CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

威孚高科 000581.SZ

当前股价：25.44 元
2017 年 08 月 25 日

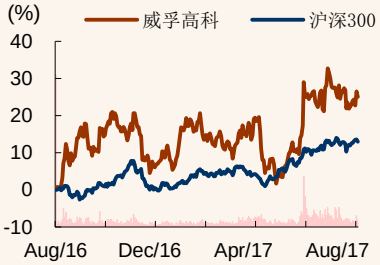
业绩维持高增长，全面受益重卡高景气周期

基础数据

上证综指	3272
总股本（万股）	100895
已上市流通股（万股）	83649
总市值（亿元）	257
流通市值（亿元）	213
每股净资产（MRQ）	13.5
ROE（TTM）	15.1
资产负债率	25.2%
主要股东	无锡产业发展集团有
主要股东持股比例	20.22%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	6	23
相对表现	-6	-1	11



资料来源：贝格数据、招商证券

汪刘胜
0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

彭琪
0755-83174724
pengqi@cmschina.com.cn
S1090514080003

研究助理
寸思敏
cuansimin1@cmschina.com.cn

事件：

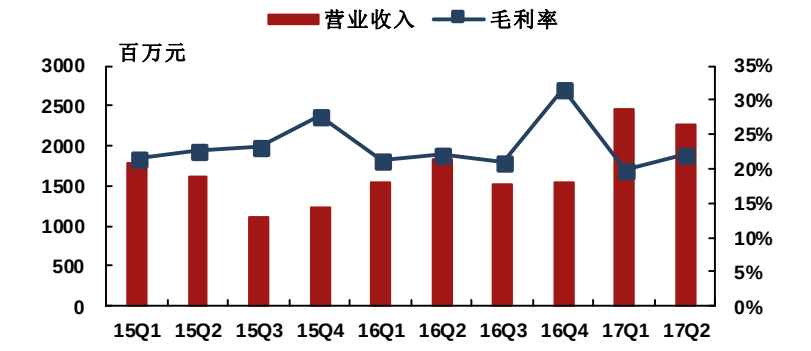
公司公布 17 年中报，实现营收 47.28 亿（+40.5%）；归母净利润 13.26 亿（+40.5%）。受益下游重卡销量火爆，公司本部燃油喷射业务实现营收 29.1 亿（+54.1%），联营企业博世汽柴实现净利 17.5 亿（+55.4%）；同时费用管控合理，三费率为 10.0%（-2.0pct）。后续随着排放标准全面升级，公司后处理业务将加速拓展；同时重卡行业开启 2-3 年景气周期，公司强劲增长可持续。维持“强烈推荐-A”评级。

评论：

1、下游重卡销量火爆，H1 业绩维持高增长

1-7 月重卡销量达 67.8 万辆，同比大增 74%，主要系国标 1589 治超及下游基建投资超预期。公司业绩全面受益下游重卡高景气，17H1 实现营收 47.3 亿（+40.5%），净利 13.3 亿（+40.5%）。其中本部燃油喷射业务实现营收 29.1 亿（+54.1%），毛利率 26.1%（+1.2pct）；联营企业博世汽柴实现营收 77.8 亿（+56.2%），净利润 17.5 亿（+55.4%）。同时公司费用管控合理，17H1 三费率为 10.0%，相比 16 年同期下降 2.0pct。

图 1：公司季度营收以及毛利率一览



资料来源：公司数据、招商证券

2、排放标准全面升级，后处理业务有望加速拓展

17H1 公司后处理业务增长不及预期，实现营收 13.84 亿（+19.4%），毛利 1.46 亿（-24.6%），主要系产品单价下降、原材料钢材价格上涨导致毛利率大幅下滑 6.2pct。我们认为随着 7 月 1 日国五标准在重型柴油车上的实行，H2 公司后处理业务将明显改善。后续随着国五标准的全面普及以及国六标准的推进，公司后处理业务空间广阔，有望加速增长。

风险提示：重卡销量不及预期；后处理业务拓展不及预期

表 1：汽车排放标准将全面升级

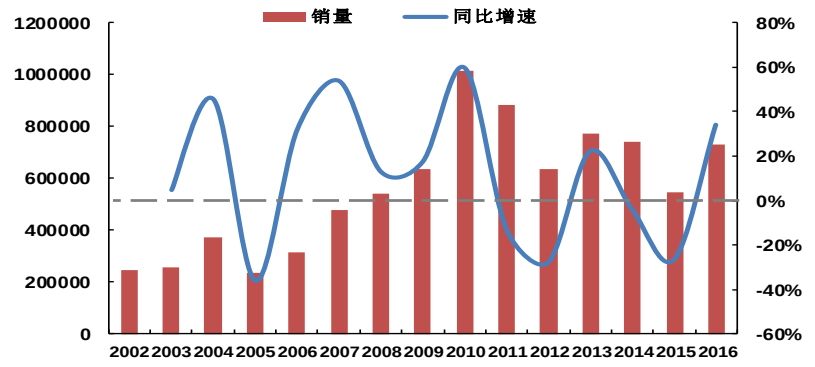
时间	车辆类型	执行范围	执行标准
2016.04.01	所有进口、销售和注册登记的轻型汽油车、轻型柴油客车、重型柴油车（仅公交、环卫、邮政用途）	东部 11 省市	国五
2017.01.01	所有制造、进口、销售和注册登记的轻型汽油车、重型柴油车（仅公交、环卫、邮政用途）	全国	国五
2017.07.01	所有制造、进口、销售和注册登记的重型柴油车	全国	国五
2018.01.01	所有制造、进口、销售和注册登记的轻型柴油车	全国	国五
2020.07.01	所有销售和注册登记的轻型汽车	全国	国六 a
2023.07.01	所有销售和注册登记的轻型汽车	全国	国六 b

资料来源：环保部，招商证券

3、重卡行业开启 2-3 年景气周期，公司强劲增长可持续

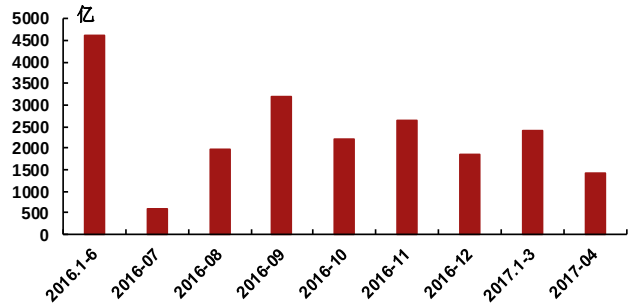
重卡连接下游固定资产投资，与宏观经济周期密切相关，行业周期性突出；内生周期性因素在于重卡自身的更新需求，外生周期性因素在于宏观经济的景气度。上一轮重卡销量在 10、11 年时达到顶峰，根据 5-6 年的换购周期，重卡已进入换购升级的高峰期；下游固定资产投资自 16 年 8 月以来发改委核准固定资产投资项目速度明显加快，多个 PPP 项目入库对未来 2-3 年固定资产投资增速形成有力支撑。我们认为重卡行业在 15 年已完成中期筑底，目前处于周期性景气上行阶段，公司作为国内燃油喷射系统龙头，将全面受益重卡高景气周期，强劲增长将可持续。

图 2：广义重卡年度销量以及同比增速



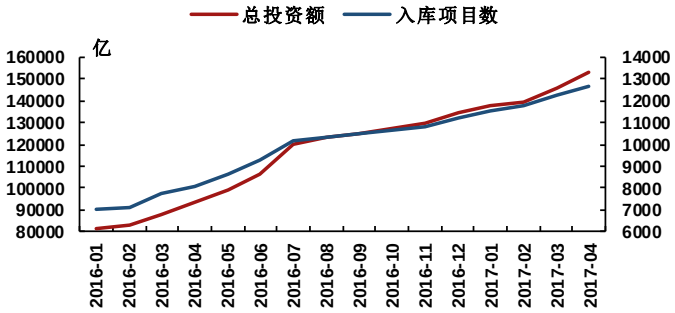
资料来源：中汽协，招商证券

图 3：发改委核准固定资产投资项目速度明显加快



资料来源：国家发改委，招商证券

图 4：PPP 项目入库总数和总投资额稳步上升

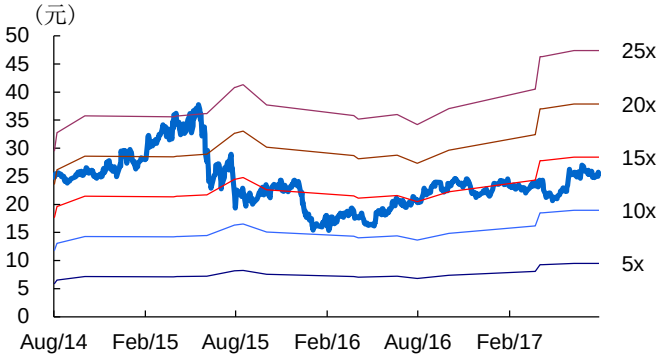


资料来源：Wind，招商证券

盈利预测与评级

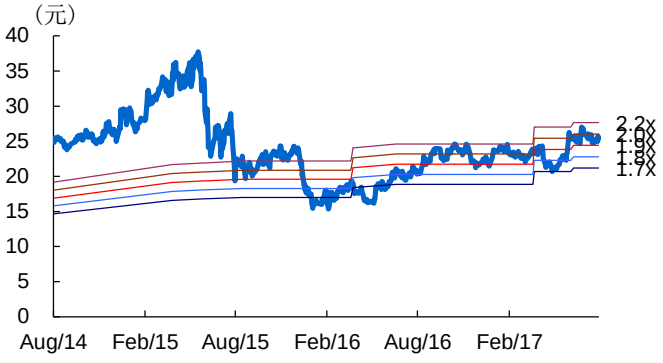
公司 17 年 H1 实现营收 47.28 亿（+40.5%）；归母净利润 13.26 亿（+40.5%）。受益下游重卡销量火爆，公司本部燃油喷射业务实现营收 29.1 亿（+54.1%），联营企业博世汽柴实现净利 17.5 亿(+55.4%)；同时费用管控合理，三费率为 10.0%(-2.0pct)。后续随着排放标准全面升级，公司后处理业务将加速拓展；同时重卡行业开启 2-3 年景气周期，公司强劲增长可持续。我们预计公司 17-19 年实现净利润 20.09 亿、22.16 亿、24.42 亿，对应 EPS 为 1.99、2.20、2.42 元，维持“强烈推荐-A”评级。

图 5：威孚高科历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 6：威孚高科历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8539	9920	12048	13972	16128
现金	3275	3970	5384	6642	8175
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1032	1280	1452	1597	1733
应收款项	1261	1325	1484	1633	1771
其它应收款	9	6	7	8	9
存货	866	1349	1220	1342	1456
其他	2096	1991	2500	2750	2984
非流动资产	7166	7343	7552	7738	7905
长期股权投资	3284	3421	3421	3421	3421
固定资产	2321	2448	2691	2909	3104
无形资产	361	347	312	281	253
其他	1201	1127	1127	1127	1127
资产总计	**15704**	**17264**	**19599**	**21710**	**24033**
流动负债	2895	3150	3915	4243	4549
短期借款	360	150	250	250	250
应付账款	1464	1729	2171	2388	2591
预收账款	34	43	54	59	64
其他	1038	1227	1441	1546	1644
长期负债	595	716	716	716	716
长期借款	0	60	60	60	60
其他	595	656	656	656	656
负债合计	**3491**	**3865**	**4631**	**4959**	**5265**
股本	1009	1009	1009	1009	1009
资本公积金	3585	3563	3563	3563	3563
留存收益	7189	8356	9861	11573	13510
少数股东权益	430	471	536	607	686
归属于母公司所有者权益	11783	12927	14432	16144	18082
负债及权益合计	**15704**	**17264**	**19599**	**21710**	**24033**

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	542	527	449	202	265
净利润	1515	1672	2009	2216	2442
折旧摊销	234	282	291	313	333
财务费用	16	11	(10)	(11)	(12)
投资收益	(1332)	(1374)	(1860)	(2050)	(2260)
营运资金变动	79	(69)	(48)	(341)	(319)
其它	30	5	66	74	81
投资活动现金流	1213	965	(500)	(500)	(500)
资本支出	(568)	(442)	(500)	(500)	(500)
其他投资	1781	1408	0	0	0
筹资活动现金流	(742)	(739)	1466	1557	1768
借款变动	(1618)	(1667)	100	0	0
普通股增加	(11)	0	0	0	0
资本公积增加	(172)	(23)	0	0	0
股利分配	(510)	(504)	(504)	(504)	(504)
其他	1569	1455	1870	2061	2272
现金净增加额	1012	754	1414	1258	1533

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5742	6423	8067	8874	9628
营业成本	4395	4884	6131	6744	7317
营业税金及附加	30	48	60	66	72
营业费用	169	213	234	257	270
管理费用	795	797	847	932	1011
财务费用	(11)	(9)	(10)	(11)	(12)
资产减值损失	95	89	80	80	80
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1333	1378	1860	2050	2260
营业利润	1603	1778	2585	2856	3151
营业外收入	145	51	51	51	51
营业外支出	84	10	10	10	10
利润总额	1664	1819	2625	2896	3191
所得税	111	93	551	608	670
净利润	1553	1726	2074	2288	2521
少数股东损益	37	54	65	71	79
归属于母公司净利润	1515	1672	2009	2216	2442
EPS（元）	1.50	1.66	1.99	2.20	2.42

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-10%	12%	26%	10%	9%
营业利润	-7%	11%	45%	10%	10%
净利润	-2%	10%	20%	10%	10%
获利能力					
毛利率	23.4%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
净利率	26.4%	26.0%	24.9%	25.0%	25.4%
ROE	12.9%	12.9%	13.9%	13.7%	13.5%
ROIC	8.4%	10.3%	13.3%	13.2%	13.0%
偿债能力					
资产负债率	22.2%	22.4%	23.6%	22.8%	21.9%
净负债比率	2.7%	1.2%	1.6%	1.4%	1.3%
流动比率	2.9	3.1	3.1	3.3	3.5
速动比率	2.7	2.7	2.8	3.0	3.2
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	4.4	4.4	4.8	5.3	5.2
应收帐款周转率	4.7	5.0	5.7	5.7	5.7
应付帐款周转率	3.0	3.1	3.1	3.0	2.9
每股资料（元）					
每股收益	1.50	1.66	1.99	2.20	2.42
每股经营现金	0.54	0.52	0.44	0.20	0.26
每股净资产	11.68	12.81	14.30	16.00	17.92
每股股利	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
估值比率					
PE	16.9	15.3	12.8	11.6	10.5
PB	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	18.6	16.6	11.7	10.6	9.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998 年毕业于上海同济大学机械系，7 年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究 10 年。2008 年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009 年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2010 年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。2011 年新财富最佳分析师上榜，并获得水晶球第四名、金牛奖最佳分析师第三名。2012 年入围新财富最佳分析师评选，2013 年水晶球第四名，新财富最佳分析师第五名。2014 年水晶球第一名，新财富最佳分析师第二名。2015 年金牛奖第一名，水晶球公募类第一名，新财富最佳分析师第三名。2016 年金牛奖第二名，新财富最佳分析师第五名。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。