龙头迎高景气周期，业务保持领先

威孚高科(000581)

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元):	25.76
合理价格区间(元):	30.5~31.5

谢志才 研究员 执业证书编号：S0570512070062
0755-82492295
xiezhicai@htsc.com

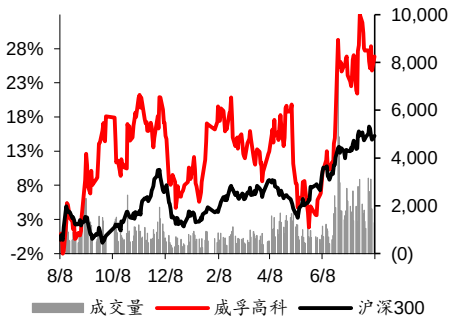
祝嘉麟 研究员 执业证书编号：S0570517070009
021-28972068
zhujialin@htsc.com

陈燕平 联系人 021-38476102
chenyanping@htsc.com

相关研究

1《苍穹之下，柴油机排污治理首选威孚高科》2015.03
2《威孚高科(000581):国四标准严格推进，下半年业绩仍将高速增长“买入”》2014.09
3《威孚高科(000581):半年度业绩释放超出预期“买入”》2014.06

股价走势图



资料来源：Wind

龙头企业受益于重卡高景气

柴油机燃喷系统生产龙头，受益重卡行业高景气。公司主要业务包括汽车燃油喷射系统、汽车后处理系统、发动机进气系统的制造和销售，公司核心业务燃喷系统产品销量与重卡行业景气度高度相关，公司16年及17Q1业绩受重卡拉动明显。随着基建投入增长、超限超载治理政策利好及国五排放标准的全面执行，公司相关产品订单放量可期。行业趋势持续向好，公司作为龙头企业将率先受益，并将保持细分领域的市场领先地位。

燃油喷射业务迎增长周期，后处理业务高增长

核心业务燃油喷射系统进入新一轮增长周期，后处理业务快速增长。公司核心业务为汽车燃油喷射系统，广泛用于各档功率柴油机，下游重卡行业16年起开启反弹，当年行业销量近73万辆（同比+32%），17H1重卡销量58.37万辆（同比+72%）保持向上趋势，全年重卡销量破100万辆属大概率事件。预计公司核心业务将显著受益，全年经营表现值得期待。公司子公司威孚力达后处理系统处于领先地位，随着国五标准全面推进以及未来国六标准严格有序实施，后处理系统产品业务空间也将获得拓展。

参股公司保持领先优势，助力净利增长

公司主要参股公司博世汽柴、中联电子助力净利高增长。投资收益是公司重要的利润来源，主要来自参股公司博世汽柴和中联电子，16年两者贡献的投资收益占归母净利润比例达63.64%。博世汽柴是国内柴油机高压共轨系统绝对龙头，核心产品高压共轨系统技术壁垒高，博世汽柴16年贡献的投资收益占归母净利润的43.97%，重卡高景气将拉动博世汽柴全年业绩增长；中联电子参股的国内动力总成管理系统龙头企业联合电子，配套国内多家合资及自主整车企业，中联电子16年贡献的投资收益占归母净利润的19.67%，国内乘用车市场进一步发展将提升中联电子业绩。

重卡高景气延续+排放标准升级，维持“买入”评级

重卡下半年景气持续，燃喷系统产品将进入新增长周期轨道，排放标准升级稳步推进将助推后处理系统业务高增长。重卡全年销量大概率突破百万辆，带动公司主营燃喷业务以及参股公司博世汽柴高压共轨业务增长，国五排放标准全面升级，汽车后处理系统业务增长趋势将继续保持。公司经营风格稳健，拟成立的产业基金将助力公司战略布局。我们预计公司17-19年归母净利将达到21.28亿元、23.19亿元、24.99亿元，对应EPS为2.11元、2.30元、2.48元。目标价30.5-31.5元，对应17年预测业绩的PE估值区间为14.5X-14.9X，维持“买入”评级。

风险提示：重卡景气度不及预期；排放标准执行力度不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,009
流通A股 (百万股)	836.49
52周内股价区间 (元)	20.36-27.00
总市值 (百万元)	25,991
总资产 (百万元)	18,150
每股净资产 (元)	13.41

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	5,742	6,423	8,206	8,968	9,775
+/-%	(9.64)	11.86	27.77	9.28	9.01
归属母公司净利润 (百万元)	1,515	1,672	2,128	2,319	2,499
+/-%	(1.56)	10.35	27.25	8.98	7.74
EPS (元，最新摊薄)	1.50	1.66	2.11	2.30	2.48
PE (倍)	17.15	15.54	12.21	11.21	10.40

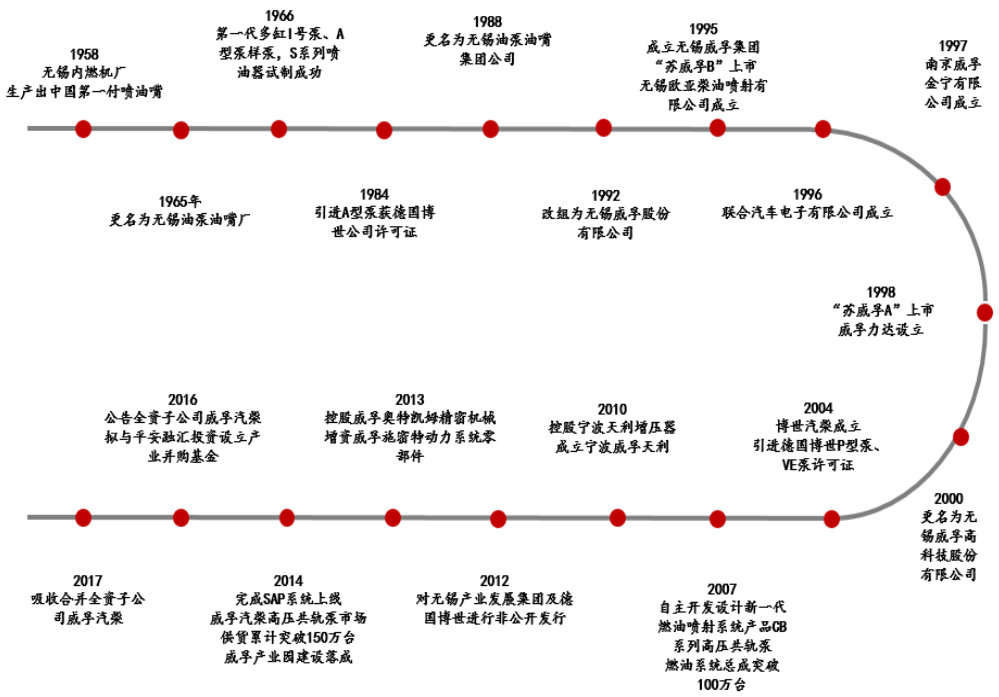
资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

布局核心零部件产业链，竞争优势明显

主要股东产业实力强劲，各项业务协同效应明显

威孚高科在汽车动力&排放零部件领域深耕多年。公司前身于 1958 年生产出中国第一付喷油嘴，，1984 年引进 A 型泵获德国博世公司许可证，其后“苏威孚 B”、“苏威孚 A”分别于 1995 年、1998 年在深交所上市，2000 年公司更名为“无锡威孚高科技股份有限公司”（简称威孚高科），2004 年威孚高科与罗伯特博世合资成立博世汽柴，引进德国德国博世公司 P 型泵、VE 泵许可证产品，并成立无锡威孚汽车柴油系统有限公司，2007 年公司自主开发设计新一代燃油喷射系统产品 CB 系列高压共轨泵，2012 年公司完成对大股东以及战略投资者罗伯特博世非公开发行 A 股，2014 年公司子公司威孚汽柴高压共轨泵市场供货累计突破 150 万台，2016 年公司公告全资子公司威孚汽柴拟与平安融汇设立产业并购基金，旨在为公司未来战略布局提供资金支持，2017 年 7 月公司吸收全资子公司威孚汽柴议案经股东大会表决通过。

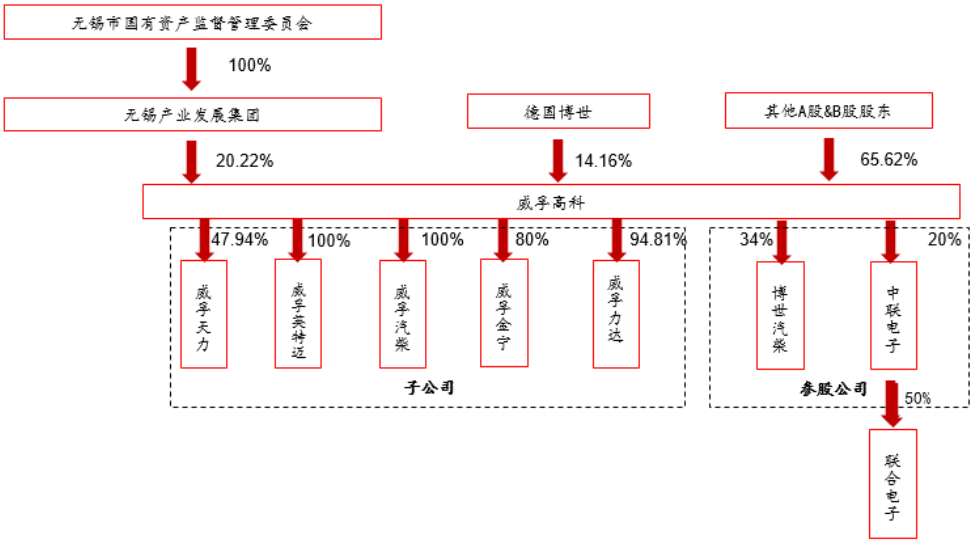
图表1：威孚高科历史沿革



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

公司主要股东之一德国博世是全球最大汽车零部件供应商。据公司一季报，公司持股 20.22%的第一大股东股东为无锡产业发展集团有限公司，实际控制人是无锡市国有资产监督管理委员会，全球第一的汽车零部件配套供应商德国博世（Robert Bosch GmbH）持有公司 14.16%股权。

图表2：威孚高科股权结构（据公司一季报）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

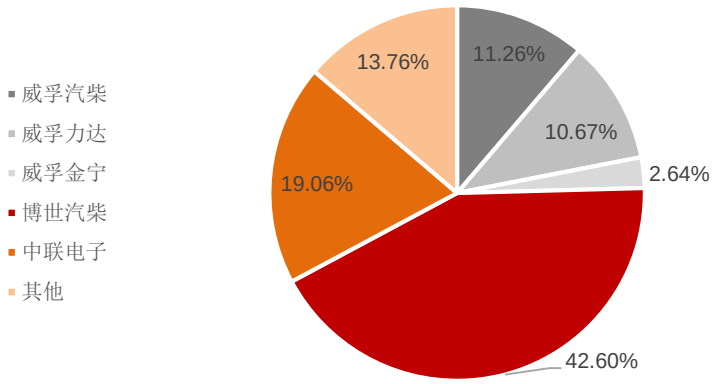
主要子公司、参股公司业务协同互补。截止 17 年一季报时点，公司拥有 10 家全资和控股子公司，2 家联营企业（中外合资），公司主要技经指标保持国内同行业领先地位，是中国汽车零部件百强企业。原并表子公司威孚汽柴（2017 年 7 月决议通过拟吸收合并）、威孚金宁（主要产品燃喷系统泵类零配件）主要业务为燃油喷射系统，威孚力达（主要产品尾气催化器）主要业务为汽车后处理系统，威孚天力（主要产品轻型增压器）、威孚英特迈（主要产品重型增压器）主要业务为进气系统；非并表参股公司博世汽柴主要产品为柴油机高压共轨系统，是德国博世与威孚高科联合投资设立的外商投资股份有限公司，是威孚高科最大客户，2016 年销售给博世汽柴产品销售额占年度销售总额比例为 27.26%，中联电子（威孚高科参股 20%）参股 50%的联合汽车电子主要业务为汽油机电控系统。

图表3：威孚高科主要业务

并表公司业务	公司	股权结构	主要产品
汽车燃油喷射系统	公司本部	100%	燃喷系统泵类零配件
	威孚汽柴（拟吸收合并）	100%	燃喷系统泵类零配件
	威孚金宁	80%	燃喷系统泵类零配件
汽车后处理系统	威孚力达	94.81%	汽油机尾气催化器
进气系统	威孚天力	47.94%	轻型增压器
	威孚英迈特	100%	重型增压器
非并表公司业务	**公司**	**股权结构**	**主要产品**
汽车燃油喷射系统	博世汽柴	34%	柴油机高压共轨系统
	中联电子	20%	汽油机电控系统

资料来源：华泰证券研究所

图表4： 2016 年威孚高科净利润构成



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

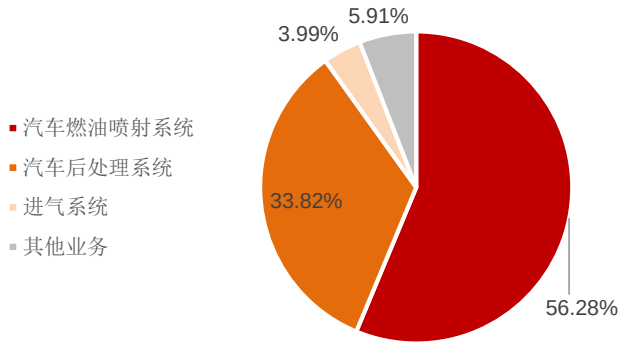
三大业务构筑全产业链布局

威孚高科已完成核心零部件产业链布局。公司由成立之初单一的的燃油喷射系统产品扩展到燃油喷射系统、尾气后处理系统、汽车进气系统三大板块，形成汽车核心零部件产业链，能够为客户提供系统化集成解决方案，成功实现产品升级改造和业务战略转型，产品覆盖非道路 T3、国Ⅳ及更高的排放法规，为国内各大汽车厂和柴油机厂配套，在国外市场也占据一定份额。

图表5： 威孚高科业务构成

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表6： 2016 年威孚高科各业务占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司三大主要业务板块均处于国内领先地位。公司拥有国内规格品种齐全的柴油燃油喷射系统产品；汽车尾气后处理系统技术优势明显，为中国自主品牌汽车后处理市场重要供应商，有集合催化剂和后处理系统集成的技术优势，技术水平、市场规模和生产能力均处于国内领先地位；进气系统（增压器）产品系列覆盖全，技术力量处于国内领先地位并均已按照国家排放标准生产。

柴油燃油喷射系统国内多年行业第一：燃油喷射系统产品广泛用于各档功率的柴油机，产品涵盖电控 VE 泵、AW 型泵、P9W 型泵等多种型号，主要与各类载货车、客车、工程机械、船用、农机、发电机组等配套。公司已研发出可满足车用国四及非道路第三阶段排放法规的燃油系统产品，在产品品种、生产规模、市场占有率、经济效益等方面连续多年位居行业第一。

图表7： 汽车燃油喷射系统产品

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

汽车尾气后处理系统产品技术先进：公司后处理系统产品核心技术已达到世界先进水平，拥有国内领先的后处理系统产品生产线，主要生产催化剂、净化器（含 SCR、DPF）、消声器、尿素喷射系统等四大系列产品，与国内各主要汽车、摩托车、通机厂家进行配套，产品已具备满足国六排放标准的技术储备。

图表8： 汽车尾气后处理系统产品

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

进气系统产品覆盖范围逐步扩大：公司进气系统增压器产品轮径范围从 30mm-125mm 全系列覆盖，配套国内多家小缸径柴油机厂和部分六缸柴油机厂家，从主要集中于轻、重型商用车到可满足部分乘用车需求。拥有满足欧Ⅳ、欧Ⅴ排放法规的真空阀控制及电控可变截面增压器、钛铝合金增压器、电动增压器和陶瓷滚珠轴承增压器等产品，以及部分品种的汽油机增压器产品。

图表9： 进气系统产品

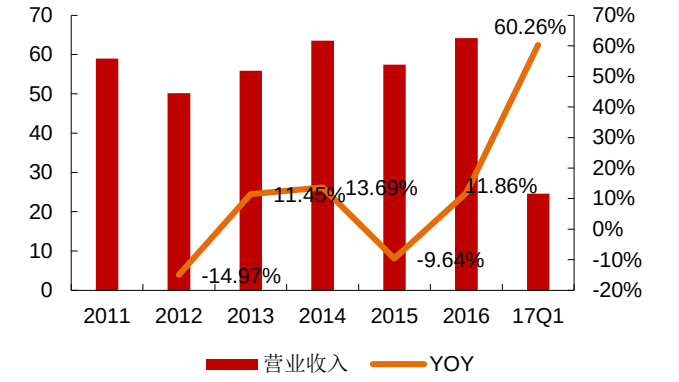
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

燃喷系统龙头，受益重卡行业高景气

业绩表现亮眼，核心业务发力

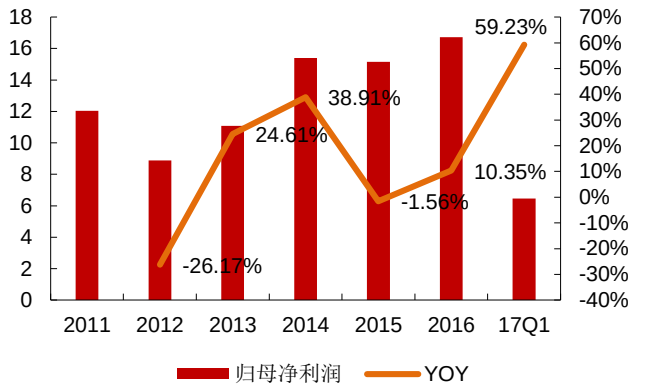
威孚高科是国内柴油机核心零部件喷射系统生产商龙头，17Q1 业绩增幅瞩目。威孚高科主营业务包括汽车燃油喷射系统、汽车后处理系统、发动机进气系统的制造和销售，业务关联度高。2015 年因商用车销售未达预期及在建转折旧费用增幅过大等影响，出现业绩下滑情况，但 2016 年起在重卡市场高景气带动下，核心业务燃喷系统营收增幅较大，投资收益小幅微增，公司全年实现营收 64.23 亿，同比增长 11.86%，归母净利润 16.72 亿，同比增长 10.35%，2017 年一季度继续增长势头，营收、归母净利增幅显著，实现营收 24.57 亿，同比增长 60.26%，实现归母净利润 6.46 亿，同比增长 59.23%，重卡行业景气度持续、排放升级切实执行是促进公司业绩增长的要因，17 年上述两项驱动因素将继续为公司全年业绩保驾护航。

图表10： 公司历年营业收入及其增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

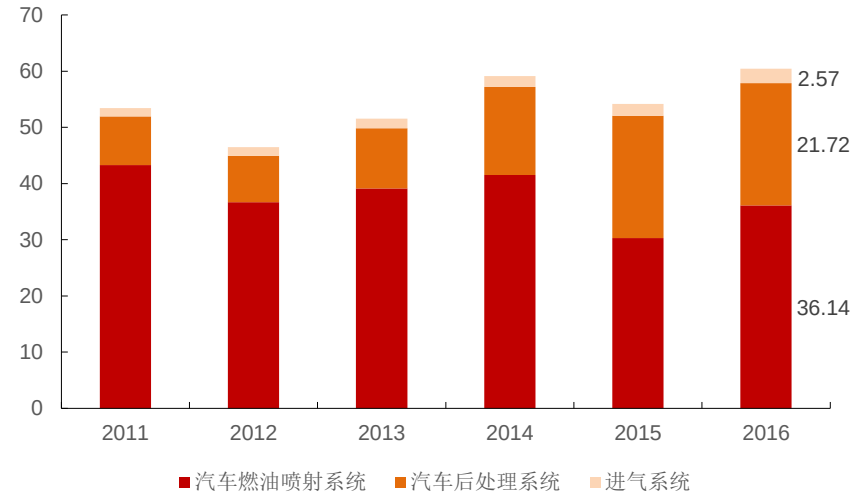
图表11： 公司历年归母净利润及其增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

三大主要板块业务稳定。公司三大主要板块业务中，汽车燃油喷射系统（即柴油机油泵嘴及配件）为核心业务，产品广泛用于各档功率柴油机，为各类载货车、客车、工程机械等配套，16 年公司及时抓住 T3 排放升级机会，快速抢占市场，燃喷系统产品收入占营收比例达到 56.28%；尾气后处理系统产品则主要与国内汽车、摩托车等厂商进行配套，受益于国家购置税减半政策及自主乘用车市场份额提升，16 年尾气后处理系统产品销量保持较好增长态势，占营收比例为 33.82%；进气系统（增压器）业务 16 年发展势头良好，柴油增压器抓住重点客户，占有率稳中有升，16 年进气系统业务收入占营收比例为 4%，小幅微增。

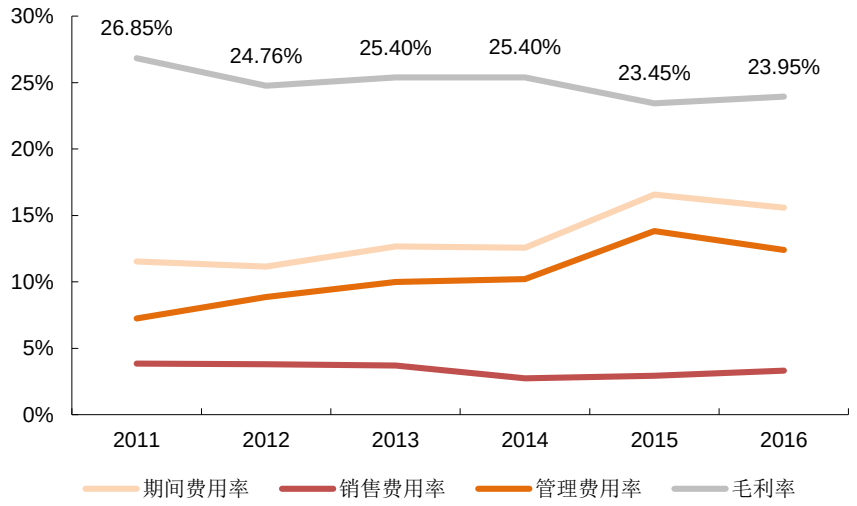
图表12： 历年分业务营收（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司成本控制合理，毛利率基本维稳。2016 年全年，公司期间费用率 15.6%，较上年下降 1 个百分点，其中，管理费用率 12.42%较 15 年下降 1.42 个百分点，销售费用率较去年 2.94%上升 0.38 个百分点。17Q1 销售费用率下降 1 个百分点，管理费用率下降 2.3 个百分点，公司在成本控制方面成果初现，结构优势体现。公司产品毛利率开始走出下降通道，16 年毛利率 23.95%较 15 年增长 0.5 个百分点，其中燃喷系统产品毛利率 28.95%较上年增加约 0.55 个百分点，汽车后处理系统产品毛利率 16.13%较上年下降 1.33 个百分点，基本保持稳定。

图表13： 公司历年费用率及毛利率变动

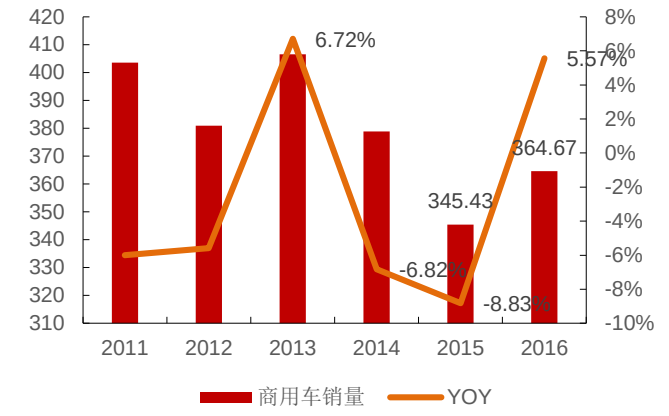


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

重卡高景气周期助推核心业务，排放标准升级拉动尾气后处理业务

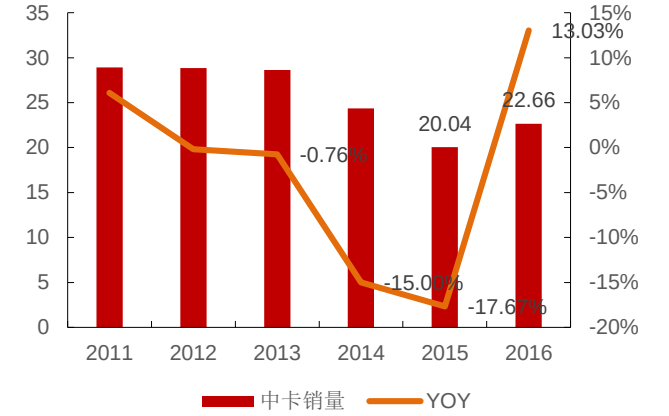
商用车整体趋势向好，中重卡增速较大。2016 年国内商用车销量约 365 万辆，同比增长 5.57%，整体看增速不算大，但已经开始出现反弹趋势，其中中重卡销量较好，增速分别为 13.03%和 32.45%。16 年受益于下游中重卡销量拉动公司客户需求，公司业绩得以回暖。

图表14： 中国历年商用车销量及其增速（单位：万辆）



资料来源：中汽协，华泰证券研究所

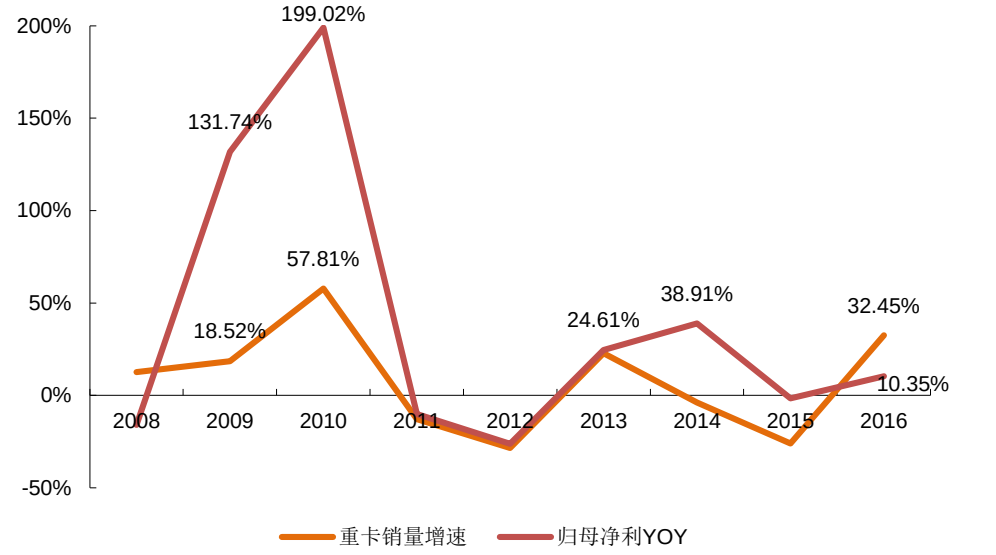
图表15： 中国历年中卡销量及其增速（单位：万辆）



资料来源：中汽协，华泰证券研究所

公司业绩与重卡销量高度相关。公司产品主要用于国内重卡，轻卡及大中型客车柴油发动机部分，核心业务燃喷系统是公司利润的重要来源，公司业绩显现出与下游重卡行业周期性高度相关属性。受重卡销量刺激，公司净利润在 2009 年、2010 年出现爆发式增长，2011 年重卡销量回落，公司利润小幅下跌，2013-2014 年利润又同步恢复两位数增长，2016 年下半年重卡销量反弹保证了公司全年业绩增长。

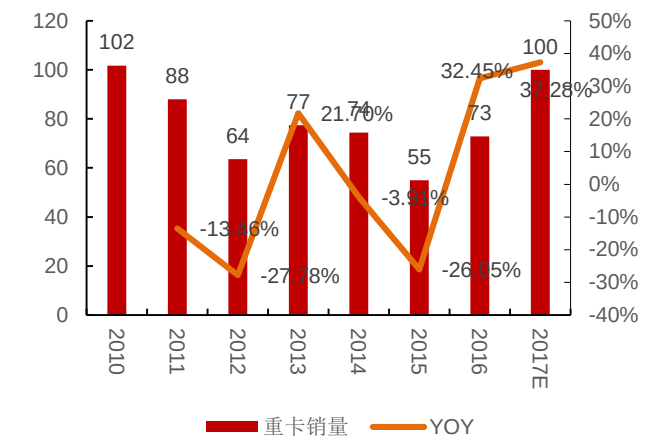
图表16： 归母净利润增速与重卡销量高度相关



资料来源：公司公告，中汽协，华泰证券研究所

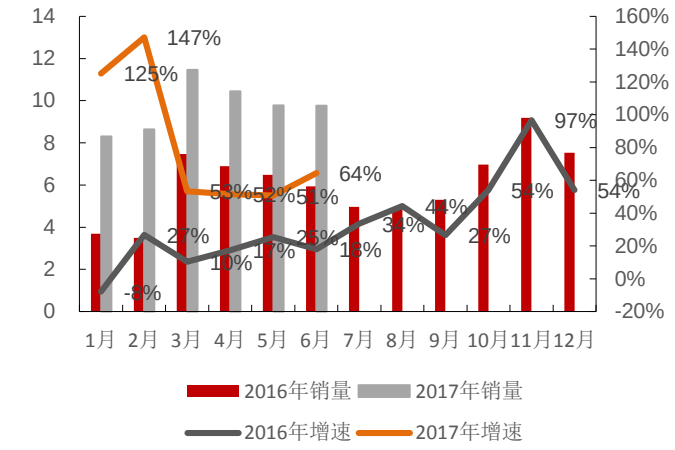
重卡行业高景气有望持续至 2018 年，公司业绩将受益。重卡行业已走出 2015 年低谷，2016 年下半年起销量出现反弹，同比增长 32.45%。2017 年重卡产销上行趋势得以延续，6 月份销量达 9.76 万辆，17H1 重卡累计销量达 58.37 万辆，同比增长 71.85%，基建投入增长，超载治理及国五新排放标准推动重卡需求复苏，2017 年全年重卡销量大概率破 100 万辆，本轮重卡景气度上行周期有望持续到 2018 年。龙头企业将首先享受行业增长红利，受益于行业趋势延续，公司 17H1 业绩与全年业绩值得期待。

图表17： 重卡历年销量及增速（单位：万辆）



资料来源：中汽协，华泰证券研究所

图表18： 重卡月度销量及增速（单位：万辆）



资料来源：中汽协，华泰证券研究所

排放标准升级助力尾气业务高增长。公司 2014 年受益于国四排放标准升级，第二大业务汽车后处理系统产品销量提升，产品收入占营收比例提升 5.5 个百分点达到 24.6%，15 年国四排放标准继续严格执行，后处理系统产品收入占营收比例接近 38%，16 年重卡高景气使得公司核心业务营收占比提升幅度较大，但汽车后处理系统产品占收入比重仍保持在 33.82%这一较高水平。所有轻型汽油车、重型柴油车（客车和公交、环卫、邮政用途）已于 2017 年 1 月 1 日全面实施国五排放标准，重型柴油车也自 2017 年 7 月 1 日开始全面执行国五排放标准，2018 年 1 月 1 日开始所有轻型柴油车也将开始执行国五标准。可以预见 2018 年起国内尾气排放标准的执行将更为严格，国六标准也将自 2020 年开始分国 6a、国 6b（目前世界上最严排放标准）两阶段有序推进，这将带动公司后处理系统业务发展空间进一步提升。

图表19： 国五排放标准执行时间表

时间	车辆类型	执行范围
2016.04.01	所有进口、销售和注册登记的轻型汽油车、轻型柴油客车、重型柴油车（仅公交、环卫、邮政用途）	东部 11 省市（北京、天津、河北、辽宁、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、海南）
2017.01.01	所有制造、进口、销售和注册登记的轻型汽油车、重型柴油车（客车和公交、环卫、邮政用途）	全国
2017.07.01	所有制造、进口、销售和注册登记的重型柴油车	全国
2018.01.01	所有制造、进口、销售和注册登记的轻型柴油车	全国

资料来源：环保部，华泰证券研究所

图表20： 国六排放标准执行时间表

时间	车辆类型	控制水平
2020.07.01	所有销售和注册登记的轻型汽车应符合国 6a 限值要求	略严于欧洲第六阶段排放标准限值水平，比美国 Tier3 排放标准限值要求宽松
2023.07.01	所有销售和注册登记的轻型汽车应符合国 6b 限值要求	基本相当于美国 Tier3 排放标准中规定的 2020 年车队平均限值

资料来源：环保部，华泰证券研究所

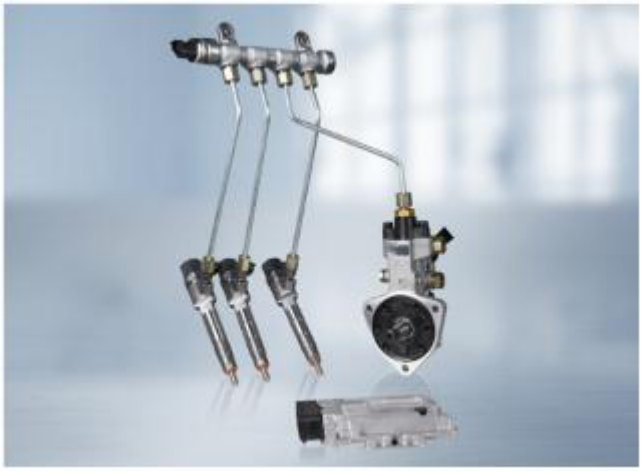
参股公司优质，升级战略布局逐步推进

参股公司博世汽柴、中联电子持续稳定贡献投资收益

公司投资收益来源稳定。投资收益是公司重要的利润来源，主要来自于参股公司博世汽柴和中联电子。2016 年公司取得投资收益 13.78 亿，其中参股合资企业博世汽柴及中联电子贡献 10.64 亿，占总投资收益比例达 77%；17Q1 公司投资收益总额 4.73 亿较上年同期增加 1.46 亿，同比增长 44.84%，增幅明显，同样主要来自于合资企业博世汽柴、中联电子盈利增长。

博世汽柴高压共轨系统产品市场优势大。博世汽柴是威孚高科与德国博世于 2004 年合资设立，威孚高科持有其 34%股权，博世汽柴主要业务为共轨系统（包含零部件）及尾气后处理系统系列产品的生产和销售，产品针对中国市场进行特别优化，已覆盖乘用车、商用车两大板块。博世汽柴核心产品为高压共轨系统，由喷油器、高压泵、高压油轨、电控单元四大核心部件组成。公司柴油机高压共轨系统技术壁垒高，在国内市场具有领先地位，公司主要配套中重卡、轻卡、大中轻客等产品，主要供货给潍柴动力，江铃汽车等优质客户。

图表21： 乘用车共轨系统 CRS1-16



资料来源：博世汽柴官网，华泰证券研究所

图表22： 商用车共轨系统 CRSN2-16

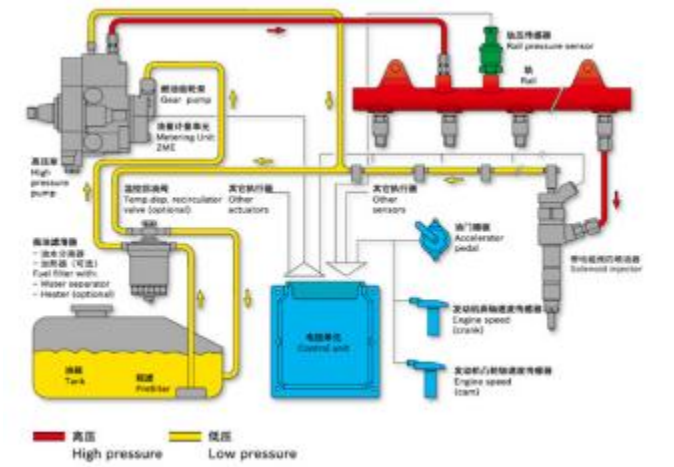
资料来源：博世汽柴官网，华泰证券研究所

图表23： 共轨系统四大核心零部件

资料来源：博士汽柴官网，华泰证券研究所

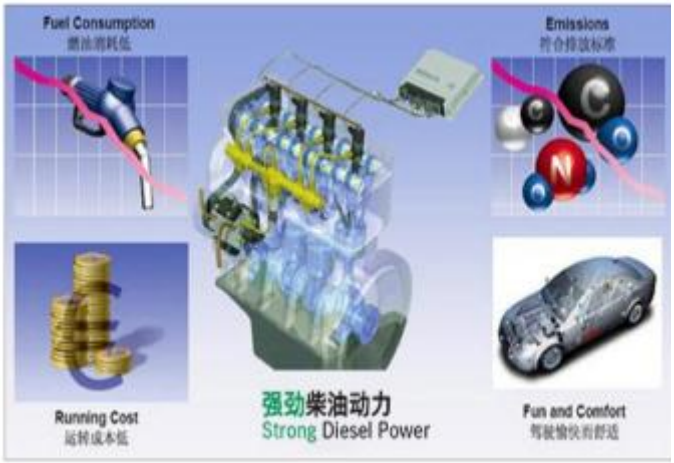
柴油机高压共轨产品优势明显。柴油机实行高压柴油电子控制的目的，是为了改善柴油机的燃油经济性和排放污染，同时，从动力性、油耗以及驾驶性等方面来考虑，电控柴油系统有着更好的表现。博世汽柴高压共轨产品与同功率汽油车相比，柴油车油耗节省 25-30%，具有更强的动力性，CO_2 排放量比汽油车降低 30%左右，同时喷油、控制单元等有更高的精准度。

图表24： 共轨系统示意图



资料来源：博世汽柴官网，华泰证券研究所

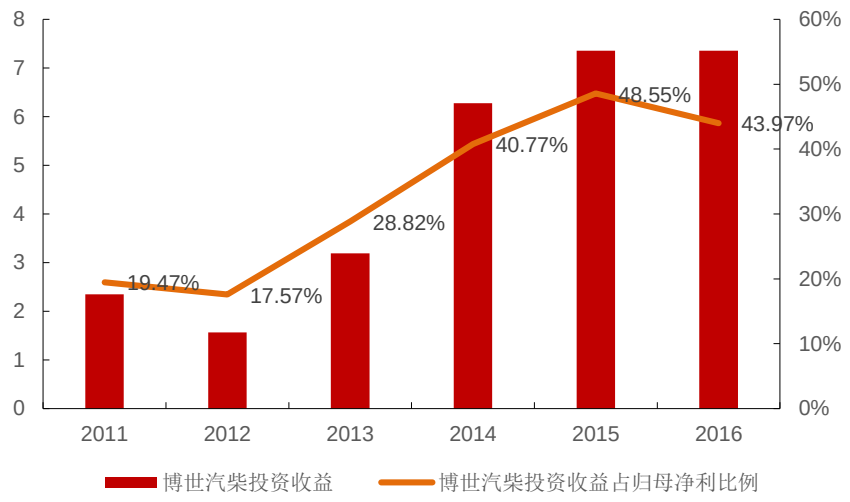
图表25： 高压共轨技术主要优势



资料来源：博世汽柴官网，华泰证券研究所

博世汽柴受益重卡高景气。2016 年全年博世汽柴贡献的投资收益占归母净利润的 43.97%，占比有所下降，主要是由于 15 年基数较高。排放标准的升级对高压共轨喷射系统搭载率将进一步提升，2016 年下半年起重卡销量出现反弹，预计 2017 年全年重卡销量将继续保持向上势头，重卡高景气度将带动公司共轨产品销量提升，博世汽柴将直接受益。

图表26： 博世汽柴投资收益及占归母净利润比例（单位：亿元）



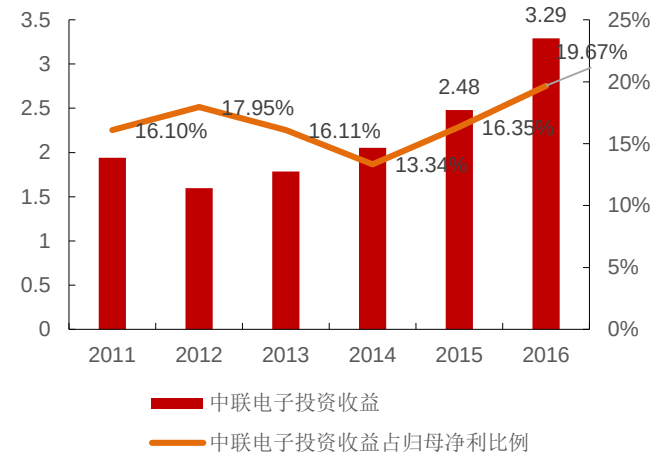
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

自主品牌崛起助力中联电子业绩增长。中联电子是由威孚高科、上汽、北汽等多家企业联合设立的投资性公司，威孚高科持有其 20%股权，中联电子净利润主要贡献来自于其参股公司联合汽车电子有限公司（简称联合电子）。联合电子成立于 1995 年，是中联电子和德国博世合资企业，双方各持股 50%，主要从事汽油发动机管理系统、变速箱控制系统、车身电子、混合动力和电力驱动控制系统的开发、生产和销售，公司产品技术壁垒高，处于行业领先地位，联合电子主要客户有上汽通用、一汽大众、长安铃木等中外合资企业及比亚迪、众泰汽车、吉利汽车等自主品牌车企。2016 年中联电子贡献投资收益占归母净利润的 19.67%，未来随着国内乘用车市场继续发展，中联电子有望为威孚高科带来更多投资收益。

图表27： 联合电子主要客户

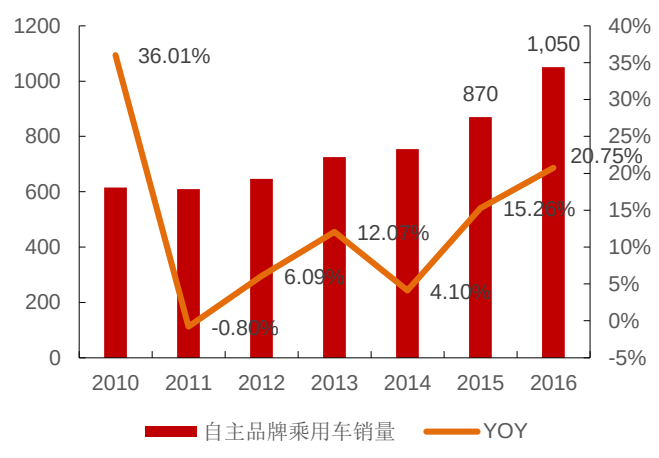
资料来源：联合电子官网，华泰证券研究所

图表28： 中联电子投资收益及占归母净利润比例（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表29： 中国自主品牌乘用车历年销量及同比增速（单位：万辆）



资料来源：中汽协，华泰证券研究所

拟成立并购基金，紧跟汽车产业转型

公司现金流充足，为公司未来战略升级提供资金支持。2016 年 6 月，公司公告全资子公司威孚汽柴拟与平安融汇合资设立产业并购基金。公司旨在通过设立产业并购基金，积极寻求新能源汽车产业领域投资的机会，紧跟汽车产业转型节奏。我们认为公司积极寻求战略升级方向，且能与现有业务形成协同效应，依托公司汽车零部件领域客户积累，有利于未来发展。

业绩预测与投资建议

业绩预测

汽车燃油喷射系统业务：作为公司的核心业务，预计 2017 年-2019 年仍是公司营收的主要来源。我们预计 2017 年-2019 年汽车燃油喷射系统业务营业收入分别可以达到 44.45/48.45/51.84 亿（元），贡献毛利预计可达到 12.79/13.89/14.52 亿（元）。

汽车后处理系统：汽车后处理业务作为公司第二大业务，预计其 2017-2019 年营收分别能达到 31.06/34.48/38.96 亿（元），贡献毛利 6.12/6.46/6.62 亿（元）。

博世汽柴&中联电子投资收益：受益于国内排放标准升级，重卡高景气等因素，我们估计博世汽柴 2017-2019 年能为母公司带来 10.29/10.11/10.39 亿（元）的投资收益；随着自主品牌进一步崛起，我们预计中联电子 2017-2019 年能为母公司带来 3.60/3.75/3.88 亿（元）的投资收益。

图表30： 2017-2019 年营业收入及主要投资收益预测（单位：亿元）

分类		2017E	2018E	2019E
营业收入	汽车燃油喷射系统业务	44.45	48.45	51.84
	汽车后处理系统	31.06	34.48	38.96
毛利润	汽车燃油喷射系统业务	12.79	13.89	14.52
	汽车后处理系统	6.12	6.46	6.62
主要投资收益	博世汽柴	10.29	10.11	10.39
	中联电子	3.60	3.75	3.88

资料来源：华泰证券研究所

目标价 30.5-31.5 元，维持“买入”评级

威孚高科是国内柴油机核心零部件喷射系统生产商龙头，公司组织结构合理，成本管控有效，投资收益贡献稳定利润，随着 2016 年下半年重卡销量开启上行行情，公司燃喷系统业务进入新一轮高景气周期。同时公司是国内少数掌握汽车后处理系统核心技术的厂商，重卡行业景气、国五全面升级以及今后国六标准的有序推进将促进公司后处理系统产品放量，利润提升可期。

公司经营风格稳健。2016 年资产负债率 22.39%，速动比率维持在 2.64，毛利率稳定在 23.95%，均为微增状态，17Q1 资产负债率 23%，速动比率 2.69，毛利率 19.89%，基本保持稳定；此外公司拟成立产业并购基金，未来战略布局值得期待。

我们预计公司 2017-2019 年营业收入将分别达到 82.06/89.68/97.75 亿（元），归母净利润分别将达到 21.28/23.19/24.99 亿（元），对应 EPS 分别为 2.11/2.30/2.48 元，据 Wind 一致预期，17 年国内相关细分领域可比公司估值水平为 18.02，公司目前仍属于低估值状态，安全边际高。参考可比公司估值情况依据对威孚高科 17 年业绩预测给予 14.5X-14.9X PE 估值，目标价格区间 30.5-31.5 元，维持“买入”评级。

图表31： 国内可比公司估值

股票简称	股票代码	收盘价	EPS 2016A	EPS 2017E	EPS 2018E	PE 2016A	PE 2017E	PE 2018E
潍柴动力	000338.SZ	7.01	0.61	0.50	0.54	11.49	13.91	12.95
银轮股份	002126.SZ	10.68	0.32	0.42	0.52	33.38	25.43	20.54
中国重汽	000951.SZ	19.16	0.62	0.94	1.03	30.75	20.30	18.69
福耀玻璃	600660.SH	23.13	1.25	1.41	1.66	18.46	16.36	13.92
云内动力	000903.SZ	4.25	0.28	0.19	0.25	33.36	22.26	17.10
华域汽车	600741.SH	20.66	1.93	2.10	2.27	10.70	9.84	9.10
平均			0.84	0.93	1.05	23.02	18.02	15.38
威孚高科	000581.SZ	25.76	1.66	2.11	2.30	15.52	12.21	11.20

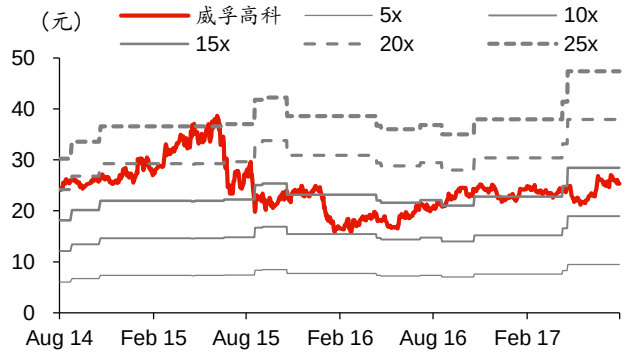
资料来源：Wind，华泰证券研究所，

风险提示

重卡景气度不及预期；排放标准执行力度不及预期。

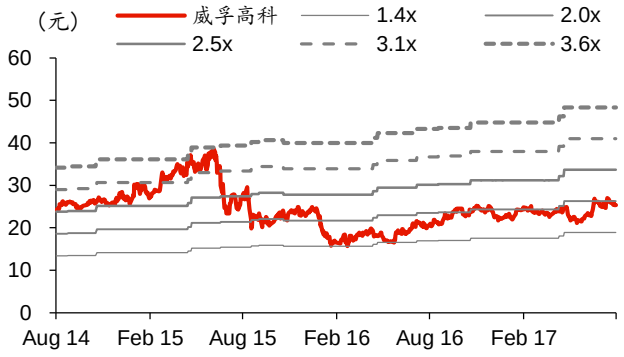
PE/PB – Bands

图表32： 威孚高科历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表33： 威孚高科历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8,539	9,920	11,933	14,148	16,668
现金	3,275	3,970	4,825	6,446	8,505
应收账款	1,261	1,325	1,706	1,877	2,037
其他应收账款	8.82	5.91	9.50	10.19	10.82
预付账款	73.33	74.03	103.30	110.09	119.48
存货	865.57	1,349	1,714	1,942	2,057
其他流动资产	3,055	3,197	3,575	3,762	3,939
非流动资产	7,166	7,343	7,417	7,383	7,349
长期投资	3,284	3,421	3,500	3,511	3,544
固定投资	2,321	2,448	2,485	2,466	2,403
无形资产	360.61	347.21	347.21	347.21	347.21
其他非流动资产	1,201	1,127	1,085	1,059	1,054
资产总计	15,704	17,264	19,351	21,530	24,017
流动负债	2,895	3,150	3,775	4,214	4,723
短期借款	360.00	150.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,464	1,729	2,271	2,572	2,947
其他流动负债	1,072	1,270	1,504	1,642	1,776
非流动负债	595.41	715.80	587.75	642.56	648.55
长期借款	0.00	60.00	60.00	60.00	60.00
其他非流动负债	595.41	655.80	527.75	582.56	588.55
负债合计	3,491	3,865	4,363	4,856	5,371
少数股东权益	430.05	471.09	537.94	610.91	689.25
股本	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009
资本公积	3,397	3,418	3,418	3,418	3,418
留存公积	7,188	8,356	10,023	11,636	13,529
归属母公司股	11,783	12,927	14,450	16,063	17,956
负债和股东权益	15,704	17,264	19,351	21,530	24,017

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	542.05	527.34	270.07	905.46	1,219
净利润	1,553	1,726	2,195	2,392	2,577
折旧摊销	234.21	282.01	280.81	313.60	344.05
财务费用	(11.12)	(9.11)	(99.64)	(136.19)	(182.19)
投资损失	(1,333)	(1,378)	(1,600)	(1,566)	(1,566)
营运资金变动	15.79	(133.24)	(525.52)	(208.91)	32.54
其他经营现金	83.48	39.62	19.62	110.89	13.99
投资活动现金	1,213	965.49	1,241	1,285	1,263
资本支出	568.10	442.37	280.00	270.00	270.00
长期投资	(15.89)	(47.75)	78.88	11.19	32.89
其他投资现金	1,765	1,360	1,600	1,566	1,566
筹资活动现金	(742.46)	(738.67)	(655.67)	(570.05)	(423.21)
短期借款	(55.00)	(210.00)	(150.00)	0.00	0.00
长期借款	(60.00)	60.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(11.25)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(238.75)	20.91	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(377.46)	(609.58)	(505.67)	(570.05)	(423.21)
现金净增加额	1,012	754.91	855.71	1,620	2,059

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,742	6,423	8,206	8,968	9,775
营业成本	4,395	4,884	6,189	6,805	7,385
营业税金及附加	29.55	47.72	51.76	58.18	64.36
营业费用	168.59	213.30	258.50	269.03	303.03
管理费用	794.53	797.43	1,050	986.44	1,026
财务费用	(11.12)	(9.11)	(99.64)	(136.19)	(182.19)
资产减值损失	95.12	88.59	93.83	92.30	92.19
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,333	1,378	1,600	1,566	1,566
营业利润	1,603	1,778	2,262	2,459	2,652
营业外收入	145.03	50.62	54.00	60.00	61.00
营业外支出	84.33	10.33	11.00	11.50	12.00
利润总额	1,664	1,819	2,305	2,507	2,701
所得税	110.75	92.54	110.66	115.34	124.26
净利润	1,553	1,726	2,195	2,392	2,577
少数股东损益	37.38	53.78	66.86	72.97	78.34
归属母公司净利润	1,515	1,672	2,128	2,319	2,499
EBITDA	1,826	2,051	2,444	2,636	2,814
EPS (元)	1.50	1.66	2.11	2.30	2.48

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(9.64)	11.86	27.77	9.28	9.01
营业利润	(6.68)	10.95	27.23	8.68	7.86
归属母公司净利润	(1.56)	10.35	27.25	8.98	7.74
获利能力 (%)					
毛利率	23.45	23.95	24.58	24.12	24.45
净利率	26.39	26.04	25.93	25.86	25.56
ROE	12.86	12.94	14.73	14.44	13.92
ROIC	26.79	29.11	33.56	35.45	38.45
偿债能力					
资产负债率 (%)	22.23	22.39	22.55	22.56	22.37
净负债比率 (%)	12.03	5.43	1.38	1.24	1.12
流动比率	2.95	3.15	3.16	3.36	3.53
速动比率	2.56	2.64	2.60	2.79	3.00
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.39	0.45	0.44	0.43
应收账款周转率	4.57	4.90	5.36	4.95	4.94
应付账款周转率	3.01	3.06	3.09	2.81	2.68
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.50	1.66	2.11	2.30	2.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.52	0.27	0.90	1.21
每股净资产(最新摊薄)	11.68	12.81	14.32	15.92	17.80
估值比率					
PE (倍)	17.15	15.54	12.21	11.21	10.40
PB (倍)	2.21	2.01	1.80	1.62	1.45
EV_EBITDA (倍)	10.11	9.00	7.55	7.00	6.56

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com