

中信证券研究部



陈俊斌
首席制造产业
分析师
S1010512070001



尹欣驰
汽车分析师
S1010519040002



李景涛
汽车分析师
S1010520120003



联系人：李子俊

核心观点

重型柴油车（3.5t 以上柴油货车，覆盖全部重卡和 80% 的中轻卡）将于明年 7 月 1 日全面开始实施国六 a 阶段排放标准预计尾气再循环（EGR）将成为轻型柴油发动机的主流技术路线，市场迎来 4 倍扩容。隆盛科技是轻型柴油机领域 EGR 龙头企业，预计在轻卡领域国六阶段市场份额将达到 60%，坐享行业腾飞。此外，公司布局新能源汽车电机的马达铁芯，间接配套蔚来 ES6，并即将开始配套大众 MEB、日产等主流客户；天然气喷射系统绑定博世，有望配套潍柴、康明斯等头部企业。预计公司 2020/21/22 年归母净利润分别为 0.47/1.21/2.33 亿元，同比+56%/+157%/+93%，对应 EPS 预测分别为 0.32/0.84/1.61 元，当前股价对应 2020/21/22 年 94/36/19 倍 PE。首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 42 元。

■ 尾气再循环（EGR）行业龙头，新能源业务蓄势待发。公司是尾气再循环（EGR）行业龙头企业，市占率位于全国第一。但国五阶段，主流重型车并不使用 EGR 技术路线，导致公司在 2017 年三季度国五执行开始经历了较长的业绩蛰伏期。中国 3.5t 以上柴油货车将于 2021 年 7 月 1 日全面开始实施国六 a 阶段排放标准，尾气处理技术将从国五阶段的 SCR 路线升级为 EGR+DOC+DPF+SCR+ASC 路线。EGR 技术路线在国六阶段将重回主流路线，预计轻型柴油发动机 EGR 市场迎来 4 倍的空间扩容。隆盛科技是轻型柴油机领域 EGR 龙头企业，预计在轻卡领域国六阶段市场份额将达到 60% 盈利能力有望快速恢复。公司 EGR 业务毛利率曾达 34%，我们预计 2020/21/22 年其 EGR 业务毛利率有望逐步恢复至 27%/32%/34%。

■ 新能源业务快速发展，微研精密潜力可期。马达铁芯是新能源汽车电机的重要部件，由定子和转子构成，一般由 0.25~0.35 毫米厚，表面涂有绝缘漆的环状冲片槽的硅钢片冲制、叠压、激光焊接而成。马达铁芯的单机价值量约 400 元，我们预计 2025 国内市场空间将达 30 亿元。隆盛科技依托子公司微研精密的精密冲压技术，在高端马达铁芯市场具有领先的制造能力，目前已经通过 tier-2 身份供货蔚来 ES6，我们预计今年出货量已达到 10 万套。我们预计，隆盛科技明年有望为日产、大众（MEB 平台）等车企开启配套，并有可能继续进入其他新能源车企的供应链。

■ 牵手博世，锁定新一代天然气喷射系统的代工。中国天然气重卡市场份额目前仅有 9%，未来 3-4 年有望提升至 30%。公司联手博世开发的针对重卡发动机的大流量天然气喷射系统性能显著优于行业现有的低流量方案，预计将在未来中国天然气发动机市场夺取较大市场份额，有望复制博世汽柴在柴油机高压共轨系统内的行业地位（95% 的垄断级存在）。隆盛科技与行业龙头博世深度绑定，直接为博世提供系统代工，目前已经通过博世生产件批准程序（PPAP）审核通过，生产在即。公司新一代产品有望明年进入潍柴、康明斯等头部发动机企业配套体系，迎来快速增长。

■ 风险因素：商用车销量大幅下滑，国六标准推迟实施，国六技术路线大幅度变化，新能源汽车销量不及预期，公司产品市占率不及预期，公司新产品开拓不及预期等。

隆盛科技 300680

评级	买入（首次）
当前价	30.39 元
目标价	42 元
总股本	144 百万股
流通股本	127 百万股
52 周最高/最低价	31.47/12.31 元
近 1 月绝对涨幅	7.58%
近 6 月绝对涨幅	5.34%
近 12 月绝对涨幅	86.61%

■ **投资建议：**公司是轻型柴油机 EGR 龙头，国六阶段 EGR 成为尾气处理主流路线后，收入端有望迎来爆发式增长。此外，新能源电机马达铁芯项目和天然气喷射系统有望继续助力公司增厚业绩，扩张公司能力边界。预计公司 2020/21/22 年归母净利润分别为 0.47/1.21/2.33 亿元，同比+56%/+157%/+93%，对应 EPS 预测分别为 0.32/0.84/1.61 元，当前股价对应 2020/21/22 年 94/36/19 倍 PE。首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 42 元（对应 2021 年约 50 倍 PE）。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	226.56	406.55	541.18	1,026.98	1,574.35
营业收入增长率	51%	79%	33%	90%	53%
净利润(百万元)	3.83	30.04	46.84	120.54	232.75
净利润增长率	-79%	685%	56%	157%	93%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.05	0.40	0.32	0.84	1.61
毛利率%	29%	29%	27%	31%	34%
净资产收益率 ROE%	0.73%	5.49%	7.99%	17.33%	25.92%
每股净资产（元）	7.06	7.36	7.89	9.36	12.08
PE	608	76	94	36	19
PB	4	4	4	3	3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 12 月 9 日收盘价

目录

公司简介：EGR 行业龙头，国六排放升级的隐形冠军	1
EGR 在国六阶段重回主流路线，行业有望迎来爆发	4
重型车国六执行临近，尾气处理技术面临升级	4
EGR：国六标准下将重回主流路线，预计市场空间将扩张近 4 倍	6
公司 EGR 市占率高，国六阶段或将快速放量	7
新能源业务快速发展，微研精密潜力可期	9
马达铁芯：新能源浪潮来临，进入发展快车道	9
天然气喷射系统：性能优势显著，绑定行业龙头博世	11
微研精密：精密制造技术先进，成长潜力可期	12
风险因素	13
盈利预测与估值评级	14
关键假设	14
盈利预测与估值评级	15

插图目录

图 1：隆盛科技发展历程.....	2
图 2：2015-2019 年公司研发费用与费用率.....	3
图 3：2015-2019 年公司资产负债率.....	3
图 4：2015-2019 年公司经营活动现金流与自由现金流.....	3
图 5：2015-2019 年公司整体毛利率与 EGR 板块毛利率.....	3
图 6：国六柴油车尾气后处理系统示意图.....	5
图 7：EGR 工作原理.....	6
图 8：EGR 主要零部件构成.....	6
图 9：公司 EGR 配套客户.....	8
图 10：隆盛科技 EGR 销量（万套）及市场占有率.....	8
图 11：马达铁芯定子转子产品示意图.....	9
图 12：电动机结构示意图.....	9
图 13：国内新能源汽车销量及预测.....	10
图 14：公司马达铁芯主要配套客户.....	10
图 15：LNG 与柴油市场价（元/吨）.....	11
图 16：微研精密先进制造设备.....	13
图 17：微研精密收入与净利润（单位：百万元）.....	13

表格目录

表 1：公司主要产品介绍.....	1
表 2：国五与国六排放后处理主要技术路线对比.....	5
表 3：各主要后处理技术简介.....	5
表 4：EGR 在不同阶段标准下的渗透率.....	7
表 5：我国新能源汽车政策文件及销量目标.....	9
表 6：公司业务关键假设.....	14
表 7：隆盛科技盈利预测表.....	15
表 8：可比公司估值水平.....	16

■ 公司简介：EGR 行业龙头，国六排放升级的隐形冠军

公司是 EGR 行业龙头企业。隆盛科技位于江苏省无锡市，成立于 2004 年，是国家高新技术企业、国家火炬计划重点高新技术企业、中国内燃机零部件行业排头兵企业、中国内燃机工业协会内燃机排放后处理专业委员会理事长单位。公司‘LS’系列发动机废气再循环系统（以下简称 EGR）荣获中国机械工业科学技术奖二等奖，公司主导制定了柴油发动机废气再循环气、电动 EGR 阀、真空调节器以及氮氧传感器四项行业标准，是国内 EGR 行业龙头公司。

公司当前主要产品包括 EGR 系统产品、新能源产品及精密零件产品。EGR 系统产品包括 EGR 阀、电子节气门、控制单元（ECU）、传感器、EGR 冷却器等。新能源产品包括高端驱动马达铁芯（定子转子）以及重卡天然气喷射系统等。全资子公司微研精密主要产品涉及汽车、消费电子、通讯等多个领域，定位于高端精密零部件国产化。

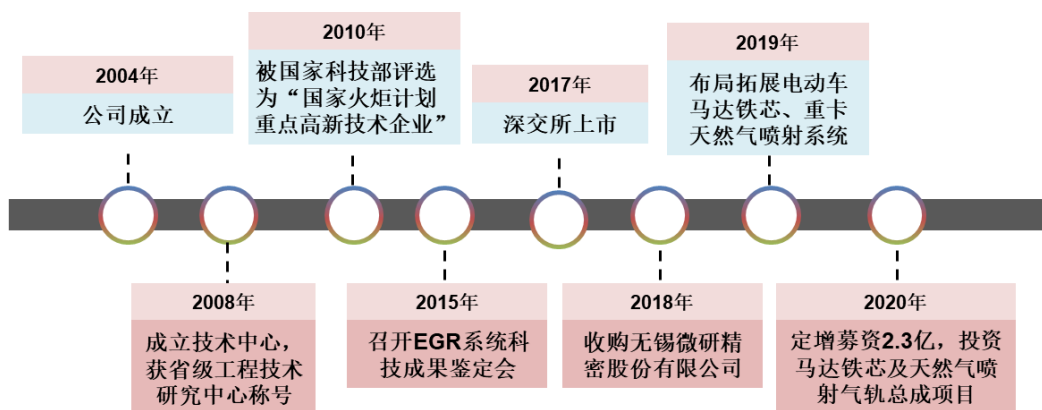
表 1：公司主要产品介绍

EGR 系统 (用于柴油、汽油发动机)	EGR 阀	EGR 阀是发电机尾气再循环系统中控制废气回流量的执行元件。根据装载发动机类别和工作目的不同，可分为柴油 EGR 阀和汽油 EGR 阀。	
	EGR 冷却器	EGR 冷却器的主要功能是在 EGR 系统中冷却经排气系统回流的废气，使 EGR 系统降低大气污染物氮氧化物 (NOx) 的能力提高。	
	电子节气门	主要功能是使得节气门开度得到精确控制，提高燃油经济性，减少排放。同时，实现怠速控制、巡航控制和车辆稳定控制等的集成，简化控制系统结构。	
新能源产品	马达铁芯 (电机定子、转子)	马达铁芯是新能源汽车电机必不可少的核心部件。马达铁芯主要由定子和转子两部分组成，用来实现电能与机械能之间的转换。	
	天然气喷射系统	天然气汽车燃气系统的重要构成部件，用于控制燃气喷射量和混合气比例，保证发动机在电控单元控制的空燃比下运行。	
精密零件产品	汽车零部件、电子零部件等	主要生产高精度冲压件，汽车部件包括电机系统部件，电子控制单元部件，减震系统部件，ABS 系统部件等，电子零部件包括高精度插入成型件，高速精密冲压件等	

资料来源：隆盛科技招股说明书，公司官网，微研精密官网，中信证券研究部

EGR 主业扎实，马达铁芯+天然气喷射系统布局完善。2004 年成立以来，公司聚焦节能减排领域，为下游客户提供符合柴油、汽油机动车等的 EGR 方案。2008 年公司成立技术中心，获省级工程技术研究中心称号。2010 年到 2013 年间，先后被内燃机工业协会和国家科技部评选为“中国内燃机零部件行业排头兵企业”、“国家火炬计划重点高新技术企业”。2018 年 9 月，公司完成对无锡微研精密冲压件股份有限公司的全资收购，通过微研精密获得高端冲压精密零部件加工能力。2019 年，公司在新能源、燃料替代领域进行了大量布局和拓展，新能源汽车马达铁芯项目已经量产，目前配套蔚来 ES6，后期有望拓展大众 MEB 平台及日产；针对的重卡天然气喷射系统项目已经获得博世生产件批准程序（PPAP）审核通过，后续有望通过博世配套潍柴发动机。

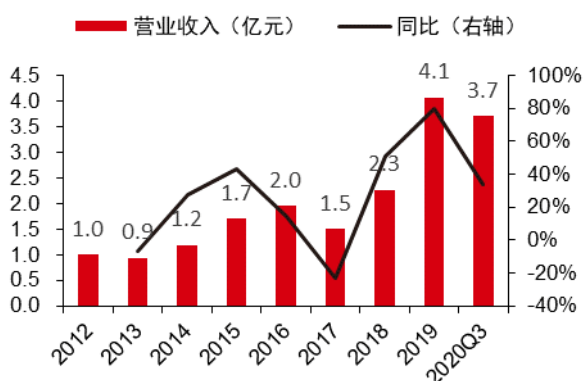
图 1：隆盛科技发展历程



资料来源：公司官网、年报、招股说明书，中信证券研究部

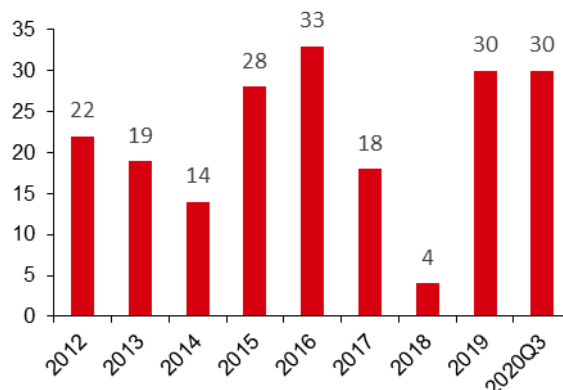
2019 年公司实现营业收入 4.07 亿元，同比+79.4%；实现归母净利润 0.30 亿元，同比+684.9%。公司上市后的 2017 及 2018 年公司净利润下滑幅度较大，主要由于柴油车由国四排放升级为国五后，排放技术路线由 EGR+DOC/POC 切换为 SCR 路线，EGR 系统在终端的装配比例大幅减少所导致。2019 年公司收入与利润显著回升，主要由于公司主营业务有所回暖以及子公司微研精密的并表。

图 3：公司营业收入及同比



资料来源：公司年报、招股说明书，中信证券研究部

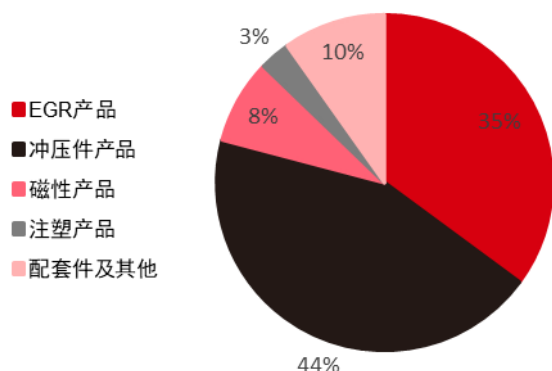
图 4：公司归母净利润（百万元）



资料来源：公司年报、招股说明书，中信证券研究部

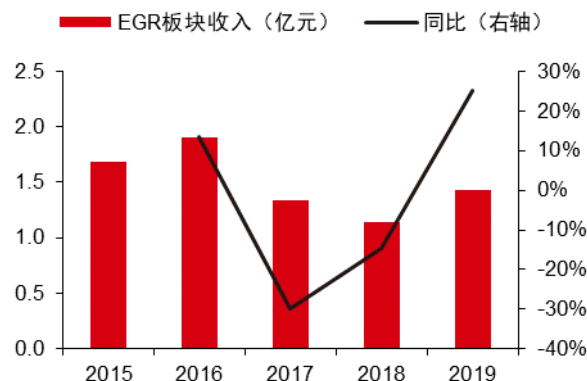
截至 2019 年，EGR 与冲压件业务是公司收入占比较高的板块。2019 年公司 EGR 产品实现营业收入 1.43 亿元，同比+25.2%，毛利率为 25.3%，占总营业收入 35.1%；冲压件产品实现营业收入 1.79 亿元，同比+178.96%，毛利率为 26.8%，占总营业收入 44.0%。但随着明年国六按计划切换、马达铁芯产品和天然气喷射系统产品如预期放量，未来公司的产品结构或将显著变化。

图 5：2019 年隆盛科技收入拆分（单位：%）



资料来源：公司年报，中信证券研究部

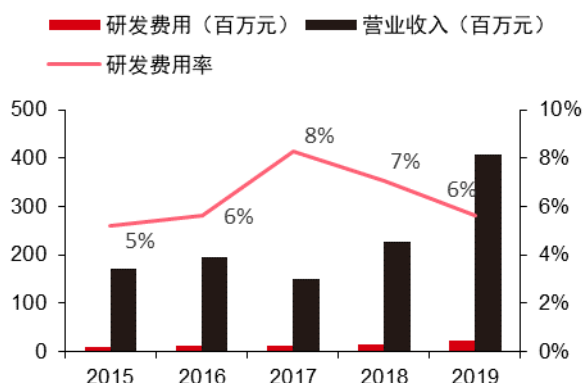
图 6：隆盛科技 EGR 产品业务收入与增速



资料来源：公司年报、招股说明书，中信证券研究部

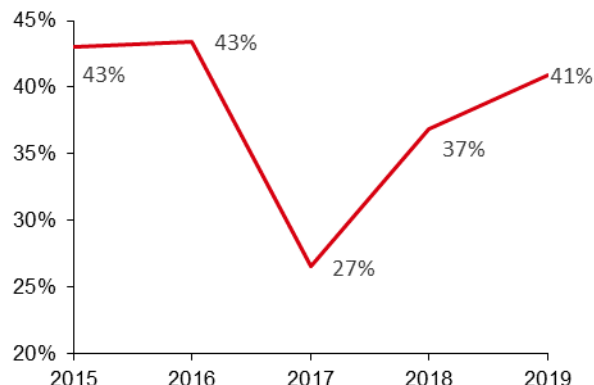
公司研发支出全部费用化，会计处理较为保守。资产负债率约 40%，处于较为合理的区间；公司经营活动现金流净额较 2017 年国五切换阶段已经出现显著好转；EGR 板块与公司整体毛利率由于国五切换有所下降，但随着国六的到来，毛利率有望回到此前高点。

图 2：2015-2019 年公司研发费用与费用率



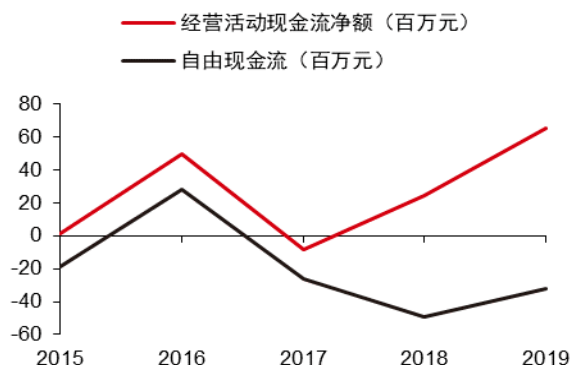
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：2015-2019 年公司资产负债率



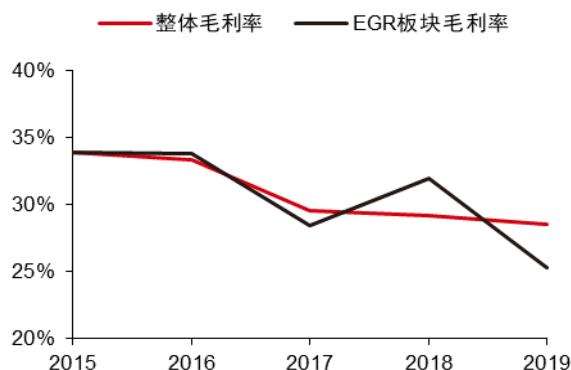
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：2015-2019 年公司经营活动现金流与自由现金流



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：2015-2019 年公司整体毛利率与 EGR 板块毛利率



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ EGR 在国六阶段重回主流路线，行业有望迎来爆发

重型车国六执行临近，尾气处理技术面临升级

国六标准分两个阶段执行，国六 a 将在 2021 年 7 月 1 日起全面实施。重型柴油车（总质量 3.5 吨以上，覆盖全部重卡和 80% 的中轻卡）自 2021 年 7 月 1 日起，所有生产、进口、销售和注册登记的车辆（指主要在城市运行的公交车、邮政车和环卫车）应符合国六 a 标准限值要求；自 2023 年 7 月 1 日起，全国范围内所有生产、进口、销售和注册登记的车辆应符合国六 b 标准限值要求。

相比国五标准，国六标准在多个指标上大幅度提高标准限值。国六 a 阶段，对氮氧化物 NOx 和 PM 颗粒的排放限值分别由国五阶段的 2000mg/kWh 和 20mg/kWh 下调至 400mg/kWh 和 10mg/kWh，并且新增了对 NH₃ 和固体悬浮微粒 PN 的排放限值；国六 b 阶段新增了 OBD 系统实时上传排放数据的要求，对 PN 排放的 PEMS 方法测试要求，并增加高海拔、PEMS 测试载荷范围等方面的要求。

表 3：重型柴油车污染物排放限值

	CO (mg/kWh)	HC (mg/kWh)	NOx (mg/kWh)	PM (mg/kWh)	NH ₃ (mg/kWh)	PN (#/kWh)
国三	2100	660	5000	100		
国四	1500	460	3500	20		
国五	1500	460	2000	20		
国六	1500	130	400	10	10	6*1011

资料来源：生态环境部，中信证券研究部

表 4：国五、国六标准实施进度

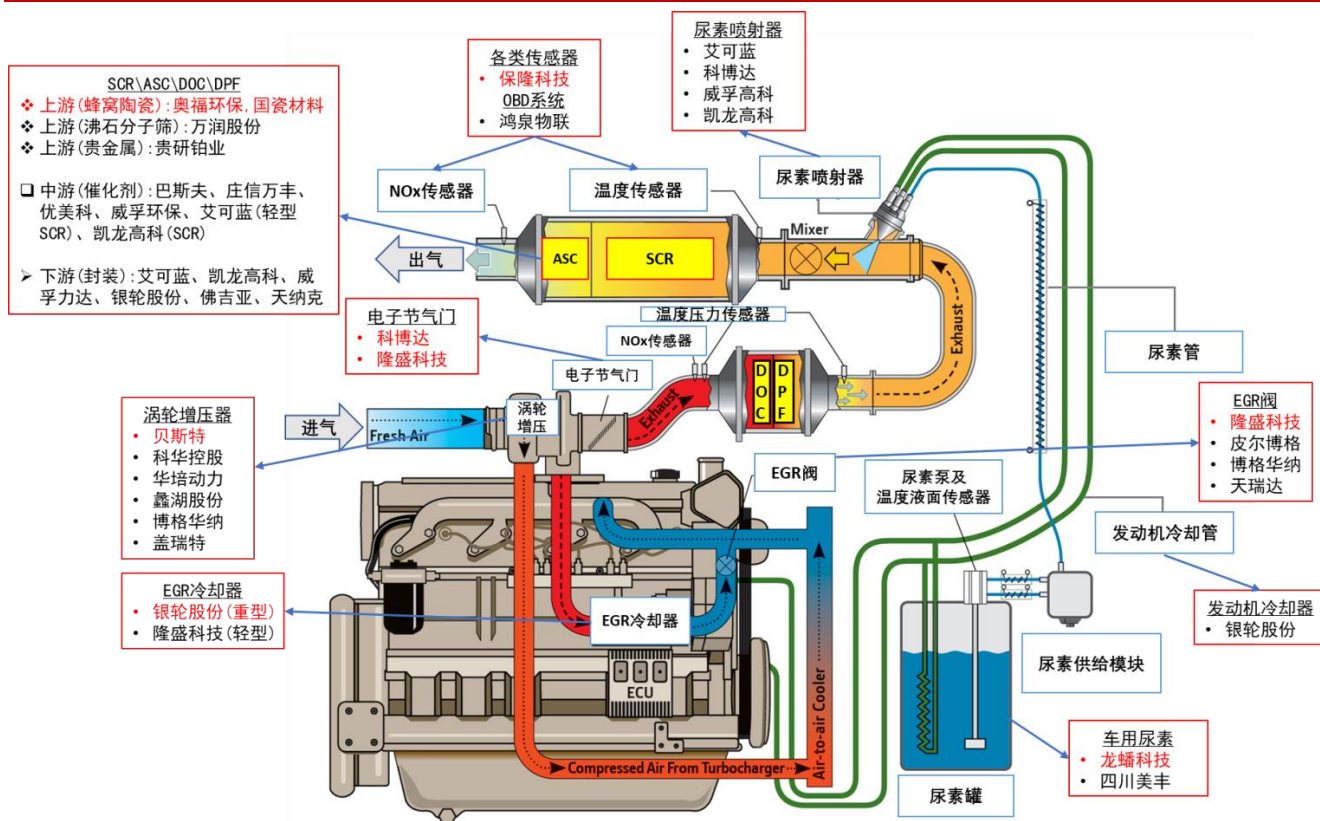
执行标准	车型分类	实施具体时间
第五阶段	轻型车	轻型汽油车 2017 年 1 月 1 日
		轻型柴油车 2018 年 1 月 1 日
	重型车	2017 年 7 月 1 日
第六阶段	轻型车	a 阶段 2020 年 7 月 1 日
		b 阶段 2023 年 7 月 1 日
	重型车	a 阶段燃气汽车 2019 年 7 月 1 日
		城市车辆 2020 年 7 月 1 日
		所有车辆 2021 年 7 月 1 日
		b 阶段燃气汽车 2021 年 1 月 1 日
		所有车辆 2023 年 7 月 1 日

资料来源：生态环境部，中信证券研究部

注：根据生态环境部文件规定，轻型汽车是指最大设计总质量不超过 3.5 吨的汽车。

国六标准下柴油重型车尾气处理呈现两条技术路线，EGR、DPF、DOC、SCR 系统都将迎来需求增量。柴油车在国五排放标准阶段仅通过加装 SCR 系统就可以满足国五的排放标准。而从国五升级国六标准则需要从多方面升级发动机尾气处理系统。各大主机厂的技术路线将从国五阶段的 SCR 路线升级成为 EGR+DOC+DPF+SCR+ASC 路线（主流）或者 DOC+DPF+高效 SCR+ASC 路线。

图 6：国六柴油车尾气后处理系统示意图



资料来源：John Deere，中信证券研究部

表 2：国五与国六排放后处理主要技术路线对比

车型种类	国五	国六	主要增量与变化
汽油车	TWC	TWC+GPF	增加了 GPF
轻型柴油机（四缸）	DOC+SCR（主流） EGR+DOC+DPF	EGR+DOC+DPF+SCR+ASC	DPF 和 EGR 是主要增量
重型柴油机（六缸及以上）	SCR（主流） EGR+DOC+DPF	EGR+DOC+DPF+SCR+ASC（EGR 路线） DOC+DPF+Hi-SCR+ASC（非 EGR 路线）	DPF、DOC、EGR 是主要增量
燃气车	稀薄燃烧+EGR+DOC（主流） 当量燃烧+EGR+TWC	增压中冷+当量燃烧+EGR+TWC	TWC、EGR 是主要增量

资料来源：中国内燃机工业协会《中国内燃机工业年鉴》，中信证券研究部

表 3：各主要后处理技术简介

系统名称	原理	处理对象	功能	缺点
EGR（废气再循环系统）	发动机排气管上的安装排气再循环装置，按照 ECU 发动机电脑的指令控制尾气节流阀，将发动机的尾气分为两路。一路进入 EGR 回发动机再次参与燃烧，一路进入涡轮增压推动涡轮后排出。	NOx	减少尾气中的氮氧化物含量，降低缸内燃烧温度。经过 EGR 进入发动机二次燃烧后排放出的尾气氮氧化物含量比单次燃烧排出的尾气降低 30%-50%左右。	柴油机加装 EGR 后动力下降
TWC（三元催化器）	三元催化剂以贵金属铂（Pt）、钯（Pd）及铑（Rh）等活性催化物质为主体，将三种有害气体催化氧化或还原为无害气体	HC、CO 和 NOx	将汽油发动机排气中的主要有害污染物如 HC、CO 和 NOx，转化成无害的 H2O、CO2 和 N2。	天然气重卡需要较多的贵金属作为催化剂，价格高昂
DOC（柴油氧化催化器）	包括催化剂载体和催化剂。载体通常由陶瓷或金属制成，通过催化剂加快化学反应。	CO、HC	将燃料不完全燃烧产生的碳氢化合物和一氧化碳，转化为无污染的	DOC 转化效率有限，无法将污染物完全氧

系统名称	原理	处理对象	功能	缺点
DPF(柴油颗粒物捕捉器)	壁流式过滤器，依靠交替封堵载体孔进出口强迫气流通过多孔壁，实现颗粒的捕集，并通过主动再生或被动再生方式将 DPF 中的颗粒物处理掉。	PM 颗粒物	水和二氧化碳。 捕捉尾气中的颗粒物，颗粒物过滤效率可达 90%以上。	化 DPF 可能产生堵塞，燃油硫含量过高可能使催化剂失效
SCR(尿素喷射系统)	在废气中喷入氨、尿素或其他含氮化合物还原剂，在 SCR 催化剂作用下使废气中的 NOx 还原成 N ₂ 和 H ₂ O。	NOx	进一步控制住尾气中的氮氧化合物含量，并检测尾气是否达标。	需要消耗尿素溶液
ASC(氨泄漏催化器)	车用尿素在还原 NOx 过程中会泄漏出来氨气，ASC 系统加装在 SCR 系统后，通过催化氧化使氨气转化为氮气，实现无害化排放。	NH ₃	防止 SCR 系统产生的氨气泄漏	

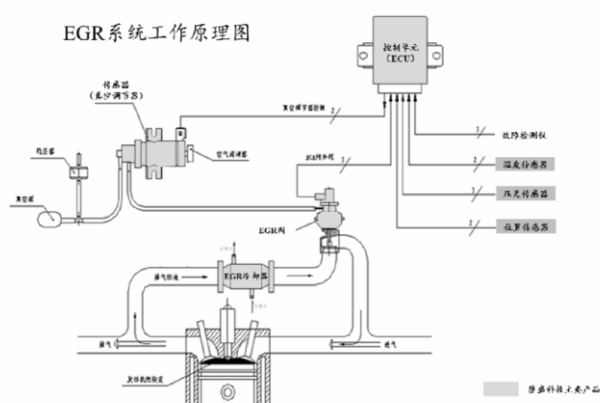
资料来源：中国内燃机工业年鉴，奥福环保招股说明书，艾可蓝招股说明书，凯龙高科招股说明书，中信证券研究部

EGR：国六标准下将重回主流路线，预计市场空间将扩张近 4 倍

EGR（发动机废气再循环）系统是发动机的废气机内净化装置。EGR 技术主要采取机内物理净化方式，通过将发动机废气重新引入气缸循环燃烧，直接在发动机内降低氮氧化物浓度，其主要工作原理是根据发动机的转速、负荷、温度、进气流量、排气流量等情况，传感器将相关参数转化成电信号传输给控制单元（ECU），ECU 控制执行器件适时打开，排气中的部分废气经 EGR 阀的调配进入进气系统，并与新鲜混合气一起再次进入气缸参与燃烧，并降低燃烧温度。

EGR 的主要功能是降低柴油发动机的 NOx 排放量。氮氧化合物主要是氮气在高温燃烧的环境中生产的，对于柴油发动机而言，控制 NOx 和颗粒物是缸内燃烧标定中无法避免的“顾此失彼”的难题。EGR 可以将含有大量的二氧化碳（CO₂）和未完全燃烧的碳氢混合物的发动机废气重新引入发动机气缸，使气缸中混合气体燃烧温度降低，从而减少大气污染物氮氧化物（NOx）的排放量；对于汽油发动机而言，通过废气再循环可以稀释发动机中的氧浓度，有效降低低负荷区泵气损失，降低最高燃烧压力和温度，抑制爆震，提高压缩比和比热容比，从而提高汽油发动机的燃油效率。总结来看，国六阶段柴油发动机使用 NOx 主要是为了满足国六严苛的 NOx 排放指标；而汽油发动机使用 NOx 主要是为了直接提高燃油经济性。

图 7：EGR 工作原理



资料来源：隆盛科技招股说明书

图 8：EGR 主要零部件构成



资料来源：隆盛科技招股说明书

国六标准下 EGR 重回主流技术路线，EGR 市场迎来 V 字反转。轻型商用车国五阶段后处理技术路线包括 DOC+SCR 和 EGR+DOC+DPF，由于 DPF 前期成本较高且技术不成熟（易堵塞），SCR+DOC 路线在实践中成为主流，EGR 受到主机厂技术路线的影响渗透率下降。2017 年生产的满足国五标准的柴油商用车中，EGR 渗透率仅为 21%。而在国六阶段，EGR 将成为主流技术路线，迎来增量空间：轻型柴油发动机有望 100%配套 EGR 系统，我们预测 2020/2021/2022 年轻型柴油发动机 EGR 市场空间合计为 4/7/15 亿元，市场份额将扩容 4 倍左右。

表 4：EGR 在不同阶段标准下的渗透率

目标市场	对应阶段	EGR 渗透率	执行时间
轻型柴油发动机（四缸）	国Ⅲ	可选路线	2008 年 7 月
	国Ⅳ	主流路线	2015 年 1 月
	国Ⅴ	少数路线	2018 年 1 月
	国Ⅵ	主流路线	2020 年 7 月
重型柴油发动机（六缸及以上）	国Ⅲ	不使用	2008 年 1 月
	国Ⅳ	不使用	2013 年 7 月
	国Ⅴ	不使用	2017 年 7 月
	国Ⅵ	部分使用	2019 年 7 月
乘用车汽油发动机	乘用车燃料消耗量第四阶段标准	部分使用	2016 年 1 月起分阶段实施
非道路移动机械	国Ⅳ	主流路线	2020 年 12 月
天然气重型发动机	国Ⅵ	全部使用	2019 年 7 月

资料来源：隆盛科技招股说明书，中信证券研究部

公司 EGR 市占率高，国六阶段或将快速放量

公司 EGR 技术实力强，主导相关标准制定。公司是国家火炬计划重点高新技术企业、江苏省民营科技企业，并建有经江苏省科技厅认定的江苏省柴油发动机废气再循环（EGR）系统工程技术研究中心以及无锡市企业技术中心。公司主导制定了柴油机废气再循环气动 EGR 阀（JB/T11796-2014）、柴油机废气再循环真空调节器（JB/T 11797-2014）、柴油机选择性催化还原系统第 7 部分氮氧化物传感器（JB/T11880.7-2014）、柴油机废气再循环（EGR）电动阀（JB/T12337-2015）、柴油机废气再循环（EGR）阀耐久性试验方法（JB/T13502-2018）等多项行业标准。公司“‘LS’系列发动机废气再循环 EGR 系统”被中国机械工业联合会、中国机械工程学会联合评定为中国机械工业科学技术奖二等奖。

产品配套主流汽车与发动机厂商。公司长期致力于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。经过多年的经营积累和市场开拓，依托领先的技术创新能力及严格的质量管控体系，公司产品质量及性能位于行业领先水平。通过大型客户的严格认证和长期积累的品质信赖，公司主要产品已配套几乎所有的轻型柴油机企业（如云内动力、全柴动力、福田康明斯、解放动力等）。在重型柴油机的 EGR 客户开拓里面，预计东风商用车、一汽锡柴会成为公司首批渗透进入的客户。

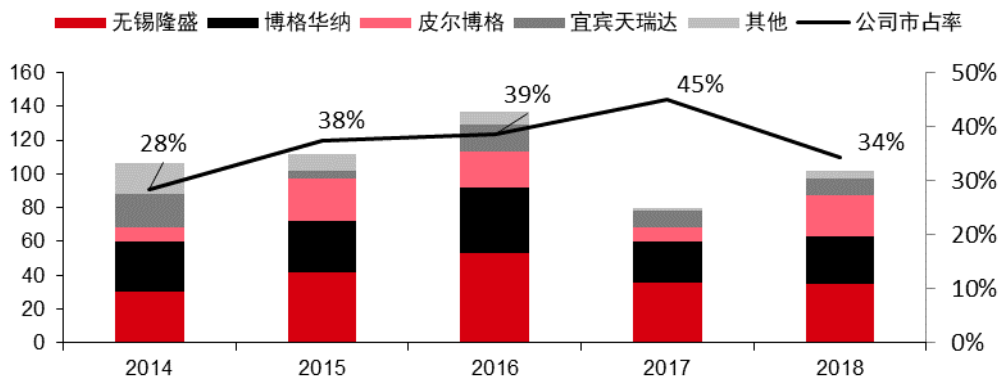
图 9：公司 EGR 配套客户



资料来源：公司公告，各公司官网，中信证券研究部

公司 EGR 市占率有望在国六阶段提升至 60%。近年来公司 EGR 市占率位居国内第一，2017 年公司 EGR 市占率达 45%。国六阶段公司明确将以 EGR 阀、冷却器、节气门作为支撑国六项目的三大核心产品。公司国六排放标准 EGR 系统产品技术已储备完毕，相关产品覆盖了从轻型到重型车辆国六 b 阶段的排放标准，能够为客户在各个发动机排量领域提供完整的 EGR 系统解决方案。公司根据配套客户发动机市场占有率情况，预计国六标准实施之后，EGR 阀及电子节气门产品的市场占有率或将达到 60%左右。在轻型汽油车领域，随着东安动力国六项目批产，公司汽油车 EGR 产量和销量上升极为明显，同时针对增程混动发动机直线电机 EGR 产品项目也已经启动。未来公司或将逐步获得重卡厂商的认证，进一步拓宽市场空间。

图 10：隆盛科技 EGR 销量（万套）及市场占有率



资料来源：中国内燃机协会，中信证券研究部

■ 新能源业务快速发展，微研精密潜力可期

马达铁芯：新能源浪潮来临，进入发展快车道

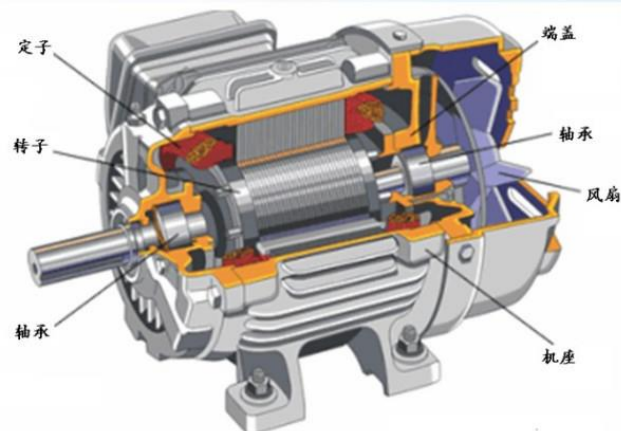
马达铁芯是新能源汽车电机必不可少的核心部件。马达铁芯主要由定子和转子两部分组成，用来实现电能与机械能之间的转换。定子铁芯的作用是作为电机磁路固定的部分，并在其上放置定子绕组。转子是电动机的旋转部分，包括转子铁芯，转子绕组和转轴等部分。定子与转子铁芯一般由 0.25~0.35 毫米厚，表面涂有绝缘漆的环状冲片槽的硅钢片冲制、叠压、激光焊接而成。

图 11：马达铁芯定子转子产品示意图



资料来源：电子发烧友

图 12：电动机结构示意图



资料来源：电子发烧友

新能源汽车是国家战略方向，中长期成长趋势明确。我们认为国家长期扶持新能源汽车的政策导向不变，产业政策从直接补贴向间接扶持过渡，“双积分”、限购限行、充电桩等基础设施建设、电池回收政策等促进措施有望推动产业健康发展。新能源汽车渗透率有望在 2025 年达到 20%，销量或将达到 550 万辆以上。

表 5：我国新能源汽车政策文件及销量目标

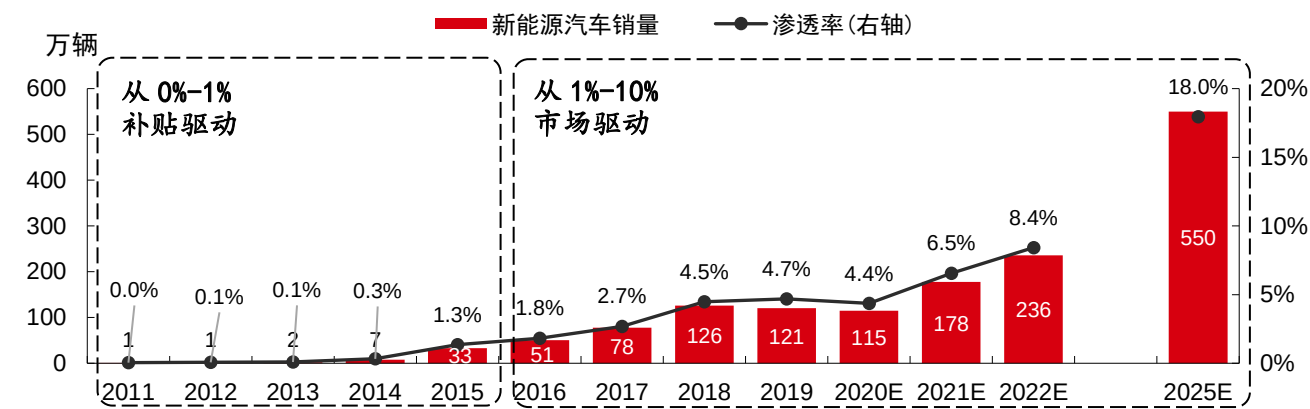
时间	新能源汽车政策目标		政策文件
2025 年	产销量(万辆)	700 万辆	三部委《汽车产业中长期发展规划》（2017） 《汽车产业中长期发展规划》八项重点工程实施方案（2018），直接明确了 700 万辆目标
	渗透率	20%	国务院《中国制造 2025》（2015） 三部委《汽车产业中长期发展规划》（2017） 中国汽车工程学会年会（2016）《节能与新能源汽车技术路线图》
		20%	新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)（2020）
2030 年	产销量(万辆)	超 1000 万辆	国务院《中国制造 2025》（2015）
	渗透率	40%	中国汽车工程学会年会（2016）：《节能与新能源汽车技术路线图》 新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)征求意见稿（2020）

资料来源：工信部，中国汽车工程学会，中信证券研究部

马达铁芯的单套价值量约 400 元，预计 2025 年国内市场空间达 30 亿元。每辆新能源汽车需要 1-2 套马达铁芯（单电机需要一套，双电机需要两套），每套马达铁芯价值量约

400 元。我们预计 2020、2021、2022 年中国新能源汽车总销量望达 115、178、236 万辆，同比-5%、+55%、+33%，到 2025 年销量望达 550 万辆，渗透率达到 18%，对应 2025 年马达铁芯市场空间约 30 亿元（假设双电机的车型普及率为 35%）。

图 13：国内新能源汽车销量及预测



资料来源：中汽协，中信证券研究部预测

配套主流客户，有望迎来爆发式增长。隆盛科技的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，深入研究冲压、研磨、清洗、焊接以及生产过程的实时检测等多工序的工艺结合，成功开发集成高端驱动电机马达铁芯生产线。2019 年 5 月，公司披露微研精密获联电日产尼桑全球平台项目的唯一供应商定点。同年 12 月，马达芯项目通过联合汽车电子有限公司认证，进入小批量试生产阶段，后续将间接为大众 MEB、蔚来汽车、日产、广汽集团及电咖汽车等等提供驱动电机马达铁芯，目前公司主要的产量来自于蔚来 ES6，我们预计 2021 年将有日产、大众 MEB 及其他海外新能源客户贡献增量。公司募投项目“年产 120 万套新能源汽车驱动电机马达铁芯”有序推进，未来两年或将快速放量。

图 14：公司马达铁芯主要配套客户



资料来源：公司公告，中信证券研究部

天然气喷射系统：性能优势显著，绑定行业龙头博世

油气价差长期存在，天然气重卡经济性、环保性优势突出。天然气作为柴油的替代燃料，相比柴油在经济性、环保性层面优势显著，同时天然气重卡相比柴油车具有更高的路权。1) 经济性：1 吨 LNG 与 1 吨柴油热值相当，LNG 价格相对较低，油气价差长期存在；2) 环保性：充分燃烧后污染物小于柴油发动机；3) 路权高：部分省市环保法规限制柴油重卡的使用，鼓励使用天然气重卡。

图 15：LNG 与柴油市场价（元/吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

大流量天然气喷嘴针对重卡开发，性能优势显著。天然气喷射气轨总成是天然气汽车燃气系统的重要构成部件，用于控制燃气喷射量和混合气比例，保证发动机在电控单元控制的空燃比下运行。传统的 13L/16L 天然气发动机使用的喷嘴是由汽油喷射系统沿用而来的小型喷嘴（应用于 1.5L、2.6 L 汽油发动机等），与天然气重卡高达 13L/16 L 的排量差距明显，需要应用多个喷嘴才能满足天然气重卡的功率需求，且其寿命与可靠性相对较低（可靠寿命约 30 万公里）；公司与博世联合开发的新型大流量喷嘴专门针对重型商用车开发设计，仅需使用 6 个即可满足天然气发动机 500-600 马力输出需求，并能够满足百万公里级别的可靠寿命。

图 19：传统天然气发动机喷嘴



资料来源：商车帮

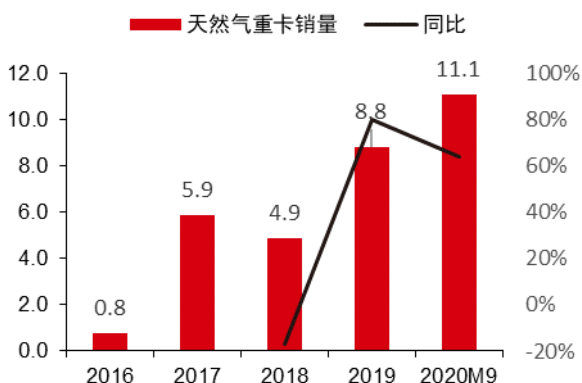
图 20：大流量燃气喷总成



资料来源：商车帮

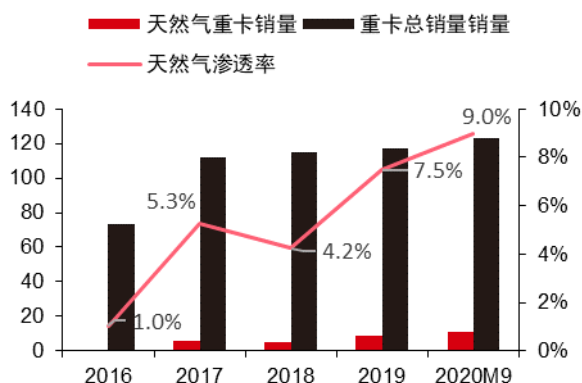
大流量天然气气轨气喷嘴的 ASP 约为 1500-2000 元，天然气重卡渗透率逐渐提高，创造 6 亿元细分市场。2020 年 1-9 月，全国天然气重卡销量约 11.1 万辆，同比+64%，增速跑赢行业（+42%）；天然气重卡渗透率由 2016 年的 1% 提升至 9%。未来随着加气站的建设、气源稳定性的进一步改善，天然气重卡的渗透率中长期有望达到 20%-30%。公司天然气喷射系统单价约 1500-2000 元，假设未来重卡销量中枢为 120 万辆，天然气渗透率为 25%，则将创造 6 亿元左右的细分市场。

图 17：天然气重卡销量（万辆）及同比



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 18：天然气重卡销量（万辆）及渗透率



资料来源：Wind，中信证券研究部

绑定行业龙头博世，有望在天然气领域复制其在柴油领域的垄断地位。博世天然气喷射气轨总成性能显著优于业内现有方案，新产品市占率或将快速提高，未来有望复制其在柴油喷射领域的垄断地位（市占率 95% 以上）。公司与博世深度绑定，天然气喷射系统项目现已获得博世生产件批准程序（PPAP）审核通过。年产 9 万套天然气喷射气轨总成项目顺利实施后，公司将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配套业务，未来两年有望通过博世进入潍柴、康明斯等头部发动机企业配套体系，销量或将快速提升。

微研精密：精密制造技术先进，成长潜力可期

高精密制造技术先进，业内声誉良好。微研精密成立于 2008 年，2018 年隆盛科技完成对微研精密的全资收购，在精密模具、高端精密冲压件、高精密机加工件、精密注塑件等产品的研发和设计方面均有较强的技术优势。微研精密具有先进的精密制造能力，加工制造精度达到 1 微米级，并且能够获得日本微研精密的支持。经过多年发展，微研精密的精密制造能力在国内外客户中享有较高声誉，目前公司的客户主要以汽车行业内的头部供应商为主，如德国的博世公司、联合汽车电子公司、美国江森公司、日本理昌公司、阿尔卑斯电子公司等。

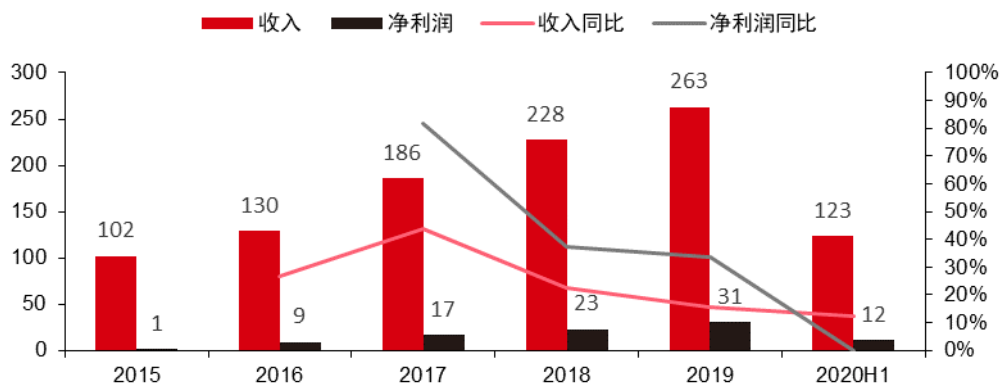
图 16：微研精密先进制造设备



资料来源：微研精密官网，中信证券研究部

收入利润迅速增长，业绩承诺大概率实现。收购过程中，公司与微研精密签署了业绩承诺协议，微研精密承诺 2018/2019/2020 年度扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润不低于 2204/2870/3863 万元。2018/2019 年，微研精密实现扣非归母净利润 2301/2989 万元，净利润率约 10.1%/11.7%，均完成业绩承诺。2020 年上半年，在疫情的冲击下，微研精密仍实现 1166 万元净利润，下半年公司收入利润有望快速增长，全年业绩承诺大概率仍可实现。

图 17：微研精密收入与净利润（单位：百万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

风险因素

商用车销量大幅下滑，国六标准推迟实施，国六技术路线大幅度变化，新能源汽车销量不及预期，公司产品市占率不及预期，公司新产品开拓不及预期等。

■ 盈利预测与估值评级

关键假设

EGR 业务：假设 2020/21/22 年，轻卡 EGR 渗透率分别为 30%/60%/100%，公司轻卡 EGR 销量分别为 30/77/163 万套；重卡 EGR 销量分别为 0.2/3/6 万套；汽油车 EGR 销量分别为 35/40/45 万套；公司历史上 EGR 业务毛利率曾高达 34%（2015 年），随着国六阶段 EGR 业务快速放量，EGR 业务毛利率有望快速回升，预计 2020/21/22 年毛利率为 27%/32%/34%。

马达铁芯业务：假设 2020/21/22 年，公司马达铁芯项目产能逐步爬坡，销量分别为 10/50/90 万套，毛利率约 25%/30%/36%。

天然气喷射系统业务：假设 2021/22 年，公司天然气喷射系统供货博世逐步放量，销量分别为 6/9 万套，毛利率约为 32%/35%。

微研精密业务：假设 2020/21/22 年，微研精密的收入同比+10%/+15%/+10%，毛利率约 28%/29%/30%。

表 6：公司业务关键假设

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、EGR 产品					
轻卡 EGR					
收入（百万元）			105	263	536
同比				150%	104%
销量（万）			30	77	163
单价（元）			350	340	330
重卡 EGR					
收入（百万元）			1.4	21	42
同比				1400%	100%
EGR 渗透率			30%	50%	70%
销量（万）			0.2	3	6
单价（元）			700	700	700
汽油车 EGR					
收入（百万元）			105	120	135
同比				14%	13%
销量（万）			35	40	45
单价（元）			300	300	300
合计					
收入（百万元）	114	143	212	404	713
同比	-15%	25%	48%	91%	76%
毛利（百万元）	36	36	57	129	243
毛利率	32%	25%	27%	32%	34%
二、马达铁芯					
收入			40	200	360

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
同比				400%	80%
销量（万）			10	50	90
单价（元）			400	400	400
毛利			10	60	130
毛利率			25%	30%	36%
三、天然气喷射系统					
收入				90	135
同比					50%
天然气重卡销量			14	21	25
天然气渗透率			9%	16%	20%
销量（万）			0	6	9
单价（元）			1500	1500	1500
毛利				29	47
毛利率				32%	35%
四、微研精密业务					
收入	228	263	289	333	366
同比			10%	15%	10%
毛利			81	97	110
毛利率			28%	29%	30%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

盈利预测与估值评级

预计公司 2020/21/22 年归母净利润分别为 0.47/1.21/2.33 亿元，同比 +56%/+157%/+93%，对应 EPS 预测分别为 0.32/0.84/1.61 元，当前股价对应 2020/21/22 年 94/36/19 倍 PE。

公司是轻型发动机 EGR 行业龙头公司，国六阶段 EGR 成为尾气处理主流路线后，公司 EGR 销量有望迎来爆发式增长，同时公司具有较强的市场竞争力和较为稳固的行业优势地位，是国六产业链较为稀缺的核心供应商标的。公司新能源业务快速发展，新产品马达铁芯与天然气喷射系统处于产能爬坡过程中，销量有望快速释放，成长速度快，赛道空间大。结合国六产业链及新能源零部件可比公司估值水平，考虑公司未来两年较快业绩增速，基于 2021 年净利润给予 50 倍估值，对应目标价 42 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：隆盛科技盈利预测表

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	226.56	406.55	541.18	1,026.98	1,574.35
营业收入增长率	51%	79%	33%	90%	53%
净利润(百万元)	3.83	30.04	46.84	120.54	232.75
净利润增长率	-79%	685%	56%	157%	93%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.05	0.40	0.32	0.84	1.61
毛利率%	29%	29%	27%	31%	34%
净资产收益率 ROE%	0.73%	5.49%	7.99%	17.33%	25.92%
每股净资产（元）	7.06	7.36	7.89	9.36	12.08

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	608	76	94	36	19
PB	4	4	4	3	3

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 12 月 9 日收盘价

表 8：可比公司估值水平

简称	收盘价	EPS（元）				PE（倍）				PB （MRQ）
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
隆盛科技	30.39	0.40	0.36	0.84	1.50	76	84	36	20	5.5
奥福环保	68.50	0.67	1.08	1.72	2.63	102	63	40	26	6.0
艾可蓝	92.96	1.72	1.64	2.82	4.78	54	57	33	19	10.2
龙蟠科技	28.41	0.42	0.57	0.78	1.00	68	50	36	28	6.6
拓普集团	38.72	0.43	0.61	1.00	1.42	90	63	39	27	5.4
三花智控	23.15	0.41	0.40	0.49	0.58	56	58	47	40	8.7
银轮股份	12.23	0.40	0.47	0.58	0.72	31	26	21	17	2.5
旭升股份	33.35	0.52	0.72	0.97	1.36	64	46	34	25	4.6

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：收盘价截至 2020 年 12 月 9 日，奥福环保、艾可蓝、龙蟠科技盈利预测为 Wind 一致预测

利润表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	227	407	541	1,027	1,574
营业成本	160	290	393	712	1,045
毛利率	29.17%	28.55%	27.39%	30.64%	33.61%
营业税金及附加	2	3	5	9	14
销售费用	11	18	17	32	47
营业费用率	5.00%	4.46%	3.20%	3.10%	3.00%
管理费用	27	32	38	69	101
管理费用率	12.01%	7.94%	7.00%	6.70%	6.40%
财务费用	5	9	11	14	15
财务费用率	2.40%	2.25%	2.01%	1.33%	0.95%
投资收益	3	0	1	1	1
营业利润	7	31	53	140	272
营业利润率	3.07%	7.61%	9.77%	13.66%	17.25%
营业外收入	2	3	3	3	3
营业外支出	3	0	1	1	1
利润总额	6	34	55	142	274
所得税	0	4	8	21	41
所得税率	6.54%	10.85%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	2	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	4	30	47	121	233
净利率	1.69%	7.39%	8.66%	11.74%	14.78%

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	6	34	55	142	274
所得税支出	0	-4	-8	-21	-41
折旧和摊销	18	10	30	41	50
营运资金的变化	-14	-10	-19	-91	-87
其他经营现金流	15	35	13	17	19
经营现金流合计	25	65	71	88	215
资本支出	-74	-98	-80	-120	-90
投资收益	3	0	1	1	1
其他投资现金流	-10	10	0	0	0
投资现金流合计	-81	-87	-79	-119	-89
发行股票	0	10	0	0	0
负债变化	443	588	36	119	6
股息支出	-14	-7	-7	-12	-30
其他融资现金流	-377	-571	-11	-14	-15
融资现金流合计	52	19	18	94	-39
现金及现金等价物净增加额	-4	-3	10	63	87

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	66	61	70	134	220
存货	119	128	172	287	400
应收账款	116	155	195	349	504
其他流动资产	54	41	97	144	185
流动资产	354	385	534	913	1,310
固定资产	212	236	286	365	405
长期股权投资	0	5	5	5	5
无形资产	56	53	53	53	53
其他长期资产	259	319	319	319	319
非流动资产	526	612	662	741	781
资产总计	880	997	1,196	1,654	2,091
短期借款	165	183	219	338	345
应付账款	61	111	177	328	481
其他流动负债	34	40	97	176	251
流动负债	259	334	493	842	1,077
长期借款	50	60	60	60	60
其他长期负债	15	15	15	15	15
非流动性负债	65	75	75	75	75
负债合计	324	408	568	917	1,152
股本	74	74	144	144	144
资本公积	361	361	361	361	361
归属于母公司所有者权益合计	525	547	587	695	898
少数股东权益	31	42	42	42	42
股东权益合计	556	589	628	737	940
负债股东权益总计	880	997	1,196	1,654	2,091

主要财务指标					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	50.57%	79.44%	33.11%	89.77%	53.30%
营业利润增长率	-58.4%	345.5%	70.87%	165.3%	93.61%
净利润增长率	-79.1%	684.9%	55.94%	157.3%	93.09%
毛利率	29.17%	28.55%	27.39%	30.64%	33.61%
EBITDA Margin	12.94%	13.00%	17.74%	19.17%	21.51%
净利率	1.69%	7.39%	8.66%	11.74%	14.78%
净资产收益率	0.73%	5.49%	7.99%	17.33%	25.92%
总资产收益率	0.43%	3.01%	3.92%	7.29%	11.13%
资产负债率	36.85%	40.95%	47.49%	55.44%	55.07%
所得税率	6.54%	10.85%	15.00%	15.00%	15.00%
股利支付率	194.2%	24.74%	25.00%	25.00%	25.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。