



Research and
Development Center

产业升级催化新空间 动力系统龙头再起航

—— 威孚高科（000581.sz）深度报告

2018年06月08日

范海波 行业分析师

付盛刚 研究助理

产业升级催化新空间 动力系统龙头再启航

威孚高科首次覆盖报告

2018年6月8日

本期内容提要:

- ◆ **动力部件细分龙头 强势合资筑牢竞争优势。**公司产品聚焦传统燃油动力系统，依托与德国博世的强势合资，公司柴油燃喷系统龙头地位不可撼动。
- ◆ **排放标准持续升级 积极拓展乘用车业务。**排放标准提高催化汽油机节能需求，乘用车后处理系统、汽油增压器等新兴业务市场顺利拓展，汽油增压器已配套上汽、东风等主流主机厂。
- ◆ **积极布局新能源 储备增长新空间。**为应对汽车产业剧烈变革新需求，公司前瞻性布局电驱动技术。公司参与轮毂电机行业佼佼者 Protean Holdings Corp E 轮融资，并与 Protean 全资子公司 Protean Electric Ltd.在无锡成立合资公司。
- ◆ **汽车市场平稳增长 结构升级催化商用车新需求。**汽车市场进入中低速增长期，治超政策和排放标准提高推动商用车结构升级需求，传统汽油机优化升级仍是汽车节能化重要途径。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计威孚高科 2018 年至 2020 年的营业收入分别为 95 亿元、101 亿元和 107 亿元，归属母公司净利润分别为 28 亿元、30.3 亿元和 32.8 亿元，对应 EPS 分别为 2.77 元、3.01 元和 3.25 元。动力系统部件龙头稳固，汽车排放标准日趋严格，乘用车业务顺利拓展。公司是汽车排放标准升级精准受益标的，首次覆盖我们给予公司“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**商用车限超政策推进和排放标准提高；乘用车业务顺利拓展。
- ◆ **风险因素：**汽车市场增速大幅回落风险；新能源汽车市场加速发展风险。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,422.70	9,017.28	9,520.18	10,067.26	10,665.47
增长率 YoY %	11.86%	40.40%	5.58%	5.75%	5.94%
归属母公司净利润(百万元)	1,672.22	2,571.34	2,799.48	3,032.29	3,283.32
增长率 YoY%	10.35%	53.77%	8.87%	8.32%	8.28%
毛利率%	23.95%	25.01%	25.07%	25.14%	25.19%
净资产收益率 ROE%	13.53%	18.52%	17.91%	16.90%	15.56%
每股收益 EPS(元)	1.66	2.55	2.77	3.01	3.25
市盈率 P/E(倍)	14	9	8	8	7
市净率 P/B(倍)	1.77	1.54	1.39	1.18	1.01

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 6 月 7 日收盘价

证券研究报告

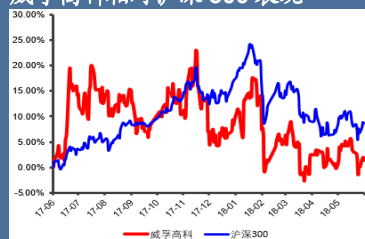
公司研究——首次覆盖

威孚高科 (000581.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

威孚高科相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

范海波 行业分析师

执业编号：S1500510120021

联系电话：+86 10 83326800

邮箱：fanhaibo@cindasc.com

付盛刚 研究助理

联系电话：+86 21 61678581

邮箱：

fushenggang@cindasc.com

公司主要数据 (2018.6.7)

收盘价(元)	22.68
52周内股价波动区间(元)	21.04-27.70
最近一月涨跌幅(%)	0.98%
总股本(亿股)	10.09
流通 A 股比例(%)	100
总市值(亿元)	229

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

目录

投资聚焦	1
国内动力系统部件龙头企业	2
稳健国企 强势合营	3
经营业绩平稳增长 盈利能力持续改善	4
产品布局完善 技术优势明显	7
燃喷系统稳居行业龙头，联营业务优势显著	8
排放标准持续升级 后处理业绩稳定增长	9
乘用车市场打开增压器业务高增长空间	9
未雨绸缪储备新空间 高股息率再显龙头魅力	10
布局新能源轮毂电机 储备新盈利增长点	10
低估值高分红，龙头魅力尽显	11
下游平稳增长潜力大 排放升级催化增长新空间	12
行业增长潜力巨大，市场进入中速增长新常态	12
中重卡市场销量增长相对稳定	13
排放标准催化新空间，车用动力多元化趋势明确	13
盈利预测、估值与投资评级	15
关键假设与盈利预测	15
估值与投资评级	16
风险因素	17

表目录

表 1: 2016 年-2017 年公司主要子公司和联营企业基本概况	4
表 2: 公司乘用车产品配套概况表	10
表 3: 燃料电池支持政策梳理	14
表 4: 威孚高科主营业务收入预测	15
表 5: 威孚高科可比公司列表	16

图目录

图 1: 公司发展历程	2
图 2: 公司主要产品示意图	3
图 3: 公司股权架构与业务架构 (截止 2018 年 3 月 31 日)	3
图 4: 2017 年公司营业收入结构	4
图 5: 2012-2017 年公司业务增长趋势	4
图 6: 2012 年-2017 年公司营业收入增长趋势	5
图 7: 2012-2017 年公司营业收入市场区域结构	5
图 8: 2013 年-2017 年公司归母净利润增长趋势	5
图 9: 2013 年-2017 年公司毛利润结构变化趋势 (分产品)	5
图 10: 2013 年-2017 年公司合营企业投资收益与利润比重	6
图 11: 2012 年-2017 年公司期间费用增长趋势	6
图 12: 2012 年-2017 年公司主要产品毛利率变化趋势	6
图 13: 2013 年-2017 年公司毛利率与净利率变化趋势	6
图 14: 2015 年-2017 年公司研发投入与营收比重	7
图 15: 2012 年-2017 年燃喷系统--多缸泵销量	8
图 16: 2013-2017 年燃喷系统营业收入	8
图 17: 博世柴油共轨系统外形图	8
图 18: 博世柴油共轨系统结构图	8
图 19: 后处理系统—净化器销量变化趋势	9
图 20: 后处理系统营业收入变化趋势	9
图 21: 进气系统—增压器销量变化趋势	10
图 22: 进气系统业务营业收入变化趋势	10
图 23: Protean 的轮毂电机技术示意图	11
图 24: Protean Drive 系统参数示意图	11
图 25: 2013 年-2017 年公司现金分红	11
图 26: 公司 PE/PB Band 走势图 (截止日期 2018 年 6 月 6 日)	11
图 27: 主流汽车国家人均 GDP 与千人保有量国际比较	12
图 28: 2012-2017 年中国汽车市场增速图	12
图 29: 2017 年-2018 年汽车市场月度销量走势图 单位: 万辆	12
图 30: 2013-2017 年中国卡车市场销量走势图	13
图 31: 2013-2017 年中国中重型卡车销量走势图	13
图 32: 新能源汽车支持政策的演化进程	14
图 33: 新能源生产资质审批节奏走势图	14
图 34: 汽车排放升级演化进展与变化图	15

投资聚焦

核心观点/投资逻辑：依托博世汽柴强势市场地位，公司燃喷系统龙头地位不可撼动。汽车排放标准日益严格，尾气后处理系统、汽油增压器等产品需求打开新空间。公司参股轮毂电机优质企业，积极布局电动汽车等前瞻性业务，储备增长新空间。公司估值处于历史低位，估值水平存在修复需求。

股价催化剂：商用车限超政策推进和排放标准提高；乘用车业务顺利拓展。

盈利预测与投资评级：我们预计威孚高科 2018 年至 2020 年营业收入分别为 95 亿元、101 亿元和 107 亿元，归属母公司净利润分别为 28 亿元、30.3 亿元和 32.8 亿元，对应 EPS 分别为 2.77 元、3.01 元和 3.25 元。动力系统部件龙头稳固，汽车排放标准日趋严格，乘用车业务顺利拓展。公司是汽车排放标准升级精准受益标的，首次覆盖我们给予公司“增持”评级。

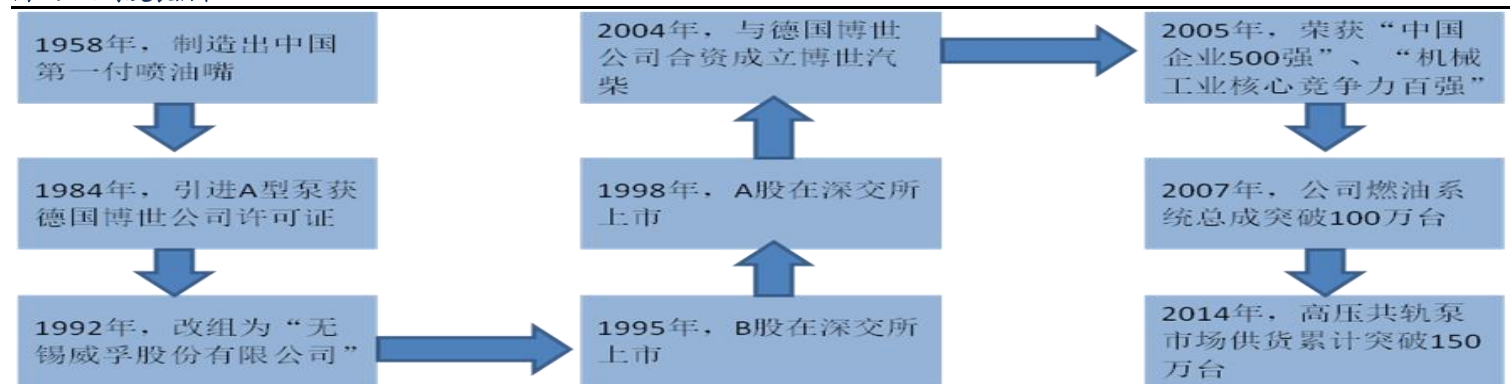
风险因素

1. 汽车市场增速大幅回落风险；
2. 新能源汽车市场加速发展风险。

国内动力系统部件龙头企业

1958年，公司前身无锡内燃机厂成立，1992年改组为无锡威孚股份有限公司，1995年公司B股在深交所上市，1998年公司A股在深交所上市。公司历经五十多年的发展，紧跟国家机动车排放标准升级的进程，积极拓展战略布局，加强前瞻技术储备，已经成为国内汽车动力工程核心零部件骨干企业。

图1：公司发展历程



资料来源：威孚高科公司官网，信达证券研发中心

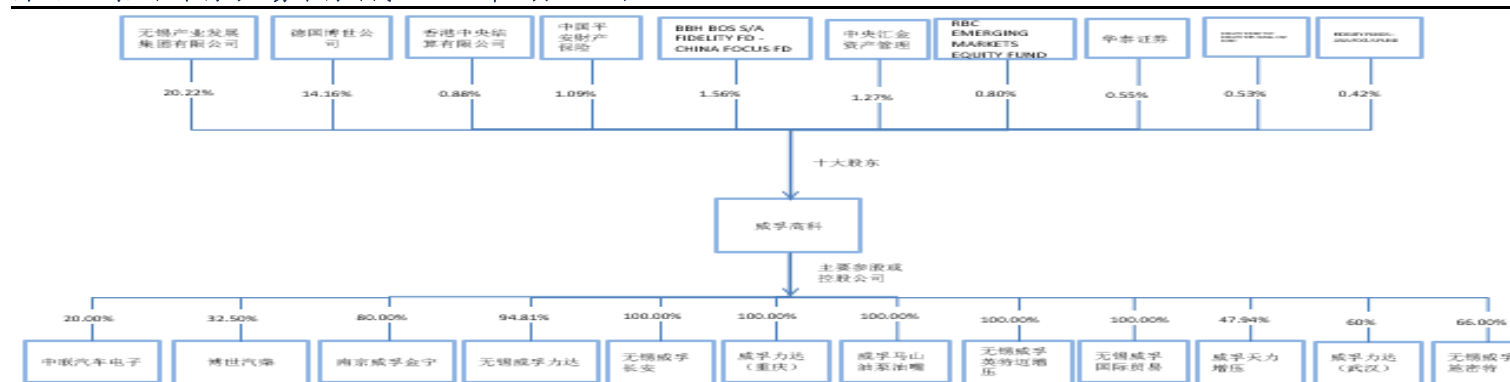
公司初步形成以动力工程核心业务（内燃机三大系统、精密制造、其它汽车零部件）为一体，智能工程、核心业务环境工程为两翼的“一体两翼”业务布局。公司主业已完成从内燃机进气系统、内燃机燃油喷射系统到尾气后处理系统的全产品布局，能够为客户提供系统化集成解决方案。公司第一大产品系列是柴油燃油喷射系统产品，覆盖各档功率的柴油机，为国内各类载货车、客车、工程机械、船用、农机、发电机组等产品配套，并远销美洲、东南亚、中东等地区。公司第二大产品系列是尾气后处理系统产品，为国内各主要汽车、摩托车、通机厂家进行配套，产品可满足国家排放法规标准。公司第三大产品系列是进气系统产品。进气系统产品（增压器）轮径范围从30mm-125mm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，可满足轻、重型商用车和部分乘用车需求。

图 2: 公司主要产品示意图


资料来源: 威孚高科公司官网, 信达证券研发中心

稳健国企 强势合营

公司控股股东为无锡产业发展集团有限公司, 持股比例为 20.22%。无锡产业发展集团有限公司是无锡市国有资产监督管理委员会的国有独资公司, 公司实际控制人是无锡市国有资产监督管理委员会。公司拥有 10 余家全资和控股子公司, 并拥有 2 家中外合资联营企业。中联汽车是中国汽车电子领域的领先企业, 博世汽柴是公司与全球知名零部件巨头博世公司的合资企业。合营板块竞争优势强劲, 是公司业务的重要组成部分。

图 3: 公司股权架构与业务架构 (截止 2018 年 3 月 31 日)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

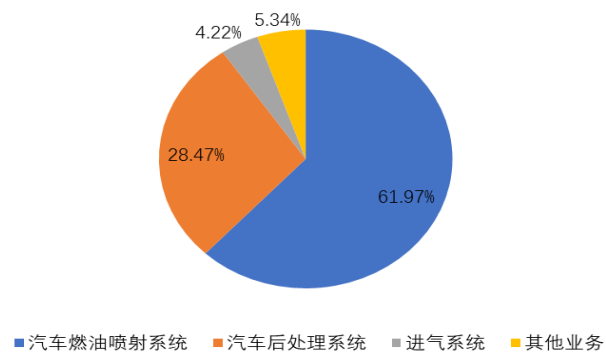
表 1: 2016 年-2017 年公司主要子公司和联营企业基本概况

公司	主要产品	公司性质	2016 年		2017 年	
			营收/亿元	净利润/亿元	营收/亿元	净利润/亿元
宁波威孚 天力	柴油机增压器、汽油 机增压器	子公司	2.4	0.02	3.3	0.09
南京威孚 金宁	分配泵总成、单缸泵 油泵总成、P 系列喷 油器总成等零配件	子公司	5.2	0.57	6.4	1.24
威孚力达	催化剂、净化器	子公司	22.6	1.6	25.5	1.02
中联电子	汽油系统产品	参股公司	0.22	16.4	0.21	17.8
博世汽柴	燃喷系统产品	参股公司	105.4	21.6	153.9	34.2

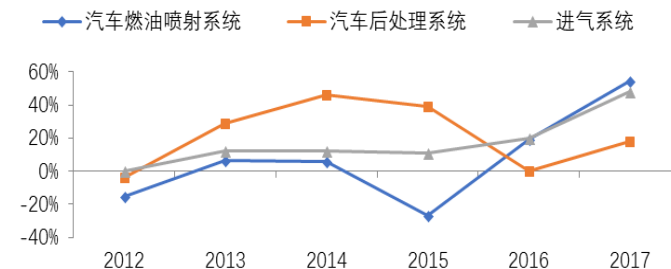
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心, 注: 中联电子为投资管理类公司

经营业绩平稳增长 盈利能力持续改善

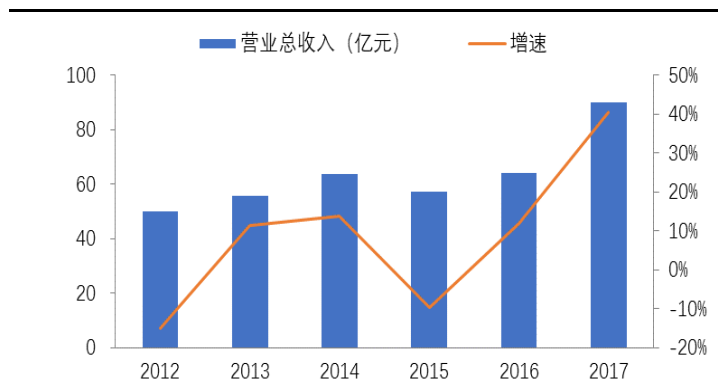
2017 年公司整体营业收入超 90 亿元, 同比增速高达 40%, 是近年增速最高。从各产品营收增长趋势分析, 公司燃喷系统和后处理系统等龙头产品仍是公司增长重要动力, 进气系统等新产品亦逐渐发力。燃喷系统是公司主要收入来源, 2017 年汽车燃油喷射系统实现营业收入 55.88 亿元, 营收贡献份额超过六成。受益于商用车市场强势增长和乘用车业务顺利拓展影响, 2017 年进气系统业务实现营业收入 3.8 亿元, 同比增长 48.36%。公司业务以国内市场为主, 国内营业收入比重超过九成。

图 4: 2017 年公司营业收入结构


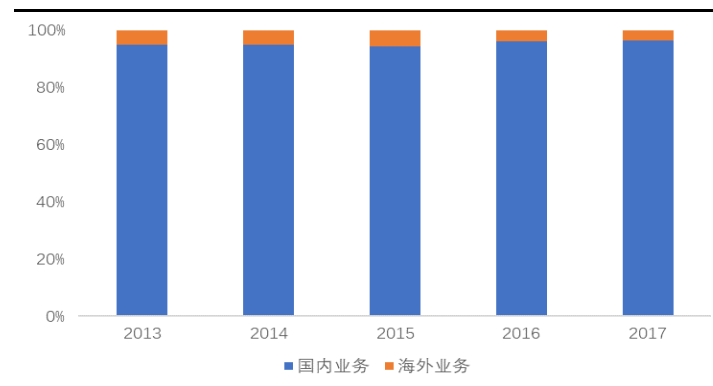
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 5: 2012-2017 年公司业务增长趋势


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

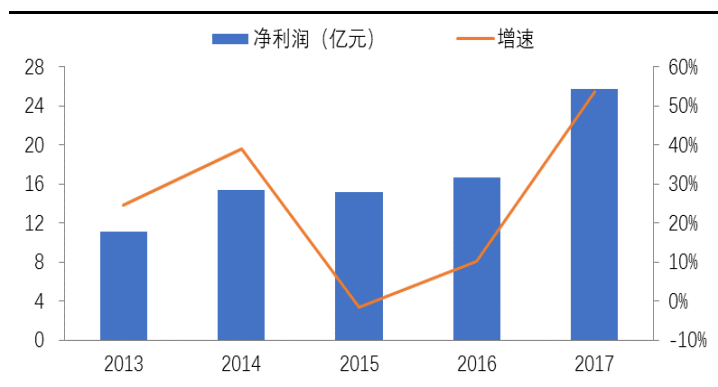
图 6：2012 年-2017 年公司营业收入增长趋势


资料来源：万得，信达证券研发中心

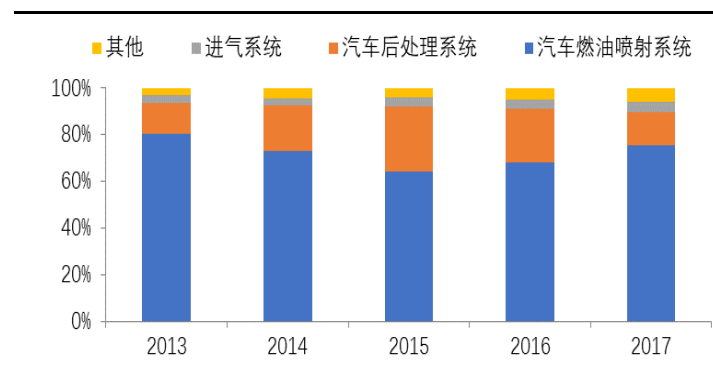
图 7：2012-2017 年公司营业收入市场区域结构


资料来源：万得，信达证券研发中心

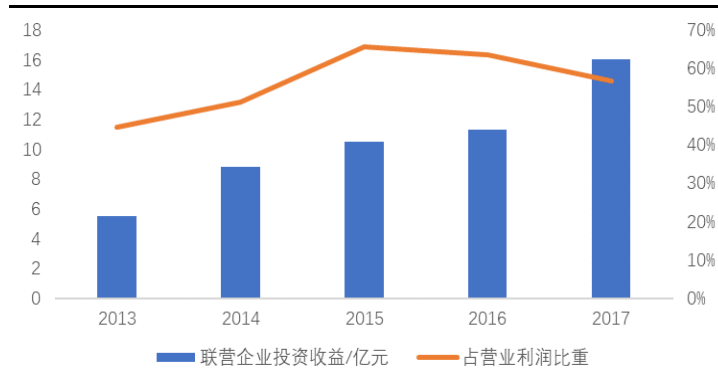
2017 年公司实现归母净利润 25.71 亿元，同比增长 53.77%，利润增速高于营收增速。汽车燃油喷射系统是公司毛利润贡献最大的业务板块，2017 年该业务毛利润为 17 亿元，占总体毛利润的比重达 76%。作为公司重要业务组成板块，中联电子、博世汽柴等联营企业为贡献稳定投资收益，营业利润贡献份额基本维持在 50% 以上。2017 年公司联营企业投资收益是 16.04 亿元，同比增长 42%，占营业利润比重达 57%。

图 8：2013 年-2017 年公司归母净利润增长趋势


资料来源：万得，信达证券研发中心

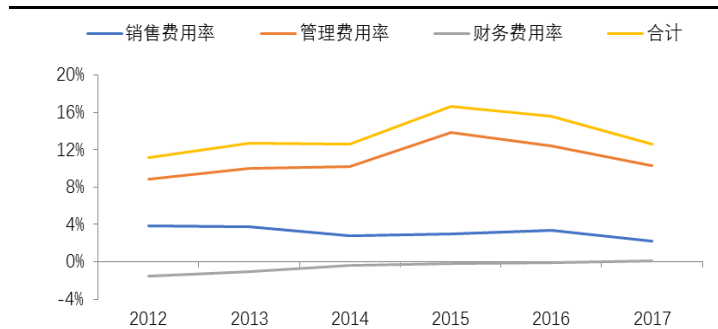
图 9：2013 年-2017 年公司毛利润结构变化趋势（分产品）


资料来源：万得，信达证券研发中心

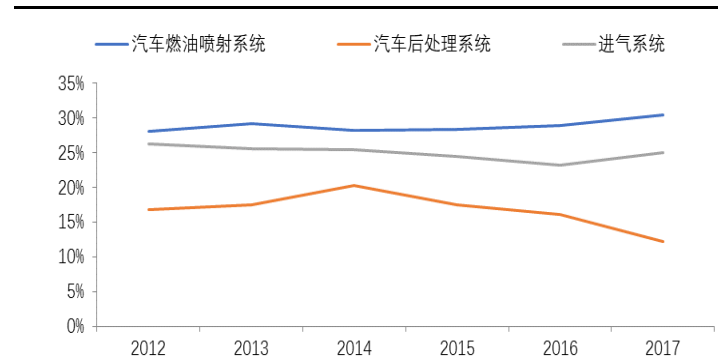
图 10: 2013 年-2017 年公司合营企业投资收益与利润比重


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2017 年公司综合毛利率是 25.01%，较 2015 年和 2016 年有所回升。一方面，进气系统产品（增压器）产品实现批量供货，成为公司业务拓展新亮点。另一方面，随着经营规模不断扩大，规模效应持续释放，管理费用率、销售费用率等费用成本稳步回落。2012 年-2017 年，公司净利率水平由 18.63% 上升至 29.36%，公司盈利能力持续改善。

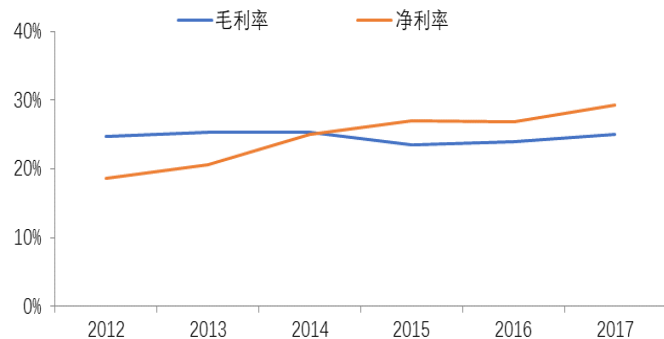
图 11: 2012 年-2017 年公司期间费用增长趋势


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 12: 2012 年-2017 年公司主要产品毛利率变化趋势


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13: 2013 年-2017 年公司毛利率与净利率变化趋势

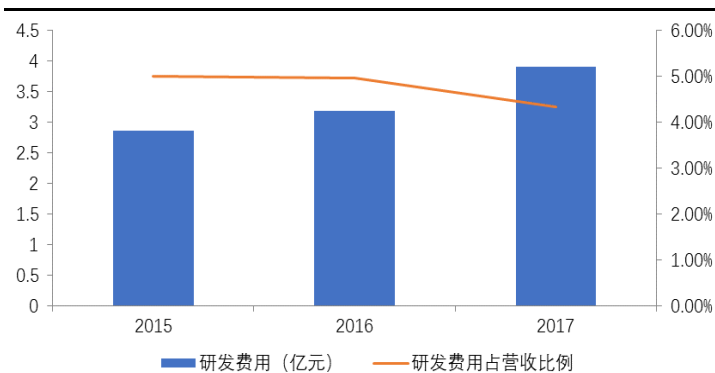


资料来源：万得，信达证券研发中心

研发助力产品创新，储备未来增长空间

公司是高新技术企业，拥有“国家级企业技术中心”、“博士后科研工作站”、“江苏省工程技术研究中心”、“国家高技术研究发展计划成果产业化基地”等强劲科研基础。公司非道路大功率燃油喷射系统填补国内空白，已配套国内大型主机厂。后处理系统产品业务已完成国六产品研发，为国六产品市场拓展打下基础。公司亦积极布局新能源汽车动力、智能网联等前沿领域技术研发。2015-2017年，公司研发投入呈稳定增长，研发投入占营业收入比重基本维持在4%以上。公司重点项目产品研发加速，新产品产业化进程加速，公司增长空间储备充分，保证公司在动力系统核心部件的领军者地位。

图 14：2015 年-2017 年公司研发投入与营收比重



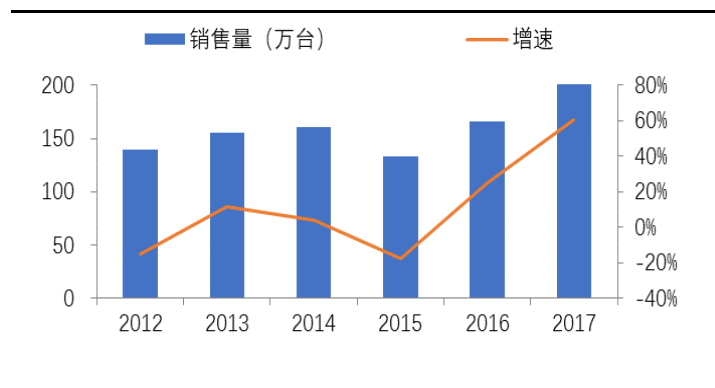
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

产品布局完善 技术优势明显

燃喷系统稳居行业龙头，联营业务优势显著

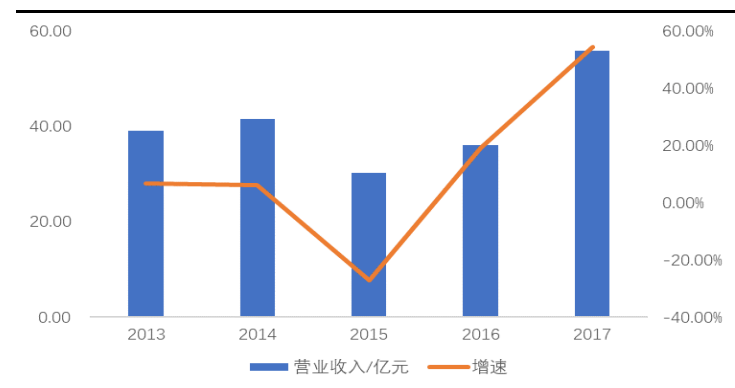
燃喷系统—多缸泵是公司核心产品。2017年汽车燃油喷射系统实现营收55.88亿元，同比增长54.6%，是公司最大收入来源。公司燃油喷射系统包括多缸泵、喷油器等产品系列，广泛应用于各档功率柴油机，可满足车用国五及非道路第四阶段排放法规。受益于商用车恢复性强劲增长，公司燃喷系统-多缸泵业务呈快速增长态势。2017年多缸泵产品销量达266万台，同比增长60.24%，成为燃喷系统收入规模高速扩张的主动动力。

图 15: 2012 年-2017 年燃喷系统--多缸泵销量



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 16: 2013-2017 年燃喷系统营业收入



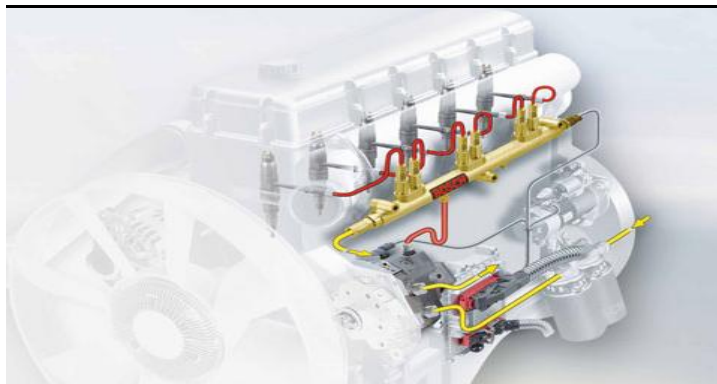
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

依托中外强强联合 角力国内外燃喷市场。2004年, 公司与德国博世成立博世汽车柴油系统股份有限公司, 成为国内燃喷系统主要供应商, 同时向美洲、东南亚、中东等地区出口燃喷产品。目前全球燃喷市场主要由全球巨头掌控, 博世汽柴主要竞争对手是德尔福与电装等跨国燃喷系统供应商。博世等三家供应商几乎垄断国内燃喷系统市场, 凭借博世先进的燃喷技术和市场地位, 博世汽柴在市场竞争中占据相对优势地位。

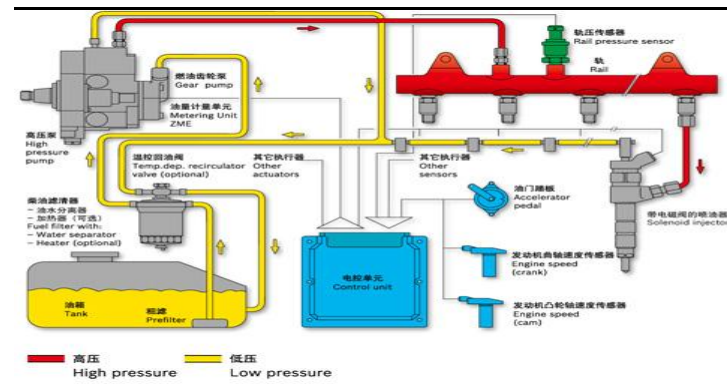
博世汽柴推出柴油共轨系统, 抢占燃喷新市场。作为公司重要合资联营业务, 博世汽柴推出新型柴油喷射系统-柴油共轨系统。传统喷射系统喷油压力随发动机转速与喷油量增加而增加, 无法满足日趋严苛的排放法规。新型高压共轨系统将燃油在高压下贮存于蓄压器中, 具备更高的系统压力、更好的排放能力、更低的燃油消耗等技术优势。近年来公司紧抓非道路 T3 排放升级机遇, 加快非道路产品应用市场的开拓力度, 快速抢占车用共轨高压泵产品新市场。

图 17: 博世柴油共轨系统外形图

图 18: 博世柴油共轨系统结构图



资料来源：博世公司官网，信达证券研发中心

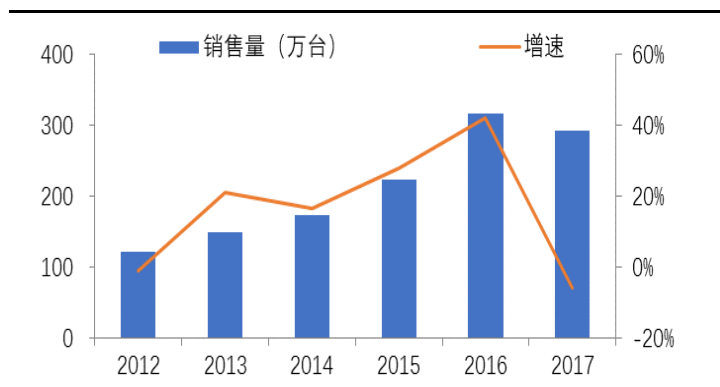


资料来源：博世公司官网，信达证券研发中心

排放标准持续升级 后处理业绩稳定增长

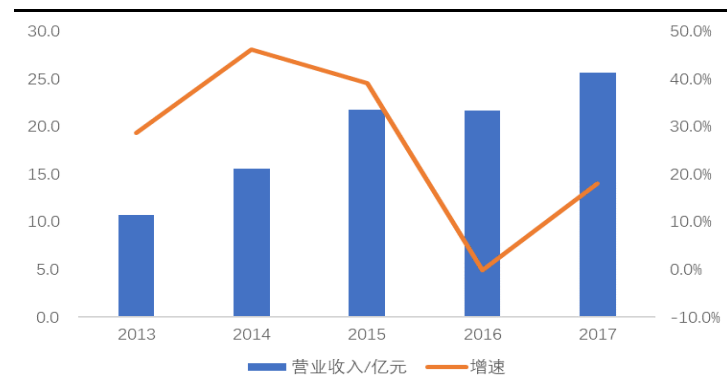
2017 年后处理系统业务实现营收 25.66 亿元，同比增长 18.17%，是公司第二大收入来源。后处理系统业务产品包括净化器（含 SCR、DPF）、催化剂、消声器、尿素喷射系统等四大产品系列，应用车型覆盖商用车和乘用车，可满足国六排放标准。受益于商用车市场恢复性增长以及环保标准日益严格，后处理系统业务规模将稳定增长。公司后处理业务产品快速占领市场，成为国内品牌行业龙头。

图 19：后处理系统—净化器销量变化趋势



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 20：后处理系统营业收入变化趋势



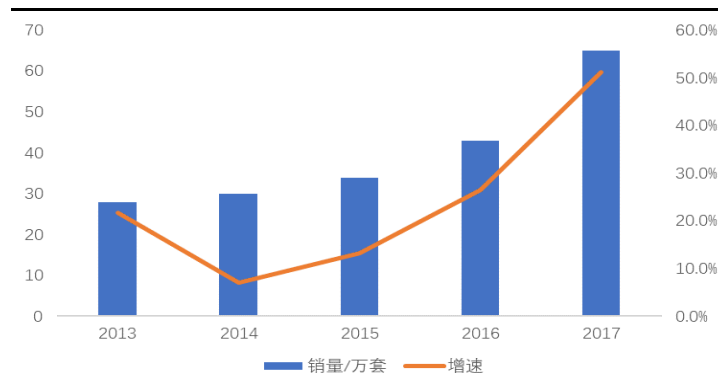
资料来源：万得，信达证券研发中心

乘用车市场打开增压器业务高增长空间

进气系统业务主要产品涡轮增压器，是公司新盈利增长点。公司产品轮径范围覆盖 30mm-125mm 全系列产品，配套国内多

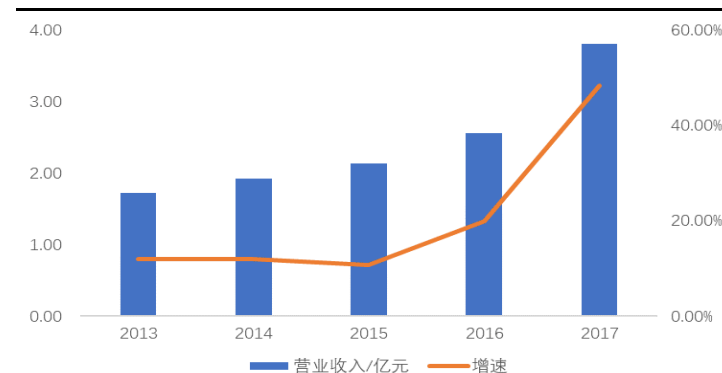
家小缸径柴油机厂和部分六缸柴油机厂家，满足轻、重型商用车和部分乘用车市场需求。公司拥有满足欧IV、欧V排放法规的真空阀控制及电控可变截面增压器、钛铝合金增压器、电动增压器和陶瓷滚珠轴承增压器等产品。近期业务板块营收贡献逐年增加，增压器产品进入高速增长通道。2017年增压器实现销售65万套，同比增长51%。受益于增压器产品强势表现，进气系统业务实现营业收入3.8亿元，同比增长48.4%。公司汽油机增压器产品已开始配套上汽、东风、海马等主机厂产品，进气系统在国内市场取得一定的市场地位。

图 21: 进气系统—增压器销量变化趋势



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 22: 进气系统业务营业收入变化趋势



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

表 2: 公司乘用车产品配套概况表

产品类型	配套主机厂	配套产品	排放标准
汽油机增压器	东风小康	SFG15T	国五
汽油机增压器	重庆力帆	1.4TSI、2.0TSI	国五
汽油机增压器	海马	474Q-T、484Q-T	国五
汽油机增压器	东风乘用车	DFMA14T	国五、国六
汽油机增压器	上汽	NSE1.5	欧五

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

未雨绸缪储备新空间 高股息率再显龙头魅力

布局新能源轮毂电机 储备新盈利增长点

汽车产业加速转型升级，车用动力多元化和节能化是必然趋势。新能源技术加速渗透车用动力系统，与传统燃油系统齐头并进。为适应市场即将到来的需求变革，公司积极推动产品结构调整，加速新能源领域技术研发，推进氢燃料电池技术、智能网联技术研发能力建设，培育新的业务增长点。2018年3月，公司宣布参与轮毂电机行业的佼佼者 Protean Holdings Corp

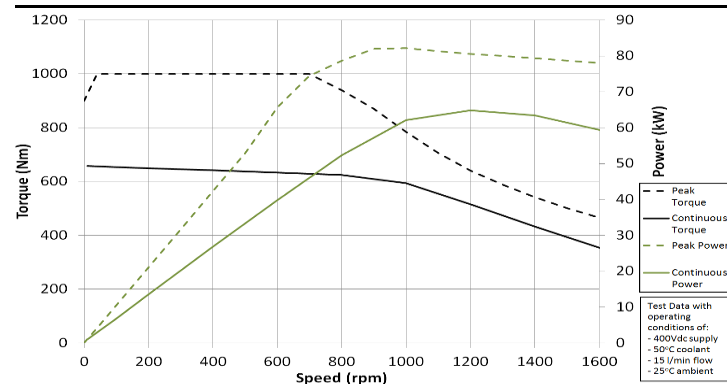
的 E 轮融资，并与 Protean 全资子公司 Protean Electric Ltd.在无锡成立合资公司。轮毂电机技术是车用动力电动化的重要技术选项，通过与全球技术领先者的合作，公司在新能源汽车的市场竞争力进一步提高。公司战略性产业布局进一步优化，公司长远发展空间储备更为丰富。

图 23: Protean 的轮毂电机技术示意图



资料来源: Protean 公司官网, 信达证券研发中心

图 24: Protean Drive 系统参数示意图



资料来源: Protean 公司官网, 信达证券研发中心

低估值高分红，龙头魅力尽显

2013 年-2017 年，公司现金红利金额持续提高，现金分红占净利润比重亦不断提高，公司行业龙头价值尽显。2017 年利润分配方案是每 10 股派发现金红利 12 元，累计发放现金红利 12.1 亿元，现金分红占利润比重高达 47.09%。从近几年公司市场估值走势分析，目前公司估值水平处于历史地位，市场估值体系亟待修复。

图 25: 2013 年-2017 年公司现金分红

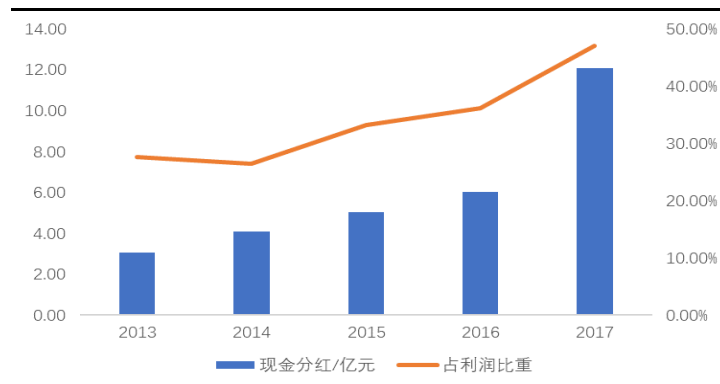
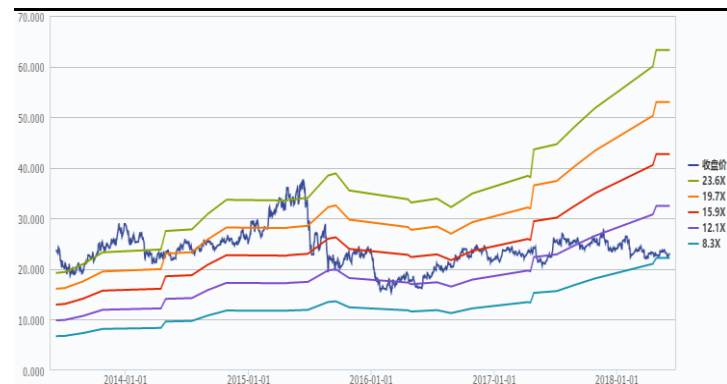


图 26: 公司 PE/PB Band 走势图 (截止日期 2018 年 6 月 6 日)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

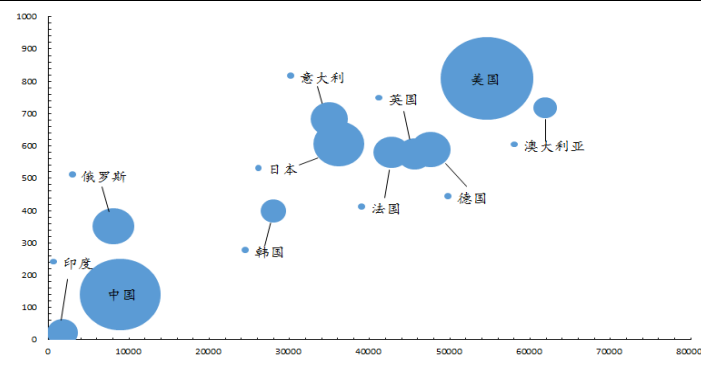
资料来源：万得，信达证券研发中心

下游平稳增长潜力大 排放升级催化增长新空间

行业增长潜力巨大，市场进入中速增长新常态

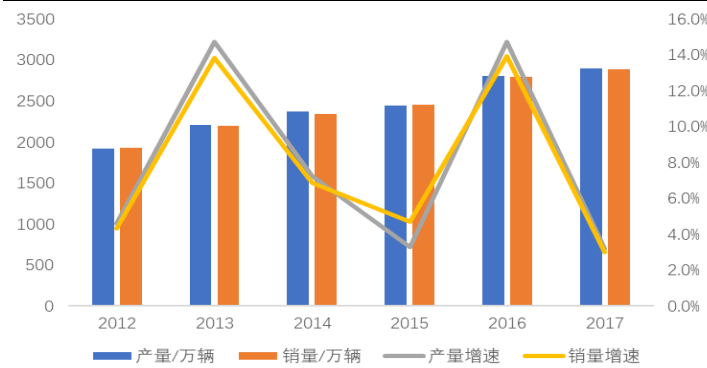
中国经济继续保持平稳增长，人们收入水平不断提高，中国潜在汽车消费需求仍然巨大，汽车消费仍属于“首次刚需消费”阶段。从人均 GDP 和汽车保有量国际横向比较看，中国中长期汽车市场仍拥有较大增长潜力。从短期市场走势看，考虑宏观经济增速继续回落、汽车产业转型升级等因素，2018 年中国车市保持低速增长态势。2018 年购置税政策退出也会影响短期终端需求，我们预计乘用车市场销量有望实现 3% 左右的增长。

图 27：主流汽车国家人均 GDP 与千人保有量国际比较



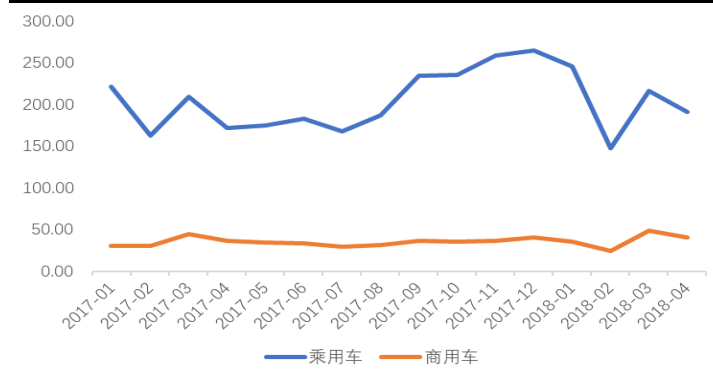
资料来源：万得，信达证券研发中心整理

图 28：2012-2017 年中国汽车市场增速图



资料来源：中国汽车工业协会，信达证券研发中心

图 29：2017 年-2018 年汽车市场月度销量走势图 单位：万辆

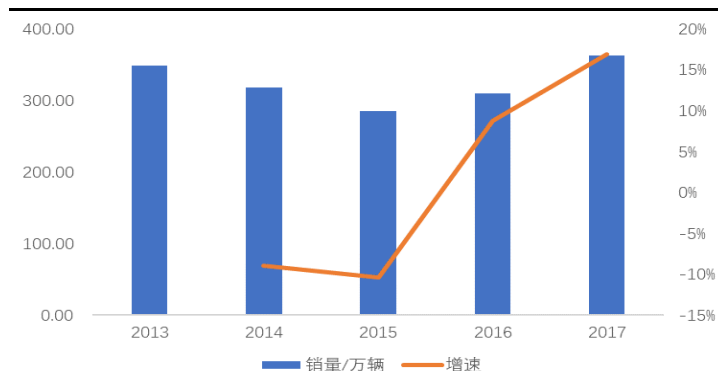


资料来源：中国汽车工业协会，信达证券研发中心整理

中重卡市场销量增长相对稳定

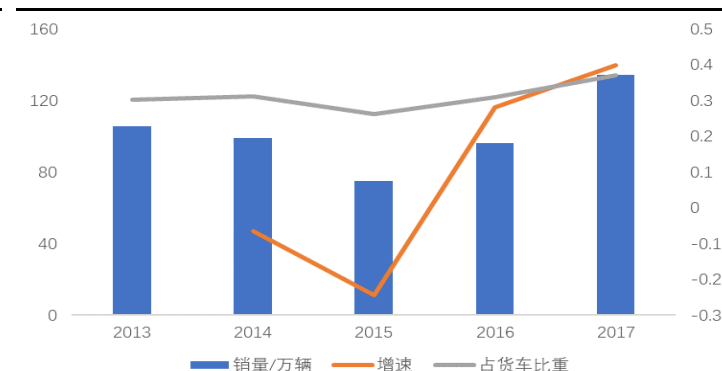
受益于国家“限超”政策趋严和环保法规趋严，2017年我国中重卡市场销量大幅增长39%，达到134万辆。中重卡销量占卡车市场比重达到37%，成为拉动2017年卡车市场增长的重要动力。在环保监管日益趋严和限超治理延续的背景下，我们认为中重卡市场将保持相对稳定增长，公司商用车业务市场环境相对稳定。

图 30：2013-2017 年中国卡车市场销量走势图



资料来源：中汽协，信达证券研发中心

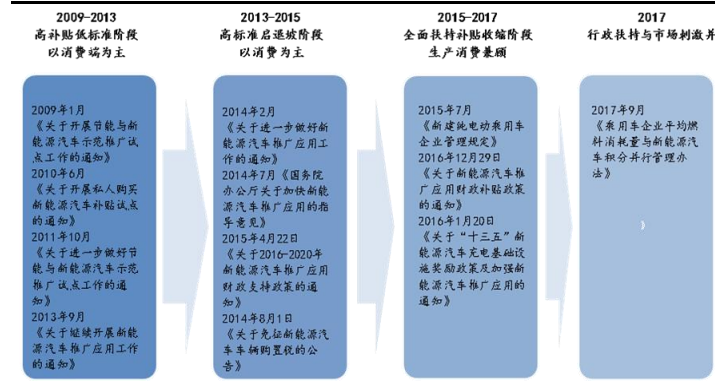
图 31：2013-2017 年中国中重型卡车销量走势图



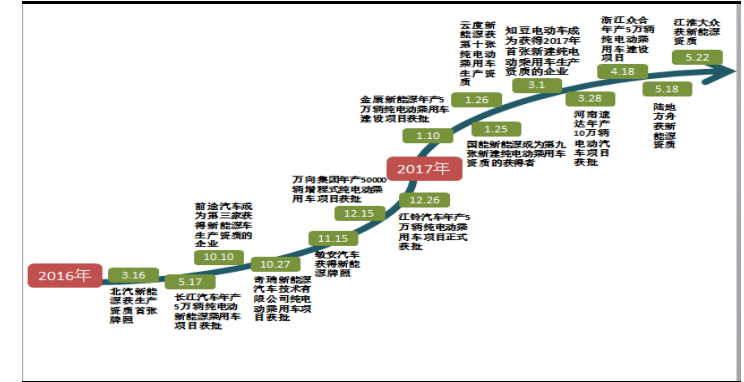
资料来源：中汽协，信达证券研发中心

排放标准催化新空间，车用动力多元化趋势明确

电动化作为汽车节能化的重要实现途径之一，国家对其一直保持积极的鼓励态度。汽车购置优惠（购置补贴与牌照特设）、优先路权优惠（不限行）、产业准入优惠（新能源生产准入、合资股比/合资数量放开）等众多特殊政策向新能源汽车领域倾斜，但经历恶性骗补风波后，国家新能源汽车鼓励政策正逐步走向成熟，更趋理性更加规范。财政补贴标准趋严和退坡机制实施更加体现促进技术进步和产业良性循环的初衷，政策扶持范围由单纯的财政补贴鼓励消费向生产准入、技术研发、基础设施等全方位支持政策转型，政策手段由单纯地依靠行政推广向依靠双积分交易的市场机制转型。2017年10月，国家工信部、财政部、商务部等五部委联合组织召开《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》宣贯会，会议明确表示，中国政府正在着手排查新能源汽车产能，以确认是否存在过剩。2017年国家发改委放缓新能源汽车生产产能的审批节奏，2018年财政补贴退坡机制亦存在调整可能，国家对现阶段新能源汽车的管理和态度更趋理性化。

图 32: 新能源汽车支持政策的演化进程


资料来源: 财政部网站, 科技部网站, 工信部网站, 信达证券研发中心

图 33: 新能源生产资质审批节奏走势图


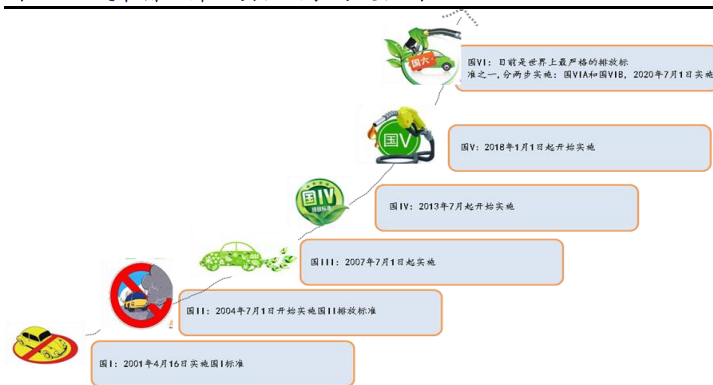
资料来源: 发改委, 信达证券研发中心

鉴于现阶段新能源汽车主流技术方案仍存在诸多瓶颈, 多元化储备是汽车节能管理政策的一大特点, 也是趋于理性的重要表现, 这主要体现在鼓励燃料电池汽车和推动燃油车排放升级。一方面, 在未来几年纯电动汽车补贴逐步退坡之时, 财政政策给予燃料电池较大倾斜力度, 到 2020 年之前不会实施退坡政策, 体现政府的坚定支持态度; 另一方面, 传统燃油车节能化仍是现阶段实现汽车节能减排最为重要的选项, 推动传统燃油车节能化始终是政府汽车管理政策的重要抓手。2017 年, 汽柴油国五排放标准全国范围推开, 轻型车国六排放标准将于 2020 年正式开始实施。

表 3: 燃料电池支持政策梳理

政策	时间	内容要点
《“十三五”战略性新兴产业发展规划》	2016 年 12 月	进一步发展壮大与氢能源相关的新能源汽车、新能源、节能环保等战略性新兴产业。
《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006-2020 年)》	2006 年 2 月	加大在关键基础器件、燃料电池系统、基础设施与示范方面的研发和投入力度。
《节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020 年)》	2012 年 6 月	计划 2030 年达到百万辆规模, 燃料电池商用车先于乘用车发展。对燃料电池车的补贴力度高于搭载锂电池的新能源车。
《节能与新能源汽车技术路线图》	2016 年 10 月	2020 年、2025 年、2030 年燃料电池汽车规模分别达 5000 辆、5 万辆和百万辆。
《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	2016 年 12 月	除燃料电池汽车外, 各类车型 2019-2020 年国补和地补在现行标准基础上退坡 20%。
《上海市燃料电池汽车发展规划》	2017 年 9 月	明确开展燃料电池汽车分时租赁运营和公交、物流车的区域示范运营, 联动优化燃料电池氢能基础设施布局, 加速燃料电池汽车全产业链完善, 推进燃料电池汽车的规模化和商业化。规划全产业链产值 3000 亿长远目标。

资料来源: 国务院网站, 车云网, 财政部, 上海市科委, 信达证券研发中心

图 34: 汽车排放升级演化进展与变化图


资料来源: 环保部, 信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

关键假设与盈利预测

汽车燃油喷射系统: 汽车燃油喷射系统属于公司成熟龙头业务, 业务增长与商用车市场走势紧密相关。作为行业龙头, 我们预计汽车燃油喷射系统业务将保持稳定增长, 2018-2020 年汽车燃油喷射系统营业收入增速均为 5%。

后处理系统: 伴随着汽车排放标准不断提高, 我们预计公司后处理系统业务将保持稳定增长, 2018-2020 年汽车后处理业务营业收入增速均为 5%。

进气系统: 进气系统是企业培育的新业绩增长点。受益于商用车稳定增长和乘用车业务顺利开展, 我们预计公司进气系统业务将进入高速增长期, 2018-2020 年进气系统业务营业收入增速均为 25%。

合资业务投资收益: 公司投资收益主要来源于参股公司博世汽柴和中联电子, 分别持股 34%和 20%。博世汽柴主要业务集中于商用车领域, 商用车排放标准升级推动业绩稳定增长。中联电子旗下产品集中于汽油机产品, 乘用车市场稳定增长保障业绩平稳增长。博世汽柴和中联电子生产运营稳定, 我们预计 2018 年-2020 年合资企业投资收益业务增速保持在 10%。

我们对威孚高科业务收入预测如下表所示:

表 4: 威孚高科主营业务收入预测

	2016 (A)	2017 (A)	2018 (E)	2019 (E)	2020 (E)
汽车燃油喷射系统					

营业收入 (亿元)	36.1	55.9	58.7	61.6	64.7
收入增速	19.2%	54.6%	5%	5%	5%
销售毛利率	29.0%	30.5%	30.6%	30.6%	30.6%
后处理系统					
营业收入 (亿元)	21.7	25.7	27.0	28.3	29.7
收入增速	-0.1%	18.2%	5%	5%	5%
销售毛利率	16.1%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
进气系统					
营业收入(亿元)	2.6	3.8	4.8	5.9	7.4
收入增速	20%	48.4%	25%	25%	25%
销售毛利率	23.2%	25%	25.6%	26.2%	26.8%

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

估值与投资评级

我们预计威孚高科 2018 年至 2020 年的营业收入分别为 95 亿元、101 亿元和 107 亿元, 归属母公司净利润分别为 28 亿元、30.3 亿元和 32.8 亿元, 对应 EPS 分别为 2.77 元、3.01 元和 3.25 元。威孚高科可比公司如下表所示:

表 5: 威孚高科可比公司列表

代码	上市公司	股价 (元/股)	市值 (亿元)	EPS			PE		
				2018 (E)	2019 (E)	2020 (E)	2018 (E)	2019 (E)	2020 (E)
002048.sz	宁波华翔	14.14	89	1.24	1.56	1.44	11	9	10
600660.sh	福耀玻璃	24.24	608	1.46	1.70	1.92	17	14	13
603035.sh	常熟汽饰	14.63	41	1.05	1.26	1.46	14	11	10
600741.sh	华域汽车	25.26	796	2.45	2.53	2.78	10	10	9
603085.sh	天成自控	28.18	63	0.55	0.81	1.13	51	35	25
601799.sh	星宇股份	58.01	160	2.21	2.87	3.67	26	20	16
600699.sh	均胜电子	25.99	247	0.97	1.37	1.59	27	19	16
603730.sh	岱美股份	31.20	128	1.78	2.18	2.66	18	14	12
603040.sh	新坐标	43.07	34	2.63	4.12	5.87	16	10	7
603305.sh	旭升股份	35.19	141	0.97	1.33	1.64	36	26	21
平均值							21	16	13

000581.sz 威孚高科 22.68 229 2.77 3.01 3.25 8 8 7

资料来源：万得，注：除威孚高科、新坐标和均胜电子为信达证券研发中心预测外，其余公司EPS与PE均取自万得一致预期，股价取自2018年6月7日收盘价。

可比公司2018年PE估值平均值为21倍。按照2018年6月7日收盘价22.68元/股计算，我们预计威孚高科2018年PE为8倍，低于行业平均水平。汽车动力系统部件龙头地位稳固，汽车排放标准日趋严格，乘用车业务顺利拓展。公司是汽车产业排放标准持续升级的精准受益标的，首次覆盖我们给予公司“增持”评级。

风险因素

1. 汽车市场增速大幅回落风险；

2018年经济增速下台阶风险仍存，购置税优惠政策彻底退出透支消费需求，2018年汽车市场增速存在大幅下滑风险。

2. 新能源汽车市场发展超预期的风险；

若新能源汽车市场加速发展，传统燃油车零部件需求量受到抑制。

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	9,920.32	12,050.55	13,281.46	15,900.85	18,632.31
货币资金	3,969.67	3,118.71	4,070.07	6,385.63	8,784.24
应收票据	1,279.84	1,464.26	1,545.92	1,634.76	1,731.90
应收账款	1,324.70	1,995.58	2,106.87	2,227.94	2,360.33
预付账款	74.03	97.58	102.94	108.75	115.14
存货	1,349.44	1,478.94	1,560.17	1,648.28	1,745.21
其他	1,922.62	3,895.49	3,895.49	3,895.49	3,895.49
非流动资产	7,343.45	8,180.45	8,791.34	9,511.64	10,400.07
长期投资	3,421.03	4,140.06	4,140.06	4,140.06	4,140.06
固定资产	2,447.84	2,584.87	3,032.04	3,777.29	4,620.00
无形资产	347.21	340.63	316.71	292.79	268.87
其他	1,127.38	1,114.88	1,302.53	1,301.49	1,371.13
资产总计	17,263.77	20,231.01	22,072.81	25,412.49	29,032.38
流动负债	3,149.54	4,299.74	4,500.65	4,718.57	4,958.27
短期借款	150.00	243.00	243.00	243.00	243.00
应付账款	1,729.25	2,570.96	2,712.17	2,865.33	3,033.83
其他	1,270.29	1,485.79	1,545.48	1,610.24	1,681.44
非流动负债	715.80	579.90	549.45	549.45	549.45
长期借款	60.00	45.00	45.00	45.00	45.00
其他	655.80	534.90	504.45	504.45	504.45
负债合计	3,865.34	4,879.64	5,050.10	5,268.02	5,507.72
少数股东权益	471.09	515.69	598.30	687.77	784.64
归属母公司股东权益	12,927.34	14,835.67	16,424.41	19,456.70	22,740.02
负债和股东权益	17263.77	20231.01	22072.81	25412.49	29032.38

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,422.70	9,017.28	9,520.18	10,067.26	10,665.47
同比(%)	11.86%	40.40%	5.58%	5.75%	5.94%
归属母公司净利润	1,672.22	2,571.34	2,799.48	3,032.29	3,283.32
同比(%)	10.35%	53.77%	8.87%	8.32%	8.28%
毛利率(%)	23.95%	25.01%	25.07%	25.14%	25.19%
ROE(%)	13.53%	18.52%	17.91%	16.90%	15.56%
摊薄每股收益(元)	1.66	2.55	2.77	3.01	3.25
P/E	14	9	8	8	7
P/B	1.77	1.54	1.39	1.18	1.01
EV/EBITDA	10.94	7.39	6.79	6.21	5.67

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,422.70	9,017.28	9,520.18	10,067.26	10,665.47
营业成本	4,884.46	6,761.73	7,133.14	7,535.94	7,979.10
营业税金及附加	47.72	72.41	76.45	80.84	85.65
营业费用	213.30	194.85	205.72	217.54	230.47
管理费用	797.43	930.81	982.72	1,039.19	1,100.94
财务费用	-9.11	7.32	-1.05	-5.39	-18.24
资产减值损失	88.59	119.22	114.45	120.91	128.03
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,377.95	1,853.64	2,023.95	2,192.71	2,388.62
营业利润	1,778.26	2,824.22	3,032.70	3,270.93	3,548.14
营业外收入	50.62	11.97	69.21	69.21	69.21
营业外支出	10.33	5.77	33.48	16.53	18.59
利润总额	1,818.55	2,830.42	3,068.43	3,323.61	3,598.75
所得税	92.54	183.21	186.35	201.85	218.56
净利润	1,726.00	2,647.21	2,882.08	3,121.76	3,380.20
少数股东损益	53.78	75.87	82.60	89.47	96.88
归属母公司净利润	1,672.22	2,571.34	2,799.48	3,032.29	3,283.32
EBITDA	2,111.33	3,136.40	3,412.27	3,729.93	4,085.43
EPS (摊薄)	1.66	2.55	2.77	3.01	3.25

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	527.34	957.70	1,094.48	1,245.56	1,380.61
净利润	1,726.00	2,647.21	2,882.08	3,121.76	3,380.20
折旧摊销	282.01	286.56	331.00	393.40	473.79
财务费用	10.77	19.42	12.85	12.93	12.89
投资损失	-1373.83	-1849.76	-2023.95	-2192.71	-2388.62
营运资金变动	-133.24	-275.07	-193.09	-206.81	-221.18
其它	15.64	129.34	85.59	117.00	123.53
投资活动现金流	965.49	-1,250.29	1,080.47	1,082.93	1,030.89
资本支出	-360.13	-412.67	-943.48	-1,109.78	-1,357.73
长期投资	11,143.61	10,547.22	2,023.95	2,192.71	2,388.62
其他	-9,817.99	-11,384.84	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-738.67	-544.60	-1,223.59	-12.93	-12.89
吸收投资	12.80	9.52	0.00	0.00	0.00
借款	-210.00	88.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	541.13	640.73	1,223.59	12.93	12.89
现金净增加额	754.91	-846.78	951.36	2315.57	2398.61

研究团队简介

范海波，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management , Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

付盛刚，汽车行业研究助理，先后服务于上汽集团、吉利汽车等知名汽车制造商，7 年战略研究、市场研究、产品规划工作经历，2017 年 6 月加入信达证券，从事汽车行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。