

公司研究/中报点评

2017年08月25日

交运设备/汽车零部件 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 25.44  
合理价格区间(元): 30.5~31.5

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

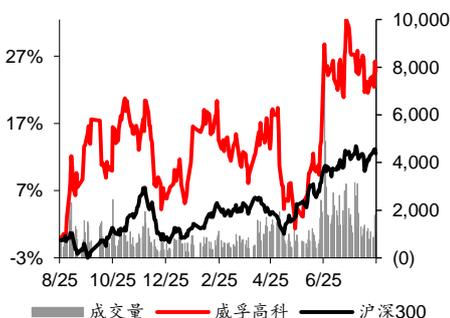
**祝嘉麟** 执业证书编号: S0570517070009  
研究员 021-28972068  
zhujialin@htsc.com

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

相关研究

- 1《威孚高科(000581,买入): 龙头迎高景气周期, 业务保持领先》2017.08
- 2《苍穹之下, 柴油机排污治理首选威孚高科》2015.03
- 3《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

股价走势图



资料来源: Wind

# 受益行业趋势, H1 业绩表现良好

## 威孚高科(000581)

### 受益行业趋势, H1 业绩表现良好

公司 8 月 25 日发布 2017 年半年度报告,上半年公司实现营收 47.28 亿元,同比+40.45%,实现归母净利润 13.26 亿元,同比+40.52%,扣非后归母净利润为 12.08 亿元,同比+45.64%,业绩整体表现符合预期。公司核心业务燃喷系统产品销量与下游重卡景气度高度相关,2017H1 公司业绩受重卡销量拉动明显,而后处理系统业务对公司业绩增长贡献略低于预期。下半年公司将继续受益于基建投入增长、超限超载治理政策利好及国五排放标准全面执行的全面执行,我们预计公司全年业绩将保持稳定增长。

### 燃喷系统业务增幅显著,后处理业务蓄势待发

公司核心业务燃喷系统迎新增长周期增幅显著,后处理业务因外部因素影响了利润的实现。2017H1 燃喷系统营收 29.13 亿元,同比增长 54%,主要受益于 2017H1 重卡销量高增长,2017H1 重卡销量 58.37 万辆(同比+71.85%),全年重卡销量大概率突破 110 万辆,预计下半年公司燃喷业务受重卡拉动将有高增长。2017H1 后处理业务营收 13.84 亿元,同比增长 19.42%且毛利有所下降不及预期,主要是受市场竞争加剧、产品价格下降、原材料上涨及产品结构变化等的影响,但公司该业务具有领先优势,受益于国五标准全面推进及未来国六标准有序实施,仍有较大增长空间。

### 参股公司博世&中联电子继续贡献高投资收益

参股公司博世汽柴、中联电子上半年贡献投资收益助力公司净利增长。投资收益是公司主要利润来源,主要来自于参股公司博世汽柴和中联电子,17H1 两者贡献投资收益占归母净利润比例近 60%。博世汽柴作为国内柴油机高压共轨系统龙头,产品技术壁垒高,17H1 贡献投资收益占归母净利润的 44.87%;中联电子参股的国内动力总成管理系统龙头联合电子,配套国内多家合资及自主品牌整车公司,中联电子 17H1 贡献投资收益占归母净利润的 14.8%,国内乘用车市场需求回暖将进一步提升中联电子业绩。

### 重卡高景气+主要业务稳增长,维持“买入”评级

重卡下半年高景气大概率延续,燃喷系统顺利进入新增长周期,排放标准升级稳步推进将助力后处理系统产品订单放量。我们预计重卡全年销量大概率破 110 万辆,将拉动公司核心业务燃喷系统产品及参股公司博世汽柴高压共轨产品销量增长,国五排放标准升级的全面实施将保证公司后处理系统业务的增长态势。此外公司延续稳健经营风格,并对于未来产业升级具有前瞻性,维持此前目标价区间 30.5-31.5 元以及“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)	20.81-27.00
总市值(百万元)	25,668
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

## 受益行业趋势，H1 业绩表现良好

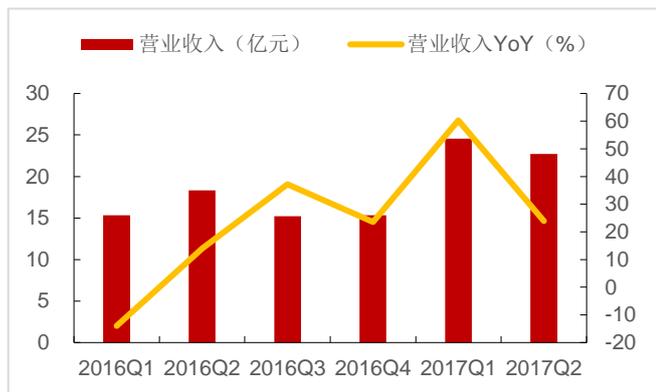
公司8月25日发布2017年半年度报告,上半年公司实现营收47.28亿元,同比+40.45%,实现归母净利润13.26亿元,同比+40.52%,扣非后归母净利润为12.08亿元,同比+45.64%,业绩整体表现符合预期。公司核心业务燃喷系统产品销量与下游重卡景气度高度相关,2017H1公司业绩受重卡销量拉动明显,而后处理系统业务对公司业绩增长贡献略低于预期。下半年公司将继续受益于基建投入增长、超限超载治理政策利好及国五排放标准全面执行,我们预计公司全年业绩将保持稳定增长。

图表1: 公司 2016Q1-2017Q2 单季度财务数据分析

项目	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入(亿元)	15.33	18.33	15.23	15.33	24.57	22.71
营业收入 YoY (%)	-13.97	13.99	37.22	23.52	60.26	23.88
归母净利(亿元)	4.05	5.38	3.66	3.63	6.46	6.80
归母净利 YoY (%)	-6.65	-12.02	47.70	63.65	59.23	26.42
扣非后归母净利(亿元)	3.32	4.98	3.07	2.99	5.74	6.34
扣非后归母净利 YoY (%)	-14.78	0.64	42.11	126.26	73.15	27.32
ROE (%)	3.39	4.43	2.97	2.85	4.88	5.01
扣非后 ROE (%)	2.78	4.10	2.49	2.35	4.34	4.67
销售净利率 (%)	27.30	30.34	24.94	24.23	27.18	30.84
经营活动现金净流量(亿元)	0.43	1.51	0.56	2.78	0.92	2.60
投资活动现金净流量(亿元)	-20.24	-0.54	4.95	25.48	-27.48	1.85
筹资活动现金净流量(亿元)	-1.00	-0.02	-5.69	-0.67	0.31	-0.17

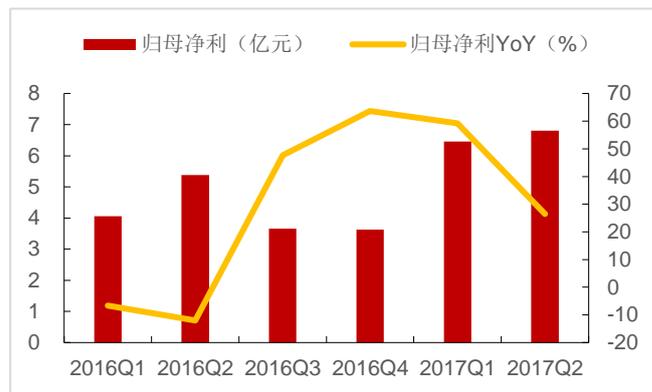
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 威孚高科 2017Q2 营收增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 威孚高科 2017Q2 净利增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 燃喷系统业务增幅显著，后处理业务蓄势待发

公司核心业务燃喷系统迎新增长周期增幅显著,后处理业务因外部因素影响了利润的实现。2017H1燃喷系统营收29.13亿元,同比增长54%,主要受益于2017H1重卡销量高速增长,2017H1重卡销量58.37万辆(同比+71.85%),全年重卡销量大概率突破110万辆,预计下半年公司燃喷业务受重卡拉动将有高增长。2017H1后处理业务营收13.84亿元,同比增长19.42%且毛利有所下降不及预期,主要是受市场竞争加剧、产品价格下降、原材料上涨及产品结构变化等的影响,但公司该业务具有领先优势,受益于国五标准全面推进及未来国六标准有序实施,仍有较大增长空间。

## 参股公司博世&中联电子继续贡献高投资收益

参股公司博世汽柴、中联电子上半年贡献投资收益助力公司净利增长。投资收益是公司主要利润来源,主要来自于参股公司博世汽柴和中联电子,17H1两者贡献投资收益占归母净利润比例近60%。博世汽柴作为国内柴油机高压共轨系统龙头,产品技术壁垒高,17H1贡献投资收益占归母净利润的44.87%;中联电子参股的国内动力总成管理系统龙头联合电子,配套国内多家合资及自主品牌整车公司,中联电子17H1贡献投资收益占归母净利润的14.8%,国内乘用车市场需求回暖将进一步提升中联电子业绩。

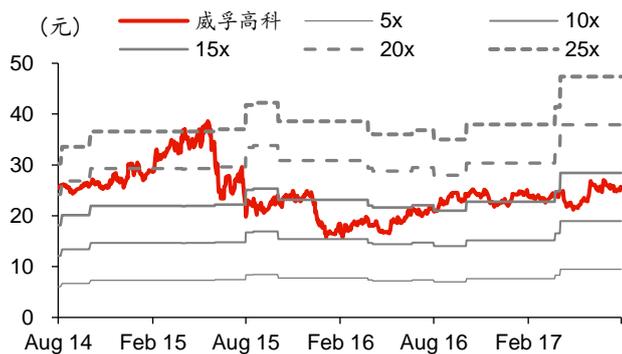
### 重卡高景气+主要业务稳增长，维持“买入”评级

重卡下半年高景气大概率延续，燃喷系统顺利进入新增长周期，排放标准升级稳步推进将助力后处理系统产品订单放量。我们预计重卡全年销量大概率破110万辆，将拉动公司核心业务燃喷系统产品及参股公司博世汽柴高压共轨产品销量增长，国五排放标准升级的全面实施将保证公司后处理系统业务的增长态势。此外公司延续稳健经营风格，并对于未来产业升级具有前瞻性，维持此前目标价区间30.5-31.5元以及“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。

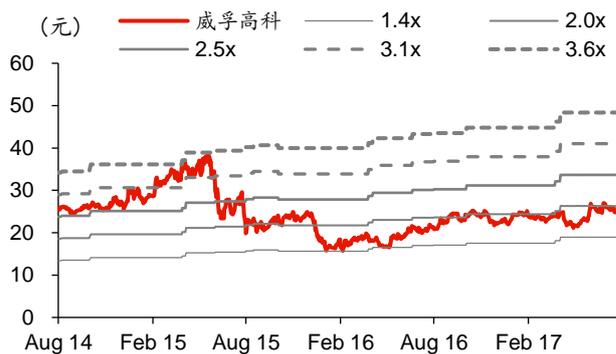
### PE/PB - Bands

图表4：威孚高科历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5：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

## 免责声明

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、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：A0K809

©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

### 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

### 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

### 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