

2020 年 10 月 21 日

布局 EPS 聚焦执行层 泵类龙头掘金自动驾驶

湘油泵 (603319)

事件概述

公司近期发布 2020 年三季报：1-9 月实现营收 9.60 亿元，同比+39.8%；归母净利润 1.30 亿元，同比+68.6%，扣非归母净利润 0.79 亿元，同比+8.5%。其中，2020Q3 实现营收 3.84 亿元，同比+77.9%，归母净利润 0.44 亿元，同比+110.2%，扣非归母净利润 0.35 亿元，同比+87.4%。

分析判断：

► Q3 业绩持续大增 Q4 有望继承延续

公司今年 Q1-Q3 的单季营收分别为 2.37 亿元、3.39 亿元、3.84 亿元，同比分别为-6.9%、+56.6%、+77.9%；Q1-Q3 的单季扣非归母净利润分别为 0.18 亿元、0.26 亿元、0.35 亿元，同比分别为-43.6%、+16.9%、+87.4%。公司 Q1 业绩承压主要受疫情和车市周期下行的双重影响。Q2 以来，随着疫情受控以及车市景气度回升，叠加以柴油机为主要动力的商用车需求持续释放，公司主营业务得到恢复性增长，并且这种增长在 Q3 得以加速延续，主要系新产品变速箱泵及电机快速上量带动营收大幅增长。国内疫情持续受控和车市景气度继续回升将持续对公司产生积极影响，Q4 有望继承延续业绩增长。

► 期间费用率总体下降 盈利能力存向上空间

2020Q1-3，公司销售费用为 0.39 亿元，同比+1.9%，主要系经营活动增加所致，而销售费用率下降 1.4pct 至 4.1%。管理费用为 0.39 亿元，同比+35.3%，主要系职工薪酬增加所致，管理费用率下降 0.9pct 至 10.4%。销售及管理费用率降低主要系营收大幅增长所致。财务费用为 0.22 亿元，同比+109.5%，主要系计入当期损益的利息支出增加所致，财务费用率较去年增加 0.6pct 至 2.3%。研发费用为 0.61 亿元，同比+34.1%，主要系职工薪酬和物料消耗增加所致，研发费用率较去年降低 0.3pct 至 6.4%。公司报告期内销售净利率为 13.8%，较去年增长约 4.5pct。其中 2020H1 的销售净利率为 15.2%，主要系当期收到政府补助和确认土地处置受益，Q3 的销售净利率为 11.6%。高利润的海外业务及其他配件业务占比的增加将在中长期助力公司盈利能力向上。

► 整合资源布局前瞻 长期受益智能驾驶

公司与控股股东许仲秋同株洲易力达机电有限公司合资成立了湖南东嘉智能科技有限公司，欲借助株洲易力达在汽车控制系统（ECU）及传感器方面的技术积累及领先优势，完善

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	56.25
最新收盘价：	37.80
股票代码：	603319
52 周最高价/最低价：	40.22/15.9
总市值(亿)	40.47
自由流通市值(亿)	40.47
自由流通股数(百万)	104.90



分析师：崔琰
邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080006

联系人：吴迪
邮箱：wudi3@hx168.com.cn

公司在新能源汽车（真空泵、电动泵等机电一体化泵类产品）及智能驾驶相关领域（执行层控制系统）的产业布局。电子助力转向（EPS）是智能驾驶执行层的核心组件，株洲易力达致力于 EPS 研发生产，在 2018 年已进入大众供应商体系，后续车型配套及新客户项目获取存在极大潜力，公司将长期受益智能驾驶。

投资建议

公司深耕发动机泵类零部件，依托体量庞大的中国市场，国产替代将助力主营业务增长。同时，公司已进入丰田汽车（新能源）、美国康明斯等优质客户供应链，海外市场渗透率亦有望持续提升。此外，公司整合资源前瞻布局，横向拓展新能源电动化产品、智能驾驶执行层控制系统等新兴业务。预计公司 2020-2022 年归母净利为 1.80/2.36/3.11 亿元，对应的 EPS 为 1.72/2.25/2.97 元，当前股价对应的 PE 为 22.0/16.8/12.7 倍，参考历史及可比公司估值区间，同时考虑到新拓展业务领域成长性、确定性较高，给予 2021 年 25 倍 PE 估值，对应目标价 56.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

商用车市场销量大幅下滑；国内车市景气度的恢复不及预期；疫情等因素导致海外业务拓展进度低于预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	904	1,002	1,344	1,677	2,056
YoY (%)	11.1	10.8	34.2	24.8	22.6
归母净利润(百万元)	97	93	180	236	311
YoY (%)	-11.5	-4.1	93.6	30.9	31.9
毛利率 (%)	31.3	29.7	28.9	29.6	30.9
每股收益 (元)	0.93	0.89	1.72	2.25	2.97
ROE (%)	12.9	11.6	18.3	19.4	20.3
市盈率	40.83	42.58	21.99	16.80	12.74

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 深耕泵类 20 余年 横向拓展开启新周期	4
1.1. 历史沿革：中国机油泵走向世界	4
1.2. 业务概况：泵类龙头向新领域拓展	5
2. 主业国产替代存空间 长期受益智能驾驶	7
2.1. 业绩表现：盈利能力稳中向上	7
2.2. 主营业务：国产替代助力增长	8
2.3. 横向拓展：前瞻布局智能驾驶	10
3. 投资建议	14
4. 风险提示	15

图表目录

图 1 公司发展变迁史	4
图 2 公司股权结构	4
图 3 公司主要产品在发动机中的布置位置	5
图 4 公司泵类产品	5
图 5 公司其他零部件产品	5
图 6 公司营业收入及同比增速（亿元；%）	7
图 7 公司分产品收入组成（亿元）	7
图 8 公司毛利率及净利率（%）	7
图 9 公司分产品销售毛利率（%）	7
图 10 湘油泵及主要可比公司销售毛利率（%）	8
图 11 湘油泵及主要可比公司销售净利率（%）	8
图 12 公司费用率（%）	8
图 13 公司归母净利润及增速（亿元；%）	8
图 14 中美欧日市场柴油机销量（千台）	9
图 15 中美欧日市场汽油机销量（千台）	9
图 16 公司合资设立东嘉智能进行业务布局	11
图 17 株洲易力达现有 ECU 产品图谱	11
图 18 EPS 结构示图	13
图 19 中国市场 EPS 电机产量（万台；%）	13
表 1 公司通过参控股公司尝试向新业务领域突破	6
表 2 发动机机油泵国内竞争对手	10
表 3 公司 2017-2019 年核心产品产能及利用率情况	10
表 4 EPS 发展趋势	12
表 5 公司分业务营收预测	14
表 6 同主要汽车零部件公司的估值比较	14

1. 深耕泵类 20 余年 横向拓展开启新周期

1.1. 历史沿革：中国机油泵走向世界

专注发动机泵类零部件的本土供应商。公司成立于 1994 年 7 月 4 日，是原机械工业部和中国汽车工业总公司定点的国内机油泵生产基地，主营业务为发动机泵类产品的研发、制造和销售，主要产品为机油泵、发动机水泵、输油泵等零部件，主要应用于中重型卡车、客车、乘用车、工程机械、发电机组、船舶动力等领域。

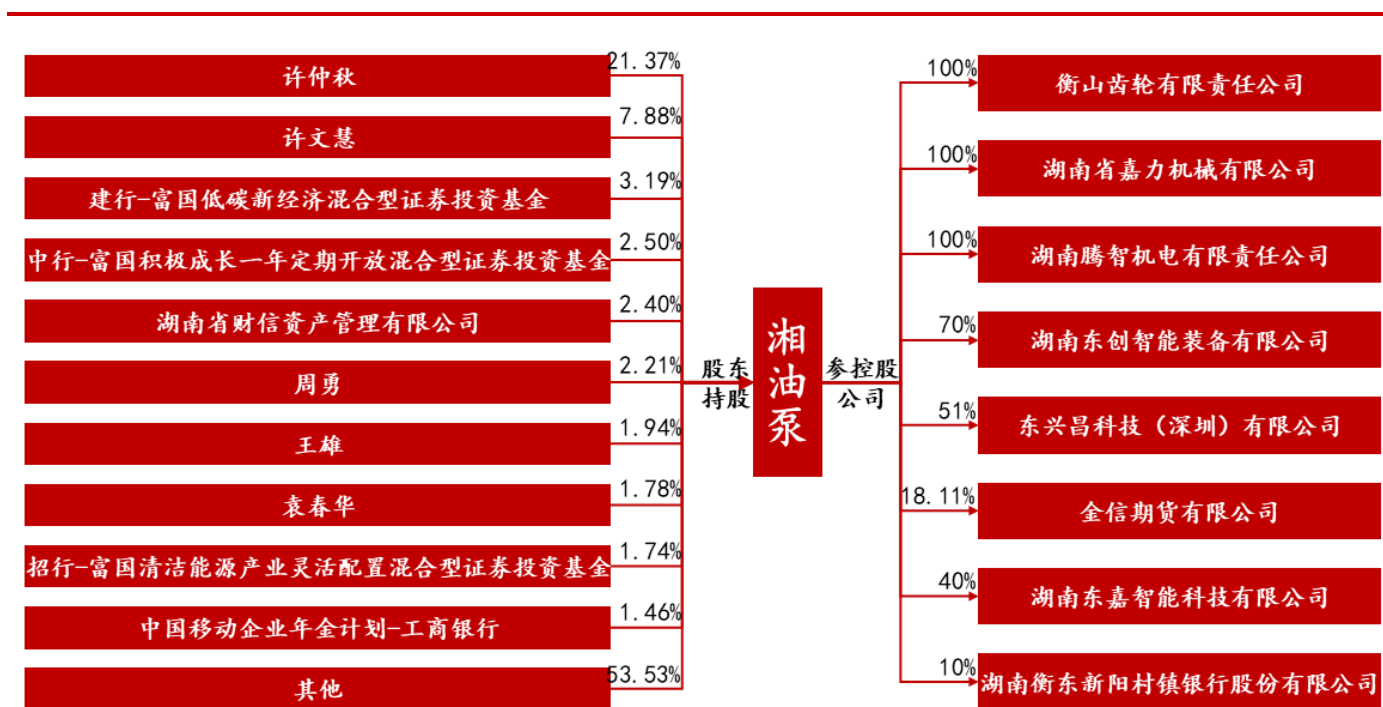
图 1 公司发展变迁史



资料来源：公司公告，华西证券研究所

实控人及其一致行动人合计持股 29.25%。公司实控人许仲秋 1971 年加入公司，持股 21.37%，其女许文慧持股 7.88%，三季报披露的前十名股东合计持股 46.47%。

图 2 公司股权结构



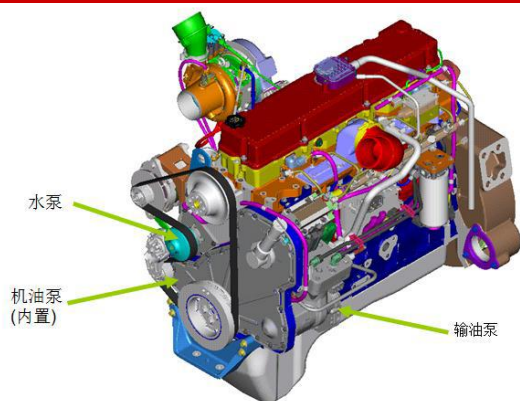
资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2. 业务概况：泵类龙头向新领域拓展

发动机润滑及冷却泵类领域龙头企业。公司主要产品为：1) 柴油机机油泵；2) 汽油机机油泵；3) 发动机水泵。产品主要应用于中重型卡车、客车、乘用车、工程机械、发电机组、船舶动力等领域。公司柴油机机油泵及汽油机机油泵两类产品占据公司营收 70%以上。其中，柴油机机油泵在国内中重大柴油机市场占有率维持在 36%以上，汽油机机油泵在中国乘用车市场的占有率接近 10%。公司水泵主要为重、大型柴油发动机配套，平均价格约 300 元，2019 年贡献营收约 0.36 亿元。

产品开发力强，客户资源质优。公司重视产品研发能力建设，2017-2019 年研发费用占比维持在 6%以上。2019 年公司研发费用约 6,727 万元，同比+6.4%；同年公司技术人员为 299 人，占公司员总数的 12.7%。公司在自动变速箱油泵方面获得 8 项专利技术，并已实现转子式、外啮合齿轮式、双作用叶片式、月牙形摆线齿轮式变速箱油泵以及配套的上、下阀板的大批量生产。公司的电子泵类产品开发不断加力，涵盖电子水泵（含开关式电子水泵、电动水泵）及电子油泵（含自动变速箱电子泵、发动机预供油泵）两大品类。目前公司的变速箱油泵及电子泵类产品均获得丰田汽车（新能源）的定点，未来的营收增长和客户进一步拓展值得期待。

图 3 公司主要产品在发动机中的布置位置



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 公司泵类产品



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 公司其他零部件产品



资料来源：公司官网，华西证券研究所

整合资源前瞻布局，向新业务领域突破。公司通过控股或参股等多种形式投资设立了一系列新公司，并借此拓展新业务领域。主要有：

1) **电机。**公司投资设立了东兴昌科技，满足公司电动水泵、油泵的电机的需要。拥有专业的电机技术研发团队和先进的科研试验设施、智能检测系统，并与中科院深圳先进研究院建立了研发合作，已拥有 42 项电机相关专利及 2 项软件著作权。电机业务快速上量，2019 年营收 0.35 亿元，2020 年上半年营收 0.81 亿元，预计全年可实现营收 1.89 亿元，同比增幅逾 400%（电机业务于 2019 年下半年始）。

2) **新能源电动化产品及智能驾驶执行层控制系统。**株洲易力达机电有限公司拥有完整的汽车转向系统产业链，建有 EPS 装配和关键零部件加工厂房，现有 6 条 EPS 总成装配线、2 条控制器测试组装线以及 6 条蜗轮、蜗杆、输出轴和壳体等关键零部件机械加工线，年产 EPS 系统能力达到 180 万套。公司与株洲易力达和公司控股股东许仲秋合资成立湖南东嘉智能科技有限公司，欲提升公司泵类产品控制系统的技术水平和业务能力，完善公司在新能源汽车（真空泵、电动泵等机电一体化泵类产品）及智能驾驶（执行层控制系统）的产业布局。

表 1 公司通过参控股公司尝试向新业务领域突破

参控股公司	业务产品	说明
东兴昌科技有限公司	电机 (功率 18W-1.5kW 的直流无刷电机)	满足电动类水泵和油泵的电机需求，实现湘油泵内部自主配套、同步开发电子泵类产品，同时也为日本松下、法国 SEB 集团、英国 Powakaddy、美国 CISCO、以色列 Roboteam 等全球客户配套。
东嘉智能科技有限公司	新能源电动化产品/ 智能驾驶执行层控制系统	借助合资方株洲易力达机电有限公司长期以来在汽车控制系统（ECU）及传感器方面的技术领先优势，从事智能控制系统研发、生产及销售。
湖南省嘉力机械有限公司	减速机	降低转速以增加扭矩，主要用于建筑机械、通用机床等领域。
湖南腾智机电有限责任公司	真空泵 (涵盖车辆、船舶等)	开发应用于刹车助力系统和曲轴箱稳压的真空泵。其中，电动真空泵（EVP28、EVP30、EVP50）和电动隔膜泵（EMP5.2、EMP3）给轻型商用车、乘用车、混合电动车和纯电动车等提供刹车助力。
湖南东创智能装备有限公司	自动化制造装备/ 信息与技术服务	聚焦汽车零部件机加工、焊接、冲压、装配自动化线，以及智能制造信息系统等智能工厂解决方案，致力于自动化线研发、引进与推广。

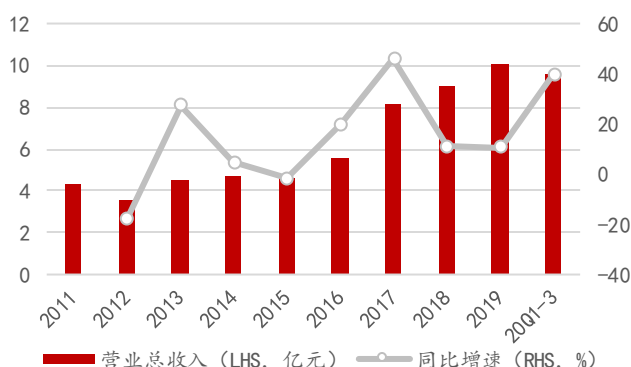
资料来源：Wind，华西证券研究所

2. 主业国产替代存空间 长期受益智能驾驶

2.1. 业绩表现：盈利能力稳中向上

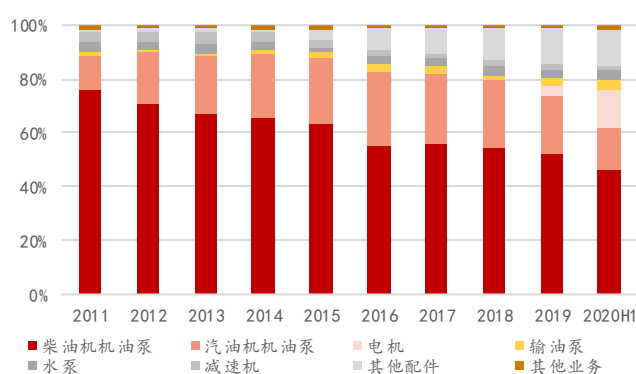
主营业务营收保持持续增长。公司 2019 营收 10.02 亿元，同比+10.8%，2020 年前三季度营收 9.60 亿元，同比+39.8%，其中 Q3 营收 3.84 亿元，同比+77.9%，环比+13.3%，业绩呈加速增长态势。2011-2019 年的年均复合增长率约为 11%，2015-2019 年的年均复合增长率达到 21%。公司以柴油机机油泵和汽油机机油泵的营收总量维持增长，占比从 2011 年的约 90%逐步下降到 2020H1 的约 60%，电机及其他配件业务的占比逐渐增长，2020H1 达到约 27%，反映出公司积极向新能源等其他业务布局突破的良好态势。

图 6 公司营业收入及同比增速（亿元；%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

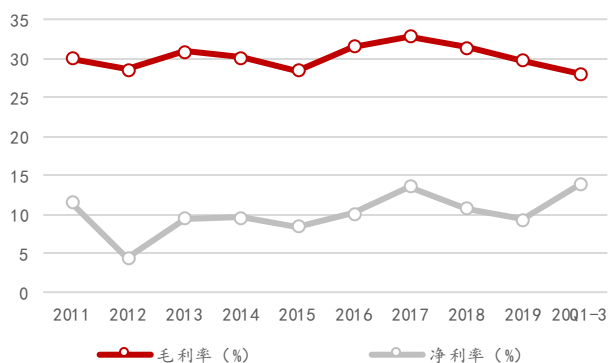
图 7 公司分产品收入组成（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

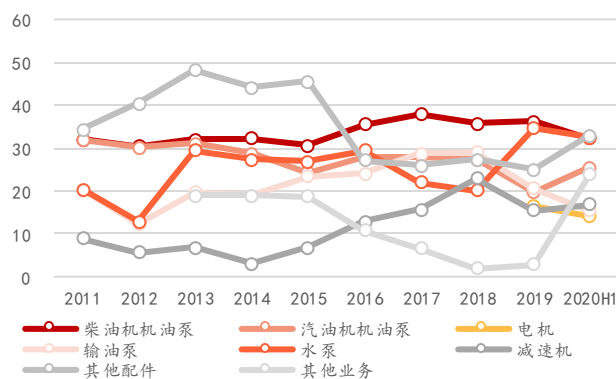
海外营收增加将提高利润空间。柴油机机油泵 2016-2019 年的毛利率保持在 35% 以上，汽油机机油泵的毛利率维持在 20% 以上，公司毛利率总体维持在 30% 附近，净利率总体维持在 10% 以上。随着康明斯等全球客户的开拓，公司海外营收占比从 2014 年的 9% 逐步提高到 2019 年的 14%。公司将进一步大力拓展海外市场，海外营收占比有望继续提升。2019 年国内收入的毛利率为 26.9%，海外收入的毛利率为 43.4%，公司综合利润率有望随海外营收占比的持续提升而长期向上。

图 8 公司毛利率及净利率（%）



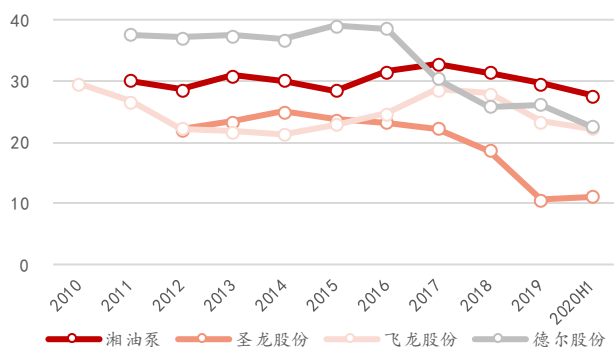
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 9 公司分产品销售毛利率（%）



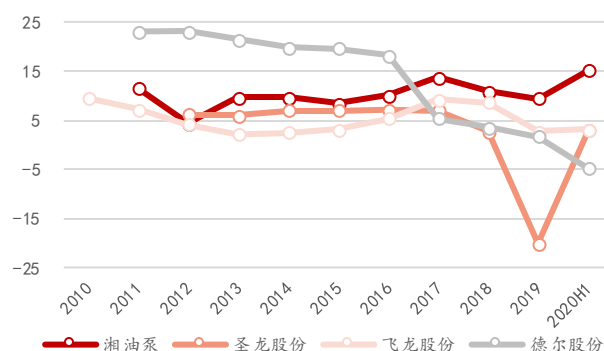
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 10 湘油泵及主要可比公司销售毛利率 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

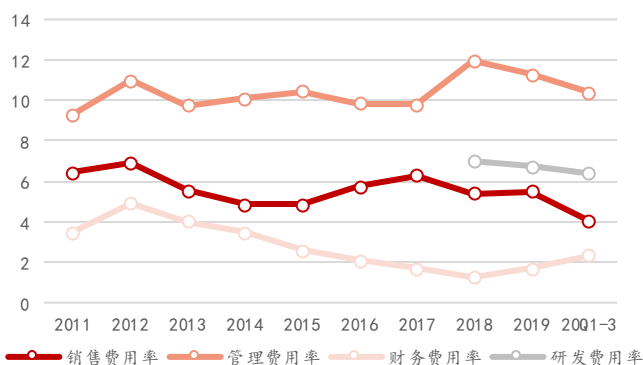
图 11 湘油泵及主要可比公司销售净利率 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

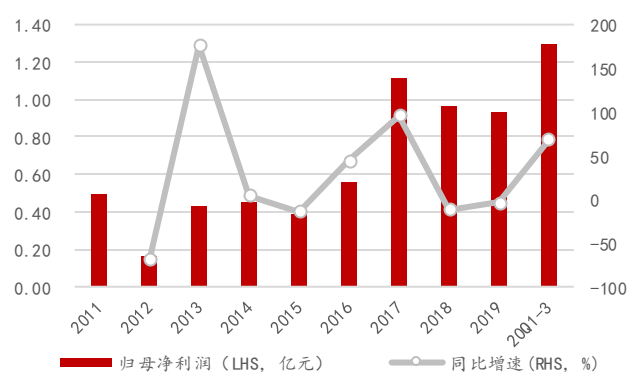
公司经营治理良好，期间费用率总体呈下降态势。2020Q1-3，公司销售费用为 0.39 亿元，同比+1.9%，主要系经营活动增加所致，而销售费用率较去年下降 1.4pct 至 4.1%；管理费用为 0.39 亿元，同比+35.3%，主要系职工薪酬增加所致，管理费用率较上年下降 0.9pct 至 10.4%。销售及管理费用率的降低主要系新产品变速箱泵及电机快速上量带动营收大幅增长所致。2020Q1-3，公司财务费用为 0.22 亿元，同比+109.5%，主要系计入当期损益的利息支出增加所致，财务费用率较去年增加 0.6pct 至 2.3%。2020Q1-3，公司研发费用为 0.61 亿元，同比+34.1%，主要系职工薪酬和物料消耗增加所致，研发费用率较去年降低 0.3pct 至 6.4%。

图 12 公司费用率 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 13 公司归母净利润及增速 (亿元；%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.2. 主营业务：国产替代助力增长

机油泵业务稳中有升。2019 年公司柴油机机油泵实现整体销售 225.71 万台（含国内销售 170.14 万台），实现营业收入约 5.20 亿元，同比+7.1%。柴油机机油泵的增长主要受其搭载的商用车和工程机械的增长的持续拉动。2020H1 疫情受控后，商用车需求得到良好释放，公司柴油机机油泵业务实现整体销售 2.67 亿元，同比-0.4%，跟去年同期基本持平。柴油机机油泵国内占有率（按照公司柴油机机油泵国内销量/中国内燃机工业协会披露的国内多缸柴油机销量计算）达到近 38%。2019 年公司汽油

机机油泵实现整体销售 195.19 万台，实现营收 2.10 亿元，同比-7.0%，市占率接近 10%。2020H1 公司汽油机机油泵实现营收 0.90 亿元，同比-3.2%。

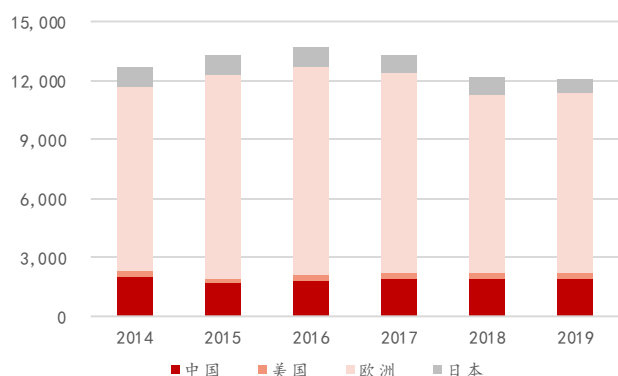
国产替代将助力业绩增长。国内外发动机泵类行业市场竞争较为激烈。从国际市场来看，发动机泵类产品的主要生产企业包括加拿大麦格纳、美国德尔福、美国博格华纳等，均为世界上领先的汽车零部件企业。中国发动机泵类行业在发展变化中也形成了相对稳定的竞争格局，公司在发动机泵类领域专业性生产程度高，独立于整车或装备制造企业，为整个下游主机厂提供配套，能够在满足大型主机厂配套质量与产能要求的前提下，以更有竞争力的产品价格和快速服务响应的竞争优势来持续提升产品渗透率。

公司致力于在国内外市场提高主营业务渗透率：

1) 柴油机机油泵：2020H1 国内市场份额已达 38%，海外增长存潜力。2015-2019 年海外出货量占总出货量比重由 12%提升至 25%。公司将致力于提升为美国康明斯、卡特彼勒的配套能力，同时将德国大众、戴姆勒、美国福特、日本日产、日本爱信、日本丰田等作为重点合作对象。2019 年欧美日柴油机年销售约 1,022 万台，以柴油机机油泵单价 300 元计（考虑海外高毛利率），渗透率提升 3%即可带来近 1 亿元营收增量。

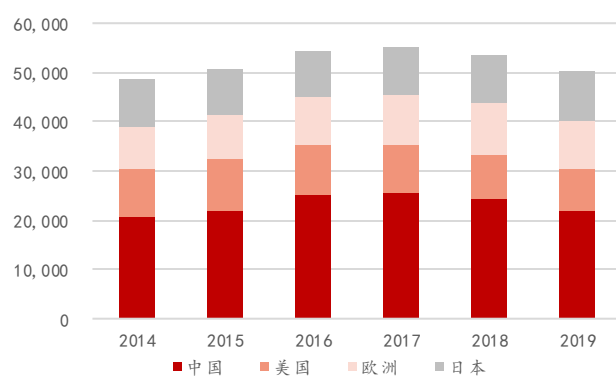
2) 汽油机机油泵：目前以国内市场为主，公司将加强各销售片区技术支持力量的建设，提高汽油机机油泵份额。2019 年中国汽油机销量 2,180 万台，以汽油机机油泵单价 100 元计，渗透率提升 4.5%即可带来近 1 亿元营收增量。

图 14 中美欧日市场柴油机销量（千台）



资料来源：Marklines，华西证券研究所

图 15 中美欧日市场汽油机销量（千台）



资料来源：Marklines，华西证券研究所

表 2 发动机机油泵国内竞争对手

品类	公司	主要客户	产能
柴油机机油泵	湘油泵	康明斯、卡特彼勒、潍柴、玉柴、中国重汽等	260 万套/年
	高密润达	道依茨、康明斯、三一重工、玉柴等	50 万套/年
	平柴泵业	卡特彼勒、德国 BF、玉柴、一汽锡柴等	100 万套/年
汽油机机油泵	湘油泵	日产、福特、PSA、雷诺、上汽等	240 万套/年
	圣龙股份	福特、捷豹路虎、上汽通用、上汽通用五菱、宝马等	506 万套/年
	富奥股份	一汽大众、一汽轿车、一汽丰田等	200 万套/年

资料来源：Wind，华西证券研究所

公司以泵类零部件为主的业务产能利用率在 80%左右，因后续订单充足所进行的定增募资扩产将带来确定性年营收增量。截至 2019 年，公司产能情况为：1) 柴油机机油泵 260 万台/年；2) 汽油机机油泵 240 万台/年；3) 变速箱泵产能 36 万台/年。今年 4 月公司募资 3.67 亿元，拟投入 3 亿元于节能与新能源汽车零部件制造技改项目，涵盖先进变速器油泵、变排量汽油机机油泵和高端柴油机润滑冷却零部件，达产后形成 220 万台/年产能，预期达产后年均可实现营业收入 3.77 亿元，年均实现净利润 0.42 亿元，内部收益率约 13%。

表 3 公司 2017-2019 年核心产品产能及利用率情况

时间	产品类别	产量 (万台/年)	设计产能 (万台/年)	产能利用率	销量 (万台/年)	产销率
2019 年	柴油机机油泵	224.39	260	86.30%	225.71	100.59%
	汽油机机油泵	195.17	240	81.32%	195.19	100.01%
	水泵	14.1	16	88.13%	14.42	102.25%
	变速箱泵	32.03	36	88.97%	30.33	94.69%
2018 年	柴油机机油泵	219.84	260	84.55%	222.28	101.11%
	汽油机机油泵	203.85	240	84.94%	199.62	97.92%
	水泵	15.02	16	93.86%	14.33	95.44%
	变速箱泵	22.68	25	90.74%	21.88	96.46%
2017 年	柴油机机油泵	231.09	260	88.88%	221.63	95.91%
	汽油机机油泵	205.86	240	85.77%	202.79	98.51%
	水泵	13.9	16	86.89%	13.29	95.59%
	变速箱泵	16.82	20	84.10%	14.5	86.18%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.3. 横向拓展：前瞻布局智能驾驶

合资设立东嘉智能，布局新能源汽车及智能驾驶相关业务。2019 年，公司连同控股股东许仲秋以及其本人控股的株洲易力达机电有限公司合资成立了湖南东嘉智能科技有限公司，预计从事智能控制系统研发、生产及销售，借助株洲易力达机电有限公司长期以来在汽车控制系统（ECU）及传感器方面的技术领先优势，从而完善公司在新能源汽车（真空泵、电动泵等机电一体化泵类产品）及智能驾驶相关领域（执行层控制系统）的产业布局。

新建 30 万套/年电动控制器智能产线项目。2020 年初，东嘉智能的“电动控制器智能产线项目”得到所在地主管部门批准备案，将建设三条电动控制器智能生产线，生产电动汽车电子系统中控制器、无人机电机中的控制器、无人驾驶汽车助力转向控制器，全线采用全自动方式进行生产作业，生产节拍： ≤ 60 秒/套，年产 30 万套。该项目估算总投资 5,110 万元，预计自筹 3,000 万元，银行借贷 2,110 万元。

图 16 公司合资设立东嘉智能进行业务布局



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 17 株洲易力达现有 ECU 产品图谱



资料来源：株洲易力达官网，华西证券研究所

EPS 电子助力转向将成核心业务。株洲易力达作为 EPS 的集成制造商，自身拥有完善的产品供应链，将助力东嘉智能的产品实现。公司拥有三个核心生产车间，在高端设备和现有设备智能化改造方面大量投入，保证核心制造能力不断提升：

1) **EPS 产能 150 万套/年**：六条生产线完成核心机械零部件的加工，两条生产线完成核心控制器的组装和测试，三条部装线完成核心零部件的组装和测试，五条总装线完成助力转向器总成的组装和测试，拥有一条方向机线生产线。

2) **生产制造管理能力**：已经上线了制造执行系统，将生产、质量、设备、工装、刀具等全面纳入系统，实现了看板和报表管理，同时与 ERP 集成，逐步实现零部件和测试数据的全面追溯管理。

3) **人员保证**：组织结构、培训和绩效考核制度以及薪酬方案完善，能够以业绩为导向激发员工的工作热情。多管齐下的激励机制有效保证订单交付能力。

表 4 EPS 发展趋势

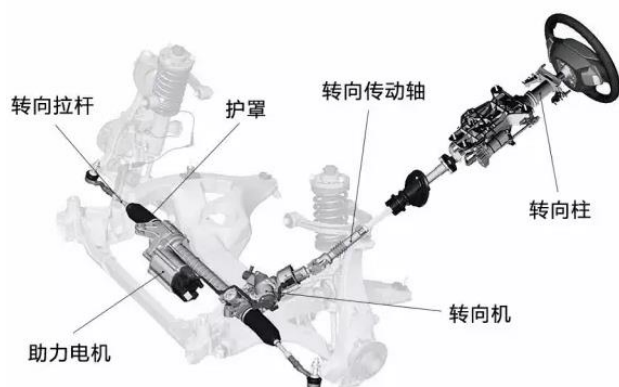
转向系统类型	成熟时间	基本特征	优点	缺点
机械液压助力	1950 年	发动机驱动液压转向泵助力	小体积实现大助力，系统惯量小，路感清晰	油耗大，发动机须时刻带动助力泵
电子液压助力	1965 年	可根据车速信号改变油压调整助力大小	路感清晰，操控感好，油耗低	结构复杂，成本较高
电动助力	2000 年	计算车速、转向角度等更多参数，以更精确地调节转向助力	整体式的系统，方便了整车装配，方向盘助力可人为设定	功率有限，不适合重型车
线控转向	2015 年	利用方向盘转动产生的电信号经过控制器处理后再传达给执行电机	便于车身布置，左/右舵都不影响机舱布置，可实现多轴、多轮转向，以及自动泊车、自动驾驶等	技术尚不成熟，成本较高

资料来源：Wind，华西证券研究所

汽车电动智能化趋势有望推动 EPS 成为标配。根据中国汽车工业协会数据，EPS 系统装车率从 2007 年的近 7.0% 不断增长，至 2017 年已逾 60%。国内 EPS 系统单价约在 1,000~2,500 元/套区间，按综合价格 1,500 元/套计，按欧美国家 80% 的渗透率，假设汽车年销量达 2,800 万辆，市场空间将超过 300 亿元。

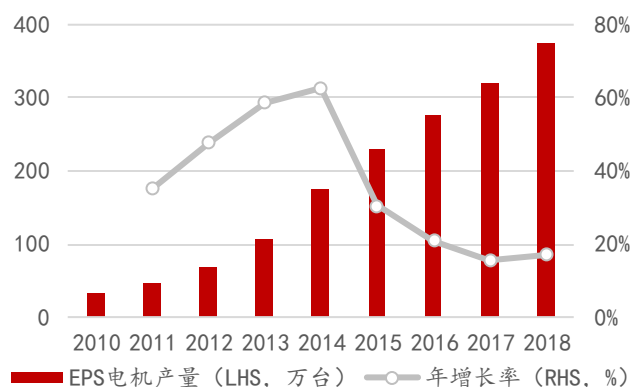
以电机为代表的 EPS 相关部件国产替代市场潜力大。未来随着国内汽车市场的复苏和 EPS 渗透率的进一步提高，EPS 电机的市场将有望进一步扩大。同样假设汽车年销量 2800 万辆，装车率 80%，电机单价按 220 元计，则相关市场空间将达近 50 亿元。EPS 电机国内市场在上世纪 90 年代完全由外资垄断，2018 年 EPS 电机的进口比例含合资仍达 79.7%。虽然受到国际巨头的竞争压力，但本土厂商正在稳步发展，逐步向国际巨头加速靠拢，国产替代潜力大。

图 18 EPS 结构示意图



资料来源：联创汽车电子官网，华西证券研究所

图 19 中国市场 EPS 电机产量（万台；%）



资料来源：智研咨询微信公众号，华西证券研究所

EPS 系统是智能驾驶执行层的重要组成部分。智能驾驶的解决方案涉及感知、决策、执行三个层面。东嘉智能在做 EPS 系统，即是做智能驾驶的执行层部分。当毫米波雷达以及摄像头采集的环境信息在由自动驾驶芯片单元计算做出行车决策之后，必须最终通过转向、驱动、制动等执行机构来实现行车动作。因此，基于 EPS 系统实现主动转向，这便是智能驾驶系统的执行单元。公司对于电机、ECU 等硬件与控制策略等软件的布局将最终形成合力，使公司有望成为智能驾驶执行层的专业供应商。

3. 投资建议

公司深耕发动机泵类零部件 20 余年，是国内泵类行业标准的主导者之一，柴油机机油泵在国内市场占比超过三成，在中国本土供应商中处于领先地位。公司与丰田汽车（新能源）、美国康明斯等知名客户建立起长期稳定的战略配套合作关系。考虑公司柴油机机油泵业务海外市场渗透率的持续提高，并依托中国市场的较大体量，公司国产替代的机会将助力主营业务的增长。

公司参控股一系列公司，整合资源前瞻布局，积极进行业务横向拓展。其与株洲易力达机电有限公司合资成立的东嘉智能科技有限公司借助合作方长期以来在汽车控制系统和传感器方面的技术积累和领先优势，欲完善在新能源电动化产品及智能驾驶执行层控制系统的产业布局。预计公司将长期受益于智能驾驶相关领域。

预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.80/2.36/3.11 亿元，对应的 EPS 为 1.72/2.25/2.97 元，当前股价对应的 PE 为 22.0/16.8/12.7 倍，参考历史及可比公司估值区间，同时考虑到新拓展业务领域成长性、确定性较高，给予 2021 年 25 倍 PE 估值，对应目标价 56.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5 公司分业务营收预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计					
营收 (亿元)	9.04	10.02	13.44	16.77	20.56
毛利 (亿元)	2.83	2.97	3.89	4.97	6.35
毛利率 (%)	31.3%	29.6%	28.9%	29.6%	30.9%
分业务营收 (亿元)					
柴油机机油泵	4.89	5.24	6.23	7.16	7.88
汽油机机油泵	2.29	2.13	2.10	2.42	2.66
电机	-	0.35	1.89	2.84	4.11
输油泵	0.18	0.29	0.49	0.69	0.96
水泵	0.31	0.36	0.49	0.61	0.74
减速机	0.19	0.19	0.21	0.22	0.23
其他配件	1.12	1.37	1.75	2.54	3.68
其他业务	0.07	0.08	0.28	0.29	0.31

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 6 同主要汽车零部件公司的估值比较

股票代码	股票名称	收盘价(元)	EPS(元)				P/E			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603319.SH	湘油泵	37.80	0.89	1.72	2.25	2.97	42.58	21.99	16.80	12.74
000338.SZ	潍柴动力	15.66	1.15	1.25	1.38	1.48	13.65	12.51	11.37	10.55
600741.SH	华域汽车	28.41	2.05	1.61	2.03	2.27	13.86	17.67	14.02	12.50
600660.SH	福耀玻璃	31.20	1.16	1.01	1.34	1.58	27.00	30.84	23.29	19.77
601799.SH	星宇股份	159.77	2.86	3.43	4.34	5.33	55.86	46.55	36.81	29.99
601689.SH	拓普集团	37.80	0.43	0.55	0.84	1.06	87.41	68.59	45.11	35.57
603786.SH	科博达	75.52	1.19	1.30	1.67	2.12	63.63	58.15	45.34	35.66
600699.SH	均胜电子	21.81	0.76	0.39	1.01	1.24	28.71	55.81	21.56	17.63
000581.SZ	威孚高科	25.15	2.25	2.39	2.55	2.70	11.19	10.50	9.85	9.31
601717.SH	郑煤机	10.77	0.60	0.86	0.96	1.02	17.94	12.58	11.23	10.55

资料来源：Wind，华西证券研究所（收盘价为 2020 年 10 月 20 日）

4. 风险提示

商用车市场销量大幅下滑；国内车市景气度的恢复不及预期；疫情等因素导致海外业务拓展进度低于预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,002	1,344	1,677	2,056	净利润	93	180	236	311
YoY (%)	10.8	34.2	24.8	22.6	折旧和摊销	62	0	0	0
营业成本	705	955	1,180	1,421	营运资金变动	1	-253	-137	-150
营业税金及附加	10	13	16	20	经营活动现金流	181	-73	99	162
销售费用	55	54	67	82	资本开支	-187	0	0	0
管理费用	46	54	67	82	投资	-98	0	0	0
财务费用	17	0	0	0	投资活动现金流	-309	0	0	0
资产减值损失	-4	0	0	0	股权募资	10	0	0	0
投资收益	-3	0	0	0	债务募资	500	79	-51	-99
营业利润	108	207	271	358	筹资活动现金流	162	79	-51	-99
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	36	6	48	62
利润总额	109	207	271	358	主要财务指标				
所得税	15	27	35	47	成长能力				
净利润	93	180	236	311	营业收入增长率	10.8%	34.2%	24.8%	22.6%
归属于母公司净利润	93	180	236	311	净利润增长率	-4.1%	93.6%	30.9%	31.9%
YoY (%)	-4.1	93.6	30.9	31.9	盈利能力				
每股收益	0.89	1.72	2.25	2.97	毛利率	29.7%	28.9%	29.6%	30.9%
资产负债表 (百万元)					净利率	9.3%	13.4%	14.1%	15.1%
货币资金	154	160	208	270	总资产收益率 ROA	5.2%	8.9%	10.3%	12.1%
预付款项	23	33	40	48	净资产收益率 ROE	11.6%	18.3%	19.4%	20.3%
存货	251	328	410	492	偿债能力				
其他流动资产	536	663	784	924	流动比率	1.17	1.37	1.63	2.00
流动资产合计	964	1,183	1,442	1,734	速动比率	0.76	0.88	1.05	1.31
长期股权投资	134	134	134	134	现金比率	0.19	0.19	0.24	0.31
固定资产	489	489	489	489	资产负债率	55.0%	50.9%	46.2%	40.2%
无形资产	61	61	61	61	经营效率				
非流动资产合计	841	841	841	841	总资产周转率	0.55	0.66	0.73	0.80
资产合计	1,805	2,024	2,284	2,575	每股指标 (元)				
短期借款	418	497	446	347	每股收益	0.89	1.72	2.25	2.97
应付账款及票据	299	262	323	389	每股净资产	7.65	9.37	11.62	14.58
其他流动负债	105	103	115	129	每股经营现金流	1.72	-0.69	0.94	1.54
流动负债合计	823	861	885	865	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	96	96	96	96	估值分析				
其他长期负债	74	74	74	74	PE	42.58	21.99	16.80	12.74
非流动负债合计	170	170	170	170	PB	2.34	4.04	3.25	2.59
负债合计	992	1,031	1,054	1,035					
股本	105	105	105	105					
少数股东权益	11	11	11	11					
股东权益合计	813	993	1,229	1,541					
负债和股东权益合计	1,805	2,024	2,284	2,575					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。