

国六标准推进，优质尾气后处理企业有望受益

——艾可蓝（300816）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2020年04月20日

报告关键要素：

公司为国内自主优质发动机尾气后处理企业，技术领先、盈利能力强劲，能够实现一定程度的进口替代，国六标准下尾气后处理市场空间广阔，公司有望享受政策及市场红利维持高速增长。

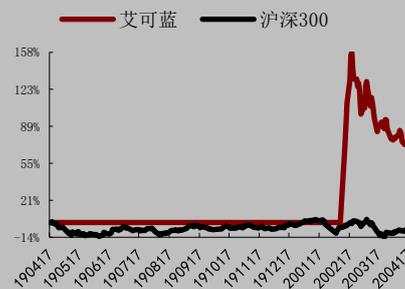
投资要点：

- **自主优质发动机尾气后处理企业，充分受益于排放标准升级：**公司是国内少有的专业从事发动机尾气后处理产品的研发与产业化的自主品牌企业，主要产品包括 SCR、DPF、TWC 等，受益于国四、国五排放标准升级，公司业绩增长良好，2015 年-2019 年营收和净利润年复合增速分别高达 37.6% 和 83.1%，我们复盘往年排放升级中受益个股发现政策执行预期及终端销量的高增长是驱动核心个股股价上涨的重要因素，而我们认为不同以往的是国六阶段技术迭代升级及配套均价的大幅上行同时有望成为重要驱动力，公司已实现国六柴油车产品少批量生产，随着国六标准的全面执行，公司业绩有望维持高增长。
- **行业成长空间广阔，竞争格局一定程度优化：**若 2020 年轻、重型汽车全部满足国六标准，则轻型汽油车、轻型柴油车及重型柴油车市场规模分别为 283 亿元、146 亿元和 528 亿元，即国六尾气后处理市场规模整体可达 1,000 亿元左右，行业发展空间相对国五具有大幅度提升。且不同汽油车尾气后处理市场竞争激烈且格局稳定，柴油车尾气后处理自主品牌技术发展较快，且成本优势明显、产品质量可靠、售后服务较快，一定程度上能够实现进口替代，市场红利的支撑及竞争格局的优化有利于公司快速发展。
- **竞争优势明显，市场份额有望持续上行：**自成立以来，公司一直将技术研发作为公司长期发展的动力源泉，公司拥有一支高层次人才背景的专业研发团队，具备尾气后处理 4 大基础核心技术及 12 项延伸核心技术，技术较为领先甚至在某些领域打破国外技术垄断，得益于公司高技术壁垒、良好的成本控制能力，公司产品综合毛利率高达 30% 以上位于国内传统零部件中上游水平，产品也获得了国

基础数据

行业	汽车
公司网址	
大股东/持股	刘屹/40.39%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	80.00
流通A股(百万股)	20.00
收盘价(元)	35.06
总市值(亿元)	28.05
流通A股市值(亿元)	7.01

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年04月20日

相关研究

分析师：周春林

执业证书编号：S0270518070001

电话：021-60883486

邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

	2018年	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	4.45	5.66	6.42	7.81
增长比率(%)	19.39	27.12	13.49	21.53
净利润(亿元)	0.83	1.03	1.13	1.37
增长比率(%)	87.03	23.73	10.06	21.80
每股收益(元)	1.04	1.28	1.41	1.72
市盈率(倍)	33.98	27.47	24.95	20.49

数据来源：WIND，万联证券研究所

内外知名客户的认可，市场份额持续上行，2019 年上半年公司主要产品在轻型柴油车的市占率高达 11.6%，相比 2016 年市占率几乎翻倍，产能利用率高企，随着 IPO 募集项目升级扩产，公司市场份额有望再次提升。

- **盈利预测及投资建议：**预计公司 2019-2021 年营业总收入分别为 5.7 亿元、6.4 亿元和 7.8 亿元，归属于上市公司股东的净利润 1.0 亿元、1.1 亿元和 1.4 亿元，EPS 分别为 1.28、1.41 和 1.72 元/股，对应的 PE 分别为 27.5、25.0 和 20.5 倍，考虑到国六标准尾气后处理行业的广阔前景、公司技术的领先优势、市场份额持续提升，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**国六排放标准推进不及预期，汽车销量严重下滑

万联证券

目录

1、公司概况.....	4
2、复盘排放标准升级，国六阶段驱动因素存在变化.....	7
3、行业成长空间广阔，竞争格局一定程度优化.....	9
4、竞争优势明显，市场份额有望持续上行.....	10
4.1、技术国内领先，比肩外资品牌.....	10
4.2、生产规模扩张，市场份额持续上升.....	11
4.3、成本控制良好，盈利能力强劲.....	12
5、盈利预测及投资建议.....	13
5.1、盈利预测.....	13
5.2、估值水平.....	15
5.3、投资逻辑.....	15
6、风险提示.....	16
图表 1：主要产品构成、核心零部件及来源.....	4
图表 2：主要业务发展历程.....	5
图表 3：营收和净利润.....	6
图表 4：当前公司收入构成情况.....	6
图表 5：十大股东明细（截止日 2020/02/10）.....	6
图表 6：威孚高科股价复盘.....	7
图表 7：柴油商用车销量及同比.....	8
图表 8：重卡销量及同比.....	8
图表 9：国六标准汽车尾气后处理市场空间规模预测.....	9
图表 10：公司四大核心技术.....	10
图表 11：前 5 大客户营收占比情况.....	10
图表 12：产能利用率保持高位（台/套）.....	11
图表 13：公司在轻型柴油车市场占有率稳步提升.....	11
图表 14：IPO 募集资金进一步扩张产能.....	12
图表 15：公司主要产品毛利率情况.....	12
图表 16：尾气后处理产品毛利率位于可比公司前列.....	12
图表 17：SCR 产品毛利率对比.....	12
图表 18：近年来期间费用率呈下行趋势.....	13
图表 19：近年来销售净利率及 ROE 呈上升趋势.....	13
图表 20：艾可蓝盈利预测（万元）.....	14
图表 21：2011-2020 年汽车零部件 PE (TTM) 估值.....	15

1、公司概况

自主优质发动机尾气后处理企业。安徽艾可蓝环保股份有限公司（简称艾可蓝，代码300816）成立于2009年1月，2020年2月于深交所上市。公司是一家由海归博士团队创立的科技创新型公司，是国内少有的专业从事发动机尾气后处理产品的研发与产业化的自主品牌企业，自创立以来始终坚持以技术领先、质量可靠、性价比高的产品，服务于产业升级。公司主要产品包括柴油机选择性催化还原器型产品（SCR）、柴油机颗粒捕集器型产品（DPF）、汽油机三元催化剂/器（TWC）等产品，同时形成小规模VOCs废气治理设备收入，产品应用于汽车、摩托车、通机、工程机械、船用动力、发电机组、农业机械等领域。

图表1：主要产品构成、核心零部件及来源

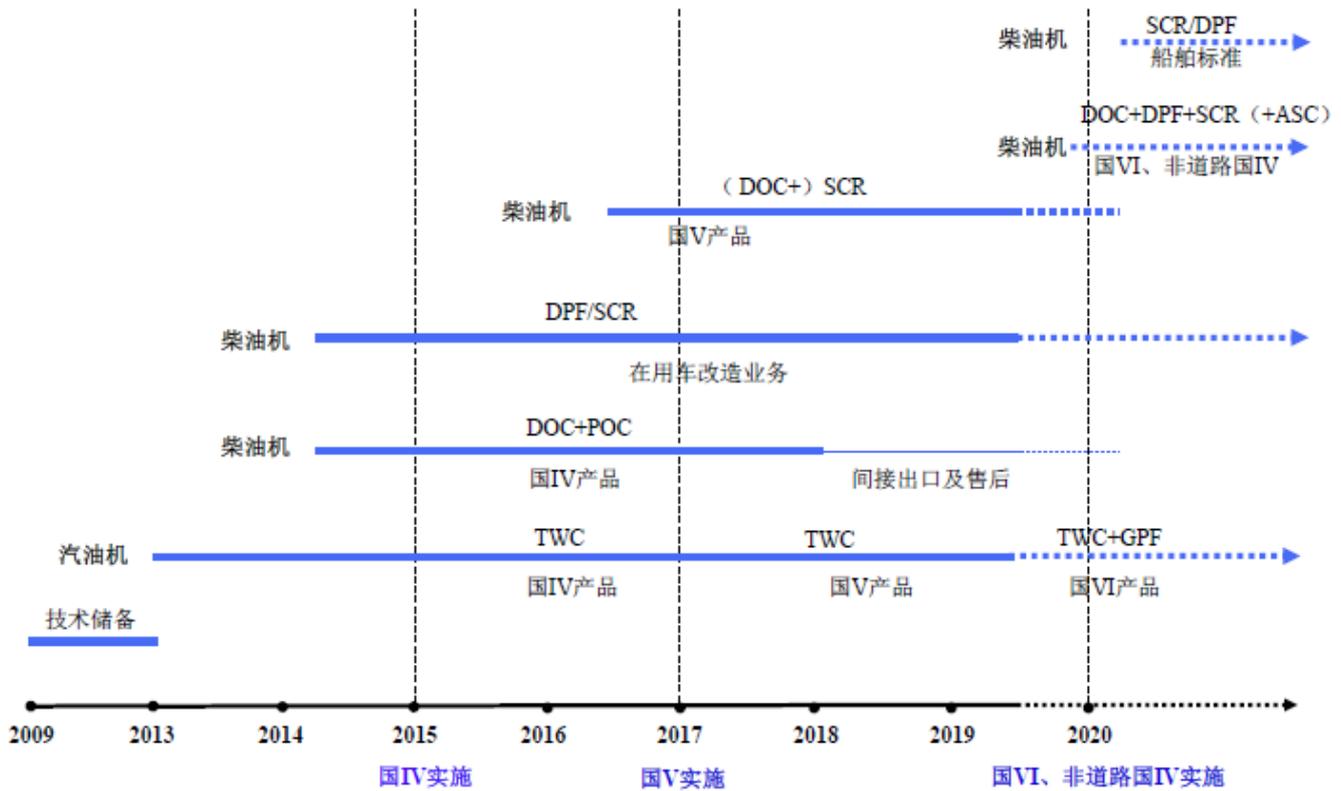
产品	主要构成	核心零部件	核心零部件来源
SCR	催化器	催化剂	载体外购，催化剂涂层配方由公司自主研发，涂覆技术由公司自主开发
		混合器	自主研发、生产
	喷射系统	喷射泵	与Thomas公司合作开发，由Thomas生产
		喷嘴	由公司自主研发设计，供应商根据公司的设计方案生产
		控制芯片	控制芯片相关的控制软件、控制策略、结构设计、电路设计均由公司自主开发，供应商根据公司的设计进行加工
DOC+POC	DOC/POC催化器	催化剂	载体外购，催化剂涂层配方由公司自主研发，涂覆技术由公司自主开发
DPF	催化器	催化剂	载体外购，催化剂涂层配方由公司自主研发，涂覆技术由公司自主开发
		控制芯片	控制芯片相关的控制软件、控制策略、结构设计、电路设计均由公司自主开发，供应商根据公司的设计进行加工
	辅助再生系统	燃烧发生器	公司自主开发、生产
TWC	催化器	催化剂	载体外购，催化剂涂层配方由公司自主研发，涂覆技术由公司自主开发

资料来源：招股说明书，万联证券

历经国四、国五高发展阶段，国六产品放量在即。从业务发展历程来看，公司主要围绕机动车尾气排放标准政策研究制定出相应的技术路线，并开发出满足即将执行的机动车排放标准的产品。按汽车尾气排放标准政策执行时间节点，公司发展可分为三个阶段：（1）技术储备阶段（2009-2013年），公司将发展的重点放在柴油机尾气后处理领域，着重研发满足国四阶段的产品，并积极攻关汽油机后处理TWC技术，先后为全柴动力、福田汽车、常柴股份、玉柴动力、江淮汽车等发动机和整车厂开发了符合国四排放标准的产品，完成尾气后处理技术积累。（2）国四标准的发展阶段（2014-2015年），由于原定于2011年执行柴油车国四标准经过数次延期，于2015年1月1日正式实施，公司自2014年起，以DOC+POC为主的轻型柴油车国四排放标准的产品实现了较高的销售收入，2015年继续实现快速增长。（3）国五标准的发展阶段（2016-2019年），2017年柴油车国五标准正式执行，公司成功开发满足国五标准的SCR等产品取得了全柴动力、云内动力等多个发动机配套核准公告，批量销售于福田汽车、东风汽车、江

淮汽车、南京汽车等龙头企业。当前，由于国六标准全面执行在即，公司早于2018年即开始试验柴油车/汽油车国六尾气后处理产品，2019年实现汽油车国六标准批量供货、柴油车国六标准的少批量供货，随着国六标准的全面实施，公司国六尾气后处理产品有望放量。

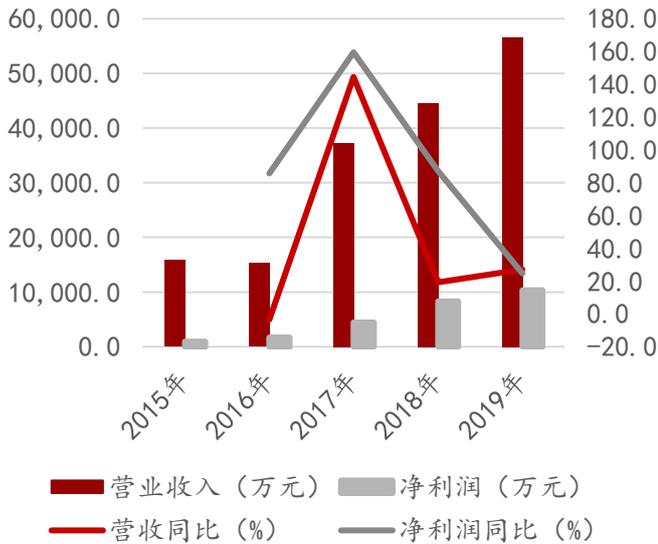
图表2：主要业务发展历程



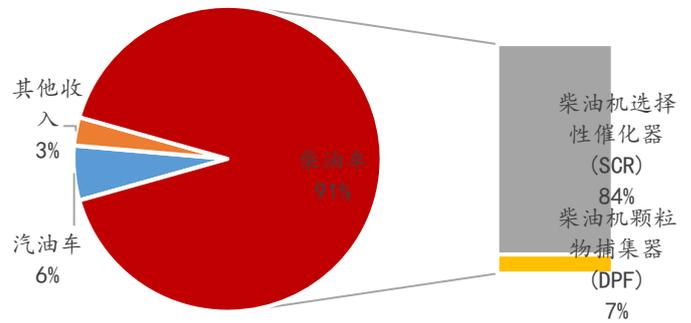
资料来源：招股说明书，万联证券

受益于排放标准的升级，近年来公司业绩增长良好。2015年公司实现营业收入15,793.1万元，归属于上市公司股东的净利润919.8万元，而根据公司2019年业绩快报，公司营业收入增长至56,597.9万元，归属于上市公司股东的净利润10,337.8万元，年复合增速分别为37.6%和83.1%，其中净利润增速远高于营收增速，主要源于排放标准升级带来的公司产品结构优化及产品议价能力的提升。从收入构成情况来看，公司的产品主要由国四阶段的DOC+POC发展至国五阶段的SCR产品，截止2019年三季度，柴油机选择还原催化剂（SCR）营收占比高达84%，其次是占比高达7%的柴油车颗粒物捕捉器（DPF），我们认为，由排放标准升级带动公司主要产品单车配套价值的提升及尾气处理产品享受市场红利快速放量是公司高速成长的重要原因，公司国五阶段的主要产品SCR平均价格3,300元几乎是国四阶段DOC+POC的2.5倍，未来随着国六排放标准的执行，以DOC+DPF+SCR+ASC综合技术应用的尾气后处理业务价值量大幅提升有望带动公司业务规模再上台阶。

图表3: 营收和净利润



图表4: 当前公司收入构成情况



资料来源: 公司公告, 万联证券

资料来源: 公司公告, 万联证券

疫情影响一季度业绩, 不改长期向好趋势。2020年一季度, 受疫情影响公司业绩有一定程度的下滑, 根据公司业绩预告, 报告期内公司实现归属于上市公司股东的净利润2,147.6万元-2,612.0万元, 同比去年同期下降10-26%, 一方面, 受疫情影响公司复工复产进度, 产品供应链及销售订单均有一定程度受损, 另一方面, 研发费用同比增加, 但整体来看公司业绩降幅仍好于行业水平。国内疫情于3月中下旬基本得到有效控制, 且公司在手订单稳步回升。另外, 行业因疫情或推迟国六标准执行时间, 但能够给予下游车企更多时间处理国五库存对公司业绩影响有限, 且大部分车企已完成国六车型技术迭代, 国六标准的执行大概率不会推迟太久, 因此疫情暂时性影响并不改变公司长期向好趋势。

股权结构简单, 创始人控股给予公司更高效管理方式。公司的控股股东、实际控制人为自然人刘屹先生, 其直接持有公司40.39%股份, 并通过池州南鑫间接持有公司0.0013%股份, 直接和间接合计持股比例为40.3913%。刘屹先生为博士研究生学历, 历任托马斯(美国)电磁有限公司项目主管, 现任公司董事长、总经理, 同时兼任艾格瑞执行董、安徽省工商联副主席、中国内燃机工业协会标准化工作委员会委员、汽车环保技术研究所所长等职务。持有公司5%以上股份的主要股东除实际控制人刘屹先生外, 另有股东ZHU QING(朱庆)、广发信德。另外, 公司旗下拥有两家控股子公司分别为合肥艾格瑞船舶环保科技有限公司和安徽蓝沃克环保科技有限公司, 其中艾格瑞主要从事船舶用尾气处理装置行业, 2019年上半年亏损8.98万元, 蓝沃克主要用于开拓工业废气处理市场, 目前尚未大量开展业务, 2019年上半年亏损97.4万元。公司股权结构较为简单, 创始人技术背景优秀, 对行业发展及技术创新趋势了解更为透彻, 能够给予公司更为高效的管理方式以便开拓市场。

图表5: 十大股东明细 (截止日2020/02/10)

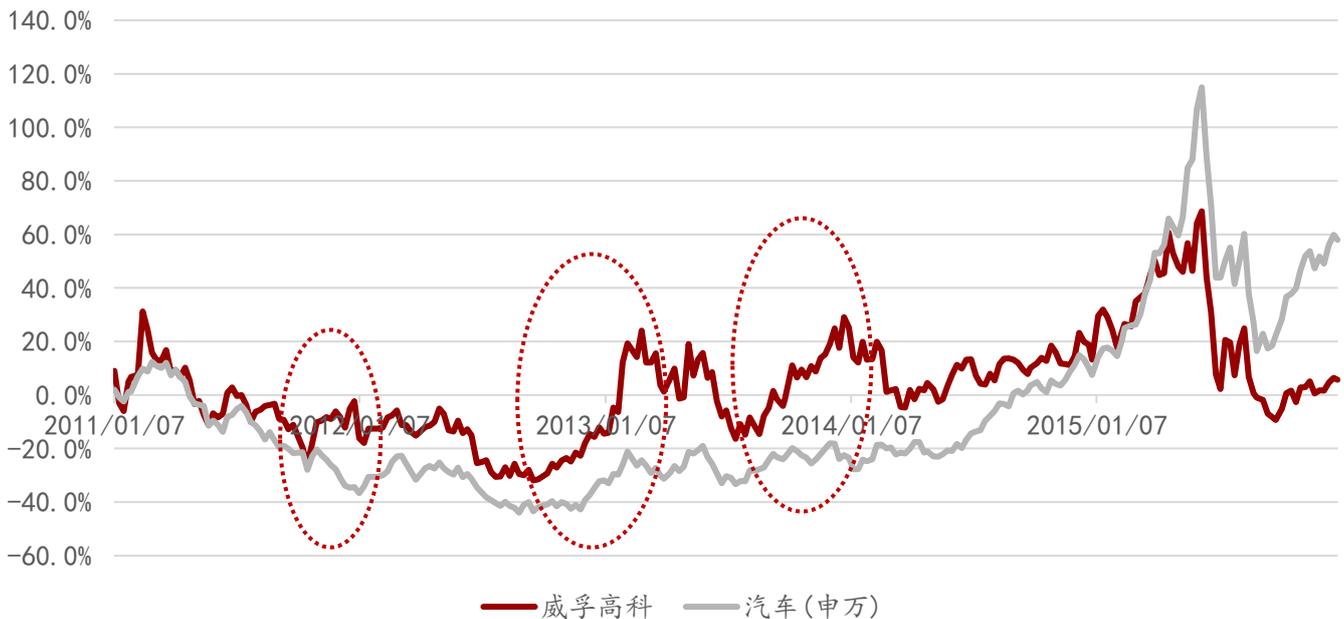
排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例 (%)	股本性质

1	刘屹	32,308,600	40.39	限售流通 A 股
2	ZHU QING(朱庆)	11,629,500	14.54	限售流通 A 股
3	广发信德投资管理有限公司	4,113,400	5.14	限售流通 A 股
4	池州南鑫商务咨询企业(有限合伙)	3,406,300	4.26	限售流通 A 股
5	朱弢	2,258,200	2.82	限售流通 A 股
6	安徽志道投资有限公司	1,800,000	2.25	限售流通 A 股
7	朱明瑞	1,016,200	1.27	限售流通 A 股
8	蒋海燕	1,016,200	1.27	限售流通 A 股
9	汪涛	564,500	0.71	限售流通 A 股
10	沈志彬	564,500	0.71	限售流通 A 股
	合 计	58,677,400	73.36	

资料来源: WIND, 万联证券

2、复盘排放标准升级，国六阶段驱动因素存在变化

图表6: 威孚高科股价复盘



资料来源: WIND, 万联证券

我们复盘国三升级国四过程中受益的股票,选取零部件中表现较为优异的个股威孚高科。2008年1月1日,北京率先实施国四标准,至2011年7月1日,汽油车国四标准在全国范围执行。而柴油车国四标准原定于2011年1月1日开始执行,但经过三次延期,才于2015年1月1日起开始全国范围内实施。

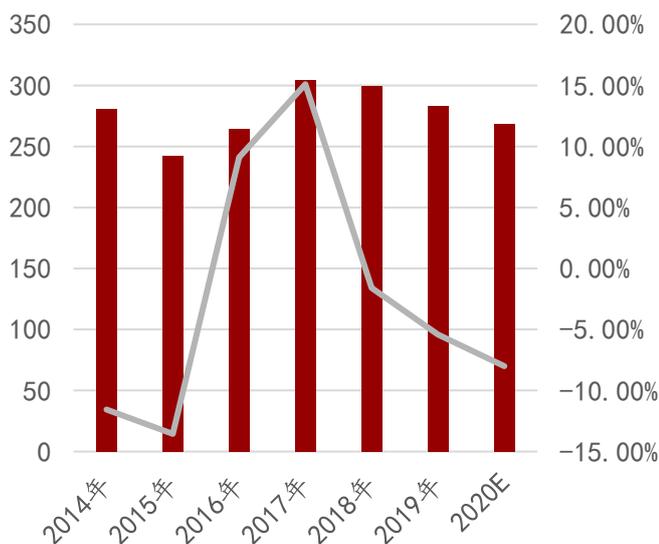
第一次推迟, 受益于政策执行预期及商用车销量逐步复苏: 2010年12月21日, 环保部办公厅以环办函【2010】1390号《关于国家机动车排放标准第四阶段限值实施日期

的复函》函复中国汽车工业协会中，明确推迟国四排放标准执行时间，对车用压燃式发动机与汽车，暂定推迟一年实施国四标准，即从2012年1月1日起，凡不满足国四标准要求压燃式新车不得销售和注册登记；对轻型柴油汽车，暂定推迟两年实施国四标准，即从2013年7月1日起，凡不满足国四标准要求轻型柴油汽车不得销售和注册登记，而推迟的主要原因在于国四车燃油无法确保全国范围内供应。那么在此推迟实施的过程中，威孚高科具有两段明显的超额收益时间段，分别为2011年10月1日-2011年12月31日及2012年7月1日-2013年3月31日，2011年10月1日-2011年12月31日威孚高科股价虽然处于下行通道，但相对于申万（汽车）指数表现出一定的抗压特性，最高超额收益高达32%，主要原因在于国内小排量乘用车购置税优惠完全退出，汽车销量增速大幅下行导致板块股价大幅调整，但由于压燃式新车国四标准于2012年1月1日开始执行，市场预期威孚高科相应产品受益于政策红利存在一定的抢装，因此表现优于行业水平。2012年7月1日-2013年3月31日威孚高科股价大幅增长，期间最高超额收益高达42%，主要是由于经济逐步复苏，轻卡销量率先转正及重卡销量降幅逐步收窄，叠加国三升级国四预期部分国三燃油车存在一定抢装。

第二次推迟，商用车销量拐点向上是推动股价大幅上行的主因：2011年12月29日，环保部发布2011年第92号文《关于实施国家第四阶段车用压燃式发动机与汽车污染物排放标准的公告》，公告规定自2013年7月1日起，所有生产、进口、销售和注册登记的压燃式发动机与汽车必须符合国四标准的要求。该公告意味着对车用压燃式发动机与汽车的国四标准第二次推迟执行，此阶段中威孚高科超额收益时间段2012年7月1日-2013年3月31日同上。

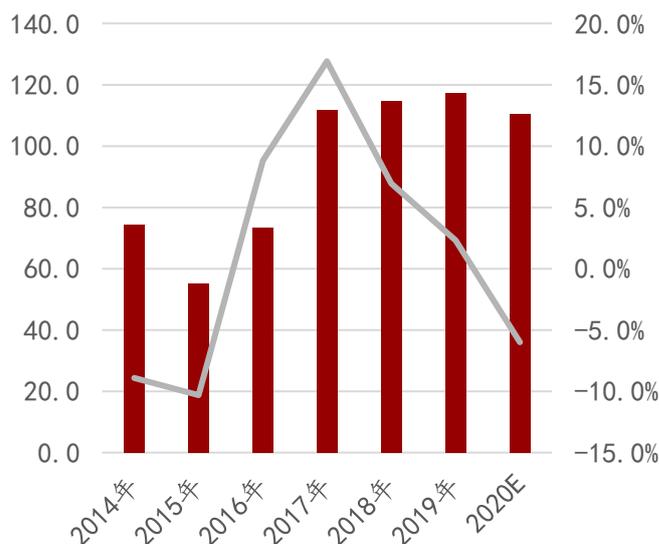
第三次推迟，受益于重卡销量超预期：2014年4月14日，工信部发布《中华人民共和国工业和信息化部第27号公告》，2014年12月31日废止适用于国家第三阶段汽车排放标准柴油车产品《公告》，2015年1月1日起国三柴油车产品将不得销售，即意味着国四排放标准的正式全面实施。而2013年8月1日-2014年1月30日，威孚高科股价再次迎来大幅上涨，期间超额收益最高达52%，主要原因是临近国四时间节点，国三车大幅抢装导致重卡销量迎来爆发式高增长。

图表7：柴油商用车销量及同比



资料来源：中汽协，万联证券

图表8：重卡销量及同比



资料来源：中汽协，万联证券

总体来看，排放标准升级过程中，政策执行预期及终端销量的增长是推动核心个股股价的上行的主要因素，而国五升级国六过程中，政策执行预期及终端销量的驱动因素总体不变，但也存在一定的变化，一方面经济背景不同，国内经济面临增速换挡，重卡销量自2017年以来在政策刺激、国三燃油车淘汰等因素下，周期波动明显弱化，2020年在逆周期基建加码刺激及重点区域国三燃油车加速淘汰等因素支持下重卡依然有望维持110万辆的高位水平，且商用车作为稳定经济的重要基石，其刚需运营属性高于消费属性，即其受疫情的影响相对乘用车较小，在基建刺激下有望率先复苏；另一方面，史上“最严”的国六标准推行，对尾气后处理的核心技术要求更高，尤其是相对国五标准来看，尾气处理技术迭代升级及配套均价的大幅上行或将是推动核心个股价值成长的重要驱动力。

3、行业成长空间广阔，竞争格局一定程度优化

国六标准尾气后处理市场空间相对国五大幅提升，公司将享受市场红利。我们简单测算国内国六阶段尾气后处理市场空间，由于重型汽车的主要是指质量超过3.5t的汽车，具体可包括中、重型货车及部分超过3.5t的轻型货车，大、中型客车，我们简单的按中汽协公布的数据类型中，中重卡、大中型客车及70%的轻卡数据作为重型柴油车的统计数据，而30%的轻卡、轻客作为轻型柴油车统计数据，国内乘用车大部分采用汽油车，因此简单的将中汽协公布的乘用车、数据作为轻型汽油车预测数据。同时，我们根据市场轻、重型汽车尾气后处理平均配套价值量，假设随着技术及国六车型量产规模的提升，价格每年下降2%，那么若2020年轻、重型汽车全部满足国六标准，则轻型汽油车、轻型柴油车及重型柴油车市场规模分别为283亿元、146亿元和528亿元，综合来看国六尾气后处理市场规模整体可达1,000亿元左右，市场空间广阔且相对国五具有大幅度提升，公司作为国内自主优质尾气后处理企业，将充分享受政策及市场红利，有望保持高速发展。

图表9：国六标准汽车尾气后处理市场空间规模预测

产量(万辆)	2018年	2019年	2020E	2021E	2022E	2023E
重型柴油车	275.2	282.4	274.8	275.7	276.8	278.0
轻型柴油车	152.7	155.5	152.7	155.6	158.5	161.5
轻型汽油车	2,353.9	2,136.0	1,965.1	2,024.1	2,084.8	2,147.3
配套均价(元)						
重型柴油车	20,000	19,600	19,208	18,824	18,447	18,078
轻型柴油车	10,000	9,800	9,604	9,412	9,224	9,039
轻型汽油车	1,500	1,470	1,441	1,412	1,384	1,356
尾气后市场空间(亿元)						
重型柴油车	550.4	553.6	527.8	519.1	510.6	502.6
轻型柴油车	152.7	152.4	146.7	146.4	146.2	146.0
轻型汽油车	353.1	314.0	283.1	285.8	288.4	291.2
合计	1,056.2	1,020.0	957.6	951.2	945.3	939.7

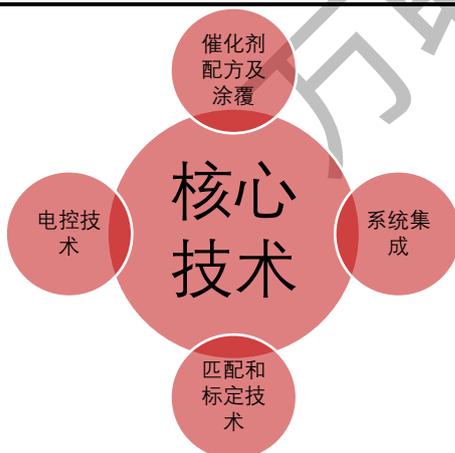
资料来源：万联证券

柴油车尾气后处理竞争格局一定优化，自主品牌存在进口替代实力。在汽油机尾气后处理方面，由于国内乘用车市场合资品牌占多数市场份额，合资品牌整车厂对供应商技术、资金实力要求相对较高，且大部分全球采购，国内厂商在此领域竞争实力不强，因此市场主要由外资品牌如巴斯夫、庄信万丰、优美科等占据，根据《2017年中国内燃机工业年鉴》数据，外资品牌在三元催化剂市场占据市场份额67%，自主品牌市场份额约33%，且绝大部分配套自主车型。但在柴油车尾气后处理方面，柴油机主要是配套各类商用车，对产品价格较为敏感，自主品牌在价格方面具有明显的优势，另外自主品牌在柴油车尾气后处理系统集成方面仍具有一定的竞争优势，尤其是近年来随着内资品牌在核心催化剂技术、电控技术及系统集成技术等方面取得了较大进步，一定程度上实现进口替代，柴油车尾气后处理竞争格局的优化则有利于具备核心技术企业的进一步发展。

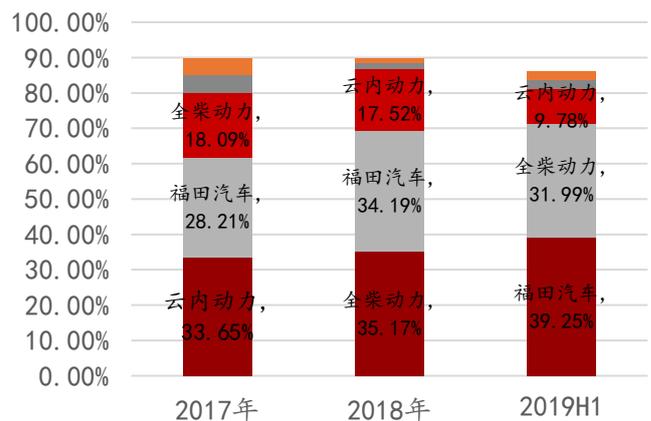
4、竞争优势明显，市场份额有望持续上行

4.1、技术国内领先，比肩外资品牌

图表10：公司四大核心技术



图表11：前5大客户营收占比情况



资料来源：招股说明书，万联证券

资料来源：招股说明书，万联证券

尾气后处理领域对产品技术要求较高，尤其是要跟随着排放标准的升级，能够开发出满足一系列技术要求的产品。公司自成立以来，一直将技术研发作为公司长期发展的动力源泉，一方面，公司注重技术团队的建设，拥有一支以高层次人才背景的专业研发团队。董事长刘屹系技术出身，为国家特聘专家、美国威斯康星大学麦迪逊分校博士，在发动机尾气后处理领域拥有丰富的管理经验，核心技术人员ZHU QING（朱庆）和朱骏在汽车尾气后处理领域均拥有丰富的研发经验，并带领研发团队承担了多项重大科研项目。另一方面，公司拥有较为领先的尾气后处理技术，并在一定程度上实现了进口替代。在核心技术技术方面，通过自主研发形成了以催化剂配方及涂覆技术、电控技术、匹配和标定技术、系统集成技术四大核心技术，且在此基础上，通过不同技术的综合应用，形成了12项延伸核心技术，其中6项均为原始创新，在尾气后处理行业内公司实现了多项技术突破和创新，如在全球范围内率先实现将旋流式机械喷嘴应用于液力式电控系统，成功打破国外企业在电控喷嘴上的技术垄断；自主研

发出应用于国六柴油机的铜基分子筛催化剂技术；独创性地开发了DPF碱金属催化剂涂层技术，实现了催化剂领域的重大突破等。截止2019年底，公司拥有专利98项，其中发明专利11项，软件著作权5项，多次主导或参与国家863计划、国家科技支撑计划、国家重点研发计划等项目。公司产品技术也获得了国内外知名客户的认可，尾气后处理催化剂方面获得美国康明斯、德国道依茨等国际巨头相关样品检测认定，目前正处于合作洽谈中，且公司已实现柴油机国六产品小批量供货及汽油机国六产品批量生产，国六产品在原有客户的基础上新增东风汽车、中国重汽、三一重工、江淮汽车等国内知名企业，进一步见证公司产品技术的领先优势。

4.2、生产规模扩张，市场份额持续上升

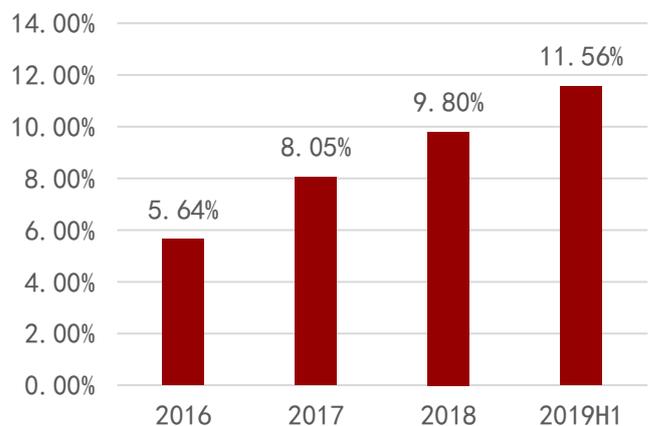
作为国内自主优质尾气后处理企业，得益于公司较为领先的尾气后处理技术，公司产品获得国内外客户的一致认可，公司紧跟国内排放标准升级的节奏，适时推出满足当时阶段的尾气后处理产品，根据公司主要产品SCR为计算依据，并将其他尾气处理产品的焊接耗时与SCR焊接耗时的比例关系折算，公司产销规模总体呈现扩张状态，截止2019年底，公司标准产能约12万台/套，产能利用率基本达到饱和的水平。为实现公司产品升级换代及解决产能瓶颈问题，公司IPO募集资金用于发动机尾气后处理产品升级扩产项目，主要是对催化剂生产线、排气系统封装生产线、系统集成生产线的进一步升级以满足国六标准的需要，项目建设期2年，达产后可实现年产各类柴油机尾气后处理产品16万台/套，汽油机尾气后处理产品8.5万台/套。伴随产销规模扩张的同时，公司尾气后处理产品市占率稳步提升，根据中汽协统计数据计算，2019年上半年公司主要产品(SCR和DOC+POC)在轻型柴油车的市占率高达11.6%，相比2016年公司市占率几乎翻倍。根据《中国内燃机工业发展报告》(2017年)统计，公司SCR产品在轻型柴油商用车市占率仅次于国外公司康明斯和弗吉亚，但相比外资品牌，公司产品技术相当、价格优势明显且能够就近快速服务，因此随着国六标准的推进及公司生产规模进一步扩张，公司尾气后处理产品市场份额依然有持续提升的趋势。

图表12：产能利用率保持高位（台/套）



资料来源：招股说明书，万联证券

图表13：公司在轻型柴油车市场占有率稳步提升



资料来源：招股说明书，万联证券

图表14: IPO募集资金进一步扩张产能

项目名称	项目投资总额(万元)	募集资金投入金额(万元)	达产后产能预计
发动机尾气后处理产品升级扩产项目	18,981	18,900	建设期2年,达产后柴油车尾气后处理16万台/套、汽油机尾气后处理8.5万台/套
研发中心建设项目	8,677	8,600	
补充流动资金	15,000	9,018	
合计	42,658	36,518	

资料来源:招股说明书,万联证券

4.3、成本控制良好,盈利能力强劲

发动机尾气后处理市场竞争较为充分,只有具备核心技术的企业才能具备较高的盈利能力和成长性。从盈利能力情况来看,公司为整车配套的尾气后处理主要产品综合毛利率高达30%以上位于国内传统零部件中上游水平,核心产品SCR近年来毛利率呈上升趋势,2019年上半年高达34.5%,一方面主要得益于公司生产工艺的优化及生产规模的提升带来的规模效应,另一方面公司将部分外购件改为客户自主采购进一步节约采购成本,而在用车改装产品毛利率更高。根据公司相似业务可比公司毛利率对比情况来看,公司尾气后处理产品毛利率也位于可比公司前列,核心产品SCR毛利率仅略低于凯龙高科,主要是因凯龙高科为重卡配套的比例更高导致。

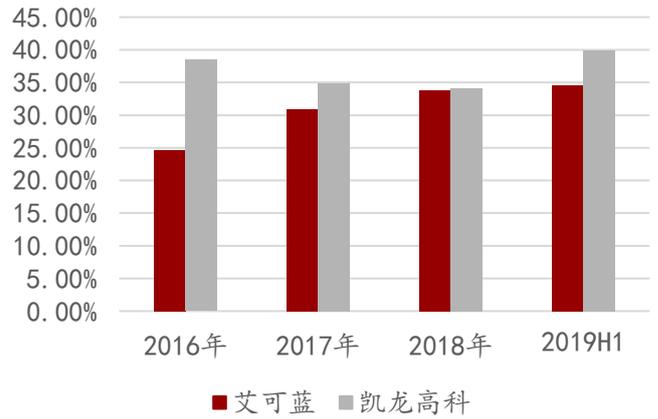
图表15: 公司主要产品毛利率情况

类别	产品名称	2016年	2017年	2018年	2019H1
整车配套	SCR	24.67%	30.93%	33.75%	34.53%
	DOC+POC	46.74%	55.46%	48.85%	45.68%
	TWC	39.79%	4.15%	10.33%	16.22%
	其他	39.35%	31.33%	23.00%	41.245%
整车配套销售毛利率		39.58%	31.33%	33.53%	34.64%
在用车改装	DPF	56.81%	74.01%	72.42%	75.72%
	其他	3.63%	-	60.65%	57.65%
在用车改装毛利率		75.55%	72.08%	74.01%	55.63%
综合毛利率		40.94%	34.72%	36.42%	38.49%

资料来源:招股说明书,万联证券

图表16: 尾气后处理产品毛利率位于可比公司前列

图表17: SCR产品毛利率对比



资料来源: 公司公告, 万联证券

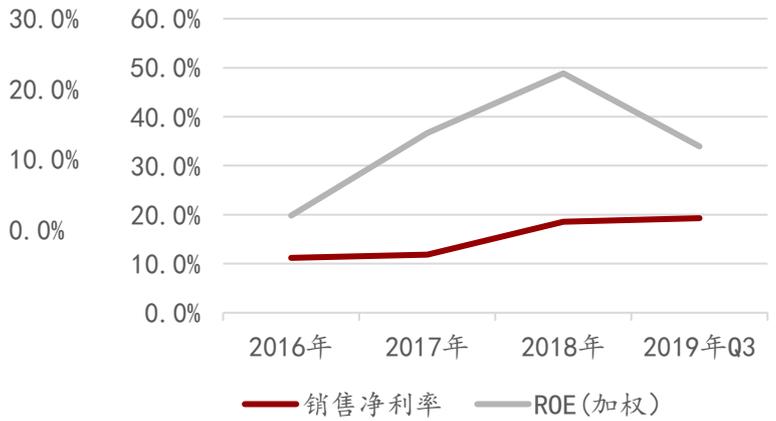
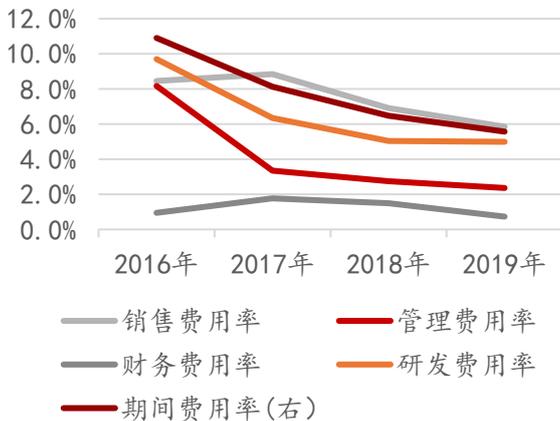
资料来源: 公司公告, 万联证券

注: 可比公司业务选取凯龙高科的自主品牌项下柴油机SCR系统产品+柴油机颗粒捕集系统产品毛利率, 威孚高科的尾气后处理系统毛利率。

期间费用方面, 在保持研发费用占营收比例5%及以上的水平, 提升费用支出效率, 期间费用率总体呈现下行趋势体现公司较强的成本控制能力, 而销售净利率及ROE保持上升趋势, 2018年分别达到18.6%和48.9%, 基本处于国内零部件行业的高位水平。总体来看, 与外资品牌相比, 公司在保持较高的价格优势的同时, 严控成本费用, 盈利能力表现较为优异, 未来随着国六标准的推进及公司产能规模的进一步提升, 公司有望进一步替代外资品牌市场份额。

图18: 近年来期间费用率呈下行趋势

图19: 近年来销售净利率及ROE呈上升趋势



资料来源: WIND, 万联证券

资料来源: WIND, 万联证券

5、盈利预测及投资建议

5.1、盈利预测

关键假设:

1、柴油机选择催化还原器(SCR)业务, 得益于公司SCR产品技术领先及较高的性价比, 在轻型商用车领域市场份额稳步提升, 但2020年受疫情影响, 国内轻型商用车销

量存在一定程度下滑，随后恢复正增长，公司SCR营收2019年-2021年增速分别同比29.6%、14.4%和22.5%；毛利率假设每年略下降1%，主要是受产品技术升级、工艺优化及客户官降综合因素导致。

2、柴油机颗粒捕捉器（DPF）业务，受部分城市提前实施国六标准及轻型车国六标准全国范围的逐步推进，公司DPF业务营收恢复低增长，分别假设2019年-2021年营收增速分别为5.0%、3.0%和10.0%，DPF在用车装车改造上的定制属性更强，因此毛利率维持高位且每年小幅波动水平。

3、汽油机尾气后处理（TWC）业务，轻型车国六标准推进，公司TWC业务在重要客户间的报价及销量有一定程度的提升，假设2019年-2021年营收增速分别为5.0%、3.0%和10.0%，毛利率每年提升1-2%。

4、其他业务，基数较小，假设每年营收保持5%的增长。

在上述假设下，我们预计公司2019-2021年营收总收入分别为5.66亿元、6.42亿元和7.81亿元；营业成本分别为3.67亿元、4.24亿元和5.24亿元；毛利率分别为35.2%、34.0%和32.9%。

图表20：艾可蓝盈利预测（万元）

业务	项目	2018年	2019年	2020年	2021年
柴油机选择催化还原器（SCR）	收入	40,090.04	51,948.67	59,429.28	72,800.87
	yoy	31.10%	29.58%	14.40%	22.50%
	成本	26,530.52	34,897.73	40,517.30	50,361.70
	yoy	25.61%	31.54%	16.10%	24.30%
	毛利	13,559.52	17,050.94	18,911.98	22,439.17
	毛利率	33.82%	32.82%	31.82%	30.82%
柴油机颗粒物捕捉器（DPF）	收入	3,539.40	3,716.37	3,827.86	4,210.65
	yoy	-28.20%	5.00%	3.00%	10.00%
	成本	1,098.02	1,190.08	1,264.07	1,369.42
	yoy	-33.55%	8.38%	6.22%	8.33%
	毛利	2,441.38	2,526.29	2,563.80	2,841.23
	毛利率	68.98%	67.98%	66.98%	67.48%
汽油机尾气后处理（TWC）	收入	462.14	485.25	499.80	549.78
	yoy	-67.22%	5.00%	3.00%	10.00%
	成本	382.19	396.45	398.34	432.68
	yoy	-70.83%	3.73%	0.48%	8.62%
	毛利	79.95	88.80	101.46	117.10
	毛利率	17.30%	18.30%	20.30%	21.30%
其他	收入	433.34	455.01	477.76	501.65
	yoy	15.51%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	207.30	213.11	218.99	224.93
	yoy	-5.28%	2.81%	2.76%	2.71%

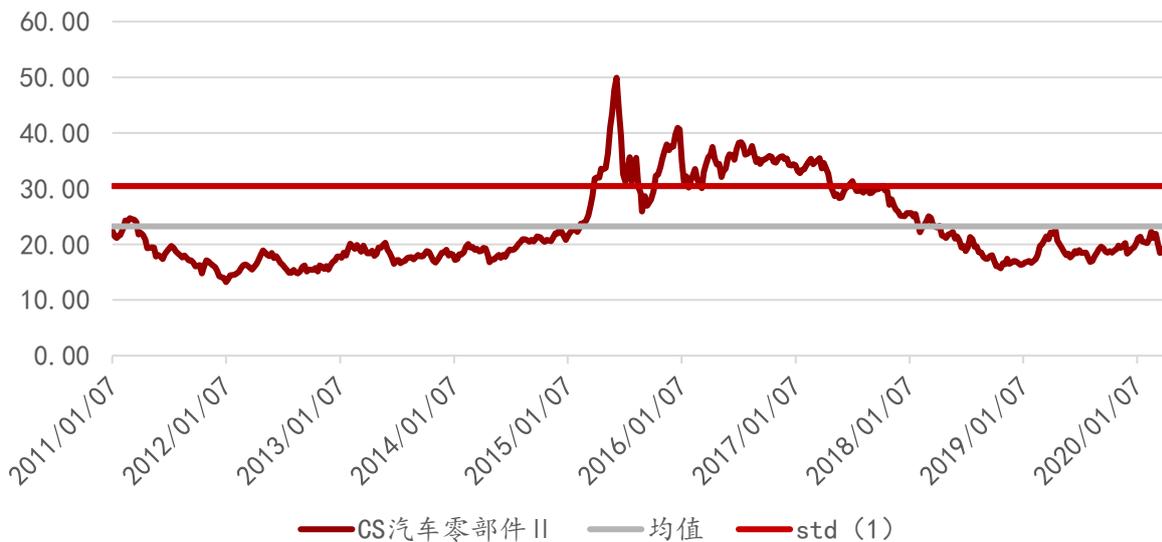
	毛利	226.04	241.89	258.76	276.72
	毛利率	52.16%	53.16%	54.16%	55.16%
合计	营业收入	44,524.92	56,605.30	64,234.71	78,062.95
	yoy	19.39%	27.13%	13.48%	21.53%
	营业成本	28,218.03	36,697.38	42,398.70	52,388.73
	yoy	16.11%	30.05%	15.54%	23.56%
	毛利	16,306.89	19,907.92	21,836.00	25,674.22
	毛利率	36.62%	35.17%	33.99%	32.89%

资料来源：万联证券

5.2、估值水平

参考中信（汽车零部件）行业估值情况，目前汽车零部件行业估值低于2011年以来的历史均值23.2倍的水平，考虑到公司盈利能力位于行业中上游水平，因此给予高于历史均值的估值，可比公司银轮股份近5年估值区间均值25.1倍，公司目前PE(TTM) 27.5倍，估值属于下有支撑，上有一定涨幅空间。

图表21：2011-2020年汽车零部件PE(TTM)估值



资料来源：WIND，万联证券

5.3、投资逻辑

1) 自主优质发动机尾气后处理企业，充分受益于排放标准升级：公司是国内少有的专业从事发动机尾气后处理产品的研发与产业化的自主品牌企业，主要产品包括SCR、DPF、TWC等，受益于国四、国五排放标准升级，公司业绩增长良好，2015年-2019年营收和净利润年复合增速分别高达37.6%和83.1%，我们复盘往年排放升级中受益个股发现政策执行预期及终端销量的高增长是驱动核心个股股价上涨的重要因素，而我们认为不同以往的是国六阶段技术迭代升级及配套均价的大幅上行同时有望成为重要驱动力，公司已实现国六柴油车产品少批量生产，随着国六标准的全面执行，公司业绩有望维持高增长。

2) 行业成长空间广阔, 竞争格局一定程度优化: 若2020年轻、重型汽车全部满足国六标准, 则轻型汽油车、轻型柴油车及重型柴油车市场规模分别为283亿元、146亿元和528亿元, 即国六尾气后处理市场规模整体可达1,000亿元左右, 行业发展空间相对国五具有大幅度提升。且不同汽油车尾气后处理市场竞争激烈且格局稳定, 柴油车尾气后处理自主品牌技术发展较快, 且成本优势明显、产品质量可靠、售后服务较快, 一定程度上能够实现进口替代, 市场红利的支撑及竞争格局的优化有利于公司快速发展。

3) 竞争优势明显, 市场份额有望持续上行: 自成立以来, 公司一直将技术研发作为公司长期发展的动力源泉, 公司拥有一支高层次人才背景的专业研发团队, 具备尾气后处理4大基础核心技术及12项延伸核心技术, 技术较为领先甚至在某些领域打破国外技术垄断, 得益于公司高技术壁垒、良好的成本控制能力, 公司产品毛利率高达30%以上位于国内传统零部件中上游水平, 产品也获得了国内外知名客户的认可, 市场份额持续上行, 2019年上半年公司主要产品在轻型柴油车的市占率高达11.6%, 相比2016年市占率几乎翻倍, 产能率用率高企, 随着IPO募集项目升级扩产, 公司市场份额有望再次提升。

4) 盈利预测及投资建议: 预计公司2019-2021年营业总收入分别为5.7亿元、6.4亿元和7.8亿元, 归属于上市公司股东的净利润1.0亿元、1.1亿元和1.4亿元, EPS分别为1.28、1.41和1.72元/股, 对应的PE分别为27.5、25.0和20.5倍, 考虑到国六标准尾气后处理行业的广阔前景、公司技术的领先优势、市场份额持续提升, 首次覆盖给予“增持”评级。

6、风险提示

国六排放标准推进不及预期, 汽车销量严重下滑

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E	至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	376	436	974	1,143	营业收入	445	566	642	781
货币资金	79	50	528	597	营业成本	282	362	412	502
应收票据及应收账款	230	292	332	403	营业税金及附加	4	5	6	7
其他应收款	3	4	4	5	销售费用	31	35	39	48
预付账款	2	3	3	4	管理费用	12	14	15	18
存货	62	79	90	110	研发费用	22	29	32	39
其他流动资产	0	8	16	24	财务费用	7	7	8	9
非流动资产	70	77	85	99	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	51	56	62	74	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	2	4	5	7	资产处置收益	0	0	0	0
无形资产	6	7	7	7	营业利润	88	118	130	158
其他长期资产	10	10	10	10	营业外收入	8	0	0	0
资产总计	446	513	1,059	1,243	营业外支出	0	0	0	0
流动负债	190	154	171	206	利润总额	95	118	130	158
短期借款	80	12	10	10	所得税	12	15	17	21
应付票据及应付账款	93	119	135	165	净利润	83	103	113	137
预收账款	1	2	2	3	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	17	21	24	28	归属母公司净利润	83	103	114	138
非流动负债	59	59	69	79	EBITDA	99	127	143	171
长期借款	9	9	19	29	EPS (元)	1.04	1.28	1.41	1.72
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	50	50	50	50	主要财务比率				
负债合计	249	213	240	285	至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	60	60	80	80	成长能力				
资本公积	5	5	390	390	营业收入 (%)	19.4%	27.1%	13.5%	21.5%
留存收益	131	235	349	488	营业利润 (%)	70.8%	34.2%	10.1%	21.8%
归属母公司股东权益	196	299	819	958	归属于母公司净利润 (%)	87.0%	23.7%	10.1%	21.8%
少数股东权益	1	1	1	0	获利能力				
负债和股东权益	446	513	1,059	1,243	毛利率 (%)	36.6%	36.1%	35.8%	35.7%
					净利率 (%)	18.6%	18.1%	17.5%	17.6%
					ROE (%)	42.3%	34.3%	13.8%	14.4%
					ROIC (%)	28.3%	33.0%	14.1%	14.5%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	55.8%	41.5%	22.6%	22.9%
					净负债比率 (%)	126.3%	70.8%	29.3%	29.7%
					流动比率	1.98	2.84	5.70	5.55
					速动比率	1.64	2.30	5.15	5.00
					营运能力				
					总资产周转率	1.00	1.10	0.61	0.63
					应收账款周转率	3.12	3.12	3.12	3.12
					存货周转率	7.23	7.17	7.14	7.12
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	1.04	1.28	1.41	1.72
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.73	0.64	0.98	0.97
					每股净资产 (最新摊薄)	2.45	3.74	10.24	11.97
					估值比率				
					P/E	33.98	27.47	24.95	20.49
					P/B	14.37	9.41	3.44	2.94
					EV/EBITDA	0.10	-0.22	-3.49	-3.25

资料来源: 万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场