

上市公司动态报告

汽车零部件

两大业务前景看好，资产注入预期锦上添花

股权及业务结构

公司是兵器工业集团旗下凌云工业集团控股的上市公司，主营业务包括两块：1) 汽车零部件，包括金属零部件（汽车辊压件、冲压件，包括车门窗框系列、车门导轨、保险杠等产品）、塑料零部件（汽车压力管路总成）；2) 塑料管道系统，包括 PE 燃气、给水管道。

汽车消费普及将推动公司金属、塑料零部件业务持续成长

公司是国内最早开发生产汽车辊压件、PA-11 汽车压力管路总成的企业，目前是国内最大的汽车辊压件、冲压件、汽车压力管路系统总成生产基地。

国内汽车消费市场整体处于很低的普及水平，长期趋势将是快速成长的。09 年上半年的汽车旺销局面将在下半年及 2010 年得到延续。凌云股份将充分受益这一趋势。

塑料管道受益近期扩大内需及长期城市化进程

近年国内塑料管道产量保持了快速增长态势，01-08 年的复合增长率约 20%，未来几年将保持 10% 以上增长率。

公司塑料管道业务主要是 PE 燃气管道，市场占有率约 70%，08 年因房地产投资下滑增速放缓，09 年将因房地产投资复苏及政府扩大民生基础设施投入而取得快速增长，长期将继续受益城市化进程及塑料管道对其他管道的替代。

集团其他汽车零部件资产有望注入上市公司

在央企资产整体上市、军工资产证券化进程加快的大背景下，凌云集团的德尔福等汽车零部件股权资产在短、中期内仍很有可能注入上市公司，国内汽车消费市场步入新一轮快速增长期、证券市场逐渐企稳为集团提供较好操作时机。

盈利预测、估值及投资建议：增持，目标价 11 元

预测 09-11 年 EPS 0.45、0.53、0.65 元，同比增 45%、18%、21%，给予现有业务 10 年 20 倍 PE，对应股价 10.6 元，上浮 10% 反映资产注入潜在增厚效应，目标价 11.6 元，首次评级增持。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
营业收入（百万）	1,972	2467	2893	3320
营业收入增长率	16.5%	25.1%	17.3%	14.8%
净利润（百万）	97.5	141.4	166.6	201.7
净利润增长率	39.9%	45.0%	17.8%	21.1%
ROE	14.4%	17.3%	17.6%	17.5%
EPS（元）	0.31	0.45	0.53	0.65
P/E	31.4	20.2	17.2	14.2
P/B	4.54	3.50	2.91	2.41

凌云股份（600480）

首次评级

增持

陈政

chenzheng@csc.com.cn
010-85130928

陈夷华

chenyihua@csc.com.cn
010-85130955

分析日期：2009 年 09 月 01 日

当前股价：9.16 元

目标价格 6 个月：11.60 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

	1 个月	3 个月	12 个月
	-17.8/-13.5	-4.3/-19.5	121.8/97.4
12 月最高/最低价（元）			13.15/0
总股本（万股）			31,200
流通 A 股（万股）			20,748
总市值（亿元）			30.61
流通市值（亿元）			20.35
近 3 月日均成交量（万）			874
主要股东			
深圳市翔龙通讯有限公司			13.68%

股价表现



相关研究报告

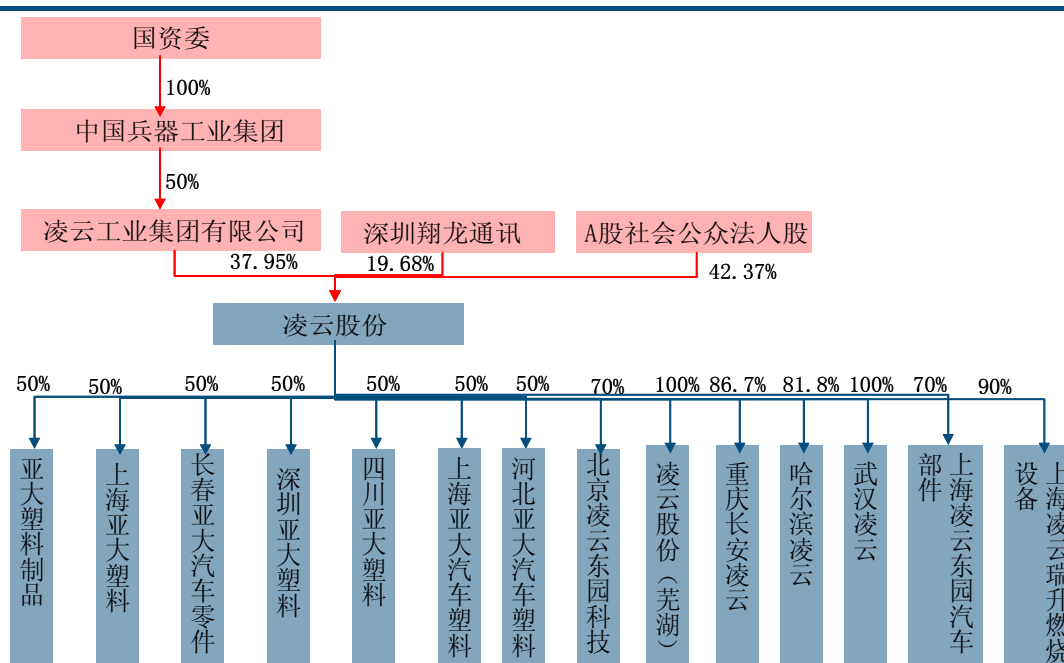
股权及业务结构

股权结构

凌云工业股份有限公司成立于 1995 年 5 月，由中国兵器工业集团公司系统下属的河北凌云工业集团有限公司和英属维尔京群岛第五汽车有限公司、北京市燃气集团有限责任公司、中国市政工程华北设计研究院、中国市政工程西南设计研究院等五家企业发起创立，2003 年 8 月上市，实际控制人为国资委。

截止 2008 年底，公司股权结构如下：

图 1：2008 年底凌云股份股权结构图



资料来源：公司年报，中信建投研发部

业务结构：汽车金属、塑料零部件及塑料管道系统两大主营

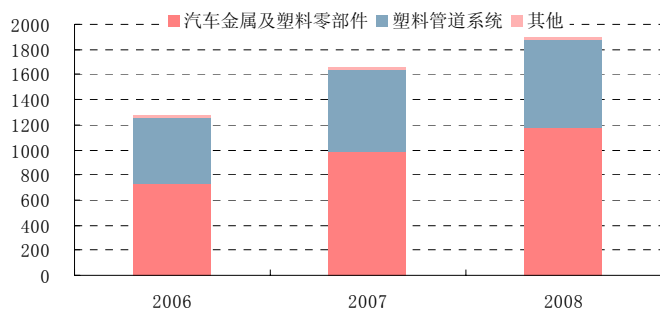
公司主营业务包括两块：1) 汽车零部件，包括金属零部件（汽车辊压件、冲压件，含车门窗框系列、车门导轨、保险杠系列、车门玻璃滑槽、车身冲压件等产品）、塑料零部件（主要是汽车压力管路总成）；2) 塑料管道系统，主要是聚乙烯（PE）燃气管道、给水管道。另外，公司通过子公司上海凌云瑞升涉足燃烧器业务。

公司的 PE 管道及汽车塑料零部件业务由旗下亚大系子公司（图 1）运营，亚大系公司由凌云股份及瑞士乔治费歇尔公司（世界 500 强企业，全球最大塑料管道企业）合营，各持 50% 股权。凌云股份本部及旗下绝对控股公司重庆凌云、哈尔滨凌云、武汉凌云等研发、生产、销售汽车辊压件和冲压件产品。

公司 06-08 年主营收入复合增长率 22%，汽车零部件、塑料管道占主营收入比分别为 62%、34%，汽车零

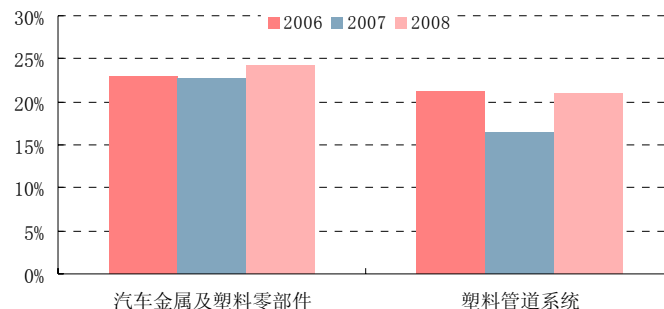
部件业务成长较快且已成为主要收入来源。公司近年毛利率处于 22%-23% 区间水平，零部件业务推动毛利率提升。

图 2： 公司主营收入构成，单位：百万元



资料来源：Wind，中信建投研发部

图 3： 公司主营产品毛利率



资料来源：Wind，中信建投研发部

汽车消费普及将推动公司金属、塑料零部件业务持续成长

公司是国内最早将辊压技术应用于汽车零部件生产中的厂商之一，也是最早开发生产 PA-11 汽车压力管路总成的企业，目前是国内最大的汽车辊压件、冲压件、汽车压力管路系统总成生产基地。

公司的辊压件、冲压件包括保险杠系列、行李架系列、侧窗系列、车门窗框系列、汽车装饰件、密封件等共 300 多种，主要配套轿车、面包车和商务车，并在河北、上海、哈尔滨、长春、南京、武汉、芜湖、重庆、深圳等国内主要汽车城布局生产基地，与上海大众、上海通用、一汽大众、一汽夏利、天津丰田、神龙汽车、重庆长安、哈飞汽车、广州本田、郑州日产、北京吉普等大部分国内主流汽车企业形成了稳定的配套合作关系。

图 4： 公司汽车零部件产品示意图

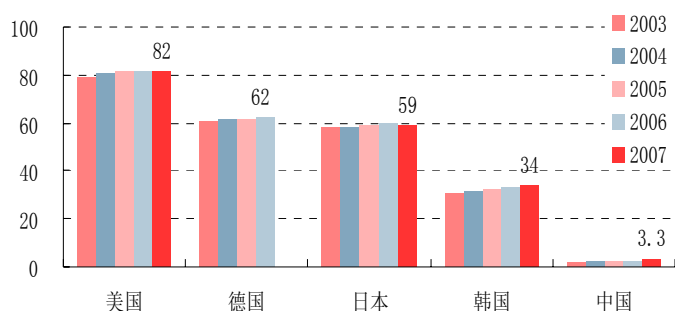


资料来源：公司网站，中信建投研发部

受益于国内汽车市场的销量稳步增长，公司 06-08 年汽车零部件业务收入复合增长率 26%，目前已是公司的主要收入来源，且毛利率逐年提升。

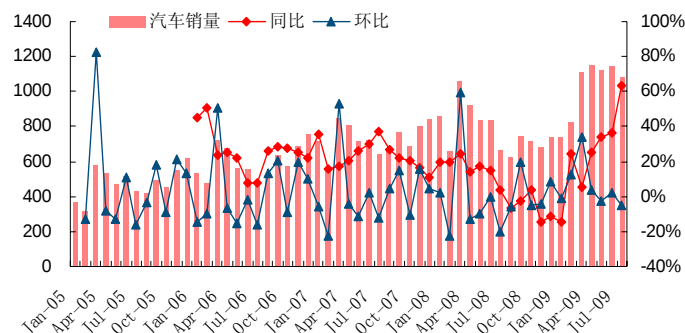
国内汽车消费市场整体处于很低的普及水平（图 5），长期趋势将是快速成长的。09 年上半年得益于宏观经济和消费信心企稳及政策刺激措施，汽车销量保持了连续的旺销局面（图 6），我们预计这一趋势将在下半年及 2010 年得到持续。（见我们相关行业研究报告）

图 5：百人汽车保有量比较



资料来源：CAAM，中信建投研发部

图 6：2009 年中期公司前 5 名客户销售收入及占比



资料来源：CAAM，中信建投研发部

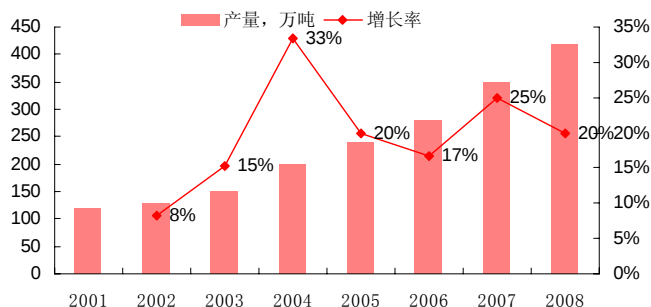
凌云股份作为国内汽车辊压件、冲压件及压力管路系统领域的领先厂商，将确定性受益于国内汽车消费普及的趋势。我们预计公司 09-11 三年汽车零部件业务的复合增长率在 20% 左右，毛利率处于 24%-24.5% 区间。

塑料管道受益近期扩大内需及长期城市化进程

塑料管道相对铸铁等传统管道具有重量轻、寿命长、可塑性好等优点，具有明显的应用优势，现在塑料管道已普及应用到建筑给、排水，建筑供暖，城市燃气输送，城市自来水、市政排水、排污，农村人畜饮水改造，农业灌、排，电力，通讯，工业等许多领域。

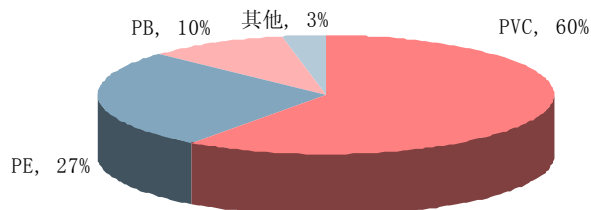
随近年城市、农村基础设施投入增加，及塑料管道相对于其他管道应用比例的上升，国内塑料管道产量保持了快速增长态势，01-08 年的复合增长率约 20%（图 7）。

图 7：国内塑料管道产量及增长率



资料来源：中信建投研发部

图 8：不同材料塑料管道占比



资料来源：中信建投研发部

公司的塑料管道业务主要是 PE 燃气管道，市场占有率约达 70%，居绝对领先地位，同时积极开拓给水管道市场。公司是国内最早提供 PE 燃气管道产品开发、生产、施工、维护一体化全程服务的企业，公司负责和参与了 20 多项国家标准的制定，建立了 2 个国家级实验室，技术实力国内领先。

08 年来国内房地产市场建设投资的下滑对公司的建筑给排水、燃气输送管道需求带来冲击，增长放慢。预计国内 09 年下半年房地产建设投资将开始较大幅度增长，同时 08 年底、09 年初国家扩大内需十项政策措施出台，尤其是加快民生工程、基础设施、生态环境建设及灾后重建等措施，都将推动公司塑料管道业务重新步入快速增长轨道。长期看，国内城市化、生态环境改良的趋势将推动塑料管道业务需求持续增长。

综合短、长期因素，我们预计公司 09-11 三年的塑料管道业务能保持 13% 的复合增长率，毛利率将处于约 20.5% 水平。

集团其他汽车零部件资产有望注入上市公司

在军工资产改组上市政策推动下，凌云集团 07 年计划定向增发注入德尔福沙基诺凌云驱动轴公司、沙基诺凌云驱动轴（芜湖）公司、阔丹—凌云汽车胶管公司股权和凌云箱体公司等资产（表 1），完成集团经营性资产的整体上市。后因证券市场大幅度下跌、计划增发价远远高于二级市场价格，公司于 08 年 7 月放弃增发计划。

表 1：公司 07 年 6 月资产注入计划方案

单位：万元

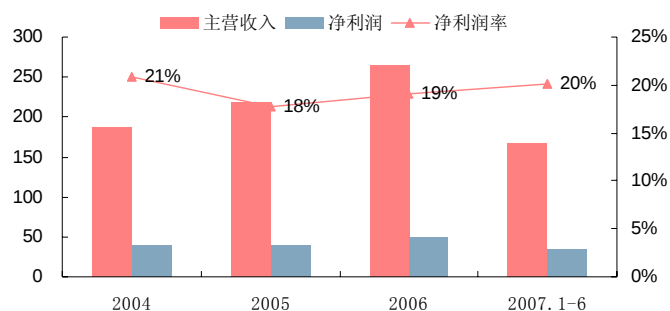
项目	2007 年 6 月 30 日帐面值	预估值	评估增幅（%）
一，股权	14365.7	16946.7	17.97
1，德尔福沙基诺凌云驱动轴公司 40% 股权	10606.8	12728.2	20.00
2，沙基诺凌云驱动轴（芜湖）公司 40% 股权	1740.0	1914.0	10.00
3，阔丹凌云汽车胶管公司 33.3% 股权	2018.9	2304.5	14.15
二，资产和负债	6011.83	9252.3	53.90
1，箱体分公司	1833.95	1889.0	3.00
2，能源分公司	1178.92	1223.9	3.82
3，土地使用权	2311.17	4863.6	110.44
4，房屋建筑物	2999.33	3587.3	19.60
5，机器设备和在建工程	679.46	679.5	—
6，银行借款	3000.0	3000.0	—

资料来源：公司公告，中信建投研发部

我们判断在央企资产整体上市、军工资产证券化进程加快的大背景下，凌云集团的德尔福等汽车零部件股权资产在中、短期内仍很有可能注入上市公司，尤其是国内汽车消费市场步入新一轮快速增长期、证券市场逐渐企稳为集团提供较好操作时机。

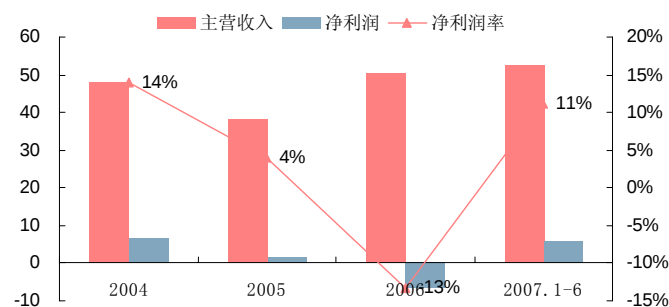
简单按 07 年中期净利润的 2 倍估计 09 年净利润（08 年行业因素可能导致利润下滑、09 年将回升），仅计算德尔福及阔丹凌云公司股权注入，将新增约 31 万净利润，占 08 年归属母公司股东净利润的 32%；同时德尔福公司的利润率水平（约 20%）明显高于凌云股份。如实现相关资产注入，将拓宽上市公司汽配产品线宽度、打开新的盈利成长空间，同时短期内能有效提高上市公司的盈利水平。

图 9： 德尔福沙基诺凌云驱动轴有限公司财务数据



资料来源：公司公告，中信建投研发部

图 10： 阔丹—凌云汽车胶管有限公司



资料来源：公司公告，中信建投研发部

盈利预测

我们预计公司 2009-2011 年 EPS 分别 0.41、0.50、0.59 元，同比增 31%、22%、19%，利润表预测如下：

表 2：公司利润表预测，单位：百万元

	2006	2007	2008	2009F	2010F	2011F
营业收入	1311	1693	1972	2467	2893	3320
营业成本	1022	1330	1504	1867	2203	2522
营业税金及附加	0	0	2	2	3	3
销售费用	69	77	101	122	142	159
管理费用	62	84	97	116	133	149
财务费用	25	32	43	49	55	63
资产减值损失	7	24	14	16	17	18
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	2	2	2	2	3
其中：联合营企业投资	0	2	2			
汇兑收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	126	148	213	296	343	408
加：营业外收入	3	2	2	3	3	3
减：营业外支出	1	1	2	2	2	2
非流动资产处置净损失	0	1	1			
利润总额	128	149	213	297	344	409
所得税	24	20	29	40	46	55
净利润	104	129	184	257	297	354
少数股东损益	52	60	87	116	131	152
归属母公司所有者的净利润	52	70	97	141.4	166.6	201.7
股本数，百万股	312	312	312	312	312	312
EPS	0.17	0.22	0.31	0.45	0.53	0.65

资料来源：中信建投研发部

估值及投资建议：两大业务前景看好，资产注入预期锦上添花

公司的汽车零部件（辊压件、冲压件、压力管路系统）、塑料管道系统两大业务在细分市场内具有市场份额和技术领先的竞争优势，中长期将确定性受益国内汽车消费普及带来的销量和保有量增长趋势及城市化和农村生态环境工程建设带来的燃气、给水管道需求增长，09 年汽车业的复苏和房地产投资下半年有望加速将确保公司业绩录得良好增长。

我们给予公司现有业务 20X 2010 年 PE，反映公司较强的细分市场成长前景及接近汽车业平均的目标 PE，对应股价 10.6 元，考虑大股东资产注入可能性及潜在 EPS 增厚效应，上浮目标价 10%，即对应目标价 11.6 元，较 8 月 31 日收盘价（9.16 元）有 27% 上行空间，首次给予“增持”评级。

风险分析

- 汽车零部件和塑料管道市场厂家众多、竞争激烈，可能侵蚀公司的利润率水平。
- 目标价中反映的资产注入事项进度及方式不确定性较大。

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

陈 政 中信建投证券 汽车及零部件行业分析师
陈夷华 中信建投证券 电力设备行业分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010