

排放升级稳主业 新能源业务谱新篇

——隆盛科技 (300680.SZ)

汽车/汽车零部件



申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

“专精”的传统业务焕发新机,“特新”的新业务突破成长:

- 公司长期专注的 EGR 领域随排放升级迎来反转,主业逐渐稳固。
- 通过外延并购,开拓了以马达铁芯为代表的新能源业务,并布局了精密制造领域,还在天然气喷射系统领域与行业龙头博世深度绑定,长期成长性值得期待。

公司各业务板块,皆迎来发展机遇期。

1 马达铁芯: 新能源芯动力 领航出发

- 新能源车加速渗透 马达铁芯需求扩容。国内新能源车渗透率逼近拐点,21年上半年渗透率突破 10%,行业加速上行。双电机趋势凸显,马达铁芯需求加倍。
- 已定点头部新势力、蔚来、大众、日产等优质客户,在手订单充裕。
- 技术突破,铁芯已量产落地,年内产能达 130 万台套,现有项目满产可贡献约 5 亿营收,且有进一步扩产可能。

2 EGR: 拳头产品迎来机遇 排放升级稳定大局

- 公司 EGR 占应收近 40%,产品客户积淀深厚,覆盖国内外主流车企及发动机企业,国六项目落地进展良好。
- 排放升级加速行业扩容,当下时点重点领域在于柴油车,限值变化重点在于控制 NOx 和 PM,而 EGR 最重要的意义就是能够控制 NOx 和 PM。
- 公司作为 EGR 领域龙头企业,市占率约 35%,有望坐享行业扩容红利。

3 天然气喷射系统: 绑定博世 天然气重卡前景向好

- 天然气喷射系统深度绑定博世,彰显技术实力,有望复刻博世的绝对统治地位。
- 环保政策+经济便利,助推天然气重卡行业势头向好。
- 燃油喷射系统单车价值接近 2000 元,公司项目建成后拥有 9 万产能对应 1.8 亿营收,行业仍有持续扩容空间。

投资建议:

我们预计公司 2021~2023 年的营业收入分别为 12.59 亿元、21.15 亿元和 30.96 亿元,归属于上市公司股东净利润分别为 1.24 亿元、2.38 亿元和 3.68 亿元,每股收益分别为 0.61 元、1.18 元和 1.82 元,对应 PE 分别为 42X、22X 和 14X。

目前公司各项业务均已迈过拐点,向上可期。综合可比公司估值水平,2022 给予公司 30 倍 PE 的估值,合理股价为 35.4 元。首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示:

国六政策落地不及预期,新项目落地进度不及预期,客户拓展进度不及预期,行业竞争加剧的风险。

评级

买入 (首次)

2021 年 09 月 28 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

袁逸璞

研究助理

yuanyipu@shgsec.com

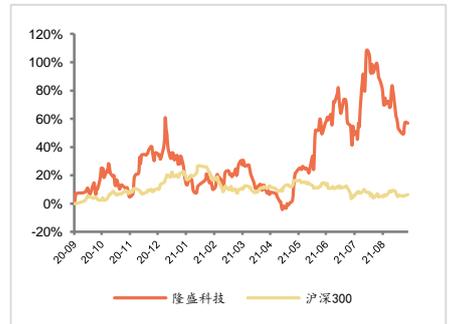
SAC 执业证书编号: S1660120060005

交易数据

时间 2021.09.28

总市值/流通市值 (亿元)	52.22/36.18
总股本 (万股)	20,185.84
资产负债率 (%)	40.76
每股净资产 (元)	4.18
收盘价 (元)	25.87
一年内最低价/最高价 (元)	16.11/36.25

公司股价表现走势图



资料来源: Wind, 申港证券研究所

相关报告

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	406.55	578.06	1,259.02	2,115.02	3,095.88
增长率 (%)	79.44%	42.19%	117.80%	67.99%	46.38%
归母净利润 (百万)	30.04	53.67	123.96	237.99	368.31
增长率 (%)	684.89%	78.67%	41.00%	91.99%	54.76%
净资产收益率 (%)	5.49%	6.57%	12.80%	20.70%	25.75%
每股收益(元)	0.40	0.37	0.61	1.18	1.82
PE	64.68	83.84	42.13	21.94	14.18
PB	3.51	4.57	5.39	4.54	3.65

资料来源：公司财报、申港证券研究所

内容目录

1. 内外兼修 龙头再出发	5
1.1 “专精”起家 内燃机 EGR 系统专家.....	5
1.2 “特新”外延 并购布局新能源和精密制造.....	5
1.3 客户稳定多元 新客开拓顺利.....	6
1.4 财务稳健 逐步改善仍有空间.....	7
2. 马达铁芯：新能源芯动力 领航出发	8
2.1 马达铁芯是电机的核心部件.....	8
2.2 新能源车加速渗透 马达铁芯需求扩容.....	8
2.3 量产落地 订单充裕 兑现可期.....	9
3. EGR：拳头产品迎来机遇 排放升级稳定大局	10
3.1 拳头产品 客户结构有优势.....	10
3.2 排放升级 行业扩容有支撑.....	11
3.3 行业龙头 多维度充分受益.....	13
4. 天然气喷射系统：绑定博世 天然气重卡前景向好	14
5. 盈利预测与估值	16
5.1 关键假设.....	16
5.2 可比公司估值.....	16
5.3 盈利预测.....	17
6. 风险提示	17

图表目录

图 1：公司发展历程及大事纪	5
图 2：公司股权结构	5
图 3：收购后公司拓展的部分产品	6
图 4：2016-2021H1 公司营收和归母净利润表现	7
图 5：2021H1 公司业务各版块营收占比	7
图 6：2016-2021H1 期间费用率	7
图 7：2015-2020H1 毛利率、净利率与板块对比	7
图 8：新能源汽车电机示意图	8
图 9：公司马达铁芯产品	8
图 10：2015-2020 年新能源乘用车销量及增速	9
图 11：EGR 系统工作原理	10
图 12：公司 EGR 产品	11
图 13：公司 EGR 产品营收及增速	11
图 14：公司 EGR 产品毛利水平变化情况	11
图 15：国五、国六部分污染物排放限值变化	13
图 16：EGR 产品影响较大 NOx 和 PM 的变化趋势	13
图 17：柴油机缸内减少 NOx 和 PM 生成的技术路径	13
图 18：柴油机满足近零排放法规的技术路径	13
图 19：历年货车产量	14
图 20：历年各类型柴油货车产量	14
图 21：公司天然气喷射系统产品	15
图 22：燃气重卡销量及增速	15

表 1: 在售主流双电机车型.....	9
表 2: 我国轻型机动车污染物排放阶段一览表.....	11
表 3: 各地区国六实施要求进度.....	12
表 4: 公司各业务营收预测 (百万元).....	16
表 5: 可比公司盈利预测与估值情况 (截止 2020.9.28).....	16
表 6: 公司盈利预测表.....	18

1. 内外兼修 龙头再出发

1.1 “专精”起家 内燃机 EGR 系统专家

无锡隆盛科技股份有限公司成立于 2004 年，早期专注于发动机节能减排领域，从事发动机废气再循环 (EGR) 系统的研发、生产和销售，该系统包括 EGR 阀、控制单元 (ECU)、传感器、EGR 冷却器等。

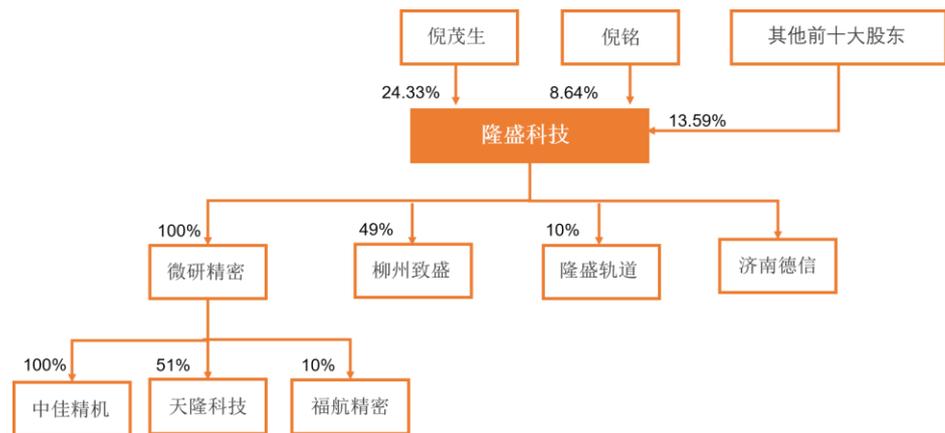
图1：公司发展历程及大事纪



资料来源：公司官网，申港证券研究所

- ◆ **资质优秀：**公司于 2010 年、2014 年两次被认定为中国内燃机零部件行业排头兵企业，被授予“振兴装备制造业中小企业之星”称号，是国家火炬计划重点高新技术企业。截止 2020 年底，公司授权状态为有效的专利数共 214 件：其中发明专利 55 件，实用 154 件，外观 5 件；行业标准 6 项。
- ◆ **股权清晰：**公司最大股东倪茂生持股 24.33%，其子倪铭持股 8.64%，前十大股东持股 46.56%。公司实际控制人是董事长倪茂生和董事倪铭父子。

图2：公司股权结构



资料来源：公司公告，申港证券研究所

1.2 “特新”外延 并购布局新能源和精密制造

2018 年以来，公司在新能源、燃料替代以及燃料电池等动作频频，布局和拓展已经取得较为明显的成果。

- ◆ **收购微研精密，沿 EGR 系统产品产业链向上游精密冲压零部件延伸。**公司与微研精密分别为汽车产业的一级和二级供应商，为同一产业链的上下游。收购不但使得公司在传统汽车零部件产业链上得到纵向的延伸，而且在新能源汽车关键零部件产业链上获得横向的扩展。
- ◆ **布局马达铁芯、天然气喷射系统等新能源板块。**2018 年完成收购后，公司针对新能源汽车驱动电机核心部件马达铁芯产品也进行了相关布局，子公司微研精密坚持以精密模具的开发制造以及生产线自动化集成为依托，成功开发集成高端驱动电机马达铁芯生产线；2019 年与博世合作，布局商用车重卡天然气喷射系统项目。新业务均于 2020 年下半年陆续进入小批量产阶段。

图3：收购后公司拓展的部分产品



资料来源：公司公告，申港证券研究所

1.3 客户稳定多元 新客开拓顺利

客户多元化，抗风险能力增强。公司多年深耕汽车零部件领域，积累了良好的客户资源，但多集中于商用车领域。近年来通过收购微研精密，拓展了乘用车领域客户。母子公司形成了口碑优势互补，优质客户资源整合的态势。同时随着公司业务逐渐多元，2018-2020 年，公司前五大客户的销售收入占比逐年下降，由 2018 年的 56.03% 下降至 2020 年的 41.52%，分散的客户结构强化了公司抵抗风险的能力，是公司平稳发展的保障。

各领域客户优质，新客户拓展顺利。

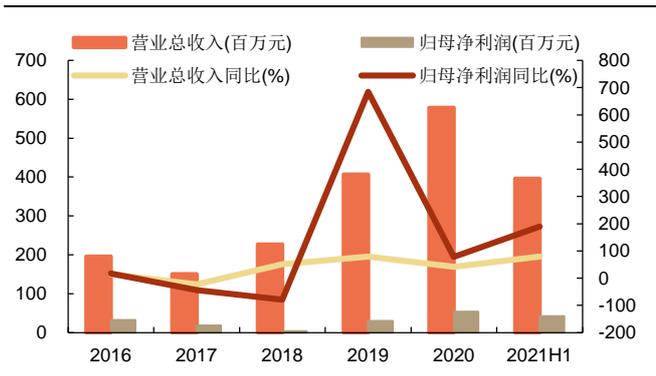
- ◆ **EGR 领域：**公司作为国内 EGR 领域龙头，与国内外众多企业保持长期稳定的合作关系。车用领域主要客户有康明斯、博世、全柴动力、昆明云内、东风汽车、北汽福田、玉柴、锡柴、潍柴、中国重汽等；非道路领域的主要客户有新柴、一拖、常发、常柴等。
- ◆ **精密零部件领域：**汽车零部件领域有博世、联合汽车电子、博泽、恺博、理昌、舍弗勒、法雷奥、Mubea、日立汽车、塔尔基、东机工等；消费电子领域有 ALPS、安费诺、泰科电子等。
- ◆ **马达铁芯：**2020 年开始批量为联和汽车电子公司供应马达铁芯，批量使用在蔚来等车型上，同时公司还拿到了两大国际化平台客户的供应商定点书。
- ◆ **天然气喷射系统：**2020 年下半年陆续小批量产，直接配套客户为博世，同时为潍柴、康明斯等厂家供货。

1.4 财务稳健 逐步改善仍有空间

近年来，公司各项业绩随国内经济形式和汽车行业整体行情变化有所波动，但整体状况稳健、持续向好。

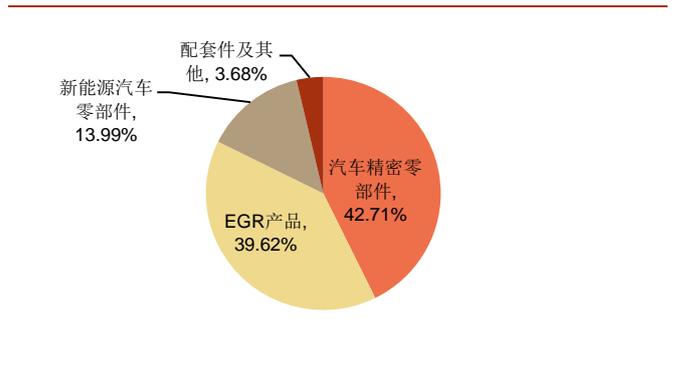
- ◆ **营收、归母净利润有所波动，多元发展后持续向好。**2018 年以前公司主营业务为 EGR 产品，由于国五车型对 EGR 需求有限，营收和利润有下滑趋势，自国六推出及收购并购后，便呈现快速增长。2020 年公司营收及归母净利润分别为 5.78 亿和 0.54 亿，创近年新高。2021H1 延续复苏态势，营业总收入和归母净利润同比分别增长 79.8%和 189.6%。

图4：2016-2021H1 公司营收和归母净利润表现



资料来源：公司公告，申港证券研究所

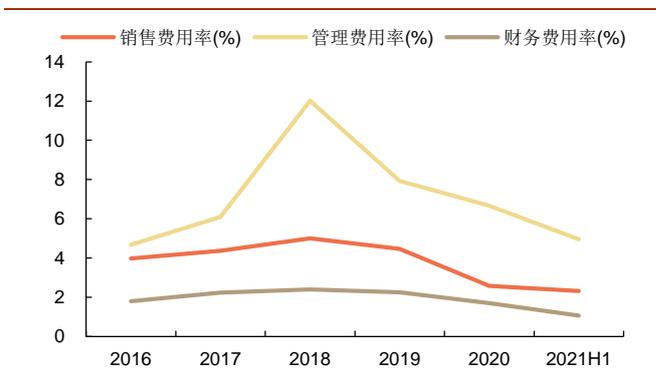
图5：2021H1 公司业务各版块营收占比



资料来源：公司公告，申港证券研究所

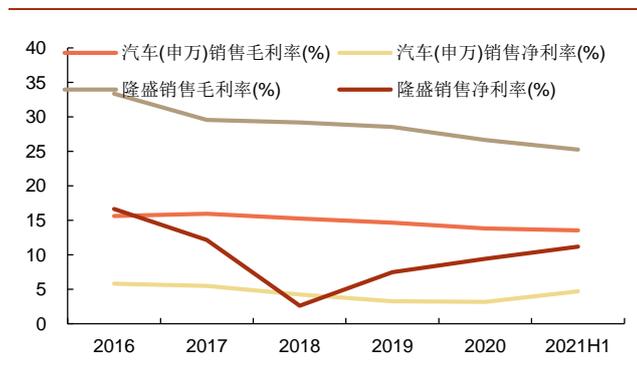
- ◆ **期间费用率逐步改善，研发维持高投入。**公司管理、销售、财务费率近两年来有所改善，主要由于公司经营趋于稳定，收购整合顺利完成，且大力开展降本减费，有所成效。研发方面公司维持了高投入，费率维持了较高水平，近五年保持在5%~8%，有效支撑了公司长久永续发展。
- ◆ **毛利率、净利率领先行业。**公司毛利率维持在 25-30%，略有下降趋势，但整体高于行业平均毛利率。净利率在 2018 年前大幅降低，之后稳步上升，依旧维持在高于行业平均净利率的水平。

图6：2016-2021H1 期间费用率



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图7：2015-2020H1 毛利率、净利率与板块对比



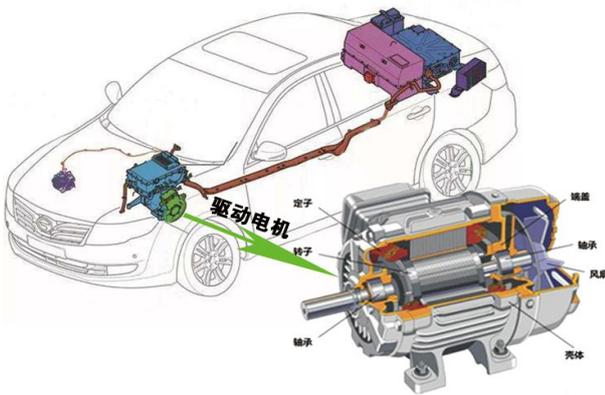
资料来源：公司公告，申港证券研究所

2. 马达铁芯：新能源芯动力 领航出发

2.1 马达铁芯是电机的核心部件

电机、电池、电控是新能源汽车的“三大件”，而马达铁芯是电机的核心零部件。铁芯通常由转子和定子组成，目的是来增加电感线圈的磁通量以实现电磁功率的最大转换。虽然电机有永磁同步电机、交流异步电机等多种类型，但马达铁芯都是必不可少的关键部件。马达铁芯的制造难点在于对硅钢片的冲压成型，拥有一定的技术壁垒。而且更大的直径、更薄的硅钢片、油冷等都是后续电机铁芯的发展方向，对加工精度和冲压成型技术要求也愈发提高。

图8：新能源汽车电机示意图



资料来源：互联网，申港证券研究所

图9：公司马达铁芯产品



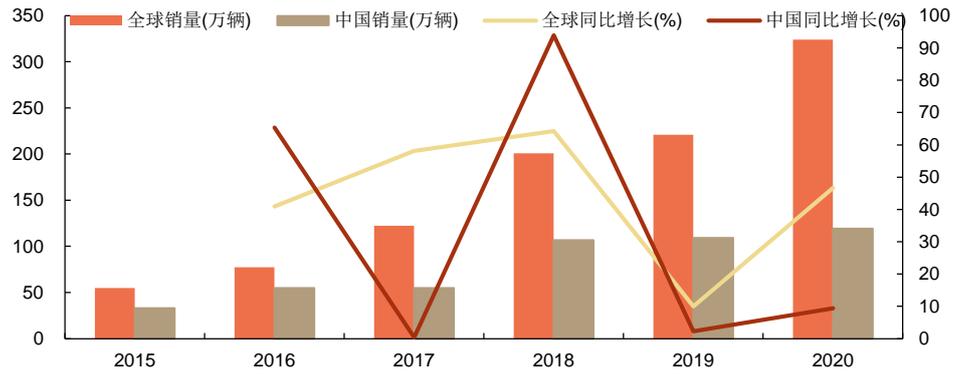
资料来源：公司公告，申港证券研究所

2.2 新能源车加速渗透 马达铁芯需求扩容

全球新能源汽车产销持续高速增长。2015-2020年，虽然有短期扰动导致增速放缓，但平均同比增速维持在30%~40%。随着中、欧、美的低碳政策进一步落实推进，大车企转向电动化，全球新能源汽车长期增长态势长期看好。我们预计，2021年中国市场新能源汽车的销量预计将突破300万辆，2025年达到750万辆，届时全球新能源汽车销量预计将达1800万辆。

国内新能源车渗透率逼近拐点，21年上半年渗透率突破10%，行业加速上行。随着近年来各大城市充电设备的完善及技术进步对里程焦虑的逐步缓解，新能源汽车政策补贴、摇号简单、用车及保养成本低等优势凸显，加之多样化的车型陆续面世，消费者对新能源汽车青睐有加，新能源车潜力加速释放，21年上半年渗透率已经突破10%。按照国际消费惯例，该表现或意味着新能源汽车市场进入快速增长期，渗透率将加速，这为电机核心部件马达铁芯提供了扩容增量预期。

图10: 2015-2020年新能源乘用车销量及增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

双电机趋势凸显，马达铁芯需求加倍。双电机驱动不仅提高性能，还能增加效率、提高续航里程。目前特斯拉、比亚迪、蔚来、小鹏等主流新能源玩家均已推出了双电机产品，售价20万以上的新能源车型几乎都是双电机四驱配置。双电机相对于单电机的优势有以下四点：

- ◆ 提升在低速、高速轻载情况下的效率；
- ◆ 提高制动能量回收的效率；
- ◆ 无动力中断；
- ◆ 降低满足高性能和高转速范围的设计制造难度和总重量。

尽管双电机结构更加复杂，需要更加复杂的动力耦合装置和更加复杂的控制算法，但随着技术的成熟和经验积累，双电机驱动将成为未来新能源汽车技术趋势，这将大大扩大马达铁芯的需求量，我们预计**2025年，双电机车型占比将达到30-50%**。

表1: 在售主流双电机车型

厂商	主要双电机车型	售价
特斯拉	Model 3/Model Y/Model S/Model X	23.59万~90.99万
比亚迪	汉/唐 新能源/宋 pro 新能源	16.98万~31.48万
蔚来	ES6/ES8/ET7/EC6	35.80万~62.40万
理想	理想 ONE	33.8万
小鹏	P7	33.99万~40.99万
广汽埃安	AION LX	27.66万~34.96万

资料来源: 汽车之家, 申港证券研究所

2.3 量产落地 订单充裕 兑现可期

技术突破，铁芯已量产落地，年内产能达130万台套。公司2018年完成对微研精密的收购后，依托其在精密制造领域的20余年积累和高端设备模具，成功开发集成高端驱动电机马达铁芯生产线，随着2020年实施的非公开定向增发项目的推进，2021年内将会兑现年产130万台套新能源汽车驱动电机马达铁芯项目的生产能力。

已定点蔚来、大众等优质客户，订单充裕。公司产品适用于全系列新能源汽车驱动电机，目前已经正式成为联合汽车电子、某外资电动汽车及能源公司的一级供应商，其余客户有蔚来、通用、大众、尼桑等日系客户，均会在 2021 年实现量产。

长期看，2025 年国内马达铁芯行业规模预计接近 50 亿。根据公司发布的项目募资说明书中预计的产能和营收数据，可推算出公司马达铁芯的均价约为 340 元/套，考虑到原材料上涨及需求增加，我们预计 2025 年均价为 400 元/套，结合新能源汽车市场空间及双电机技术路线的普及，我们预计，马达铁芯的全球市场规模在 2025 年将达到 93.6 亿元~108 亿元，国内市场将达到 42.9 亿元~49.5 亿元。

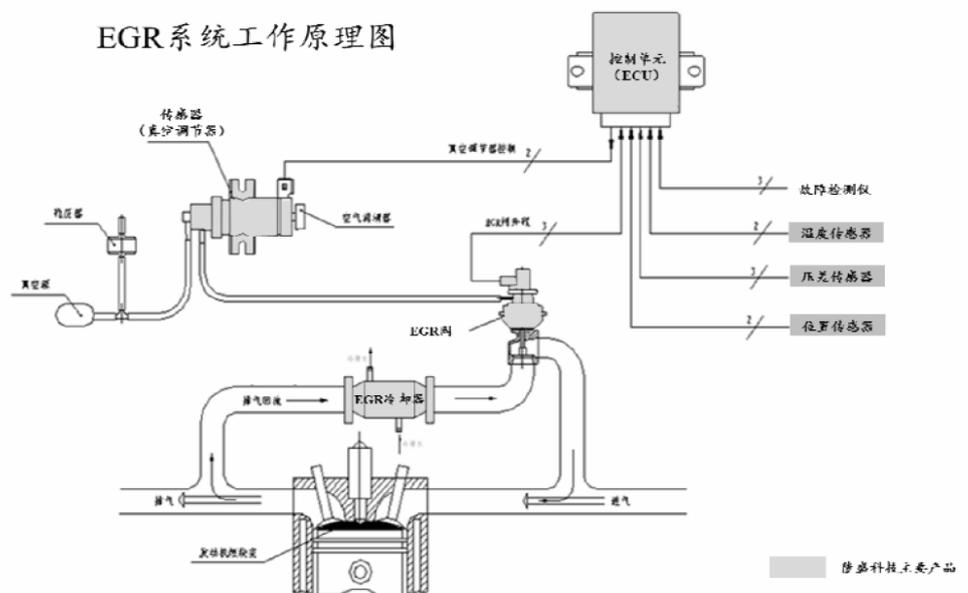
公司募投项目已经落地，兑现可期，现有项目满产可贡献约 5 亿营收。公司 2020 年末已具有 60 万产能，并且开始对外供货，当年对外销售 8.52 万套，实现收入 1724.82 万元。随着 2021 年 120 万套产能项目投产（项目达产后预计形成 130 万套/年马达铁芯的生产能力），340-400 元的均价计算，满产情况下可贡献 4.42~5.2 亿元的营收。

3. EGR：拳头产品迎来机遇 排放升级稳定大局

3.1 拳头产品 客户结构有优势

发动机废气再循环 (EGR) 系统产品是公司的拳头产品，目前营收占比接近 40%。公司长期致力于发动机节能减排领域，为下游客户提供符合柴油机动车减排需要和汽油机动车节能需要的废气再循环处理方案。EGR 产品包括 EGR 阀、控制单元 (ECU)、传感器、EGR 冷却器等，一直是公司的核心竞争力，也是公司营收的主要来源，18 年之前营收占比接近 70%。近年来随着收购业务扩展品类，营收占比略有下降，21H1 营收占比为 39.62%，但绝对收入维持了高速增长的态势，2018-2020 年营收 CAGR 为 40%，21H1 同比增速达 70%。

图11：EGR 系统工作原理



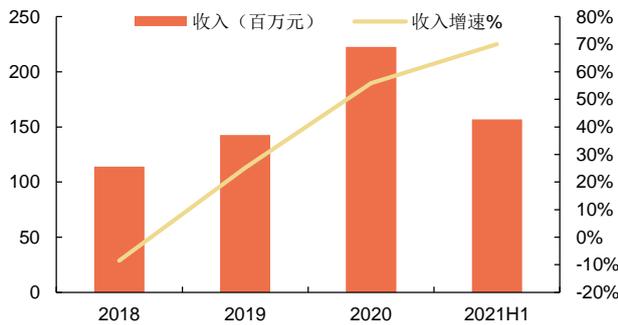
资料来源：公司招股书，申港证券研究所

图12: 公司 EGR 产品



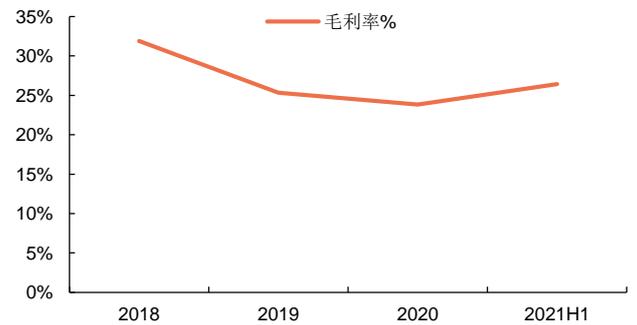
资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图13: 公司 EGR 产品营收及增速



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图14: 公司 EGR 产品毛利水平变化情况



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

公司 EGR 系统产品客户积淀深厚, 覆盖国内外主流车企及发动机企业, 国六项目落地进展良好。车用领域主要客户有康明斯、博世、全柴动力、昆明云内、东风汽车、北汽福田、玉柴、锡柴、潍柴、中国重汽等; 非道路领域的主要客户有新柴、一拖、常发、常柴等。公司轻型商用车及重型商用车 (3.5 吨以上轻型车部分) 国六项目基本落地, EGR 阀、冷却器、节气门作为支撑国六项目的三大核心产品战略实施取得明显成果。

3.2 排放升级 行业扩容有支撑

尾气处理行业扩容的本质动力是法规对于排放升级和节能降耗的强制要求, 我国标准已经严于欧洲, 产业链将加速发展。历年来, 我国排放相关法规一贯追随欧洲, 但到目前国六阶段, 对于机动车的要求已经比欧洲更为严苛。在碳中和的背景下, 随着国七标准的预研启动, 我国在排放领域预计将持续引领全球, 成为新的标杆, 给排放产业链相关公司在技术、生产储备上带来先发优势。

表2: 我国轻型机动车污染物排放阶段一览表

实施时间(全国范围)	名称	参照引用标准
2001年4月16日	第一阶段 GB18352.1-2001《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(I)》	等同于欧 I
2004年7月1日	第二阶段 GB18352.2-2001《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(II)》	等同于欧 II
2007年7月1日	第三阶段 GB18352.3-2005《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国 III、IV 阶段)》	部分等同于欧 III

实施时间(全国范围)	名称	参照引用标准
2011年7月1日	第四阶段(同上)	部分等同于欧IV
2017年1月1日	第五阶段 GB18352.5-2013《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国V阶段)》	部分等同于欧V
2020年7月1日(阶段a) 2023年7月1日(阶段b)	第六阶段 GB18352.6-2016《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》	部分等同于欧VI, 某些方面更为严苛

资料来源: 生态环境部, 申港证券研究所

国六最终节点临近, 部分地区提前实施+远程监控, 推动行业加速变革。国六分为A、B两个阶段, 针对燃气和城市车辆等不同类型车辆设置了时间节点, 目前A阶段节点已经到达, B阶段节点为2023年7月1日。但在部分大气污染防治重点地区或发达地区省份, 如京津冀、长三角、珠三角等地区, 在排放标准上均有不同程度的提前, 一定程度上加速了节能减排相关技术的落地。此外, 国六B阶段还加入了远程监控, 一旦排放不达标车辆将会被自动锁定限扭, 甚至影响审车等, 保障了排放要求的实质落地。

表3: 各地区国六实施要求进度

地区	实施时间	具体
全国	2019年7月1日	燃气车辆国六A
	2021年1月1日	城市车辆国六A (原定时间为2020年7月1日, 2020年中推迟)
	2021年7月1日	所有车辆国六A
	2021年1月1日	燃气车辆国六B
	2023年7月1日	所有车辆国六B
以下是提前实施的地区		
北京	2019年7月1日	燃气车、公交、环卫行业执行重型柴油车国六B
	2020年1月1日	其余车辆执行国六B
天津	2019年7月1日	轻型汽车执行国六B
上海	2019年7月1日	轻型汽车提前执行国六B, 国五和国六A排放标准车型全部禁售
河南	2019年7月1日	轻型汽车、燃气车执行国六标准(过渡期1个月)
	2020年7月1日	公交、邮政、环卫行业中兴柴油汽车执行国六A
	2021年7月1日	重型柴油车执行国六A
广东(不含广州、深圳)	2019年7月1日	轻型汽车执行国六B
广州	2019年7月1日	轻型汽车执行国六B(过渡期2个月)
深圳	2018年11月1日	柴油车执行国六B
	2019年7月1日	汽油车执行国六B
山东	2019年7月1日	轻型汽车执行国六, 禁售非“国六”轻型汽车
	2023年7月1日	轻型汽车执行国六B
山西	2019年7月1日	8个市区轻型汽车执行国六
云南	2020年7月1日	轻型汽车执行国六
辽宁	2020年7月1日	环卫车辆执行国六
	2021年7月1日	柴油车辆(危化品、清障、随车吊等)执行国六
吉林	2021年7月1日	柴油车辆(危化品、清障、随车吊等)执行国六
海南、河北、陕西、安徽、江苏、浙江	2019年7月1日	轻型汽车执行国六
四川、成都、重庆	2019年7月1日	轻型汽车执行国六(有过渡期)

资料来源: GB18352.6-2016, 互联网, 申港证券研究所

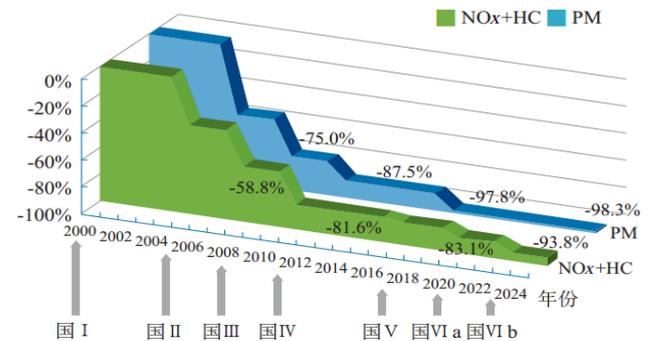
当下时点国六 B 的重点领域在于柴油车，限值变化重点在于控制 NOx 和 PM，而 EGR 最重要的意义就是能够控制 NOx 和 PM。目前国六 A 阶段已经实施，未来的增量点在于国六 B 实施带来的需求增量。国六 B 相对控制较大的排放指标是 NOx 和 PM，以重点控制的柴油车领域为例，NOx 和 PM 分别需下降 42% 和 33%，而这正是 EGR 的重点控制领域。

图15：国五、国六部分污染物排放限值变化

国五、国六排放标准对比				
排放物 (mg/km)	国五		国六	
	汽油车	柴油车	a	b
一氧化碳 (CO)	1000	500	700	500
非甲烷烃 (NMHC)	68	-	68	35
氮氧化物 (NOx)	60	180	60	35
PM 细颗粒物	4.5	4.5	4.5	3
颗粒数量 (PN)	-	6x10 ¹¹	6x10 ¹¹	6x10 ¹¹

资料来源：生态环境部，申港证券研究所

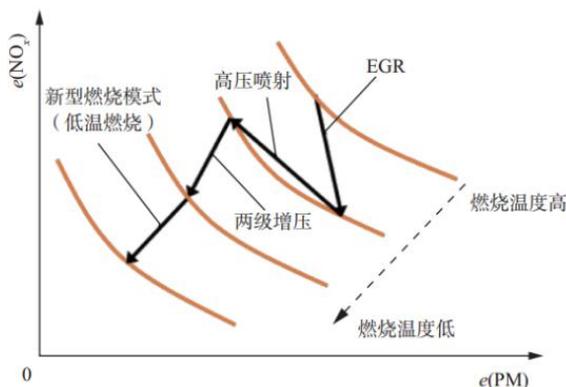
图16：EGR 产品影响较大 NOx 和 PM 的变化趋势



资料来源：《中国汽车工业年鉴 2020》，申港证券研究所

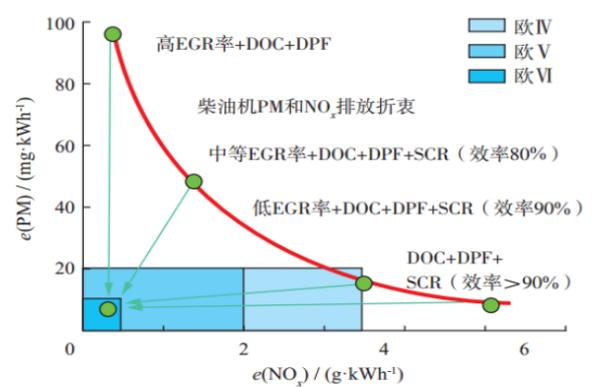
- ◆ **技术上：EGR 能有效控制 NOx 和 PM。** NOx 主要是在缸内高温、富氧的情况下产生；PM 的产生则是由于缸内燃油与空气混合不均匀，燃油过浓区高温缺氧形成碳烟。两者排放之间存在此消彼长的关系。通过增加 EGR 和两级增压的方法提高 EGR 率，降低燃烧温度，从而降低 NOx 排放；通过提高喷射压力和增强缸内气流运动，加强油气混合，从而降低碳烟排放。
- ◆ **路线上：有 EGR 路线由于相对均衡而更为普及。** 目前国六 B 发动机有两类处理方式：1) EGR+DOC+DPF+SCR（其中又可分为冷 EGR 和热 EGR），该技术路线较为主流，SCR 系统负担较小，尿素使用量可控制在合理的范围内，因此应用广泛；2) 高效 SCR+DOC+DPF（下表称为高效 SCR），该技术路线增加了 SCR 部分的尿素喷射量，同样也能达到降低氮氧化物的作用，但技术相对复杂，另外考虑到近期尿素价格持续高企，此路线的劣势预计将更加突出。

图17：柴油机缸内减少 NOx 和 PM 生成的技术路径



资料来源：《汽车安全与节能学报》，申港证券研究所

图18：柴油机满足近零排放法规的技术路径



资料来源：《汽车安全与节能学报》，申港证券研究所

3.3 行业龙头 多维度充分受益

公司作为 EGR 领域龙头企业，市占率约 35%，有望坐享行业扩容红利。2018 年

公司市占率 35% 位居行业第一，行业前三市占率为 87%，整体行业竞争格局较为稳定良好。此外，公司研发、多车型领域拥有优势，预计将持续受益于行业扩容。

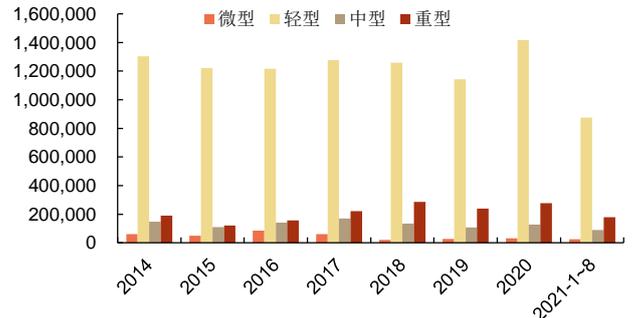
- ◆ **需求扩容：货车市场充分受益于基建、物流等“国内大循环”发展。**近年来，在排放升级、支线治超等因素助力下，货车行业延续了高景气态势。21 年受排放升级带来的需求透支前移给行业带来短期冲击，但长期看“国内大循环”的趋势不变，行业预计将持续受益扩容。
- ◆ **研发领先：柴油车领域技术优势明显，新品开发顺利，有望持续抢占先机。**在轻型柴油车领域，公司具有极高的市场占有率，是行业小龙头，将充分受益于行业扩容；在重型商用车领域，公司前期业务占比不高，但目前已经成功为东风开发 13L 发动机的 EGR 产品，经过客户验证；另外，为满足不同技术需求，公司开发了多种新品，如排气背压阀、重型车电子节气门等，可用于热管理，改善发动机排放，目前均已经进入小批量阶段，为公司后续发展和应对排放继续升级打下良好基础。
- ◆ **新增需求：混动、增程式和非道路移动机械可能带来额外增量空间。**部分混合动力车型和增程式车型使用汽油发动机，通过加装 EGR 能有效降低油耗，有望给公司产品带来新的增量；非道路移动机械相关排放标准（国四）将于 2022 年 12 月 1 日起实施，也有加装 EGR 的需求，增量同样可观。

图19：历年货车产量



资料来源：中汽协，申港证券研究所

图20：历年各类型柴油货车产量



资料来源：中汽协，申港证券研究所

4. 天然气喷射系统：绑定博世 天然气重卡前景向好

天然气喷射系统深度绑定博世，彰显技术实力，有望复刻博世的绝对统治地位。由于博世将其天然气业务迁移至中国，公司成为了博世的合作伙伴，并于 2017 年 10 月开始配合开发的“天然气喷射系统”项目，前期已完成了样件阶段的相关试验验证工作，并已具备量产条件。20 年底收到博世发出的《零件提交保证书》（PSW）批复，将正式承接博世从核心部件“大流量天然气喷嘴”的制造到“天然气喷射系统”总成的配套业务。考虑到博世在高压共轨领域的绝对统治地位，公司有望享受其红利，实现产品快速配套。

图21：公司天然气喷射系统产品

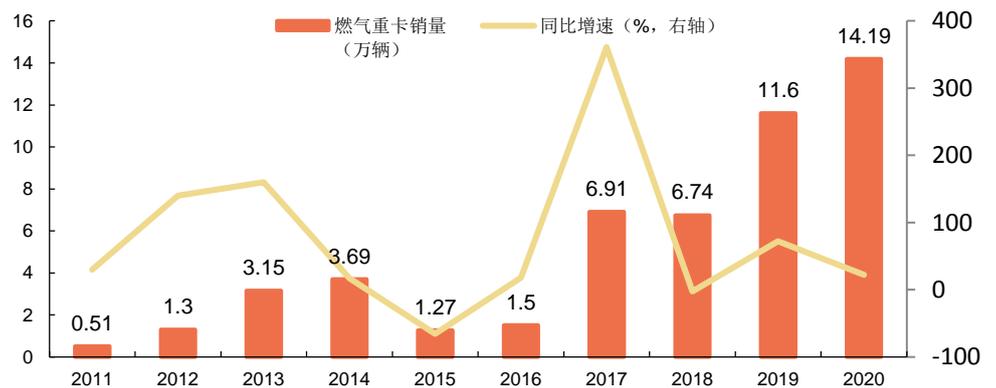


资料来源：申港证券研究所

环保政策+经济便利，助推天然气重卡行业势头向好。助推天然气重卡近年来渗透率逐步提升的原因有两个：

- ◆ 环保政策：排放升级，而天然气重卡排放本身较少且后处理结构比较简单；
- ◆ 经济便利：天然气价格由于柴油价格，且天然气站普及率有增长，天然气重卡更为经济便利。

图22：燃气重卡销量及增速



资料来源：卡车之家，申港证券研究所

燃油喷射系统单车价值接近 2000，公司项目 2024 年建成后拥有 9 万产能对应 1.8 亿营收，行业仍有持续扩容空间。2020 年国内天然气重卡销量约为 14 万量，按 2020 年重卡销量 162 万辆计算，天然气重卡渗透率仅为 8.8%，预计天然气重卡市场会占到整个商用车重卡市场的 25%，渗透率仍有三倍增长空间。

5. 盈利预测与估值

5.1 关键假设

公司作为行业龙头，将充分受益于排放升级及新能源汽车渗透率的提升，业绩表现随产能释放和订单交付有望持续向好，各业务板块增长的动力是：

- ◆ EGR 产品：国六升级带来的需求扩容。
- ◆ 冲压件（微研精密）：依托精密微研技术能力和产品实力，维持高增长。
- ◆ 马达铁芯：新能源汽车渗透率提升、在建产能逐步落地、订单兑现。
- ◆ 天然气喷射系统：天然汽重卡产量提升、与博世深度绑定后订单逐步兑现。

基于上述逻辑，我们对公司各板块预测如下：

表4：公司各业务营收预测（百万元）

业务		2020A	2021E	2022E	2023E
EGR 产品	营业收入	222.52	400.54	761.02	1,141.53
	YoY	55.91%	80.00%	90.00%	50.00%
	毛利率	23.85%	23.85%	25.85%	26.85%
冲压件（微研精密）	营业收入	274.90	343.63	446.71	580.73
	YoY	53.70%	25.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	26.21%	26.71%	27.01%	27.31%
马达铁芯	营业收入	17.25	293.25	527.85	791.78
	YoY	-	1600.00%	80.00%	50.00%
	毛利率	25.00%	25.00%	26.00%	27.00%
天然气喷射系统	营业收入	1.83	75.03	112.55	146.31
	YoY	-	4000.00%	50.00%	30.00%
	毛利率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
其他	营业收入	80.64	84.67	88.91	93.35
	YoY	-5.11%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	35.65%	35.65%	35.65%	35.65%
合计	营业收入	578.06	1,197.11	1,937.03	2,753.69
	YoY	42.19%	107.09%	61.81%	42.16%
	毛利率	23.98%	24.32%	24.63%	24.91%

资料来源：公司 2020 年报，申港证券研究所

5.2 可比公司估值

公司业务相对多元，我们选取了同属于排放升级领域的龙蟠科技、艾可蓝、银轮股份，以及精密冲压领域的震裕科技与公司进行比较。相对于可比公司，公司在成长性上的优势明显。

表5：可比公司盈利预测与估值情况（截止 2020.9.28）

证券简称	收盘价(元)	市值(亿元)	PE			EPS		
			21E	22E	23E	21E	22E	23E
龙蟠科技	47.56	229.3	64.21	37.68	27.4	0.74	1.26	1.74

证券简称	收盘价(元)	市值(亿元)	PE	EPS					
艾可蓝	51.26	41.0	22.65	12.21	8.52	2.26	4.2	6.02	
震裕科技	81.37	75.7	31.8	19.53	13.52	2.56	4.17	6.02	
银轮股份	10.50	83.2	20.69	15.66	13.16	0.51	0.67	0.80	
均值			34.84	21.27	15.65	1.52	2.58	3.65	
隆盛科技	25.87	52.22	42.13	21.94	14.18	0.61	1.18	1.82	

资料来源: Wind, 申港证券研究所 注: 除隆盛科技外其他公司预测均来自 Wind 一致预测

5.3 盈利预测

基于上述假设, 我们预计公司 2021~2023 年的营业收入分别为 12.59 亿元、21.15 亿元和 30.96 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 1.24 亿元、2.38 亿元和 3.68 亿元, 每股收益分别为 0.61 元、1.18 元和 1.82 元, 对应 PE 分别为 42X、22X 和 14X。

目前公司各项业务均已迈过拐点, 向上可期。综合可比公司估值水平, 2022 给予公司 30 倍 PE 的估值, 合理股价为 35.4 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

6. 风险提示

国六政策落地不及预期, 新项目落地进度不及预期, 客户拓展进度不及预期, 行业竞争加剧的风险。

表6: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	407	578	1259	2115	3096	流动资产合计	385	685	1029	1589	2227						
营业成本	290	424	934	1562	2278	货币资金	61	82	179	301	441						
营业税金及附加	3	4	7	13	18	应收账款	155	173	336	564	826						
营业费用	18	15	33	44	61	其他应收款	1	5	11	19	28						
管理费用	32	38	59	100	145	预付款项	3	20	19	20	21						
研发费用	23	30	65	109	142	存货	128	153	274	458	668						
财务费用	9	10	21	25	37	其他流动资产	6	61	68	74	79						
资产减值损失	(1)	(3)	(2)	(2)	(2)	非流动资产合计	612	706	701	727	759						
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	5	5	0	0	0						
投资净收益	0	1	1	1	1	固定资产	236	328	318	308	299						
营业利润	31	61	142	272	421	无形资产	53	51	58	65	71						
营业外收入	3	2	0	1	1	商誉	159	159	159	159	159						
营业外支出	0	1	1	1	1	其他非流动资产	2	39	46	77	112						
利润总额	34	61	142	272	421	资产总计	997	1391	1730	2316	2986						
所得税	4	7	16	31	48	流动负债合计	334	438	624	1026	1411						
净利润	30	54	125	241	373	短期借款	183	168	235	395	506						
少数股东损益	0	1	2	3	5	应付账款	111	158	249	417	608						
归属母公司净利润	30	54	124	238	368	预收款项	0	0	0	0	0						
EBITDA	94	149	190	326	488	一年内到期的非流动负债	0	10	3	3	3						
EPS (元)	0.40	0.37	0.61	1.18	1.82	非流动负债合计	75	94	94	94	94						
主要财务比率						长期借款	60	80	80	80	80						
						应付债券	0	0	0	0	0						
成长能力						负债合计	408	532	718	1120	1505						
营业收入增长	79.4%	42.2%	117.8%	68.0%	46.4%	少数股东权益	42	42	44	47	51						
营业利润增长	345.5%	96.3%	134.3%	91.2%	54.9%	实收资本(或股本)	74	144	202	202	202						
归属于母公司净利润增长	684.9%	78.7%	131.0%	92.0%	54.8%	资本公积	361	514	514	514	514						
获利能力						未分配利润	98	144	235	412	685						
毛利率(%)	28.5%	26.6%	24.3%	24.6%	24.9%	归属母公司股东权益合计	547	816	968	1150	1430						
净利率(%)	7.5%	9.4%	10.0%	11.4%	12.0%	负债和所有者权益	997	1391	1730	2316	2986						
总资产净利润(%)	3.0%	3.9%	7.2%	10.3%	12.3%	现金流量表						单位:百万					
ROE(%)	5.5%	6.6%	12.8%	20.7%	25.8%							2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
偿债能力						经营活动现金流						65	44	10	101	217	
资产负债率(%)	41.0%	38.3%	41.5%	48.3%	50.4%	净利润						30	54	125	241	373	
流动比率	1.15	1.56	1.65	1.55	1.58	折旧摊销						4	31	27	28	29	
速动比率	0.77	1.21	1.21	1.10	1.10	财务费用						9	10	21	25	37	
营运能力						应付账款减少						(40)	(17)	(163)	(228)	(262)	
总资产周转率	0.43	0.48	0.81	1.05	1.17	预收账款增加						(0)	(0)	0	0	0	
应收账款周转率	3.00	3.53	4.95	4.70	4.45	投资活动现金流						(87)	(251)	21	(58)	(63)	
应付账款周转率	4.74	4.30	6.19	6.35	6.04	公允价值变动收益						0	0	0	0	0	
每股指标(元)						长期股权投资减少						(5)	(0)	5	0	0	
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.40	0.61	1.18	1.82	投资收益						0	1	1	1	1	
每股净现金流(最新摊薄)	-0.04	0.08	0.48	0.60	0.69	筹资活动现金流						19	218	66	79	(15)	
每股净资产(最新摊薄)	7.36	5.66	4.80	5.70	7.09	应付债券增加						0	0	0	0	0	
估值比率						长期借款增加						10	20	0	0	0	
P/E	64.68	83.84	42.13	21.94	14.18	普通股增加						0	70	58	0	0	
P/B	3.51	4.57	5.39	4.54	3.65	资本公积增加						0	153	0	0	0	
EV/EBITDA	22.48	26.17	28.15	16.58	11.01	现金净增加额						(3)	11	97	122	140	

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本报告中所引用信息均来源于公开资料，本公司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。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本研究报告所载的资料、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、意见或推测不一致的报告。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下作出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经许可，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的风险等级定级为 R3 仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上