公司研究

公司首次覆盖报告

开源证券 证券研究报告

凌云股份（600480.SH） 轻量化业务加速布局，电池壳产品打开成长空间

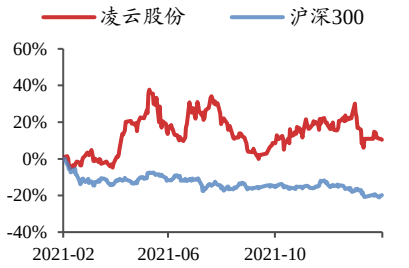
2022 年 02 月 18 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（上调）

日期	2022/2/17
当前股价(元)	9.08
一年最高最低(元)	11.60/7.84
总市值(亿元)	69.32
流通市值(亿元)	69.32
总股本(亿股)	7.63
流通股本(亿股)	7.63
近 3 个月换手率(%)	117.21

股价走势图



数据来源：聚源

邓健全（分析师）
dengjianquan@kysec.cn
证书编号：S0790521040001

● **凌云股份：轻量化业务加速布局，电池壳产品打开成长空间**

凌云股份主要传统业务是轻量化安全结构件、热成型产品、汽车管路等产品，公司 2015 年收购德国 WAG（瓦达沙夫），在铝合金、轻量化领域技术能力进一步提升，切入高端新能源电池壳领域。2021H1 保时捷、宝马、PSA、宁德时代、长城汽车等电池壳项目已经实现量产，2021 年 7 月公司通过定增募资投入电池壳扩产等项目，加快产能布局，未来有望贡献业绩增量。我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 152.01/176.36/203.47 亿元，归母净利润分别为 2.78/3.89/4.91 亿元，EPS 分别为 0.36/0.51/0.64 元/股，对应当前股价 PE 为 24.9/17.8/14.1 倍，公司电池壳业务进展顺利，未来有望实现高速增长，首次覆盖给予“买入”评级。

● **汽车管路业务龙头地位稳固，或将受益于节能减排与电动化趋势**

公司汽车管路业务的开展主体为亚大汽车，亚大汽车是国内汽车管路系统龙头，2020 年公司汽车管路业务新增定点项目 229 个，2021 年上半年新获特斯拉某车型冷却管国产化项目，继续保持行业领导地位。节能减排与电动化趋势下，公司技术储备深厚，具备多重竞争优势，汽车管路产品有望实现量价齐升，未来有望贡献稳定的业绩增量。

● **轻量化业务持续拓展，收购 WAG 切入新能源汽车电池壳领域打开成长空间**

节能减排政策趋严，热成型高强度钢和铝合金材料是实现轻量化的两大重要途径。公司轻量化业务主要方向为热成型与铝合金，其中热成型技术专用于高强度钢板冲压件的制造，近年来项目持续拓展，业绩稳健增长；公司铝合金业务传统产品为保险杠，公司 2015 年收购德国 WAG，在铝合金轻量化领域技术能力进一步提升，并成功切入到新能源汽车电池壳领域。公司在中国沈阳、涿州、武汉、宁德和德国布局了电池壳生产基地，是保时捷、宝马、奔驰、奥迪、光束汽车、宁德时代、长城汽车的定点供应商，多个项目已实现量产。2022 年 7 月公司通过定增募资投入电池壳项目，加快产能建设，未来有望贡献业绩增量。

● **风险提示：**新能源汽车销量不及预期、产能建设进展不及预期、疫情反复等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,779	13,540	15,201	17,636	20,347
YOY(%)	-3.9	14.9	12.3	16.0	15.4
归母净利润(百万元)	-70	101	278	389	491
YOY(%)	-125.7	-244.6	175.4	39.9	26.2
毛利率(%)	16.7	16.6	17.0	17.3	17.5
净利率(%)	-0.6	0.7	1.8	2.2	2.4
ROE(%)	2.4	5.8	7.6	9.1	9.8
EPS(摊薄/元)	-0.09	0.13	0.36	0.51	0.64
P/E(倍)	-99.3	68.7	24.9	17.8	14.1
P/B(倍)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 凌云股份：汽车零部件产品矩阵丰富，客户资源优质 4
1.1、 公司是中国兵器工业集团下属上市公司，汽车零部件产品矩阵丰富 4
1.2、 降本增效成果初现，盈利能力逐步恢复 6
2、 汽车管路业务龙头地位稳固，或将受益于节能减排与电动化趋势 7
2.1、 凌云股份子公司亚大汽车是国内汽车管路系统龙头，业务持续开拓 7
2.2、 受益于节能减排与电动化趋势，汽车管路业务有望实现量价齐升 9
3、 轻量化业务持续拓展，收购 WAG 切入新能源汽车电池壳领域打开成长空间 10
3.1、 节能减排政策趋严，高强度钢和铝合金材料是实现轻量化的两大重要途径 10
3.2、 收购 WAG 切入新能源汽车高端电池壳领域，有望实现高速增长 12
4、 盈利预测与投资建议 15
4.1、 关键假设 15
4.2、 盈利预测与估值 16
4、风险提示 16
附：财务预测摘要 17

图表目录

图 1： 凌云股份于 2003 年在上交所上市，2015 年收购德国 WAG 公司切入新能源汽车电池壳领域 4
图 2： 凌云股份是中国兵器工业集团下属的上市公司，业务主要分三大板块 4
图 3： 公司汽车零部件产品矩阵丰富 5
图 4： 2017-2021H1 公司汽车金属零部件业务占营收比例逐步提升 6
图 5： 公司客户资源丰富，覆盖海内外头部 OEM 6
图 6： 2016-2021Q3 公司三费费率有所下降 7
图 7： 2016-2021Q3 公司研发投入占比保持在 3%以上 7
图 8： 2013-2020 年公司营收 CAGR 为 13.3% 7
图 9： 2019 年后公司净利润逐步恢复 7
图 10： 汽车管路产品应用领域广泛 8
图 11： 公司汽车管路业务近年来项目持续突破，2021 年上半年进入到特斯拉供应体系 8
图 12： 公司汽车尼龙管路营收稳健增长（亿元） 9
图 13： 公司汽车尼龙管路业务净利率较为稳定 9
图 14： 凌云股份汽车管路产品 9
图 15： 新能源汽车三电系统需要冷却管路系统的支持 10
图 16： 《节能与新能源汽车技术路线图》对车辆减重指标做出指引 10
图 17： 2021H1 凌云吉恩斯营收同比+97% 12
图 18： 2021H1 凌云吉恩斯净利润同比+206% 12
图 19： 电池壳体是电池 PACK 的重要组成部分 12
图 20： 全球新能源汽车动力电池壳体市场有望实现高速增长 13
图 21： WAG 铝合金轻量化业务客户资源丰富 14
图 22： 2016-2020 年 WAG 营业收入逐步增长 14
图 23： 2021H1 德国 WAG 亏损同比缩窄 14

表 1： 凌云集团主营产品涉及汽车零部件、市政工程塑料管道系统等领域 5

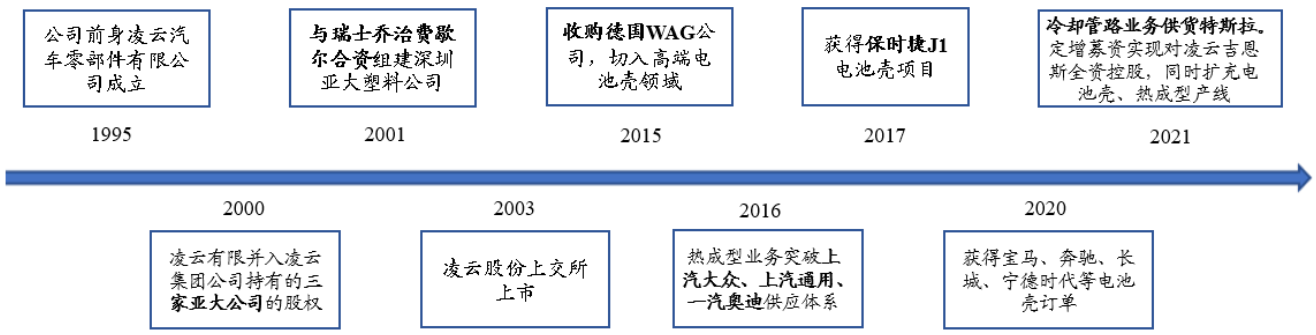
表 2: 公司热成型、铝合金相关产品项目持续拓展 11
表 3: 国内电池壳领域主要参与者有凌云股份、和胜股份、敏实集团、赛科利、华达科技、文灿股份等 13
表 4: 凌云股份非公开发行募资电池壳相关项目 15
表 5: 公司营收拆分及预测（亿元） 16
表 6: 可比上市公司估值（PE/PEG） 16

1、 凌云股份：汽车零部件产品矩阵丰富，客户资源优质

1.1、 公司是中国兵器工业集团下属上市公司，汽车零部件产品矩阵丰富

凌云股份前身凌云汽车零部件有限公司于 1995 年成立，2003 年凌云股份于上交所上市。公司主要传统业务是轻量化安全结构产品、热成型产品、汽车管路等产品，2015 年公司收购德国 WAG 掌握新能源汽车电池壳关键技术，后续陆续获取电池壳订单，2021 年电池壳业务逐步放量，公司定增募资扩产。

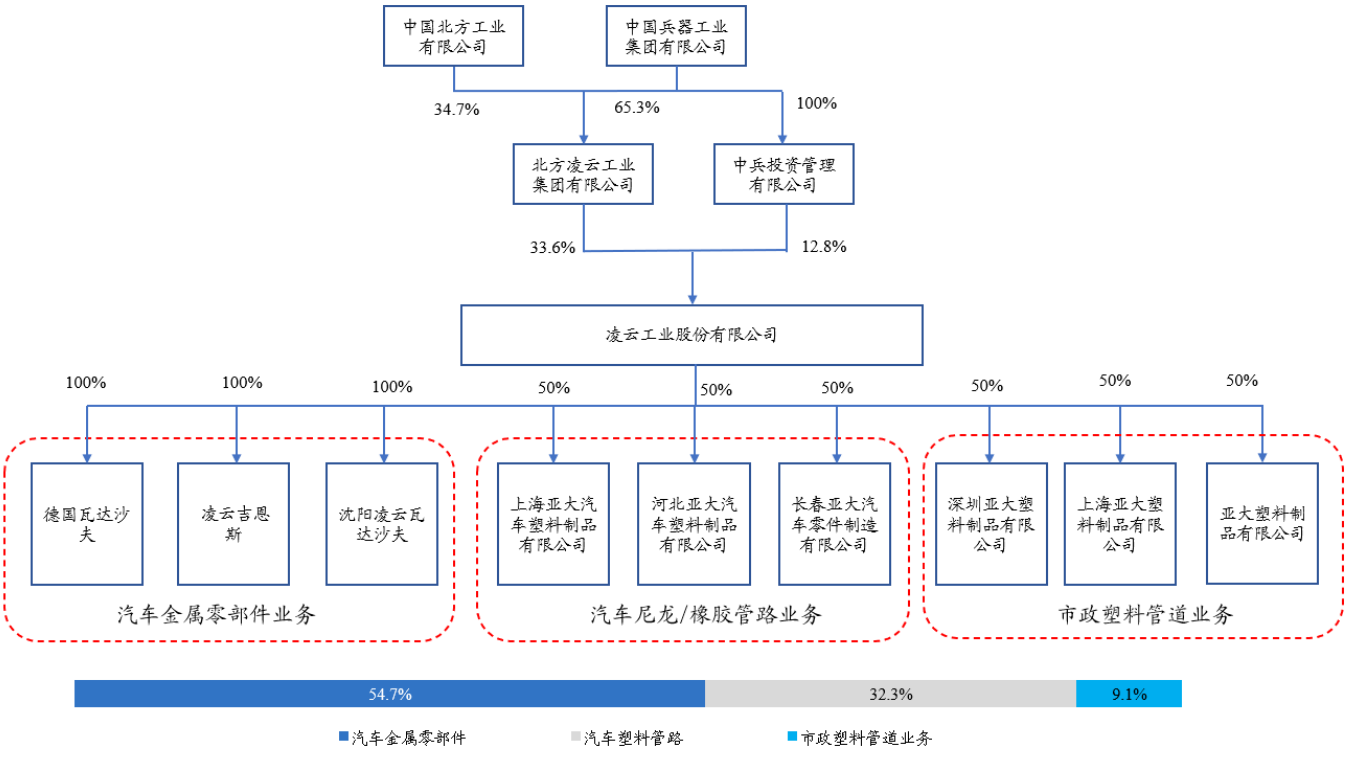
图1：凌云股份于 2003 年在上交所上市，2015 年收购德国 WAG 公司切入新能源汽车电池壳领域



资料来源：公司官网、《凌云股份:2021 年非公开发行 A 股股票预案》、公司年报、开源证券研究所

凌云股份是中国兵器工业集团下属的上市公司。2021H1 公司汽车金属零部件占营收比例为 54.7%，汽车塑料管路占营收比例为 32.3%。

图2：凌云股份是中国兵器工业集团下属的上市公司，业务主要分三大板块



资料来源：公司年报、《关于收购凌云吉恩斯科技有限公司 49.90%股权的进展公告》、开源证券研究所

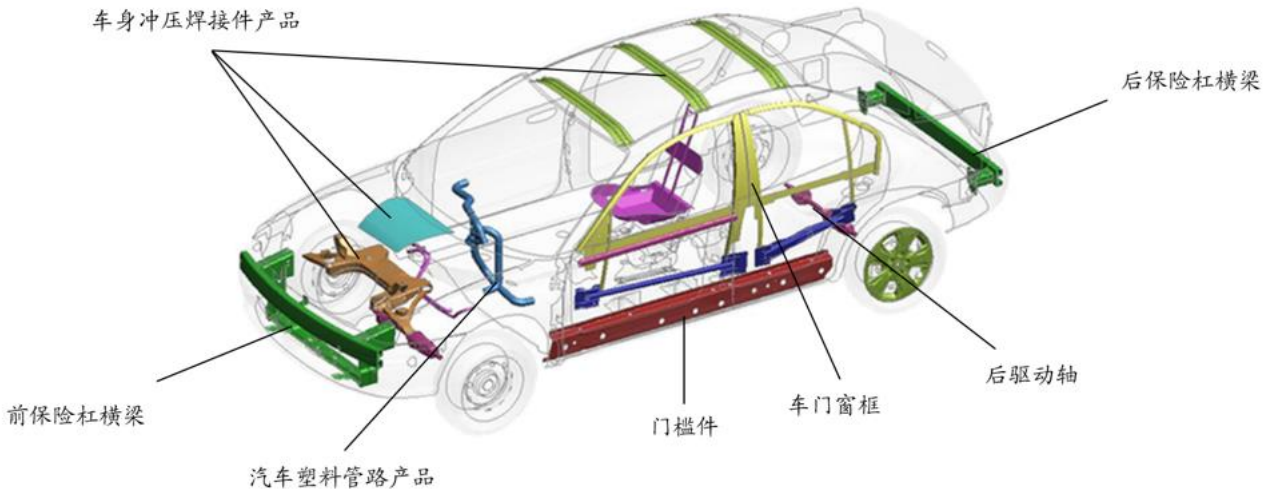
凌云集团主营产品涉及汽车零部件、市政工程塑料管道系统等领域。其中，汽车零部件涵盖汽车车身结构件、汽车门锁系统、汽车等速万向节前驱动轴、汽车尼龙管路系统、汽车橡胶管路及总成、汽车装饰密封件、汽车摩擦材料七大系列；市政工程塑料管道系统主要用于给排水、天然气输送领域。

表1：凌云集团主营产品涉及汽车零部件、市政工程塑料管道系统等领域

产品应用领域	产品材质	具体产品
汽车零部件领域	汽车金属轻量化零部件	轻量化安全产品
		热成型产品
		新能源电池壳产品
		等速驱动轴
	非金属汽车管路	尼龙管路系统
		橡胶管路系统
市政工程管道领域	塑料管道系统	聚乙烯管道系统（燃气、给水）
		聚丙烯缠绕管系统（排水）
		耐热聚乙烯管道系统（热力）

资料来源：公司招股说明书、公司年报、开源证券研究所

图3：公司汽车零部件产品矩阵丰富

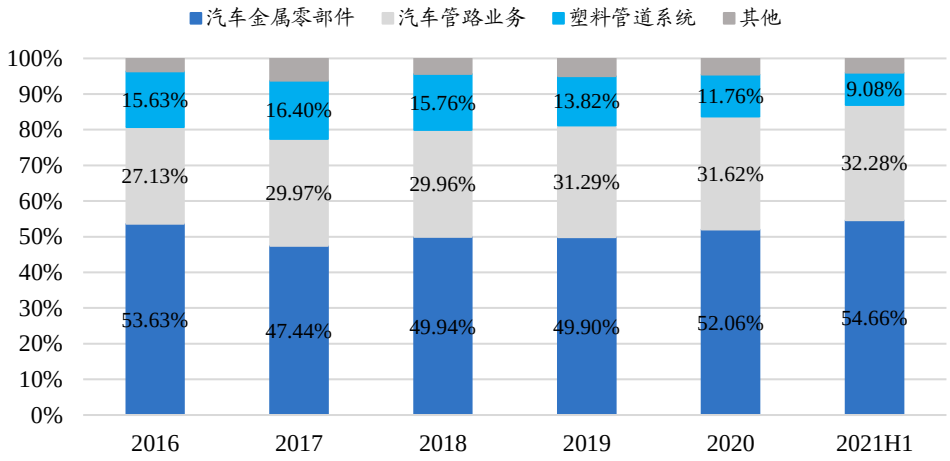


资料来源：公司官网、开源证券研究所

注：彩色部分为公司主要涉及产品

2017-2021H1，公司汽车金属零部件业务（热成型产品、车身结构件、电池壳产品）营收占比逐步提升；汽车管路业务营收占比相对平稳；非汽车零部件业务占比有所下降。

图4：2017-2021H1 公司汽车金属零部件业务占营收比例逐步提升



数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

公司客户资源丰富，覆盖海内外头部 OEM。自主品牌方面，公司客户主要有比亚迪、长城汽车、广汽集团、奇瑞汽车、吉利汽车等；外资品牌方面，公司客户主要有宝马、奔驰、特斯拉、丰田、大众、通用等中高端 OEM；合资品牌方面，公司已进入到了北京现代、上汽通用、广汽本田等 OEM 供应体系。

图5：公司客户资源丰富，覆盖海内外头部 OEM

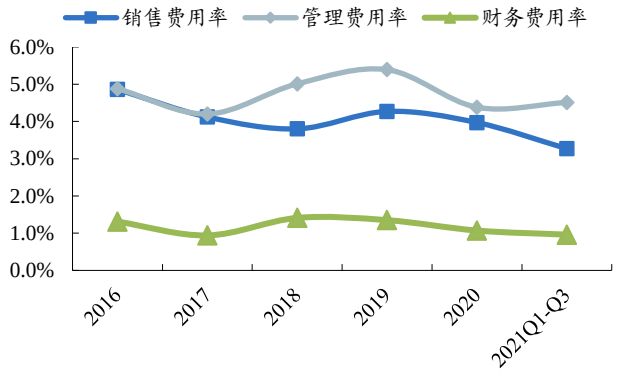


资料来源：公司官网、公司年报

1.2、 降本增效成果初现，盈利能力逐步恢复

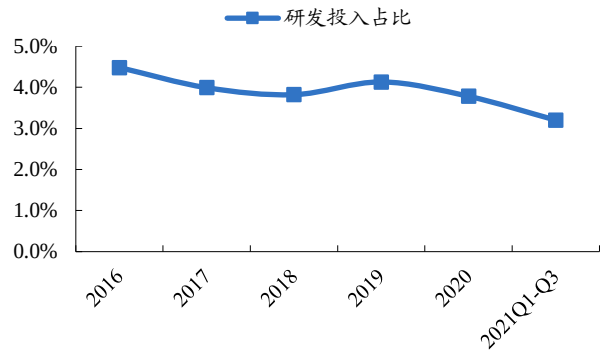
2016-2021Q3，公司费用结构逐步优化，三费费率从 11.05%下降至 8.74%，其中销售费用率从 4.86%下降至 3.37%，管理费用率从 4.88%下降至 4.51%。公司研发投入占比在 3%~5%的水平。

图6：2016-2021Q3 公司三费费率有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

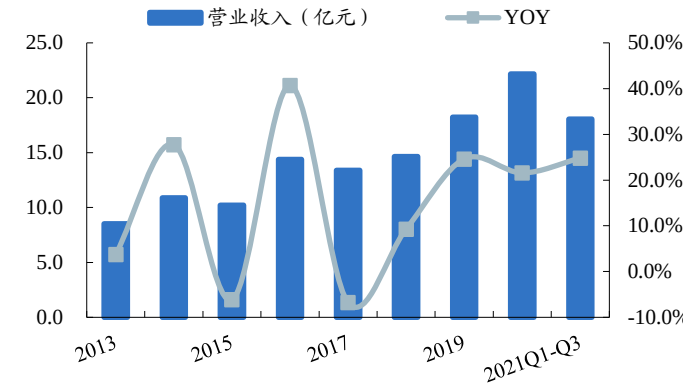
图7：2016-2021Q3 公司研发投入占比保持在 3%以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

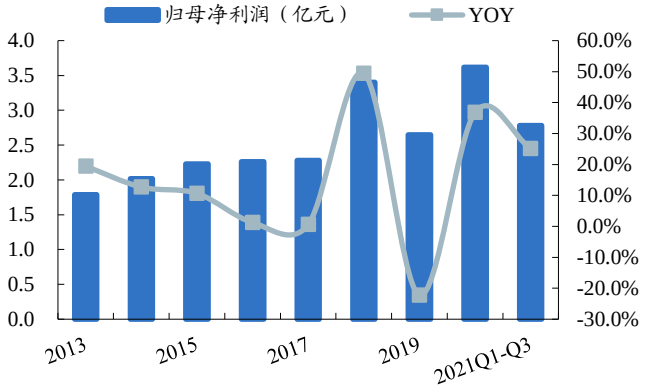
2013-2020 年公司业绩实现稳健增长，公司营收 CAGR 为 13.3%。2019 年公司净利润出现亏损，主要原因是公司处于产品结构调整和转型升级期，电池壳等新产品、新项目前期研发、设备等投入较大。2019 年后公司电池壳业务逐步放量，德国工厂整合成效逐步体现，净利润逐步恢复。

图8：2013-2020 年公司营收 CAGR 为 13.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2019 年后公司净利润逐步恢复



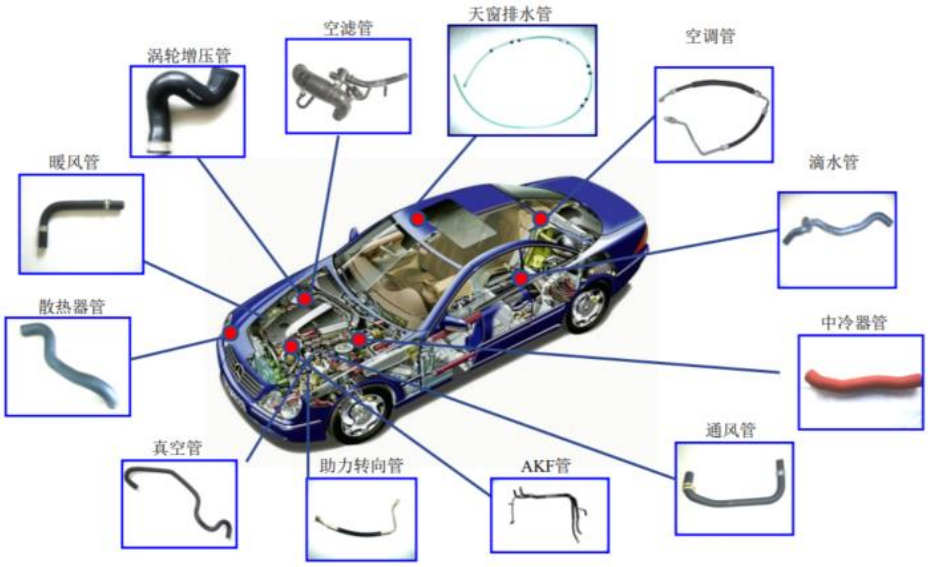
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 汽车管路业务龙头地位稳固，或将受益于节能减排与电动化趋势

2.1、 凌云股份子公司亚大汽车是国内汽车管路系统龙头，业务持续开拓

汽车管路是指连接各个功能件的软管、硬管、线束及拉索等管状零件，其作用是在各功能件之间传递各种介质（如力、油液、电流和气体等），从而保证部件实现应有的功能，使整车能够安全平稳地行驶。

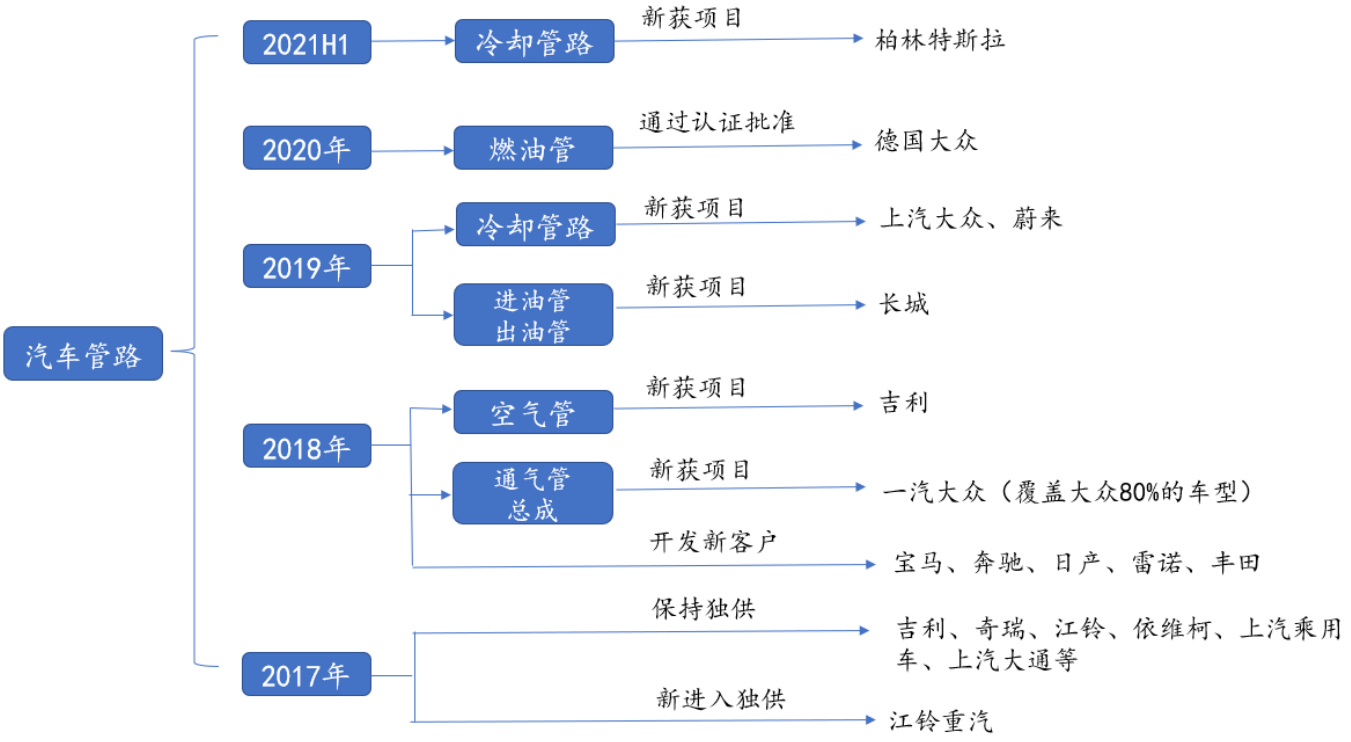
图10：汽车管路产品应用领域广泛



资料来源：鹏翎股份招股说明书

凌云股份子公司亚大汽车是国内汽车管路系统龙头，业务持续开拓。亚大汽车的汽车管路业务国内汽车市占率较高，处于龙头地位。近年来在保持行业领先地位的同时，进一步开拓新项目。2019 年公司汽车管路业务新增定点项目 141 个，并在新能源市场获得突破性进展，新获上汽大众、蔚来汽车冷却管路项目；2020 年公司汽车管路业务新增定点项目 229 个，2021 年上半年新获特斯拉某车型冷却管国产化项目，继续保持行业领导地位。

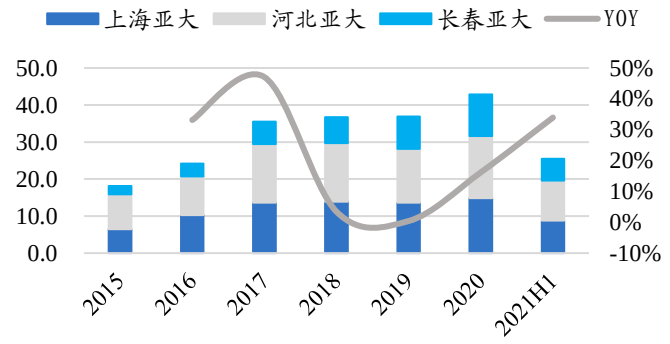
图11：公司汽车管路业务近年来项目持续突破，2021 年上半年进入到特斯拉供应体系



资料来源：公司年报、公司半年报、开源证券研究所

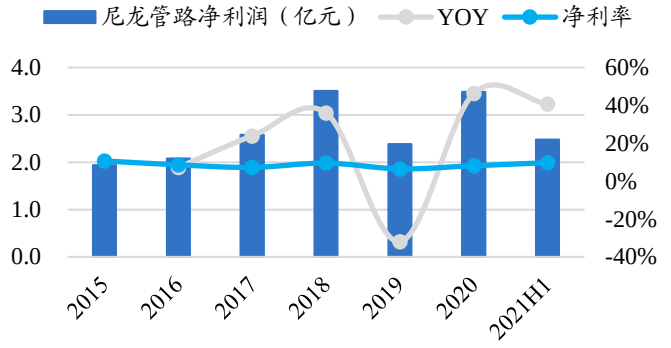
公司尼龙管路业务主要通过三家亚大子公司开展（长春亚大、河北亚大、上海亚大）。2021H1 公司尼龙管路业务实现营业收入 25.46 亿元，同比+33.9%；实现净利润 2.48 亿元，同比+40.8%；净利率为 9.7%，较 2020 年全年+1.5pcts。

图12：公司汽车尼龙管路营收稳健增长（亿元）



数据来源：公司年报、公司半年报、开源证券研究所

图13：公司汽车尼龙管路业务净利率较为稳定



数据来源：公司年报、公司半年报、开源证券研究所

2.2、 受益于节能减排与电动化趋势，汽车管路业务有望实现量价齐升

尾气排放标准趋严，国六标准要求明显提升。为限制机动车排气对环境的污染，保护生态环境，环境保护部、国家质检总局发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》和《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》。2021 年 7 月起，我国将全面实施重型柴油车国六排放标准，标志着我国汽车标准全面进入国六时代。与国五标准相比，重型车国六氮氧化物和颗粒物限值分别减低 77%和 67%。

为达到更为严格的“国六”排放标准，整车厂商纷纷研发生产新车型或新发动机，汽车尼龙管路制造企业同步开发配套产品。新型发动机亦对配套的汽车尼龙管路提出了更高的技术要求，能够同步开发配套产品的汽车尼龙管路制造企业能更快地抢占市场。

凌云股份面向“国六”标准率先推出多层管，具备达到低析出、低渗透的特点，价值量也有所提升。公司“国六”管路产品具备技术及成本优势，是全球首家通过德国大众批准的供应商，保持行业领导地位。**公司管路产品在“国六”切换期间优势显著，未来市场占有率有望进一步提升。**

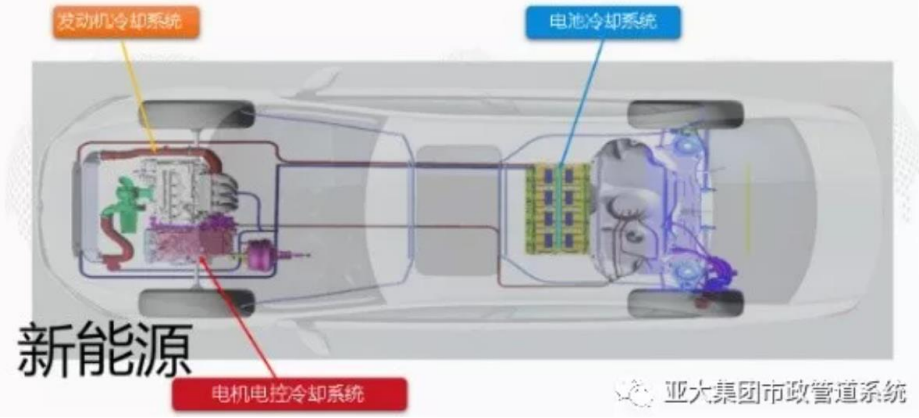
图14：凌云股份汽车管路产品



资料来源：公司官网

新能源汽车的散热单元包含了动力电池、驱动电机以及电控系统，在整车的分布更加分散，导致冷却管路单车使用长度更长。据普华有策，以比亚迪、小鹏纯电动车和大众混合动力车型的管路设计开发为例，混合动力车平均冷却管路约 13.5 米，纯电动车则为 16 米，显著高于传统燃油车的 5.5 米。因此，新能源汽车的冷却管路单车使用价值明显增加。**公司积极推进汽车管路国际化经营，2021H1 汽车管路系统新获特斯拉冷却管国产化项目，未来有望带来业绩增量。**

图15：新能源汽车三电系统需要冷却管路系统的支持



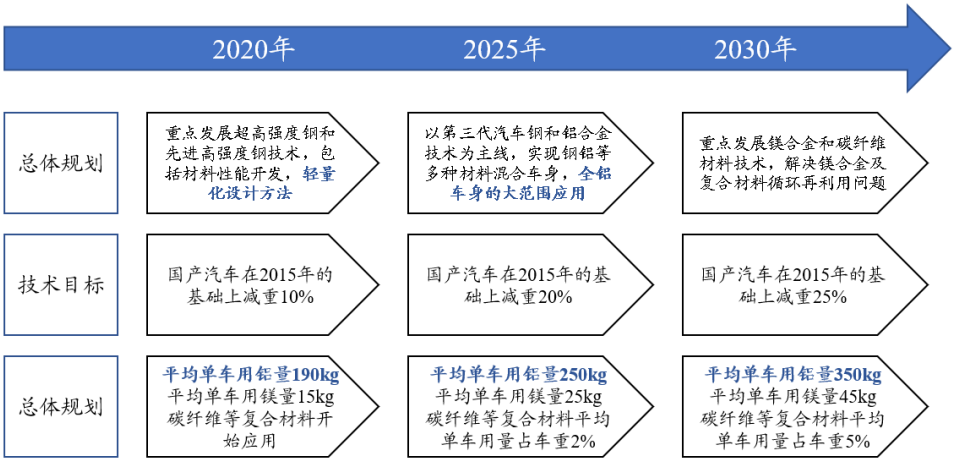
资料来源：亚大集团微信公众号

3、 轻量化业务持续拓展，收购 WAG 切入新能源汽车电池壳领域打开成长空间

3.1、 节能减排政策趋严，高强度钢和铝合金材料是实现轻量化的两大重要途径

节能减排政策趋严，车企有降低燃油消耗量需求。《节能与新能源汽车技术路线图》指出，2025/2030 年汽车在 2015 年的基础上减重 20%/25%的目标。

图16：《节能与新能源汽车技术路线图》对车辆减重指标做出指引



资料来源：《节能与新能源汽车技术路线图》、开源证券研究所

公司金属汽车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，主要方向为热成型高强度钢与铝合金，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。

高强度钢和铝合金材料是实现轻量化的两大重要途径，热成型技术专用于高强度钢板冲压件的制造。凌云股份 2009 年开始热成型产品研发，2013 年与韩国 GNS 成立合资公司，从事热成型技术和产品的研发，生产能力、技术水平居国内领先，同时拥有国内热成型行业唯一的研发中心，以强度高、质量轻深受新能源头部车企青睐。

铝合金业务方面，公司产品和客户逐步拓展，产品从传统的铝合金保险杠扩展至铝合金车身结构件、电池壳，客户方面围绕海内外中高端 OEM 进行布局，进入到了宝马、奥迪、北京奔驰、保时捷、东风本田铝合金保险杠供应体系。

表2：公司热成型、铝合金相关产品项目持续拓展

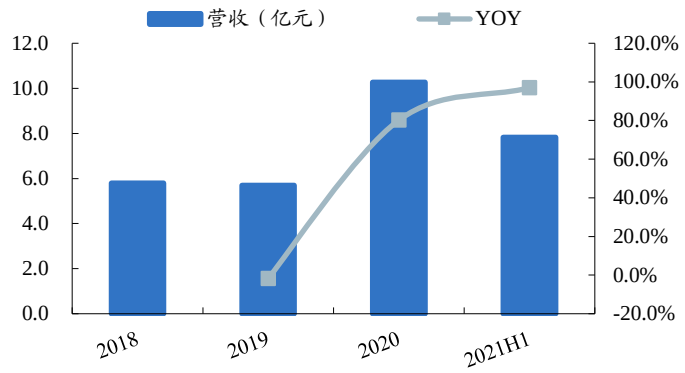
	热成型业务	铝合金业务
2009	公司开始热成型产品的研发	
2012	实现热成型产品的量产	
2013	公司与韩国 GNS 分别在沈阳、烟台成立合资公司，从事热成型技术和产品的研发	
2014	实现配套上汽通用、一汽、北汽	
2015	实现配套广汽、东风、长安	铝合金保险杠、门槛件产品成功进入宝马配套体系，收购德国 WAG，WAG 公司成为铝合金成型技术核心研发机构
2016	获得一汽大众 Q5、大众 CC、X55 热成型产品开发权，一汽奥迪项目研发顺利	铝合金产品首次取得北京奔驰、宝马、奥迪 Q5、保时捷等高端车型配套权
2017	首次实现不等厚板热成型产品（TRB 冲压件）在大众车型的供货和金属零部件（门槛内板）在雷诺车型的供货；	铝合金保险杠产品在东风本田的市场突破
2018	热成型门环产品获得北京现代项目定点	
2019	累计获得新项目定点 202 个。获得宝马、奔驰、上汽通用、广汽丰田、一汽丰田、特斯拉、东风乘用车、悦达起亚、长城汽车等多个客户的新项目定点。	
2020	累计获得新定点项目 115 个，强化轻量化、新能源汽车动力结构件项目开发，加大集成化、平台化、国际化项目开发	

资料来源：公司年报、开源证券研究所

凌云吉恩斯主营业务是运用先进的热成型技术生产汽车底盘加强件及车身安全件，是公司热成型业务的运营主体。配套客户主要有特斯拉、比亚迪、上汽通用、北美通用、一汽大众、一汽奥迪、广汽丰田、长城汽车等 20 多家主机厂。主导产品为车门防撞杆、A/B 柱、保险杠、门槛、雪橇板、纵梁加强板、侧围加强板等。

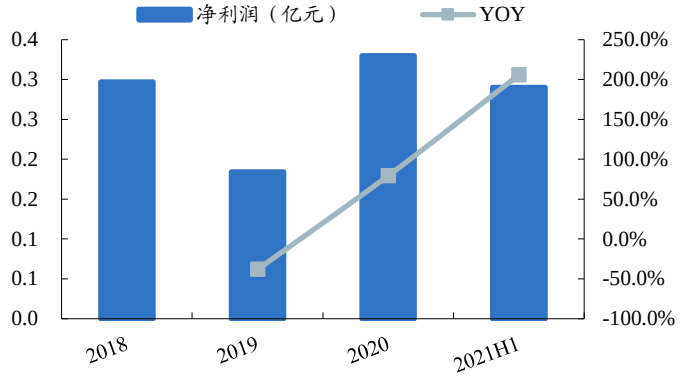
定增募资收购热成型业务外部剩余股权并扩产。2021 年公司通过定增募资 15.4 亿元，其中 5.6 亿元投入至热成型相关业务中。5.6 亿元中 2.6 亿元用于收购凌云吉恩斯 49.9%股权，另外 3 亿元用于凌云吉恩斯热成型轻量化汽车结构件扩产项目。**2021 年 9 月凌云股份完成对凌云吉恩斯剩余 49.9%股权的收购，实现了对凌云吉恩斯的全资控股，将有益于增厚母公司净利润。**

图17：2021H1 凌云吉恩斯营收同比+97%



数据来源：公司年报、公司半年报、开源证券研究所

图18：2021H1 凌云吉恩斯净利润同比+206%



数据来源：公司年报、公司半年报、开源证券研究所

3.2、 收购 WAG 切入新能源汽车高端电池壳领域，有望实现高速增长

动力电池系统（动力电池 PACK，电池包）是为新能源汽车提供驱动电能的核心能量源。电池盒是电池 PACK 的“骨架”，作为电池模块的承载体，对电池模块的稳定工作和安全防护起着关键作用。电池盒主要由电池 PACK 上壳体、下托盘、各种金属支架、端板和螺栓组成，可以看作是电池 PACK 的“骨架”，起到支撑、抗机械冲击、机械振动和环境保护（防水防尘）的作用。

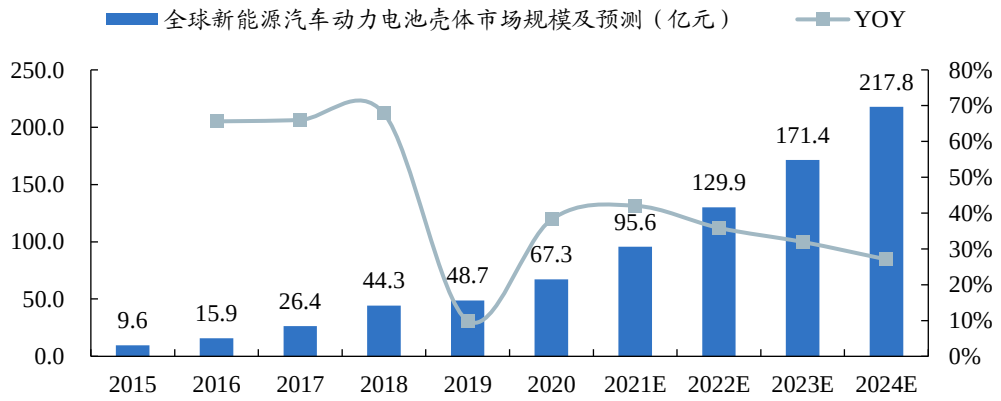
图19：电池壳体是电池 PACK 的重要组成部分



资料来源：汽车轻量化技术微信公众号

电池壳单车价值量高，2024 年全球市场空间有望突破 200 亿元。新能源汽车市场的快速发展带动电池盒市场规模持续扩大，其单车价值量可达数千元，2019 年全球市场规模为 48.7 亿，根据敏实集团招股书援引弗若斯特沙利文的数据，预计到 2024 年全球市场规模将超过 200 亿元人民币，2020-2024 年 CAGR 为 34.1%。

图20：全球新能源汽车动力电池壳体市场有望实现高速增长



数据来源：弗若斯特沙利文、敏实集团招股说明书（申报稿）、开源证券研究所

电池壳行业处于起步阶段，重资产投入带来资金、技术壁垒。一条自动化程度较高的电池盒生产线投资额较大，没有大规模量产的情况下难以盈亏平衡，重资产投入使电池盒行业具备资金、技术壁垒。各厂商在材料、技术路线、市场地位、发展阶段以及产能布局上有所差异。目前国内电池壳领域主要参与者有凌云股份、和胜股份、敏实集团、赛科利、华达科技、文灿股份等。

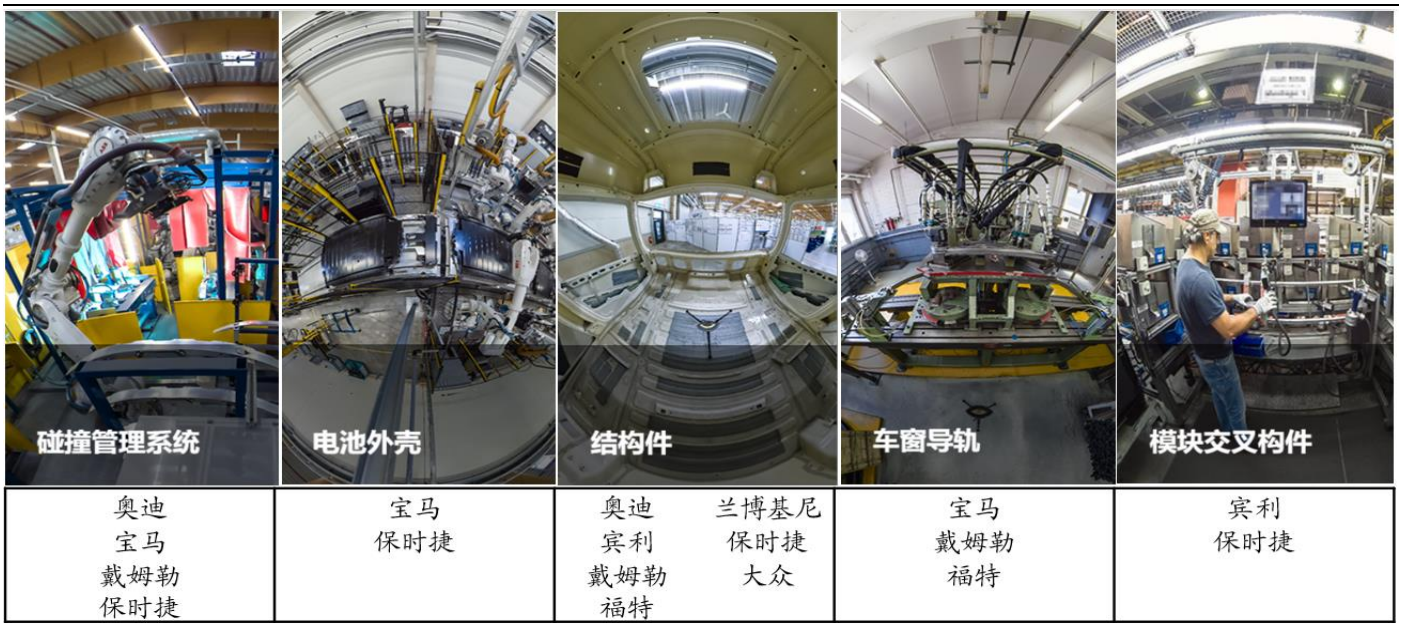
表3：国内电池壳领域主要参与者有凌云股份、和胜股份、敏实集团、赛科利、华达科技、文灿股份等

	凌云股份	和胜股份	敏实集团	赛科利	华达科技	文灿股份
背景	军民融合企业，全资收购德国 WAG 切入电池盒业务	民营企业	民营企业	华域汽车子公司	2018 年通过收购江苏恒义切入电池托盘业务	民营企业
客户	保时捷、宝马、大众、丰田、奔驰、长城、宁德时代等	宁德时代、广汽新能源、比亚迪等	日产、本田、宝马、大众、戴姆勒、标致、雷诺、捷豹路虎、沃尔沃、福特	上汽大众、一汽大众、上汽乘用车、特斯拉（国产）	上汽、宁德时代、长城、小鹏、吉利、宇通、蔚来、理想、江淮、金龙等	获得多个客户的电池盒箱体定点
营收	-	电池下箱体：2.48 亿元（2020）	677 万元（2019）、9203 万元（2020）	-	江苏恒义营收约 4.2 亿元（2020），其中大部分为电池盒业务	-
单价	-	电池下箱体：1812 元/件（2020）	1077 元/件（2020）	-	-	-
产能规划	2021 年 7 月定增募资投入盐城和涿州电池壳扩产项目	2021 年 3 月安徽和胜新能源扩产，规划年产 100 万套电池箱体	欧洲工厂已于 2018 年投产，规划建成年产 120 万套的产能		-	-

资料来源：《凌云股份：2021 年非公开发行 A 股股票预案》、各公司公告、上海赛科利官网、开源证券研究所

公司 2015 年收购德国 WAG（瓦达沙夫），在铝合金、轻量化领域技术能力进一步提升，切入高端新能源电池壳领域。WAG 拥有尖端轻量化技术，凌云股份完成对 WAG 的收购后，获得关键技术及工艺，成功进入大众、福特、通用、宝马等中高端客户铝合金供应体系，WAG 也成为公司铝合金成型技术的核心研发机构。

图21：WAG 铝合金轻量化业务客户资源丰富

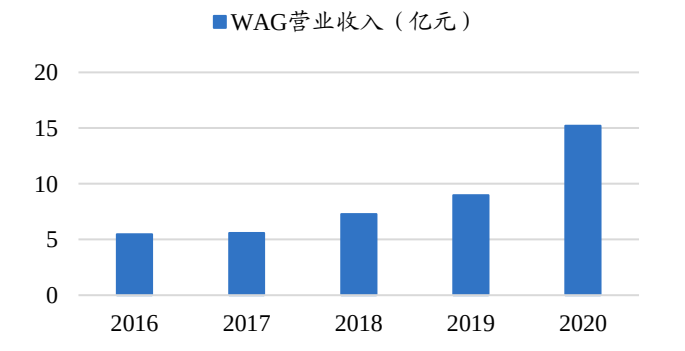


碰撞管理系统	电池外壳	结构件		车窗导轨	模块交叉构件
奥迪 宝马 戴姆勒 保时捷	宝马 保时捷	奥迪 宾利 戴姆勒 福特	兰博基尼 保时捷 大众	宝马 戴姆勒 福特	宾利 保时捷

资料来源：WAG 官网、开源证券研究所

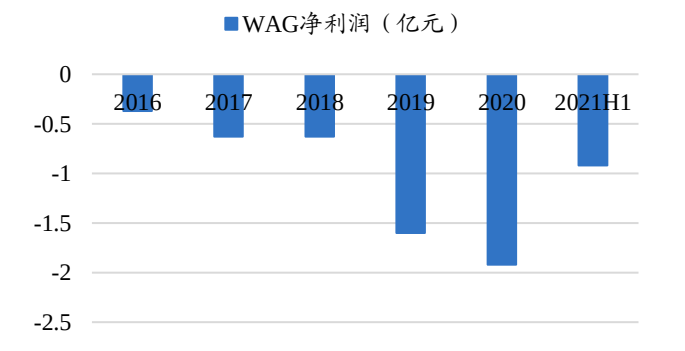
WAG 整合初见成效，业绩拐点将至。营收端：2015 年凌云股份完成对德国 WAG 的收购后，WAG 营业收入稳步增长，2020 年 WAG 实现主营业务收入同比增长 65%。**利润端：**2020 年受新冠肺炎疫情影响，同时 WAG 公司产品结构调整和转型升级处于爬坡阶段，新项目各方面投入较大但规模效益并未体现，对当期利润产生了一定影响；2021 年上半年，凌云股份继续推进 WAG 的整合，增派专业人员赴德国 WAG 工作，加入日常经营管理环节，推动德国 WAG 与国内业务协同联动，保障保时捷 J1 项目供货，推动宝马 I20 项目爬坡量产。由于受缺芯片的影响，2021 年上半年 WAG 净利润为-0.92 亿元，但亏损金额同比缩窄。**缺芯影响逐步缓解，同时资本开支高峰已过，随着量产项目稳步推进，规模效应也将逐步体现，WAG 有望迎业绩拐点。**

图22：2016-2020 年 WAG 营业收入逐步增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：2021H1 德国 WAG 亏损同比缩窄



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司目前在铝制电池壳的技术工艺和生产技术处于国内领先地位，具备独立设计开发、同步开发和试验验证能力。**公司在中国沈阳、涿州、武汉、宁德和德国布局了电池壳生产基地，配套保时捷 J1、宝马 IX3、宝马 I20、奥迪、北京奔驰以及长城汽车、广汽新能源、北汽新能源等电池盒项目，在手订单丰富。目前保时捷、宝马、PSA、宁德时代、长城汽车等项目已经实现量产。**

2021 年 7 月公司通过定增募资投入电池盒项目，提升中高端电池盒市场占有率。公司拟非公开发行募集资金不超过 13.8 亿元，其中 3 亿元投向电池壳相关项目。募投项目将有助于公司保障对光束汽车、宁德时代、上汽通用、北京奔驰等客户的供应，提升在核心客户中的市场占有率。2021 年 12 月，定增方案获中国证监会审核通过。随着募投项目的逐步落地，有望解放公司产能瓶颈，贡献业绩增量。

表4：凌云股份非公开发行募资电池壳相关项目

募投项目名称	子项目名称	投资总额（万元）	募集资金拟投入金额（万元）	预计税后内部收益率	税后投资回收期（含建设期）	建设期
盐城新能源汽车零部件项目	盐城新能源电池壳组件项目（一期）	9603	9340	11.31%	7.95 年	2 年
	盐城新能源电池壳组件项目（二期）	11872	10860	15.60%	7.80 年	3 年
	盐城新能源电池壳下箱体 项目	2847	1500	20.45%	5.16 年	2 年
涿州新能源汽车零部件项目	涿州新能源电池壳项目 （一期）	3600	2170	28.51%	4.25 年	2 年
	涿州新能源电池壳项目 （二期）	7060	6180	28.46%	5.4 年	2 年

数据来源：《凌云股份：2021 年非公开发行 A 股股票预案》、开源证券研究所

4、 盈利预测与投资建议

4.1、 关键假设

汽车金属及塑料零部件业务：

(1). 汽车轻量化大势所趋，公司 2021Q3 已实现对凌云吉恩斯的全资控股，热成型业务订单逐步拓展，未来有望实现稳健增长；

(2). 随着产能利用率的提升，电池壳业务有望带动公司业绩的提升，目前多家客户项目已实现量产，公司募资扩产打开产能瓶颈，未来有望实现高速增长；

(3). 汽车管路业务公司国内市占率处于领先地位，具备多重竞争优势，在节能减排与电动化趋势下，汽车管路业务有望实现量价齐升，2021H1 公司汽车管路系统新获特斯拉冷却管项目，未来有望带来业绩增量。

综上，我们预计 2021-2023 年公司汽车金属及塑料零部件业务营收分别为 129.6、153.6、180.4 亿元，毛利率分别为 16.6%、16.9%、17.1%。

表5：公司营收拆分及预测（亿元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
汽车金属及塑料零部件营收	**95.64**	**113.31**	**129.61**	**153.63**	**180.41**
YOY	-2.3%	18.5%	14.4%	18.5%	17.4%
毛利率	15.8%	15.7%	16.6%	16.9%	17.1%
毛利	15.07	17.75	21.52	25.93	30.85
塑料管道系统	**16.28**	**15.92**	**15.92**	**15.92**	**15.92**
YOY	-15.7%	-2.2%	0%	0%	0%
毛利率	23.3%	23.6%	18.50%	19.50%	20.50%
毛利	3.79	3.75	2.95	3.10	3.26
其他业务	**5.86**	**6.17**	**6.48**	**6.80**	**7.14**
YOY	10.4%	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	13.3%	16.4%	17.8%	17.8%	17.8%
毛利	0.78	1.01	1.15	1.21	1.27
营业总收入	**117.78**	**135.40**	152.01	176.36	203.47
YOY	-3.9%	15.0%	12.3%	16.0%	15.4%
毛利率	16.7%	16.6%	16.9%	17.2%	17.4%
毛利	19.64	22.51	25.62	30.25	35.39

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 盈利预测与估值

我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 152.01/176.36/203.47 亿元，归母净利润分别为 2.78/3.89/4.91 亿元，EPS 分别为 0.36/0.51/0.64 元/股，对应当前股价 PE 为 24.9/17.8/14.1 倍，A 股及 H 股 3 家可比公司 PE 均值 2021-2023 年分别为 43.5/21.9/16.2 倍。公司 2021-2023 年估值水平低于可比上市公司估值，具备一定的估值优势。公司 2021 年电池壳业务订单丰厚，多个项目已实现量产，有望贡献业绩增量，首次覆盖给予“买入”评级。

表6：可比上市公司估值（PE/PEG）

证券代码	股票简称	评级	总市值（亿元/亿港元）	收盘价（元/港元）	PE			EPS（元/港元）			PEG
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	（2023）
603348.SH	科达利	未评级	124.81	47.61	77.04	29.49	22.10	0.62	1.61	2.15	0.66
0425.HK	敏实集团	未评级	391.52	33.70	17.93	14.46	11.95	1.88	2.33	2.82	0.56
002824.SZ	和胜股份	未评级	73.47	39.77	35.44	21.85	14.68	1.12	1.82	2.71	0.30
					43.47	21.93	16.24				
600480.SH	凌云股份	买入	69.32	9.08	24.93	17.82	14.11	0.36	0.51	0.64	0.54

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期 2021/2/17，科达利、敏实集团、和胜股份采用 Wind 一致预期）

4、风险提示

新能源汽车销量不及预期、产能建设进度不及预期、疫情反复等

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7939	9704	11927	13236	15039
现金	2046	2341	3040	3527	4069
应收票据及应收账款	3546	3655	4357	5163	5680
其他应收款	36	88	16	114	42
预付账款	239	265	430	329	519
存货	1938	1865	2595	2614	3241
其他流动资产	134	1488	1488	1488	1488
非流动资产	6287	6305	6490	6694	7138
长期投资	387	369	400	445	487
固定资产	2969	3388	3877	4394	4759
无形资产	365	342	326	312	299
其他非流动资产	2566	2207	1887	1543	1593
资产总计	14226	16009	18418	19930	22178
流动负债	6320	8142	7418	8735	9147
短期借款	2054	2233	2444	2316	2570
应付票据及应付账款	3093	3932	3594	5261	4947
其他流动负债	1174	1977	1379	1158	1630
非流动负债	1351	1040	872	889	862
长期借款	1001	802	754	760	737
其他非流动负债	350	238	119	129	126
负债合计	7672	9181	8290	9624	10010
少数股东权益	1940	2110	2382	2713	3069
股本	548	765	765	765	765
资本公积	2493	2246	2246	2246	2246
留存收益	1533	1634	2001	2404	2753
归属母公司股东权益	4615	4717	7746	7593	9099
负债和股东权益	14226	16009	18418	19930	22178

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	214	659	1060	1108	868
净利润	156	394	550	721	847
折旧摊销	899	1121	906	1101	898
财务费用	159	145	155	153	159
投资损失	-18	-41	-47	-50	-55
营运资金变动	-951	-938	-543	-798	-980
其他经营现金流	-31	-22	41	-19	-1
投资活动现金流	-717	-553	-655	-775	-967
资本支出	776	693	683	798	879
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	59	140	27	24	-88
筹资活动现金流	456	191	61	237	425
短期借款	-293	179	-22	-45	37
长期借款	-104	-199	-48	-16	-23
普通股增加	93	217	0	0	0
资本公积增加	707	-248	0	0	0
其他筹资现金流	52	241	130	298	410
现金净增加额	-57	306	466	570	326

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11779	13540	15201	17636	20347
营业成本	9815	11288	12619	14592	16780
营业税金及附加	63	71	84	95	110
营业费用	503	538	532	617	712
管理费用	635	593	714	811	936
研发费用	463	508	508	600	732
财务费用	159	145	155	153	159
资产减值损失	-35	-25	-24	-38	-38
其他收益	42	75	30	35	42
公允价值变动收益	-0	-0	0	0	0
投资净收益	18	41	47	50	55
资产处置收益	7	31	0	0	0
营业利润	179	503	691	890	1052
营业外收入	12	6	4	7	6
营业外支出	3	8	4	5	6
利润总额	188	501	691	892	1052
所得税	32	107	141	172	205
净利润	156	394	550	721	847
少数股东损益	226	293	271	331	356
归母净利润	-70	101	278	389	491
EBITDA	1181	1702	1643	2023	1967
EPS(元)	-0.09	0.13	0.36	0.51	0.64

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-3.9	14.9	12.3	16.0	15.4
营业利润(%)	-73.5	180.8	37.4	28.8	18.2
归属于母公司净利润(%)	-125.7	-244.6	175.4	39.9	26.2
获利能力					
毛利率(%)	16.7	16.6	17.0	17.3	17.5
净利率(%)	-0.6	0.7	1.8	2.2	2.4
ROE(%)	2.4	5.8	7.6	9.1	9.8
ROIC(%)	2.8	5.1	6.2	7.5	8.1
偿债能力					
资产负债率(%)	53.9	57.4	45.0	48.3	45.1
净负债比率(%)	25.4	27.1	20.4	15.0	12.0
流动比率	1.3	1.2	1.6	1.5	1.6
速动比率	0.9	0.7	1.0	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	3.6	3.8	3.8	3.7	3.8
应付账款周转率	3.3	3.2	3.4	3.3	3.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.09	0.13	0.36	0.51	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.86	1.39	1.45	1.14
每股净资产(最新摊薄)	6.05	6.18	6.41	6.79	7.30
估值比率					
P/E	-99.3	68.7	24.9	17.8	14.1
P/B	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	8.9	6.4	6.6	5.4	5.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn