

2020年03月08日

证券研究报告·公司研究报告

威孚高科 (000581) 汽车

买入 (首次)

当前价: 20.54 元

目标价: 27.84 元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

主业稳健发展, 新兴领域业务开拓

投资要点

- **投资逻辑:** 公司燃油喷射技术壁垒较高, 博世汽柴垄断高压共轨市场, 市场份额近 80%。尾气处理业务受益于排放标准升级, 有望迎来增量。同时公司亦积极布局轮毂电机、燃料电池等新兴领域。当前威孚高科 2020 年 PE 仅为 9 倍, 低于行业平均估值。
- **重卡行业景气度持续, 主业稳健。** 未来两年国三车型进入淘汰的集中期, 同时在逆周期调解下, 我们认为重卡行业景气度将持续。公司背靠博世集团在汽车喷射系统的全球领先的技术优势, 博世汽柴在柴油发动机共轨系统领域市占率一度达到 80%, 处于行业的垄断地位。与此同时, 受益于排放标准的日益严苛, 尾气处理技术将进一步升级, 我们预计轻卡市场约 30 亿左右的增量。而对于重卡市场而言, 其尾气后处理主要的增量市场来自于 DPF、DOC、EGR 等产品的, 预计约 60 亿左右的增量空间。公司在 SCR、DOC、DPF 等产品布局全面, 有望全面受益。
- **深耕主业, 积极开拓新兴领域。** 合资企业中联电子旗下的联合汽车电子为国内领先的汽车电子厂商, 在动力控制和车身电子领域技术领先, 并持续为公司贡献充裕的现金流。与此同时, 公司先后参股 Protean 和收购 IRD, 在轮毂电机以及燃料电池领域实现布局, 后续亦有望受益于博世国内氢燃料中心的发展。
- **现金流充裕, 回购彰显信心。** 公司主要利润来源博世汽柴与中联电子持续贡献稳定充裕的现金流。公司账上资金充裕, 截至 2019 年三季度公司货币资金+委托理财金额累计超过 70 亿元, 并保持 50% 的分红比例。2020 年 2 月份, 公司推出回购方案, 回购金额不低于 3 亿元不超过 6 亿元, 回购价格不高于 24 元/股, 亦彰显公司发展的信心。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 2.27 元、2.32 元、2.38 元。公司主业有较高壁垒, 亦积极布局新兴产业, 值得期待。当前公司 2020 年 PE 仅为 9 倍, 低于行业平均估值, 给予 2020 年 12 倍 PE, 首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 27.84 元。
- **风险提示:** 宏观经济下行、重卡销量或不及预期、新兴业务拓展或不及预期、投资收益或不及预期等风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8721.67	8140.46	8353.43	8597.40
增长率	-3.28%	-6.66%	2.62%	2.92%
归属母公司净利润 (百万元)	2396.08	2293.93	2338.41	2398.39
增长率	-6.82%	-4.26%	1.94%	2.57%
每股收益 EPS (元)	2.37	2.27	2.32	2.38
净资产收益率 ROE	14.99%	12.87%	11.86%	11.06%
PE	9	9	9	9
PB	1.30	1.17	1.06	0.96

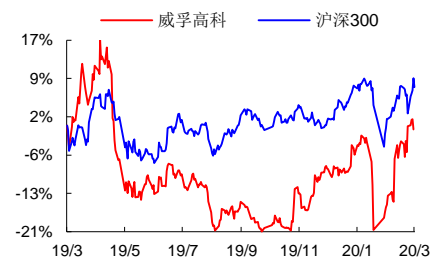
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 宋伟健
 执业证号: S1250519070001
 电话: 021-58351812
 邮箱: swj@swsc.com.cn

联系人: 冯未然
 邮箱: fwr@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)	10.09
流通 A 股(亿股)	8.36
52 周内股价区间(元)	16.38-25.7
总市值(亿元)	207.24
总资产(亿元)	228.23
每股净资产(元)	16.30

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：国内燃油喷射系统龙头.....	1
2 重卡行业景气度持续，主业稳定发展.....	4
2.1 重卡行业景气度维持，博世汽柴具有较高壁垒	4
2.2 排放标准日益严苛，尾气处理迎增量市场	8
3 联合电子：国内领先的汽车电子厂商.....	12
4 夯实主业，积极布局新兴领域.....	15
5 盈利预测与估值.....	16
5.1 盈利预测.....	16
5.2 相对估值.....	16
6 风险提示	17

图 目 录

图 1: 威孚高科产品线构成.....	1
图 2: 公司历史沿革.....	1
图 3: 公司股权结构.....	2
图 4: 公司营收结构 (2019H)	3
图 5: 公司历年营收情况.....	3
图 6: 公司毛利结构 (2019H)	3
图 7: 公司历年净利润情况.....	3
图 8: 公司净利润构成 (博世汽柴+中电电子贡献投资收益/净利润)	3
图 9: 公司历年分红比例.....	4
图 10: 公司账上资金情况.....	4
图 11: 公司经营性现金流与投资收益情况.....	4
图 12: 公司历年资本开支情况 (亿元)	4
图 13: 国六排放升级引发抢装行情.....	5
图 14: 深圳市国三淘汰车型补贴标准 (万元)	6
图 15: 西安市国三淘汰车型补贴标准 (万元)	6
图 16: 重卡保有量及结构.....	6
图 17: 重卡销量预测 (万辆)	6
图 18: 高压共轨系统.....	7
图 19: 博世汽柴历年营收情况.....	8
图 20: 博世汽柴历年利润情况.....	8
图 21: 博世汽柴历年净利率水平.....	8
图 22: 重型柴油车最严排放标“国六 b”与国五标准对比 (标准高、执行严)	9
图 23: 国六标准实施将带来重卡单车成本的提升.....	9
图 24: 排放升级带来尾气排放处理技术更新.....	10
图 25: 主要后处理产品的价格对比 (元)	10
图 26: 尾气后处理市场规模预测 (亿元)	10
图 27: 2017 年重型商用车 SCR 竞争格局.....	11
图 28: 2017 年轻型商用车 DOC+SCR 竞争格局.....	11
图 29: 2017 年 DOC+DPF 竞争格局.....	12
图 30: 公司尾气后处理营收情况.....	12
图 31: 公司尾气后处理毛利率情况.....	12
图 32: 联合汽车电子客户结构.....	14
图 33: 中联汽车电子历年利润情况 (亿元)	14
图 34: Protean 产品图 (1)	15
图 35: Protean 产品图 (2)	15

表 目 录

表 1: 公司子公司布局情况.....	2
表 2: 部分重点区域淘汰国三车型规划.....	5
表 3: 联合汽车电子产品构成.....	13
表 4: 分业务收入及毛利率.....	16
表 5: 可比公司估值 (2020/3/7)	17
附表: 财务预测与估值.....	18

1 公司概况：国内燃油喷射系统龙头

公司为国内汽车动力工程核心零部件骨干企业，从事的主要业务产品为柴油燃油喷射系统产品、汽车尾气后处理系统产品和进气系统产品。其中在柴油燃油喷射系统领域，公司为国内的绝对龙头，在重卡高压共轨领域的市占率达到 80%。与此同时，公司在深耕动力系统主业的情况下，积极布局新兴领域，2019 年通过收购 IRD 公司 66% 的股权，进入燃料电池核心部件的研发和生产。

图 1：威孚高科产品线构成



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司历史沿革：公司成立于 1958 年，前身为无锡内燃机厂，1965 年变更为无锡油泵油嘴厂，1992 年改组为无锡威孚股份有限公司。1984 年开始与博世集团开展广泛的合作，在动力系统方面不断提升自身的技术。2004 年公司与博世成立博世汽柴，进一步加强与博世集团的合作。2012 年完成对博世公司的非公开发行，引进其为公司的战略投资者。2018 年开始公司逐步布局新兴领域，2018 年投资了轮毂电机优质企业 Protean，2019 年通过收购 IRD 公司 66% 的股权，进入燃料电池核心部件的研发和生产。

图 2：公司历史沿革

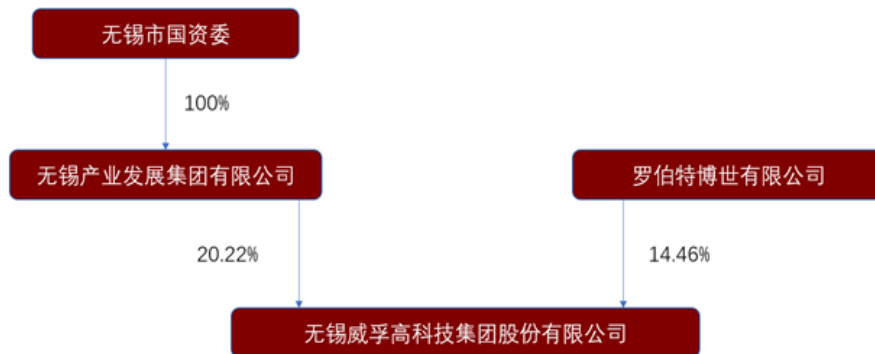


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构与主要子公司情况：公司总股本 10.09 亿股，公司控股股东无锡产业发展集团有限公司持有公司 20.22% 的股份，而无锡产业发展集团有限公司为无锡国资委旗下的国有独资有限公司，因此无锡国资委为公司实际控制人。罗伯特博世有限公司持有公司 14.16% 的股份。

公司旗下子公司众多，其中合资公司博世汽柴与中联电子为公司主要的业绩来源。博世汽柴专注于柴油机高压共轨系统，而中联电子旗下联合汽车电子主要产品为汽油机电控系统。控股子公司中威孚力达主要从事汽车尾气催化剂，威孚汽柴和威孚金宁主要从事泵类部件的生产，威孚天力和威孚英特迈主要从事增压器产品的生产。

图 3：公司股权结构



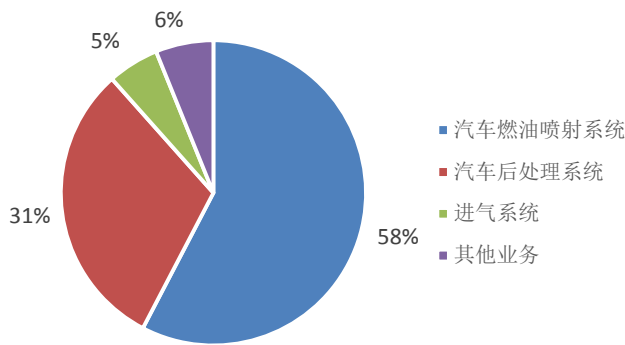
数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：公司子公司布局情况

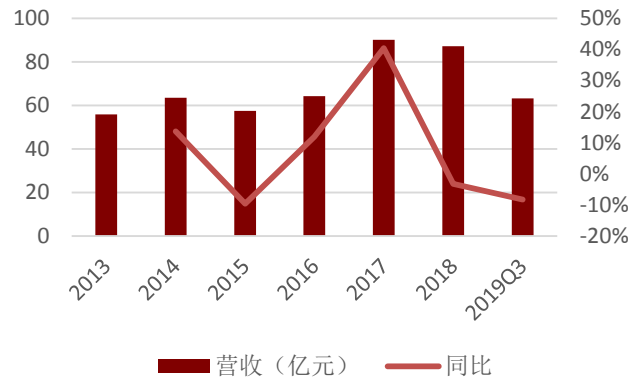
公司名称	持股比例	业务范畴
威孚力达	94.81%	汽车后处理系统
威孚汽柴	100%	汽车燃油喷射系统
威孚金宁	85%	汽车燃油喷射系统
威孚天力	47.94%	进气系统
威孚英特迈	100%	进气系统
博世汽柴	32.5%	汽车燃油喷射系统
中联电子	20%	汽车燃油喷射系统

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司营收构成与历年表现：公司主业由汽车燃油喷射系统、汽车后处理系统、进气系统三大业务板块构成，2019 年上半年营收占比分别为 58%、31%和 5%。公司下游以商用车为主，前两大客户为博世柴油系统和德国博世。受益于商用车行业的回暖以及高压共轨系统的逐步渗透，公司营收稳中有升。

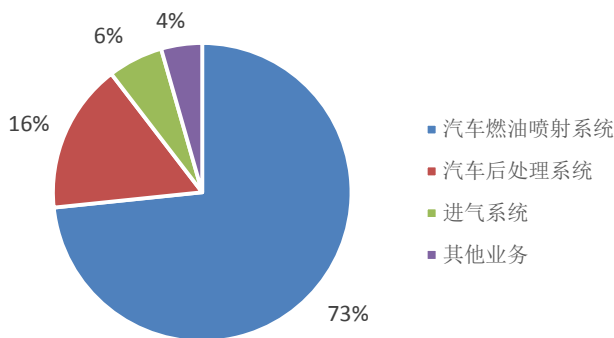
图 4：公司营收结构 (2019H)


数据来源：公司公告，西南证券整理

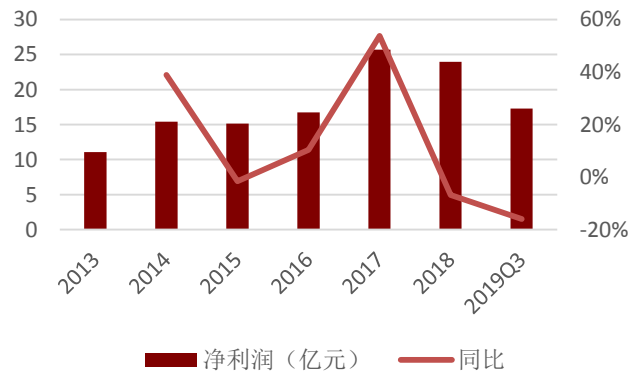
图 5：公司历年营收情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

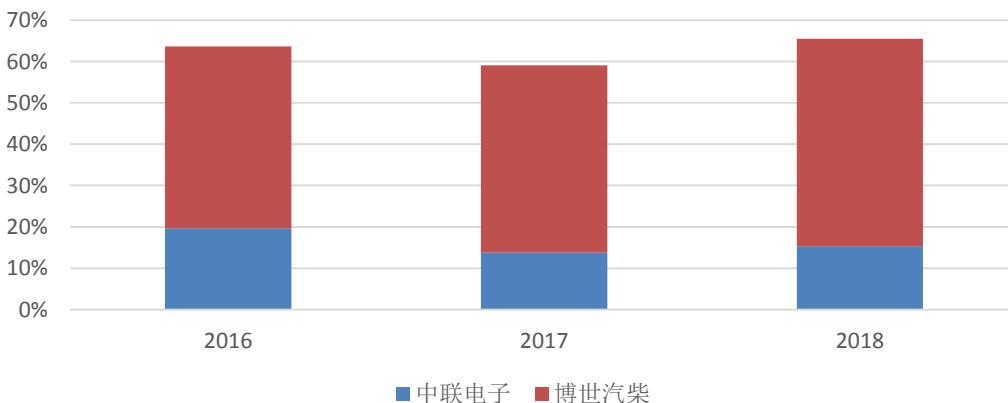
公司利润构成与历年表现：从毛利率角度来看，2019 年上半年汽车燃油喷射系统、汽车后处理系统、进气系统毛利率分别为 28.8%、12.0%和 24.9%，毛利占比分别为 73%、16%和 6%。从净利润角度来看，博世汽柴和中联电子所贡献的投资收益为公司最为主要的利润来源，2018 年占比达到 65%。

图 6：公司毛利结构 (2019H)


数据来源：公司公告，西南证券整理

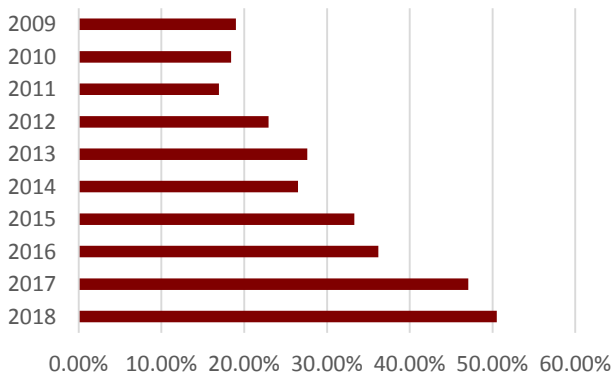
图 7：公司历年净利润情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

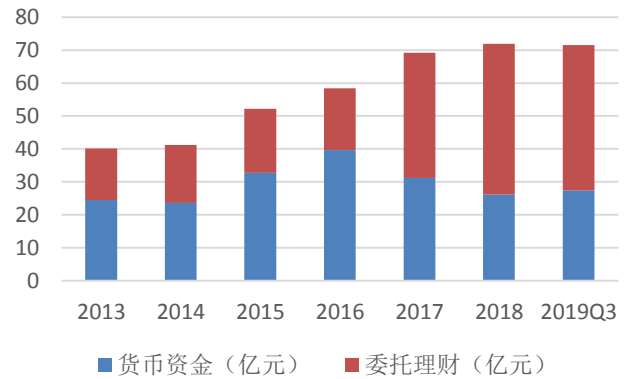
图 8：公司净利润构成 (博世汽柴+中联电子贡献投资收益/净利润)


数据来源：公司公告，西南证券整理

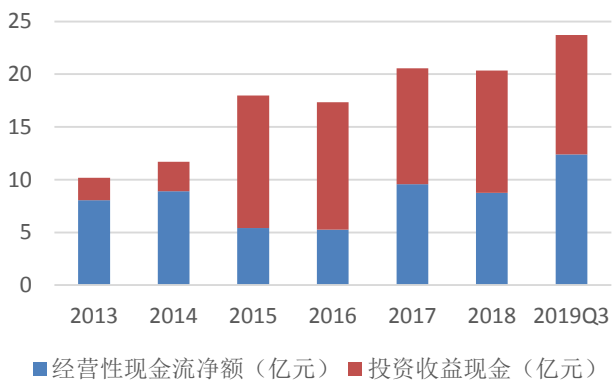
公司资金充裕，有望维持较高分红比例：受益于公司业务的稳定发展，公司现金流充裕，其中利润主要来源博世汽柴和中联电子持续保持较高的分红比率。公司账上资金充裕，截至2019年三季度公司货币资金+委托理财金额累计超过70亿元。我们认为，公司财务状况稳健，具有充裕的现金流以及账上资金，为持续的高分红奠定基础。

图 9：公司历年分红比例


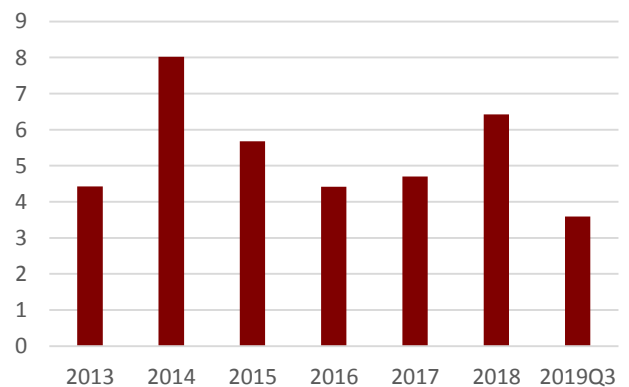
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司账上资金情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：公司经营性现金流与投资收益情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：公司历年资本开支情况 (亿元)


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 重卡行业景气度持续，主业稳定发展

2.1 重卡行业景气度维持，博世汽柴具有较高壁垒

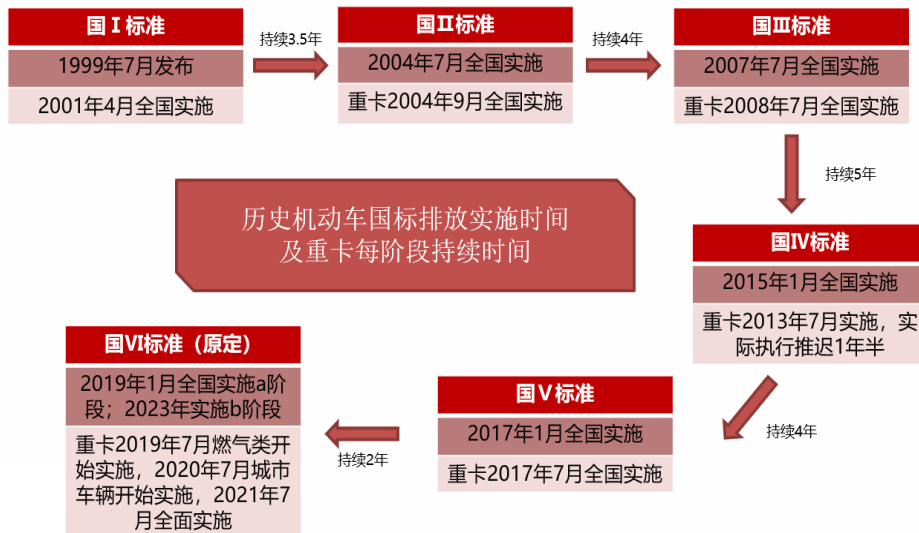
排放升级+国三淘汰加速重卡替换周期。一般情况下，国标升级前后为重卡换车的高峰期，2019年7月开始燃气类重卡已经在全国范围内实施国六标准，城市车辆将于2020年7月开始全面实施，2021年7月所有重卡将全面实施国六标准。而2019年7月1日起，重点区域、珠三角地区、成渝地区提前实施国六排放标准。

2018年国务院印发的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》以及2019年11部门联合发布的《柴油货车污染治理攻坚战行动计划》均强调重点区域采取经济补偿、限制使用、严格超标排放监管等方式，大力推进国三及以下排放标准营运柴油货车提前淘汰更新，加快淘汰采

用稀薄燃烧技术和“油改气”的老旧燃气车辆。各地制定营运柴油货车和燃气车辆提前淘汰更新目标及实施计划。2020 年底前，京津冀及周边地区、汾渭平原淘汰国三及以下排放标准营运中型和重型柴油货车 100 万辆以上。

我们认为，在国标升级的关键时点，政策层面加快新老车型的更替，有助于加速国三车型的淘汰。与此同时，重点区域的省市迅速跟进，具体措施包括强制执行和补贴奖励，2020 年开始相关区域的补贴相较于 2019 年进一步下降，根据重点区域的规划预计 2020 年前相关省市完成国三车型的淘汰。

图 13：国六排放升级引发抢装行情

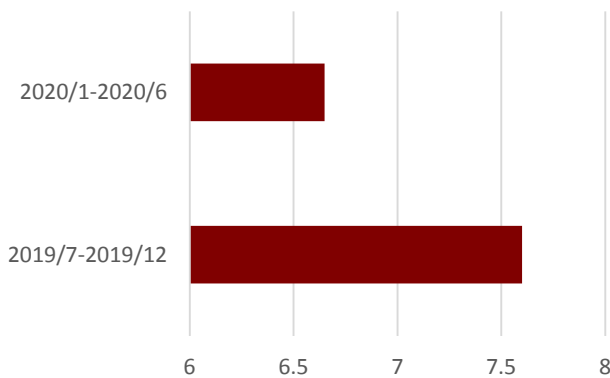
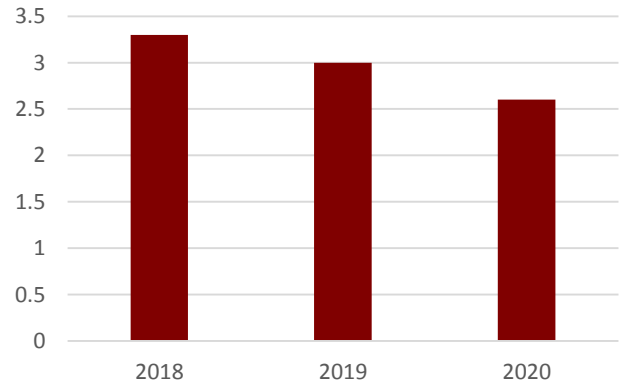


数据来源：工信部，西南证券整理

表 2：部分重点区域淘汰国三车型规划

区域	要求
北京市	到 2019 年，北京市行政事业单位和国有企业基本淘汰国三柴油货车。2020 年，邮政、城市快递、办理货车通行证的轻型物流配送车辆基本为电动车。
南京市	到 2020 年底前，计划淘汰 21.4 万辆国三及以下排放标准柴油车。
天津市	2020 年底完成“十三五”老旧车淘汰工作任务。
深圳市	2020 年底对柴油车全面实施国六排放标准。并且将进一步加大国三柴油车的限行力度，通过疏堵结合的方式，力争在 2020 年基本淘汰国三柴油车。
陕西省	到 2020 年底前，全省淘汰高排放国三及以下排放标准营运柴油货车 11 万辆、老旧燃气车 2 万辆，其中西安、宝鸡、咸阳、铜川、渭南市和杨凌示范区基本淘汰国三及以下排放标准营运中、重型柴油货车，其他各市淘汰总量的 30% 以上。
山东省	山东省计划自 2019 年 1 月 1 日起，山东省预计淘汰国三及老旧柴油车近 80 万辆；在 2020 年年底前，淘汰国三及以下排放标准营运柴油货车。
甘肃省	到 2020 年前完成 17.9 万辆老旧柴油车治理任务。

数据来源：卡车之家，西南证券整理

图 14: 深圳市国三淘汰车型补贴标准 (万元)

图 15: 西安市国三淘汰车型补贴标准 (万元)


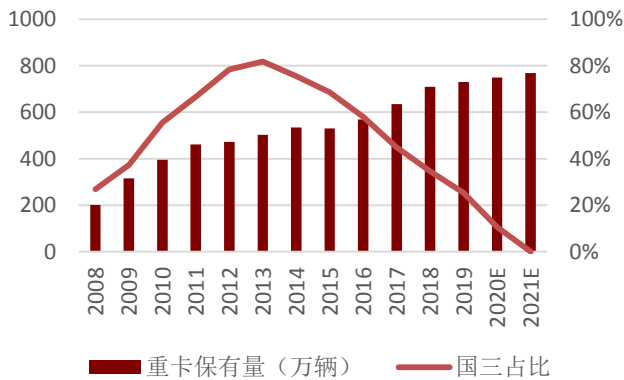
数据来源: 卡车之家, 西南证券整理。注: 1、淘汰方式为报废淘汰; 2、车型为重型载货汽车

数据来源: 卡车之家, 西南证券整理

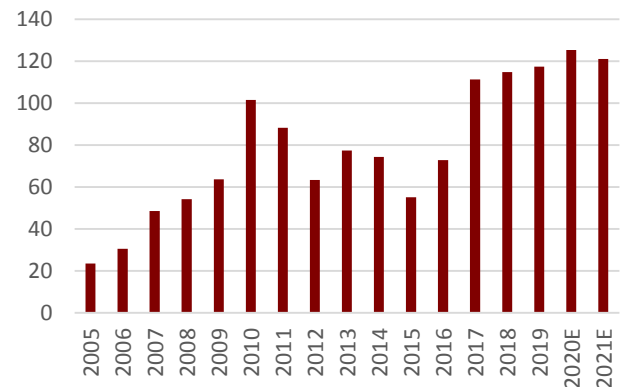
重卡景气度有望持续。我们认为未来两年重卡市场仍旧以替换需求为主:

- (1) 未来两年行业最关键的因素仍旧是在国标升级, 加速国三车的淘汰;
- (2) 参照重点区域以及《行动计划》的规划, 2020 年将是国三车型淘汰的重点年份;
- (3) 根据我们预测截至 2019 年底国三车保有量仍旧有 180 万辆左右, 占总体保有量的 25%左右。
- (4) 经济稳定增长, 逆周期调节预期下, 重卡总体保有量仍旧保持增长。

我们预计, 2020 年-2021 年两年重卡销量有望维持较高的景气度。

图 16: 重卡保有量及结构


数据来源: 中汽协, 西南证券整理

图 17: 重卡销量预测 (万辆)


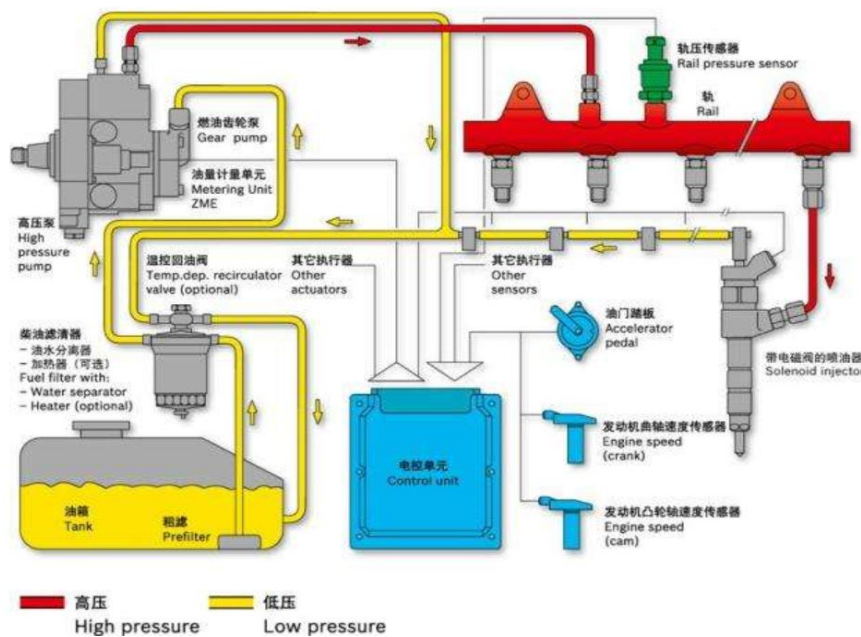
数据来源: 中汽协, 西南证券整理

垄断高压共轨系统, 博世汽柴壁垒较高。博世汽车柴油系统股份有限公司 (博世汽柴) 有威孚高科和博世集团于 2004 年合资成立。博世汽柴主营柴油发动机共轨系统、汽车尾气后处理系统等。凭借博世集团在汽车喷射系统的全球领先的技术优势, 博世汽柴在柴油发动机共轨系统领域市占率一度达到 80%, 处于行业的垄断地位。

由于柴油的沸点比汽油更高，更不容易气化，因此需要压缩雾化爆发燃烧工作，采用压缩空气的办法提高空气温度，使空气温度超过柴油的自然测试，这时再喷入柴油、柴油喷雾和空气混合的同时自己点火燃烧。而传统燃油机的喷油压力随着发动机的转速和喷油量的增加而增加，随着排放标准的日益严苛，传统柴油机无法满足。而高压共轨的工作原理就是低压燃油泵将燃油输入高压油泵，高压油泵将燃油加压送入高压油轨，高压油轨中的压力由电控单元根据油轨压力传感器测量的油轨压力进行调节，高压油轨内的燃油经过高压油管，根据机器的运行状态，由电控单元确定合适的喷油定时、喷油持续期由电液控制的电子喷油器将燃油喷入气缸。随着国四标准的实施，高压共轨系统逐步渗透，目前其在商用车柴油机领域基本已经普及。

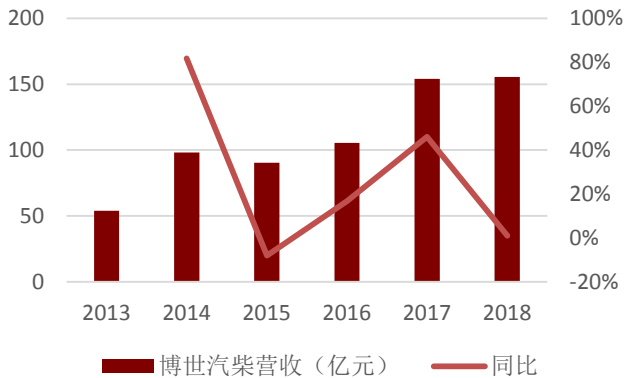
高压共轨有喷油器、高压泵、高压油轨、电控单元为四大核心部件。其中喷油嘴和电控单元为最关键、最复杂的部件。高压共轨以及喷油器有博世汽柴自主制造、高压泵有为夫妻才供应、电控单元由中联电子旗下的联合电子制造。国内厂商中仅有潍柴自己配套电控单元。国五阶段，高压共轨的压力要求在 1600bar 以上，预计国六标准阶段压力要求会升至 2000bar 以上，工艺要求更高。目前国内电喷技术主要由博世、电装、德尔福三家垄断，在高压共轨领域，博世因为本土化最早，一直掌握着垄断的地位，电装因没有本土化生产，竞争力较弱。而德尔福因为本土化的时间较晚，对于博世的冲击较小。而国内厂商在量产方面的差距仍旧很大。我们认为，随着排放标准的日益严苛，博世汽柴在高压共轨系统领域的优势将越发明显。

图 18：高压共轨系统

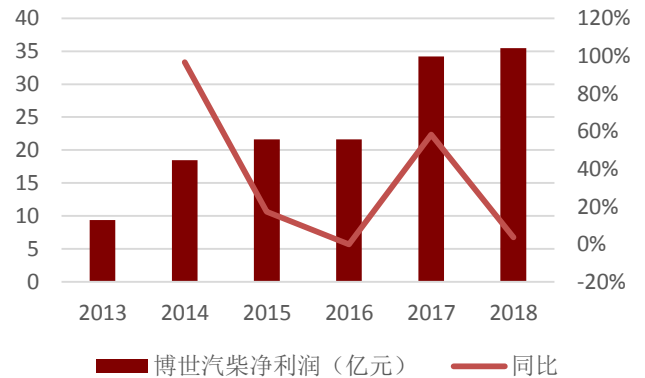


数据来源：公司官网，西南证券整理

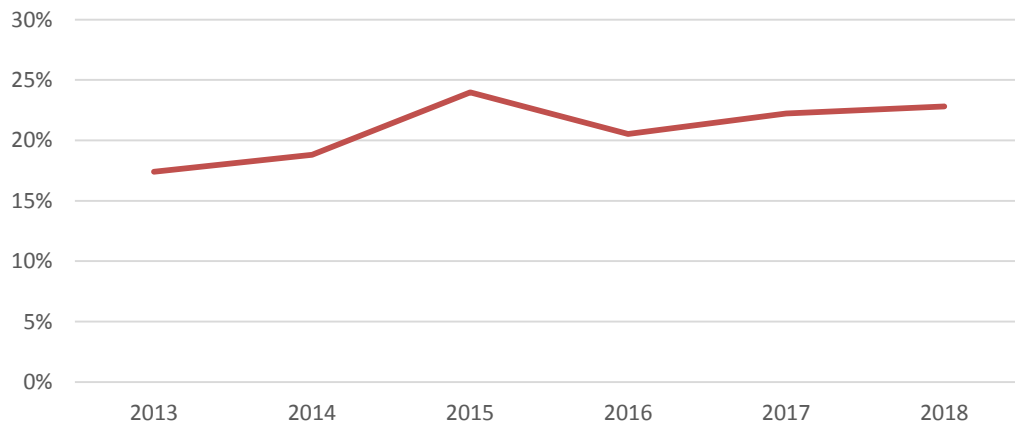
博世汽柴业绩稳健，为公司提供充裕的现金流。国四标准实施之后，受益于高压共轨系统的逐步渗透，公司营收与业绩保持稳定增长，近两年受益于重卡市场的高景气度，公司业绩再创新高。博世汽柴的高压共轨系统技术壁垒较高，公司拥有超过 20% 的净利润率，随着排放标准的逐步升级，公司的技术优势有望越发突出，净利率有望保持稳定。与此同时，博世汽柴保持较高的分红比率，为公司提供了较为充裕的现金流。

图 19: 博世汽柴历年营收情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 20: 博世汽柴历年利润情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 21: 博世汽柴历年净利率水平


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

2.2 排放标准日益严苛, 尾气处理迎增量市场

国五升国六, 排放标准日趋严苛:

- (1) a/b 标准方面: 国六 a 阶段的排放标准基本与“国五”相同, 仅仅是取了国五排放要求中的最严值, 大部分主机厂直接跳过国六 A 阶段进入国六 B 的设计研发;
- (2) 排放物方面: 国六 b 氮氧化物 (NOx) 和颗粒物 (PM) 排放限值和国五相比分别加严了 77% 和 67%, 并新增了粒子数量 (PN) 的限值要求;
- (3) 测试工况方面: 发动机测试工况从国五采用的欧洲稳态循环 (ESC) 和欧洲瞬态循环 (ETC), 到国六 b 改为更具有代表性的世界统一稳态循环 (WHSC) 和世界统一瞬态循环 (WHTC)。

图 22: 重型柴油车最严排放标“国六 b”与国五标准对比 (标准高、执行严)

	氮氧化物(g/kwh)		PM细颗粒物		NH ₃ 逃逸PPM		PN-1颗粒物	
	国V	国VIb	国V	国VIb	国V	国VIb	国V	国VIb
ESC	2		0.02		25		-	
WHSC		0.4		0.01		10		8*10 ¹¹ ₁
ETC	2		0.03		25		-	
WHTC		0.46		0.01		10		6*10 ¹¹ ₁

数据来源: 工信部, 西南证券整理

国六标准实施将带来重卡单车成本的提升。根据中汽中心专项研究, 国六标准实施之后成本主要增加在四个方面: 前期研发测试、机内燃烧优化、机外净化(后处理)和排放质保费用。预计在实施初期, 成本较国五车型增加约 1.5-2 万元, 随着控制技术产业化发展, 成本会进一步降低。

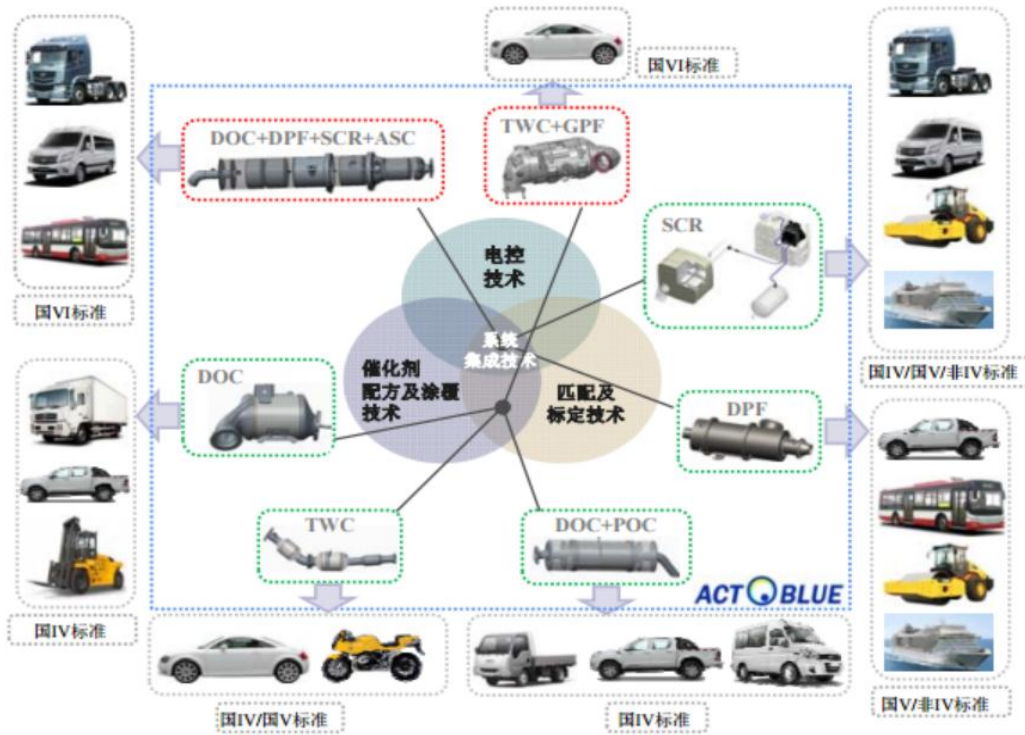
图 23: 国六标准实施将带来重卡单车成本的提升

前期研发及测试	机内燃烧优化	机外净化(后处理)	排放质保费用
<ul style="list-style-type: none"> • 国六发动机前期的研发成本较高, 许多机型需要全新开发 • 满足国六法规, 需要2-3年标定 • 增加测试项目, 测试成本提高 	<ul style="list-style-type: none"> • 提升喷射压力 • 调整喷油规律, 降低Nox • 多次喷射 • 优化匹配涡轮增压器 • 优化进排气 • 优化燃烧室设计 	<ul style="list-style-type: none"> • 选择性催化还原系统(SCR) • 柴油氧化催化器(DOC) • 柴油颗粒捕捉器(DPF) • 氨捕捉器(ASC) 	<ul style="list-style-type: none"> • 5年16万公里的排放质保需要由厂商负责, 排放系统部件损坏费用高 • SCR、EGR、DPF、喷油器、共轨系统等排放部件失效会导致更大更换费用

数据来源: 中汽中心, 西南证券整理

尾气排放技术标准升级, 带来更多增量。国四标准期间, 轻卡采用的是 EGR+DOC+POC 的技术路线, 而中重卡采用的是 SCR 的技术路线。国五标准期间, 轻卡尾气后处理技术产生分化, SCR 和 DPF+DOC+EGR 两种技术路线并存, 中重卡沿用 SCR 的技术路线。而到了国六排放阶段, 排放要求更加严苛预计轻卡和中重卡均将采用 SCR+DOC+DPF+EGR 的技术手段。

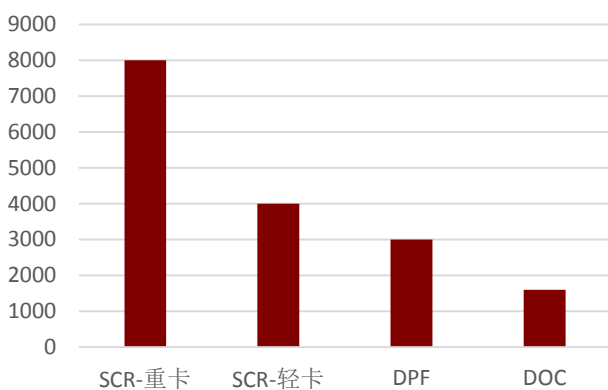
图 24: 排放升级带来尾气排放处理技术更新



数据来源: 艾可蓝招股说明书, 西南证券整理

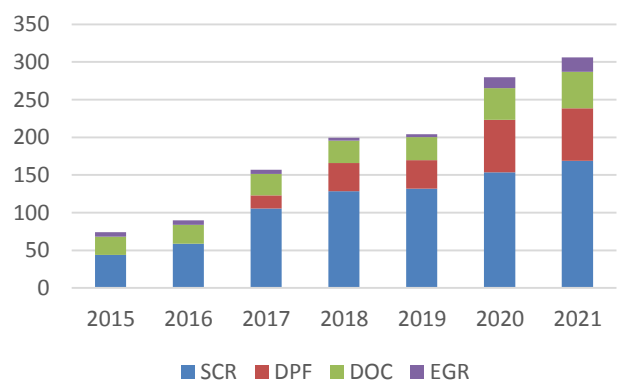
排放升级为尾气后处理带来更多的增量市场。对于轻卡市场来说, 国六标准全面实施之后, 其尾气后处理主要的增量市场来自于 SCR 的全面普及, 我们预计约 30 亿左右的增量市场。而对于重卡市场而言, 其尾气后处理主要的增量市场来自于 DPF、DOC、EGR 等产品的, 我们预计约 60 亿左右的增量空间。

图 25: 主要后处理产品的价格对比 (元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 26: 尾气后处理市场规模预测 (亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

无锡威孚力达催化净化器有限责任公司 (简称“威孚力达”), 始成立于 1995 年, 前身为 702 研究所军转民企业“无锡力达消声器有限公司”; 1998 年, 公司由无锡威孚高科技股份公司重组, 以汽车、摩托车、非道路机械尾气处理、工业废气净化为主导产业, 是威孚高科控股子公司; 2004 年, 威孚力达与外方合资, 设立无锡威孚环保催化剂有限责任公司 (简

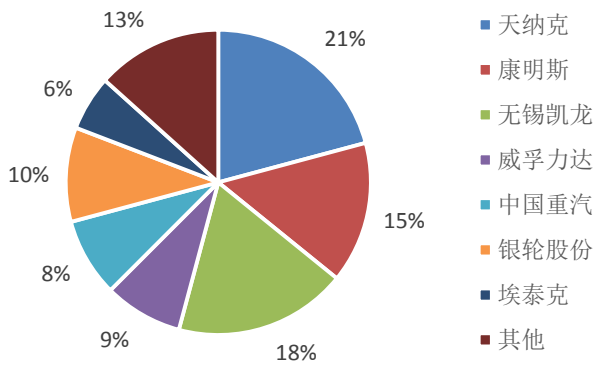
称“威孚环保”),专业从事催化剂的研发、生产、销售和技术服务。公司集后处理系统集成和催化剂于一体,技术水平、市场规模和生产能力均处于国内领先地位,是中国自主品牌汽车后处理市场重要供应商。

公司建有国内领先的催化剂和后处理系统生产线,具备800万件汽柴催化剂、800万件摩托车催化剂、800万件通机催化剂和300万套催化净化器年产能(其中歧管式净化器年产能100万套),产品达国四(欧IV)及以上排放水平。公司集合催化剂和后处理系统集成优势于一身,提供催化剂、净化器(含SCR、DPF)和消声器三大系列多个品种的后处理产品,与国内各主要汽车、摩托车、通机厂家进行广泛配套,为主机厂家产品升级换代、满足更高排放标准提供了有力的支撑。

在尾气后处理方面,国内厂商以封装和系统集成为主,技术含量较高的催化剂仍旧以外资厂商为主,比如DPF载体的技术含量较高,国内厂商以采购为主,下游客户同样会指定。根据中国内燃机工业年鉴统计,2017年SCR配套企业与配套汽车厂中,中外资企业的SCR产品所占份额为1.8:1,但在SCR系统中的催化剂的使用是1:3。

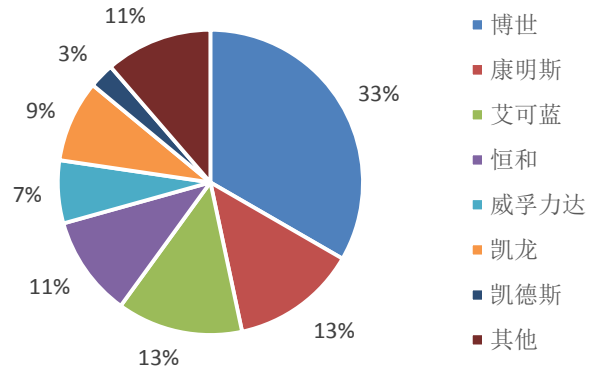
- (1) **SCR 竞争格局:** 重型商用车领域 SCR 主要大的生产企业包括天纳克、康明斯、无锡凯龙、无锡威孚力达、中国重汽、银轮股份、埃泰克等,其中2017年无锡威孚力达的市占率为9%。而在轻型商用车领域,国五排放实施以后,轻型柴油机的尾气处理技术由DOC升级为DOC+SCR或DOC+DPF,其中DOC+SCR产品的主要生产厂商包括博世、康明斯、艾可蓝、恒和、威孚力达等。

图 27: 2017 年重型商用车 SCR 竞争格局



数据来源: 中国内燃机工业年鉴, 西南证券整理

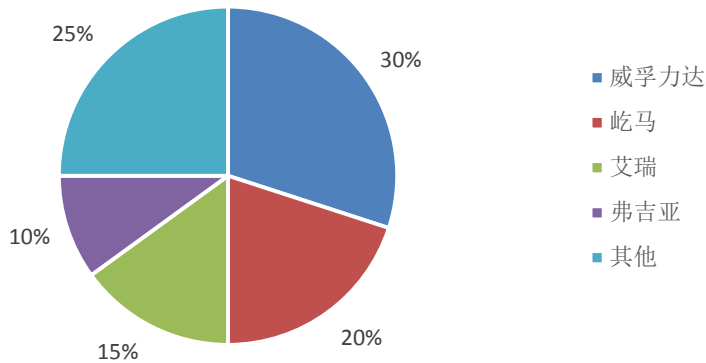
图 28: 2017 年轻型商用车 DOC+SCR 竞争格局



数据来源: 中国内燃机工业年鉴, 西南证券整理

- (2) **DPF 竞争格局:** 国六排放之前, DOC+DPF 主要随着为轻型柴油机的尾气排放技术, 随着国六排放的升级, 预计较逐步使用在重型商用车领域。DPF 载体的技术含量较高, 主要由康宁、NGK 以及 IBIDEM 等外资厂商供应, 国内厂商以封装为主。国内 DPF 主要的生产厂商包括威孚力达、佛吉亚、屹马等。

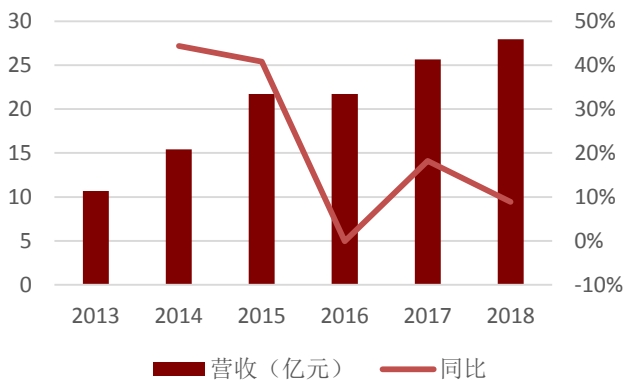
图 29: 2017 年 DOC+DPF 竞争格局



数据来源: 中国内燃机工业年鉴, 西南证券整理

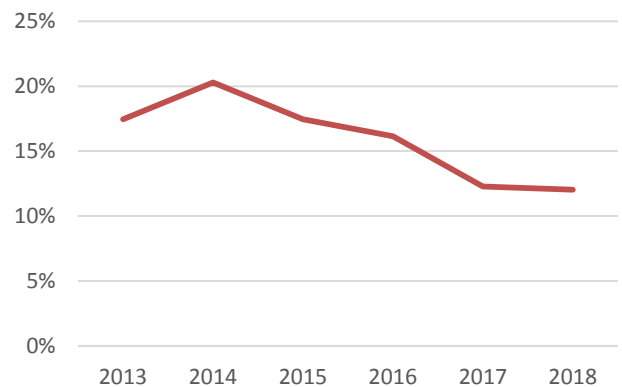
受益于排放标准的日益严苛, 公司尾气后处理业务保持稳定的增长。随着国六标准的排放实施, 将带来后处理市场的新的增量, 公司在 SCR、DOC、DPF 等产品布局全面, 有望全面受益。

图 30: 公司尾气后处理营收情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 31: 公司尾气后处理毛利率情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 联合电子: 国内领先的汽车电子厂商

中联电子于 1995 年由威孚、东风、上汽、一汽等企业合资组成, 其利润来源于持股 50% 的联合汽车电子。联合汽车电子有限公司成立于 1995 年, 是中联汽车电子有限公司和德国罗伯特·博世有限公司在中国的合资企业。公司主要从事汽油发动机管理系统、变速箱控制系统、车身电子、混合动力和电力驱动控制系统的开发、生产和销售。2018 年, 公司实现销售收入 232 亿元, 员工人数约 9300 人。公司总部位于上海市浦东新区, 在上海、无锡、西安、芜湖、柳州和太仓设有生产基地, 并在上海、重庆、芜湖、柳州和苏州设有技术中心。公司有效整合本地优势和全球领先的技术为国内各汽车厂商提供优质产品和服务, 并为满足日益严格的法规要求提供技术支持。

表 3: 联合汽车电子产品构成

产品品系	产品	简介
发动机管理系统 —进气道喷射	电子控制器	发动机电子控制器产品安装于发动机管理系统中,通过精确控制发动机喷油和点火等技术,降低油耗和排放,达到国家排放法规。整合博世先进汽油发动机管理技术,结合中国市场需求自主开发出满足 EOBD, EU5+, IUPR, EU6, OBD II 等油耗法规的电子控制器。
	燃油分配管总成	低压燃油分配管总成包含燃油分配管和喷油器。安装在发动机进气歧管上,通过 ECU 控制,实现喷油器精确喷射。
	电子节气门体	电子节气门体安装在发动机进气歧管上,与电子油门踏板、电子控制器 (ECU) 构成 E-Gas 系统。ECU 采集电子油门踏板的信息,并结合车辆的实际运行工况,精确控制电子节气门体的开度,同时电子节气门体及时反馈开度信息给 ECU 形成闭环控制,从而实现对发动机转速及输出扭矩的控制。
	碳罐控制阀	碳罐控制阀安装于发动机系统中,用于控制蒸发排放系统中油蒸汽的流量。
	氧传感器	氧传感器用于测定排气中的氧浓度,以此确定混合气的空燃比。氧传感器安装在排气管上,基于能斯特原理 (具有固态电解质的氧浓度电流源原理),检测每个气缸的排气。
	点火线圈	压力传感器通常按照压力范围区分,分为低压,中压和高压压力传感器。其基本原理基于压电阻抗效应,压力改变使得压力膜片受力变形,压阻效应导致电阻改变,通过芯片处理后,形成与压力成线性关系的电压信号。
	相位传感器	相位传感器安装在凸轮轴端部,与转速传感器配合,判断缸的压缩上止点和排气上止点,发动机控制器可据此进行准确的点火喷油控制,实现最佳的舒适性 (快速启动),获得最大的功率和实现最低的排放。
	转速传感器	转速传感器可监测发动机的曲轴转速,输出电压-频率信号到电子控制器,从而对发动机的工况做出判断;同时配合传感信号轮的缺齿位置,可以探测到发动机的曲轴位置,从而判断第一缸上止点的位置,用于调节喷油/点火正时。转速传感器还可应用于变速箱中,检测输入/输出轴位置。
	油门踏板	油门踏板安装于车身内部的前隔板,与节气门体、电子控制器 (ECU) 形成闭环控制,从而实现对发动机转速及输出扭矩的控制。可分为机械油门踏板和电子油门踏板两类。
发动机管理系统 —汽油直喷	高压喷油器(HDEV5)	高压喷油器进油端与高压燃油管连接,出油端安装在发动机上。多孔系统使燃油混合更加彻底,在 ECU 的控制下,可以精确地提供发动机所需要的燃油。
	高压油泵(HDP5)	高压油泵仅用一个接口即可与缸盖简单连接,它可以产生燃油管路所需的压力。
变速箱控制	变速箱控制器	开发了完整系列的控制器平台,应用范围涵盖了液力自动变速器(AT)、机械式自动变速器(AMT)、无级自动变速器(CVT)及双离合自动变速器(DCT)等各种类型的自动变速器。通过快速、平顺地档位切换为客户带来高质量的驾驶舒适性,并最大程度地减少油耗和排放。
	电子模块	电子模块凭借其模块化设计带来的众多优点而在自动变速器上广泛应用。电子模块式集变速箱控制单元、传感器和电气接口等于一体的机械电子产品,通过模块化的设计,可以充分利用自动变速器的狭小空间并为客户节省成本。
	电磁阀、液压模块	基于博世在自动变速箱电磁阀领域 30 年的开发批产经验,我们拥有全套的电磁阀产品,并已大批生产;适用于不同类型的自动变速箱:双离合自动变速器 (DCT)、液力自动变速器 (AT)、无极自动变速器 (CVT)。
	非接触式拨叉直线位移传感器	非接触式拨叉直线位移传感器直接安装在变速箱上,通过检测拨叉轴上磁铁磁场强度计算出拨叉的直线。
混合动力 与电力驱动	分离式电机	分离式电机 (SMG) 采用永磁同步电机形式、分布式绕组结构,其径向尺寸小,质量轻,转速范围高,适用于高传动比系统。

产品品系	产品	简介
	同轴式电机	同轴式电机 (IMG) 采用永磁同步电机形式、集中式绕组结构, 其轴向长度短, 易于变速箱、离合器等动力系统集成。
	电力电子控制器	电力电子控制器由逆变器和 DC/DC 转换器组成。逆变器通过电力电子器件对电机进行控制和监控, 以确保电机可靠地向动力系统输出扭矩以满足其需求。DC/DC 转换器将动力电池的高压转化成 12 伏低压, 向车辆电器负载提供能量。
	电力轴驱混合动力系统	在电力轴驱混合动力系统中, 发动机和电机之间没有直接的机械连接, 电机放置在车辆尾部作为后驱动力, 发动机驱动前轮。在该混合动力系统中, 车辆前轮发动机的结构保持不变, 通过放置在后轴的电机实现再生制动能量回收和纯电力驱动的功能。而且, 该结构具有四轮驱动功能, 因为发动机和电机可以同时工作, 驱动车辆。
车身电子	车身控制模块	车身控制模块是一种智能化的车身电气管理单元, 主要用于车身电气控制, 同时兼具电气智能故障诊断、智能节电、总线通信等功能。
	发动机防盗控制模块	发动机防盗控制模块, 能够及时自动响应和动作, 迅速对车辆进行设防和解防, 无需额外人工操作干预。电子模块还提供车辆当前设防状态的驱动信号, 以及多种故障探测和自我排查功能, 方便用户对自己车辆情况的掌握和整车的定期维护。
	网关控制模块	网关控制模块可以实现整车各种总线之间及总线与硬件之间信号的识别与转换, 包括 CAN, LIN, K-LINE 及 K-BUS 之间的信号自由转换, 并可支持 KWP2000, UDS 等多种诊断协议, 从而提高整车网络架构的经济性, 实现整车网络一体化。
	电子转向柱锁控制模块	电子转向柱锁控制模块为“一键式启动”系统的核心部件, 主要用于对汽车转向柱锁的解锁、闭锁进行控制。当电子转向柱锁控制模块检测到非法的钥匙输入信号时, 通过控制执行器实现锁死方向盘转向柱及禁止发动机启动等功能。

数据来源: 联合汽车电子官网, 西南证券整理

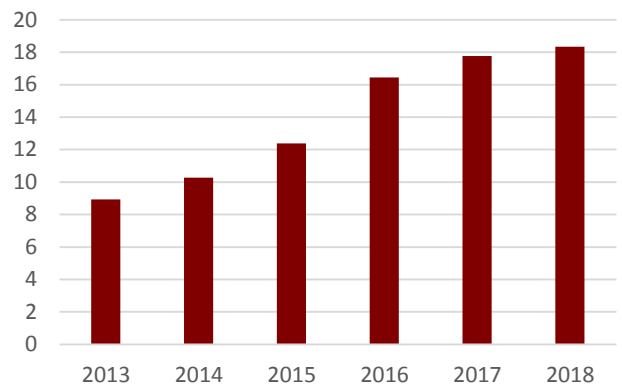
联合汽车电子凭借汽车电子领域的领先地位, 形成了以上汽为主, 多品牌覆盖的客户结构。中联汽车电子主要业绩来源于联合汽车电子, 近几年受益于汽车市场的稳步增长, 中联汽车电子业绩稳定, 为公司持续贡献稳定的现金流。

图 32: 联合汽车电子客户结构



数据来源: 联合汽车电子官网, 西南证券整理

图 33: 中联汽车电子历年利润情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 夯实主业，积极布局新兴领域

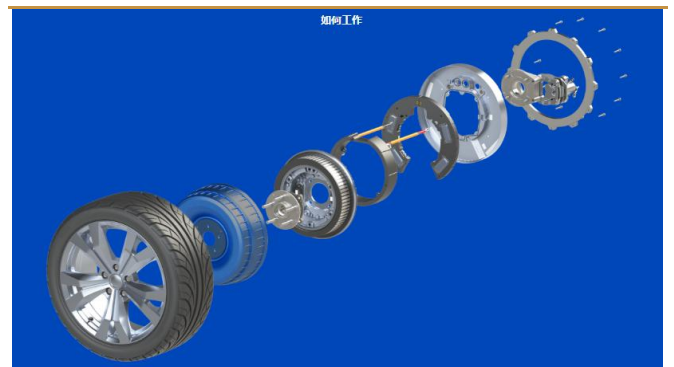
公司在夯实主业的同时，积极布局新兴领域。2018 年公司战略入股轮毂电机厂商 Protean。Protean 是一家清洁科技领先企业，专注设计、开发和制造 ProteanDrive 驱动系统，提供一体化轮毂电机驱动系统解决方案。Protean 轮毂电机在混合动力汽车和纯电动汽车市场占有战略优势并发挥着重要作用。目前设计安装在 18 英寸轮毂内部的 PD18 产品，为中国 B 级中型车、SUV、MPV 以至轻型商用车类的混合动力汽车和纯电动汽车提供驱动所需的功率和转矩。Protean 拥有最强最全面的轮毂电机的技术、测试及应用经验。同时，Protean 在该领域拥有超过 120 个已核准的专利及超过 142 个审批中的专利，是行业中的佼佼者。2016 年 5 月，Protean 在天津滨海高新技术产业开发区建立中国总部。

图 34: Protean 产品图 (1)



数据来源: Protean 官网, 西南证券整理

图 35: Protean 产品图 (2)



数据来源: Protean 官网, 西南证券整理

2019 年公司收购 IRD66% 的股权, 布局燃料电池核心零部件。丹麦 IRD 公司成立于 1990 年, 致力于燃料电池部件的研发和生产, 重点产品包括膜电极 (MEA) 和石墨复合双极板 (BPP)。IRD 公司拥有世界一流的研发团队, 经过多年的产品研发, 掌握了膜电极和石墨复合双极板先进制备技术, 为燃料电池用户提供先进可靠的产品和强大的技术支持。IRD 公司在燃料电池领域拥有多项专利, 专利领域涉及膜电极、双极板。IRD 公司目前在全球范围内有两个生产基地, 一个位于丹麦总部, 另一个位于美国新墨西哥州, IRD 公司全球化布局为稳定生产和及时供货提供了强有力的保证。IRD 公司在欧洲、美国和中国等地区拥有稳定的技术合作伙伴和客户资源, 其产品得到国内外客户的认可。

与此同时, 2019 年 11 月博世中国氢燃料电池中心在无锡奠基, 为首个在德国以外的燃料电池中心。在无锡建立的全新氢燃料电池中心将主要用于研发、试制氢燃料电池动力总成相关产品, 具备从关键零部件到电堆乃至燃料电池系统全部测试设备以及电堆样件试制线。该中心将于 2020 年底建成, 并计划于 2021 年实现小批量生产。这将进一步加强博世在中国的本土研发和制造能力, 可以更加快速、灵活地服务中国市场。我们认为, 公司为博世在国内最为亲密的合作伙伴, 有望与博世在燃料电池领域展开合作。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 未来两年国三车型进入淘汰的集中期, 同时在逆周期调解下, 我们认为重卡行业景气度将持续。我们预计 2019-2021 年国内重卡销量分别为 117/120/121 万辆;

假设 2: 共轨系统目前已经基本普及, 受益于重卡行业景气度的维持, 我们认为汽车燃油喷射系统销量总体保持稳定。我们预计燃油泵系统 2019-2021 年销量增速分别为 1%/-1%/0%;

假设 3: 受益于排放标准的日益严苛, 尾气处理技术将进一步升级, 并带来一定的增量市场。我们预计尾气后处理系统 2019-2021 年销量增速分别为 -5%/10%/10%。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 4: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
汽车燃油喷射系统	收入	5028.0	4756.4	4711.7	4677.2
	增速	-10.0%	-5.4%	-0.9%	-0.7%
	毛利率	29.3%	29.2%	30.0%	30.0%
汽车后处理系统	收入	2458.7	2549.0	2747.9	2962.2
	增速	9.2%	3.7%	7.8%	7.8%
	毛利率	12.0%	12.0%	12.5%	12.5%
进气系统	收入	440.3	484.0	532.4	585.6
	增速	15.7%	9.9%	10.0%	10.0%
	毛利率	28.1%	27.0%	27.0%	27.0%
其他业务	收入	357.7	351.0	361.5	372.3
	增速	5.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	22.0%	23.3%	23.6%	23.3%
合计	收入	8721.7	8140.5	8353.4	8597.4
	增速	-3.3%	-6.7%	2.6%	2.9%
	毛利率	23.3%	23.4%	23.8%	23.5%

数据来源: Wind, 西南证券

5.2 相对估值

我们选取了与重卡、尾气后处理、汽车电子相关的四家主流公司, 2019 年四家公司的平均 PE 为 20 倍, 2020 年平均 PE 为 17 倍。公司燃油喷射技术壁垒较高, 博世汽柴垄断高压共轨市场。受益于排放标准升级, 尾气处理业务迎来增量。与此同时公司积极布局新兴领域, 联合汽车电子为国内领先的汽车电子厂商, 公司在燃料电池, 轮毂电机等领域亦有布局。

当前威孚高科 2020 年 PE 仅为 9 倍，低于行业平均估值。考虑到公司当前的主要业绩来源仍旧为商用车的燃油喷射系统以及尾气处理系统，新兴业务处于布局阶段，相对估值体系无法较大程度脱离重卡行业的估值。给予公司 2020 年 12 倍 PE，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 27.84 元。

表 5：可比公司估值 (2020/3/7)

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
000338.SZ	潍柴动力	14.86	1.08	1.24	1.35	1.46	14	12	11	10
002126.SZ	银轮股份	11.35	0.44	0.40	0.50	0.61	26	28	23	19
000951.SZ	中国重汽	20.09	1.35	1.75	2.12	2.39	15	11	9	8
600699.SH	均胜电子	25.52	1.43	0.88	1.09	1.39	18	29	23	18
平均值							18	20	17	14
000581.SZ	威孚高科	20.54	2.37	2.27	2.32	2.38	9	9	9	9

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

宏观经济下行、重卡销量或不及预期、新兴业务拓展或不及预期、投资收益或不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8721.67	8140.46	8353.43	8597.40	净利润	2466.29	2362.20	2407.38	2467.50
营业成本	6691.86	6232.44	6367.46	6579.08	折旧与摊销	304.29	249.57	249.57	249.57
营业税金及附加	65.39	62.39	64.07	65.67	财务费用	-17.39	-5.39	-18.08	-25.00
销售费用	237.84	227.93	230.84	214.94	资产减值损失	250.87	152.89	174.33	192.70
管理费用	585.01	895.45	932.69	919.92	经营营运资本变动	-855.65	656.62	-199.74	-173.53
财务费用	-17.39	-5.39	-18.08	-25.00	其他	-1274.03	-2053.26	-2345.00	-2021.28
资产减值损失	250.87	152.89	174.33	192.70	经营活动现金流净额	874.38	1362.63	268.45	689.95
投资收益	1955.67	1915.77	1927.85	1947.92	资本支出	-200.61	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.49	-0.25	-0.29	-0.31	其他	-5.81	1915.53	1927.56	1947.61
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-206.43	1915.53	1927.56	1947.61
营业利润	2610.90	2490.27	2529.68	2597.70	短期借款	55.93	-298.93	0.00	0.00
其他非经营损益	-8.71	18.40	18.40	18.40	长期借款	-15.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2602.18	2508.67	2548.08	2616.10	股权融资	-1.82	0.00	0.00	0.00
所得税	135.89	146.48	140.70	148.60	支付股利	-1210.74	-479.22	-458.79	-467.68
净利润	2466.29	2362.20	2407.38	2467.50	其他	-43.22	8.58	18.08	25.00
少数股东损益	70.22	68.26	68.98	69.11	筹资活动现金流净额	-1214.85	-769.56	-440.70	-442.68
归属母公司股东净利润	2396.08	2293.93	2338.41	2398.39	现金流量净额	-543.77	2508.60	1755.31	2194.88
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2616.32	5124.92	6880.23	9075.10	成长能力				
应收和预付款项	3245.29	2978.05	3070.97	3162.11	销售收入增长率	-3.28%	-6.66%	2.62%	2.92%
存货	1438.53	1308.82	1585.60	1519.33	营业利润增长率	-7.55%	-4.62%	1.58%	2.69%
其他流动资产	4633.98	4325.17	4438.32	4567.95	净利润增长率	-6.83%	-4.22%	1.91%	2.50%
长期股权投资	4976.77	4976.77	4976.77	4976.77	EBITDA 增长率	-7.07%	-5.64%	0.98%	2.21%
投资性房地产	21.91	21.91	21.91	21.91	获利能力				
固定资产和在建工程	2873.79	2669.84	2465.89	2261.94	毛利率	23.27%	23.44%	23.77%	23.48%
无形资产和开发支出	326.68	282.72	238.77	194.81	三费率	9.24%	13.73%	13.71%	12.91%
其他非流动资产	758.77	757.11	755.45	753.78	净利率	28.28%	29.02%	28.82%	28.70%
资产总计	20892.04	22445.31	24433.90	26533.71	ROE	14.99%	12.87%	11.86%	11.06%
短期借款	298.93	0.00	0.00	0.00	ROA	11.80%	10.52%	9.85%	9.30%
应付和预收款项	3493.42	3464.35	3503.05	3601.01	ROIC	27.94%	26.52%	28.11%	28.67%
长期借款	30.00	30.00	30.00	30.00	EBITDA/销售收入	33.23%	33.59%	33.05%	32.83%
其他负债	617.72	597.81	599.11	601.15	营运能力				
负债合计	4440.07	4092.16	4132.16	4232.16	总资产周转率	0.42	0.38	0.36	0.34
股本	1008.95	1008.95	1008.95	1008.95	固定资产周转率	3.30	3.12	3.48	3.91
资本公积	3416.02	3416.02	3416.02	3416.02	应收账款周转率	4.46	4.40	4.63	4.63
留存收益	11507.05	13321.77	15201.38	17132.09	存货周转率	3.93	3.87	4.05	4.08
归属母公司股东权益	15913.83	17746.74	19626.36	21557.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.72%	—	—	—
少数股东权益	538.14	606.41	675.38	744.49	资本结构				
股东权益合计	16451.97	18353.14	20301.74	22301.55	资产负债率	21.25%	18.23%	16.91%	15.95%
负债和股东权益合计	20892.04	22445.31	24433.90	26533.71	带息债务/总负债	7.41%	0.73%	0.73%	0.71%
					流动比率	3.08	3.90	4.48	5.00
					速动比率	2.71	3.53	4.04	4.59
					股利支付率	50.53%	20.89%	19.62%	19.50%
					每股指标				
					每股收益	2.37	2.27	2.32	2.38
					每股净资产	15.77	17.59	19.45	21.37
					每股经营现金	0.87	1.35	0.27	0.68
					每股股利	1.20	0.47	0.45	0.46
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	2897.79	2734.45	2761.16	2822.27					
PE	8.65	9.03	8.86	8.64					
PB	1.30	1.17	1.06	0.96					
PS	2.38	2.55	2.48	2.41					
EV/EBITDA	6.09	5.42	4.73	3.85					
股息率	5.84%	2.31%	2.21%	2.26%					

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
	持有：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-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn