

威孚高科 (000581.SZ)

目前估值偏低, 存在未必合理

● 公司产品壁垒高、多业务协同业绩稳健

公司是国内燃油喷射系统龙头供应商, 燃油喷射系统作为汽车核心零部件具有高壁垒, 在足够长的时间内汽车行业仍将长期使用。国际上电喷技术主要由博世、德尔福、日本电装等企业垄断, 联营公司博世汽柴核心产品高压共轨系统具备高技术壁垒, 在国内市场处于绝对领先地位。公司业绩增长较稳健, 核心业务燃油喷射系统仍贡献主要利润。

● 公司现金含量高且资产负债率低, 股利分配率仍有提升空间

公司现金流情况较好, 自 11 年以来公司货币资金+应收票据+其他流动资产逐年提高, 17 年上半年达 77.4 亿元。同时公司资产负债率维持在 22%-25%, 长期资本负债率维持在 5%左右, 与汽车零部件行业横向对比均处于较低水平。健康的财务情况赋予了公司外延能力, 16 年 6 月份子公司拟与平安融汇成立并购基金, 积极寻求新能源领域及自身产业升级相关领域的投资机会。此外, 公司股利分配率自 2011 年以来逐年稳步上升, 2016 年达到 36.1%, 随着公司业绩稳健增长, 股利分配率或进一步提升。

● 公司估值有吸引力, 行业景气度超预期有望带来业绩估值双升

公司目前 A 股 PE TTM 估值约 13 倍, B 股 PE TTM 估值约 7.3 倍, 与 A 股、B 股零部件行业及国际零部件公司对比, 公司目前估值均较低。我们认为目前重卡高景气度趋势未变, 有望给公司带来业绩估值双重提升。

● 投资建议: 上调盈利预测

公司产品壁垒极高, 下半年重卡行业高景气度大概率维持, 博世汽柴有望继续受益, 公司三季报、年报业绩或超市场预期。同时, 公司拟成立并购基金, 外延发展有望打开新的成长空间。公司 B 股目前估值水平与历史水平和 B 股汽车零部件其他公司相比均较低, 未来股利分配率或进一步提升, 同样具有投资价值。我们上调公司 17-19 年 EPS 分别至 2.32、2.56、2.81 元, 当前 A 股股价对应 PE 分别为 10.3/9.4/8.6 倍, 当前 B 股股价对应 PE 分别为 6.4/5.8/5.3 倍, 给予“买入”评级。

● 风险提示

中重卡行业景气度不及预期, 排放监管力度低于预期。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,741.64	6,422.70	9,527.83	10,459.74	11,340.43
增长率(%)	-9.64%	11.86%	48.35%	9.78%	8.42%
EBITDA(百万元)	587.94	761.81	1,028.00	1,176.83	1,340.42
净利润(百万元)	1,515.39	1,672.22	2,343.25	2,581.88	2,830.68
增长率(%)	-1.56%	10.35%	40.13%	10.18%	9.64%
EPS(元/股)	1.502	1.657	2.322	2.559	2.806
市盈率(P/E)	16.49	13.54	10.34	9.38	8.56
市净率(P/B)	2.12	1.75	1.59	1.36	1.17
EV/EBITDA	37.63	24.78	17.80	13.46	9.57

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

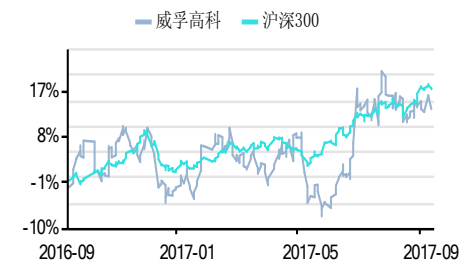
公司评级

当前价格 24.06 元

前次评级 买入

报告日期 2017-09-13

相对市场表现



分析师: 张乐 S0260512030010

021-60750618

gfzhangle@gf.com.cn

分析师: 闫俊刚 S0260516010001

021-60750621

yanjungang@gf.com.cn

分析师: 唐哲 S0260516090003

021-60750621

tangzhe@gf.com.cn

相关研究:

威孚高科(000581.SZ): 17 2017-08-25

年中报点评: 博世汽柴业绩大幅增长, 公司中报业绩创历史最佳

威孚高科(000581.SZ): 17 2017-04-12

年1季报业绩预告点评: 1季度业绩或创历史新高

威孚高科(000581.SZ): 16 2016-10-27

年3季报点评: 累计利润增速如期转正

联系人: 刘智琪 021-60750604

liuzhiqi@gf.com.cn

李爽 021-60750604

fzlishuang@gf.com.cn

目录索引

公司产品壁垒高，多业务协同业绩稳健.....	4
公司现金含量高且资产负债率低，股利分配率仍有提升空间.....	7
公司当下估值便宜，行业景气度超预期有望带来业绩估值双升.....	12
投资建议.....	15
风险提示.....	15

图表索引

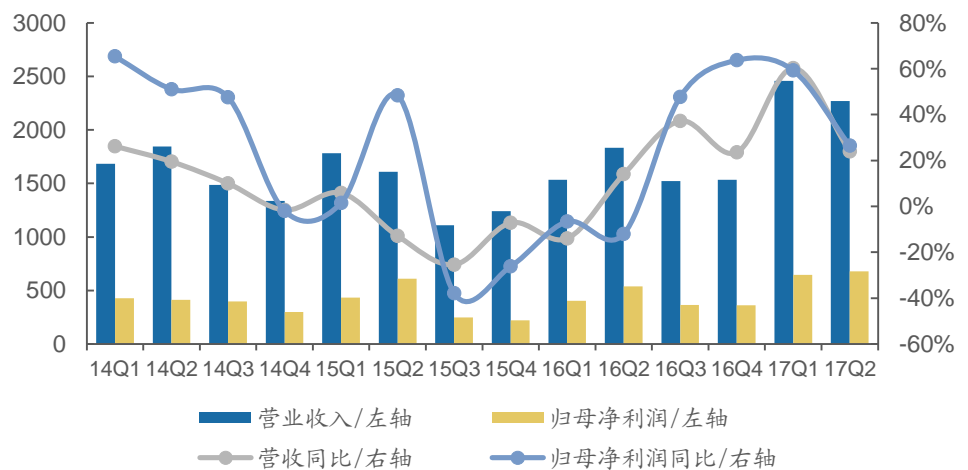
图 1: 公司营业收入 (百万元)、净利润 (百万元) 及增速情况	4
图 2: 公司主营业务产品结构	4
图 3: 核心业务燃油喷射系统营收 (百万元) 及同比	4
图 4: 公司历年归母净利润 (百万元) 及增速、重卡销量增速	5
图 5: 公司后处理业务历年营业收入 (百万元) 及增速	5
图 6: 公司投资收益占营业利润比值变化情况 (百万元)	6
图 7: 博世汽柴营收、净利润变动情况 (百万元)	6
图 8: 货币资金+应收票据+其他流动资产值年度变化情况 (百万元)	7
图 9: 子公司威孚汽柴拟与平安融汇设立产业并购基金——威孚平安基金	9
图 10: 公司历年每股股息 (元) 及股利分配率	9
图 11: 公司 A 股 PE (TTM) 估值水平 (倍)	12
图 12: 公司 A 股 PB (LF) 估值水平 (倍)	12
图 13: 公司 B 股 PE (TTM) 估值水平 (倍)	13
图 14: 公司 B 股 PB (LF) 估值水平 (倍)	13
表 1: 公司资产负债率横向纵向对比 (对比对象为我们 17 年半年报综述中覆盖的零 部件公司)	7
表 2: A 股股息率情况 (对比对象为我们 17 年半年报综述中覆盖的零部件公司, 对 应 20170913 收盘价)	10
表 3: 港股、B 股股息率情况 (对应 20170913 日收盘价)	10
表 4: 国际部分整车、零部件公司股息率情况 (对应 20170912 日收盘价)	11
表 5: B 股汽车公司估值情况 (对应 201709013 日收盘价)	13
表 6: 港股汽车公司估值情况 (对应 201709013 日收盘价)	13
表 7: 国际部分整车、零部件公司估值情况 (对应 20170912 日收盘价)	14

公司产品壁垒高，多业务协同业绩稳健

公司主营业务为汽车燃油喷射系统、后处理系统及发动机进气系统，其中，发动机燃油喷射系统业务为公司核心业务。公司是国内汽车燃油喷射系统龙头供应商，其生产的柴油燃油喷射系统产品广泛用于各档功率的柴油机。国际上电喷技术主要由博世、德尔福、日本电装等企业垄断，公司与世界柴油喷射技术的领军者博世集团投资建立合资公司，为国内大部分柴油车提供配套产品。而本土零部件企业极少数能够生产高压共轨产品，产品质量也无法与博世比肩。

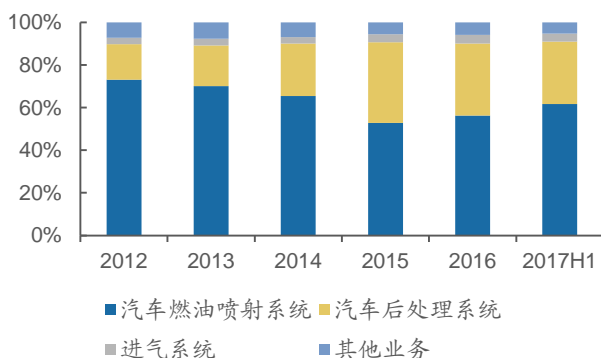
公司17年上半年实现营业收入47.28亿元，同比增长40.4%；实现归母净利润13.26亿元，同比增长40.5%；其中，公司第2季度实现营业收入22.71亿元，同比增长23.9%；实现归母净利润6.80亿元，同比增长26.4%。受益于下游重卡行业极高景气度，2017年上半年公司燃油喷射系统业务收入实现29.13亿元，同比增长54.1%，毛利率提升1.2个百分点至26.1%。

图1：公司营业收入（百万元）、净利润（百万元）及增速情况



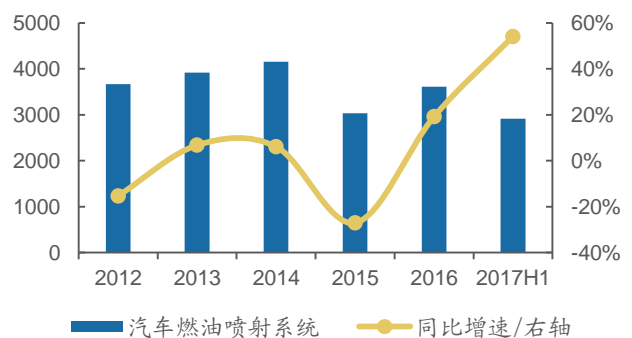
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图2：公司主营业务产品结构



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

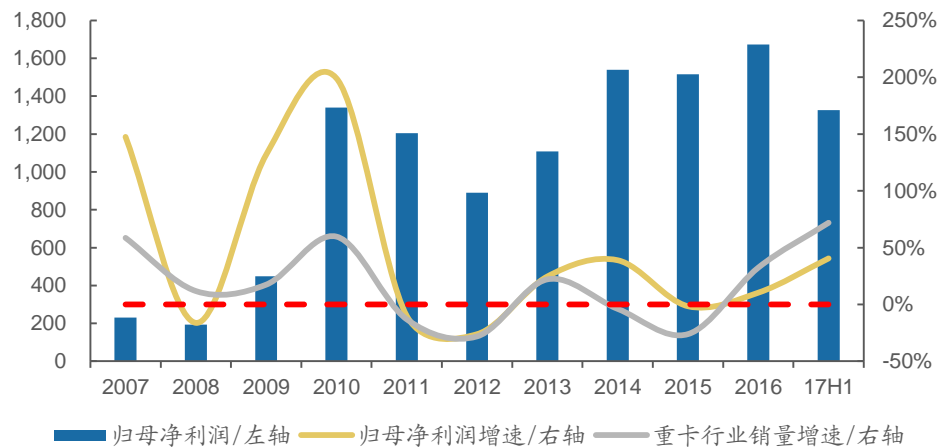
图3：核心业务燃油喷射系统营收（百万元）及同比



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

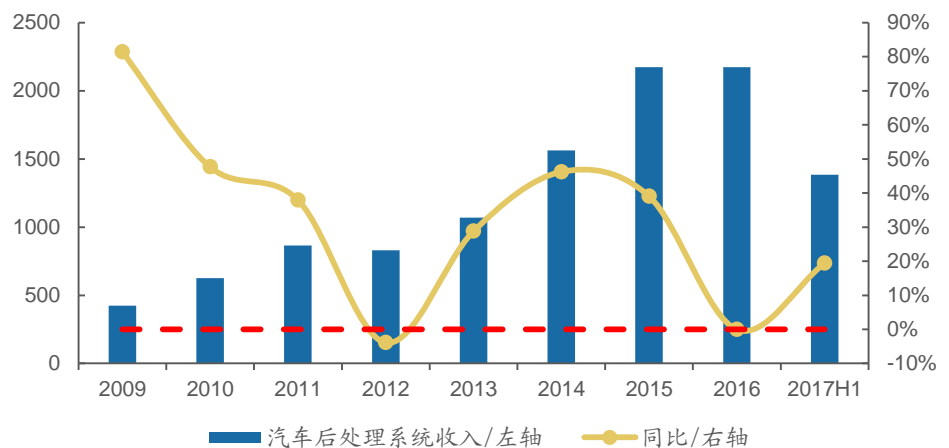
从历史水平来看公司业绩较稳健，核心业务燃油喷射系统仍贡献主要利润，后处理业务近几年增长较快，对业绩形成有力支撑。以2015年为例，重卡行业销量整体下降26.1%，公司营业收入下降9.6%，归母净利润仅下滑1.6%，主要得益于公司三大系统产品中汽车尾气后处理系统产品产销增长明显，2015年汽车后处理业务收入同比增长39.0%，营收占比从14年的24.6%提升至15年的37.9%，成为公司重要的业务增长点。

图4：公司历年归母净利润（百万元）及增速、重卡销量增速



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图5：公司后处理业务历年营业收入（百万元）及增速



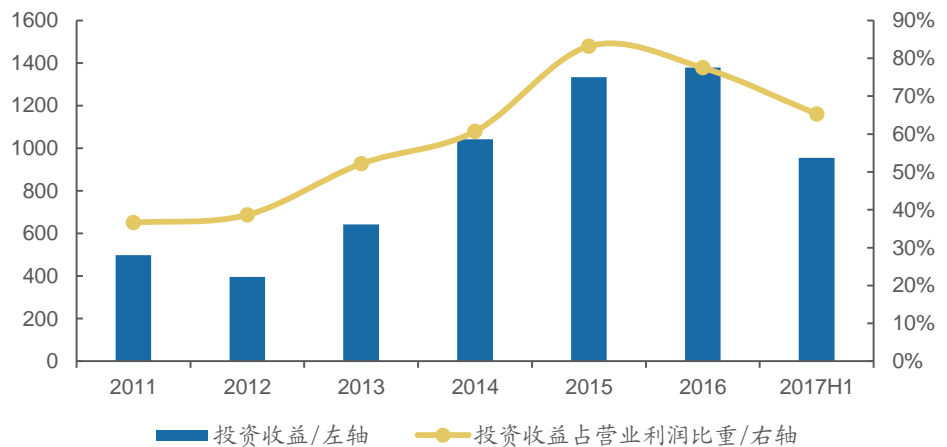
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司业绩主要由投资收益贡献，17年上半年公司实现对合营联营企业投资收益8.34亿元，同比增长2.40亿元，主要由于博世汽柴贡献投资收益同比增长2.03亿元所致。博世汽柴由威孚高科与德国博世合资成立，威孚高科直接持股比例为32.5%，间

接持股比例为1.5%，合计持有博世汽柴34%的股权。博世汽柴核心产品高压共轨系统具备较高的技术壁垒，主要配套重卡、轻卡等车型，在国内市场处于绝对领先地位。今年上半年，博世汽柴实现营收77.8亿元，同比增长56.2%，实现净利润17.5亿元，同比增长55.5%，主要与我国重卡行业上半年销量同比增长71.9%有关。

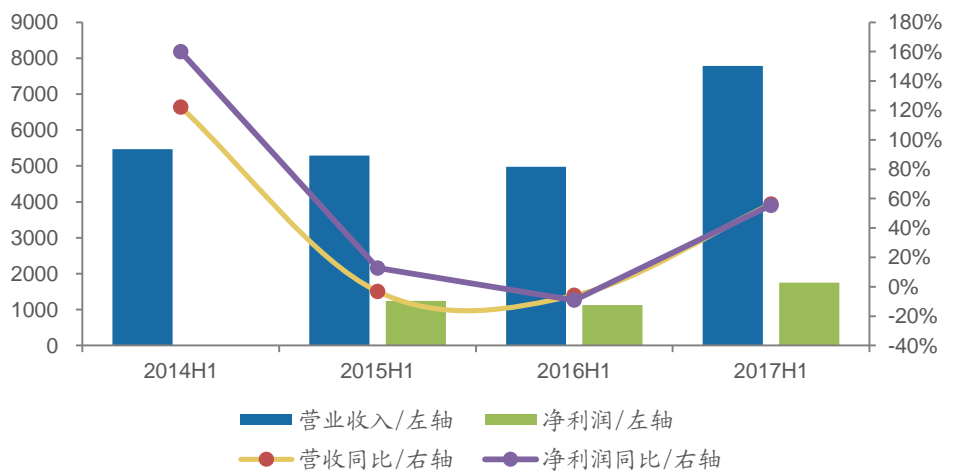
从目前重卡行业领先指标企业订单、库存情况来看，订单仍持续高速增长，而库存处于历史最低水平，我们认为重卡表现大概率得以持续，博世汽柴有望继续受益，或给公司带来显著业绩弹性。

图6：公司投资收益占营业利润比值变化情况（百万元）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图7：博世汽柴营收、净利润变动情况（百万元）

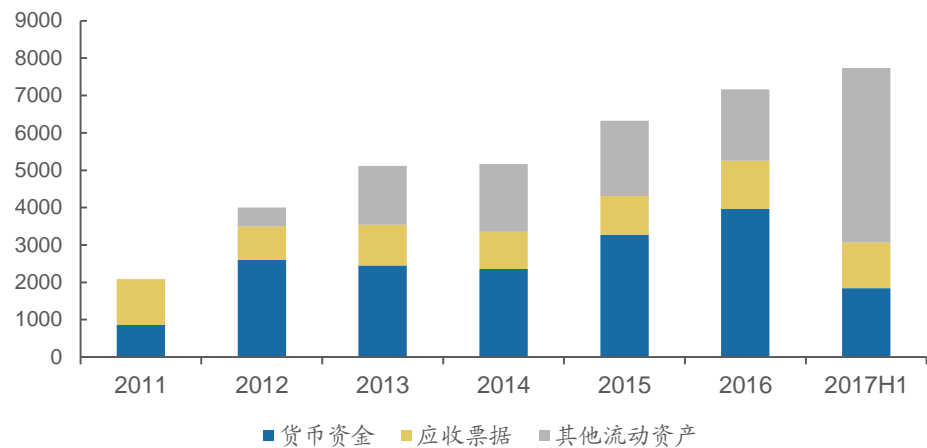


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司现金含量高且资产负债率低，股利分配率仍有提升空间

公司现金流情况较好，自11年以来公司货币资金+应收票据+其他流动资产逐年提高，17年上半年达77.4亿元。同时公司资产负债率维持在22%~25%，长期资本负债率维持在5%左右，与汽车零部件行业横向对比均处于较低水平。

图8：货币资金+应收票据+其他流动资产值年度变化情况（百万元）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表1：公司资产负债率横向纵向对比（对比对象为我们17年半年报综述中覆盖的零部件公司）

	资产负债率				长期资本负债率			
	2014	2015	2016	2017H1	2014	2015	2016	2017H1
行业最高值	68.9%	70.6%	68.3%	70.8%	37.9%	39.0%	47.4%	40.9%
行业中位值	43.5%	40.6%	42.8%	42.6%	5.8%	8.5%	8.5%	10.1%
行业平均值	42.0%	41.2%	41.6%	42.3%	11.0%	12.2%	12.2%	12.5%
威孚高科	22.3%	22.2%	22.4%	25.2%	3.7%	4.8%	5.2%	5.0%
上柴股份	36.1%	34.6%	38.0%	43.2%	5.8%	5.0%	4.5%	4.4%
万里扬	44.4%	60.2%	42.8%	35.2%	29.7%	28.7%	13.5%	13.1%
万向钱潮	63.4%	64.1%	59.0%	54.9%	30.5%	35.5%	16.2%	15.4%
襄阳轴承	51.0%	55.4%	50.0%	51.7%	10.7%	19.4%	17.9%	17.8%
模塑科技	64.6%	47.1%	47.7%	54.6%	15.9%	5.1%	9.1%	26.6%
京威股份	14.2%	35.7%	46.0%	51.4%	1.2%	27.0%	39.5%	30.1%
长春一东	51.2%	49.8%	53.6%	54.7%	14.9%	15.2%	22.6%	23.0%
东风科技	65.9%	64.4%	64.9%	66.3%	4.1%	6.1%	6.6%	3.2%
中鼎股份	43.3%	49.1%	44.2%	50.8%	16.3%	33.5%	27.3%	37.8%
宁波华翔	43.5%	46.0%	54.8%	53.2%	14.9%	14.8%	19.3%	18.3%

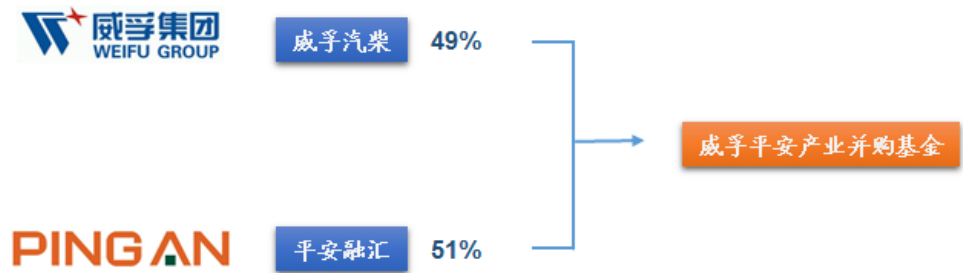
万丰奥威	52.4%	46.8%	38.0%	34.1%	26.4%	26.8%	13.6%	14.1%
特尔佳	26.6%	20.5%	18.7%	17.0%	0.8%	0.7%	0.3%	0.0%
天润曲轴	34.0%	28.5%	29.2%	31.2%	0.9%	0.9%	0.7%	0.8%
亚太股份	40.0%	38.2%	44.9%	47.1%	1.9%	2.6%	5.1%	5.1%
新朋股份	31.5%	29.8%	32.6%	30.8%	7.5%	2.7%	2.3%	2.2%
隆基机械	39.8%	34.7%	28.4%	26.4%	3.7%	0.0%	0.1%	0.2%
远东传动	11.3%	12.0%	11.0%	18.0%	0.8%	0.7%	0.6%	0.7%
中原内配	23.0%	20.8%	19.2%	32.6%	3.9%	12.1%	3.5%	12.1%
西泵股份	52.3%	40.6%	35.5%	34.6%	7.7%	10.0%	8.3%	8.3%
松芝股份	34.5%	38.7%	39.3%	40.4%	4.2%	4.8%	4.8%	5.9%
金固股份	54.2%	56.4%	66.2%	39.6%	15.9%	7.4%	18.7%	5.9%
凌云股份	61.0%	50.9%	51.9%	55.7%	35.2%	26.2%	5.8%	9.2%
福耀玻璃	47.8%	33.9%	39.6%	43.1%	15.7%	7.5%	10.6%	11.2%
华域汽车	54.9%	57.2%	57.4%	59.9%	20.8%	20.1%	20.9%	22.6%
一汽富维	35.0%	36.8%	41.4%	38.9%	5.1%	8.0%	8.2%	7.7%
云内动力	44.9%	48.4%	48.3%	52.0%	23.2%	24.3%	20.9%	20.7%
黔轮胎 A	61.2%	68.8%	65.7%	62.7%	21.7%	39.0%	34.0%	30.4%
银轮股份	53.5%	43.7%	46.6%	41.3%	27.6%	21.8%	25.3%	19.4%
青岛双星	50.4%	56.1%	62.7%	64.5%	6.0%	21.8%	31.4%	33.4%
S 佳通	35.8%	33.9%	27.8%	38.7%	18.5%	8.5%	13.6%	27.8%
兴民智通	32.9%	37.2%	46.8%	46.8%	2.9%	2.6%	8.4%	15.7%
万安科技	58.3%	59.5%	44.6%	44.2%	4.4%	15.7%	7.3%	7.0%
南方轴承	7.3%	7.7%	8.0%	8.9%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
双林股份	47.5%	47.4%	52.9%	56.6%	12.0%	9.1%	14.7%	15.7%
骆驼股份	30.1%	28.9%	27.5%	35.5%	18.2%	16.2%	15.3%	23.1%
星宇股份	36.8%	38.2%	30.1%	34.9%	3.1%	3.0%	1.4%	1.4%
日上集团	57.0%	41.1%	48.1%	52.6%	10.1%	10.9%	3.2%	9.7%
世纪华通	13.4%	21.2%	20.1%	19.3%	0.0%	3.0%	2.0%	1.0%
美晨科技	57.6%	49.2%	54.4%	56.7%	3.7%	7.2%	16.1%	20.0%
精锻科技	25.8%	28.4%	28.9%	30.3%	5.0%	7.2%	5.4%	3.1%
天汽模	52.1%	51.5%	51.8%	50.3%	4.4%	3.7%	15.5%	10.6%
全柴动力	53.5%	39.6%	44.1%	46.4%	5.7%	5.1%	2.5%	2.3%
风神股份	60.0%	56.8%	68.3%	70.8%	22.4%	27.7%	24.8%	11.5%
贵航股份	45.0%	41.8%	38.5%	34.1%	1.2%	1.3%	0.8%	0.5%
宗申动力	36.3%	36.9%	36.0%	43.6%	20.0%	18.4%	1.8%	10.2%
富奥股份	34.5%	34.4%	36.4%	36.7%	12.1%	15.2%	13.4%	13.9%
湖南天雁	37.1%	42.3%	51.8%	53.6%	5.8%	6.4%	8.5%	10.1%
均胜电子	60.5%	65.1%	62.8%	56.0%	32.5%	32.9%	47.4%	40.9%
浩物股份	42.5%	38.8%	42.5%	42.6%	13.8%	14.3%	23.0%	26.0%
广东鸿图	47.1%	47.3%	42.8%	42.0%	5.3%	12.6%	13.7%	6.6%
奥特佳	12.1%	42.6%	41.3%	41.3%	0.0%	14.5%	10.6%	9.9%
鸿特精密	68.9%	70.6%	64.8%	65.8%	37.9%	34.4%	33.4%	28.9%

八菱科技	19.5%	20.9%	16.2%	16.8%	2.4%	1.7%	1.5%	1.4%
信质电机	28.2%	44.2%	33.4%	33.9%	0.1%	0.0%	0.2%	0.2%
浙江世宝	31.4%	22.4%	28.0%	26.2%	2.6%	2.2%	3.6%	3.5%
蓝黛传动	48.9%	35.4%	51.4%	51.4%	24.3%	11.4%	29.7%	31.3%
富临精工	47.9%	31.9%	21.9%	22.4%	5.3%	3.3%	2.9%	2.7%
拓普集团	40.9%	23.0%	31.3%	26.6%	0.0%	0.0%	0.9%	0.5%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

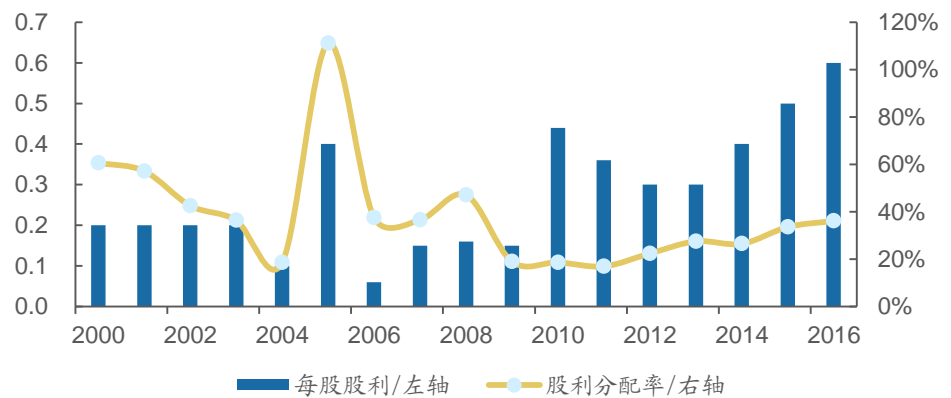
健康的财务情况赋予了公司外延能力，16年6月份公司子公司拟与平安融汇成立并购基金，目前仍在稳步推进。我们认为，公司通过并购基金，积极寻求新能源领域及自身产业升级相关领域的投资机会，有利于实现公司产品线的战略转型升级。

图9：子公司威孚汽柴拟与平安融汇设立产业并购基金——威孚平安基金



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图10：公司历年每股股息（元）及股利分配率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

公司自2000年以来历年均实施分红派息政策，股利分配率自2011年以来逐年上升。2016年公司每股股利为0.6元，股利分配率达到36.1%，随着公司业务稳健增长，股利分配率或进一步提升。

表 2: A 股股息率情况 (对比对象为我们 17 年半年报综述中覆盖的零部件公司, 对应 20170913 收盘价)

公司	股息率	公司	股息率	公司	股息率	公司	股息率
上柴股份	0.26%	新朋股份	0.54%	S 佳通	1.68%	宗申动力	0.40%
威孚高科	2.49%	隆基机械	0.20%	兴民智通	0.09%	富奥股份	2.16%
万里扬	0.71%	远东传动	1.76%	万安科技	0.15%	湖南天雁	0.00%
万向钱潮	0.74%	中原内配	0.89%	南方轴承	1.76%	均胜电子	0.57%
襄阳轴承	0.00%	西泵股份	0.59%	双林股份	0.08%	浩物股份	0.00%
模塑科技	1.53%	松芝股份	0.67%	骆驼股份	0.37%	广东鸿图	0.41%
京威股份	2.37%	金固股份	0.00%	星宇股份	1.44%	奥特佳	0.40%
长春一东	0.00%	凌云股份	0.71%	日上集团	0.91%	鸿特精密	0.23%
东风科技	0.89%	福耀玻璃	3.09%	世纪华通	0.31%	八菱科技	0.94%
中鼎股份	0.48%	华域汽车	4.89%	美晨科技	0.39%	信质电机	0.21%
宁波华翔	0.61%	一汽富维	2.20%	精锻科技	0.62%	浙江世宝	0.33%
万丰奥威	0.45%	云内动力	0.98%	天汽模	0.48%	蓝黛传动	0.48%
特尔佳	0.05%	黔轮胎 A	0.00%	全柴动力	0.88%	富临精工	1.15%
天润曲轴	0.27%	银轮股份	0.32%	风神股份	1.24%	拓普集团	0.00%
亚太股份	0.87%	青岛双星	0.30%	贵航股份	0.91%		

注: 股息率以最近 12 个月计算, 即按股利支付频率过去 12 个月除息日后每股股利总额除以最新成交价

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 3: 港股、B 股股息率情况 (对应 20170913 日收盘价)

B 股 零部件公司	股息率	B 股 整车公司	股息率	港股 零部件公司	股息率	港股 整车公司	股息率
富奥 B	3.68%	江铃 B	4.43%	五菱汽车	1.92%	吉利汽车	0.57%
苏威孚 B	4.04%	长安 B	7.43%	新焦点	0.00%	东风集团股份	3.45%
天雁 B	0.00%	凯马 B	0.00%	敏实集团	1.71%	BRILLIANCE CHI	0.49%
		上柴 B	0.67%	天能动力	3.29%	庆铃汽车股份	7.08%
				信义玻璃	5.11%	比亚迪股份	1.07%
				启迪国际	0.00%	北京汽车	4.66%
				中大国际	0.00%	广汽集团	2.72%
				超威动力	1.68%	长城汽车	3.93%
				鑫网易商	0.00%		
				浙江世宝	3.80%		
				新晨动力	0.00%		
				汉唐国际控股	0.00%		
				正道集团	0.00%		
				双桦控股	0.00%		

				首控集团	0.00%		
				耐世特	1.44%		
				信邦控股	0.00%		
				兴达国际	5.37%		
				京西国际	1.46%		
				元征科技	2.18%		
				福耀玻璃	2.97%		
				协众国际控股	0.00%		
				彭顺国际	0.00%		
				华众车载	0.00%		
				浙江展望	0.00%		

注：股息率以最近 12 个月计算，即按股利支付频率过去 12 个月除息日后每股股利总额除以最新成交价

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 4：国际部分整车、零部件公司股息率情况（对应 20170912 日收盘价）

零部件公司	股息率	整车公司	股息率
电装	2.23%	丰田汽车	3.27%
麦格纳国际	2.38%	大众汽车	1.43%
大陆	2.11%	戴勒姆	4.97%
现代摩比斯	1.63%	通用汽车	4.01%
爱信精机	2.29%	福特汽车	5.61%
佛吉亚	1.67%	菲亚特克莱斯勒	0.00%
江森自控	2.48%	本田汽车	2.92%
李尔	1.16%	上汽集团	5.61%
法雷奥	2.07%	宝马汽车	4.18%
德尔福汽车	1.19%	日产汽车	4.25%
住友电工	2.30%	现代汽车	2.99%
捷太格特	2.87%	标致汽车	2.56%
蒂森克虏伯	0.56%	雷诺	4.00%
康明斯	2.51%	起亚汽车	3.64%
		塔塔汽车	0.00%
		马自达	2.18%
		曼	3.25%

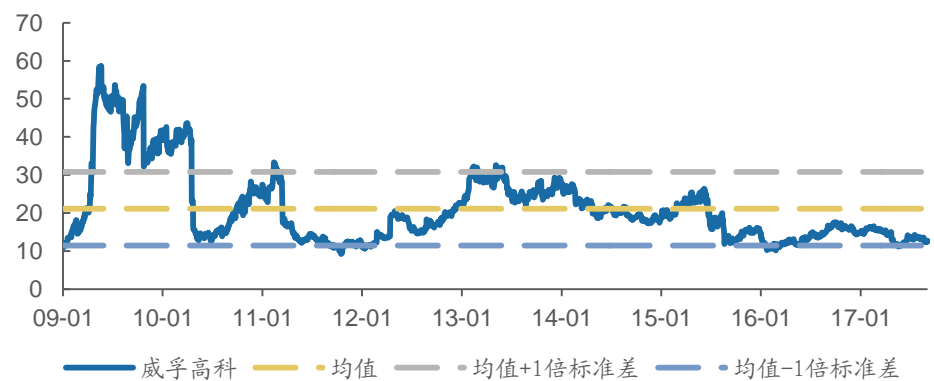
注：股息率以最近 12 个月计算，即按股利支付频率过去 12 个月除息日后每股股利总额除以最新成交价

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

公司当下估值便宜，行业景气度超预期有望带来业绩估值双升

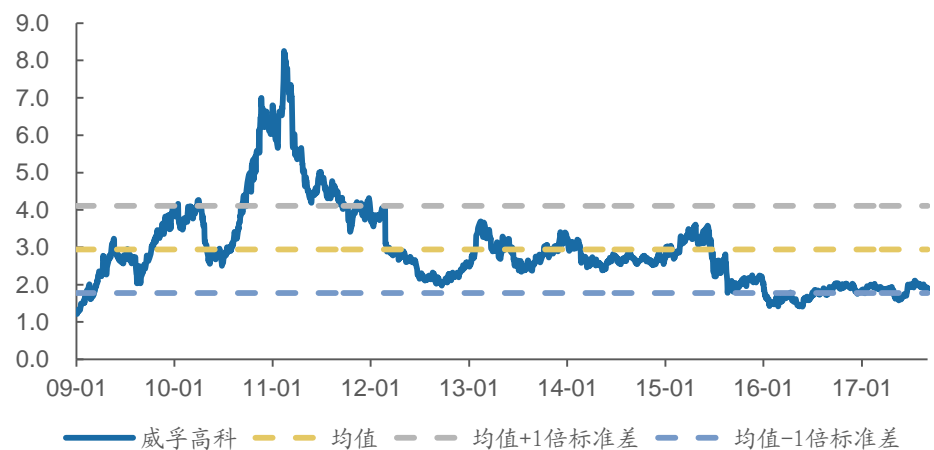
目前公司A股PE TTM估值约12倍，PB LF估值约1.8倍，公司B股苏威孚B目前PE TTM估值约7.3倍，PB LF估值约1.1倍，从历史水平看处于相对较低位置。目前A股汽车零部件行业估值约28.5倍，横向来看公司A股估值与汽车零部件A股整体相比也偏低。

图11: 公司A股PE (TTM) 估值水平 (倍)



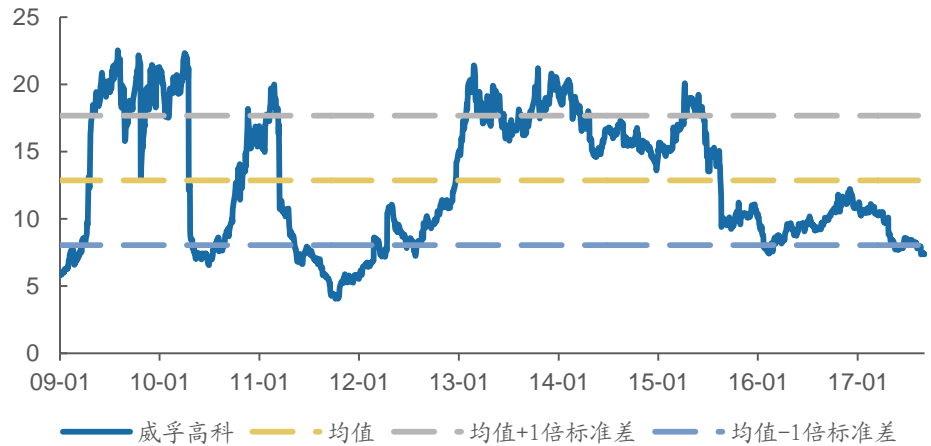
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图12: 公司A股PB (LF) 估值水平 (倍)



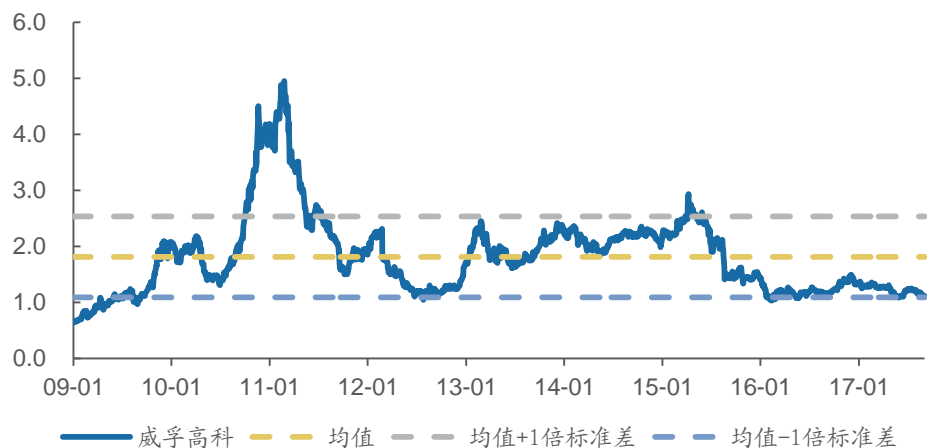
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图13: 公司B股PE (TTM) 估值水平 (倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图14: 公司B股PB (LF) 估值水平 (倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 5: B 股汽车公司估值情况 (对应 201709013 日收盘价)

零部件公司	PE TTM (倍)	PB LF (倍)	整车公司	PE TTM (倍)	PB LF (倍)
富奥 B	9.24	1.31	江铃 B	10.19	0.96
苏威孚 B	7.27	1.10	长安 B	4.41	0.92
天雁 B	407.14	5.18	凯马 B	161.43	5.65
			上柴 B	41.50	1.28

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 6: 港股汽车公司估值情况 (对应 201709013 日收盘价)

零部件公司	PE TTM (倍)	PB MRQ (倍)	整车公司	PE TTM (倍)	PB MRQ (倍)
五菱汽车	6.99	0.86	吉利汽车	21.5	5.78

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

新焦点		8.94	东风集团股份	5.5	0.74
敏实集团	20.11	3.53	BRILLIANCE CHI	23.5	3.65
天能动力	7.97	1.74	庆铃汽车股份	11.5	0.74
信义玻璃	9.26	2.09	比亚迪股份	32.1	2.62
启迪国际		1.32	北京汽车	9.5	1.18
中大国际			广汽集团	11.1	1.92
超威动力	9.39	1.27	长城汽车	9.9	1.71
鑫网易商		3.31			
浙江世宝	32.49	1.41			
新晨动力	9.49	0.42			
汉唐国际控股					
正道集团		2.38			
双桦控股		0.79			
首控集团	99.80	3.49			
信邦控股	12.69	3.43			
兴达国际	12.77	2.09			
京西国际	8.50	0.67			
元征科技		0.93			
福耀玻璃	35.52	3.91			
协众国际控股	18.88	3.32			
彭顺国际		1.23			
华众车载	42.26	3.60			
浙江展望	9.22	1.54			

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

-6.9

根据我们统计的国际汽车零部件公司估值数据，9月12日14家大型国际零部件公司PE估值算数平均值为14倍，公司目前PE TTM估值与国际汽车零部件估值水平相当。我们认为目前重卡高景气度趋势未变，有望给公司带来业绩估值双重提升。

表 7：国际部分整车、零部件公司估值情况（对应 20170912 日收盘价）

零部件公司	PE TTM (倍)	PB LF (倍)	整车公司	PE TTM (倍)	PB LF (倍)
电装	14.69	1.26	丰田汽车	10.20	1.07
麦格纳国际	8.75	1.71	大众汽车	8.60	0.75
大陆	15.12	2.73	戴勒姆	7.06	1.17
现代摩比斯	7.71	0.70	通用汽车	5.69	1.25
爱信精机	13.22	1.22	福特汽车	7.85	1.43
佛吉亚	13.02	2.47	菲亚特克莱斯勒	6.75	1.34
江森自控	13.57	1.89	本田汽车	8.93	0.78
李尔	9.94	2.92	上汽集团	10.09	1.67
法雷奥	14.18	3.47	宝马汽车	7.21	1.10
德尔福汽车	14.78	9.01	日产汽车	6.72	0.90

住友电工	12.56	0.95	现代汽车	8.56	0.41
捷太格特	9.80	1.00	标致汽车	9.54	1.24
蒂森克虏伯	33.86	8.63	雷诺	4.97	0.73
康明斯	18.01	3.69	起亚汽车	5.67	0.45
			塔塔汽车	17.86	2.29
			马自达	8.81	0.90
			曼	153.87	2.51

数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

投资建议

公司产品壁垒极高,下半年重卡行业高景气度大概率维持,公司三季报、年报业绩或超市场预期。同时,公司拟成立并购基金,外延发展有望打开新的成长空间。公司B股目前估值水平与历史水平和B股汽车零部件其他公司相比均较低,未来股利分配率或进一步提升,同样具有投资价值。我们上调公司17-19年EPS分别至2.32、2.56、2.81元,当前A股股价对应PE分别为10.3/9.4/8.6倍,当前B股股价对应PE分别为6.4/5.8/5.3倍,给予“买入”评级。

风险提示

中重卡行业景气度不及预期,排放监管力度低于预期。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	8539	9920	13116	16227	19577
货币资金	3275	3970	5986	8441	11452
应收及预付	2375	2684	3836	4259	4611
存货	866	1349	1617	1773	1915
其他流动资产	2023	1917	1678	1754	1599
非流动资产	7166	7343	7087	7095	7037
长期股权投资	3284	3421	3421	3421	3421
固定资产	2321	2448	2512	2565	2526
在建工程	162	91	101	81	86
无形资产	376	351	333	308	284
其他长期资产	1023	1033	720	720	720
资产总计	15704	17264	20203	23322	26614
流动负债	2895	3150	4082	4518	4878
短期借款	360	150	0	0	0
应付及预收	2475	2999	4056	4495	4857
其他流动负债	61	0	25	24	22
非流动负债	595	716	311	334	350
长期借款	0	60	60	60	60
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	595	656	251	274	290
负债合计	3491	3865	4392	4852	5228
股本	1009	1009	1009	1009	1009
资本公积	3397	3418	3418	3418	3418
留存收益	7188	8356	10699	13281	16112
归属母公司股东权	11783	12927	15271	17852	20683
少数股东权益	430	471	541	617	702
负债和股东权益	15704	17264	20203	23322	26614

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5742	6423	9528	10460	11340
营业成本	4395	4884	7177	7857	8486
营业税金及附加	30	48	60	68	75
销售费用	169	213	295	329	358
管理费用	795	797	1286	1380	1472
财务费用	-11	-9	-34	-41	-53
资产减值损失	95	89	151	159	140
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1333	1378	1926	2069	2184
营业利润	1603	1778	2519	2777	3047
营业外收入	145	51	82	72	75
营业外支出	84	10	35	27	30
利润总额	1664	1819	2566	2822	3093
所得税	111	93	153	163	177
净利润	1553	1726	2413	2658	2916
少数股东损益	37	54	70	77	85
归属母公司净利润	1515	1672	2343	2582	2831
EBITDA	588	762	1028	1177	1340
EPS (元)	1.50	1.66	2.32	2.56	2.81

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	542	527	843	676	1099
净利润	1553	1726	2413	2658	2916
折旧摊销	234	282	319	351	390
营运资金变动	-22	-161	-248	-378	-118
其它	-1223	-1320	-1640	-1956	-2090
投资活动现金流	1213	965	1700	1756	1896
资本支出	-397	-360	-226	-313	-287
投资变动	1271	1255	1926	2069	2184
其他	338	70	0	0	0
筹资活动现金流	-742	-738	-527	23	16
银行借款	670	311	-150	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	13	13	0	0	0
其他	-1425	-1061	-377	23	16
现金净增加额	1012	755	2016	2455	3011
期初现金余额	2360	3275	3970	5986	8441
期末现金余额	3372	4030	5986	8441	11452

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-9.6	11.9	48.3	9.8	8.4
营业利润增长	-6.7	10.9	41.6	10.3	9.7
归属母公司净利润增长	-1.6	10.3	40.1	10.2	9.6
获利能力(%)					
毛利率	23.4	24.0	24.7	24.9	25.2
净利率	27.0	26.9	25.3	25.4	25.7
ROE	12.9	12.9	15.3	14.5	13.7
ROIC	6.1	8.2	11.6	13.1	15.3
偿债能力					
资产负债率(%)	22.2	22.4	21.7	20.8	19.6
净负债比率	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5	-0.5
流动比率	2.95	3.15	3.21	3.59	4.01
速动比率	2.62	2.70	2.79	3.17	3.59
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.39	0.51	0.48	0.45
应收账款周转率	4.65	4.97	4.93	4.89	4.92
存货周转率	4.45	4.41	4.44	4.43	4.43
每股指标(元)					
每股收益	1.50	1.66	2.32	2.56	2.81
每股经营现金流	0.54	0.52	0.84	0.67	1.09
每股净资产	11.68	12.81	15.14	17.69	20.50
估值比率					
P/E	16.5	13.5	10.3	9.4	8.6
P/B	2.1	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	37.6	24.8	17.8	13.5	9.6

广发汽车行业研究小组

- 张乐：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5年半汽车产业工作经历，7年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2016 年第一名，2015 年第四名，2014 年第五名，2011、2012、2013 年入围；2016 年第三届中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖第一名，2014、2015 年第三名；水晶球、金牛奖评比中多次上榜和入围；2012 年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚：资深分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13 年汽车产业工作经历，3 年卖方研究经验，新财富最佳汽车行业分析师 2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员，2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 唐哲：高级分析师，复旦大学金融学硕士，浙江大学金融学学士，CPA，新财富最佳汽车行业分析师 2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员，2014 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘智琪：联系人，复旦大学资产评估硕士，复旦大学金融学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2016 年第一名团队成员，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 李爽：联系人，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。