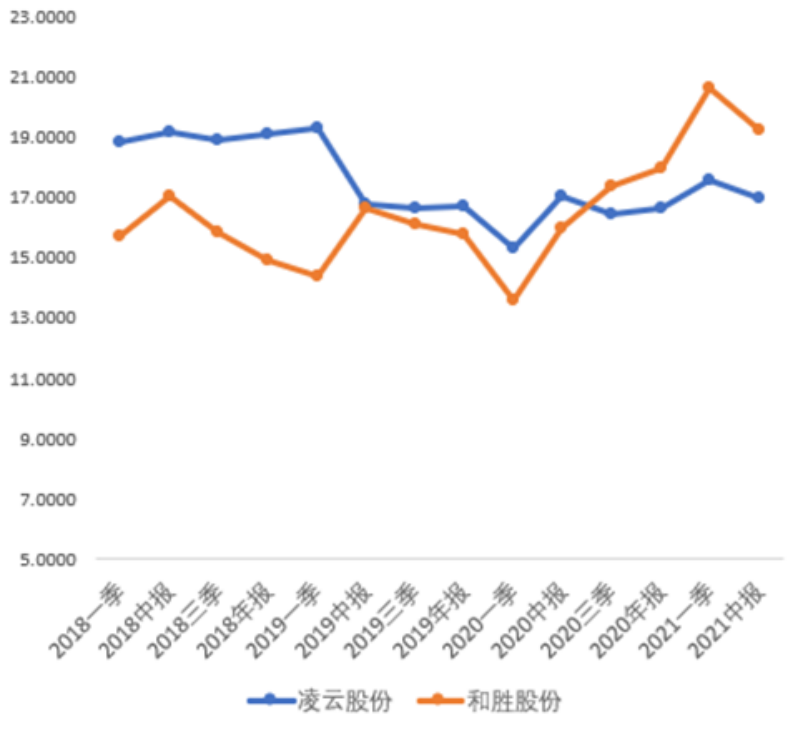


图：半年度收入（左）、归母净利润（右）

来源：塔坚研究

(肆)

对比完增长情况，我们再来看看利润率的变动情况：



图：毛利率（单位：%） 来源：塔坚研究

凌云股份毛利率相对稳定，和胜股份毛利率波动大。

凌云股份——毛利率较稳定是因为天然气管道业务毛利稳定导致。其客户为国内主要燃气公司（华润燃气、新奥能源等），市场占有率在30%左右，燃气管道市场较高的集中度、接近成本加成的定价模式，使其毛利率水平稳定。

和胜股份——毛利率从2020年中报开始大幅提升，主要受产能利用率影响较大，此处，可以观测其成本结构，制造费用占比高（30%）。

2020年一季度受卫生事件影响产能利用率低导致毛利率较低。

2021年H1，两家公司毛利率出现下滑，主要因2021年Q2铝价大幅上涨，对毛利率拖累较大，其中凌云股份Q2毛利率下降1.1pct，和胜股份Q2毛利率下降2.47pct。

从成本结构来看，电池盒成本中60%为原材料，30%为制造费用，10%为人工成本，属于“重材料、重制造”类型企业，其设备投资额相对较大，折旧摊销成本占比高。

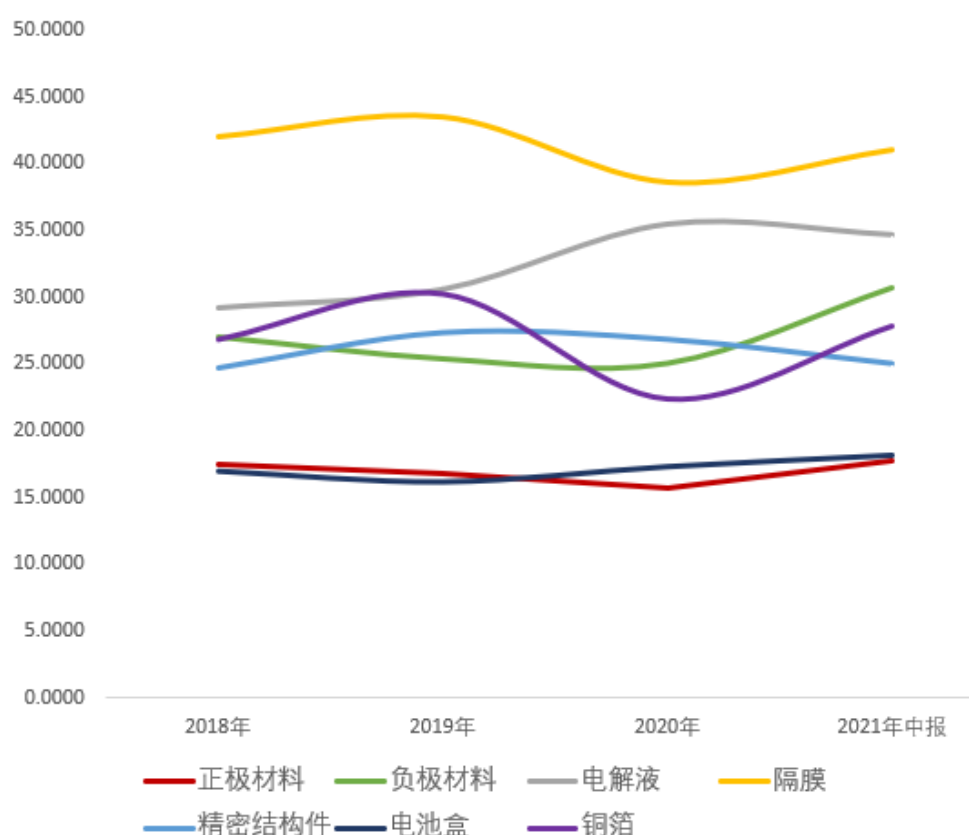
此处，我们做一些延展思考，将电池盒与之前已研究过的正极材料、电池精密结构件、铜箔行业进行对比，可以发现电池盒的毛利率，在锂电池产业链中处于中等偏低水平。

毛利率角度来看：整个锂电池上游制造各环节大致能分为三档：

1) 隔膜：毛利率 45%，原因在于规模化生产的工艺难度较大，导致产品附加值高，龙头企业市占率高。

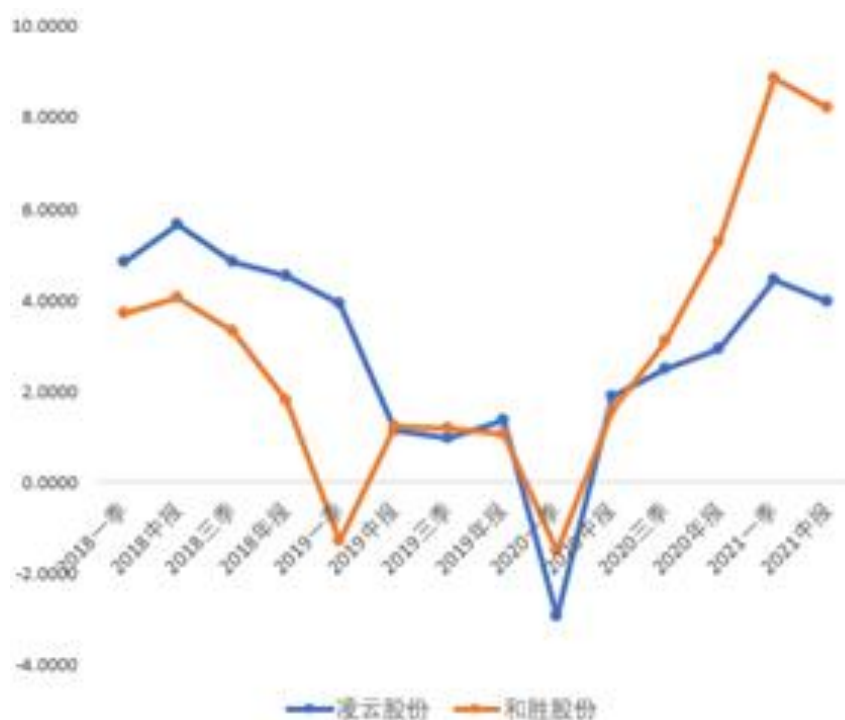
2) 铜箔、电解液、结构件、负极龙头：约 25%左右，具备一定的进入门槛和技术附加值。 2021 年 H1，毛利率出现分化：电解液、负极材料、铜箔毛利率 2021 年 H1 提升，主要是上游资源涨价，龙头具备产业链一体化优势；而结构件 2021 年 H1 毛利率下降，也是因为上游金属涨价，但铝材属于大宗商品，较难形成一体化优势。

3) 正极、电池盒龙头：15%左右。核心原因在于技术附加值不高，主要采用成本加成的定价模式。



图：毛利率对比 来源：塔坚研究

2) 销售净利率



图：毛利率（单位：%）

来源：塔坚研究

两家净利率波动较大，除毛利率影响外，主要是资产减值损失导致。2018年-2019年，两家公司减值损失占收入比重在20%以上，和胜股份在30%以上，大幅计提减值损失导致净利润下滑。

凌云股份其计提存货减值是由于汽车行业“国六”标准的实行，导致客户对“国五”标准的汽车零部件降价。和胜股份计提减值主要是前期电池盒投入良率低导致。和胜股份主要是原主业的应收账款及存货

减值损失。 管理费用率方面，两家差异不大，和胜股份主要与季节性有关，一般一季度收入占比较高。



图：期间费用率 （单位：%）来源：塔坚研究

(伍)

成本、费用问题都解决后，我们再来看另外一项重要的经营环节：资本支出。 两家企业在 2018 年、2019 年汽车景气度较低时期资本支出较高，主要是为了转型——投建新能源汽车电池盒项目。

资本支出 (亿元)	2018年	2019年	2020年
和胜股份	1.57	1.21	0.82
凌云股份	7.39	7.76	6.93
资本支出占收入比重	2018年	2019年	2020年
和胜股份	15%	9%	6%
凌云股份	6%	7%	5%
单位资本支出对毛利拉动	2018年	2019年	2020年
和胜股份	1.01	1.73	3.26
凌云股份	3.16	2.53	3.25

图：资本支出 来源：塔坚研究

2021 年一季度，两家公司均发布扩产计划，大幅扩产新能源汽车电池盒产能。其中： 凌云股份——2021 年 7 月，凌云股份定增募资 13.8 亿元，用于投建多个新能源电池盒组件项目，投建期 24 个月，预计 2023 年量产。 和胜股份——2021 年 3 月，子公司和胜新能源扩产，项目投资总额约 10 亿元，建设年产 100 万套电池箱体、车身部件和电芯、模组零件研发制造基地，前期租赁厂房产于 2021 年 3 月底前投产，供地项目于 2022 年 9 月底前拿地，2023 年开始陆续投产。

相对于自身体量来看，和胜股份产能扩充幅度更大。 接着，我们将其放到整个锂电池产业链进行对比，来看哪个赛道扩产更难、单位产能需要的固定资产投资更高： 从扩产周期时长来看——铜箔>六氟磷酸锂/隔膜>结构件、电池盒>正极材料、负极材料、电解液。

1) 扩产周期在 1.5-2 年：六氟磷酸锂、添加剂环节主要受到化工环评的限制；而隔膜环节主要受到设备产能的限制；铜箔则受到良率及设备采购限制，扩产周期一般在 1.5-2 年，三大材料产能刚性。

2) 扩产周期在 1 年左右：正极、负极、电解液扩产周期短，主要是配方稳定，生产设备国产化率高，建设期+产能爬坡在 8 个月-1 年之

间。 3) 扩产周期在 1 年以内：锂电池精密结构件、电池盒扩产不

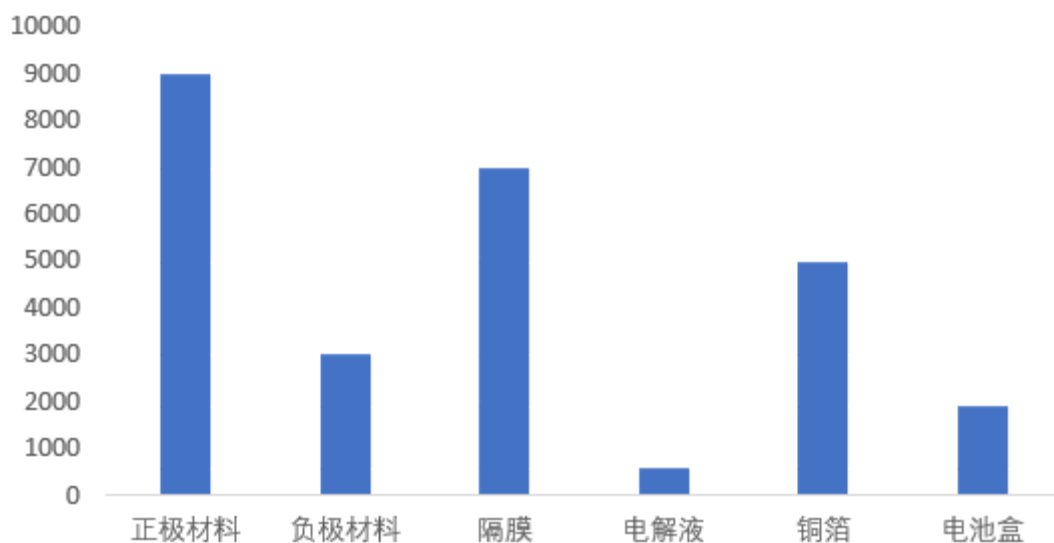
难，主要耗时及壁垒在于客户认证及设备调试（参考和胜股份 2021 年扩产项目，2022 年底拿地 2023 年开始陆续投产，周期在一年以内）。

环节	公司	扩产计划	建设周期	总投资额 (亿)
电解液	天赐材料	福鼎10万吨电解液	12个月	2.89
六氟磷酸锂	天赐材料	年产15.2万吨六氟磷酸锂项目”	15个月	10.5
正极材料	容百科技	2万吨高镍正极项目	24个月	11.38
正极材料	振华新材	1.2万吨正极材料项目（排除前期准备工作)	12个月	7.8
铜箔	嘉元科技	1.5万吨锂电铜箔	30个月	10
铜箔	诺德股份	1.5万吨锂电铜箔	24个月	15
隔膜	恩捷股份	4亿平方米锂离子电池隔膜项目（一期） 100万台电池箱体项目	24个月	17
电池盒	和胜股份	2022年9月底前拿地，2023年开始陆续	12个月以内	10

图：各环节龙头产能建设周期、投资额 来源：塔坚研究

从单 GWh 资本支出金额来看——正极材料>隔膜>铜箔>电池盒>负极>电解液。 为方便横向对比，我们将其换算为 1GWH 资本支出来算：参考天风证券统计，三元正极单 GWH 资本开支在 8000-9000 万元，隔膜在 7000 万元，铜箔每 GWh 电池投资在 5000 万元左右，电池盒为 1920 万元左右（假设 1 个 PACK 容量为 52kwh），负极为 3000 万元，电解液包含六氟磷酸锂在 300-1000 万元左右。

1GWH资本支出（千万）



图：单位 GWH 投资额 来源：塔坚研究

整体来看，隔膜、铜箔较难，扩产周期、资本支出均较高；其次是六氟磷酸锂，环评和工艺提升慢。

(陆)

电池盒，主要用于新能源汽车动力电池组，其行业规模测算公式为：
 $市场规模 = 新能源汽车销量 * 电池盒配套率 * 单车价值量$

几大核心驱动力，我们挨个来分析：

.....

(后文还有大约 6000 字内容，详见产业链报告库)

以上，仅为本报告部分内容。如需获取本文全文，以及其他更多内容，请订阅：

产业链报告库报告库。



识别二维码，订阅产业链报告库

了解咨询，请添加工作人员微信：ys_dsj

【版权、内容与免责声明】 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何

其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未仔细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】【数据支持】部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查、data.im 数据库；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求，可和我们联系。