

2021年01月14日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

研究所

证券分析师：赵越 S0350518110003

zhaoy01@ghzq.com.cn

证券分析师：石金漫 S0350520050001

shijm01@ghzq.com.cn

涡轮增压器小行业迎来大发展

——科华控股（603161）深度报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|--------|-------|------|------|
| 科华控股 | -13.3 | -5.7 | 14.1 |
| 沪深 300 | 10.9 | 13.8 | 30.6 |

市场数据

2021-01-14

| | |
|-------------|---------------|
| 当前价格（元） | 15.97 |
| 52 周价格区间（元） | 11.43 - 20.40 |
| 总市值（百万） | 2130.40 |
| 流通市值（百万） | 1108.32 |
| 总股本（万股） | 13340.00 |
| 流通股（万股） | 6940.00 |
| 日均成交额（百万） | 50.76 |
| 近一月换手（%） | 155.87 |

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

■ **公司是全球涡轮增压器零部件龙头企业。**公司主要产品包括涡轮壳及其装配件、中间壳及其装配件和其他机械零部件，其中涡轮壳是涡轮增压器最核心部件。公司近几年发展不断壮大，2015-2019 年营收年化增长率为 21.36%。2019 年公司实现营收 16.23 亿元，同比增长 18%。公司产品覆盖全球约 70%-80% 汽车品牌，覆盖中国约 90% 汽车品牌。龙头地位显著。

拟非公开发行，新增 945 万件涡轮增压器零部件，扩产产能提升 80%。公司 2020 年 8 月 28 日发布非公开发行 A 股股票预案，并于 12 月 22 日获得证监会批文。根据公告，公司拟非公开发行募集不超过 9.4 亿元，用于汽车涡轮增压器部件生产项目，及补充流动资金。定增募投项目达产后预计新增收入 16.05 亿元人民币，预计新增净利润 2.18 亿元。公司现有各类产品年产能约 1175 万件/年。预计本次汽车涡轮增压器零部件扩产项目 2022 年达产后新增产能 945 万件/年。

■ **汽车涡轮增压器未来 5 年迎来快速发展，年均复合增长率预计达到 12%。**受节能汽车、混合动力汽车销量提升，推动涡轮增压器渗透率由目前的 50% 提升至 2025 年的 95% 以上，假设 2025 年乘用车销量 2500 万辆，装配涡轮增压的汽车约 2000 万，相比 2019 年市场容量增加一倍。目前汽车涡轮增压器行业竞争格局寡头化，发展大浪潮下公司最为受益。

■ **乘新能源发展大浪潮，电机零件等新产品带来新增长。**2021 年 1 月 5 日，公司发布新能源汽车新产品发布会，在纯电动车型方面，产品主要包括新能源汽车电机零部件（以 HVH250 电机为例，公司目前已量产相关盖帽、封套、连接器等产品）。在混合动力汽车方面，公司凭借传统产品龙头地位，涡轮壳、中间壳等产品已配套宝马、奥迪、理想、比亚迪、标致等车型，客户覆盖豪华品牌及部分主流合资、自主品牌。

■ **盈利预测和投资评级：**基于审慎性，暂不考虑本次非公开发行后的并表，我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 18.3 亿元、22.21 亿元、28.93 亿元，同比增速分别为 13%/21%/30%，归母净利润分别为 0.3 亿元、1.38 亿元、2.6 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.14 元、0.66 元和 1.24 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

- **风险提示:** 1) 新能源汽车现已全球加速推进, 并且呈现出未来主流化趋势, 因此会带来燃油车销量的下滑, 从而对涡轮增压器产品需求的减少。2) 海外出口业务受汇率、贸易保护等不确定性风险。3) 公司非公开增发实施过程中的不确定性, 新增产能释放不及预期的风险。

| 预测指标 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-------|-------|--------|--------|
| 主营收入(百万元) | 1623 | 1830 | 2221 | 2893 |
| 增长率(%) | 18% | 13% | 21% | 30% |
| 归母净利润(百万元) | 82 | 30 | 138 | 260 |
| 增长率(%) | -21% | -63% | 357% | 88% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.62 | 0.14 | 0.66 | 1.24 |
| ROE(%) | 6.40% | 2.38% | 11.52% | 24.30% |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

| | |
|--|-----------|
| 1、 公司是全球涡轮增压器零部件龙头企业 | 5 |
| 1.1、 公司主要产品为涡轮壳、中间壳等，是全球细分龙头..... | 5 |
| 1.2、 股权结构清晰且集中，实际控制人持股 47.97%..... | 10 |
| 1.3、 拟非公开发行，新增 945 万件涡轮增压器零部件，扩产产能提升 80%..... | 11 |
| 2、 汽车涡轮增压器未来 5 年迎来快速发展，年均复合增长率预计达到 12% | 13 |
| 2.1、 受节能汽车、混合动力汽车销量提升，推动涡轮增压器渗透率由目前的 50%提升至 2025 年的 95%以上..... | 13 |
| 2.2、 行业竞争格局寡头化，发展大浪潮下公司最为受益..... | 16 |
| 3、 乘新能源发展大浪潮，电机零件等新产品带来新增长 | 19 |
| 4、 盈利预测与评级 | 20 |
| 5、 风险提示 | 21 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 公司产品主要围绕涡轮增压零部件等 | 5 |
| 图 2: 2015~2020 前三季度公司营收及同比增速 | 6 |
| 图 3: 2015~2020 前三季度公司归母净利润及同比增速 | 6 |
| 图 4: 受新产品、新项目初期产能释放有限, 公司毛利率 2020 年前三季度下滑至 11.72% | 6 |
| 图 5: 涡轮增压业务毛利率下降最为明显 (%) | 6 |
| 图 6: 公司 2016-2019 各产品单价 (元/件) | 7 |
| 图 7: 公司 2016-2019 各产品单位成本 (元/件) | 7 |
| 图 8: 2015~2019 年公司收入构成以涡轮增压壳及中间壳为主 (百万元) | 7 |
| 图 9: 涡轮增压壳和中间壳在涡轮增压器中成本占比较高, 约 30%~45% | 9 |
| 图 10: 科华控股处于汽车制造业产业链二级供应商位置 | 9 |
| 图 11: 2020 年全球涡轮增压器市场 CR3=71% | 10 |
| 图 12: 2020 年中国涡轮增压器市场 CR3=91% | 10 |
| 图 13: 陈洪民、陈小科父子合计控股 47.97% | 11 |
| 图 14: 公司部分汽车品牌合作伙伴 | 12 |
| 图 15: 2015 年~2019 年公司营收构成中, 海外占比不断提升 (百万元) | 13 |
| 图 16: 世界主要国家和地区乘用车降低 CO2 排放时间图 | 14 |
| 图 17: 2025 年汽车销量结构中, 节能及新能源汽车销量占比将达到 50% | 15 |
| 图 18: 公司产品品种多 | 16 |
| 图 19: 公司部分顶尖自动化设备 | 17 |
| 图 20: 公司自动化、智能化生产线 | 17 |
| 图 21: 公司总部余桥厂区示图 | 17 |
| 图 22: 本次拟定增投资新厂区图示 | 17 |
| 图 23: 公司研发投入高于同行业其他公司 (百万元) | 18 |
| 图 24: 2017~2019 年公司销售费用率逐年改善 | 18 |
| 图 25: 2017~2019 年公司管理费用率低于行业 | 18 |
| 图 26: 公司配套新能源汽车电机部件, 新产品展示 | 19 |
| 图 27: 预计 2025 年新能源汽车销量达到 608 万辆, 年化增长率为 37%, 公司新产品放量可期 | 20 |
| | |
| 表 1: 公司现拥有全资子公司 2 家, 参股公司 1 家 (百万元) | 8 |
| 表 2: 汽车涡轮增压器 5 种铸造毛坯主要材料和工艺 | 8 |
| 表 3: 《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》明确了 2025/2030 及 2035 年的降油耗目标 | 14 |
| 表 4: 公司在插电混合动力的产品已积累大量优质客户 | 19 |
| 表 5: 公司 2019~2022E 收入及利润盈利预测 | 21 |

1、公司是全球涡轮增压器零部件龙头企业

1.1、公司主要产品为涡轮壳、中间壳等，是全球细分龙头

科华控股是一家专业从事涡轮增压器关键零部件产品的研发、生产及销售的高新技术企业，公司主要产品包括涡轮壳及其装配件、中间壳及其装配件和其他机械零部件。公司成立于 2002 年，于 2018 年 1 月在上海证券交易所上市。

图 1：公司主要产品围绕涡轮增压零部件等

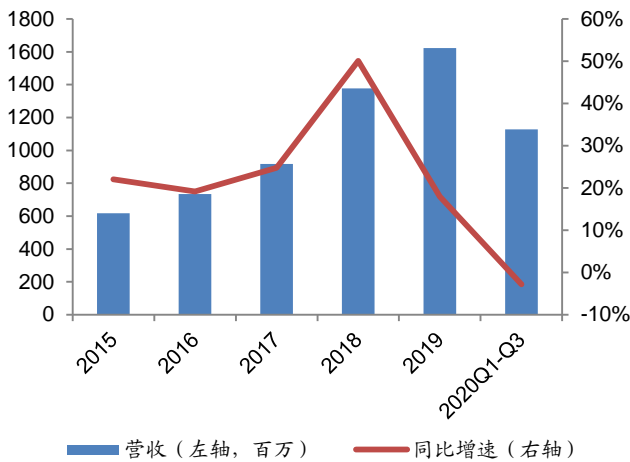
| 类型 | | 示例图 |
|------------|-------|--|
| 涡轮增压器零部件系列 | 涡轮壳 |  |
| | 中间壳 |  |
| 其他机械零部件系列 | 液压阀 |  |
| | 皮带传动轮 |  |
| | 差速器 |  |

资料来源：公司公告、国海证券研究所

从盈利能力方面看，公司 2015~2020 年前三季度营收稳步增长，2015-2019 年营收年化增长率为 21.36%。2019 年公司实现营收 16.23 亿元，同比增长 18%，在 2018，2019 年全球汽车产量负增长的情况下，公司营收逆势增长主要受益于涡轮壳订单的进一步释放。

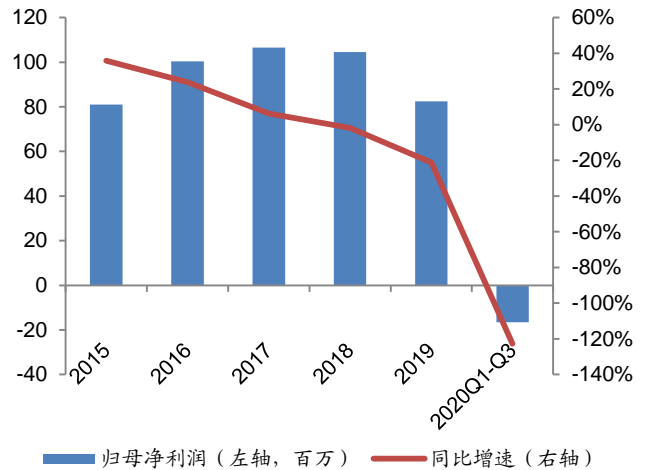
在归母净利润方面，2019 年公司实现归母净利润 0.82 亿元，同比下降 21.2%，盈利能力的下降主要是由于公司向高端产品转型，产能释放不足从而拖累整体毛利率的下降，毛利率由 2016 年 34.4% 下降至 2019 年 17.16%，2020 年前三季度降至 11.72%。

图 2: 2015~2020 前三季度公司营收及同比增速



资料来源: wind, 国海证券研究所

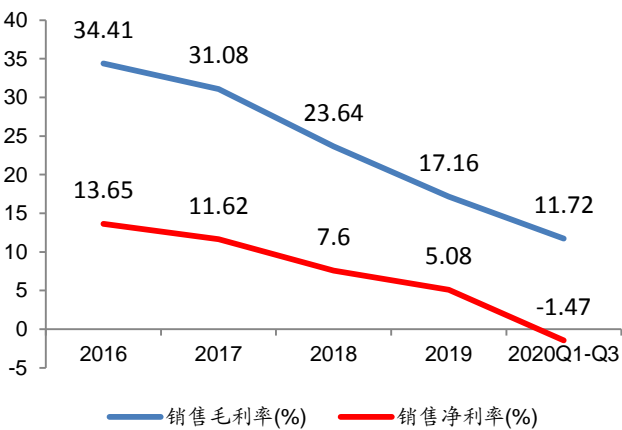
图 3: 2015~2020 前三季度公司归母净利润及同比增速



资料来源: wind, 国海证券研究所

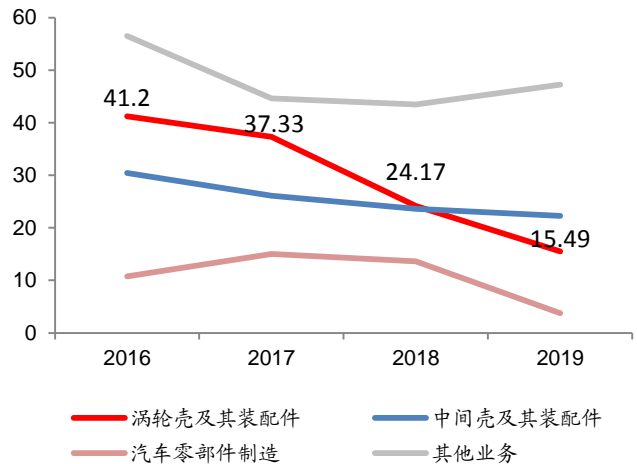
分产品来看,公司总体毛利率下降主要受占收入比重较大的涡轮壳业务毛利率下降影响:公司总体毛利率 2016-2020 前三季度从 34.41%降至 11.72%,主要受营收占比过半的涡轮壳业务毛利率下降影响,涡轮壳业务毛利率 2016-2020 前三季度从 41.2%降至 15.49%,由于新产品的迭代推出,导致公司产能爬坡,带来了产能利用率的下滑,从而间接提升产品成本,拖累了产品平均毛利率。预计随着后续产能的释放,利润率将重新回到稳步水平。

图 4: 受新产品、新项目初期产能释放有限,公司毛利率 2020 年前三季度下滑至 11.72%



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 5: 涡轮壳业务毛利率下降最为明显 (%)



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 6: 公司 2016-2019 各产品单价 (元/件)

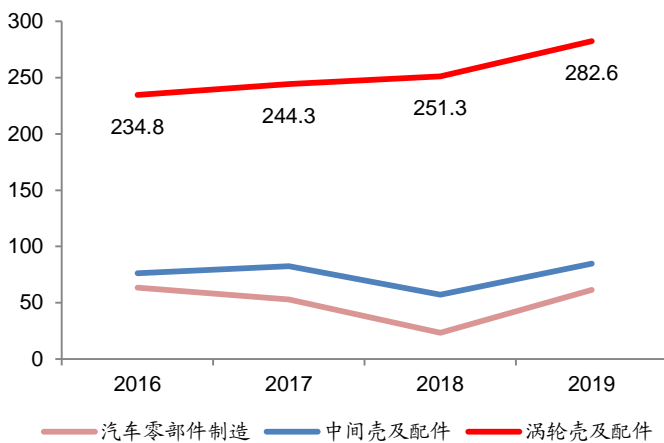
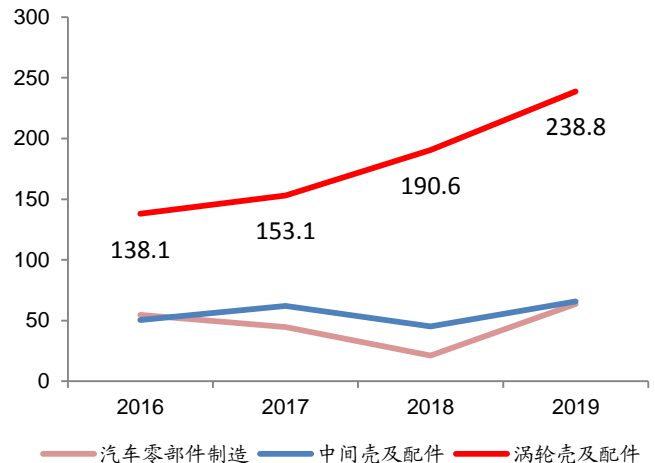


图 7: 公司 2016-2019 各产品单位成本 (元/件)

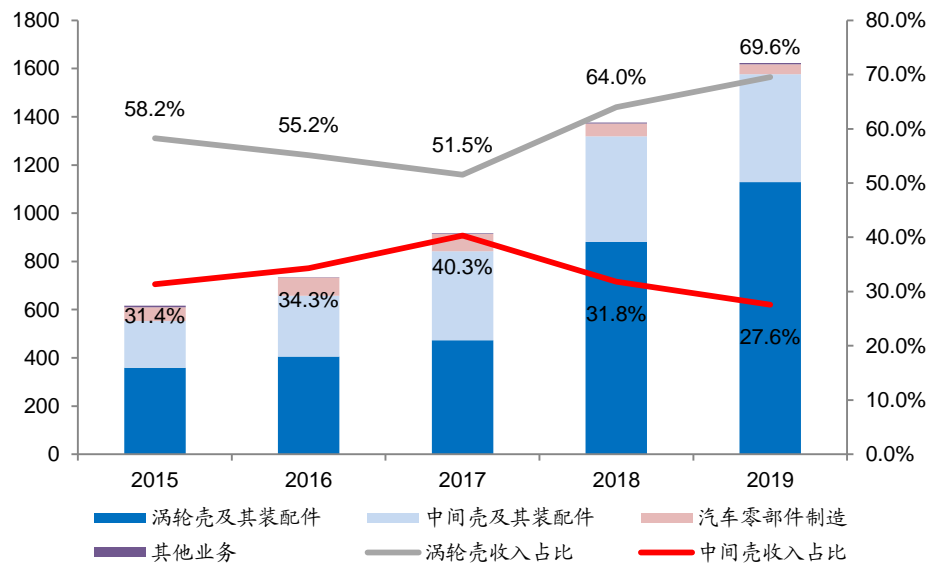


资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

从产品结构来看, 2015~2019 年, 涡轮壳收入增长迅速, 占营收比重提高。2019 年公司涡轮壳业务实现营收 11.29 亿元, 同比增长 28%, 对营收贡献较大, 占营收比重从 2015 年 58.2% 增至 2019 年 69.6%。

图 8: 2015~2019 年公司收入构成以涡轮壳及中间壳为主 (百万元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

截止 2020 年 6 月底, 公司拥有 2 家全资子公司, 1 家参股公司, 主营业务范围包括机械制造、电池研发生产及商品进出口。公司全资子公司包括联华机械 (主营: 机械配件、铸件的生产、销售, 自营和代理各类商品和技术的进出口业务) 和德国 LYKH GmbH 公司 (主营: 采购和销售, 各种商品进出口业务), 公司参股科华动力 10%, 科华动力主营燃料电池零部件的研发、生产、销售, 汽车零部件及配件制造, 新能源汽车动力系统零部件的研发、生产、销售等。

表 1: 公司现拥有全资子公司 2 家, 参股公司 1 家 (百万元)

| 序号 | 被参控公司 | 参控关系 | 直接持股比例 | 被参控公司注册资本 | 投资额 | 净利润 | 总资产 | 主营业务 |
|----|---------------|------|--------|-----------|-------|-------|--------|--------|
| 1 | 溧阳市联华机械制造有限公司 | 子公司 | 100% | 50 | 50.15 | | 182.01 | 机械制造 |
| 2 | 江苏科华动力科技有限公司 | 子公司 | 10% | 25 | | -0.15 | 12.55 | 电池研发生产 |
| 3 | LYKH GmbH | 子公司 | 100% | 0.39 | 0.39 | 0.04 | 0.39 | 商品进出口 |

资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截止 2020 年 6 月 30 日)

1) 涡轮壳是涡轮增压器最核心部件, 工艺较为复杂且直接决定涡轮增压产品使用效果。国内涡轮增压器铸造生产主要表现在 5 个零部件上, 分别为压气机壳、涡轮壳、叶轮、涡轮、中间体以及增压器喷嘴环等。分别对应不同材质及工艺设备。其中, 涡轮壳体是增压器的关键零件, 其气道形状显著影响节能及尾气处理效果。

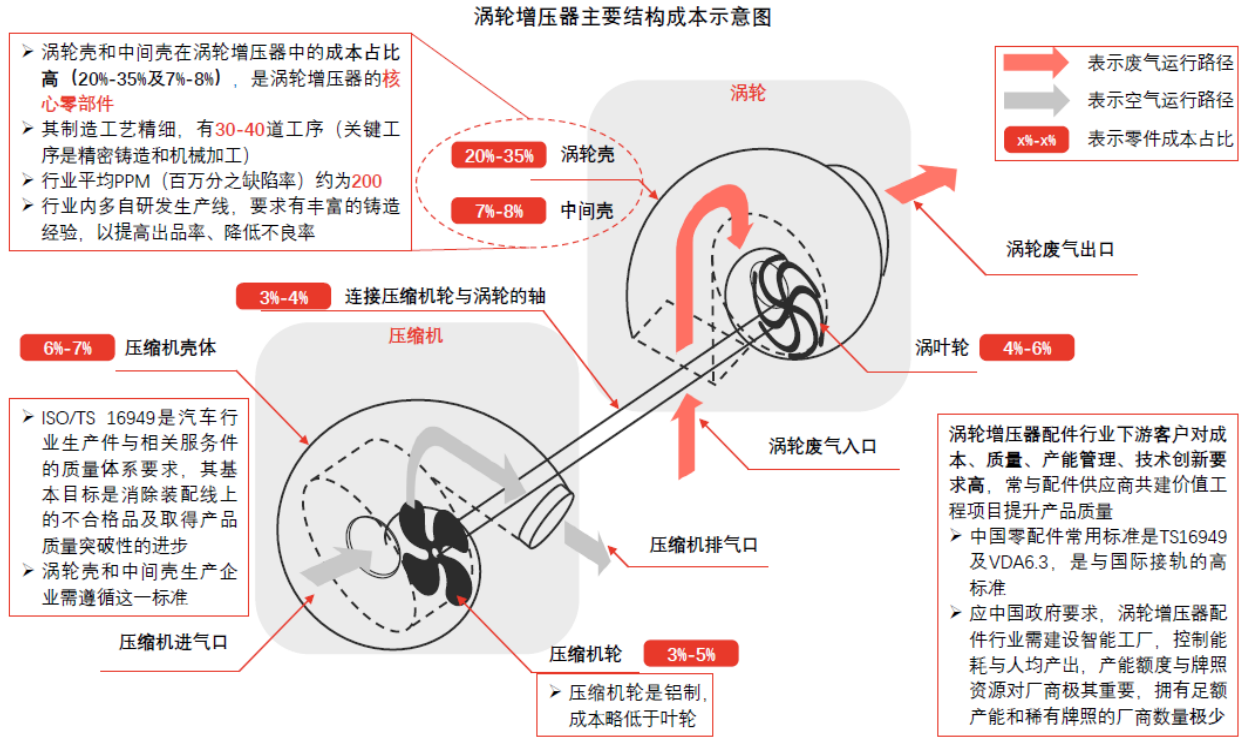
表 2: 汽车涡轮增压器 5 种铸造毛坯主要材料和工艺

| 序号 | 零件 | 材质 | 工艺设备 |
|----|--------|------|------------------------------------|
| 1 | 涡轮壳 | 球墨铸铁 | 消失模工艺、树脂自硬砂工艺、湿型砂高压造型工艺、铁型腹砂、覆膜砂壳型 |
| 2 | 压气机壳 | 铝合金 | 树脂自硬砂工艺、金属型重力浇注工艺、低压铸造 |
| 3 | 中间体 | 灰口铸铁 | 树脂自硬砂工艺、湿型砂高压造型工艺、覆膜砂壳型 |
| 4 | 压气机叶轮 | 铝合金 | 硅溶胶石膏模精铸工艺 |
| 5 | 涡轮及喷嘴环 | 镍基合金 | 石蜡精密铸造工艺、真空熔炼 |

资料来源: 机械工业第九设计研究院有限公司, 国海证券研究所

从成本端来看, 涡轮壳和中间壳在涡轮增压器中成本占比较高 (20%~35%及 7%~8%), 是涡轮增压器较为重要的核心零部件。制造工艺有 30~40 道工序。

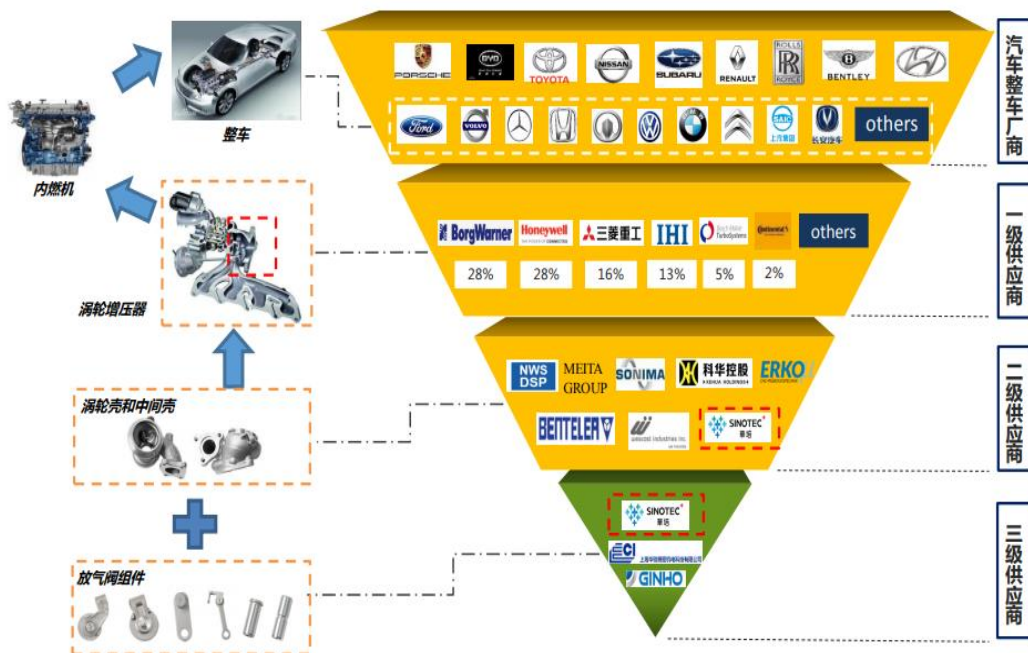
图 9: 涡轮壳和中间壳在涡轮增压器中成本占比较高, 约 30%~45%



资料来源: 头豹咨询、国海证券研究所

2) 增压器外壳及中间壳在产业链中属于二级供应商。公司主营产品是涡轮增压器外壳和中间壳, 在汽车制造业产业链中属于二级供应商。公司的客户是一级供应商, 包括博格华纳, 霍尼韦尔, 盖瑞特, 上海菱重等, 他们制造涡轮增压器并供应到整车厂。

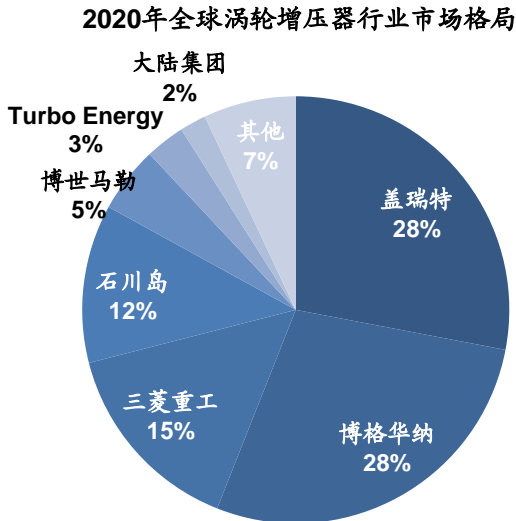
图 10: 科华控股处于汽车制造业产业链二级供应商位置



资料来源: 华培动力招股书, 国海证券研究所

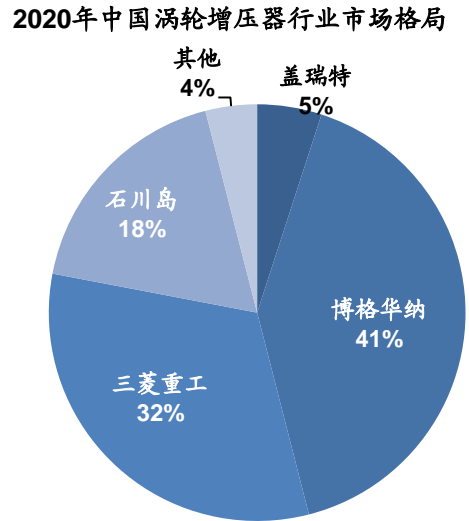
3) 公司产品覆盖全球约 70%-80%汽车品牌, 覆盖中国约 90%汽车品牌。龙头地位显著。根据头豹数据显示, 涡轮增压器行业市场集中度较高。2020 年, 全球涡轮增压器制造巨头有 5 家, 包括盖瑞特、博格华纳、三菱重工、石川岛和大陆集团, 五大巨头占据 85% 市场份额。国内市场, 集中度更为显著, 盖瑞特、博格华纳、三菱重工、石川岛四家公司, 占据 96% 市场份额。

图 11: 2020 年全球涡轮增压器市场 CR3=71%



资料来源: 头豹研究院、国海证券研究所

图 12: 2020 年中国涡轮增压器市场 CR3=91%



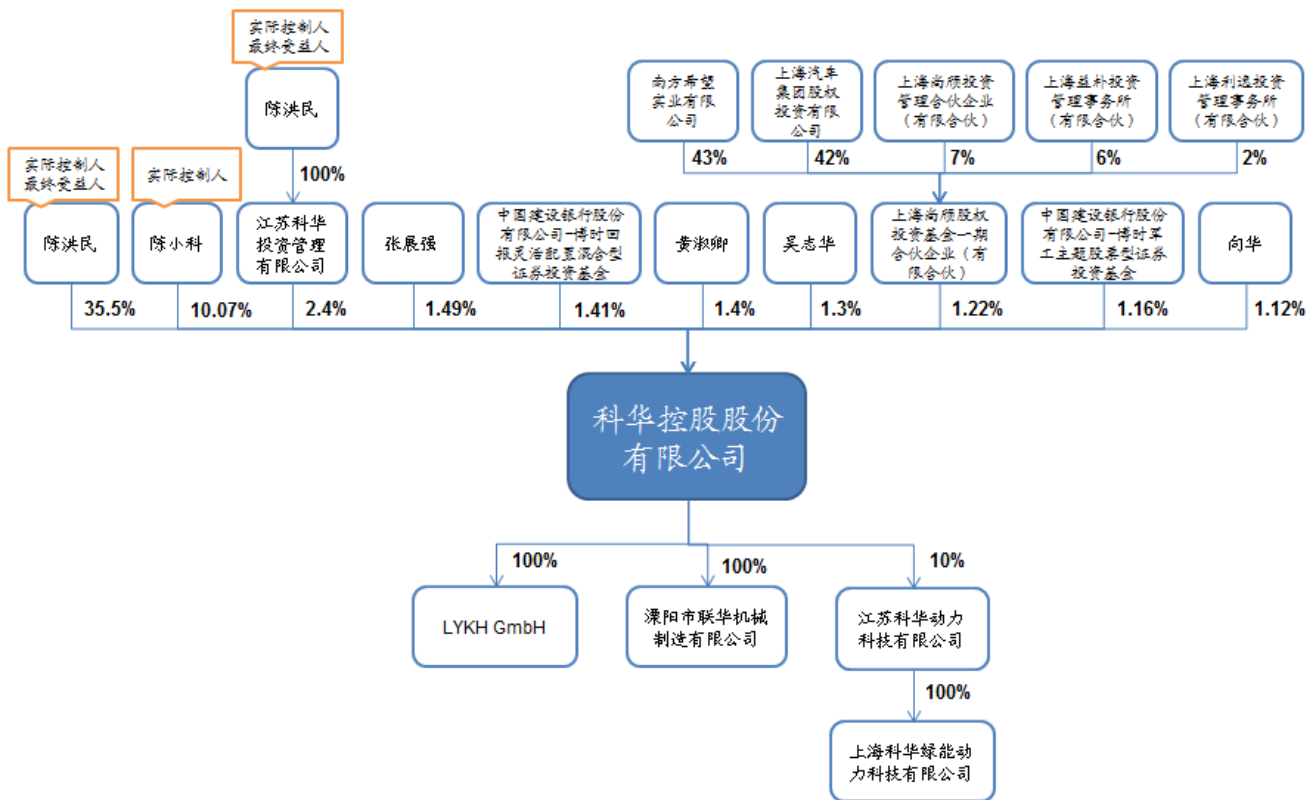
资料来源: 头豹研究院、国海证券研究所

1.2、股权结构清晰且集中, 实际控制人持股 47.97%

公司股权结构明晰, 截止 2020 年三季度末, 公司创始人、实际控制人陈洪民先生担任董事长持股 35.5%, 其子, 实际控制人陈小科持股 10.07%。科华投资持股 2.4%, 科华投资为陈洪民控制的公司, 陈洪民持有科华投资 100% 的股权。父子合计控股 47.97%。

除控股股东外, 公司股东还包括上海尚颀股权投资基金, 持股比例为 1.22%, 尚颀股权投资基金包括南方希望实业有限公司(持有尚颀股权投资基金持股比例 43%)、上海汽车集团股权投资有限公司(持有尚颀股权投资基金持股比例 42%) 等。

图 13: 陈洪民、陈小科父子合计控股 47.97%



资料来源: wind, 公司公告、国海证券研究所

1.3、拟非公开发行,新增 945 万件涡轮增压器零部件,扩产产能提升 80%

公司 2020 年 8 月 28 日发布非公开发行 A 股股票预案,并于 12 月 22 日获得证监会批文。根据公司公告,公司拟非公开发行募集不超过 9.4 亿元,用于汽车涡轮增压器部件生产项目,及补充流动资金。根据公司公告,定增募投项目达产后预计新增收入 16.05 亿元人民币,预计新增净利润 2.18 亿元。

表 1: 本次非公开发行要素

| 相关要素 | |
|-------|---|
| 发行规模 | 本次非公开发行的股票数量不超过本次非公开发行前公司总股本的 30%, 即不超过 4,000 万股 (含本数), 募集资金总额不超过 84,000 万元 (含本数) |
| 锁定期 | 投资者认购的股票自本次非公开发行结束之日起 6 个月内不得转让 |
| 定价基准日 | 本次非公开发行股票发行期首日 |
| 定价原则 | 发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 80% |
| 发行对象 | 不超过 35 名的特定对象 |
| 募投项目 | 汽车涡轮增压器部件生产项目 (项目总投资额 11.55 亿元, 拟使用募集资金金额 5.9 亿元)、补充流动资金 (2.5 亿元) |
| 项目进展 | 2020 年 12 月 22 日领取批文, 批文有效期 12 个月 |

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

公司现有各类产品年产能约 1175 万件/年。预计本次汽车涡轮增压器零部件扩产项目 2022 年达产后新增产能 945 万件/年。根据公司公告，预计本次扩产项目投产后三年达产，投产后第一年的产能为设计生产能力的 30%，投产后第二年的产能为设计生产能力的 70%，投产后第三年的产能为设计生产能力的 100%。根据公司公告，车涡轮增压器部件生产项目达产当年，可实现营业收入 16.05 亿元，实现净利润 2.18 亿元，税后财务内部收益率 13.48%，静态投资回收期 8.76 年(含建设期)。

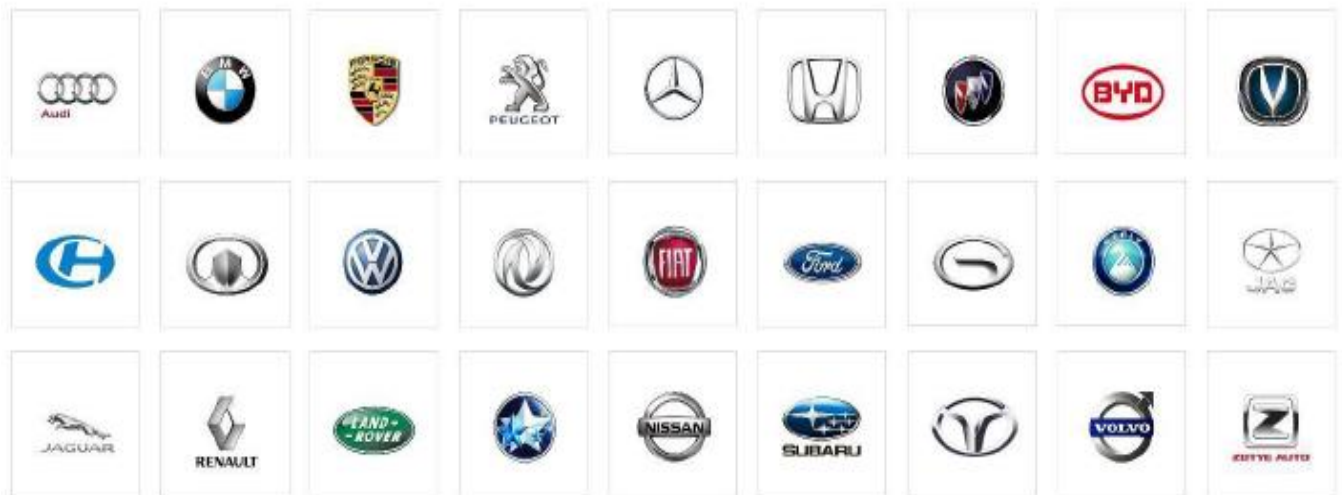
表 2: 本次非公开发行拟新增年产 945 万件涡轮增压器零部件

| | |
|--------|--|
| 项目名称 | 汽车涡轮增压器部件生产项目 |
| 投资金额 | 总投资 11.55 亿元 |
| 项目建设期限 | 48 个月 |
| 项目选址 | 江苏中关村科技产业园汽车零部件产业园内 |
| 项目建设规模 | 项目完全达产后，将形成年产涡轮增压器关键零部件 945 万件的生产能力 |
| 预计销售额 | 项目达产后，预计新增年销售收入 10.18 亿元（不含税），新增年净利润 10,427 万元 |

资料来源：公司公告，国海证券研究所

新增产能促进近一步发展。公司凭借先进的技术优势、良好的品质优势保持了与行业内大客户的稳定合作，并积极开拓新客户，产品销售收入增长较快，2017 年至 2019 年，公司的营业收入年均复合增长率为 33.06%，下游市场需求旺盛。本项目建设有利于公司顺应行业发展趋势，为公司未来持续发展夯实基础。

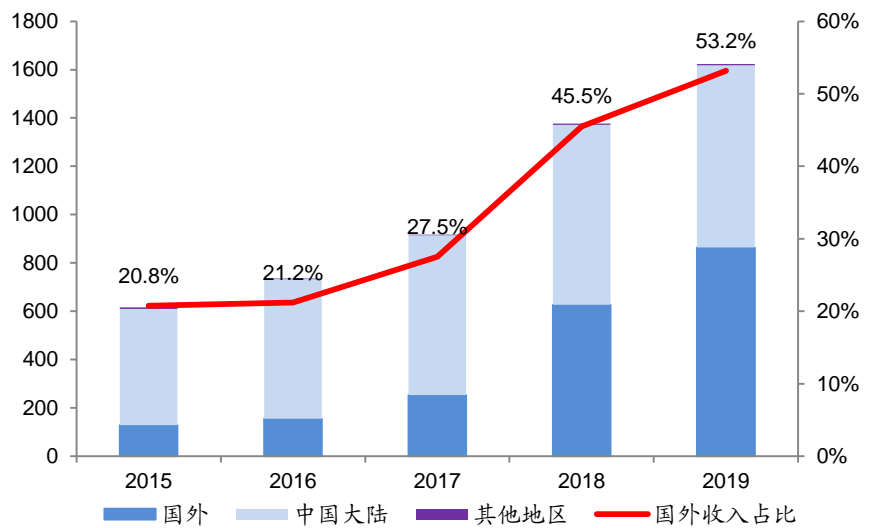
图 14: 公司部分汽车品牌合作伙伴



资料来源：公司官网、国海证券研究所

从客户结构来看，随着公司“国际化”战略不断拓展，海外市场营收占比不断提升。2019 年公司海外市场收入以 86.36 亿元首次超过国内市场收入 75.46 亿元，海外市场收入占比从 2015 年 20.8%增至 53.2%。

图 15: 2015 年~2019 年公司营收构成中, 海外占比不断提升 (百万元)



资料来源: wind, 国海证券研究所

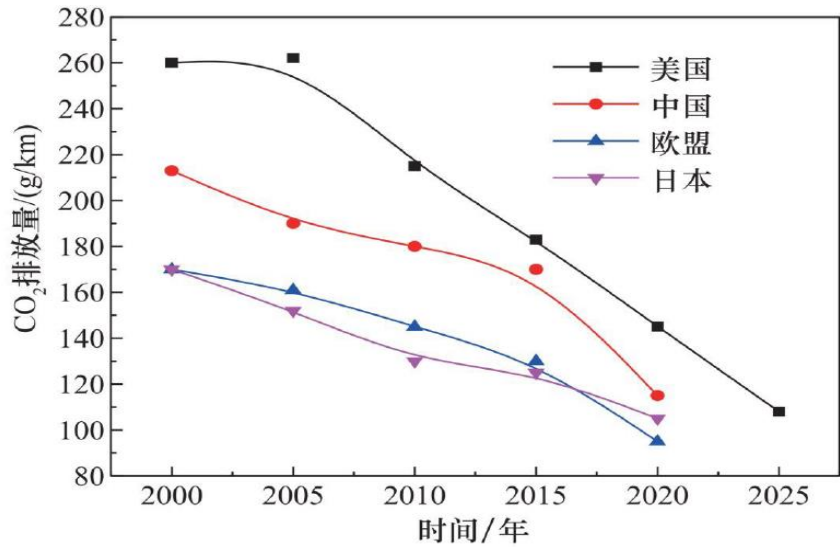
2、汽车涡轮增压器未来 5 年迎来快速发展, 年均复合增长率预计达到 12%

2.1、受节能汽车、混合动力汽车销量提升, 推动涡轮增压器渗透率由目前的 50%提升至 2025 年的 95%以上

1) 结果端: 涡轮增压技术可提高汽油发动机近 20%的燃油效率、提高柴油发动机近 40%的燃油效率。

从内燃机技术角度来看, 在二氧化碳排放控制有较大潜力可以开发, 从而促进涡轮增压器发展。随着世界范围内能源、环境问题的加剧, 发展内燃机节能和降低二氧化碳排放是汽车内燃机的迫切任务。根据盛世华研数据显示, 我国乘用车的任务是每年降低 5%的二氧化碳排放量。

图 16: 世界主要国家和地区乘用车降低 CO₂ 排放时间图



资料来源: wind, 国海证券研究所

目前汽车企业所采用“节能减排”技术主要包括整车轻量化、高效内燃机、涡轮增压技术和自动变速器、混合动力、电子控制技术等,其中涡轮增压技术被普遍认为是更经济有效的“节能减排”技术。涡轮增压主要作用为提高发动机进气量,从而提高发动机功率和扭矩,涡轮增压技术可提高汽油发动机近 20%的燃油效率、提高柴油发动机近 40%的燃油效率。

2) 政策端:《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》中,明确 2035 年节能汽车与新能源汽车年销售量各占 50%。推动涡轮增压器渗透率快速提升。此外,插电式混合动力所需涡轮增压器改造需求也将大幅增长。

2020 年 10 月 27 日,由工业和信息化部指导、中国汽车工程学会发布了《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》,技术路线图 2.0 进一步研究确认了全球汽车技术“低碳化、信息化、智能化”发展方向。在减排方面,提出我国汽车产业碳排放将于 2028 年左右先于国家碳减排提前达峰,至 2035 年,碳排放总量较峰值下降 20%以上。

表 3:《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》明确了 2025/2030 及 2035 年的降油耗目标

| | 2025 年 | 2030 年 | 2035 年 |
|------|---|---|--|
| 乘用车 | 新车油耗达到 4.6L/100km (WLTC) | 新车油耗达到 3.2L/100km (WLTC) | 新车油耗达到 2.0L/100km (WLTC) |
| 商用车 | 货车油耗较 2019 年降低 8%以上; 客车油耗较 2019 年降低 10%以上 | 货车油耗较 2019 年降低 15%以上; 客车油耗较 2019 年降低 10%以上 | 货车油耗较 2019 年降低 15%以上; 客车油耗较 2019 年降低 20%以上 |
| 节能汽车 | 传统能源乘用车新车平均油耗 5.6L/100km (WLTC); 混动新车占传统能源乘用车的 50%以上 | 传统能源乘用车新车平均油耗 4.8L/100km (WLTC); 混动新车占传统能源乘用车的 75%以上 | 传统能源乘用车新车平均油耗 4L/100km (WLTC); 混动新车占传统能源乘用车的 100%以上 |

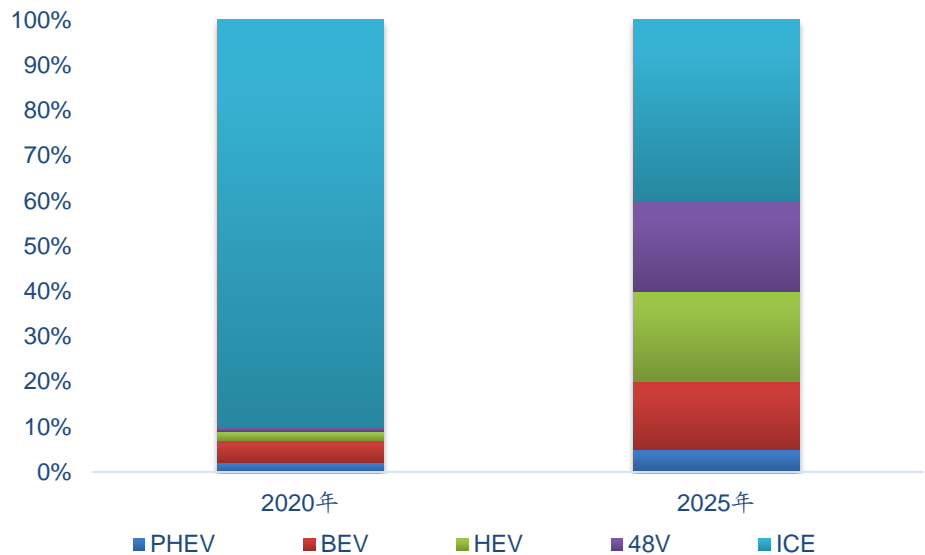
| | | | |
|--------|--|--|---|
| 新能源汽车 | 新能源汽车占总销量 20%左右 | 新能源汽车占总销量 40%左右 | 新能源汽车占总销量 50%以上 |
| | 氢燃料电池汽车保有量达到 10 万辆左右 | 氢燃料电池汽车保有量达到 100 万辆左右 | |
| 智能网联汽车 | PA/CA 级智能网联汽车占汽车年销量的 50%以上, HA 级汽车开始进入市场, C-V2X 终端新车装备率达 50% | PA/CA 级智能网联汽车占汽车年销量的 70%, HA 级超过 20%, C-V2X 终端装配基本普及 | 各类网联式高度自动驾驶车辆广泛运行于中国广大地区, 中国方案智能网联汽车与智慧能源、智能交通、智慧城市深度融合 |

资料来源: 节能与新能源汽车技术路线图 2.0, 国海证券研究所

3) 假设 2025 年乘用车销量 2600 万辆 (包括 2000 万辆节能汽车、600 万辆新能源汽车), 假设节能汽车装配涡轮增压器的比例为 100%, 那么 2020 年装配涡轮增压的汽车约 2000 万, 相比 2019 年市场容量增加一倍。

根据缘满财经 2020 年 11 月数据显示, 2019 年国内狭义乘用车销售量为 2069.76 万辆, 其中装配涡轮增压器的汽车销售约 1000 万辆, 占总销售比重为 48.31%。2025 年, 根据《新能源汽车产业发展规划 (2021—2035 年)》规划, 所有混动车型 100% 安装涡轮增压器, 按照狭义乘用车销售量预计 2500 万辆汽车测算: 装配涡轮增压器的汽车 (含 PHEV、HEV HEV、48V、ICE) 每年预计约 2000 万辆, 占总销售比重约 80%, 预计新增 1000 万辆。

图 17: 2025 年汽车销量结构中, 节能及新能源汽车销量占比将达到 50%



资料来源: Wind, 公司公告, 国海证券研究所

我们假设 2019~2025 年插电混合动力汽车年均复合增长率为 60.8%, 那么, 2025 年插电混合动力汽车销量预计在 387.3 万台。插电式混合动力汽车需要使用燃油时, 涡轮增压器壳较低排放提供较大动力, 进而提升燃油使用场景的驾驶体验。插电式混合动力汽车涡轮增压器渗透率高达 95%, 日常保养费用低, 消费者有充分动力选购。

2.2、行业竞争格局寡头化，发展大浪潮下公司最为受益

1) 涡轮增压器前 5 大厂商占据 70%以上市场份额。下游涡轮增压器制造商规模化发展将有力推动上游增压器零部件企业的规模化发展。

目前，全球涡轮增压器市场已经形成寡头竞争的市场格局，年产量排名前五的涡轮增压器制造商盖瑞特、博格华纳、三菱重工、石川岛以及博世马勒占据全球 70%以上的市场份额，竞争优势明显。下游涡轮增压器制造商规模化发展将有力推动上游增压器零部件企业的规模化发展。

2) 公司具备产品、设备、客户、研发能力、产能等显著优势，将充分受益行业发展大浪潮。

✓公司产品品种多，质量佳：公司约有涡轮壳 296 种，中间壳 611 种，新能源 30 种，其他 96 种，年研发能力 600 种。产品具有高精度，耐高温，高清洁度等特点。

图 18: 公司产品品种多



资料来源：公司招股说明书、国海证券研究所

✓公司自动化、智能化生产水平高，精细化管理提升质量管理水平：公司具有众多顶尖自动化智能化生产设备和生产线，在铸造、加工、检测等生产流程中智能监控中心随时监控，做好质量管理。科华控股的 PPM（每百万件废品率）为 80，低于行业水平 200。

图 19: 公司部分顶尖自动化设备



资料来源: 科华控股、国海证券研究所

图 20: 公司自动化、智能化生产线



资料来源: 科华控股、国海证券研究所

此外, 公司还具备稳定的优质客户群, 汽车品牌覆盖广的优势, 产品覆盖全球约 70%~80% 汽车品牌, 覆盖中国约 90% 汽车品牌。在产能规划方面, 公司目前已是全球上市公司产能第一位零部件, 后续随着定增项目后新产能的增加, 将进一步夯实公司龙头地位。公司现有产能 1175 万件/年为全球上市企业第一, 定增项目达产后预计新增收入 16.05 亿元, 新增净利 2.18 亿元, 预计三年时间产能以 30%, 70%, 100% 的爬坡速度实现产能全部释放, 至 2022 年新增产能 945 万

图 21: 公司总部余桥厂区示图



公司总部——余桥厂区

资料来源: 科华控股、国海证券研究所



中关村厂区

图 22: 本次拟定增投资新厂区图示



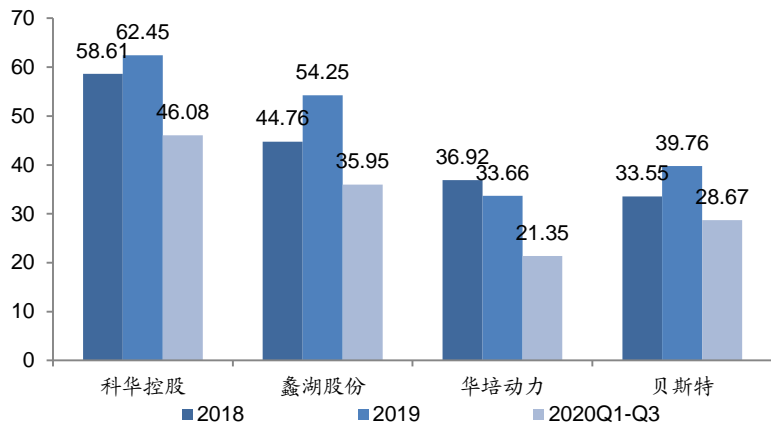
定增投资项目——南厂区

资料来源: 科华控股、国海证券研究所

3) 与同行业其他公司相比, 公司在研发投入、费用率管控方面优势显著, 龙头地位进一步突出。

相比同行业其他公司, 公司研发投入大, 自主研发能力强。2018~2020 年前三季度, 公司研发投入金额分别为 58.61/62.45/46.08 百万元, 研发投入显著高于同行业其他公司。在研发成果方面, 公司自有专利技术多, 截止 2020 年 11 月, 公司具有专利数 98 种, 自主研发实力强。

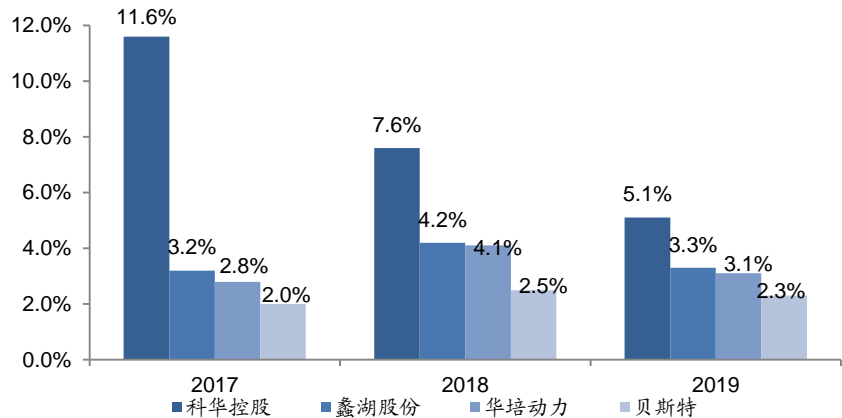
图 23: 公司研发投入高于同行业其他公司 (百万元)



资料来源: Wind、国海证券研究所

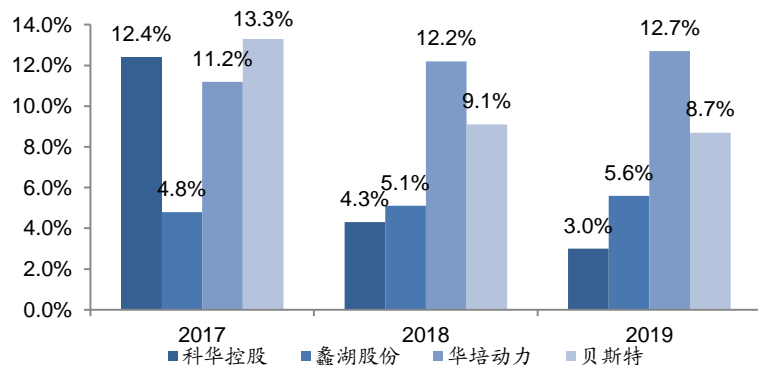
在费用支出方面,公司销售费用率、管理费用率近三年大幅改善,销售费用率处于行业较高水平,管理费用率处于行业较低水平。公司销售费用率从2017年11.6%降至2019年5.1%,但仍高于行业水平。管理费用率从2017年12.4%降至2019年3%,总体低于行业水平。

图 24: 2017~2019 年公司销售费用率逐年改善



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 25: 2017~2019 年公司管理费用率低于行业



资料来源: wind, 国海证券研究所

3、乘新能源发展大浪潮，电机零件等新产品带来新增长

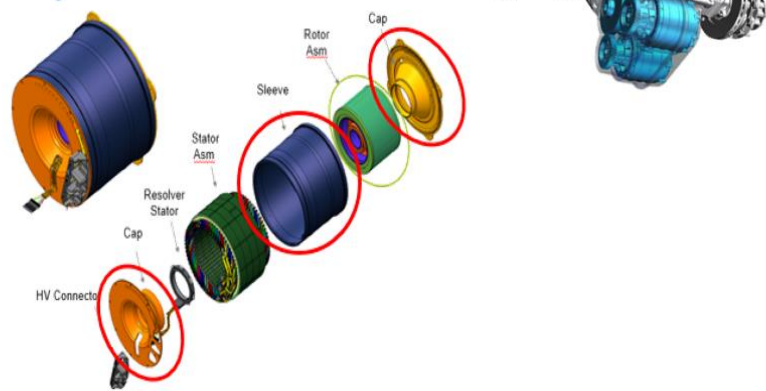
2021年1月5日，公司发布新能源汽车新产品发布会，在纯电动车型方面，产品主要包括新能源汽车电机零部件（以 HVH250 电机为例，公司目前已量产相关盖帽、封套、连接器等产品）。在混合动力汽车方面，公司凭借传统产品龙头地位，涡壳、中间壳等产品已配套宝马、奥迪、理想、比亚迪、标致等车型，客户覆盖豪华品牌及部分主流合资、自主品牌。

图 26: 公司配套新能源汽车电机部件，新产品展示

客户：博格华纳汽车零部件（武汉）有限公司

搭载车型案例：奔驰新能源车

HVH 250 电机零部件



资料来源：科华控股、国海证券研究所

表 4: 公司在插电混合动力的产品已积累大量优质客户

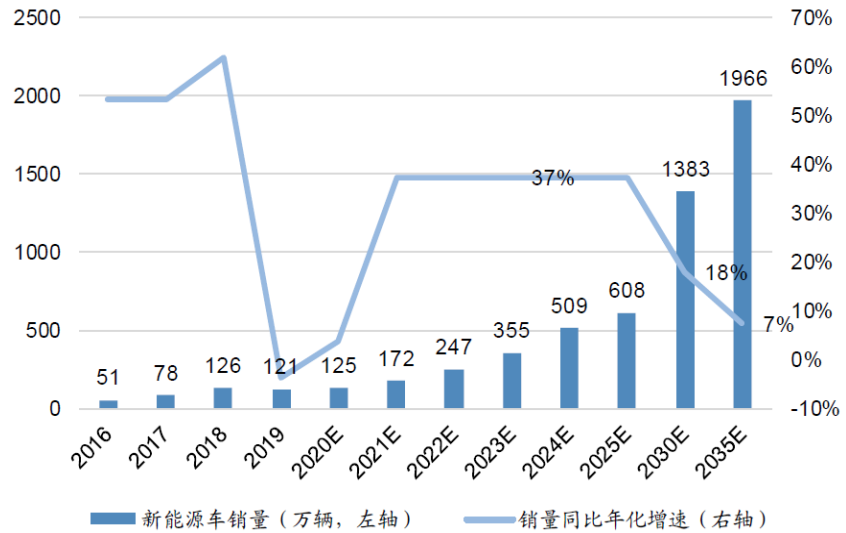
| 序号 | 主机厂 | 项目号 | 产品名称 | 配套车型 |
|----|-----|------------|--------|-----------------------------------|
| 1 | 宝马 | BMW 2.0T | 涡壳 | 宝马 5 系 |
| 2 | 奥迪 | Audi 2.0T | 涡壳 | 奥迪 A6L |
| 3 | 理想 | 理想 1.2T | 中间壳 | 理想 ONE |
| 4 | 比亚迪 | BYD 1.5T | 涡壳 | 秦、宋、宋 MAX |
| 5 | 比亚迪 | BYD 2.0T | 涡壳 | 汉、唐、腾势 X |
| 6 | 标致 | PSA 1.6T | 中间壳 | 标致 4008、标致 508L、天逸 |
| 7 | 吉利 | GEELY 1.5T | 涡壳、中间壳 | 领克 01、02、03、06、缤越、博瑞 GE、帝豪 GL、嘉际等 |
| 8 | 长安 | 长安 1.5T | 涡壳 | 长安 CS75 |
| 9 | 长城 | GW 2.0T | 涡壳、中间壳 | 魏派 VV7 |

资料来源：公司资料，国海证券研究所

根据 2020 年 10 月工信部和中国汽车工程学会编制的《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》和 11 月国务院办公厅发布的《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》，根据指引目标，2025 年新能源汽车占总销量的 20%，2030

年占比 30%，2035 年占比 50%。假设 2020-2025 年间汽车销量年化增长率为 4%，2025-2035 年间汽车销量年增长 2.6%，则 2025 年/2030 年/2035 年汽车销量分别为 3042 万辆/3458 万辆/3932 万辆，新能源汽车销量 2020-2025 年、2025-2030 年、2030-2035 年间的年化增长率为 37%、18%、7%。

图 27: 预计 2025 年新能源汽车销量达到 608 万辆，年化增长率为 37%，公司新产品放量可期



资料来源：中汽协，国海证券研究所

此外，在氢能源燃料电池汽车领域，公司在 2019 年 10 月 29 日成立科华动力科技有限公司，重点聚焦于氢燃料电池配套的空压机部件，尤其是重卡用燃料电池系统的关键零部件的研发、生产和销售。目前处于新品研发阶段。

4、盈利预测与评级

未来汽车销量结构不断优化，节能汽车、混合动力汽车销量提升，推动涡轮增压器渗透率由目前的 50% 提升至 2025 年的 95% 以上，未来 5 年迎来快速发展，年均复合增长率预计达到 12%。假设 2025 年乘用车销量 2500 万辆，装配涡轮增压的汽车约 2000 万，相比 2019 年市场容量增加一倍，相应地，带动其上游配套零部件迎来快速放量及发展。

根据公司 2021 年 1 月 13 日业绩预告，预计 2020 年年度实现归属于上市公司股东的净利润为 2,019.06 万元至 2,910.80 万元，同比减少 64.69% 至 75.51%。基于审慎性，暂不考虑本次非公开发行后的并表，我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 18.3 亿元、22.21 亿元、28.93 亿元，同比增速分别为 13%/21%/30%，净利润分别为 0.3 亿元、1.38 亿元、2.6 亿元，对应 2020~2022 年 EPS 分别为 0.14 元、0.66 元和 1.24 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 5: 公司 2019~2022E 收入及利润盈利预测

| 预测指标 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-------|-------|--------|--------|
| 主营收入 (百万元) | 1623 | 1830 | 2221 | 2893 |
| 增长率 (%) | 18% | 13% | 21% | 30% |
| 净利润 (百万元) | 82 | 30 | 138 | 260 |
| 增长率 (%) | -21% | -63% | 357% | 88% |
| 摊薄每股收益 (元) | 0.62 | 0.14 | 0.66 | 1.24 |
| ROE (%) | 6.40% | 2.38% | 11.52% | 24.30% |

资料来源: Wind, 国海证券研究所

5、风险提示

1) 新能源汽车现已全球加速推进, 并且呈现出未来主流化趋势, 因此会带来燃油车销量的下滑, 从而对涡轮增压器产品需求的减少。与传统以石化燃料为动力的汽车不同, 新能源汽车不再配置传统的发动机。虽然现阶段新能源汽车产业的生产技术、生产成本、配套设施建设等方面还存在提升空间, 但随着产业发展和关键技术的突破, 新能源汽车产业在未来一段时间后很有可能在汽车市场中占有重要一席, 而挤压涡轮增压汽车市场空间的风险。

2) 海外出口业务受汇率、贸易保护等不确定性风险。近几年公司海外出口体量不断增大, 2016~2019 年海外收入分别为 1.56 亿元、2.52 亿元、6.26 亿元及 8.64 亿元, 2019 年海外收入占公司营收比重为 54%, 海外市场已成为公司主要业务领域。国际业务可能面临国际运营、汇率变动、技术壁垒、贸易保护、文化冲突等海外投资风险。

3) 公司非公开增发实施进程中的不确定性, 新增产能释放不及预期的风险。公司 2020 年 8 月 8 日发布非公开发行 A 股股票预案, 并于 12 月 22 日获得中国证监会核准批文, 目前正处于非公开发行推进过程中, 如若非公开发行中出现不确定性, 会带来项目推进的不确定性, 从而对公司经营及业绩带来影响。

附表：科华控股盈利预测表（暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响）

| 证券代码: | 603161.SH | | | | 股价: | 15.97 | 投资评级: | 买入 | 日期: | 2021-01-14 |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| 财务指标 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 每股指标与估值 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | |
| ROE | 6% | 2% | 12% | 24% | EPS | 0.62 | 0.14 | 0.66 | 1.24 | |
| 毛利率 | 17% | 14% | 19% | 23% | BVPS | 9.65 | 6.06 | 5.72 | 5.09 | |
| 期间费率 | 13% | 12% | 12% | 13% | 估值 | | | | | |
| 销售净利率 | 5% | 2% | 6% | 9% | P/E | 30.59 | 131.19 | 28.68 | 15.29 | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 1.96 | 3.12 | 3.30 | 3.72 | |
| 收入增长率 | 18% | 13% | 21% | 30% | P/S | 1.55 | 2.17 | 1.79 | 1.37 | |
| 利润增长率 | -21% | -63% | 357% | 88% | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 总资产周转率 | 0.48 | 0.52 | 0.63 | 0.80 | 营业收入 | 1623 | 1830 | 2221 | 2893 | |
| 应收账款周转率 | 1.89 | 1.89 | 1.89 | 1.89 | 营业成本 | 1345 | 1575 | 1801 | 2236 | |
| 存货周转率 | 2.97 | 2.97 | 2.97 | 2.97 | 营业税金及附加 | 9 | 10 | 12 | 16 | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 59 | 62 | 73 | 107 | |
| 资产负债率 | 62% | 64% | 66% | 70% | 管理费用 | 108 | 115 | 147 | 208 | |
| 流动比 | 1.03 | 0.98 | 0.91 | 0.82 | 财务费用 | 32 | 33 | 33 | 36 | |
| 速动比 | 0.74 | 0.66 | 0.56 | 0.44 | 其他费用/(-收入) | 1 | 0 | 0 | 0 | |
| 资产负债表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 营业利润 | 93 | 34 | 154 | 290 | |
| 现金及现金等价物 | 243 | 90 | (228) | (730) | 营业外净收支 | (1) | 0 | 0 | 0 | |
| 应收款项 | 861 | 970 | 1177 | 1534 | 利润总额 | 92 | 34 | 154 | 290 | |
| 存货净额 | 452 | 533 | 610 | 757 | 所得税费用 | 10 | 4 | 16 | 30 | |
| 其他流动资产 | 41 | 46 | 54 | 69 | 净利润 | 82 | 30 | 138 | 260 | |
| 流动资产合计 | 1597 | 1633 | 1607 | 1624 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 固定资产 | 1300 | 1365 | 1427 | 1486 | 归属于母公司净利润 | 82 | 30 | 138 | 260 | |
| 在建工程 | 282 | 282 | 282 | 282 | 现金流量表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 无形资产及其他 | 107 | 107 | 109 | 111 | 经营活动现金流 | 347 | 27 | 34 | 34 | |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 82 | 30 | 138 | 260 | |
| 资产总计 | 3391 | 3491 | 3529 | 3607 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 短期借款 | 407 | 407 | 407 | 407 | 折旧摊销 | 132 | 76 | 79 | 82 | |
| 应付款项 | 646 | 762 | 871 | 1082 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 预收帐款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运资金变动 | 132 | (310) | (402) | (729) | |
| 其他流动负债 | 493 | 493 | 493 | 493 | 投资活动现金流 | (408) | (65) | (62) | (59) | |
| 流动负债合计 | 1547 | 1663 | 1772 | 1983 | 资本支出 | (196) | (65) | (62) | (59) | |
| 长期借款及应付债券 | 335 | 335 | 335 | 335 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他长期负债 | 221 | 221 | 221 | 221 | 其他 | (212) | 0 | 0 | 0 | |
| 长期负债合计 | 556 | 556 | 556 | 556 | 筹资活动现金流 | (92) | (46) | (209) | (393) | |
| 负债合计 | 2103 | 2219 | 2328 | 2539 | 债务融资 | 21 | 0 | 0 | 0 | |
| 股本 | 133 | 210 | 210 | 210 | 权益融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 股东权益 | 1287 | 1272 | 1201 | 1068 | 其它 | (113) | (46) | (209) | (393) | |
| 负债和股东权益总计 | 3391 | 3491 | 3529 | 3607 | 现金净增加额 | (154) | (84) | (237) | (417) | |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【汽车组介绍】

【环保组介绍】

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3年多元化央企战略研究与分析经验，2016年进入国海证券，从事社服、环保行业及上市公司研究。

石金漫，石金漫，香港理工大学理学硕士、工学学士。5年汽车、电力设备新能源行业研究经验。曾供职于国泰君安证券研究所，2016~2019年多次新财富、水晶球、II上榜核心组员。2020年5月加入国海证券研究所，目前主要负责汽车行业小组研究。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，3年证券行业经验，2016年进入国海证券，从事计算机与环保行业上市公司研究。

【分析师承诺】

赵越、石金漫，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，以勤勉的职业态度，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。