



精密制造+正极材料双轮驱动，未来增长可期

投资要点

- **事件：**近期，我们对公司进行了调研，就公司的经营情况与未来发展战略和公司的高管进行了沟通。
- **主要逻辑：**公司发动机核心零部件精加工和研发能力突出，VVT 产品客户持续拓展，未来有望维持高增长；外延完成并购磷酸铁锂电池正极材料标的升华科技，品质优异，具有正极材料龙头的潜质。
- **发动机精密零部件龙头企业，横向产品扩展增厚主业业绩。**公司拥有液压挺柱、机械挺柱、液压张紧器件、摇臂、喷嘴、发动机可变气门系统 VVT、GDI 高压油泵挺柱及泵壳等成熟产品。目前在电子水泵、电子真空泵、电动式 VVT、VVL 和电机电控方面的研发有望拓宽未来产品线。
- **节能减排政策频出，利好 VVT 产品发展。**公司 VVT 业务成长迅速，进口替代逻辑明显，产品营收连续 5 年保持 25% 以上增速，16 年增速达到 90% 以上，VVT 毛利率水平始终保持在 35% 以上，受益于节能减排行业趋势未来有望继续爆发。客户方面，公司已拓展上汽通用五菱、东安三菱、航天三菱、广汽等核心客户，产品实力体现。我们预计 2017 年公司 VVT 产品方面将进一步攻城略地，获取更多优质客户。
- **外延并购磷酸铁锂正极材料龙头企业，业绩增长可观。**公司于 2016 年 12 月 28 日完成收购湖南升华科技股份有限公司 100% 股权，交易总价为 21 亿元。升华科技的主营产品包括磷酸铁锂、三元材料两大电池正极材料，2015 年公司磷酸铁锂产销量位居全国前三，是国内领先的锂电正极材料专业供应商。升华科技 16-18 年业绩承诺为扣非净利润应分别不低于 1.52 亿元、2.0 亿元和 2.61 亿元，2016 年已超额完成业绩承诺。公司产品质地优异，客户方面深度绑定沃特玛合作关系，多客户拓展空间大。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.10 元、1.40 元、1.61 元，对应 PE 分别为 20 倍、16 倍、14 倍，考虑到公司主业的成长性与竞争壁垒，以及收购公司升华科技在正极材料领域的龙头地位，我们给予公司 2017 年 30 倍估值，对应目标价 33 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**汽车行业增速放缓；新能源车发展不及预期；磷酸铁锂正极材料价格下降；并购企业业绩实现或不及承诺。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1171.64	2912.31	3724.83	4312.27
增长率	36.33%	148.57%	27.90%	15.77%
归属母公司净利润(百万元)	228.83	559.42	715.15	819.84
增长率	31.73%	144.47%	27.84%	14.64%
每股收益 EPS(元)	0.45	1.10	1.40	1.61
净资产收益率 ROE	6.57%	13.89%	15.23%	15.03%
PE	50	20	16	14
PB	3.26	2.82	2.42	2.08

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

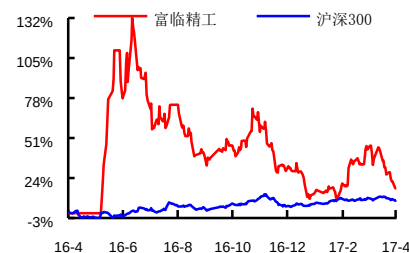
邮箱: gaiox@swsc.com.cn

联系人: 石川

电话: 023-67898871

邮箱: sc@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)	5.10
流通 A 股(亿股)	1.39
52 周内股价区间(元)	18.98-44.1
总市值(亿元)	113.47
总资产(亿元)	46.32
每股净资产(元)	7.00

相关研究

目 录

1 公司概况：国内汽车发动机精密零部件领军企业	1
1.1 股权结构	1
1.2 业务结构与盈利能力	1
1.3 客户结构与竞争对手	2
2 主业放量，内生蓬勃成长	3
2.1 公司主营产品：汽车发动机精密零部件	3
2.2 节能减排法规频出，利好 VVT 产品发展	4
2.3 自主品牌渗透率提升，进口替代加速推动产品销量增长	5
2.4 持续产品研发，提升主业实力	6
3 收购升华科技，外延发展可期	7
3.1 升华科技：动力电池正极材料领军企业	7
3.2 磷酸铁锂行业概况：锂电池正极主导材料	9
3.3 新能源趋势不减，磷酸铁锂前景明朗	10
3.4 受益磷酸铁锂趋势，看好升华未来发展	11
4 盈利预测与估值	12

图 目 录

图 1：富临精工股权结构	1
图 2：公司 2011-2016 上半年主营业务结构情况	1
图 3：公司主要产品毛利率情况	1
图 4：公司 2011-2016 收入及同比增速	2
图 5：公司 2011-2016 归母净利润及同比增速	2
图 6：公司 VVT 产品收入及同比增速	5
图 7：VVT 产品毛利率	5
图 8：2015 年 1 月-2016 年 10 月国内乘用车自主品牌占比	5
图 9：汽车零部件产业链	6
图 10：我国乘用车价格指数变化趋势	6
图 11：公司产品围绕发动机零部件横向发展	6
图 12：升华科技营收及归母净利润情况	8
图 13：升华科技毛利率情况	8
图 14：升华科技产品示意图	8
图 15：锂电池产业链示意图	10
图 16：磷酸铁锂电池产业链示意图	10
图 17：升华科技磷酸铁锂营收、成本预测	11
图 18：升华科技三元产品因受成本预测	11

表 目 录

表 1：公司客户列表	2
表 2：公司各类产品主要竞争对手	3
表 3：公司产品列表	3
表 4：公司研发项目情况	7
表 5：主要客户未来需求量	8
表 6：升华科技未来产能情况预测	9
表 7：磷酸铁锂电池与其他锂电池性能比较	11
表 8：公司业务拆分	12
附表：财务预测与估值	14

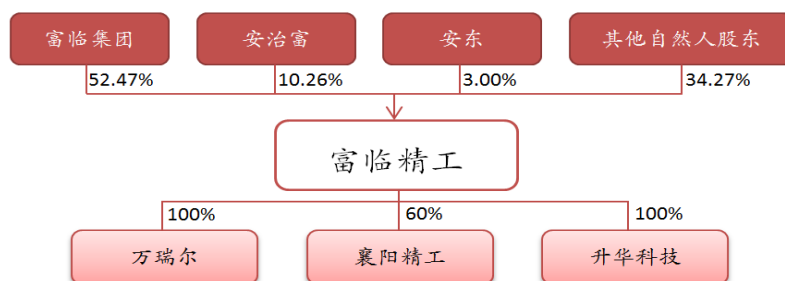
1 公司概况：国内汽车发动机精密零部件领军企业

国内汽车发动机精密零部件领军企业。富临精工专业从事汽车发动机精密零部件的研发、生产和销售。公司具有较强的研发能力，拥有省级企业技术中心及经验丰富、高素质的研发队伍。

1.1 股权结构

公司股权结构：公司的前身是绵阳富临精工机械有限公司，于 2010 年改制为股份制，公司控股股东为富临集团，安吉富先生直接持有公司 10.26% 股权，同时持有富临集团 70% 股权，为公司的实际控制人。

图 1：富临精工股权结构

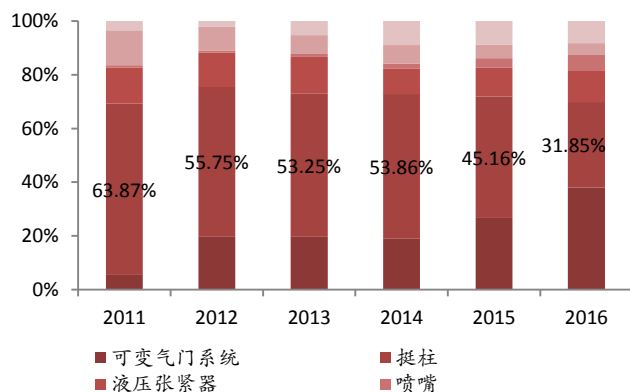


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 业务结构与盈利能力

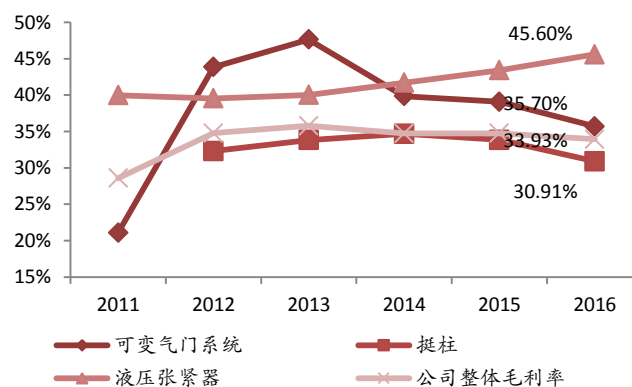
公司主营业务结构：公司产品包括可变气门系统（VVT）、挺柱、液压张紧器、摇臂四大成熟产品以及喷嘴和和高压油泵挺柱。其中前四种产品贡献了公司主要营收，2016 年营收占比为 85.58%。

图 2：公司 2011-2016 上半年主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司主要产品毛利率情况

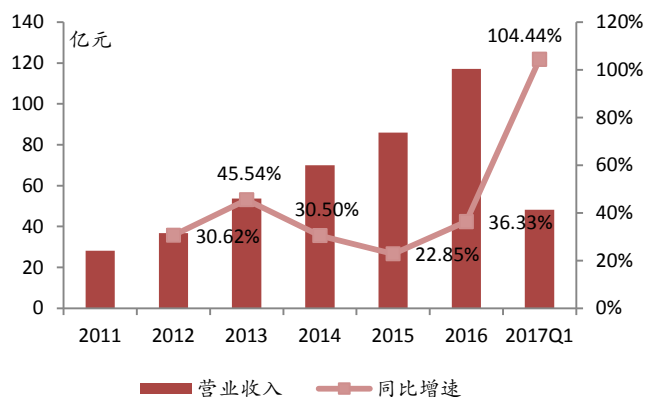


数据来源：Wind，西南证券整理

盈利能力情况:公司产品毛利率在近年略有下降,但仍维持在较高水平。2016H1 年 VVT、机械挺柱、液压挺柱、液压张紧器的毛利率分别为 36.93%、32.30%、33.64%和 44.78%。2016 年 H1 公司整体毛利率为 34.65%, 高于汽车零部件及制造行业 14%的毛利率均值。

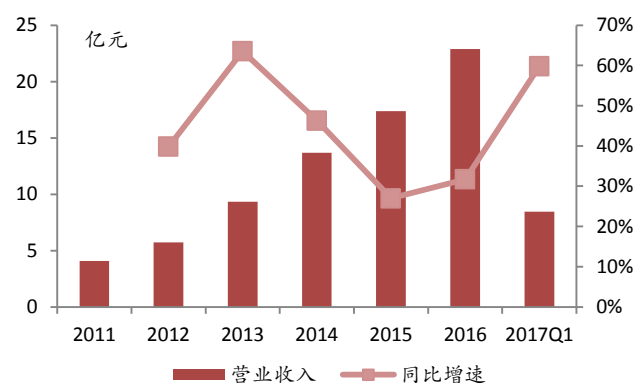
公司业绩状况:公司营业收入一直保持每年 20%以上的稳健增长。2016 年实现营收 11.72 亿元, 同比增长 36.33%, 归母净利润实现 2.29 亿元, 同比增长 31.73%。公司业绩增长快速的主要原因是 VVT、喷嘴、液压张紧器业务表现优异。

图 4: 公司 2011-2016 收入及同比增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5: 公司 2011-2016 归母净利润及同比增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

1.3 客户结构与竞争对手

客户基础扎实, 市场进一步拓展。公司目前已有主机厂客户 50 余家, 其中国内自主品牌主机厂 30 家、合资品牌主机厂 14 家、境外主机厂 6 家, 为国内知名汽车发动机生产厂商, 规模较大、实力雄厚、信用状况良好。其中上海大众、一汽大众、康明斯燃油以及 EUROCAMES 为公司 2015 年新拓展客户, 随着公司产品结构与品质的进一步优化, 公司客户结构将进一步丰富。

表 1: 公司客户列表

序号	类型	客户名称
1	国内市场客户	奇瑞、长城、比亚迪、江淮汽车、南京汽车（上汽集团旗下）、广汽乘用车、东风汽车、新晨动力、长安汽车和北汽福田等
2	合资品牌主机厂	上海大众、一汽大众、神龙汽车、上海通用（东岳动力等）、上汽通用五菱、航天三菱、东风商用车、东安汽发、昌河铃木等
3	境外主机客户	思达耐、科勒、北美通用、台湾中华、康明斯燃油等
4	境外售后客户	AC 德科、辉门、盖茨、TOPLOINE、EUROCAMES

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司竞争对手以外资为主。目前, 为国内主机厂配套的从事汽车动力总成精密零部件研发生产的企业主要以德资、美资和日资为主。其中, 德资企业主要为伊纳, 美资企业主要包括德尔福、伊顿、博格华纳、麦达因等, 日资企业主要包括 NTN、电装、三国、椿本、OTICS 等。本土自主品牌精密零部件企业主要有宜宾天工、富泰和、上海宝福、铁岭天河、浙江黎明、济南沃德和浙江宇太等。

表 2：公司各类产品主要竞争对手

产品	主要竞争对手
气门挺柱	伊纳、伊顿、宜宾天工、GTT、PPM、杭州新坐标
摇臂	伊纳、伊顿、GTT、杭州新坐标
张紧器	伊纳、NTN、上海宝福
可变气门系统	伊纳、博格华纳、德尔福、三国、电装、海力特
高压油泵挺柱	伊纳
喷嘴	喷达、浙江黎明
自动变速器零部件	海力特、伊顿、伊纳

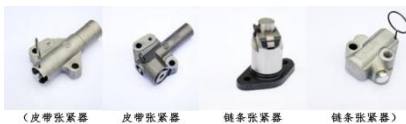
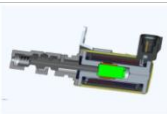
数据来源：公司公告，西南证券整理

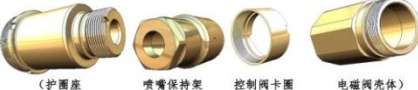
2 主业放量，内生蓬勃成长

2.1 公司主营产品：汽车发动机精密零部件

公司主要从事气门挺柱（液压挺柱、机械挺柱）、液压张紧器、摇臂、可变气门系统、喷嘴及高压油泵挺柱及高压油泵泵壳等产品的研发与生产，其中 VVT 产品营收占比超过 40%，是公司的重要的收入和利润增长点之一。

表 3：公司产品列表

产品名称		功能	图示
气门挺柱		将来自凸轮运动的作用力传给推杆或气门，可起到调节气门间隙、保证气门运动精准、降低配气机构工作噪音的作用	 (柱状气门液压挺柱 指状气门液压挺柱 杯状气门液压挺柱 气门机械挺柱)
液压张紧器		自动张紧正时皮带（或正时链条）以及附件传动，可根据发动机工况自动调节皮带（或链条）的张紧力，缓冲皮带（或链条）高速传动中的冲击载荷和震动，使皮带（或链条）处于张紧状态，保证皮带轮（或齿轮）正时，提高发动机运行的平稳性，降低发动机噪音。	 (皮带张紧器 皮带张紧器 链条张紧器 链条张紧器)
摇臂		主要作用是将凸轮轴的转矩转化为驱动气门开启的直线运动，相当于一个杠杆，与凸轮轴、挺柱等部件共同起到开启或关闭进排气门的作用。	 (气门摇臂 气门摇臂 气门摇臂)
发动机可变气门系统	发动机可变气门正时（VVT）	提升发动机功率、扭矩，降低燃油消耗，减少废气排放	 (VVT—相位器 VVT—相位器 VVT—机油控制阀 VVT—机油控制阀)
	发动机可变气门升程（VVL）	使发动机在高速区和低速区都获得满足需求的气门升程，从而改善发动机高速功率和低速扭矩。	 (VVL—机油控制阀)

产品名称		功能	图示
喷嘴及单向阀	机油喷嘴	机油喷嘴应用于发动机润滑和冷却系统中，公司生产的机油喷嘴分为活塞冷却机油喷嘴、链条润滑喷嘴。	 (机油喷嘴)
	单向阀	防止发动机停机时，处于发动机较高位置的油路中润滑油回流，保证汽车冷启动、油压未建立时，相关部件能正常工作	 (机油单向阀)
其他产品	高压油泵挺柱及高压油泵泵壳	用于缸内直喷式的汽油发动机或柴油机的高压油泵	 (油泵滚轮挺柱) (高压油泵泵壳)
	燃油喷射系统精密零部件	主要用在柴油机燃油喷射器上	 (护圈座) 喷嘴保持架 控制阀卡圈 电磁阀壳体
	自动变速器精密零部件	应用于自动变速器液压控制系统中	 (变速器零部件) (变速器零部件)

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

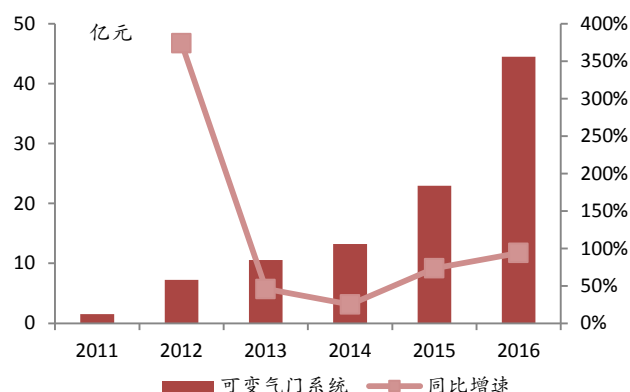
2.2 节能减排法规频出，利好 VVT 产品发展

政策环境为节能减排技术企业带来机遇。2012 年以来，我国陆续推出了《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》、《“十二五”节能环保产业发展规划》和《“十二五”汽车工业发展规划》，《规划》目标到 2020 年，当年生产的乘用车平均燃料消耗量降至 5.0 升/百公里。

变气门正时系统（VVT）是一种改变气门开启时间或开启大小的电控系统，通过在不同转速下为车辆匹配更合理的气门开启或关闭时刻，来增强车辆扭矩输出的均衡性，提高发动机功率并降低车辆的油耗。

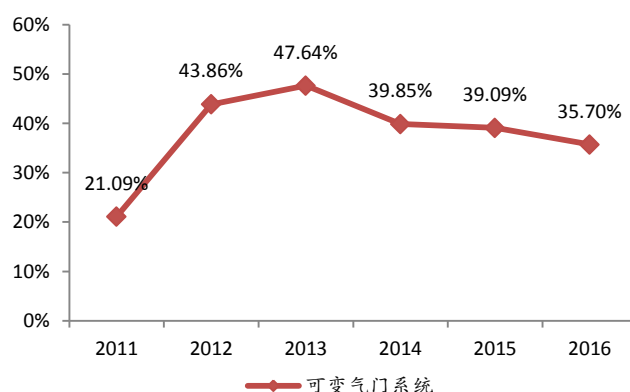
公司 VVT 产品成为营收内生增长主力军。公司 VVT 业务成长迅速，产品营收连续 5 年保持 25%以上增速，15 年达到 70%以上，16 年也实现了 53.2%的高速增长。公司 VVT 毛利率水平近年来始终保持在 35%以上，成为公司内生发展的主导产品。

图 6：公司 VVT 产品收入及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：VVT 产品毛利率

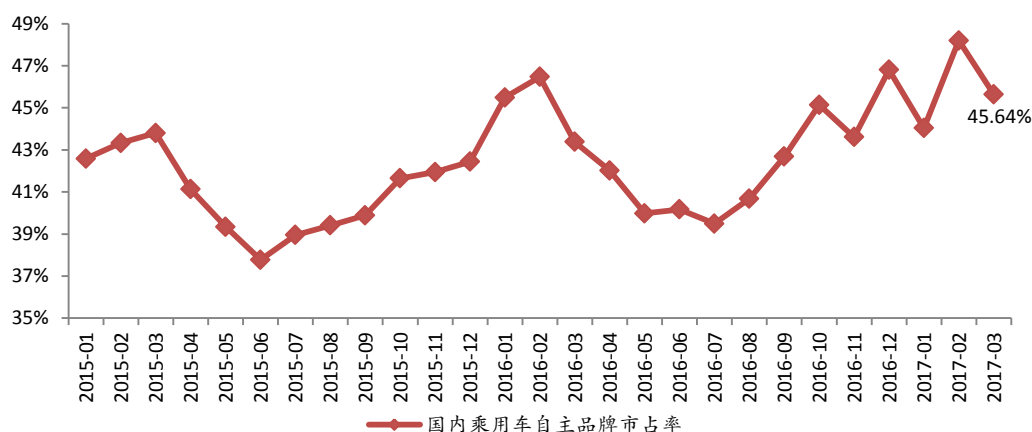


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 自主品牌渗透率提升，进口替代加速推动产品销量增长

国内汽车市场自主品牌乘用车占比持续提升，公司对应 VVT 配套市场仍有增长空间。由于技术升级和消费者消费观念的改变，自主品牌汽车近两年在国内市场表现卓越，2016 年自主品牌乘用车共销售 1052.9 万辆，同比增长 20.5%，占乘用车销售总量的 43.2%，比上年同期提高 2 个百分点。随着自主品牌持续放量，国产汽车零部件市场空间将进一步提升，公司 VVT 业务也将随行业受益。

图 8：2015 年 1 月-2016 年 10 月国内乘用车自主品牌占比



数据来源：Wind，西南证券整理

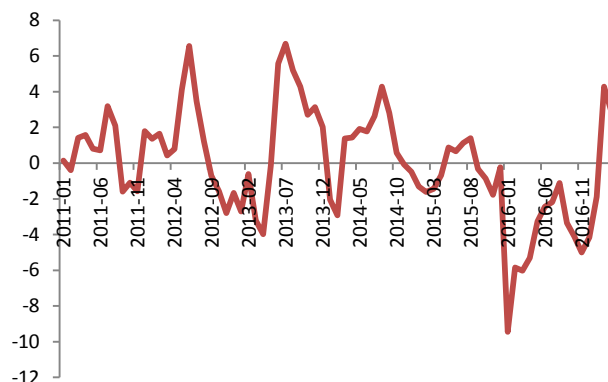
进口替代时代来临，利好公司客户拓展。依靠大的国内汽车市场以及产业优势，部分优质自主厂商凭借技术积累以及资本优势外延获取高端技术，新一轮深度国产替代的趋势已经出现。自 2015 年以来我国乘用车市场价格变化指数长期处于零点以下，价格下行趋势严峻，下游整车厂为了应对激烈的市场竞争，压缩整车产品成本是当务之急。作为国内本土企业，公司拥有较低的管理成本与劳动力成本优势，公司有望把握这一机遇继续拓展市场巩固行业地位。

图 9：汽车零部件产业链



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

图 10：我国乘用车价格指数变化趋势

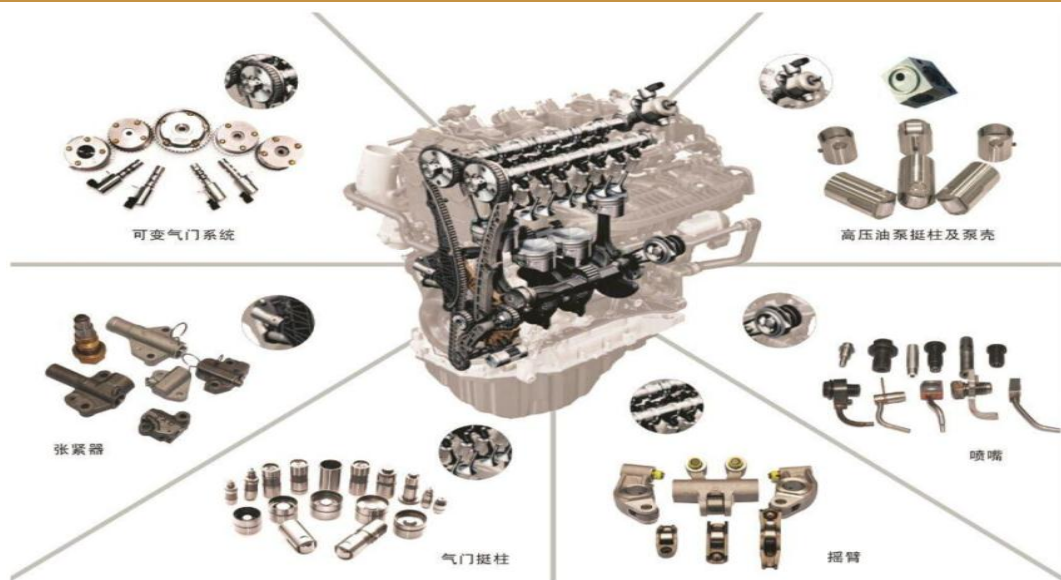


数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

2.4 持续产品研发，提升主业实力

产品横向系列化实现规模效应。公司产品围绕汽车发动机零部件横向发展，经过十多年的研发制造，公司目前已拥有液压气门挺柱、机械气门挺柱、液压张紧器、摇臂、VVT、VVL 电磁阀、喷嘴及单向阀、缸内直喷（GDI）高压油泵挺柱及高压油泵泵壳、燃油喷射器精密零部件等发动机零部件产品和自动变速器精密零部件产品，产品结构不断全面。

图 11：公司产品围绕发动机零部件横向发展



数据来源：Wind，西南证券整理

产品纵向拓展增强主业技术实力。公司顺应行业形势，公司大力进行新产品新技术开发。目前主要的研发项目包括电子水泵、电子真空泵、中间锁止式 VVT、电动式 VVT、VVL 和电机电控项目等，未来将有力地增强公司竞争力，为公司带来新的业绩增长点。

表 4：公司研发项目情况

项目名称	应用领域	项目进度及目标
电子水泵项目	应用于传统汽车发动冷却及增压发动机进气 中冷系统，混合动力及纯电动汽车的电机、电机控制器、电池、车载充电器的冷却系统的关 键部件，可实现智能控制冷却系统的温度。电 子水泵集成了无刷直流电机、电机控制器及水 泵，属机电一体化产品。	2016 年开始研发，当前已完成了样件 试制及性能实验，目标为 2018 年进入 批量生产。
电子真空泵项目	应用于电动汽车和配增压发动机汽车的制动 系统，提供真空助力刹车。电子真空泵集成了 电机及真空泵，属机电一体化产品。	2016 年开始立项研发，当前已完成了 样件试制及性能实验，目标为 2018 年 进入 批量生产。
中间锁止式 VVT 项目	属于传统 VVT 的功能升级产品，有更大的可调节角度，可以实现米勒循环，应用于新设计的 发动机，能更好地改善燃油经济性。	2016 年完成了样件试制及性能测试， 预计 2018 年实现量产。
电动式 VVT 项目	基于液压中间锁止式 VVT 系统功能的基础之 上，采用直流无刷电机控制相位器调相，集成 了 VVT 控制器、电机驱动器、无刷电机、齿轮 减速调相器，与液压式 VVT 相比，工作时不受 发动机油压、转速、温度的限制，具有更宽的 可标定范围，能更好地改善发动机燃油经济性和排放。	项目于 2016 年完成了样件试制和性 能测试，预计 2019 年实现量产。
VVL 项目	基于两级可变气门升程系统研发，主要实现方 式有两种（目前正同步研发）：采用液压推动 锁止机构的两级摇臂和机械推动凸轮轴轴向 位移的凸轮移位机构。该技术可以让发动机在 比传统发动机低速油耗更低的情况下，通过切 换凸轮来保证发动机的最大功率不受影响，或 者通过调节不同形状的凸轮，实现发动机的循 环工况切换或闭缸功能，最终提高发动机的燃 油经济性。	项目在 2016 年完成样件试制，通过了 客 户的功能测试，预计 2019 年底进入 量 产。
电机电控项目	该项目以新开发电机控制器为切入点，集成电 机与变速箱，为新能源汽车提供动力总成产 品。	项目于 2016 年底完成样件试制，预计 2017 年完成客户样车装机并实现批 量 供货。
项目名称	应用领域	项目进度及目标

数据来源：公司公告，西南证券整理

3 收购升华科技，外延发展可期

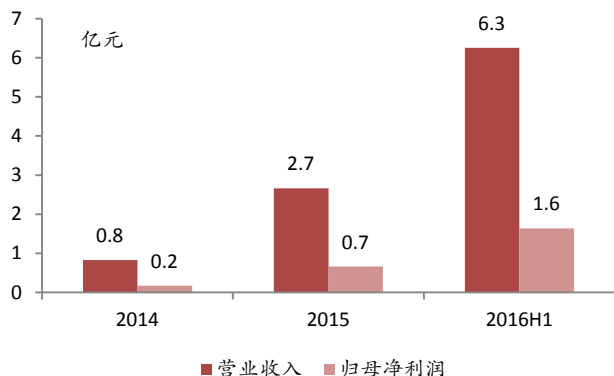
公司于 2016 年 5 月 18 日通过了发行股份及支付现金购买湖南升华科技股份有限公司 100%股权的预案，本次交易中，升华科技 100%股权的交易总价为 21 亿元，其中 73.7%以发行股份的形式支付，发行股票募集配套资金总额为 92,125.01 万元。

3.1 升华科技：动力电池正极材料领军企业

电池正极材料优质供应商，业绩表现出色。升华科技的主营业务属于新能源材料领域，主要从事磷酸铁锂、三元材料两大类锂离子电池正极材料的研发、生产与销售业务，2015 年公司磷酸铁锂产销量位居全国前三，是国内领先的锂电正极材料专业供应商。

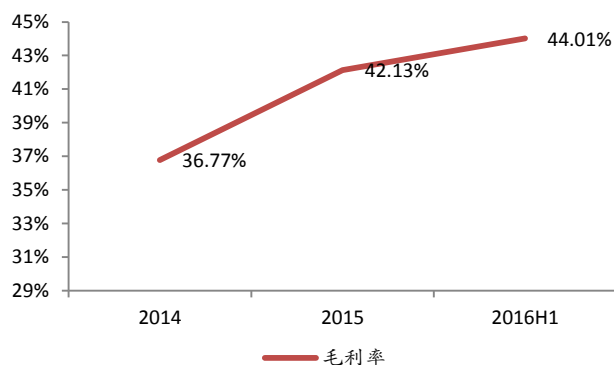
主业成长迅速，业绩表现出色。升华科技 2014-2016 年实现收入别为 8,268.8 万元、26,622.3 万元以及 62,480.5 万元，毛利率水平稳中有升，2016 年上半年毛利率达到 44%。

图 12：升华科技营收及归母净利润情况



数据来源：西南证券整理

图 13：升华科技毛利率情况



数据来源：西南证券整理

产品结构清晰，磷酸铁锂为主要收入来源。公司主要产品为新一代锂离子动力电池正极材料磷酸铁锂和镍钴锰复合氧化物。公司年生产能力为：磷酸铁锂材料 6000 吨、镍钴锰三元材料近 2000 吨。公司生产的磷酸铁锂正极材料具有优良的化学性能、出色的电池加工性能和稳定的产品品质，具有较高的行业地位。

图 14：升华科技产品示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

客户范围广泛，需求放量可观。公司客户主要包括沃特玛、光宇电源以及中航锂电等国内大型锂离子电池生产企业。根据升华科技的统计分析，主要客户未来三年的扩产需求计划情况如下：

表 5：主要客户未来需求量

序号	客户	扩产计划	投资地	2016 年月需求量 (吨/月)	2017 年月需求量 (吨/月)	2018 年月需求量 (吨/月)
1	中航锂电	投资 125 亿，锂电池 2015-2017 分三期建设	常州金坛	800	1,500	5,000
2	南部电源			500	500	500
3	沃特玛	4 月份新余投产，8 月份渭南投产	深圳、新余、东莞	3,000	3,000	3,000
4	新太行	6 月份新乡投产	新乡	120	120	1,230
合计				4,420	5,120	9,730

数据来源：公司公告，西南证券整理

顺应市场需求，产能稳步提升。升华科技根据市场需求情况逐步扩张产能：通过江西生产基地建设，计划利用三年时间将磷酸铁锂设计生产能力从 2015 年的 6100 吨/年逐步提升至 16100 吨/年。

表 6：升华科技未来产能情况预测

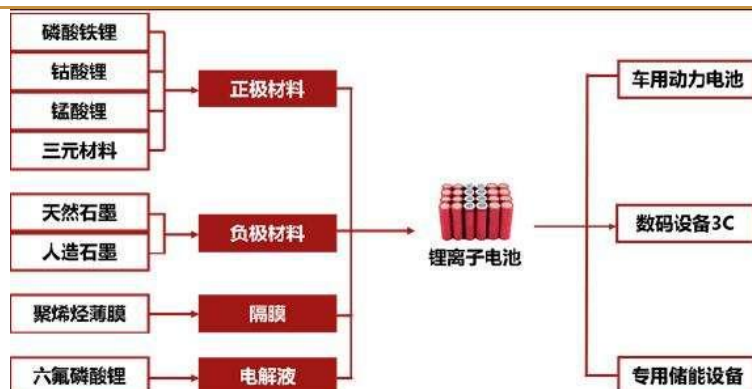
项目			预测数据				
			2016	2017	2018	2019	2020
磷酸铁锂	母公司	产能(吨)	6,100.00	6,100.00	6,100.00	6,100.00	6,100.00
		产量(吨)	6,000.00	6,000.00	6,000.00	6,000.00	6,000.00
		产能利用率	98.36%	98.36%	98.36%	98.36%	98.36%
		销量(吨)	6,000.00	6,000.00	6,000.00	6,000.00	6,000.00
		产销率	100%	100%	100%	100%	100%
		收入(万元)	54,256.41	53,985.13	53,715.20	53,715.20	53,715.20
	江苏升华	产能(吨)	4,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00
		产量(吨)	1,200.00	4,450.00	8,350.00	10,000.00	10,000.00
		产能利用率	30.00%	44.50%	83.50%	100.00%	100.00%
		销量(吨)	1,200.00	4,450.00	8,350.00	10,000.00	10,000.00
		产销率	100%	100%	100%	100%	100%
		收入(万元)	10,851.28	40,038.97	74,753.66	89,525.34	89,525.34
三元材料	母公司	产能(吨)	600.00	600.00	600.00	600.00	600.00
		产量(吨)	400.00	500.00	600.00	600.00	600.00
		产能利用率	66.67%	83.33%	100.00%	100.00%	100.00%
		销量(吨)	400.00	500.00	600.00	600.00	600.00
		产销率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
		收入(万元)	4,918.02	6,116.78	7,303.44	7,303.44	7,303.44
主营业务收入预测总额(万元)			70,025.71	100,140.88	135,772.30	150,543.98	150,543.98

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 磷酸铁锂行业概况：锂电池正极主导材料

电池正极材料，磷酸铁锂占据主要市场。锂电池产业链中，市场容量最大、附加值最高的是正极材料，占锂电池成本的 30%以上。锂电池正极材料市场可以细分为钴酸锂、三元材料、锰酸锂、磷酸铁锂材料等，其中磷酸铁锂占据最大份额。2015 年中国新能源汽车市场上，磷酸铁锂动力电池需求总量高达 1,142.12 万 kWh，比 2014 年的 356.86 万 kWh 增长了 225.86%。市场份额高达 71.20%。磷酸铁锂动力电池中，又有 70.89%是用在电动客车市场，尤以纯电动客车市场为甚，该市场需求高达 807.57 万 kWh。

图 15：锂电池产业链示意图



数据来源：中为咨询，西南证券整理

动力电池领域，磷酸铁锂仍占据首位。2015 年 7 月 7 日，中国化学与物理电源行业协会公布 2015 年动力电池的配套情况，其中磷酸铁锂以 69% 的比例牢牢占据榜首位置，三元材料以 27% 的比例位居第二，其他材料占据份额较少。

图 16：磷酸铁锂电池产业链示意图



数据来源：佐思咨询，西南证券整理

国际上主要的磷酸铁锂电池材料生产厂商有加拿大 Phostech、美国 Valence、美国 A123、台湾地区的台塑长园能源科技、立凯(Aleees)等，其中，前 3 家企业掌握着较为成熟的量产技术。国内磷酸铁锂正极材料厂商超过 60 家，实现批量生产的企业接近 20 家，呈现“诸侯混战”的局面。

3.3 新能源趋势不减，磷酸铁锂前景明朗

磷酸铁锂材料技术成熟，优势突出。磷酸铁锂具有安全性高、容量大、循环寿命长、充电快速等优势，使其成为新能源客车搭载的绝对主流。目前，新能源乘用车市场和专用车市场暂时处于培育期阶段，客车市场成为消化磷酸铁锂的主要市场。

表 7：磷酸铁锂电池与其他锂电池性能比较

	钴酸锂 LiCoO_2	镍钴锰 LiNiCoMnO_2	锰酸锂 LiMn_2O_4	磷酸铁锂 LiFePO_4
振实密度 (g/cm^3)	2.8~3.0	2.0~2.3	2.2~2.4	1.0~1.4
比表面积 (m^2/g)	0.4~0.6	0.2~0.4	0.4~0.8	12~20
克容量 (mAh/g)	135~140	155~165	100~115	130~140
电压平台 (V)	3.6	3.5	3.7	3.2
循环性能	≥ 300 次	≥ 800 次	≥ 500 次	≥ 2000 次
过渡金属	贫乏	贫乏	丰富	非常丰富
原料成本	很高	高	低廉	低廉
环保	含钴	含镍、钴	无毒	无毒
安全性能	差	较好	良好	优秀
适用领域	小电池	小电池、小型动力电池	动力电池	动力电池、超大容量电源

数据来源：中国百科网，西南证券整理

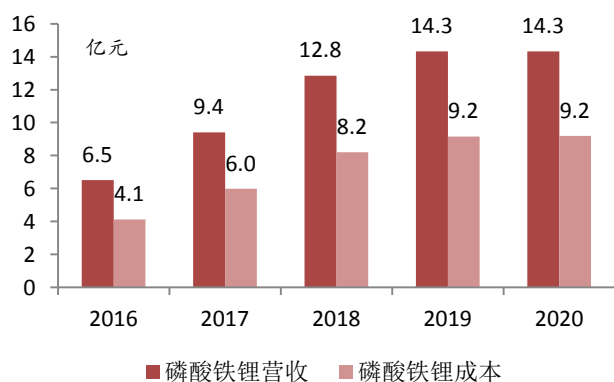
在最新出台的新能源补贴政策中，规定了新能源车电池系统能量密度的要求并与补贴系数直接挂钩，这无疑加速了电池产业链洗牌速度，优质电池厂以及相关上游材料企业将脱颖而出。升华科技磷酸铁锂属于市场中为数不多的优质产品，已经受到客户认可，公司深度绑定沃特玛等核心电池厂家，未来业务放量可期。

3.4 受益磷酸铁锂趋势，看好升华未来发展

公司于 2016 年 12 月 28 日成功完成本次收购，正式踏入新能源汽车电池正极材料领域。升华科技 2016-2017 业绩承诺为扣除非经常损益后归属于母公司的净利润应分别不低于 1.52 亿元、2.0 亿元和 2.61 亿元，三年承诺期累计实现的扣非净利润不低于 6.13 亿元。我们预计业绩超预期为大概率事件。

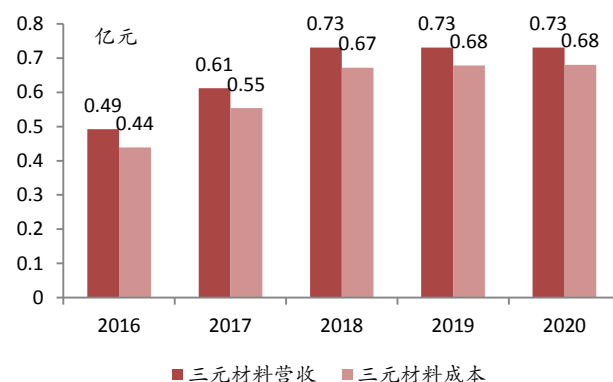
预计升华科技业务将持续增长。根据升华科技未来预计产能及主要产品的价格变化情况，可以预计其未来主要产品的营收及成本变化趋势如下，磷酸铁锂在其业绩中的主力军地位将继续加强，三元产品业务也将逐渐成长。

图 17：升华科技磷酸铁锂营收、成本预测



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：升华科技三元产品营收、成本预测



数据来源：公司公告，西南证券整理

发展趋势稳定，看好公司收购升华科技后续成长。根据电池产业发展的规律，无论是材料，还是电池，基本呈现稳定增长的趋势，能够抗周期性和国家宏观调控的影响。而作为动力电池主要正极材料的磷酸铁锂，将随着存量市场的开发和增量市场的渗透，继续快速发展。磷酸铁锂正极材料将成为公司业务又一大亮点，因此我们坚定看好公司收购升华科技后锂电池相关业务的发展。

4 盈利预测与估值

关键假设：

可变气门系统：公司 VVT 行业沉淀深厚，未来有望持续推出换代产品，维持高毛利率。预计 2017-2019 年销售毛利率分别为 35.7%、35.7%、35.7%。

挺柱：机械挺柱行业价格已经接近底部，液压挺柱为未来趋势，预计挺柱整体毛利率相对稳定。预计 2017-2019 年销售毛利率分别为 30.5%、30.5%、30.5%。

液压张紧器：预计液压张紧器未来毛利率相对稳定。预计 2017-2019 年销售毛利率分别为 45.6%、45.6%、45.6%。

喷嘴：喷嘴为公司销量增速较快的产品。预计 2017-2019 年销售毛利率分别为 34%、34%、34%。

摇臂：摇臂增速相对稳定，毛利率相对较低。预计 2017-2019 年销售毛利率分别为 18%、18%、18%。

精密零部件及其他：该板块包括高压油泵泵壳等其他产品。预计 2017-2019 年销售毛利率分别为 25.5%、25.5%、25.5%。

升华科技：升华科技目前为公司全资子公司，主要产品为磷酸铁锂和三元正极材料，新能源汽车行业处于景气周期，高端产品稀缺，毛利率有望维持稳定。预计 2017-2019 年销售毛利率分别为 34%、33%、33%。

表 8：公司业务拆分

项目（万元）		2016A	2017E	2018E	2019E
可变气门系统	收入	44,492.30	63,401.53	78,300.89	92,982.30
	yoy	93.96%	42.50%	23.50%	18.75%
	成本	28,608.55	40,767.18	50,347.47	59,787.62
	毛利率	35.7%	35.7%	35.7%	35.7%
挺柱	收入	37,313.88	39,210.85	41,208.91	43,257.35
	yoy	-3.86%	5.08%	5.10%	4.97%
	成本	25,901.08	27,227.86	28,618.90	30,040.35
	毛利率	30.5%	30.5%	30.5%	30.5%
液压张紧器	收入	13,567.58	18,994.61	25,642.73	33,335.54
	yoy	46.1%	40%	35%	30%
	成本	7,380.76	10,333.07	13,949.64	18,134.54
	毛利率	45.6%	45.6%	45.6%	45.6%

项目 (万元)		2016A	2017E	2018E	2019E
喷嘴	收入	7297.3	14594.5	26270.2	42032.3
	yoy	144.10%	100%	80%	60%
	成本	4816.2	9632.4	17338.3	27741.3
	毛利率	34%	34%	34%	34%
摇臂	收入	4891.2	5380.3	5918.4	6510.2
	yoy	12.21%	10%	10%	10%
	成本	4010.8	4411.9	4853.1	5338.4
	毛利率	18%	18%	18%	18%
精密零部件及其他	收入	9,610.05	11,532.06	13,838.47	16,606.16
	yoy	27.15%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本	7,157.06	8,588.47	10,306.17	12,367.40
	毛利率	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%
升华科技	收入		138,117	181,303	196,503
	yoy			31%	8%
	成本		91,410	120,917	132,621
	毛利率		34%	33%	33%
合计	收入	117,163.62	291,230.70	372,482.98	431,227.29
	yoy	36.33%	148.57%	27.90%	15.77%
	成本	77,411.47	192,370.69	246,330.71	286,030.79
	毛利率	33.93%	33.95%	33.87%	33.67%

数据来源：西南证券

我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.10 元、1.40 元、1.61 元，对应 PE 分别为 20 倍、16 倍、14 倍，考虑到公司主业的成长性与竞争壁垒，以及收购公司升华科技在正极材料领域的龙头地位，我们给予公司 2017 年 30 倍估值，对应目标价 33 元，首次覆盖给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1171.64	2912.31	3724.83	4312.27	净利润	228.83	559.42	715.15	819.84
营业成本	774.11	1923.71	2463.31	2860.31	折旧与摊销	52.96	72.04	87.62	112.67
营业税金及附加	9.36	22.17	28.82	33.19	财务费用	-8.92	-15.57	-21.06	-24.47
销售费用	29.02	74.53	94.31	109.58	资产减值损失	1.71	0.58	0.00	0.00
管理费用	103.36	257.95	329.48	381.61	经营营运资本变动	-216.38	-332.39	-308.35	-272.95
财务费用	-8.92	-15.57	-21.06	-24.47	其他	126.04	1.28	-0.19	-0.19
资产减值损失	1.71	0.58	0.00	0.00	经营活动现金流净额	184.24	285.35	473.17	634.89
投资收益	1.08	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1800.16	-200.00	-300.00	-413.23
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1138.89	21.67	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-661.26	-178.33	-300.00	-413.23
营业利润	264.07	648.93	829.97	952.06	短期借款	8.00	-44.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.13	3.26	3.07	2.98	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	266.19	652.20	833.04	955.04	股权融资	2426.04	0.00	0.00	0.00
所得税	37.37	92.78	117.88	135.21	支付股利	0.00	-18.07	-47.12	-59.86
净利润	228.83	559.42	715.15	819.84	其他	-1663.11	15.57	21.06	24.47
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	770.93	-46.50	-26.06	-35.38
归属母公司股东净利润	228.83	559.42	715.15	819.84	现金流量净额	297.40	60.52	147.12	186.28
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	698.53	759.05	906.16	1092.44	成长能力				
应收和预付款项	1148.39	2048.54	2754.45	3281.55	销售收入增长率	36.33%	148.57%	27.90%	15.77%
存货	223.41	536.98	695.28	805.10	营业利润增长率	33.46%	145.74%	27.90%	14.71%
其他流动资产	4.49	155.00	136.92	182.18	净利润增长率	31.73%	144.47%	27.84%	14.64%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	38.43%	128.95%	27.10%	16.03%
投资性房地产	21.67	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	526.29	674.21	906.55	1227.07	毛利率	33.93%	33.95%	33.87%	33.67%
无形资产和开发支出	1761.65	1741.78	1721.90	1702.03	三费率	10.54%	10.88%	10.81%	10.82%
其他非流动资产	79.82	79.73	79.65	79.56	净利率	19.53%	19.21%	19.20%	19.01%
资产总计	4464.24	5995.29	7200.92	8369.92	ROE	6.57%	13.89%	15.23%	15.03%
短期借款	44.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.13%	9.33%	9.93%	9.80%
应付和预收款项	804.85	1809.65	2328.91	2723.80	ROIC	12.40%	17.17%	18.37%	18.11%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.30%	24.22%	24.07%	24.12%
其他负债	130.59	159.49	177.82	191.95	营运能力				
负债合计	979.44	1969.14	2506.73	2915.76	总资产周转率	0.40	0.56	0.56	0.55
股本	509.99	509.99	509.99	509.99	固定资产周转率	3.01	5.58	5.95	5.33
资本公积	2394.48	2394.48	2394.48	2394.48	应收账款周转率	3.25	3.99	3.46	3.20
留存收益	580.33	1121.68	1789.72	2549.70	存货周转率	4.17	5.05	3.99	3.81
归属母公司股东权益	3484.80	4026.15	4694.19	5454.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.26%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	3484.80	4026.15	4694.19	5454.16	资产负债率	21.94%	32.84%	34.81%	34.84%
负债和股东权益合计	4464.24	5995.29	7200.92	8369.92	带息债务/总负债	4.49%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.37	1.87	1.87	1.91
					速动比率	2.11	1.59	1.58	1.62
					股利支付率	0.00%	3.23%	6.59%	7.30%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	308.11	705.40	896.53	1040.26	每股收益	0.45	1.10	1.40	1.61
PE	49.59	20.28	15.87	13.84	每股净资产	6.83	7.89	9.20	10.69
PB	3.26	2.82	2.42	2.08	每股经营现金	0.36	0.56	0.93	1.24
PS	9.68	3.90	3.05	2.63	每股股利	0.00	0.04	0.09	0.12
EV/EBITDA	34.24	14.90	11.56	9.78					
股息率	0.00%	0.16%	0.42%	0.53%					

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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn