

华培动力 (603121.SH)

涡轮增压配件龙头，新产能+新业务推动持续发展

涡轮增压器配件龙头，收入&利润稳步增长。公司致力于汽车零部件行业，主要从事涡轮增压器关键零部件的研发、生产及销售，主要产品为涡轮增压器放气阀组件、涡轮壳和中间壳及其他零部件等。2019年公司实现营收6.31亿元，是全球涡轮增压器放气阀龙头企业。

行业层面，涡轮增压长期仍有增长空间，配件龙头有望受益。2020年起，各国碳排放法规陆续开始新一轮收严，我国、欧盟分别要求2020年乘用车的油耗水平降至5L/100km、3.8L/100km，未来低排放、低油耗已成为汽车发展的大势所趋。涡轮增压器是未来燃油车降低油耗、提高经济性的核心配置，截至2019年，国内涡轮增压器渗透率约50%，相较于欧洲仍有25-30PCT的提升空间，对应全球/国内市场未来5年仍有4.7%/9.8%复合增长空间。公司是放气阀组件子行业的龙头企业，估算全球市占率约11%，深度绑定全球一级供应商，有望优先受益。

公司产能扩张、新业务量产，未来业绩稳健成长可期。1) 目前武汉华培已于2019年7月达到预定可使用状态，截止2019年产能已达到700万件，其中放气阀产品650万件、VTG产品40万件、排气系统产品10万件。未来随着产能的进一步爬坡，新增产能可达1450万件，占上海、南通现有产能的66.8%；2) 2019年以来，公司与博格华纳签署的VTG项目以及与弗吉亚签署的排气系统项目已经逐步进入量产期。此外，公司在新能源、制动系统等领域亦有定点收获。充足的产能与新增订单，将为公司业绩增长提供强劲动力。

投资建议。公司作为涡轮增压器的全球配件龙头，客户优质、经营稳健。未来随着公司武汉募投项目的恢复投产，以及公司VTG、排气系统等新业务的逐渐量产，成长动力充足。预计公司2020-2022年净利润分别为0.77、1.04、1.27亿元，对应PE 50.8、37.5、30.8倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：行业销量受疫情影响或不及预期；公司新项目量产进度或不及预期；募投项目投产进度或不及预期。

| 财务指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 513 | 631 | 566 | 782 | 1,014 |
| 增长率 yoy (%) | 15.5 | 23.0 | -10.3 | 38.2 | 29.7 |
| 归母净利润(百万元) | 78 | 98 | 77 | 104 | 127 |
| 增长率 yoy (%) | -20.8 | 24.5 | -21.4 | 35.2 | 22.0 |
| EPS 最新摊薄(元/股) | 0.30 | 0.38 | 0.30 | 0.40 | 0.49 |
| 净资产收益率 (%) | 13.9 | 8.8 | 6.7 | 8.5 | 9.6 |
| P/E (倍) | 49.7 | 39.9 | 50.8 | 37.5 | 30.8 |
| P/B (倍) | 6.9 | 3.5 | 3.4 | 3.2 | 3.0 |

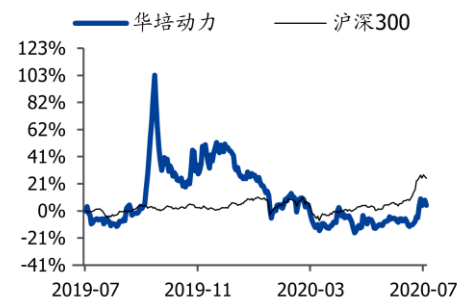
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持(首次)

股票信息

| | |
|---------------|----------|
| 行业 | 汽车零部件 |
| 最新收盘价 | 15.09 |
| 总市值(百万元) | 3,911.33 |
| 总股本(百万股) | 259.20 |
| 其中自由流通股(%) | 45.87 |
| 30日日均成交量(百万股) | 5.43 |

股价走势



作者

分析师 孟兴亚

执业证书编号: S0680518030005

邮箱: mengxingya@gszq.com

研究助理 李孜

邮箱: lizi@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 313 | 904 | 940 | 1131 | 1236 |
| 现金 | 30 | 117 | 185 | 198 | 257 |
| 应收票据及应收账款 | 148 | 157 | 166 | 206 | 285 |
| 其他应收款 | 10 | 12 | 8 | 19 | 16 |
| 预付账款 | 11 | 5 | 10 | 11 | 16 |
| 存货 | 105 | 135 | 93 | 218 | 184 |
| 其他流动资产 | 9 | 478 | 478 | 478 | 478 |
| 非流动资产 | 405 | 503 | 447 | 553 | 654 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 190 | 411 | 356 | 434 | 515 |
| 无形资产 | 36 | 35 | 40 | 47 | 48 |
| 其他非流动资产 | 179 | 57 | 51 | 72 | 91 |
| 资产总计 | 718 | 1407 | 1387 | 1684 | 1890 |
| 流动负债 | 153 | 298 | 249 | 465 | 574 |
| 短期借款 | 8 | 125 | 125 | 207 | 357 |
| 应付票据及应付账款 | 93 | 132 | 81 | 210 | 167 |
| 其他流动负债 | 53 | 42 | 43 | 49 | 51 |
| 非流动负债 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 负债合计 | 155 | 299 | 250 | 467 | 575 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | -1 |
| 股本 | 135 | 216 | 259 | 259 | 259 |
| 资本公积 | 235 | 624 | 581 | 581 | 581 |
| 留存收益 | 194 | 267 | 330 | 411 | 501 |
| 归属母公司股东权益 | 564 | 1107 | 1137 | 1218 | 1315 |
| 负债和股东权益 | 718 | 1407 | 1387 | 1684 | 1890 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 91 | 82 | 86 | 94 | 87 |
| 净利润 | 78 | 98 | 77 | 104 | 126 |
| 折旧摊销 | 24 | 40 | 40 | 45 | 57 |
| 财务费用 | -2 | 0 | 0 | -1 | 4 |
| 投资损失 | 0 | -12 | -12 | -12 | -12 |
| 营运资金变动 | -16 | -48 | -17 | -43 | -88 |
| 其他经营现金流 | 7 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -156 | -557 | 28 | -140 | -146 |
| 资本支出 | 156 | 144 | -56 | 106 | 101 |
| 长期投资 | 0 | -425 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 0 | -838 | -28 | -34 | -45 |
| 筹资活动现金流 | 4 | 559 | -47 | -22 | -33 |
| 短期借款 | 8 | 117 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 81 | 43 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 389 | -43 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -4 | -28 | -47 | -22 | -33 |
| 现金净增加额 | -59 | 85 | 68 | -68 | -91 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 513 | 631 | 566 | 782 | 1014 |
| 营业成本 | 303 | 397 | 377 | 515 | 666 |
| 营业税金及附加 | 5 | 6 | 5 | 7 | 9 |
| 营业费用 | 21 | 19 | 17 | 24 | 31 |
| 管理费用 | 63 | 80 | 72 | 100 | 129 |
| 研发费用 | 37 | 34 | 31 | 42 | 54 |
| 财务费用 | -2 | 0 | 0 | -1 | 4 |
| 资产减值损失 | 8 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 7 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 86 | 105 | 81 | 113 | 139 |
| 营业外收入 | 4 | 8 | 10 | 7 | 7 |
| 营业外支出 | 0 | 2 | 4 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 90 | 111 | 87 | 118 | 144 |
| 所得税 | 11 | 14 | 11 | 15 | 18 |
| 净利润 | 78 | 98 | 77 | 104 | 126 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 78 | 98 | 77 | 104 | 127 |
| EBITDA | 114 | 155 | 130 | 168 | 211 |
| EPS (元/股) | 0.30 | 0.38 | 0.30 | 0.40 | 0.49 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 15.5 | 23.0 | -10.3 | 38.2 | 29.7 |
| 营业利润 (%) | -21.0 | 21.9 | -22.5 | 38.7 | 23.1 |
| 归属母公司净利润 (%) | -20.8 | 24.5 | -21.4 | 35.2 | 22.0 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 41.0 | 37.0 | 33.3 | 34.1 | 34.4 |
| 净利率 (%) | 15.3 | 15.5 | 13.6 | 13.3 | 12.5 |
| ROE (%) | 13.9 | 8.8 | 6.7 | 8.5 | 9.6 |
| ROIC (%) | 13.6 | 8.2 | 6.3 | 7.5 | 8.1 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 21.5 | 21.3 | 18.1 | 27.7 | 30.4 |
| 净负债比率 (%) | -3.6 | 0.8 | -5.2 | 0.8 | 7.7 |
| 流动比率 | 2.0 | 3.0 | 3.8 | 2.4 | 2.2 |
| 速动比率 | 1.2 | 2.4 | 3.2 | 1.8 | 1.7 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.8 | 0.6 | 0.4 | 0.5 | 0.6 |
| 应收账款周转率 | 3.5 | 4.1 | 3.5 | 4.2 | 4.1 |
| 应付账款周转率 | 3.8 | 3.5 | 3.5 | 3.5 | 3.5 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.30 | 0.38 | 0.30 | 0.40 | 0.49 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.35 | 0.32 | 0.33 | 0.36 | 0.34 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 2.17 | 4.27 | 4.39 | 4.70 | 5.08 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 49.7 | 39.9 | 50.8 | 37.5 | 30.8 |
| P/B | 6.9 | 3.5 | 3.4 | 3.2 | 3.0 |
| EV/EBITDA | 34.2 | 22.4 | 26.3 | 20.7 | 16.9 |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 1 涡轮增压器配件龙头，收入&利润稳步增长 | 5 |
| 1.1 涡轮增压器放气阀龙头，深绑全球巨头博格华纳 | 5 |
| 1.2 放气阀业务稳定增长，新业务持续放量 | 7 |
| 2 涡轮增压长期仍有增长空间，配件龙头有望受益 | 10 |
| 2.1 全球排放标准趋严，涡轮增压是燃油车的首选路线 | 10 |
| 2.2 全球市场增长稳健，中国市场实现较快发展 | 12 |
| 2.3 上游行业集中度较高，公司市占率领先 | 14 |
| 3 产能扩张、新业务量产，业绩稳健成长可期 | 16 |
| 3.1 武汉华培复工，产能持续爬坡 | 16 |
| 3.2 研发初见成效，VTG/排气系统业务贡献新增量 | 17 |
| 4 盈利预测与估值 | 19 |
| 风险提示 | 20 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图表 1: 华培动力发展历程 | 5 |
| 图表 2: 公司股权结构简图 (2019 年底) | 5 |
| 图表 3: 涡轮增压器的示意图 (标注零件为公司产品) | 6 |
| 图表 4: 公司主要产品的功能及图示 | 6 |
| 图表 5: 涡轮增压器产业链及公司所处位置 | 7 |
| 图表 6: 2014-2019 年公司营业收入构成 | 7 |
| 图表 7: 2014-2019 年公司毛利构成 | 7 |
| 图表 8: 2014-2019 年公司各业务毛利率 | 8 |
| 图表 9: 2014-2019 年公司营收及增速 | 8 |
| 图表 10: 2014-2019 年公司归母净利润及增速 | 8 |
| 图表 11: 2014-2019 年公司分地区营收占比 | 8 |
| 图表 12: 2014-2019 年公司毛利率及净利率 | 9 |
| 图表 13: 2014-2019 年公司三项费率 | 9 |
| 图表 14: 涡轮增压工作原理 | 10 |
| 图表 15: 涡轮增压器结构图 | 10 |
| 图表 16: 各国乘用车油耗规划 | 10 |
| 图表 17: 各国乘用车碳排放目标规划 | 11 |
| 图表 18: 美国 EPA 对单项技术节油潜力和成本评估 | 11 |
| 图表 19: 中国、日本。与西欧涡轮增压器配置率增速 | 12 |
| 图表 20: 全球主要地区 2021 年预测涡轮增压器配置率 | 12 |
| 图表 21: 各价位车型涡轮增压的渗透情况 | 12 |
| 图表 22: 国四/国五/国六车型的涡轮增压器渗透率 | 12 |
| 图表 23: 涡轮增压器市场空间测算 | 13 |
| 图表 24: 全球涡轮增压器市场格局 (2015 年) | 14 |
| 图表 25: 中国涡轮增压器市场格局 (2015 年) | 14 |
| 图表 26: 中国涡轮增压器市场配套情况 | 15 |
| 图表 27: 公司主要竞争对手 | 15 |
| 图表 28: 2015-2018H1 公司业务产能利用率情况 | 16 |

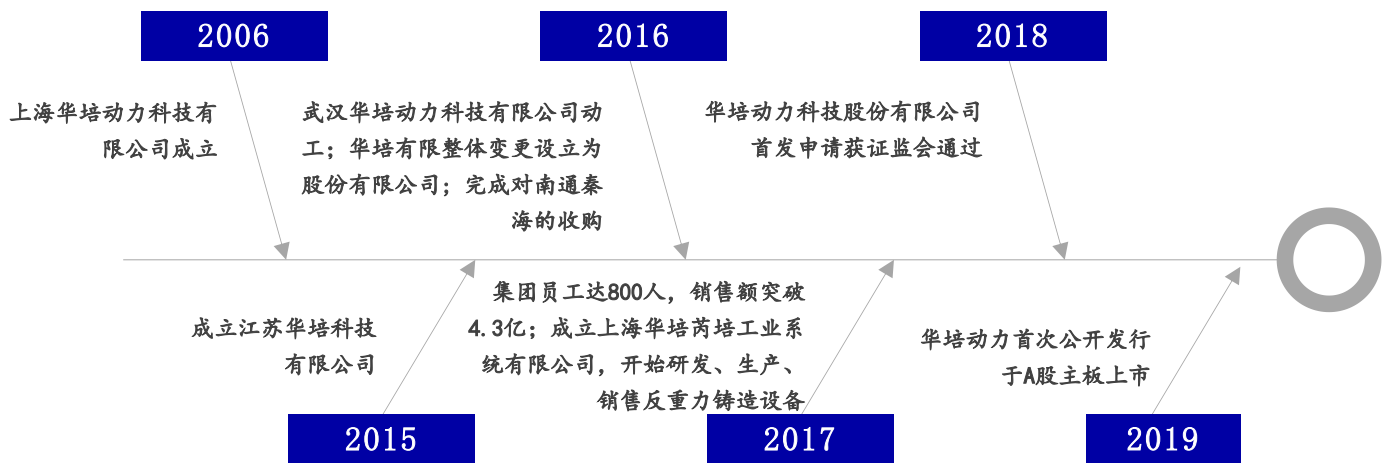
| | |
|--|----|
| 图表 29: 2019 年公司各子公司产能利用率情况..... | 16 |
| 图表 30: 2014-2020Q1 公司研发投入及占营收比值..... | 17 |
| 图表 31: 涡轮增压器零部件上市公司研发投入占收入比值 (%) | 17 |
| 图表 32: 博格华纳推出 VTG 技术..... | 18 |
| 图表 33: VTG 工作原理..... | 18 |
| 图表 34: 公司 VTG 产品示例图..... | 18 |
| 图表 35: 公司收入及毛利率预测..... | 19 |
| 图表 36: 可比公司估值..... | 20 |

1 涡轮增压器配件龙头，收入&利润稳步增长

1.1 涡轮增压器放气阀龙头，深绑全球巨头博格华纳

深耕涡轮增压器组件的全球龙头。公司迄今已有 14 年发展历史，前身系上海华培动力科技有限公司，成立于 2006 年 6 月，2016 年变更为股份有限公司，2018 年首发申请通过，2019 年在 A 股主板上市。公司致力于汽车零部件行业，主要从事涡轮增压器关键零部件的研发、生产及销售，主要产品为涡轮增压器放气阀组件、涡轮壳和中间壳及其他零部件等。经过多年的发展，公司客户包含博格华纳、霍尼韦尔、三菱重工、石川岛播磨、博世马勒、德国大陆等全球知名涡轮增压器整机制造商，以及索尼玛、威斯卡特、美达工业等涡轮增压器零部件制造商。2019 年公司实现营收 6.31 亿元，是全球涡轮增压器放气阀龙头企业。

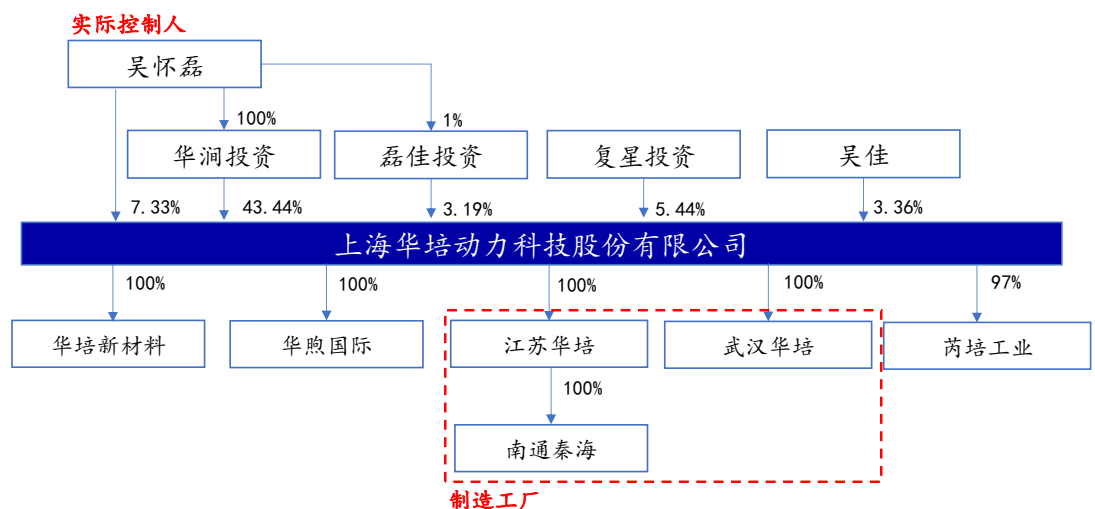
图表 1: 华培动力发展历程



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

股权结构集中，控股股东为吴怀磊先生。公司控股股东为华润投资，直接持有公司 43.44% 股权。公司实际控制人为吴怀磊，直接持有公司 7.33% 的股权，通过华润投资间接持有公司 43.44% 的股权，通过磊佳投资间接持有公司 0.03% 的股权，合计持有公司 50.8% 的股权，并通过一致行动人吴佳（夫妻关系）间接控制公司 3.36% 的股权，且担任公司董事长职务。

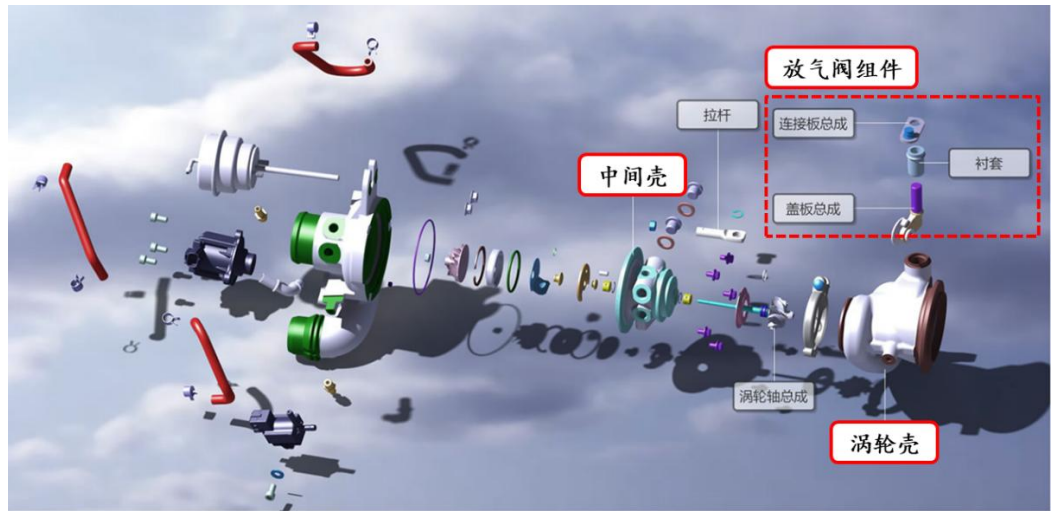
图表 2: 公司股权结构简图 (2019 年底)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司的主要产品为放气阀组件、涡轮壳和中间壳及其他零部件等。1) 放气阀组件的功能主要是用于避免涡轮壳内部压强过大、温度过高,从而稳定涡轮增压器进气端的压强,由衬套、连接板、盖板三个零件共同组成;2) 涡轮壳为涡轮增压器工作的腔体,支撑涡轮轴及涡轮旋转组件,与排气管相连;3) 中间壳为涡轮增压器轴承壳体。放气阀组件主要装配在涡轮壳上,中间壳是位于压气机壳和涡轮壳中间的一个关键零部件壳体,上述产品均用于涡轮增压器,最终装配到汽车整车上。

图表 3: 涡轮增压器的示意图 (标注零件为公司产品)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 公司主要产品的功能及图示

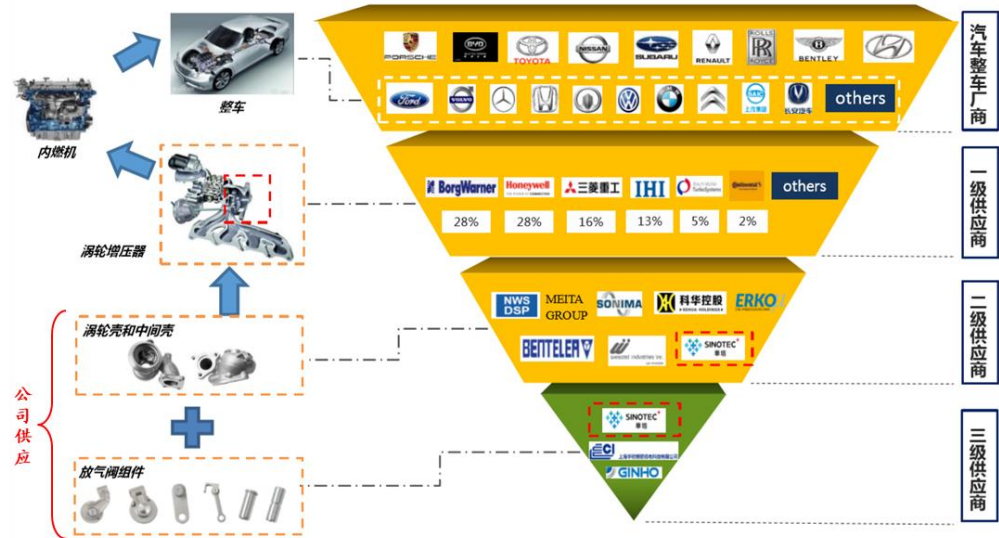
| 产品 | 功能 | 主要零部件产品 | 示例图 |
|-------|---|---------|-----|
| 放气阀组件 | 调控涡轮增压器中涡轮端压强的作用, 用于避免涡轮壳内部压强过大、温度过高, 从而稳定涡轮增压器进气端的压强 | 盖板 | |
| | | 连接板 | |
| | | 衬套 | |
| 涡轮壳 | 涡轮增压器工作的腔体, 支撑涡轮轴及涡轮旋转组件, 与排气管相连 | 涡轮壳 | |
| 中间壳 | 中间壳用作涡轮增压器轴承壳体中间壳 | 中间壳 | |
| 其他零部件 | 通过不同工况下 (通常是转速) 改变排气侧涡轮叶片的几何形状, 从而减少涡轮增压器的延迟现象 | VTG | |
| | 放气阀与执行器之间的连接件, 控制放气阀的开关 | 拉杆 | |
| | 调节增压器中的废气气流流向及强度 | 连接环 | |

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

公司属于汽车产业链二级和三级供应商, 深绑国际涡轮增压器巨头。公司是涡轮增压器零部件供应商, 主要客户为涡轮增压器整机制造商, 其下游是各汽车整车厂商。在汽车涡轮增压器领域, 公司作为二级供应商, 供应放气阀组件、涡轮壳和中间壳等产品给一级供应商, 客户包括博格华纳、霍尼韦尔 (盖瑞特)、三菱重工、石川岛播磨、博世马勒 (博马科技)、德国大陆 (Vitesco) 等全球知名涡轮增压器整机制造商, 根据 IHS 数据显示, 这六家企业占据了涡轮增压器市场 92% 的市场份额。此外公司还作为三级供应商, 供应放气阀组件类产品给二级供应商, 包括索尼玛、威斯卡特、美达工业等涡轮增压器

零部件制造商。目前公司最主要客户为博格华纳，2015-2018 均为公司第一大客户，销售额占比在 25%左右。

图表 5: 涡轮增压器产业链及公司所处位置



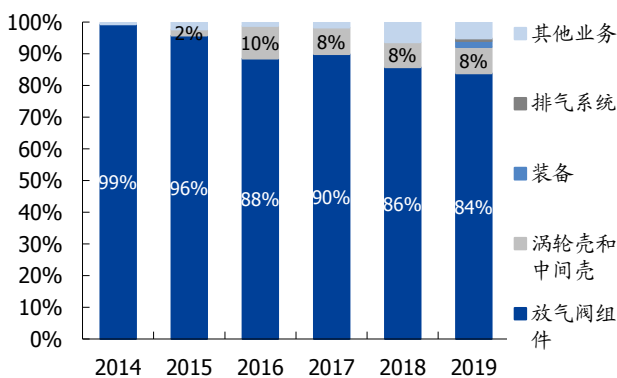
资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

1.2 放气阀业务稳定增长，新业务持续放量

分业务看：

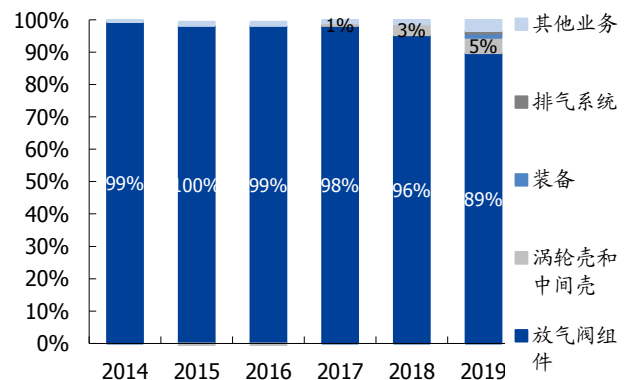
- 收入端，放气阀组件为公司目前收入主要来源，同时涡轮壳、排气系统等新业务占比逐渐提升。从趋势来看，2017-2019 年放气阀营收占比分别为 89.9%/85.6%/83.8%，呈下降趋势。与此同时，公司新业务营收占比逐步增长：1) 2016 年收购南通秦海后，涡轮壳和中间壳业务由营收的 2% 增长至 2019 年的 8.2%；2) 排气系统以及成型装备随着逐渐量产，2019 年营收占比为 2.7%。
- 毛利端，放气阀组件依旧是公司毛利的主要贡献者，2019 年占比接近 90%。公司 2019 年各业务毛利率分别为放气阀（39.5%）、涡轮壳和中间壳（21.9%）、排气系统（39.6%）。其中，放气阀组件为非标小件，附加值较高，是公司目前毛利的主要贡献者；排气系统作为公司 2019 年的新增业务，未来随着产品的逐渐放量，毛利率有望维持较高水平。

图表 6: 2014-2019 年公司营业收入构成



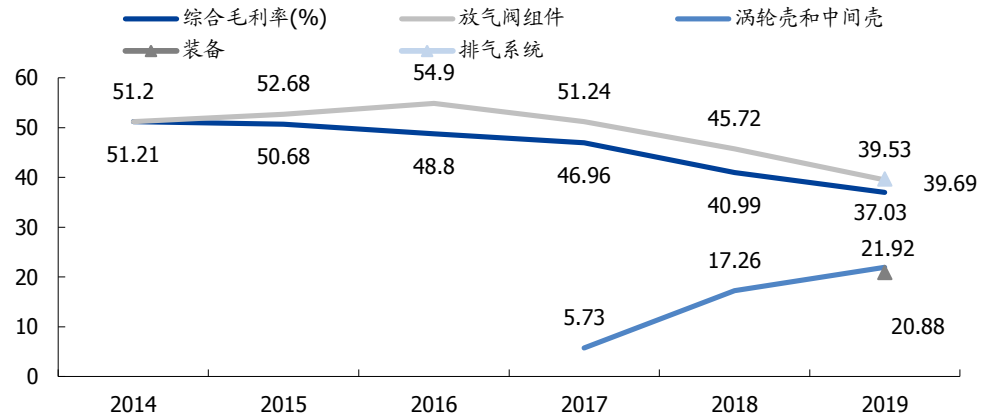
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 7: 2014-2019 年公司毛利构成



资料来源：Wind，国盛证券研究所

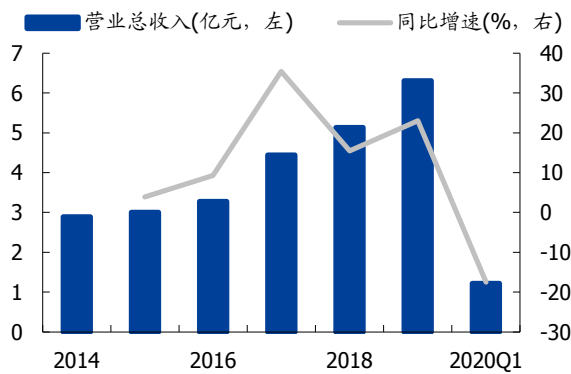
图表 8: 2014-2019 年公司各业务毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

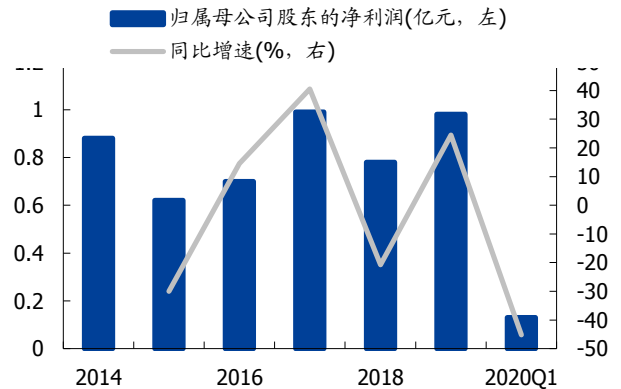
公司近五年收入 CAGR 16.9%，2020Q1 受疫情影响业绩短期承压。2014-2019 年公司营收稳步增长，CAGR 为 16.9%。其中 2019 年在全球汽车产量负增长的背景下（OICA 数据同比-3.78%），营收同比+23.0%，显著跑赢行业，主要受益于：1）放气阀产品新项目进入量产阶段，同比+20.39%；2）涡轮壳和中间壳同比+28.77%；3）2019 年新增业务排气系统和装备产品逐步放量，全年实现营收 0.05、0.12 亿元；4）其他产品受益于 VTG 产品和拉杆产品快速增长，同比+32.98%。而 2020 年受国内外疫情影响，预计业绩将短期承压。

图表 9: 2014-2019 年公司营收及增速



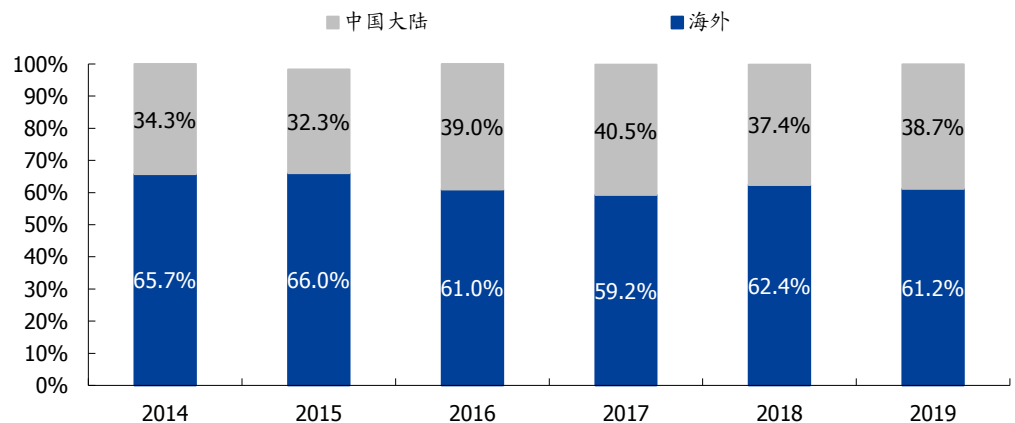
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 2014-2019 年公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

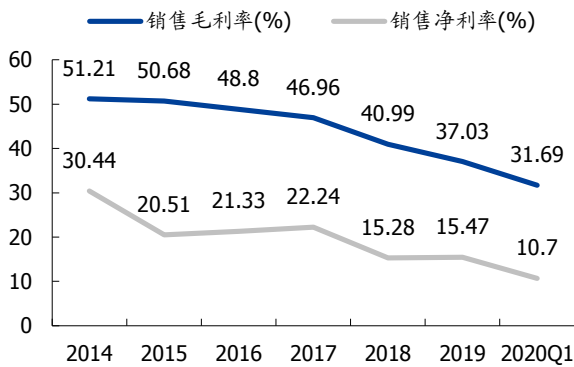
图表 11: 2014-2019 年公司分地区营收占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

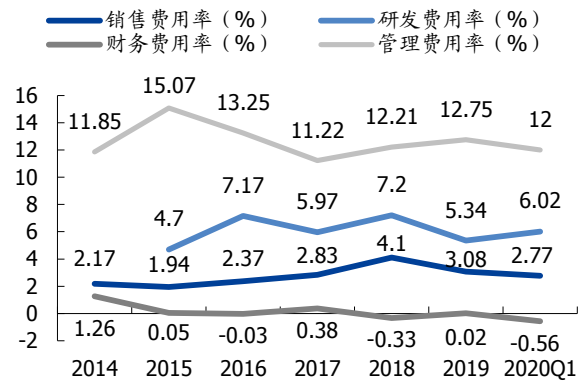
公司 2019 年毛利率有所下降，期间费用管控能力提升。近年来受汽车行业销量下滑，产业链降本压力上升，公司作为零部件供应商产品降价压力较大，毛利率有所下滑。2019 年毛利率为 37.0%，较上年变动-4.0 PCT，主要原因为：1) 产品价格小幅下降；2) 主要金属材料采购价格上涨；3) 武汉华培进入量产爬坡阶段相应初始生产费用投入较高，导致整体毛利率下降。从费用率来看，公司费用控制能力有所提升，2019 年三项费率为 21.2%，较上年变动-2.0 PCT，其中：1) 管理费用上升 0.64 PCT，由于公司上市一次性的服务费以及武汉华培投产导致员工总薪酬增长；2) 财务费用上升 0.35 PCT，主要受汇率变动影响汇兑损益所致。

图表 12: 2014-2019 年公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 2014-2019 年公司三项费率



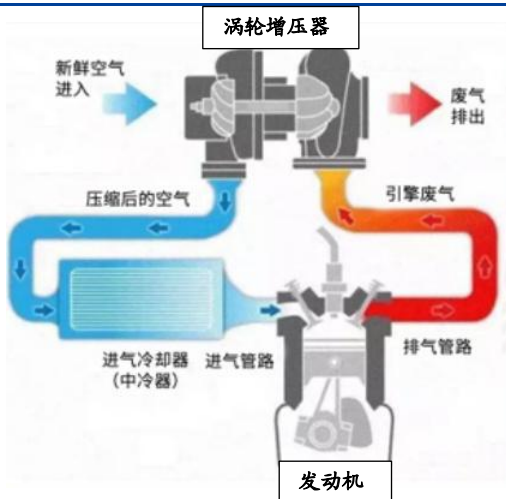
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2 涡轮增压长期仍有增长空间，配件龙头有望受益

2.1 全球排放标准趋严，涡轮增压是燃油车的首选路线

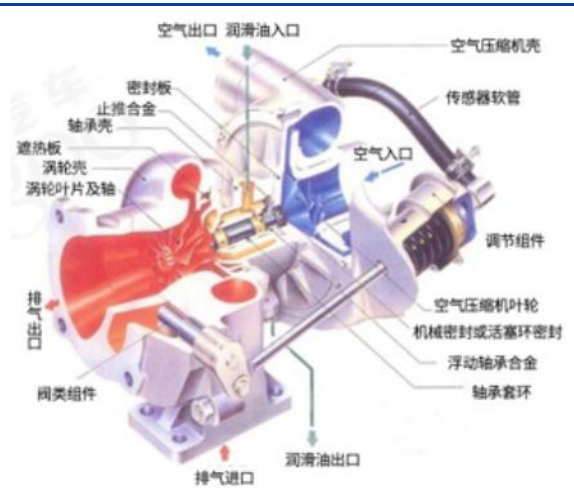
涡轮增压器是燃油车降低油耗、提高经济性的核心配置。涡轮增压器作为一种空气压缩机，通过压缩空气来增加内燃机的进气量。基本原理为利用发动机产生的废气惯性冲力推动涡轮壳内的涡轮部分，由涡轮带动同轴的叶轮，叶轮压送由空气滤清器管道送来的空气，进入气缸，增加内燃机的进气量，从而提升燃烧过程的充分性，提高了燃油的经济性，降低尾气的排放，从而在同等油量的情况下提高内燃机的功率和燃烧效率，最终达到高效及节能减排的目的。

图表 14: 涡轮增压工作原理



资料来源：盖世汽车，国盛证券研究所

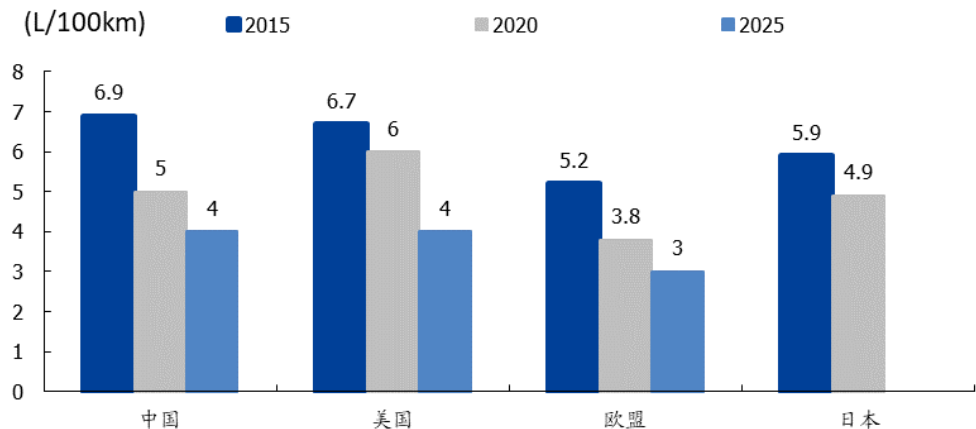
图表 15: 涡轮增压器结构图



资料来源：盖世汽车，国盛证券研究所

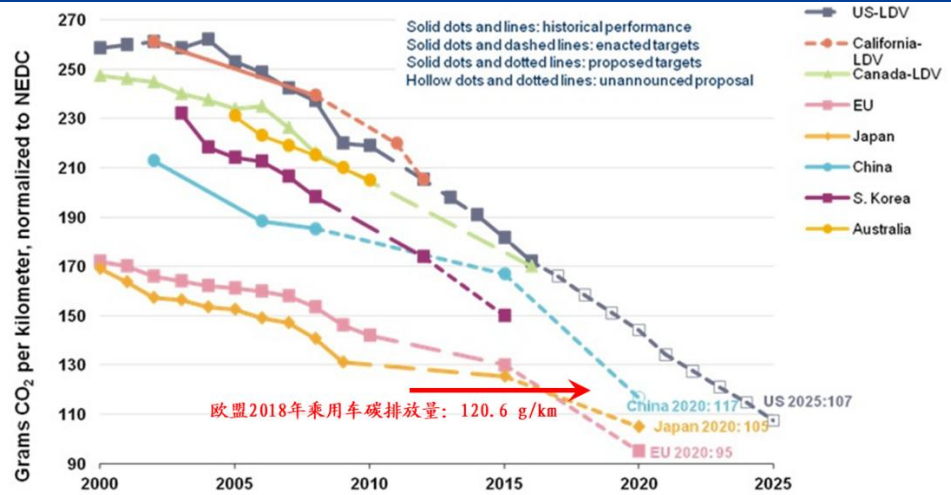
2020年起，各国碳排放法规陆续开始新一轮收严，低排放、低油耗已成为汽车发展的大势所趋。根据各国对燃油车油耗目标的规划，2020年是各国排放标准新一轮收紧的重要节点：1）我国2014年的四阶段《乘用车燃料消耗量限值》规定2020年乘用车的油耗水平降至5L/100km，2017年最新《乘用车燃料消耗量限值》和《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》规定2025年乘用车的油耗水平降至4L/100km，同时测试循环由NEDC测试法改为WLTC测试法。2）欧盟2019年4月通过法规（EU）2019/631，为2020年后的欧盟新乘用车和货车制定二氧化碳排放性能标准，于2020年1月开始启动。其中对于乘用车，法规要求从2025年开始减少排放15%，从2030年开始减少37.5%，目前已有24个欧盟国家根据碳排放量或油耗征收汽车税。

图表 16: 各国乘用车油耗规划



资料来源：汽车之家，国盛证券研究所（注：部分国家油耗目标由碳排放折算所得）

图表 17: 各国乘用车碳排放目标规划



资料来源: 欧洲汽车工业协会, 国盛证券研究所

涡轮增压作为提高燃油经济性重要技术, 未来仍将是燃油车发展的主要方向之一。在燃油车中, 目前所采取传统节能技术包括轻量化、涡轮增压、缸内直喷、启停系统等。其中涡轮增压技术不仅可以帮助车企满足日趋严格的排放法规要求, 还能提升动力性能, 满足终端用户对车辆驾驶性能日益增长的期待。相比自然吸气式发动机, 涡轮增压发动机的燃效可提高 20%-40%。根据 ICCT 基于美国 EPA 对单项技术节油潜力和成本评估, 涡轮增压器使小型轿车、大型轿车油耗分别减少 11%-17%、14%-21%, 基于 2010 年涡轮增压技术使整车成本平均增加 427 美元, 随着技术成熟预计未来成本将下降, 2025 年降至 337 美元 (基于 2010 年美元购买力)。我们认为在汽车节能减排的大背景下, 涡轮增压作为一种经济有效的节能减排技术方案, 市场规模有望持续增长。

图表 18: 美国 EPA 对单项技术节油潜力和成本评估

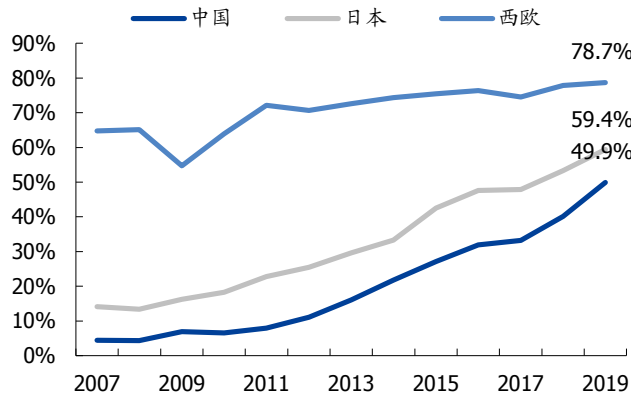
| 技术 | 节油率 / CO2减排率 | | 2017年小型轿车总成本 | 2025年小型轿车总成本 |
|----------------------------------|--------------|---------|--------------|--------------|
| | 小型轿车 | 大型轿车 | 2010\$ | 2010\$ |
| 发动机技术 | | | | |
| 低摩擦润滑剂 | 0.6% | 0.8% | 4 | 4 |
| 发动机减阻 (1级) | 2.0% | 2.7% | 44 | 43 |
| 发动机减阻 (2级) | 3.5% | 4.8% | 97 | 93 |
| 汽缸停缸 | n. a. | 6.5% | 196 | 160 |
| 可变气门正时技术 - 进气门 | 2.1% | 2.7% | 46 | 39 |
| 可变气门正时技术 - 双气门耦合 | 4.1% | 5.5% | 46 | 39 |
| 可变气门正时技术 - 双气门 | 4.1% | 5.5% | 95 | 78 |
| 间断的可变气门升程/正时 | 4.1% | 5.6% | 163 | 133 |
| 持续性可变气门升程/正时 | 5.1% | 7.0% | 244 | 200 |
| 化学计量比汽油直接喷射 (SGDI) | 1.5% | 1.5% | 277 | 226 |
| 涡轮增压+小型化 (在SGDI基础上) (1.8-2.7MPa) | 11%-17% | 14%-21% | 427 | 337 |
| 冷却废气再循环 (在2.4MPa TRBDS+SGDI的基础上) | 3.6% | 3.6% | 305 | 249 |
| 高级柴油发动机 | 19.5% | 22.1% | 2965 | 2420 |
| 变速器技术 | | | | |
| 换挡优化 1级 | 2.0% | 2.7% | 33 | 27 |
| 换挡优化 2级 | 5.2% | 7.0% | 34 | 27 |
| 变矩器提前锁定 | 0.4% | 0.4% | 30 | 25 |
| 高效变速箱 | 4.8% | 5.3% | 251 | 202 |
| 6档自动变速 (基于4档自动变速) | 3.1% | 3.9% | -9 | -8 |
| 8档变速干式双离合 (基于4档自动变速) | 11.1% | 13.1% | 80 | 66 |
| 手动变速 (MT6) | 0.5% | 0.5% | 260 | 218 |
| 混合和电池电动技术 | | | | |
| 12伏起停 | 1.8% | 2.4% | 401 | 308 |
| 轻度混合动力 | 7.4% | 7.2% | 3170 | 2273 |
| 能量分流式 (powersplit) | 19.0% | 36.0% | 4483 | 3406 |
| 2-mode混合动力 (强混合动力) | 23.0% | 28.0% | 7099 | 4722 |
| 可外接插电式混合动力汽车 (PHEV)-40英里续航 | 63.0% | 63.0% | 14401 | 8626 |
| 电动汽车-100英里续航 | 100.0% | 100.0% | 17837 | 9676 |
| 附件技术 | | | | |
| 增强型高效电机&电导附件 (12伏) | 1.7% | 1.3% | 89 | 75 |
| 电力转向 | 1.5% | 1.1% | 109 | 92 |
| 增强型高效电机&电导附件 (42伏) | 3.3% | 2.5% | 143 | 120 |
| 减小空气阻力 (轿车20%, 卡车10%) | 4.7% | 4.7% | 74 | 71 |
| 低滚动阻力轮胎 (轿车20%, 卡车10%) | 3.9% | 3.9% | 73 | 44 |
| 低阻刹车 | 0.8% | 0.8% | 74 | 71 |
| 后传动轴断开连接 (仅限一体化车身) | 1.3% | 1.3% | 98 | 82 |
| 减重 | | | | |
| 减重10-20% | 5-10% | 5-10% | 149-668 | 120-526 |

资料来源: ICCT, EPA, 国盛证券研究所

2.2 全球市场增长稳健，中国市场实现较快发展

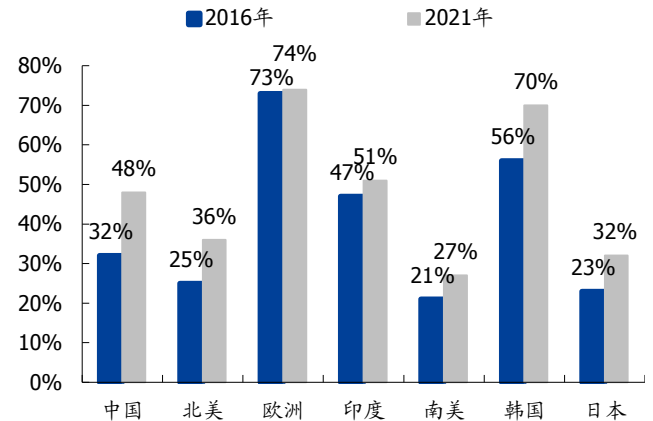
截至 2019 年，国内涡轮增压器渗透率约 50%，相较于欧洲仍有 25-30 PCT 的提升空间。分国家来看，根据霍尼韦尔对 2016 年至 2021 年涡轮增压器市场的预测，全球涡轮增压器配置率总体呈上升趋势。其中欧洲市场由于法规要求，最早推行了小排量涡轮增压发动机，成为涡轮增压技术最为普及的地区，配置率提升空间有限。而中国目前面临愈加严苛的油耗限制、二氧化碳减排政策，涡轮增压配置率仍有 25-30PCT 的提升空间。

图表 19: 中国、日本、与西欧涡轮增压器配置率增速



资料来源: 彭博, 国盛证券研究所

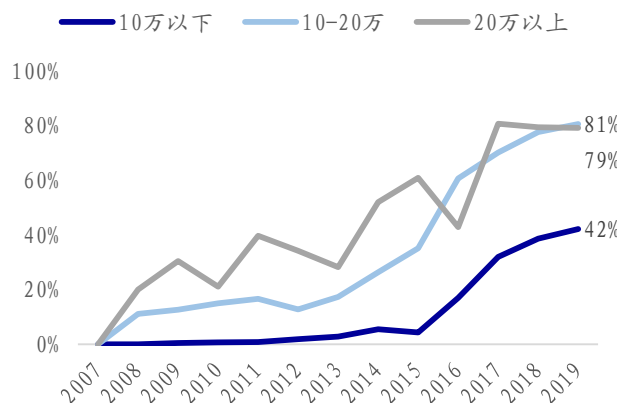
图表 20: 全球主要地区 2021 年预测涡轮增压器配置率



资料来源: 霍尼韦尔, 国盛证券研究所

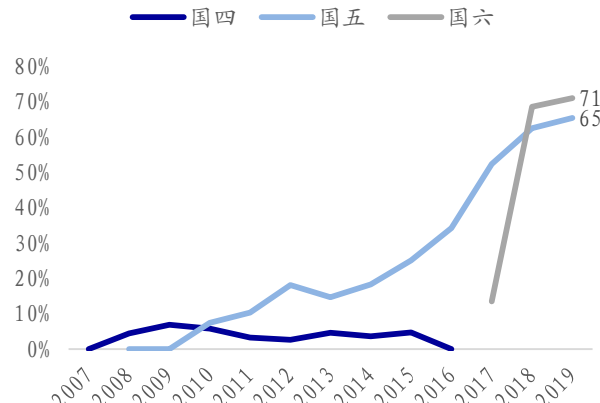
对于国内市场，我们认为 10 万元以下的低端车型市场，将受益于主机厂新一代动力总成的升级，有望成为未来主要的增量市场。根据汽车之家爬虫数据，我们以历年上市的车型数量比例测算涡轮增压的渗透情况。国内市场目前对于指导价在 10 万元以上中高端车型，涡轮增压的渗透率已经接近 80%，与欧洲市场较为一致，我们认为已经该配置率接近稳态。而对于 10 万元以下的低端市场，涡轮增压的渗透率在 2015 年之后开始加速渗透，目前渗透率仅为 40%，未来随着主机厂动力总成系统的进一步更新，该市场将是涡轮增压主要的增量市场。

图表 21: 各价位车型涡轮增压的渗透情况



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

图表 22: 国四/国五/国六车型的涡轮增压器渗透率



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

我们根据全球汽车产量以及涡轮增压配置率变动来测算全球涡轮增压器的及核心零部件的市场容量: 1) 假设 2020 年全球汽车产量下滑 10%，2021-2025 年全球汽车产量 CAGR 为 2%，中国汽车产量 CAGR 为 3%; 2) 我们预计全球市场到 2025 年依旧保持高速增长，预计渗透率有望提升至 80% (与欧洲相接近)。3) 假设涡轮增压器均价为 2500 元; 涡轮增压器放气阀组件单件价格 30 元左右，整套价格 90 元; 涡轮壳和中间壳单价在 50-100 元间，假设合计均价为 150 元;

根据测算：**1）全球涡轮增压器市场 2020-2025 年将保持 4.7% 的复合年均增长实现平稳增长**，预计 2025 年全球配有涡轮增压器汽车的市场达到 7600 万辆的需求量，全球涡轮增压器市容量达 1863 亿人民币，其中放气阀组件为 68 亿元，涡轮壳和中间壳为 114 亿元。**2）中国涡轮增压器市场 2020-2025 年将达到 9.8% 的复合年均增长实现较快发展**，预计 2025 年中国配有涡轮增压器汽车的市场达到 2251 万辆的需求量，中国涡轮增压器市容量达 552 亿人民币，其中放气阀组件为 20 亿元，涡轮壳和中间壳为 34 亿元。

图表 23: 涡轮增压器市场空间测算

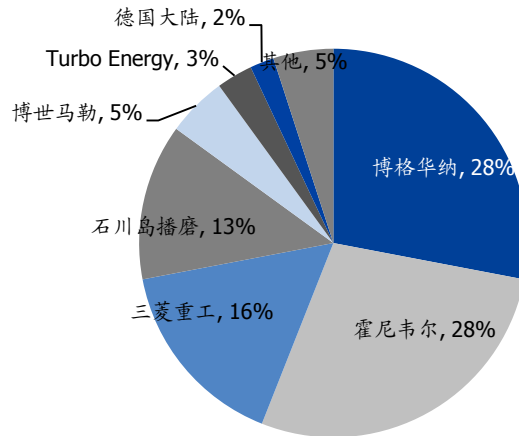
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | CAGR |
|-------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|------|
| 全球 | | | | | | | | | | |
| 全球汽车产量(万辆) | 9730 | 9563 | 9179 | 8261 | 8674 | 8847 | 9024 | 9205 | 9389 | 4.7% |
| YOY | 2.36% | -1.10% | -5.20% | -10% | 5% | 2% | 2% | 2% | 2% | |
| 全球涡轮增压配置率 | 52% | 57% | 63% | 66% | 69% | 72% | 75% | 78% | 81% | |
| 全球涡轮增压器需求量(万台) | 5060 | 5451 | 5783 | 5452 | 5985 | 6370 | 6768 | 7180 | 7605 | |
| YOY | | 7.74% | 6.08% | -5.71% | 9.77% | 6.43% | 6.25% | 6.08% | 5.92% | |
| 全球涡轮增压器市场容量(亿元) | 1240 | 1336 | 1417 | 1336 | 1466 | 1561 | 1658 | 1759 | 1863 | |
| 全球放气阀组件需求量(万套) | 15179 | 16354 | 17348 | 16356 | 17955 | 19110 | 20305 | 21539 | 22815 | |
| 全球放气阀组件市场容量(亿元) | 46 | 49 | 52 | 49 | 54 | 57 | 61 | 65 | 68 | |
| 全球涡轮壳和中间壳需求量(万套) | 10119 | 10902 | 11565 | 10904 | 11970 | 12740 | 13536 | 14359 | 15210 | |
| 全球涡轮壳和中间壳市场容量(亿元) | 76 | 82 | 87 | 82 | 90 | 96 | 102 | 108 | 114 | |
| 中国 | | | | | | | | | | |
| 中国汽车产量(万辆) | 2902 | 2781 | 2572 | 2315 | 2500 | 2575 | 2652 | 2732 | 2814 | 9.8% |
| YOY | 3.19% | -4.20% | -7.50% | -10% | 8% | 3% | 3% | 3% | 3% | |
| 中国涡轮增压配置率 | 33% | 40% | 50% | 55% | 60% | 65% | 70% | 75% | 80% | |
| 中国涡轮增压器需求量(万台) | 1010 | 1112 | 1286 | 1273 | 1500 | 1674 | 1857 | 2049 | 2251 | |
| YOY | | 10.14% | 15.61% | -1.00% | 17.82% | 11.58% | 10.92% | 10.36% | 9.87% | |
| 中国涡轮增压器市场容量(亿元) | 247 | 273 | 315 | 312 | 368 | 410 | 455 | 502 | 552 | |
| 中国放气阀组件需求量(万套) | 3030 | 3337 | 3858 | 3820 | 4500 | 5021 | 5570 | 6147 | 6753 | |
| 中国放气阀组件市场容量(亿元) | 9 | 10 | 12 | 11 | 14 | 15 | 17 | 18 | 20 | |
| 中国涡轮壳和中间壳需求量(万套) | 2020 | 2225 | 2572 | 2546 | 3000 | 3348 | 3713 | 4098 | 4502 | |
| 中国涡轮壳和中间壳市场容量(亿元) | 15 | 17 | 19 | 19 | 23 | 25 | 28 | 31 | 34 | |

资料来源: OICA, IHS, 霍尼韦尔, 国盛证券研究所

2.3 上游行业集中度较高，公司市占率领先

全球涡轮增压器市场较为集中，博格华纳、霍尼韦尔两大巨头市占率达**56%**。根据 IHS 《The Automotive Turbochargers Report》报告，2015 年全球涡轮增压市场中，博格华纳、霍尼韦尔、三菱重工、石川岛播磨以及博世马勒占据全球**90%**以上的市场份额，CR2 达**56%**，市场集中度较高。而公司客户包括博格华纳、霍尼韦尔（盖瑞特）、三菱重工、石川岛播磨、博世马勒（博马科技）、德国大陆（Vitesco）六大制造商，其在全球涡轮增压器市占率高达**92%**。

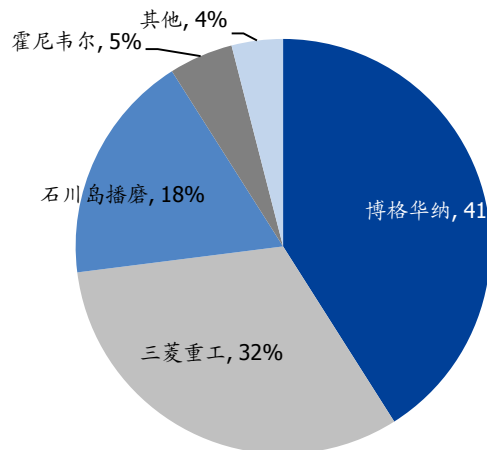
图表 24: 全球涡轮增压器市场格局 (2015 年)



资料来源: IHS, 国盛证券研究所

国内涡轮增压器市场中，国际涡轮增压器制造商占据主导地位。根据盖世汽车研究院 2017 年《涡轮增压器行业综述》报告，博格华纳、三菱重工、石川岛播磨和霍尼韦尔 4 家国际涡轮增压器制造商在中国乘用车涡轮增压器市场占据**96%**的市场份额，基本垄断乘用车及高端商用车涡轮增压器市场。国内自主涡轮增压器企业包括湖南天雁、康跃科技、威孚高科、宁波丰沃、潍坊富源等，凭借性价比优势主要配套中低端车用涡轮增压器和非车用涡轮增压器市场。

图表 25: 中国涡轮增压器市场格局 (2015 年)



资料来源: 盖世汽车, 国盛证券研究所

图表 26: 中国涡轮增压器市场配套情况

| 公司名称 | 配套客户 |
|--------|---|
| 霍尼韦尔 | 奥迪、宝马、戴姆勒、标致、雷诺、日产等 |
| 博格华纳 | 阿尔法罗密欧、奥迪、宾利、宝马、标致、日产、雷诺、福特等 |
| 石川岛播磨 | 三菱、马自达、斯巴鲁、大众等 |
| 三菱重工 | 宝马、斯巴鲁、三菱、长城等 |
| 康明斯 | 北汽福田、东风、潍柴动力、中国重汽、沃尔沃、斯堪尼亚、菲亚特、戴姆勒、依维柯等 |
| 博世-马勒 | 大众 |
| 大陆 | 长安福特 |
| 湖南天雁 | 郑州日产、长城、玉柴、锡柴、潍柴、大柴等 |
| 宁波丰沃 | 海马、吉利、广汽、众泰等 |
| 康跃科技 | 潍柴、上柴、玉柴、域内、朝柴、长城等 |
| 潍坊富源 | 华晨金杯、郑州日产、黄海汽车 |
| 奕森科技 | 上汽、奇瑞 |
| 北方通用电力 | 一汽、重汽、北汽等 |
| 宁波威孚天力 | 江淮、云内、江铃、五十铃、长城、常柴等 |
| 常州环能 | 萨博、现代、起亚、小松等 |

资料来源: 盖世汽车, 国盛证券研究所

公司是放气阀组件子行业的龙头企业, 估算全球市占率约 **11%**。公司目前国内的竞争对手包括科华控股、鑫湖股份、贝斯特、宁波天阁、青岛金永和、上海华验等。其中科华控股、鑫湖股份、贝斯特为上市公司, 与公司产品涡轮壳、中间壳产品存在竞争关系。而公司在放气阀组件的主要竞争对手为宁波天阁、上海华验、青岛金永和等未上市公司。根据我们此前估算, 2019 年全球估算约 5783 万辆车, 而公司 2019 年销售 1898 万个放气阀组件, 放气阀每套由衬套、连接板、盖板三个零件共同组成, 简单的计算公司 2019 年销售 633 万套涡轮增压器放气阀, 推算公司占有全球涡轮增压器放气阀 10.9% 左右的市场份额。

图表 27: 公司主要竞争对手

| 公司名称 | 成立时间 | 相关产品 | 客户 | 规模体量 |
|---------------|-------|-------------------------|----------------------------|-----------------------------------|
| 科华控股 | 2002年 | 涡轮壳、中间壳等 | 霍尼韦尔、博格华纳、三菱重工等 | 营收16.23 (2019年) 其中涡轮增压器零部件15.77亿 |
| 鑫湖股份 | 1994年 | 压气机壳和涡轮壳 | 霍尼韦尔、三菱重工、石川岛播磨、博格华纳、博世马勒等 | 营收12.07亿 (2019年) 其中涡轮增压器零部件11.21亿 |
| 贝斯特 | 1997年 | 叶轮、中间壳等 | 霍尼韦尔、康明斯、博格华纳、石川岛播磨等 | 营收8.02亿 (2019年) 其中涡轮增压器零部件6.42亿 |
| 宁波天阁 | 1996年 | 涡轮壳等 | 霍尼韦尔、博格华纳、伟世通等 | 营收超2.3亿 (2017年) |
| 上海华验 | 1995年 | 涡轮增压器调节手臂伐 (放气阀) 和冲制件 | 霍尼韦尔 | 1亿产值 |
| 金永和精工制造股份有限公司 | 2003年 | 涡轮增压器精密配件, 放气阀组件、VTG产品等 | 博格华纳、康明斯等 | 7000万产值 |
| 天津新伟祥工业有限公司 | 1995年 | 涡轮壳、中间壳等 | 霍尼韦尔、康明斯、三菱重工、石川岛播磨、博格华纳等 | / |
| 无锡烨隆精密机械有限公司 | 2002年 | 涡轮壳、冲压件等 | 霍尼韦尔、博格华纳、三菱重工等 | / |
| 南通海泰科 | / | 涡轮叶轮、压气机叶轮等 | / | / |

资料来源: 各公司官网, Wind, 国盛证券研究所

3 产能扩张、新业务量产，业绩稳健成长可期

3.1 武汉华培复工，产能持续爬坡

根据公司招股说明书披露，公司放气阀业务产能利用率一直保持较高水平，2015-2018H1 产能利用率分别为 106.0%/91.7%/103.5%/95.6%，产能不足成为制约公司进一步发展的重要因素。

图表 28: 2015-2018H1 公司业务产能利用率情况

| 年度 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018H1 |
|---------|------------|------------|------------|-----------|
| 放气阀组件 | | | | |
| 产量(件) | 10,580,936 | 10,334,461 | 13,801,918 | 7,504,588 |
| 产能(件) | 9,979,200 | 11,266,200 | 13,330,142 | 7,849,512 |
| 产能利用率 | 106.03% | 91.73% | 103.54% | 95.61% |
| 涡轮壳和中间壳 | | | | |
| 产量(件) | 74,180 | 516,919 | 512,295 | 289,139 |
| 产能(件) | 104,400 | 626,400 | 626,400 | 321,840 |
| 产能利用率 | 71.05% | 82.52% | 81.78% | 89.84% |

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

公司于 2015 年 10 月成立武汉华培，为解决公司产能瓶颈、提高产品多样性、实现规模化生产。武汉华培生产基地项目于 2017 年底正式开始建设，2019 年公司 IPO 上市募集资金 4.8 亿元用于生产基地建设，项目建成后，公司每年将新增放气阀组件 1500 万件、VTG 500 万套、排气系统零部件 150 万件的生产能力。

- 从产品项目来看，武汉工厂主要为解决公司放气阀组件的产能瓶颈，以及加强新业务产品 VTG、排气系统零部件的成产能力。
- 从新增产能规模来看，2019 年公司原有产能：华培动力 2071.4 万件（以放气阀组件为主）、江苏华培 66.1 万件（涡轮壳和中间壳），华培动力以及江苏华培产能合计 2173.5 万件，而武汉华培新增总产能将达 2150 万件，有望实现产能翻倍增长。

武汉生产基地规划建设期 3 年，2019 年底产能已达 700 万件。目前武汉华培已于 2019 年 7 月达到预定可使用状态，至 2019 年 12 月，年度产能已达到 700 万件（占上海、南通产能的 32.2%），其中放气阀产品 650 万件、VTG 产品 40 万件、排气系统产品 10 万件。2019 年武汉华培生产零部件 275.78 万件，产能利用率为 39.4%，处于产能爬坡阶段。

图表 29: 2019 年公司各子公司产能利用率情况

| 主要工厂名称 | 设计产能 (万件) | 报告期内产能 (万件) | 产能利用率 (%) |
|--------|-----------|-------------|-----------|
| 华培动力 | 2,071.40 | 1,811.20 | 87.44 |
| 江苏华培 | 66.1 | 61.43 | 92.93 |
| 武汉华培 | 700 | 275.78 | 39.40 |

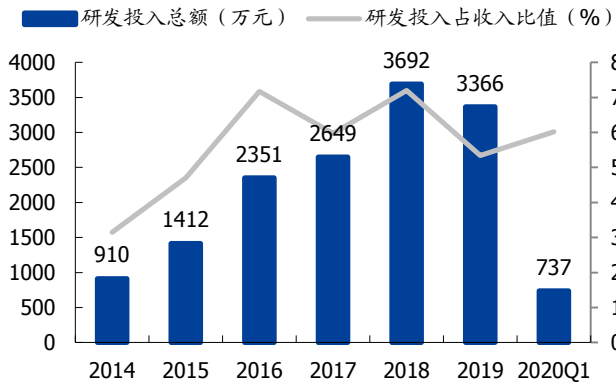
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

2020 年初，由于子公司武汉华培处于疫情中心区域湖北武汉市，受疫情影响较为明显，一季度公司整体营收下滑 17.5%。目前武汉生产基地已于 4 月复工，随着 2020 年产能爬坡，我们预计公司未来 3 年增长动力强劲。

3.2 研发初见成效，VTG/排气系统业务贡献新增量

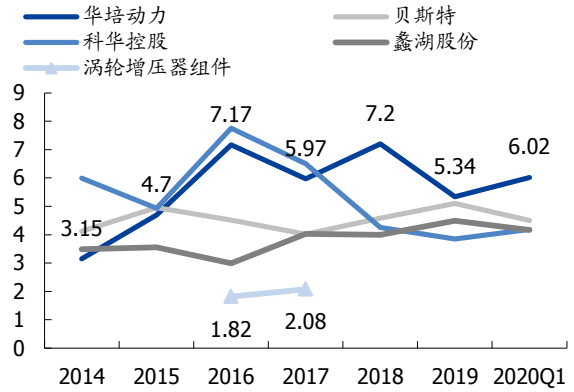
公司重视研发投入，投入比值显著高于行业平均水平。2016-2019年公司研发投入分别为2351/2649/3692/3366万元，占营收比值为7.2%/6.0%/7.2%/5.3%，2018年以来研发投入比例高于其他涡轮增压器零部件上市公司，根据中国汽车工业年鉴涡轮增压器零部件行业，2016-2017年研发投入占比分别为1.82%/2.08，公司投入比值显著高于行业平均水平。

图表 30: 2014-2020Q1 公司研发投入及占营收比值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 31: 涡轮增压器零部件上市公司研发投入占收入比值 (%)



资料来源: Wind, 中国汽车工业年鉴, 国盛证券研究所

公司通过在技术研发方面的持续投入，已经在现有产品上形成了自己的核心竞争力。并且，依托于在材料开发及材料成型领域的技术优势，成功开拓了新的业务增长点：

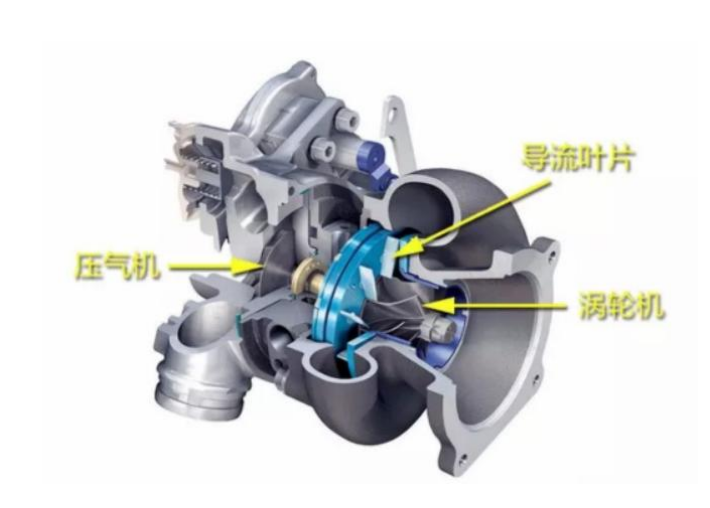
- **涡轮增压器领域：**公司与博格华纳签署 VTG 项目，2018-2019 年业务营收快速增长。VTG 的总体外形结构与一般涡轮增压器是类似的，但多了一圈导流叶片，还有叶片的执行机构。VTG 技术通过导向叶片改变废气作用在排气侧涡轮叶片上的压力，控制涡轮的转速，从而控制涡轮的增压压力。由于涡轮转速得到控制，增压压力也得到了控制，采用 VTG 技术的发动机不再需要传统废气涡轮增压发动机的放气阀 (Blow off valve)。因此公司提前布局 VTG 技术的发展趋势，研发推出 VTG 涡轮叶片产品，并与博格华纳签署 VTG 产品项目任命书：2015 年 11 月签署“BV45 Gen6”项目（供货时间 2017-2021 年），2017 年 7 月签署“VED 4 HP Gen3”项目（供货时间 2018-2024 年）。2018-2019 年公司其他零部件收入（主要为 VTG 产品和拉杆产品）分别为 3213/3194 万元，同比增长 376.7%/33.0%。
- **在汽车排气系统领域：**公司成功进入全球排气系统最大供应商佛吉亚的供应链，成为其关键零部件排气系统产品的供应商。佛吉亚拥有全球领先的排放控制技术，其排放控制技术系统的业务覆盖全球所有汽车市场，是全球最大的排气系统供应商。
- **在其他领域：**2019 年公司依托材料开发及材料成型上的技术优势还进入了新的业务领域，包括：向轨道及商用车辆制动系统制造商克诺尔集团提供汽车制动系统**关键零部件**，成为了其关键零部件国产化的第一家中国供应商；公司向派克汉尼汾提供**工业阀门类零部件**，成为其工业系统产品的供应商。派克汉尼汾公司为全球运动和控制技术的领导者，提供精密工程解决方案，广泛应用于移动、工业和航空航天市场。并且公司成功通过了航空航天行业 AS9100D 体系认证，为进军航空航天产业奠定了基础。**在新能源汽车业务：**参与了包括国际高端品牌宝马新能源车型关键零部件的开发。

图表 32: 博格华纳推出 VTG 技术



资料来源: 每日汽车, 国盛证券研究所

图表 33: VTG 工作原理



资料来源: 每日汽车, 国盛证券研究所

图表 34: 公司 VTG 产品示例图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

排气系统零部件进入量产阶段, 贡献营收增量。其中排气系统零部件产品, 2018 年处于样件阶段, 2019 年正式进入量产阶段, 全年销售 5.16 万件, 实现销售收入 545.4 万元。随着排气系统业务带来佛吉亚等优质客户导入, 势必能够进一步助力公司未来销售业绩的迅速增长。此外, 未来武汉生产基地将 140 万排气系统零部件产能投放, 我们预计有望带来约 1.2 亿元营收增量 (占 2019 年营收 19.0%)。

4 盈利预测与估值

公司作为涡轮增压器的配件龙头，深度绑定全球一级供应商，有望优先受益于行业配置率的逐渐提高，另一方面，随着公司武汉募投项目的恢复投产，以及公司 VTG、排气系统等新业务的逐渐量产，公司未来的收入与利润有望继续稳健增长。预计公司 2020-2022 年净利润分别为 0.77、1.04、1.27 亿元，对应 PE 50.8、37.5、30.8 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 35: 公司收入及毛利率预测

| 项目 | 单位 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------|----|--------|--------|--------|--------|
| 放气阀组件 | | | | | |
| 销量 | 万件 | 1,898 | 1708 | 2200 | 2700 |
| 单价 | 元 | 27.86 | 26.75 | 25.68 | 24.65 |
| 收入 | 万元 | 52,889 | 45,696 | 56,493 | 66,559 |
| YOY | % | 20.4% | -13.6% | 23.6% | 17.8% |
| 毛利率 | % | 39.5% | 37.5% | 38.0% | 38.0% |
| 涡轮壳和中间壳 | | | | | |
| 销量 | 万件 | 60 | 60 | 70 | 80 |
| 单价 | 元 | 85.43 | 85.43 | 90.00 | 90.00 |
| 收入 | 万元 | 5,162 | 5,162 | 6,300 | 7,200 |
| YOY | % | 28.8% | 0.0% | 22.0% | 14.3% |
| 毛利率 | % | 21.9% | 19.0% | 20.0% | 21.0% |
| 排气系统 | | | | | |
| 销量 | 万件 | 5.16 | 15 | 70 | 140 |
| 单价 | 元 | 105.70 | 105.70 | 105.70 | 105.70 |
| 收入 | 万元 | 545 | 1,585 | 7,399 | 14,798 |
| YOY | % | | 190.7% | 366.7% | 100.0% |
| 毛利率 | % | 39.69% | 30.0% | 33.0% | 35.0% |
| 成型装备 | | | | | |
| 销量 | 万件 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 单价 | 元 | 199.56 | 200.00 | 200.00 | 200.00 |
| 收入 | 万元 | 1197 | 1,200 | 1,200 | 1,200 |
| YOY | % | | 0.2% | 0.0% | 0.0% |
| 毛利率 | % | 20.88% | 15.0% | 18.0% | 18.0% |
| 其他产品 (VTG) | | | | | |
| 销量 | 万件 | 93.86 | 84.47 | 200 | 350 |
| 单价 | 元 | 34.03 | 34.03 | 33.50 | 33.00 |
| 收入 | 万元 | 3194 | 2,875 | 6,700 | 11,550 |
| YOY | % | | -10.0% | 133.1% | 72.4% |
| 毛利率 | % | 20.88% | 18.0% | 19.0% | 20.0% |
| 总计 | | | | | |
| 收入 | 亿元 | 6.31 | 5.66 | 7.82 | 10.14 |
| YOY | % | | -10.3% | 38.2% | 29.7% |
| 毛利率 | % | 37.0% | 33.3% | 34.1% | 34.4% |

资料来源: WIND, 国盛证券研究所

选取四家可比公司用市盈率法进行估值，同行业可比公司 2020 年平均市盈率为 33.9x。公司受益于行业渗透率的提升，与自身产能的扩张，未来成长的趋势较为明显。考虑到公司前期股价涨幅较大，目前估值已经略高于可比公司的平均水平，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 36: 可比公司估值

| 证券代码 | 证券简称 | 股价 | 每股收益(元) | | | | 市盈率 | | | |
|------|-----------|-------|---------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 19A | 20E | 21E | 22E | 19A | 20E | 21E | 22E |
| 贝斯特 | 300580.SZ | 21.48 | 0.84 | 0.92 | 1.10 | 1.28 | 17.90 | 22.77 | 18.97 | 16.35 |
| 爱柯迪 | 600933.SH | 13.88 | 0.51 | 0.52 | 0.63 | 0.75 | 27.20 | 26.60 | 21.67 | 18.34 |
| 文灿股份 | 603348.SH | 20.89 | 0.32 | 0.38 | 0.53 | 0.64 | 75.73 | 53.56 | 38.19 | 31.27 |
| 旭升股份 | 603305.SH | 47.40 | 0.52 | 0.61 | 0.80 | 1.05 | 65.83 | 74.47 | 56.77 | 43.15 |
| 平均值 | | | | | | | 46.67 | 44.35 | 33.90 | 27.28 |
| 华培动力 | 603121.SH | 15.65 | 0.38 | 0.30 | 0.40 | 0.49 | 39.90 | 50.80 | 37.50 | 30.80 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 贝斯特、爱柯迪、旭升股份、文灿股份为 wind 一致预期

风险提示

行业销量受疫情影响或不及预期; 公司新项目量产进度或不及预期; 募投项目投产进度或不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| 减持 | | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 | |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com