

隆盛科技 (300680)

证券研究报告
2020年12月14日

新能源 + 国六东风已至，EGR 龙头借势启航

发动机废气再循环龙头，业绩实现企稳回升。隆盛科技是发动机废气再循环系统的龙头，主营业务是 EGR 系统和汽车精密零部件制造，主要面向商用车发动机市场，并积极开拓新能源汽车市场。近年公司业绩企稳回升，2020 年前三季度归母净利润 0.3 亿，同比增长 48%。

EGR：行业空间大幅扩容，EGR 龙头将迎来高速增长。EGR 系统目的是降低柴油发动机废气中的氮氧化物，国五 EGR 主要应用于中小型柴油车，市场空间约 4 亿。国六实施后 EGR 将会重回重型柴油车的主流路线，测算 EGR 市场空间约 37 亿，是国六实施前市场规模的 9 倍以上。EGR 国内市场集中度高，其中隆盛科技、博格华纳与银轮股份市占率为 35%、28%、24%。国六标准实施，EGR 行业需求将大幅扩容，公司凭借较强的产品竞争力和优质的客户资源有望推动 EGR 业务高速增长。

马达铁芯：2025 年市场空间百亿级，即将成为增长新动力。驱动电机是新能源汽车的动力转化装置，马达铁芯是驱动电机的核心部件。随着新能源汽车技术进步、充电基础设施逐步完善以及相关产业政策复制，预计到 2025 年，我国新能源汽车销量可达 750 万辆，全球新能源汽车销量可达 1750 万辆，预计 2025 年国内马达铁芯市场规模 39-45 亿，全球市场规模 91-105 亿。公司马达铁芯已取得联合汽车电子认证，同时成为尼桑、大众、蔚来、广汽新能源等供应商，产品获得下游客户认可，未来有望继续拓展其他客户。为满足需求，公司定增募资建设 120 万套/年马达铁芯项目，马达铁芯即将成为公司增长新动力。

微研精密：不仅仅是完成业绩承诺，外延能力是核心。微研精密最早由日企注资创办，定位为高端精密零部件国产化，其具备强大的技术研发实力、稳定的产品性能、全面完善的售后服务体系。微研被隆盛科技收购以来整合效果好，并超额完成业绩承诺。马达铁芯已证明微研的外延能力，我们认为微研精密有望利用自身精密制造方面的优势持续实现外延发展。

天然气喷射系统：同博世深度合作，产品有望受益于合作优势。天然气喷射系统已获得博世生产件批准程序 (PPAP) 审核通过，产品将定位为全球同步水平，目前具备量产条件。公司计划建设 9 万套/年的天然气喷射气轨总成项目，未来有望贡献增量业绩。

盈利预测与投资建议：

预计公司 2020-2022 年归母净利润为 0.54、1.55 和 2.63 亿，EPS 为 0.38、1.07 和 1.82 元，对应 PE84.8、29.7 和 17.5 倍，可比公司 2021 年 PE 平均水平为 35 倍，隆盛科技是 EGR 行业龙头，公司 EGR 和马达铁芯业务产品竞争力强，未来有望实现高速增长，我们给予 2021 年目标估值 PE40 倍，目标股价 42.8 元，给予“买入”评级

风险提示：政策执行低于预期、汽车销量下滑、国产替代缓慢、行业竞争加剧、新产品拓展缓慢

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	226.56	406.55	570.99	1,419.70	2,272.49
增长率(%)	50.57	79.44	40.45	148.64	60.07
EBITDA(百万元)	40.24	67.96	84.89	205.89	327.35
净利润(百万元)	3.83	30.04	54.30	154.97	262.52
增长率(%)	(79.06)	684.89	80.76	185.41	69.39
EPS(元/股)	0.03	0.21	0.38	1.07	1.82
市盈率(P/E)	1,202.51	153.21	84.76	29.70	17.53
市净率(P/B)	8.77	8.41	7.86	6.63	5.24
市销率(P/S)	20.31	11.32	8.06	3.24	2.03
EV/EBITDA	35.02	27.86	56.12	23.95	14.08

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	31.92 元
目标价格	42.8 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	144.18
流通 A 股股本(百万股)	126.77
A 股总市值(百万元)	4,602.21
流通 A 股市值(百万元)	4,046.45
每股净资产(元)	5.50
资产负债率(%)	39.04
一年内最高/最低(元)	32.58/12.26

作者

郭丽丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

邓学 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010001
dengxue@tfzq.com

杨阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520050001
yangyang@tfzq.com

娄周鑫 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519020001
louzhouxin@tfzq.com

陆嘉敏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080001
lujiamin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 发动机废气再循环龙头，业绩实现企稳回升	4
1.1. 公司是发动机废气再循环（EGR）行业龙头	4
1.2. 公司业绩企稳回升，财务状况保持稳定	5
2. EGR：行业空间大幅扩容，EGR 龙头将迎来高速增长	7
2.1. 国六标准实施，汽车尾气排放要求提高	7
2.2. EGR 回归重柴主流技术路线，市场空间扩张至 37 亿	9
2.3. 国内市场三足鼎立，头部企业市占率 87%	10
3. 马达铁芯：2025 年市场空间百亿级，即将成为增长新动力	11
3.1. 马达铁芯是新能源车的核心部件	11
3.2. 新能源车销量增速放缓不改长期向好发展趋势	12
3.3. 2025 年马达铁芯全球市场规模有望达百亿	16
3.4. 产品获得客户认可，继续加大马达铁芯布局	17
4. 微研精密：不仅仅是完成业绩承诺，外延能力是核心	17
4.1. 具备日资背景，精密制造技术实力领先	17
4.2. 整合效果良好，微研精密超额完成业绩承诺	19
4.3. 微研精密具备持续向外延展的实力	20
5. 天然气喷射系统：同博世深度合作，产品有望受益于合作优势	20
6. 盈利预测与投资建议	21
7. 风险提示	23

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：EGR 系统产品	4
图 3：公司收入结构	5
图 4：EGR 系统产品收入构成	5
图 5：隆盛科技股权结构图	5
图 6：公司营收及同比增速	6
图 7：公司归母净利润及同比增速	6
图 8：总费用支出（亿元）	6
图 9：费用支出占总营收情况（%）	6
图 10：公司毛利率及净利率（%）	6
图 11：分项业务毛利率（%）	6
图 12：公司 ROE 及 EPS	7
图 13：公司资产负债率（%）	7
图 14：EGR 工作原理示意图	9
图 15：2010-2019 年国内轻卡及重卡情况	10

图 16: EGR 市场规模变化 (亿元)	10
图 17: EGR 市场竞争格局	10
图 18: 几种新能源汽车常用驱动电机及马达铁芯	12
图 19: 国内新能源汽车销量历史数据	12
图 20: 全球新能源汽车销量历史数据	12
图 21: 典型车型续航里程呈上升趋势 (km)	13
图 22: 我国各省充电桩建设运营数量 (单位: 个)	13
图 23: 2016 年我国充电桩建设运营情况	14
图 24: 2019 年我国充电桩建设运营情况	14
图 25: 中国市场新能源汽车销量预测	15
图 26: 全球市场新能源汽车销量预测	15
图 27: 中国市场电机需求量预测	16
图 28: 全球市场电机需求量预测	16
图 29: 国内马达铁芯市场规模预测	17
图 30: 全球马达铁芯市场规模预测	17
图 31: 微研精密历史沿革	18
表 1: 机动车尾气排放标准发展历程	7
表 2: 国六排放标准实施时间表	8
表 3: 截至 2019 年 9 月 4 日国六标准提前实施情况	8
表 4: 轻型汽车主要污染物排放限值比较	8
表 5: 重型柴油车主要污染物排放限值比较	9
表 6: 不同排放标准时期 EGR 技术使用情况	9
表 7: 国五与国六时期 EGR 系统价格 (单位: 元)	9
表 8: 典型车型续航里程变化	12
表 9: 中国新能源产业政策	14
表 10: 其他国家地区新能源产业政策	15
表 11: 双电机优缺点列举	16
表 12: 部分双电机驱动代表车型	16
表 13: 公司主要客户状况	17
表 14: 冲压产品突出特点	19
表 15: 马达铁芯研发时间线	20
表 16: 业绩分拆预测	22
表 17: 可比估值表	23

1. 发动机废气再循环龙头，业绩实现企稳回升

1.1. 公司是发动机废气再循环（EGR）行业龙头

公司是国内 EGR 行业龙头。无锡隆盛科技股份有限公司成立于 2004 年，2017 年 7 月 25 日于深圳证券交易所创业板正式挂牌上市，发行股票 1700 万股，发行价格为 8.68 元/股。公司主要产品是 EGR 系统零部件，是国内 EGR 行业龙头，2018 年收购微研精密为全资子公司，将业务拓宽至汽车精密零部件制造。2020 年 9 月，公司募资 2.3 亿元用于新能源汽车驱动电机马达铁芯项目、天然气喷射气轨总成项目。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

以传统业务为主，持续向外布局。EGR 系统零部件主要包括 EGR 阀、控制单元、传感器、EGR 冷却器，产品主要用于轻型柴油车和汽油车发动机废气处理领域；汽车精密零部件制造业务主要依靠精密零部件冲压、高端模具制造等核心技术，为传统汽车、新能源汽车、电子产品制造冲压件产品。

布局新能源汽车板块，打造国内高端驱动电机铁芯智造基地，重点投入的驱动电机核心零部件马达铁芯，已取得联电大众 MEB 平台认证。针对商用车燃料替代的重卡天然气喷射系统项目，已获博世认证，有望进入小批量产阶段。

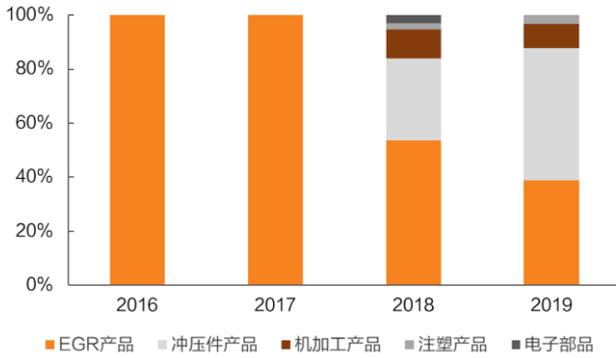
图 2：EGR 系统产品



资料来源：隆盛科技招股说明书、天风证券研究所

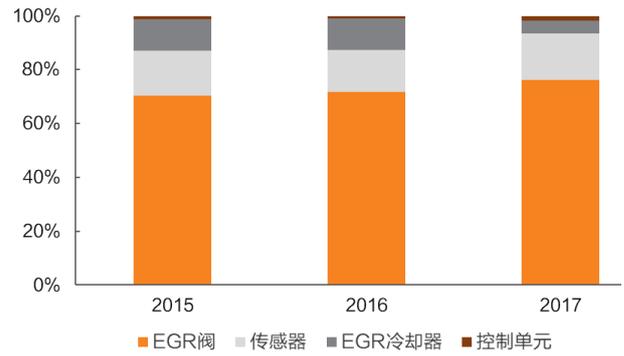
EGR 和冲压件产品是公司主要收入来源。2018 年公司收购微研精密成为全资子公司，实现由 EGR 系统产品到上游精密冲压零部件的产业链延伸。2019 年冲压件、EGR 产品收入占比分别为 48.78%、38.93%。根据 2015-2017 年的数据来看，EGR 系统中 EGR 阀的收入占比超过 70%。

图 3：公司收入结构



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：EGR 系统产品收入构成

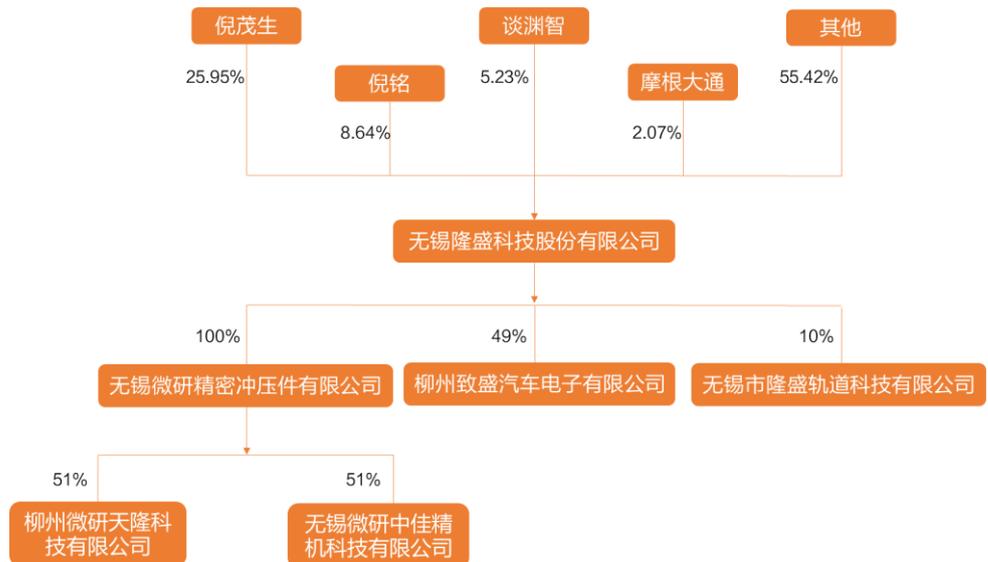


资料来源：Wind、天风证券研究所

公司主要面向商用车客户，公司确定了多家商用车厂商做为重点市场开拓，包含康明斯、云内动力、全柴动力、新柴股份、中国一拖等；新能源汽车板块，已获日系客户、大众、蔚来、广汽新能源、电咖等客户的二级供应商定点。

实际控制人为倪茂生、倪铭父子，拥有技术专长。截至 2020 年 10 月 23 日，公司前两大股东分别为倪茂生、倪铭，其分别持有公司 25.95%、8.64% 的股权，直接持有公司 4987 万股，股权占比 34.59%，是公司的实际控制人。董事长倪铭生于 1981 年，曾获“中国机械工业科学技术奖二等奖(个人)”荣誉称号，历任威孚、博世工程师，长期深耕于汽车行业。

图 5：隆盛科技股权结构图



资料来源：Wind、天风证券研究所

1.2. 公司业绩企稳回升，财务状况保持稳定

公司营收增长稳定，业绩进入复苏阶段。2017 年至 2019 年，公司总营收由 1.5 亿元增长至 4.07 亿元，营业收入稳中有升。由于 2017 年国五排放政策实施，EGR 产品需求下降，2016 年至 2018 年归母净利润由 0.33 亿元下滑至 0.038 亿元。2019 年子公司微研精密产能逐步释放，实现业绩承诺，EGR 产品产业链进入复苏通道，公司业绩逐步回升。

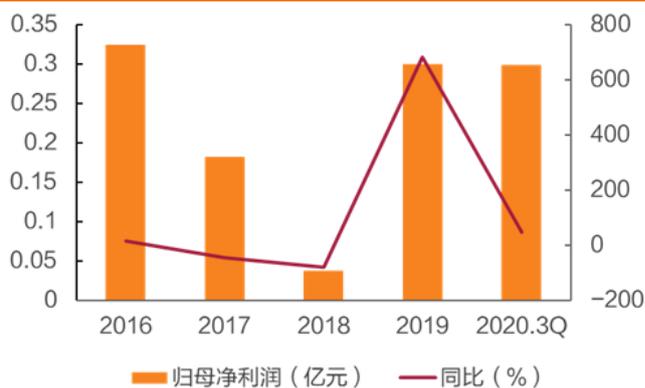
2020 年前三季度，国六排放标准带动公司 EGR 业务发展，全资子公司微研精密也实现业务增长，公司营业收入 3.7 亿元，同比增长 34.06%，归母净利润 0.30 亿元，同比增长 48.12%，实现疫情期间逆势增长。

图 6：公司营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

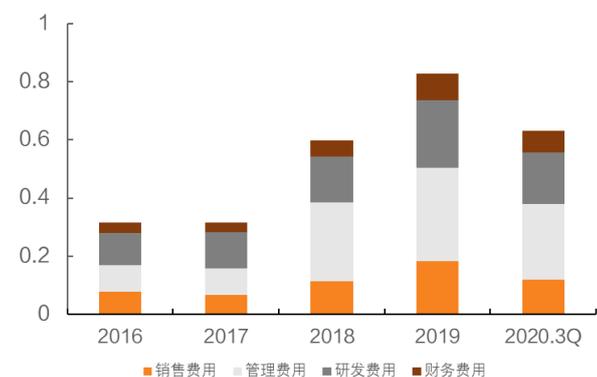
图 7：公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

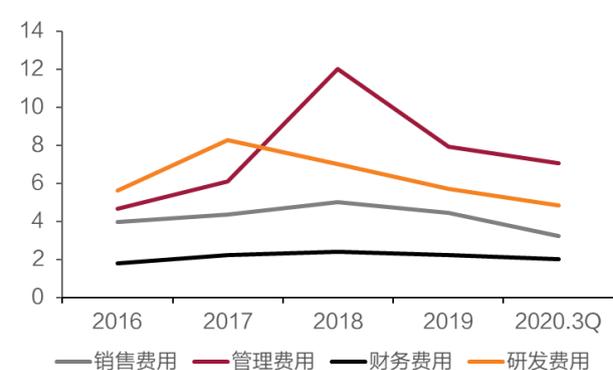
研发投入持续增加，收购微研精密致管理费用率提升。公司注重研发投入，近年来持续加大对国六新产品的研发，2019 年及 2020 年前三季度研发费用分别为 0.23 亿和 0.18 亿元。2018 年收购微研精密，发生大额重组中介费用，管理费用占营收比重骤增至 12%，2019 年及 2020 年前三季度管理费用率仍要高于收购微研精密之前水平。

图 8：总费用支出（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

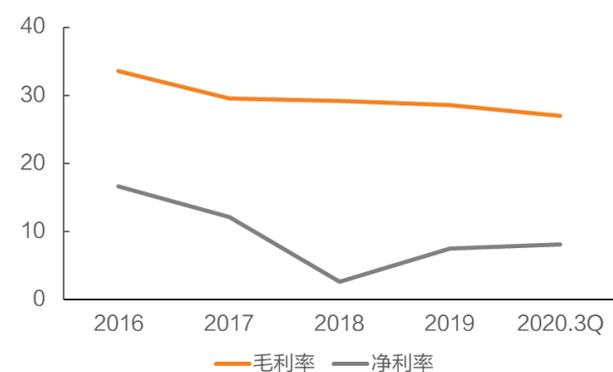
图 9：费用支出占总营收情况 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

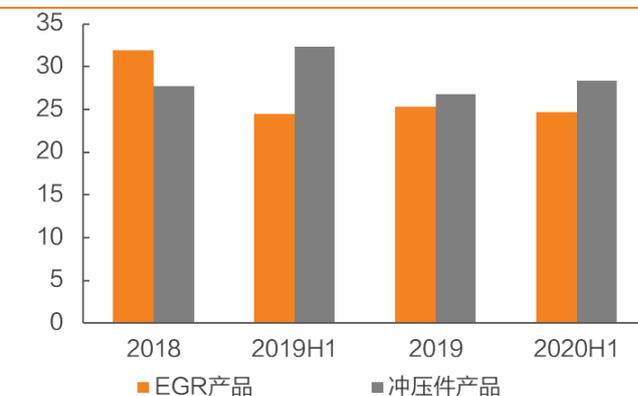
毛利率小幅下行，净利率逐步回升。2017 年至 2020 年第三季度，公司毛利率呈小幅下降趋势，公司主要业务板块 EGR 产品和冲压件产品毛利率相近。2018 年公司管理费用增加，净利率骤降至 2.61%，重组后管理费用增加，净利率水平仍低于 2017 年前，但逐年回升，2020 年前三季度净利率增至 8.14%。

图 10：公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 11：分项业务毛利率 (%)

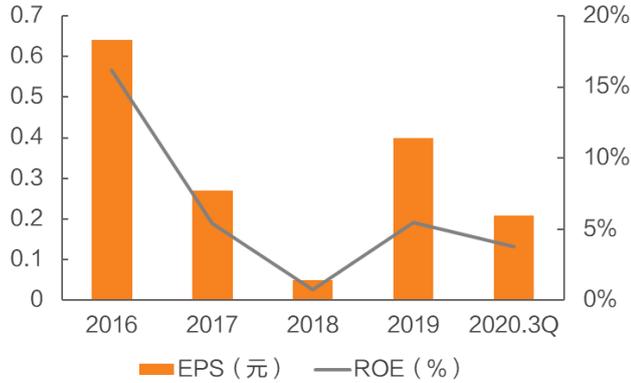


资料来源：Wind、天风证券研究所

ROE 企稳向上，资产负债率保持稳定。2016-2018 年由于排放政策改变，主营业务 EGR

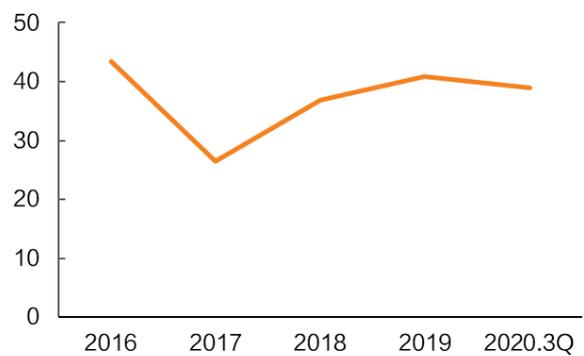
系统产品需求降低，公司净利润下滑，ROE 下降至 0.73%。2018 年后公司收购微研精密调整产业结构，叠加国六排放政策利好，近年来 ROE 逐步回升，2019 年及 2020 年前三季度分别 5.49%、3.78%。EPS 变动情况与 ROE 类似，2019 年及 2020 年前三季度分别为 0.4 元/股、0.21 元/股。公司资产负债率保持稳定，2020 年前三季度资产负债率为 39.04%，公司杠杆率适宜，资产结构健康。

图 12：公司 ROE 及 EPS



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 13：公司资产负债率 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

2. EGR：行业空间大幅扩容，EGR 龙头将迎来高速增长

2.1. 国六标准实施，汽车尾气排放要求提高

节能环保背景下，国内排放标准持续升级。在国五标准实施情况以及国内机动车实际情况基础上，第六阶段轻型汽车以及重型柴油车污染物排放限值及测量方法分别于 2016 年、2018 年发布，标志着我国机动车尾气排放即将进入第六阶段的排放标准。2019 年 7 月起，国六标准在各地陆续开始实施，2023 年 7 月，全部地区全部类型新增车辆均需达到国六标准。

表 1：机动车尾气排放标准发展历程

阶段	进程
第一阶段	我国于 1983 年发布首批机动车尾气污染控制排放标准：《汽油车怠速污染排放标准》、《柴油车自由加速烟度排放标准》、《汽车柴油机全负荷烟度排放标准》
第二阶段	我国于 1989 年和 1993 年分别制定了《轻型汽车排气污染物排放标准》与《车用汽油机排气污染物排放标准》，形成了一个颇为完善的机动车尾气排放标准体系
第三阶段	北京市于 1998 年颁行更为严格的地方排放标准《轻型汽车排气污染物排放标准》，标志着我国机动车尾气排放新法规的实行，机动车尾气排放标准初步等同于欧洲 1980 年的排放标准
第四阶段	2008 年 1 月 1 日，国 IV 燃油在北京上市，且对北京全市新增的机动车采取国 IV 排放标准。至 2011 年 7 月 1 日，汽油车国 IV 已在全国范围实施。柴油车国 IV 排放标准经数度延期，于 2015 年 1 月 1 日起开始全面实施
第五阶段	2013 年 9 月 17 日，《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（第五阶段）》发布。2018 年 1 月 1 日，国五标准全面实施
第六阶段	2016 年 12 月 23 日，《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（第六阶段）》发布；2018 年 6 月 22 日，《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（第六阶段）》发布，国六即将到来。

资料来源：艾可蓝招股说明书，天风证券研究所

第六阶段排放标准陆续分阶段实施。国六设置了国六 a 和国六 b 两个排放限值方案，轻型车、重型车国六标准均采用分步实施的方式。2019 年 7 月起，国六标准在各地陆续开始实施，2023 年 7 月，全部地区全部类型新增车辆均需达到国六标准。

表 2：国六排放标准实施时间表

排放标准阶段	车辆类型		实施时间
国六 a	轻型汽车	所有车辆	2020 年 7 月 1 日
		燃气汽车	2019 年 7 月 1 日
	重型汽车	城市车辆	2020 年 7 月 1 日
		所有车辆	2021 年 7 月 1 日
国六 b	轻型汽车	所有车辆	2023 年 7 月 1 日
	重型汽车	燃气车辆	2021 年 7 月 1 日
		所有车辆	2023 年 7 月 1 日

资料来源：奥福环保招股说明书、天风证券研究所

重型燃气车如期执行标准，部分地区“国六”提前上线。目前，重型燃气车已于 2019 年 7 月 1 日如期执行国六标准。同时，我国多个地区已根据 2019 年 1 月生态环境部、发改委、财政部等 11 个国家机关联合印发的《柴油货车污染治理攻坚战行动计划》等要求提前实施其他车型国六标准。

表 3：截至 2019 年 9 月 4 日国六标准提前实施情况

提前量	提前实施时间	车辆类型	适用国六标准	地区
4 年	2019.7.1	轻型汽车	轻型汽车国六 b	上海、天津、广东（不含深圳）、河北
		城市车辆（公交、环卫）	重型柴油车国六 b	北京
3 年 6 个月	2020.1.1	轻型汽车（汽油车）	轻型汽车国六 b	北京
		重型柴油车（其他行业）	重型柴油车国六 b	北京
1 年 8 个月	2018.11.1	轻型汽车（压燃式，即柴油车）	轻型汽车国六	深圳
1 年	2019.7.1	轻型汽车（点燃式，即汽油车）	轻型汽车国六	深圳
1 年	2019.7.1	轻型汽车	轻型汽车国六 a	河南、山东、山西（8 市）、重庆、陕西（关中 8 市区）、四川（15 市）、海南、内蒙古（6 市）、浙江、安徽、江苏
1 年	2019.7.1	城市车辆	重型柴油车国六 a	河南、山西（8 市）、重庆、陕西（关中 8 市区）、四川（15 市）

资料来源：奥福环保招股说明书、天风证券研究所

国六尾气排放大幅提标，严格程度高于欧盟。国六阶段的尾气排放政策严格程度要高于国五阶段和欧盟，轻型汽车主要污染物的排放限值方面，如 NO_x、PM、CO、HC，国六 b 标准较国五阶段的限值低 41.7%、33.3%、50.0%、50.0%，较欧 VI b 限值低 41.7%、33.3%、50.0%、26.5%。重型柴油车主要污染物排放限制方面，如 NO_x、PM，国六 b 较国五阶段限值低 77.0%、66.7%。

表 4：轻型汽车主要污染物排放限值比较

污染物	国五	欧 VI b	国六 a	国六 b	国六 b 较国五变化	国六 b 较欧 VI b 变化
氮氧化物 NO _x (mg/km)	60	60	60	35	41.7%	41.7%
颗粒物 PM(mg/km)	4.5	4.5	4.5	3	33.3%	33.3%
一氧化碳 CO(mg/km)	1000	1000	700	500	50.0%	50.0%
碳氢化合物 HC(mg/km)	100	68	100	50	50.0%	26.5%

资料来源：奥福环保招股说明书、天风证券研究所

表 5：重型柴油车主要污染物排放限值比较

污染物	国五	国六	国六较国五变化
NOx (mg/kWh)	2000	460	77.0%
PM (mg/kWh)	30	10	66.7%
PN (个/kWh)	-	6.0*10 ¹¹	-

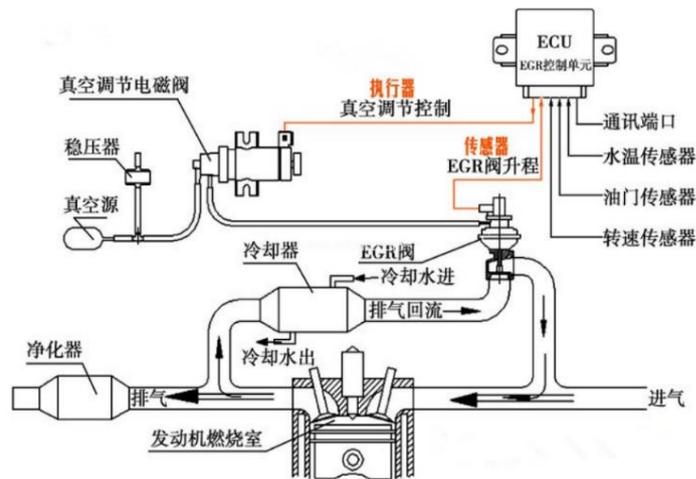
资料来源：奥福环保招股说明书、天风证券研究所

2.2. EGR 回归重柴主流技术路线，市场空间扩张至 37 亿

发动机废气再循环系统（EGR）是指内燃机在燃烧后将排出气体的一部分分离出、并导入进气侧使其再度燃烧的技术。使用废气再循环系统的主要目的是降低柴油发动机废气中的氮氧化物（Nox）有害物。EGR 主要包括 EGR 阀、控制单元（ECU）、传感器、EGR 冷却器等。

废气再循环技术路线有外部 EGR 和内部 EGR 两种。内部 EGR 是通过排气门或者特殊设置阀门的开启实现废气再循环，外部 EGR 是将部分废气经由外部管路引入进气系统，实现废气再循环。内部 EGR 结构简单、应用方便，外部 EGR 控制精确、运行稳定。

图 14：EGR 工作原理示意图



资料来源：隆盛科技年报，天风证券研究所

排放标准提高，EGR 将纳入重柴主流技术路线。国五阶段 EGR 技术主要应用于中小型柴油车，市场应用占比约 50%。随着国六实施，排放标准更加严格，主流技术线路将会转变为 EGR+DOC+DPF+SCR 路线和 EGR+Hi_SCR(高效选择性催化还原系统)两种，EGR 将会重回重型柴油车的主流技术路线。

表 6：不同排放标准时期 EGR 技术使用情况

	国四	国五	国六
重型柴油车	部分使用	不使用	使用
轻型柴油车	使用	部分使用	使用

资料来源：《某国 VI 柴油机 EGR 冷却器换热性能分析及优化》、《SCR 成国内重卡国 IV 升级主流路线》、卡车之家、天风证券研究所

国六排放标准提高，EGR 价值较国五有所提高。根据隆盛科技招股书显示，国五时期 EGR 单套成本约 700 元；根据爱采购网站显示，国六时期 EGR 单套成本约 2000 元。

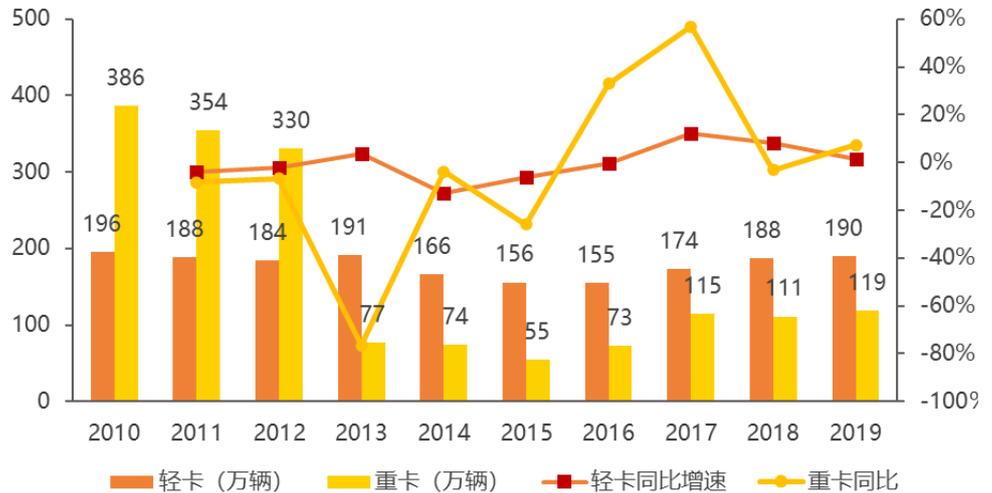
表 7：国五与国六时期 EGR 系统价格（单位：元）

	国五	国六
轻卡	700	1200
重卡	0	2000

资料来源：隆盛科技招股书、爱采购、天风证券研究所

尾气后处理产业链环环相扣，终端车辆销售规模稳增有利于 EGR 市场规模扩大。据中国卡车网的数据，2016 年和 2017 年我国重卡销量均大幅度增长，其中 2016 年增长 33.08%，达 73 万辆；2017 年同比大幅增长 56.86%，销量达到 115 万辆；2018 年销量同比略降 3.2%，2019 年又再次出现 7% 的增幅。轻卡销量近两年也呈现稳步增长的趋势，2017 年，随着国家取消低速货车产品类别，国内电商快递物流、冷链运输的快速发展，我国轻卡销量同比增长 12.1%，创下 2014 年以来新高，2018 及 2019 年轻卡分别实现销售 188、190 万辆，维持较为稳定的增长。

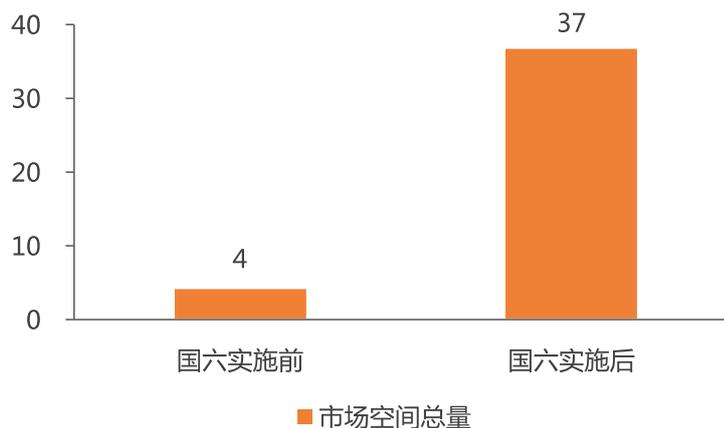
图 15：2010-2019 年国内轻卡及重卡情况



资料来源：中国卡车网、天风证券研究所

国六实施推动 EGR 渗透率提升，市场空间约 37 亿。根据 Wind 数据进行汇总计算，2019 年我国轻型柴油车销售量为 165 万辆，重型柴油车每年销售量为 130 万辆。国六标准实施后，轻型柴油车与重型柴油车 EGR 应用占比预计分别为到 80%、80%。我们假设轻型柴油车与重型柴油车生产销售规模不发生重大变化，测算得出市场空间约为 37 亿，国六实施前后市场规模拓展超 9 倍。

图 16：EGR 市场规模变化 (亿元)

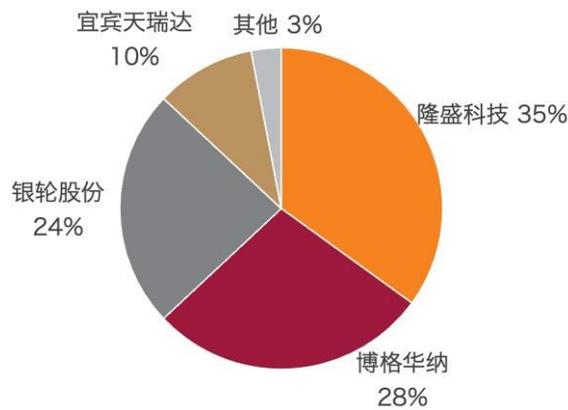


资料来源：wind、天风证券研究所

2.3. 国内市场三足鼎立，头部企业市占率 87%

EGR 国内市场集中度较高，头部公司市场占比达 87%。根据《2019 年内燃机工业年鉴》中的数据计算，隆盛科技、博格华纳与银轮股份为三家头部企业，2018 年市占率分别为 35%、28%、24%，前三家 EGR 生产企业市场总市占率为 87%。

图 17：EGR 市场竞争格局



资料来源：《内燃机工业年鉴 2019》、天风证券研究所

EGR 业务长期积累保证公司客户与技术优势。2017 年及以前，公司 EGR 收入比例长期保持 90%左右，主营业务覆盖了包括 EGR 阀、控制单元（ECU）、传感器、EGR 冷却器等核心零部件在内的 EGR 全产业链。主要产品受到包括江铃汽车、庆铃汽车、福田汽车、上汽通用五菱、南京依维柯等知名汽车制造商，以及东风康明斯、新晨动力、云内动力等知名发动机制造商的广泛认可，在行业内具有很强的质量竞争优势。

公司研发能力强，技术储备充足。公司是国家火炬计划重点高新技术企业，拥有一支具备多年研发经验的科研团队，长期致力于 EGR 领域的产品研究开发工作，近年来主导制定了多项国家行业标准。

EGR 龙头有望受益于行业快速扩容。隆盛科技确定 EGR 阀、冷却器、节气门为三大国六项目核心产品进行重点技术攻关与市场拓展。国六标准实施，EGR 行业需求将面临大幅扩容，公司产品 2018 年市占率达到 35%。EGR 产品技术升级换代速度较其他发动机产品更快，所以要求公司必须具备产品研发的前瞻性以及强大的技术储备。在国六市场的竞争中，公司凭借较强的产品竞争力和优质的客户资源有望推动公司产品市占率继续提升。

3. 马达铁芯：2025 年市场空间百亿级，即将成为增长新动力

3.1. 马达铁芯是新能源车的核心部件

驱动电机是新能源汽车的动力转化装置，由马达铁芯、机壳、连接器、旋转变压器等零部件装配而成。驱动电机通过将电能与机械能相互转换实现驱动作用，是新能源汽车的“心脏”。其驱动特性决定了汽车行驶的主要性能指标，不论新能源汽车电池的技术路线是锂电池、固态电池还是氢燃料电池等，都同样需要电机电控。因此，新能源汽车的快速发展给驱动电机及其核心零部件市场带来了发展机遇。

马达铁芯是决定电机性能的关键部件。驱动电机的核心部件马达铁芯由定子和转子组成，用来增加电感线圈的磁通量，以实现电磁功率的最大转换。转子的主要作用是产生旋转磁场，而定子的主要作用是在旋转磁场中被磁力线切割进而产生并输出电流。定子、转子铁芯的质量与性能直接决定了电机的性能、能效以及稳定性等关键指标。

图 18：几种新能源汽车常用驱动电机及马达铁芯

永磁同步电机	交流异步电机	开关磁阻电机	马达铁芯
<p>永磁同步电机是目前纯电动乘用车应用最广泛的电机类型，市面上绝大多数家用的主流电动汽车都搭载着永磁同步电机。</p>	<p>目前市面上采用交流异步电机的家用纯电动车型依然很罕见，目前主要集中在特斯拉车型和一些搭载前后双电机的纯电动车型，如Model S和蔚来ES6性能版。</p>	<p>虽然家用电动车型很少使用开关磁阻电机，但一些纯电动公交车、大巴常会使用此类电机。</p>	<p>新能源汽车驱动电机的核心部件马达铁芯由定子和转子组成，用来增加电感线圈的磁通量，以实现电磁功率的最大转换。</p>

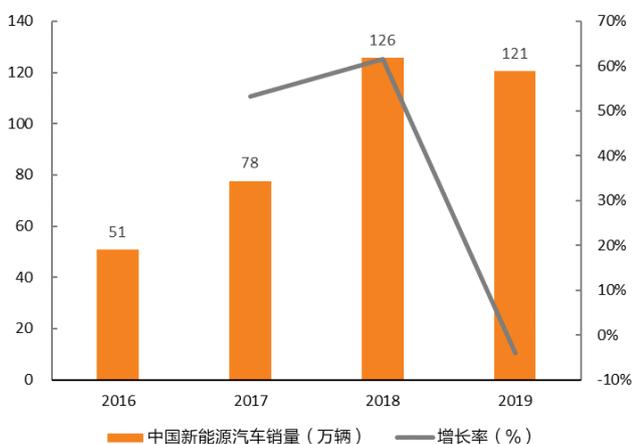
资料来源：电车资源、隆盛科技招股书、天风证券研究所

3.2. 新能源车销量增速放缓不改长期向好发展趋势

2019 年全球新能源车销量增速放缓。传统汽车产业的发展带来了对外石油高度依赖和环境污染不断加剧的各种问题，而随着能源安全和环境保护意识的提升，世界各国都增强了对新能源汽车技术研发与快速发展的诉求，加速推动新能源汽车产业的发展。

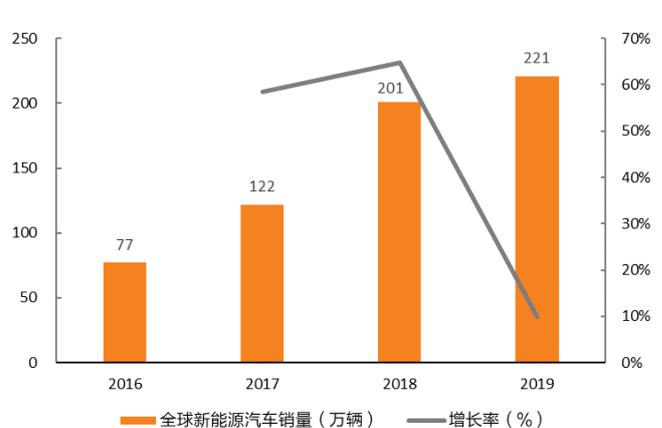
2017-2018 年，国内和全球的新能源汽车销量都维持着 50%以上的高速增长，2019 年受到国内补贴政策退坡等因素的综合影响，国内新能源汽车销量下降，因国内新能源汽车销量占全球销量比重较大，间接带动了全球新能源汽车销量增速放缓。

图 19：国内新能源汽车销量历史数据



资料来源：marklines、天风证券研究所

图 20：全球新能源汽车销量历史数据



资料来源：EV sales、天风证券研究所

虽然 2019 年全球新能源汽车销量增速放缓，但我们仍然认为未来新能源汽车销量会出现高速增长，主要原因是：

续航里程逐步提高，实用性增强。随着新能源汽车技术的进步与突破，新能源汽车的各项性能逐步完善，续航里程逐步提高，实用性增强。根据汽车之家数据，追踪宝骏 E100、欧拉 iQ、小鹏 G3 以及 Model S 四款典型纯电动车型 2017 年-2021 年续航里程变化，明显看出纯电汽车续航里程逐年提升，同一车型年续航里程提高量约为 50 公里。

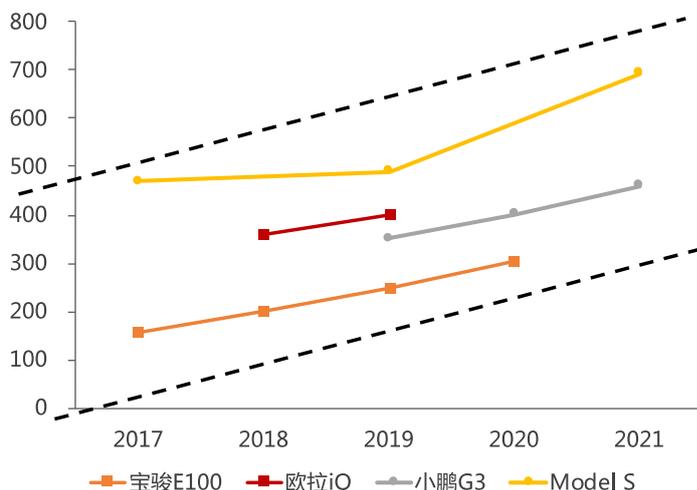
表 8：典型车型续航里程变化

生产厂商	车型	续航里程 (km)				
		2017	2018	2019	2020	2021

上汽通用五菱	宝骏 E100	155	200	250	305	-
长城汽车	欧拉 iQ	-	360	401	-	-
小鹏汽车	小鹏 G3	-	-	351	401	460
特斯拉	Model S	470	-	490	-	694

资料来源：汽车之家、天风证券研究所

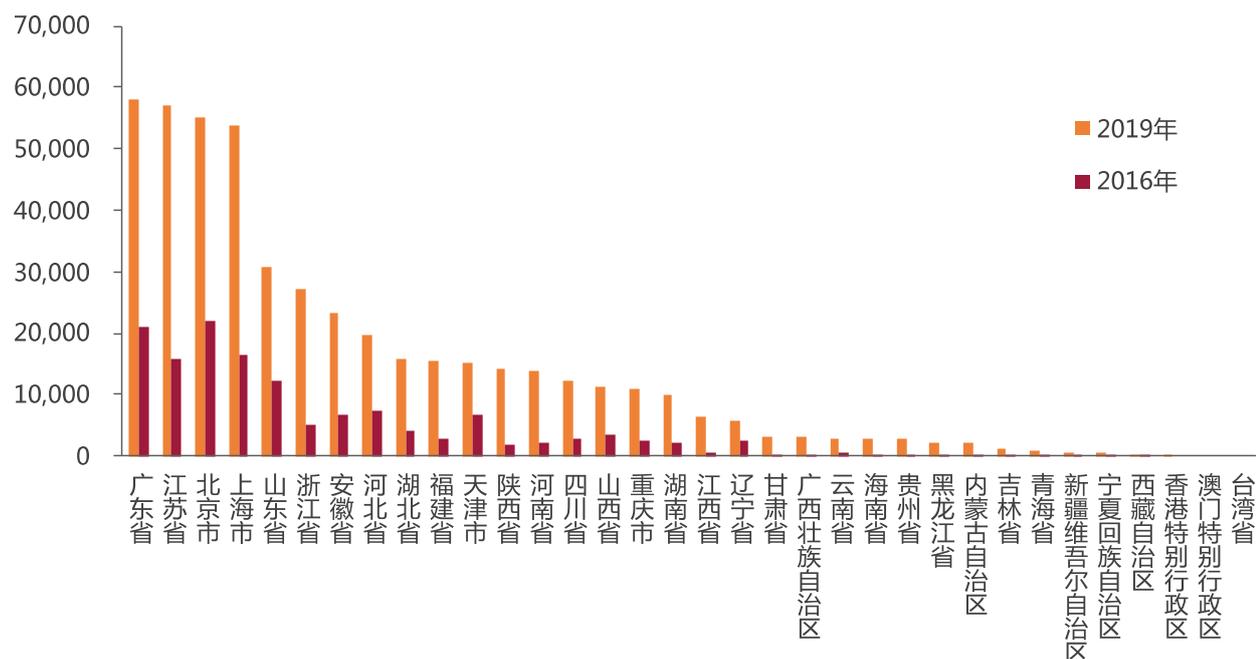
图 21：典型车型续航里程呈上升趋势（km）



资料来源：汽车之家、天风证券研究所

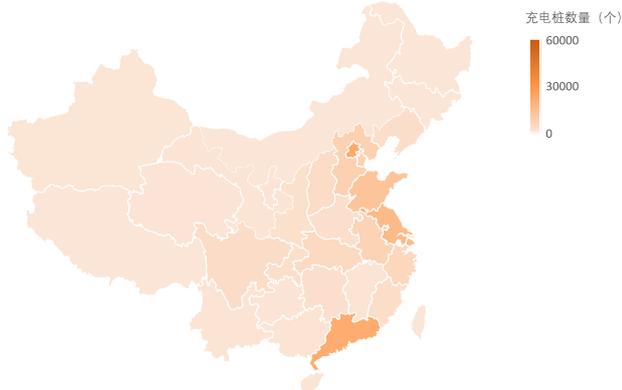
充电基础设施建设进度推进，充电桩覆盖率提升。充电桩的建设和完善，使得用户充电不再成为难题，根据国家能源局以及中国充电联盟的数据，我国公用充电桩总量从 2016 年 12 月的 14 万增长至 2019 年 10 月近 48 万，总量增长 238%。对比 2016 年 12 月与 2019 年 10 月的充电桩建设运营情况，北京、上海、广东、江苏等省市充电桩保有量均从 1-2 万个增长至 5 万个以上。

图 22：我国各省充电桩建设运营数量（单位：个）



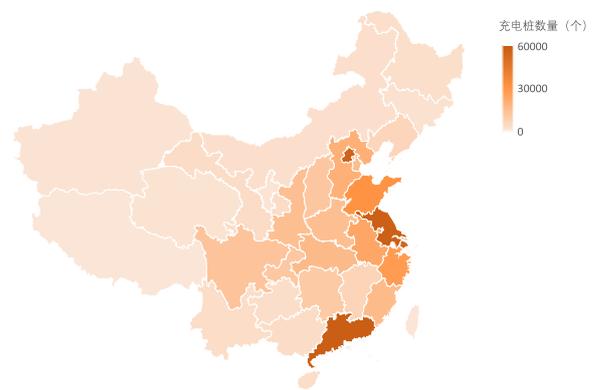
资料来源：国家能源局、中国电动汽车充电基础设施促进联盟、天风证券研究所

图 23：2016 年我国充电桩建设运营情况



资料来源：国家能源局、中国电动汽车充电基础设施促进联盟、天风证券研究所

图 24：2019 年我国充电桩建设运营情况



资料来源：国家能源局、中国电动汽车充电基础设施促进联盟、天风证券研究所

新能源产业政策持续，支持力度较大。2015 年 4 月，国家财政部发布《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》，明确中央财政对新能源汽车购买给予补助，后发布《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，进一步延长了补贴期限，平缓补贴退坡的力度和节奏。2019 年 6 月发布了《关于修改〈乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法〉的决定》，加大对充电基础设施的补贴力度，落实各种充电优惠政策。2020 年 10 月，国务院办公厅印发《新能源汽车产业发展规划(2021—2035 年)》，促进我国新能源汽车产业竞争力逐步提高。

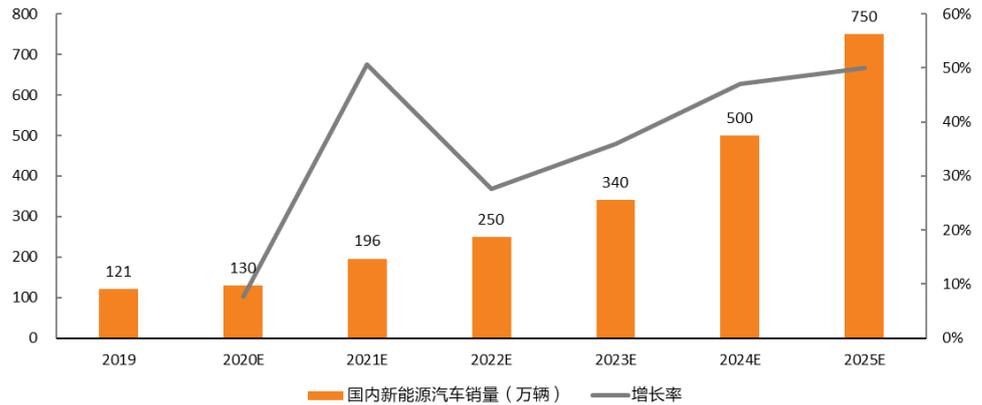
表 9：中国新能源产业政策

时间	政策	具体内容
2015 年 4 月	《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》	在全国范围内开展新能源汽车推广应用工作，中央财政对购买新能源汽车给予补助，实行普惠制。
2018 年 1 月	《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	延长补贴期限，平缓补贴退坡力度和节奏；适度提高新能源汽车整车能耗、纯电动乘用车纯电续驶里程门槛；调整补贴方式，开展燃料电池汽车示范应用。
2019 年 6 月	《绿色出行行动计划(2019—2022 年)》	推进绿色车辆规模化应用。进一步加大节能和新能源车辆推广应用力度。加大对充电基础设施的补贴力度，推广落实各种形式的充电优惠政策。
2020 年 6 月	《关于修改〈乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法〉的决定》	明确了 2021-2023 年新能源汽车积分比例要求分别为 14%、16%、18%；建立了企业传统能源乘用车节能水平与新能源汽车正积分结转的关联机制；完善了新能源汽车积分灵活性措施等。
2020 年 10 月	《新能源汽车产业发展规划(2021—2035 年)》	提出到 2025 年，新能源汽车竞争力明显提高，销量占当年汽车总销量的 20%；到 2030 年，新能源汽车形成市场竞争优势，销量占当年汽车总销量的 40%。

资料来源：国务院、工信部、天风证券研究所

在技术持续进步、基础设施逐步完善和利好政策的多重推动下，我国新能源汽车产业技术水平将逐步提升、产业体系日趋完善、企业竞争力大幅增强，供求两端发力带来广阔的未来市场空间。参考《新能源汽车产业发展规划(2021-2035)》，即到 2025 年新能源汽车竞争力明显提高，销量占当年汽车总销量的 20%，我们认为到 2025 年我国新能源汽车销量有望达 750 万辆。

图 25：中国市场新能源汽车销量预测



资料来源：《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》、天风证券研究所

从世界范围来看，当前海外各国加大对新能源汽车推广力度，纷纷推出高强度电动车支持政策。2020年1月1日，欧盟正式实施碳排放法规，无法达标车企将面临巨额罚款；美国在2020年6月发布美国环境和地面运输新愿景法案，推进充电基础设施建设；日本也提出到2035年，混动、电动及插混汽车新车销售市场占比达到50%-70%的目标等等。

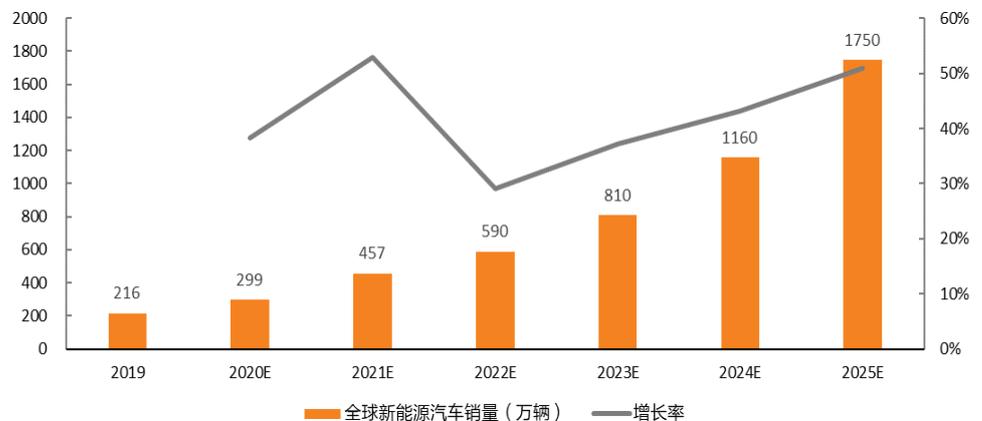
表 10：其他国家地区新能源产业政策

国家/地区	时间	政策内容
法国	2020.5	启动汽车产业援助计划，合计 80 亿欧元。将个人购买电动车的政府补贴从 6000 欧元提高到 7000 欧元；2025 年实现每年生产 100 万辆新能源汽车的目标
德国	2020.6	启动“投资未来汽车”一揽子计划，投资总额为 280 亿欧元，计划将投资 19 亿欧元资助研发环保驱动和能源项目，包括电动车基础设施扩建、氢能和燃料电池技术等。
欧盟	2020.5	2020 年 6 月全面启动一揽子经济纾困计划，包括在 2025 年之前建设 200 万个电动汽车公共充电站。
日本	2020.12	规划到 2035 年，混动、电动及插混汽车新车销售市场占比 50%-70%。

资料来源：盖世汽车、第一财经、天风证券研究所

世界范围内各国的扶持政策 and 限排法规大力推动了新能源汽车行业的发展，我们预计到2025年全球市场新能源汽车销量有望达1750万辆。

图 26：全球市场新能源汽车销量预测



资料来源：盖亚汽车、《新能源汽车产业发展规划(2021—2035年)》、天风证券研究所

3.3. 2025 年马达铁芯全球市场规模有望达百亿

单电机仍是主流，双电机车型逐步推出。在新能源汽车的具体制造技术发展方面，目前市场上大多数新能源汽车仍使用单电机驱动，这是由于双电机驱动操作过程复杂，还需要协调两个电机之间的平衡与控制，对于技术的要求也比较高，造车成本也相对较高。

表 11：双电机优缺点列举

双电机驱动优势	双电机驱动缺点
提高整车的工作效率，从而提高续航里程	本身的操作过程要比单电机驱动系统复杂的多
提升整车的操控性、稳定性、制动性能和爬坡能力	双电机驱动技术需要协调两个电机的平衡控制，对技术要求更高
大幅提高能量利用效率，比单电机更加节能环保	有些双电机驱动技术的成本高于单电机驱动

资料来源：电动邦、天风证券研究所

尽管如此，由于双电机本身在能量转换效率和各项性能方面比单电机具有更大的优势，近两年随着新能源汽车技术的不断进步和突破，已经有越来越多的车企开始推出双电机车型，双电机车型未来的占比有望提升。

表 12：部分双电机驱动代表车型

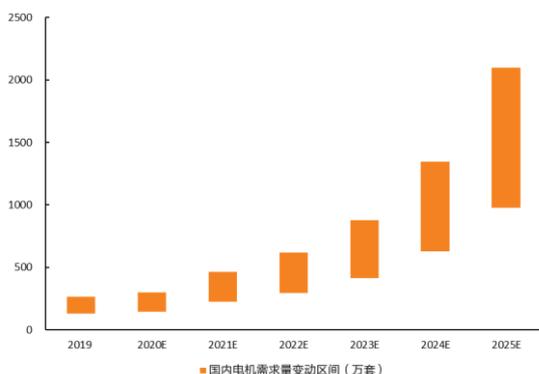
双电机代表车型	价位	纯电续航	最大功率
比亚迪唐 DM	23.68-31.48 万	81-565 公里	431kw
长安 CS75 PHEV	17.58-20.78 万	60 公里	255kw
前途 k50	75.43 万	380 公里	320kw
特斯拉 Model 3 四驱版	26.97-41.98 万	468-668 公里	202-340kw
蔚来 ES6	35.80-52.60 万	420-610 公里	320-400kw

资料来源：太平洋汽车网、天风证券研究所

基于未来配备双电机驱动系统车型所占新能源汽车比例将会增加的假设，可以预计在 2025 年，保守预计双电机驱动车型所占新能源汽车的比例为 30%，乐观估计达 50%左右。

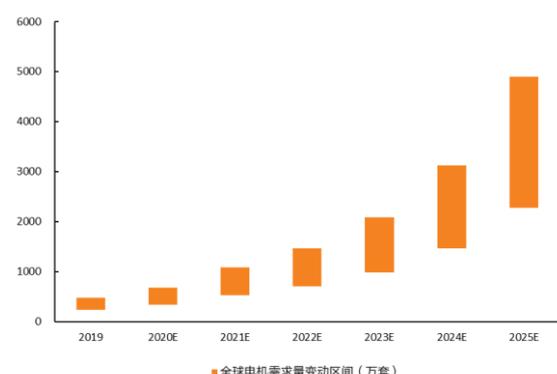
结合目前新能源汽车的销量预计以及双电机车型占比分析，可估算 2025 年中国市场新能源汽车电机需求量将在 975 万套到 1125 万套之间，估算 2025 年全球市场新能源汽车电机需求量将在 2275 万套到 2625 万套之间。

图 27：中国市场电机需求量预测



资料来源：marklines、天风证券研究所

图 28：全球市场电机需求量预测

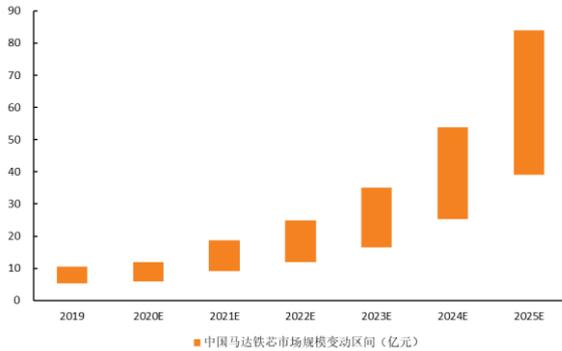


资料来源：marklines、天风证券研究所

依据公司 2020 年 9 月发布的项目募资说明书中预计产能和营收数据可推算出马达铁芯单价在 400 元左右，可预计国内马达铁芯市场规模在 2025 年可达 39 亿元到 45 亿元之间，2025 年全球马达铁芯市场规模约在 91 亿元和 105 亿元之间。按照乐观情况测算，全球市

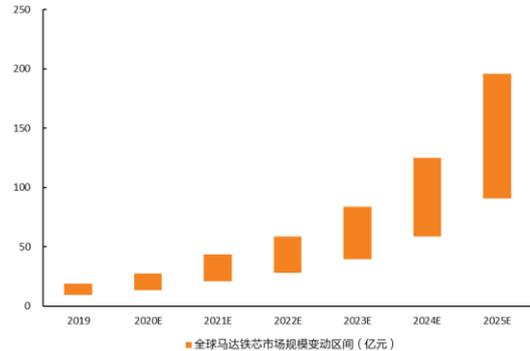
场年化复合增速高达 49%。

图 29: 国内马达铁芯市场规模预测



资料来源: 太平洋汽车网、marklines、天风证券研究所

图 30: 全球马达铁芯市场规模预测



资料来源: 太平洋汽车网、EV Sales、天风证券研究所

3.4. 产品获得客户认可，继续加大马达铁芯布局

马达铁芯项目获得产业认可，客户快速积累。马达铁芯是公司的新业务，2019 年 5 月公司新能源汽车驱动电机马达铁芯产品取得联合汽车电子认证，成为其马达铁芯的一级供应商，同时项目也获得了日系客户、大众、蔚来、广汽新能源、电咖等客户的二级供应商定点资格，公司的马达铁芯产品快速受到了下游客户的认可，未来有望继续拓展其他客户。

目前马达铁芯的客户相对优质，如蔚来、大众、尼桑、广汽新能源等，产品竞争力强的下游客户有望带动公司马达铁芯产品销量扩大。蔚来 2020 年 11 月交付量 5291 辆，在“造车新势力”中排名第一；广汽新能源旗下品牌埃安 2020 年 11 月销量 7216 辆，同比增长 20%；大众 ID.3 目前（2020 年 10 月）欧洲市场单月销量破万，明年登陆国内市场表现可期。

表 13: 公司主要客户状况

客户	主要产品	生产销售情况
蔚来	ES8、ES6、EC6	2020 年 11 月交付量 5291 辆，在“造车新势力”中排名第一。
大众	ID.3	大众 ID.3 将于明年上市，欧洲市场目前表现优秀，2020 年 10 月销量破万。
广汽新能源	AION S、AION LX	2020 年 11 月，广汽埃安正式独立后首月销量 7216 辆，同比增长 20%

资料来源: 广汽集团微信公众号、蔚来微信公众号、财经网、天风证券研究所

定增募集资金投资建设 120 万套/年马达铁芯项目，扩大马达铁芯生产规模。随着终端客户对驱动电机产品需求的不断上升，公司在马达铁芯业务上加大投入，2020 年 9 月向特定对象发行股票募集资金，主要用于新能源汽车驱动电机马达铁芯项目，项目投资额达 2.23 亿元，旨在公司原有厂区的基础上，投资建设新能源汽车驱动电机马达铁芯生产设施。项目达产后预计形成 120 万套/年马达铁芯的生产能力，包括 ϕ 220 系列和 ϕ 210 系列两大平台马达铁芯，主要为大众 MEB、蔚来汽车、日产尼桑、博世汽车、广汽集团及电咖新能源汽车驱动电机配套。

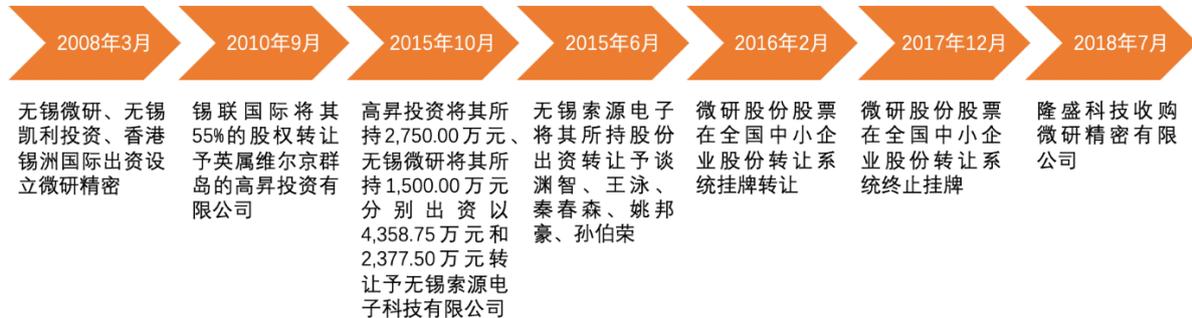
4. 微研精密：不仅仅是完成业绩承诺，外延能力是核心

4.1. 具备日资背景，精密制造技术实力领先

日企注资创办，曾于新三板挂牌。隆盛科技于 2018 年以 3 亿元收购微研精密有限公司 100% 股权。微研精密在 2008 年由无锡微研有限公司、无锡凯利投资有限公司、香港锡洲国际有限公司共同注资设立。其中无锡微研为中国较早由外资创办的规模化精密模具企业之一，无锡微研由日本微研株式会社在 1994 年投资创办，该日企在日本精密模具行业享有盛誉，

尤其在电子与半导体模具方面具有独特的技术与工艺。2015年无锡微研有限公司将其持有微研精密股份转让予无锡索源电子科技有限公司。2016年微研精密在新三板挂牌转让，次年停止挂牌，并于2018年被隆盛科技收购。

图 31：微研精密历史沿革



资料来源：隆盛科技公司公告、天风证券研究所

产品涉及多领域，定位高端精密零部件国产化。微研精密主要业务涉及精密冲压模具、高端汽车、通讯电子精密零部件开发制造、航天领域精密零部件开发制造，提供贯穿整个新品前期开发试样、中期过程改善到后期量产应用的全过程服务。具体产品包括汽车照明系统部件、减震系统部件、安全系统部件、精密注塑件等。

图 26：微研精密产品体系



资料来源：微研精密公司官网、天风证券研究所

公司所处行业关联广泛，冲压产品应用性强。冲压行业是金属成形加工行业中重要的分行业，是机械制造业的基础行业，其产品涉及家电制造业、汽车制造业、电子电器业等诸多方面，运用范围非常广泛。主要通过冲压工艺将金属材料加工成一定形状后实现其应用，因此，金属结构制造业企业面对的客户几乎是所有需要中小型金属零部件的企业。行业上游主要为金属原料制、代理、加工或经销商，其下游应用产业范围广泛，包含汽车、消费性电子产品及各类机械仪器等。

图 27：冲压行业上、中、下游产业关联性



资料来源：隆盛科技创业板向特定对象发行股票募集说明书、天风证券研究所

表 14：冲压产品突出特点

特点	描述
产品质量一致性	所有同型号产品质量高度一致，所有同型号产品实现完全互换
装配合适性	所有零件必须达到与其他各种零件在装配方面的完美配合，特别是高精度机电设备的精密零部件，要求的尺寸误差非常苛刻
生产高效性	与其他金属成形工艺如铸造、锻造等相比，冲压工艺在生产效率方面具有明显的优势

资料来源：隆盛科技创业板向特定对象发行股票募集说明书、天风证券研究所

精密技术“高精尖”，承担国家级航天工程。微研精密具备模具开发和制造领域 20 年技术积累，中日技术同步开发成为支撑其在全球范围内研发与制造的基础。在精密加工产品方面，公司以传统精密民品和模具制造为基础，同时向航空航天等领域的军品发展，主要是为航天五院出售航空航天超精密机加工零件。2015 年，微研精密旗下子公司中佳精机配合航天五一八所进行机械臂及配套产品零/组件加工，承担起航空量级的国家重大项目任务工作，并且其军用卫星收发系统的零件已经实现了量产。

业内口碑良好，形成优质客户群。经过多年发展，微研精密凭借其强大的技术研发实力、稳定的产品性能、全面完善的售后服务体系，形成了优越的品牌效应。截至 2018 年，微研精密的客户主要以汽车行业内的顶级部件供应商为主，如联合汽车电子有限公司、日本 ALPS 电气株式会社(无锡阿尔卑斯电子有限公司)、无锡理昌科技有限公司、德国博泽集团(博泽(上海)汽车零部件制造有限公司)、舍弗勒(中国)有限公司、盖茨胜地汽车水泵产品(烟台)有限公司、延锋安道拓座椅机械部件有限公司等。

4.2. 整合效果良好，微研精密超额完成业绩承诺

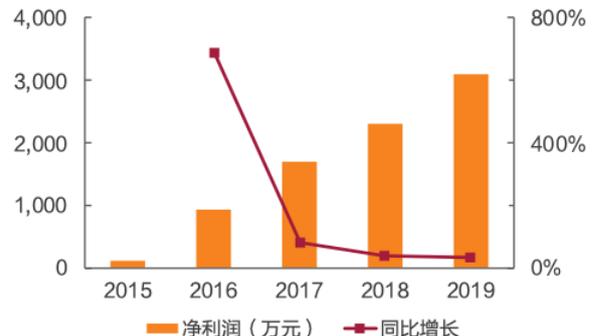
微研精密于 2018 年被隆盛科技收购以来维持着较好的财务表现。微研精密在 2018 年度和 2019 年度都超额完成了业绩承诺，其扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润都达到并超过了 2,204.24 万元、2,870.14 万元的要求。

微研精密的净利润在近两年维持 30% 以上的增长率，在 2019 年度达到 3087.60 万元，实现两年内业绩将近翻番。营业收入在 2019 年度达到 2.63 亿元，相比 2017 年增长了 40%。

图 28：微研精密近五年营业收入情况



图 29：微研精密近五年盈利情况



资料来源：wind、天风证券研究所

资料来源：wind、天风证券研究所

4.3. 微研精密具备持续向外延展的实力

马达铁芯项目是微研精密技术实力的体现。隆盛科技在收购微研精密后，双方在市场、技术、研发等方面的协同效应得到充分发挥，隆盛科技的客户资源优势提升，技术研发能力增强，业务布局也得到了拓展。

凭借从 2018 年 9 月完成微研精密的收购，隆盛科技开始对新能源汽车驱动电机马达铁芯进行布局，2017 年微研精密已对新能源汽车驱动电机马达铁芯进行研发，2019 年 5 月，微研精密为联电新能源汽车二代驱动电机平台项目提供的马达铁芯产品获联电审核通过。通过收购微研精密，隆盛科技获得了参与新能源汽车行业快速发展的机会。

表 15：马达铁芯研发时间线

时间	事件
2017 年	微研精密开始对新能源汽车驱动电机马达铁芯进行研发
2018 年 8 月	公司正式完成对微研精密的全资收购，由此开始对新能源汽车驱动电机核心部件马达铁芯产品进行相关布局
2018 年 11 月	微研精密成功开发了集成高端驱动电机马达铁芯生产线，MEB 项目交样合格
2019 年 5 月	微研精密为联电新能源汽车二代驱动电机平台项目提供的马达铁芯产品获其生产件批准程序（PPAP）审核通过
2020 年 9 月	创业板向特定对象发行股票募集资金 17,000 万元投入新能源汽车驱动电机马达铁芯投资项目

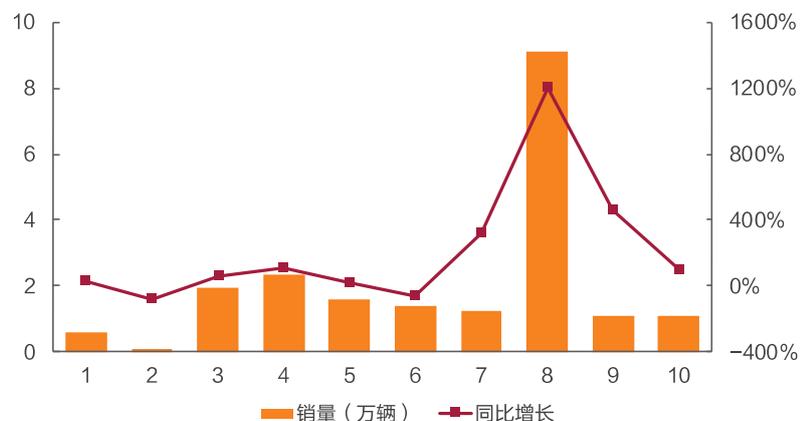
资料来源：隆盛科技创业板向特定对象发行股票募集说明书、天风证券研究所

不断延伸产业链，拓展更多可能性。2019 年微研精密新设控股子公司柳州微研天隆和柳州致盛均在年内注册完成并已逐步进入运营阶段，旨在促进公司在汽车传感器领域的业务布局。我们认为微研精密具备较为深厚的技术沉淀，在中国制造持续发展的背景下，微研精密有望利用自身精密制造方面的优势持续实现外延发展。

5. 天然气喷射系统：同博世深度合作，产品有望受益于合作优势

天然气重卡销量呈上涨趋势。根据交强险上牌信息统计，2020 年 1-10 月我国天然气重卡每月销量主要呈现上涨趋势。2 月受疫情影响，天然气重卡销量受挫，在疫情势头控制以后实现三月连涨，经 6 月销量增速低迷后，7、8 月份销量增速触底反弹。总体来说，前十个月的销量复合增长率约为 6.84%，可以看出天然气重卡景气度走高趋势明显。

图 30：2020 年 1-10 月我国各月天然气重卡销量及同比



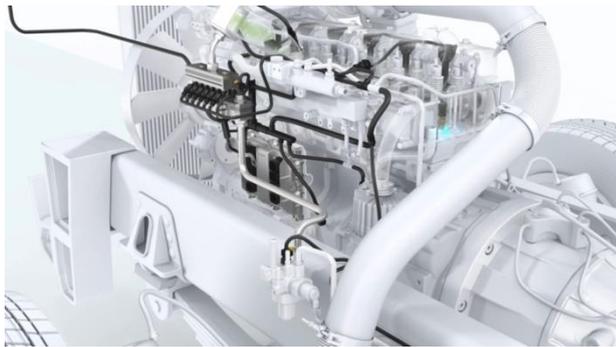
资料来源：商用车、天风证券研究所

天然气喷射系统获得博世认可，产品定位为全球同步水平。与博世自 2017 年 10 月开始配合开发的“天然气喷射系统”项目在 2019 年已经完成 A、B 样件阶段的相关试验验证工作，

且隆盛获得了博世“天然气喷射系统”项目的供应商定点。截至 2020 年 11 月，隆盛前期已完成了 C 样件阶段的相关试验验证工作，并已具备量产条件，获得博世生产件批准程序（PPAP）审核通过。该项目顺利实施后，隆盛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，产品定位为全球同步水平。

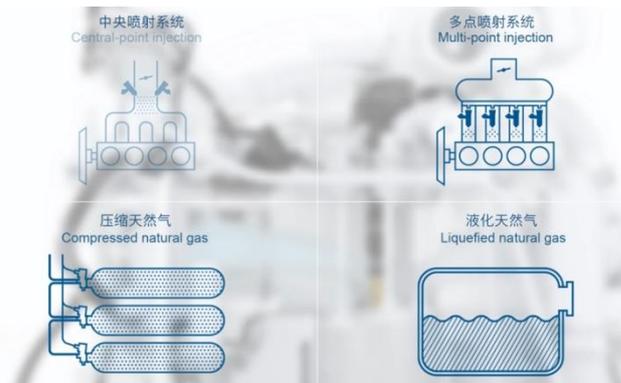
天然气喷射系统是以压力调节器、天然气喷嘴、发动机电子控制单元（ECU）为核心构成部件的动力系统，常见的类型有中央喷射系统与多点喷射系统。在系统运作时，气瓶里的压缩天然气或液化天然气通过压力调节器从燃料箱输送到天然气发动机，由天然气喷嘴将天然气（CNG 或 LNG）喷入进气管。

图 31：博世天然气喷射系统的组成



资料来源：博世汽车售后公众号、天风证券研究所

图 32：中央喷射系统、多点喷射系统图例



资料来源：博世汽车售后公众号、天风证券研究所

需求有望放量，合作尽显实力。隆盛科技于 2020 年 9 月发布股票募集说明书拟募集资金，计划建设 9 万套/年的天然气喷射气轨总成生产能力项目，总投资额达到 4,588.23 万元，产品应用于天然气汽车喷射系统。

博世是全球领先的汽车发动机总成系统提供商，天然气发动机总成业务是其未来重点发展方向之一，其终端客户包括潍柴动力、康明斯等。博世总部目前已经将天然气业务单元从德国转移至中国，后续将立足中国将此业务覆盖全球。天然气喷射系统项目达产后，受益于市场需求的上涨以及合作地位的优越，公司盈利水平有望提高。

6. 盈利预测与投资建议

目前公司业务主要分为 EGR 系统、汽车冲压件、马达铁芯、天然气喷射系统和其他（包括注塑件等）五大块，我们认为公司明年 EGR 系统和马达铁芯业务有望迎来高速增长，天然气喷射系统明年可开始贡献业绩，汽车冲压件和其他业务将维持较快增长，相关假设如下：

1、**EGR 业务：**国五 EGR 市场空间约 4 亿，国六实施后 EGR 市场空间有望提高至 37 亿，是国六实施前的 9 倍以上，公司产品市占率 35%，行业需求大幅扩容背景下 EGR 业务有望高速，预计 2020-2022 年 EGR 收入为 1.86、5.57 和 9.18 亿，同比增长 30%、200%和 65%；

2、**马达铁芯：**公司马达铁芯已成为尼桑、大众、蔚来、广汽新能源等供应商，公司产品获得客户认可，竞争实力强，未来有望继续拓展其他客户，公司定增建设 120 万套/年马达铁芯项目，未来产能有望持续放量，预计 2020-2022 年马达铁芯收入为 0.43、2.97 和 5.95 亿，同比增长 100%、600%和 100%；

3、**天然气喷射系统：**公司获得博世生产件批准程序（PPAP）审核通过，已具备量产条件，并计划建设 9 万套/年的天然气喷射气轨总成生产能力项目，预计明年可开始贡献收入，预计 2021-2022 年收入为 1.2 和 1.8 亿，同比增长 100%和 50%

4、**冲压件产品：**这部分主要是微研精密的冲压业务，微研精密近年业绩快速增长，预计将能够维持增速水平，2020-2022 年收入为 2.33、3.02 和 3.93 亿，同比增长 30%、30%和 30%。

综合以上，我们预计公司 2020-2022 年营业收入为 5.71、14.20 和 22.73 亿元，同比增长

40.45%、148.64%和 60.07%；2020-2022 年归母净利润为 0.54、1.55 和 2.63 亿，同比增长 80.76%、185.41%和 69.39%，EPS 为 0.38、1.07 和 1.82 元，对应 PE 为 84.8、29.7 和 17.5 倍。

我们选取奥福环保、银轮股份、拓普集团、三花智控和艾可蓝为可比公司，可比公司 2021 年 PE 平均水平为 35 倍，隆盛科技是 EGR 行业龙头，公司 EGR 和马达铁芯业务产品竞争力强，未来有望实现高速增长，公司业绩增速高，参照国六产业链和新能源车产业链估值，我们给予公司 2021 年目标估值 PE40 倍，目标股价 42.8 元，给予“买入”评级。

表 16：业绩分拆预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EGR 系列产品					
收入（百万元）	114.00	142.70	185.51	556.53	918.27
同比（%）		25.18%	30.00%	200.00%	65.00%
成本（百万元）	77.61	106.57	137.28	400.70	661.16
毛利（百万元）	36.39	36.13	48.23	155.83	257.12
毛利率(%)	31.92%	25.32%	26.00%	28.00%	28.00%
冲压件产品					
收入（百万元）	64.10	178.90	232.57	302.34	393.04
同比（%）		179.10%	30.00%	30.00%	30.00%
成本（百万元）	46.36	131.01	169.78	217.69	282.99
毛利（百万元）	17.74	47.89	62.79	84.66	110.05
毛利率(%)	27.68%	26.77%	27.00%	28.00%	28.00%
马达铁芯					
收入（百万元）	0	0	42.48	297.35	594.69
同比（%）		-	100.00%	600.00%	100.00%
成本（百万元）	-	-	32.71	214.09	428.18
毛利（百万元）	-	-	9.77	83.26	166.51
毛利率(%)	-	-	23.00%	28.00%	28.00%
天然气喷射系统					
收入（百万元）	0	0	0.00	120.00	180.00
同比（%）		-	0.00%	100.00%	50.00%
成本（百万元）	-	-	-	84.00	126.00
毛利（百万元）	-	-	-	36.00	54.00
毛利率(%)	-	-	0.00%	30.00%	30.00%
其他					
收入（百万元）	48.4	85	110.50	143.65	186.75
同比（%）		75.62%	30.00%	30.00%	30.00%
成本（百万元）	36.43	52.95	68.51	89.06	115.78
毛利（百万元）	11.97	32.05	41.99	54.59	70.96
毛利率(%)	24.73%	37.70%	38.00%	38.00%	38.00%
合计					
收入（百万元）	226.56	406.55	570.99	1,419.70	2,272.49
同比（%）		79.44%	40.45%	148.64%	60.07%
成本（百万元）	160.46	290.48	408.20	1,005.37	1,613.84
毛利（百万元）	66.10	116.07	162.79	414.33	658.65
毛利率(%)	29.18%	28.55%	28.51%	29.18%	28.98%

资料来源：Wind、天风证券研究所

表 17：可比估值表

股票代码	公司名称	收盘价		EPS (元/股)			PE (倍)			
		2020/12/11	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
688021.SH	奥福环保	67.23	0.67	1.10	1.75	2.68	100.34	61.12	38.42	25.09
601689.SH	拓普集团	38.11	0.43	0.56	0.88	1.13	88.63	68.05	43.31	33.73
002050.SZ	三花智控	22.20	0.51	0.42	0.53	0.63	43.53	52.86	41.89	35.24
002126.SZ	银轮股份	12.29	0.40	0.49	0.61	0.75	30.73	25.08	20.15	16.39
300816.SZ	艾可蓝	91.43	1.72	1.64	2.82	4.78	53.16	55.75	32.42	19.13
	行业平均						63.28	52.57	35.24	25.91
300680.SZ	隆盛科技	31.85	0.21	0.38	1.07	1.82	152.87	84.57	29.63	17.49

资料来源：Wind、天风证券研究所 备注：奥福环保为天风盈利预测，其他采用 wind 一致预期

7. 风险提示

行业政策执行低于预期的风险：国六政策若实施低于预期，则可能会导致尾气后处理产品的市场规模扩张停滞，行业内公司经营情况会面临下行风险；

汽车行业销量下行的风险：宏观经济下行压力较大，若汽车行业整体需求下行，则会导致尾气后处理行业景气程度下降；

国产替代低于预期的风险：目前行业以外资品牌为主，国产品牌若无法凭借其物美价廉的优势继续拓展市场或国产产品质量出现较大问题，则可能导致市场份额的收缩；

行业竞争加剧的风险：国六标准执行带来行业市场空间扩大，或将导致更多的竞争者进入这个市场，未来若行业竞争加剧，则可能导致各公司市场份额下降的风险；

新产品拓展不达预期的风险：公司马达铁芯和天然气喷射系统均有新产品，若因市场环境或其他因素导致新产品拓展不达预期，则可能会造成公司业绩低于现有预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	65.58	60.71	45.68	113.58	136.35	营业收入	226.56	406.55	570.99	1,419.70	2,272.49
应收票据及应收账款	146.64	157.18	255.20	533.52	476.47	营业成本	160.46	290.48	408.22	1,005.42	1,613.92
预付账款	2.96	3.24	6.42	16.84	19.81	营业税金及附加	2.36	2.97	4.00	9.94	15.91
存货	119.04	128.10	144.05	358.66	358.64	营业费用	11.33	18.13	19.98	49.69	79.54
其他	19.44	35.50	52.68	42.55	50.59	管理费用	27.20	32.28	39.97	92.28	136.35
流动资产合计	353.66	384.74	504.02	1,065.15	1,041.86	研发费用	15.89	23.17	31.40	78.08	124.99
长期股权投资	0.00	4.91	4.91	4.91	4.91	财务费用	5.44	9.15	8.47	11.86	10.07
固定资产	212.21	236.02	299.25	359.46	404.85	资产减值损失	3.04	(0.81)	1.40	1.21	0.60
在建工程	62.95	134.33	116.60	117.96	100.77	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	55.56	52.70	49.47	46.25	43.02	投资净收益	2.62	0.33	1.15	1.15	1.15
其他	195.66	184.40	182.14	177.95	170.05	其他	(8.73)	(0.10)	(2.30)	(2.30)	(2.30)
非流动资产合计	526.39	612.36	652.38	706.53	723.61	营业利润	6.94	30.94	58.70	172.36	292.26
资产总计	880.05	997.10	1,156.40	1,771.68	1,765.46	营业外收入	2.41	3.10	3.28	2.93	3.10
短期借款	165.00	182.73	148.44	342.93	109.23	营业外支出	3.01	0.03	1.03	1.36	0.81
应付票据及应付账款	73.86	130.60	250.28	475.86	600.09	利润总额	6.34	34.01	60.94	173.93	294.56
其他	20.48	20.29	18.15	68.21	59.35	所得税	0.41	3.69	6.09	17.39	29.46
流动负债合计	259.34	333.62	416.87	887.00	768.67	净利润	5.92	30.32	54.85	156.54	265.10
长期借款	50.00	60.09	39.97	74.00	0.00	少数股东损益	2.09	0.28	0.55	1.57	2.59
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	3.83	30.04	54.30	154.97	262.52
其他	15.00	14.64	13.22	14.29	14.05	每股收益(元)	0.03	0.21	0.38	1.07	1.82
非流动负债合计	65.00	74.73	53.18	88.29	14.05						
负债合计	324.33	408.36	470.05	975.28	782.72	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	31.11	41.56	41.67	43.23	45.82	成长能力					
股本	74.31	74.31	144.18	144.18	144.18	营业收入	50.57%	79.44%	40.45%	148.64%	60.07%
资本公积	361.30	361.30	350.88	350.88	350.88	营业利润	-58.42%	345.52%	89.71%	193.64%	69.56%
留存收益	450.33	472.91	441.05	549.53	733.29	归属于母公司净利润	-79.06%	684.89%	80.76%	185.41%	69.39%
其他	(361.33)	(361.33)	(291.43)	(291.43)	(291.43)	获利能力					
股东权益合计	555.71	588.74	686.35	796.40	982.74	毛利率	29.17%	28.55%	28.51%	29.18%	28.98%
负债和股东权益总计	880.05	997.10	1,156.40	1,771.68	1,765.46	净利率	1.69%	7.39%	9.51%	10.92%	11.55%
						ROE	0.73%	5.49%	9.28%	22.34%	29.92%
						ROIC	3.67%	5.34%	8.10%	20.56%	25.17%
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
净利润	5.92	30.32	54.30	154.97	262.52	资产负债率	36.85%	40.95%	40.65%	55.05%	44.34%
折旧摊销	17.62	9.87	17.73	21.66	25.02	净负债率	26.89%	30.93%	20.80%	38.09%	-2.76%
财务费用	5.58	9.11	8.47	11.86	10.07	流动比率	1.36	1.15	1.21	1.20	1.36
投资损失	(2.62)	(0.33)	(1.15)	(1.15)	(1.15)	速动比率	0.90	0.77	0.86	0.80	0.89
营运资金变动	43.07	(6.54)	(15.95)	(212.34)	169.11	营运能力					
其它	(44.97)	22.69	0.55	1.57	2.59	应收账款周转率	1.84	2.68	2.77	3.60	4.50
经营活动现金流	24.61	65.11	63.94	(23.42)	468.15	存货周转率	2.73	3.29	4.20	5.65	6.34
资本支出	354.80	101.71	61.43	78.93	50.24	总资产周转率	0.34	0.43	0.53	0.97	1.28
长期投资	0.00	4.91	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
其他	(435.38)	(193.86)	(120.28)	(157.78)	(99.09)	每股收益	0.03	0.21	0.38	1.07	1.82
投资活动现金流	(80.58)	(87.24)	(58.85)	(78.85)	(48.85)	每股经营现金流	0.17	0.45	0.44	-0.16	3.25
债权融资	215.00	242.82	188.41	416.93	109.23	每股净资产	3.64	3.80	4.06	4.81	6.09
股权融资	189.53	(9.15)	51.02	(11.86)	(10.07)	估值比率					
其他	(352.49)	(214.65)	(259.55)	(234.90)	(495.69)	市盈率	1,202.51	153.21	84.76	29.70	17.53
筹资活动现金流	52.04	19.02	(20.12)	170.17	(396.53)	市净率	8.77	8.41	7.86	6.63	5.24
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	35.02	27.86	56.12	23.95	14.08
现金净增加额	(3.94)	(3.10)	(15.03)	67.90	22.77	EV/EBIT	56.84	29.66	70.93	26.76	15.25

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com