



2018-07-06

公司深度报告

买入/维持

威孚高科(000581)

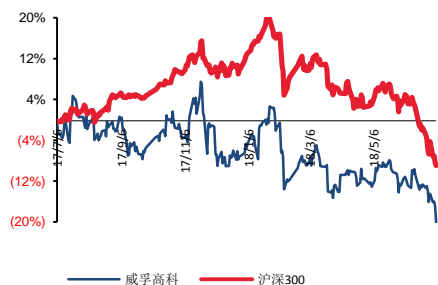
目标价: 30

昨收盘: 20.71

可选消费 汽车与汽车零部件

威孚高科：估值成长兼具，最佳防守反击标的

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,009/1,009
总市值/流通(百万元)	20,895/20,894
12 个月最高/最低(元)	27.70/20.71

相关研究报告：

分析师：白宇

电话：010-88695257

E-MAIL: baiyu@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518020004

研究助理：徐慧雄

电话：021-61375790

E-MAIL: xuhx@tpyzq.com

分析师：方杰

执业资格证书编码：S1190517120002

研究助理：刘文婷

报告摘要

◆ **核心观点：**公司兼具估值与成长双重优势，市场对低估值（18 年 7.3 倍，若剔除冗余现金，仅有 5.5 倍）有共识，但却低估了公司的成长能力。在排放升级的背景下，公司和博世汽柴均有良好的业绩弹性，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **公司是国内商用车燃油喷射与后处理领域的领跑者**

公司产品覆盖发动机燃油喷射系统（油泵、喷油器等）、汽车尾气后处理系统（SCR、DPF、DOC、POC 等）、发动机进气系统（增压器）等。公司实际控制人是无锡国资委。公司核心参股公司博世汽柴与中联电子为公司贡献约 60% 业绩。

◆ **未来几年重卡销量有望保持稳定**

GB1589 与治超组合拳使重卡销量中枢提升 10%-15%，未来几年，300 万辆国三将迎来加速淘汰、更新的时期，其可为未来几年重卡销售带来较大的增量。在销量中枢提升、国三加速淘汰的背景下，我们预计未来几年重卡销量将维持稳定，在 90-100 万辆区间。另外，在国六标准实施之前，重卡市场有“抢装”的可能性。

◆ **博世汽柴——排放升级、非道路产品放量驱动业绩增长，潜力仍然巨大**

国六排放标准的实施将给博世汽柴带来两方面的机遇：一方面，随着排放标准向更严格的方向发展，博世汽柴的电控高压共轨产品价值量有望提升；另一方面，尾气处理的要求将会大幅提升，SCR 的核心件博世汽柴的另一大优势所在，博世汽柴将显著受益。我们预计到 2021 年，国内非道路移动机械领域，高压共轨的市场规模将达到 30-50 亿元。博世汽柴在非道路机械发动机的共轨技术方面储备丰富，目前非道路领域产品正逐步放量，预计未来几年该业务将会快速扩张。

◆ **受益排放升级，威孚力达开启高增长之路**

在柴油货车实施国五、国六标准的过程中，SCR 系统的需求将会大幅提升，另外，伴随着重卡由国五标准向国六标准升级，未来几年，DPF 的需求也将从 0 向 200（每年轻、中、重卡总销量超过 200 万辆）增

长，DPF 市场空间达百亿级。威孚力达在后处理领域的技术水平、市场规模和生产能力均处于国内领先地位，我们预计到 2021 年，威孚力达在后处理领域营收有望超过 80 亿元（2017 年 25.5 亿元营收）。

◆ 太平洋汽车战略推荐之三，首次覆盖，给予“买入”评级

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 28.99、29.57、32.1 亿元，对应现价，PE 分别为 7.3、7.2、6.6 倍，若剔除账面冗余现金，2018 年实际市盈率仅为 5.5 倍。若分红比例稳定在 50%（2017 年为 47%），那么对应现价，公司未来几年股息率将达到 6%-7%。

因市场没有充分认识到公司和博世汽柴在后处理领域的增长潜力，公司的周期属性被市场放大，而成长能力却被低估。机动车排放升级的饕餮盛宴正在进行中，博世汽柴、威孚高科仍将是这场盛宴的主角之一。基于此我们认为公司价值被大幅低估，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

◆ 风险提示

重卡销量不达预期；DPF 新产品销量不达预期。

◆ 盈利预测和财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	9,017	10,456	10,724	12,150
同比	40.4%	16.0%	2.6%	13.3%
归母净利润(百万元)	2,571	2,899	2,957	3,210
同比	53.77%	12.75%	1.98%	8.56%
EPS(元)	2.509	2.874	2.930	3.181
PE	9.56	7.31	7.17	6.61

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

目录

1. 国内商用车燃油喷射系统与后处理领域的领跑者	5
1.1 国内商用车燃油喷射系统与后处理领域的领跑者	5
1.2 公司历史沿革	7
1.3 公司实际控制人是无锡市国资委	7
1.4 核心联营企业为公司贡献约 60%业绩	8
2. 未来几年重卡销量有望保持稳定	9
2.1 GB1589 与治超组合拳提升未来重卡销量中枢	9
2.2 “国三”逐步淘汰带来更新需求	11
2.2.1 治理柴油货车污染相关政策陆续发布	11
2.2.2 300 万辆国三重卡将被加速淘汰	12
3. 博世汽柴：排放升级、非道路产品放量驱动业绩增长	13
3.1 柴油机共轨系统的绝对龙头	13
3.2 国六带来新的机遇	17
3.3 非道路业务高速增长	20
4. 受益排放升级，本部业绩未来将持续增长	21
4.1 排放升级，后处理产业迎来加速增长期	21
4.1.1 发动机技术路线	21
4.1.2 DPF：百亿市场空间，行业已启动	23
4.1.3 SCR：产品渗透率提升、行业集中度提升	24
4.2 威孚力达：后处理领域的领导者	25
5. 盈利预测与估值	26
6. 风险提示	27

图表目录

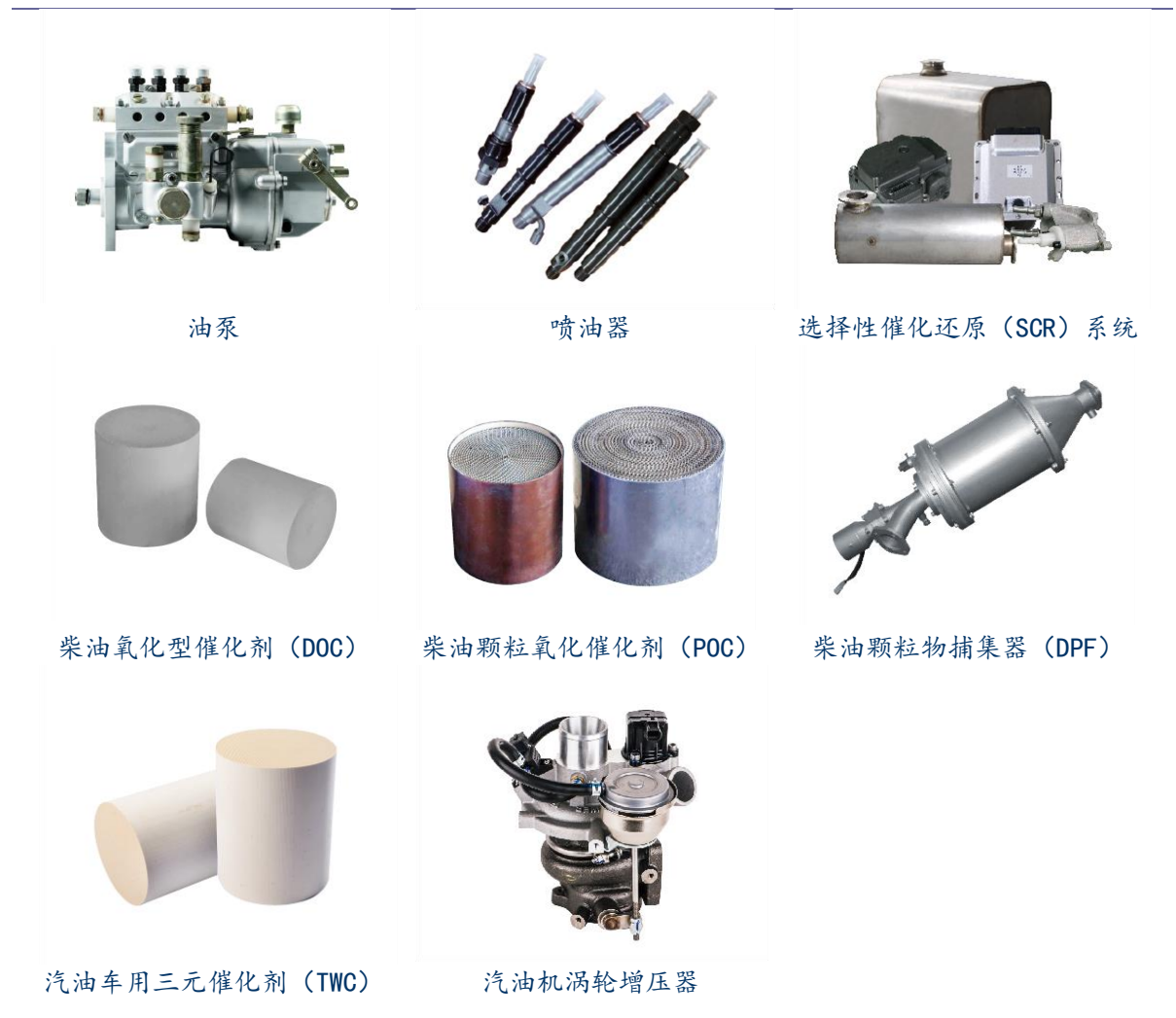
图表 1: 公司主要产品	5
图表 2: 2010-2017 公司营收构成	6
图表 3: 2010-2017 公司毛利构成	6
图表 4: 公司各类产品主要客户	6
图表 5: 威孚高科大事记	7
图表 6: 公司股权结构	8
图表 7: 威孚高科对博世汽柴、联合汽车电子的持股结构	8
图表 8: 核心联营企业为公司贡献约 60% 业绩	9
图表 9: 《超限运输车辆行驶公路管理规定》与原超载标准比较	10
图表 10: “治超”前后 6X4 牵引车货物净重限制对比	10
图表 11: 重卡年销量中枢提高 单位: 万辆	10
图表 12: 部分地方政府出台了治理柴油货车污染、鼓励淘汰老旧车辆的政策	12
图表 13: 杭州国三柴油车淘汰补助标准 单位: 元	12
图表 14: 重卡保有量 单位: 万辆	13
图表 15: 按排放标准分重卡保有量构成	13
图表 16: 重卡销量预测 单位: 万辆	13
图表 17: 博世柴油共轨产品	14
图表 18: 博世选择性催化还原系统 DENOXTRONIC2.2	14
图表 19: 柴油共轨系统四大核心部件介绍	15
图表 20: 共轨系统示意图	15
图表 21: 博世汽柴 10-17 年营收及增速 单位: 亿元	16
图表 22: 博世汽柴 10-17 年净利润及增速 单位: 亿元	16
图表 23: 博世汽柴 2010-2017 净利率	16
图表 24: 博世汽柴 2010-2017 ROE	16
图表 25: 全国新生产机动车排放标准实施进度	17
图表 26: 重型柴油车国六排放标准实施时间	17
图表 27: 国四、五、六重卡排放限值对比	18
图表 28: 轻型车 (总质量 ≤ 3.5T) 排放限值	18
图表 29: SCR 系统结构示意图	19
图表 30: SCR 系统的主要部件及功能	19
图表 31: SCR 系统中尿素供给单元、喷射单元等核心部件价值占比	20
图表 32: 2010-2017 工程机械销量 单位: 万台	20
图表 33: 2009-2017 我国拖拉机产量 单位: 万台	20
图表 34: 非道路第四、五阶段排放标准实施进展	21
图表 35: 国四、国五以及国六发动机技术路线	22
图表 36: 主要后处理装置介绍	22
图表 37: 2017-2021 我国柴油车 DPF 系统市场规模预测 单位: 亿元	23
图表 38: 国内 DPF 主要供应商	24
图表 39: SCR 系统竞争格局	25
图表 40: 威孚力达 SCR、DPF 业务营收预测 单位: 亿元	26
图表 41: 威孚营收预测 单位: 亿元	26
图表 42: 博世汽柴、中联电子业绩预测 单位: 亿元	27
图表 43: 重卡行业主要公司估值对比	27

1. 国内商用车燃油喷射系统与后处理领域的领跑者

1.1 国内商用车燃油喷射系统与后处理领域的领跑者

公司主要从事发动机燃油系统产品的生产，燃油系统测试仪器和设备的制造等业务。公司是国内商用车燃油喷射与后处理领域的领跑者。公司产品覆盖发动机燃油喷射系统（油泵、喷油器等）、汽车尾气后处理系统（SCR、DPF、DOC、POC等）、发动机进气系统（增压器）等。

图表 1：公司主要产品



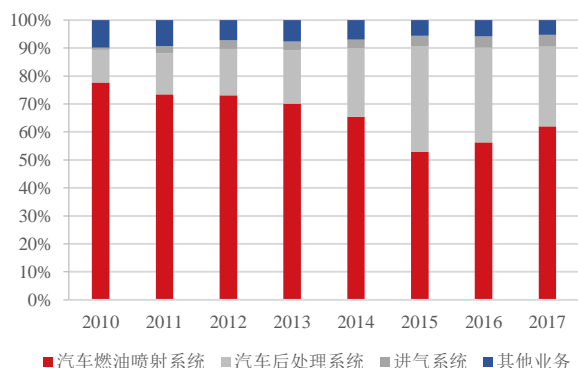
资料来源：公司官网，太平洋证券整理

从收入结构看，燃油喷射系统业务在营收中占比最高，2017年，占比达61.97%，2010年-2017年，随着机动车尾气处理行业规模的快速增长，公司汽车后处理业务的占比由2010年的11.66%提升到28.47%。2016、2017年因重卡销量大幅增长，单体价值较高的燃油喷射系统业务收入高速

增长，在营收中的占比亦有提升，同时也压缩了后处理业务的营收占比。我们预计未来公司尾气后处理业务的营收占比将不断提升。

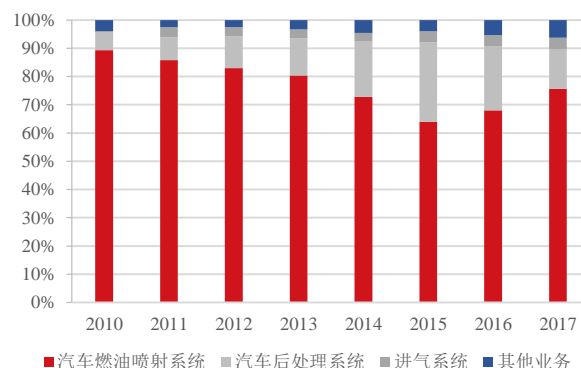
从毛利结构看，因燃油喷射系统业务的毛利率较高、后处理业务的毛利率较低，公司燃油喷射系统业务对毛利总额的贡献比例超过其营收贡献比例，同样，汽车后处理业务对毛利总额的贡献比例低于其营收贡献比例。但从长期来看，后处理业务的毛利占比有望持续提升。

图表 2：2010-2017 公司营收构成



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 3：2010-2017 公司毛利构成



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

从各块主业的客户结构看，燃油喷射系统的最大客户是博世汽柴，公司主要为博世汽柴配套高压共轨系统中的油泵和喷油器，博世汽柴在此业务营收中占比超过 50%。

图表 4：公司各类产品主要客户



资料来源：太平洋证券整理

公司的后处理产品主要供应国内的主要发动机厂，如一汽锡柴、潍柴动力、云内动力等，以及主要的整车企业，如：长安汽车、吉利汽车、广汽集团等。

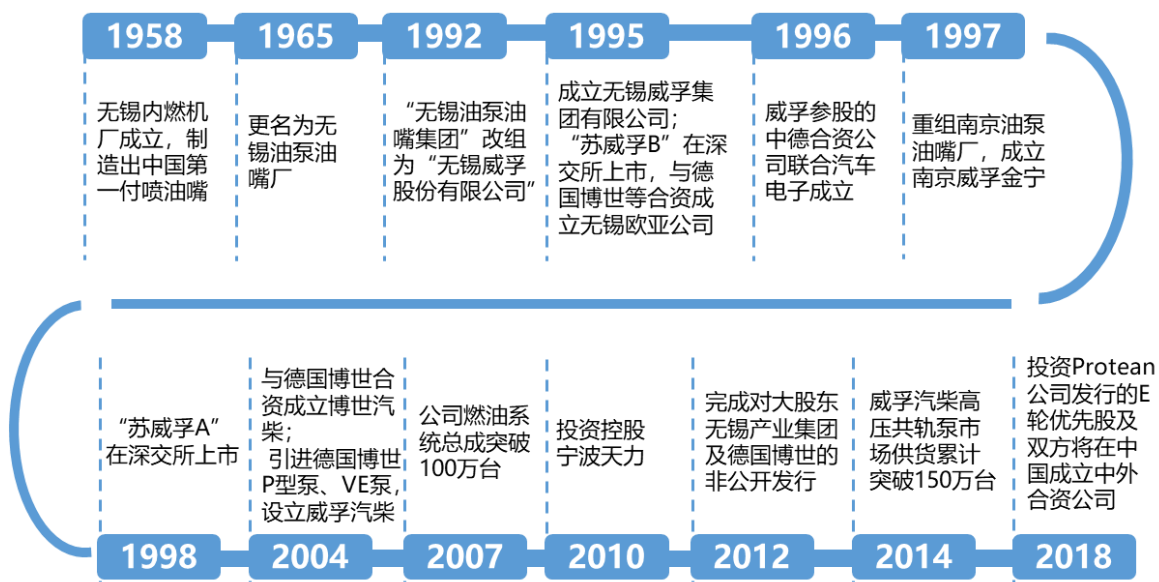
公司进气系统（宁波威孚天力）的前几大客户分别是：江淮纳威司达、长城汽车、云内动力以及五十铃等。

总体而言，公司客户结构较为优质，可充分受益优质客户的成长。

1.2 公司历史沿革

公司前身是 1958 年成立的无锡内燃机厂，1965 年更名为无锡油泵油嘴厂，1992 年改组为无锡威孚股份有限公司。此后，公司与德国博世公司等分别成立了合资公司：联合汽车电子公司、博世汽柴公司。公司还并购重组了南京油泵油嘴厂、控股了宁波天力公司。公司 1998 年在深交所上市，2012 年完成对德国博世公司的非公开发行，引进其作为公司战略投资者。

图表 5：威孚高科大事记

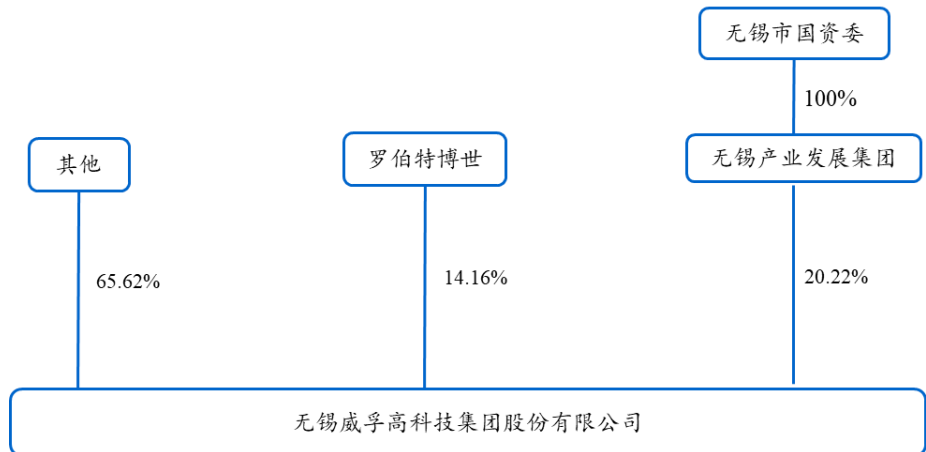


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

1.3 公司实际控制人是无锡市国资委

公司控股股东是无锡产业发展集团有限公司，其持有公司 20.22% 的股份，无锡国资委持有无锡产业发展集团 100% 股份。因此，公司实际控制人是无锡市国资委。

图表 6：公司股权结构

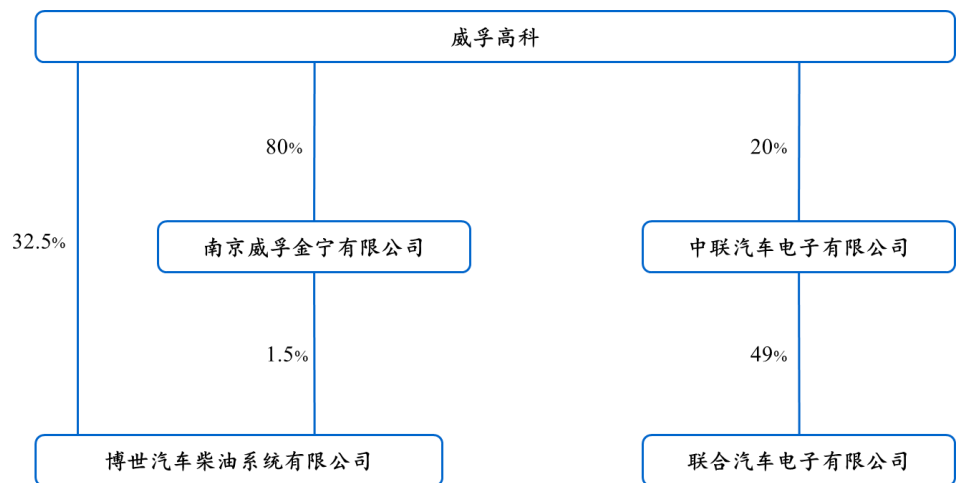


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

1.4 核心联营企业为公司贡献约 60%业绩

公司直接持有博世汽车柴油系统有限公司（简称“博世汽柴”）32.5%的股份，公司控股子公司南京威孚金宁持有博世汽柴 1.5%的股份。公司通过中联汽车电子间接持有联合汽车电子有限公司 9.8%的股权。

图表 7：威孚高科对博世汽柴、联合汽车电子的持股结构



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

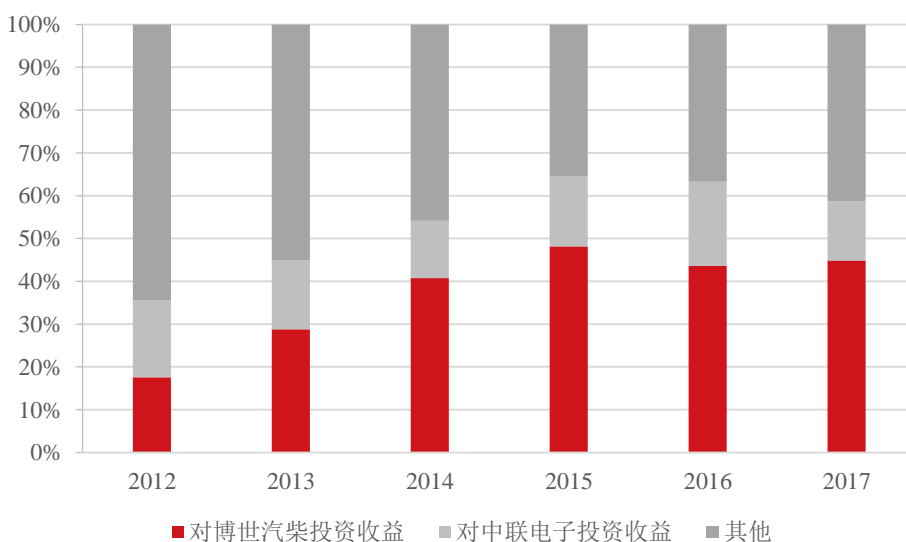
博世汽柴在柴油机高压共轨、后处理领域有着极深厚的积累，是该领域的全球龙头，在中国市场更是遥遥领先。联合汽车电子主营汽车发动机、变速箱控制的核心器件，是全球汽车电子领

域的核心供应商，产品壁垒非常高。

由于产品壁垒高、市场规模大、公司市场份额高，博世汽柴与联合汽车电子均有着非常优秀的业绩，两者为威孚高科也贡献了很高的业绩比例，且这一比例有逐步提升的趋势。2017年，两者合计为上市公司贡献了约60%的业绩。

我们认为，在排放法规逐渐趋严、非道路机械市场逐步打开的背景下，博世汽柴的业绩有望稳中有增。其次，在汽车电子产业持续快速扩张的情形下，联合汽车电子业绩有望实现持续增长。总体而言，两者在未来将为上市公司带来持续稳定的回报。

图表 8：核心联营企业为公司贡献约 60% 业绩



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2. 未来几年重卡销量有望保持稳定

2.1 GB1589 与治超组合拳提升未来重卡销量中枢

2016年7月26日质检总局、国家标准委正式批准发布由工业和信息化部组织全国汽标委修订的强制性国家标准《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》(GB1589-2016)。该标准规定了汽车、挂车及汽车列车的外廓尺寸及质量限值，适用于在道路上使用的所有车辆，是汽车行业最基本的技术标准之一。

与GB1589-2004相比，GB1589-2016主要有几个方面的变化：

- ✓ 一是取消了车辆长度限值与最大总质量或轴数挂钩的限制，放宽了车辆宽度限值；
- ✓ 二是增加了中置轴车辆运输挂车及列车、中置轴货运挂车及列车、长头牵引铰接列车等新车型；
- ✓ 三是增加了牵引车、半挂车匹配运输相关参数的规定；
- ✓ 四是明确了外廓尺寸测量要求。

2016年8月30日，交通部发布《超限运输车辆行驶公路管理规定》（交通运输部令2016年第62号）。该规定于2016年9月21日正式实行，为配合该规定，公安部与交通部联合印发《整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案》，开启为期1年（2016年9月21日至2017年7月31日）的全国性治超行动。该行动被称为“921治超”。

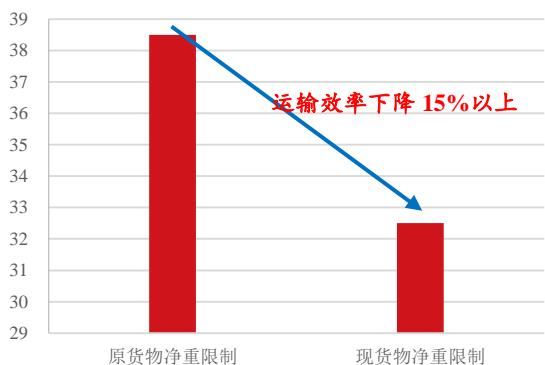
《超限运输车辆行驶公路管理规定》对货物运输车辆的最大载重、车货最大总尺寸进行的规定，如，规定车货总高度从地面算起不得超过4米；六轴及六轴以上汽车列车，其车货总质量不得超过49吨等。

图表9：《超限运输车辆行驶公路管理规定》与原超载标准比较

车辆类型	新规限值	原超载认定标准
6轴汽车列车	49	55
5轴汽车列车	43	50
4轴汽车列车	36	40
4轴货车	31	40
3轴汽车列车	27	30
3轴货车	25	30
2轴货车	18	20

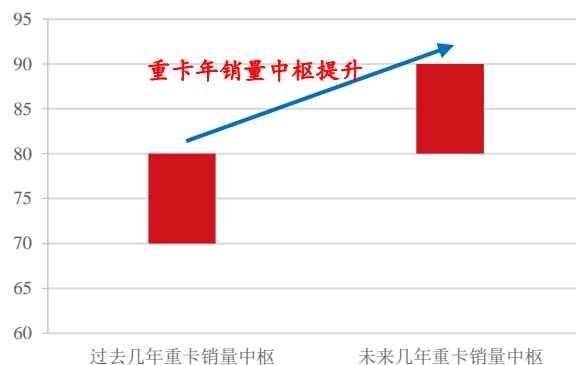
资料来源：《超限运输车辆行驶公路管理规定》，太平洋证券整理

图表10：“治超”前后6X4牵引车货物净重限制对比



资料来源：太平洋证券整理

图表11：重卡年销量中枢提高 单位：万辆



资料来源：太平洋证券整理

《GB1589-2006》与“921治超”带来的最大影响就是货车单车运输效率的下降。以6X4半挂

牵引车为例，原限制的最大载重为 55t，假设车皮重 16.5t，那么货物的最大载重即为 38.5t，而“921 治超”之后，最大货物载重降为 32.5t，**单车运输效率下降 15.58%**（6/38.5）。除了 6X4 牵引车外，对其他车型亦是如此，各车型的单车运输效率均有下降。

与单车效率下降相对应的是，总体公路运输效率下降，这必然会带来总体货运车辆保有量的增长。运输效率的下降可使重卡保有量增长 10%-15%，更进一步，在重卡更新周期一定的前提下，重卡的年销量提高 10%-15%，我们认为，**重卡年销量的中枢水平有望从过去几年的 70-80 万辆提高到 80-90 万辆。**

2.2 “国三”逐步淘汰带来更新需求

2.2.1 治理柴油货车污染相关政策陆续发布

2018 年 6 月 24 日，中共中央、国务院发布《关于全面加强生态环境保护 坚决打好污染防治攻坚战的意见》（简称《意见》）。

《意见》明确，将打好柴油货车污染治理攻坚战。具体要求：

- ✓ **严厉打击生产销售不达标车辆、排放检测机构检测弄虚作假等违法行为**
- ✓ **加快淘汰老旧车，鼓励清洁能源车辆、船舶的推广使用**
- ✓ **建设“天地车人”一体化的机动车排放监控系统，完善机动车遥感监测网络**
- ✓ **重点区域提前实施机动车国六排放标准，严格实施船舶和非道路移动机械大气排放标准**
- ✓ 2019 年 1 月 1 日起，全国供应符合国六标准的车用汽油和车用柴油

在国务院新闻办公室 20 日举行的政策例行吹风会上，生态环境部副部长赵英民表示，《打赢蓝天保卫战三年行动计划》将于近期印发实施。《三年行动计划》将统筹推进、突出重点完成六项具体任务。其中包括：积极调整运输结构，发展绿色交通体系。其具体要求，**抓紧治理柴油货车污染，加快老旧车船淘汰，推广使用新能源车。**后续政策制定部门还将制定柴油货车污染治理攻坚行动方案。

除中央外，多个地方也陆续出台了治理柴油货车污染、鼓励淘汰老旧车辆的政策。

图表 12: 部分地方政府出台了治理柴油货车污染、鼓励淘汰老旧车辆的政策

政策主题	实施时间	政策内容
北京 《关于对部分载货汽车采取交通管理措施降低污染物排放的公告》	2017年9月21日	自2017年9月21日起,外地国III货车全天禁入六环,只有两种情况可于每天0时至6时放行。两年过渡期满后,自2019年9月21日起,不管京牌非京牌,六环路(含)以内道路全天禁止国III柴油货车通行。
杭州 《关于印发<杭州市国三柴油车淘汰补助实施细则(暂行)>的通知》	2017.08.18-2019.12.31	2017年4月1日前在杭州市上城区、下城区、江干区、拱墅区、西湖区、滨江区、杭州经济技术开发区、西湖风景名胜区注册登记的且车辆注册登记所有人为个人、个体工商户、企业和其他非财政供养社会组织的国三排放标准的柴油发动机车辆。
深圳 《2018年“深圳蓝”可持续行动计划》	2018年7月1日	对粤B国三柴油货车实施单双号限行,该限行办法涉及约12.9万辆深圳牌照国III柴油货车,采用单双号的限行方式,限行时段为每天7:00-24:00,限行区域包括全市道路(高速公路除外)。对于约10万辆的异地牌照货车,则采用全号段限行方式,限行时段为每天7:00-24:00,限行区域包括全市道路(除高速公路及深圳机场、东西部港口和海吉星农批市场与高速公路接驳线以外)。

资料来源:公开资料,太平洋证券整理

图表 13: 杭州国三柴油车淘汰补助标准 单位:元

		满9年 不足10年	满8年 不足9年	不足8年
载货柴油车	微(轻)型	10500	12500	14500
	中型	18000	22000	26000
	重型	26000	32000	38000

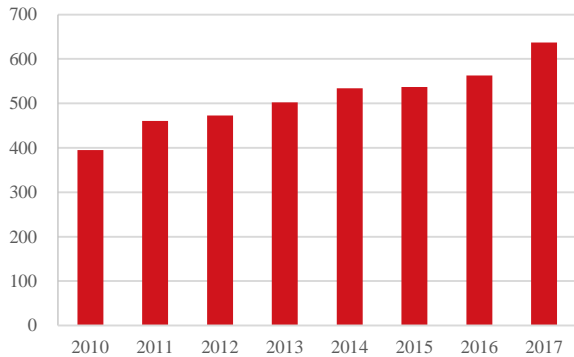
资料来源:公开资料,太平洋证券整理

2.2.2 300万辆国三重卡将被加速淘汰

到2017年底,我国重卡保有量约637万辆,其中绝大部分是柴油动力重卡(616.6万辆),这其中,国三及之前排放标准的占50%以上,总量超过300万辆。

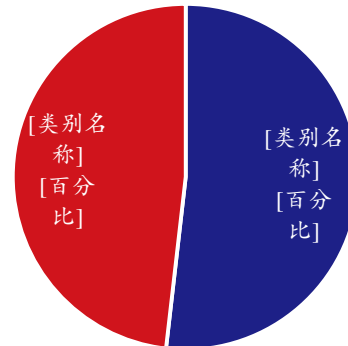
随着各类治理柴油货车污染、淘汰老旧车辆的政策陆续发布,我们预计国三柴油车将迎来加速淘汰、更新的时期。我们预计,300万辆国三车加速更新将为未来几年重卡销售带来较大的增量。

图表 14: 重卡保有量 单位: 万辆



资料来源: 太平洋证券整理

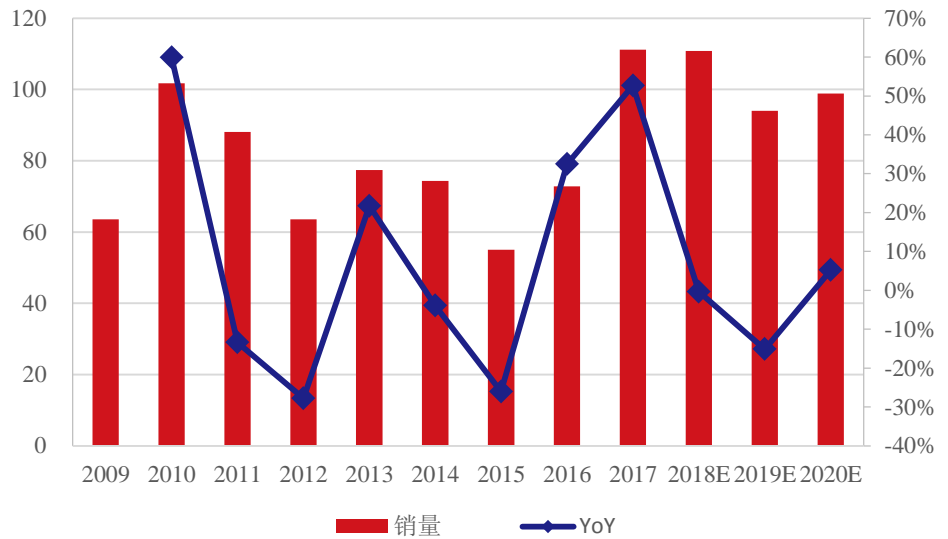
图表 15: 按排放标准分重卡保有量构成



资料来源: 太平洋证券整理

总体而言, 在销量中枢提升、国三加速淘汰的背景下, 我们预计未来几年重卡销量将维持稳定。另外, 在国六标准实施之前, 重卡市场有“抢装”的可能性。

图表 16: 重卡销量预测 单位: 万辆



资料来源: wind, 太平洋证券整理

3. 博世汽柴: 排放升级、非道路产品放量驱动业绩增长

3.1 柴油机共轨系统的绝对龙头

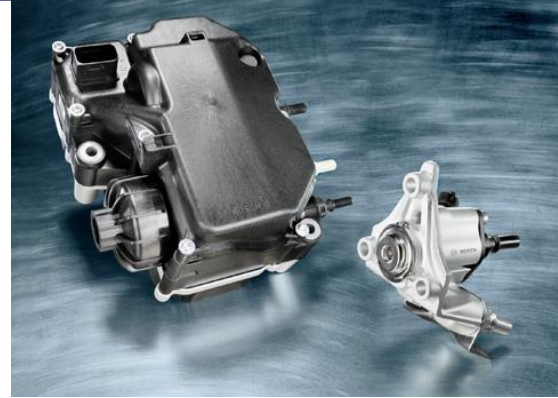
博世汽车柴油系统有限公司主营柴油发动机共轨系统、汽车尾气后处理系统。因技术壁垒高且博世在该领域积累深厚，博世汽柴在国内车用柴油共轨系统领域中占有约 80% 的市场份额，处于绝对龙头的地位。同时，博世汽柴在柴油机尾气后处理领域也领先同行。

图表 17: 博世柴油共轨产品



资料来源: 公司官网, 太平洋证券整理

图表 18: 博世选择性催化还原系统 Denoxtronic2.2



资料来源: 公司官网, 太平洋证券整理

传统柴油喷射系统中，油压的产生与喷油量跟凸轮与柱塞直接相关，喷油的压力随着发动机转速与喷油量的增加而增加。随着排放法规的日趋严格以及降低油耗的需求逐步提升，传统燃油系统已经不能满足要求。

共轨系统 (Common Rail Systems, 简称 CRS) 将燃油在高压下贮存在蓄压器 (高压油轨) 中，从本质上克服了传统柴油机喷射系统的缺陷，其特性主要有：

- ✓ 喷油压力的产生不依赖于发动机转速与系统喷油量，可根据发动机不同的工况灵活控制喷射压力和油量，从而实现低转速高喷射压力，达到低速高扭矩，低排放及优化燃油经济性的目的；
- ✓ 通过电子控制单元算出理想的喷油量和喷油时间，再由喷油器精确地喷射，甚至多次喷射；
- ✓ 更高的系统压力，更好的排放能力，更低的燃油消耗。

柴油共轨喷射系统由液力系统和电子控制系统构成。其中液力系统又分低压液力系统和高压液力系统。其中，**喷油器、高压泵、高压油轨、电控单元**为柴油共轨系统四大核心的部件。

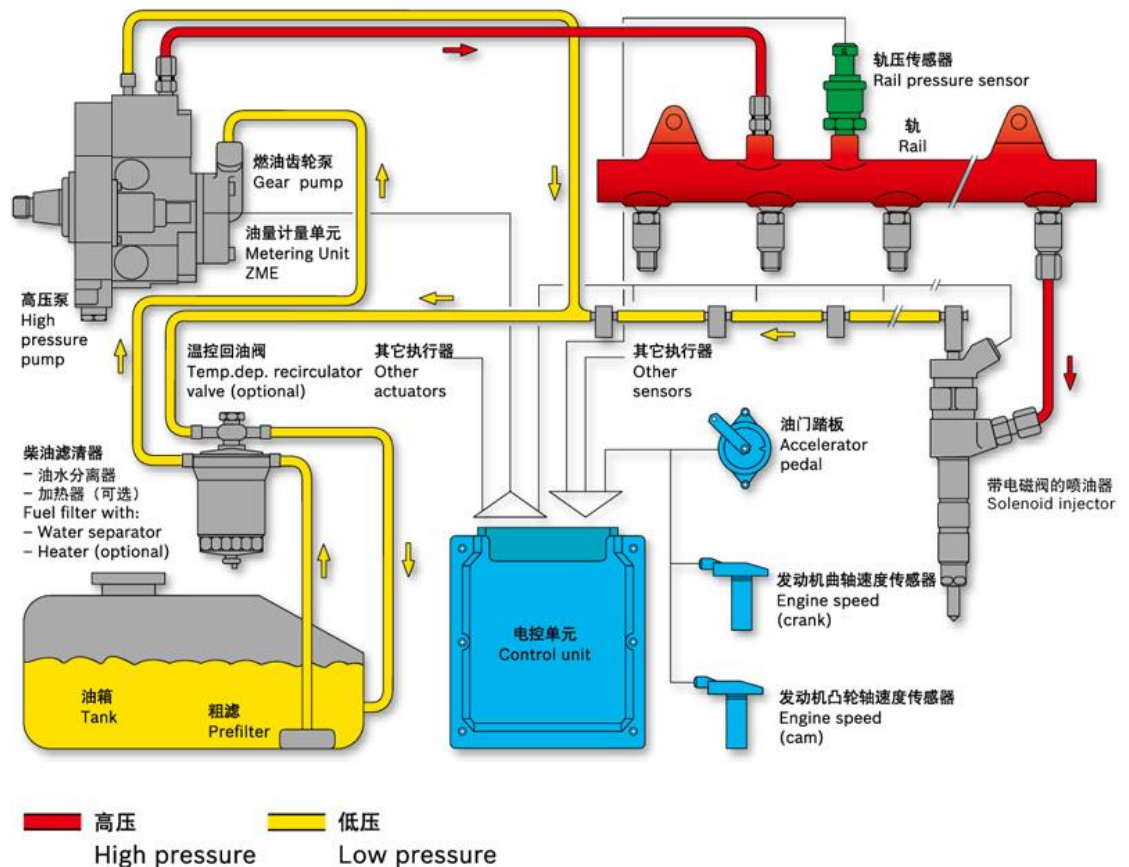
图表 19: 柴油共轨系统四大核心部件介绍

核心部件	功能介绍
喷油器	喷油器是将燃油雾化并分布在发动机燃烧室的部件。共轨喷油器的喷油时刻和持续时间均经电控单元精确计算后给出信号，再由电磁阀控制。
高压泵	高压泵的作用是将燃油由低压状态通过柱塞将其压缩成高压状态，以满足系统和发动机对燃油喷射压力和喷油量的要求
高压油轨	高压油轨的作用是存贮燃油，同时抑制由于高压泵供油和喷油器喷油产生的压力波动，确保系统压力稳定。高压油轨为各缸共同所有，其为共轨系统的标志。
电控单元	电控单元是发动机的大脑，其收集发动机的运行工况参数，结合已存储的特性图谱进行计算处理，并把信号传递给执行器，实现发动机的运行控制、故障诊断等功能。

资料来源：太平洋证券整理

高压共轨电控喷射系统可将喷射压力的产生和喷射过程彼此完全分开。高压油泵将高压燃油输送到公共油轨中，通过对油轨内的油压实现精确控制控制，使油轨压力大小与发动机转速无关。

图表 20: 共轨系统示意图



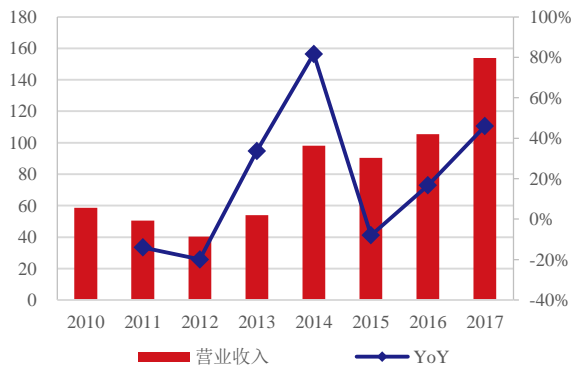
资料来源：太平洋证券整理

■ 靓丽的财务数据

受益 2017 年重卡市场销量大幅增长 (+52.38%)，博世汽柴 2017 年实现营收 153.9 亿元，大幅增长 46.02%，2012-2017 年，博世汽柴营收增长 2.81 倍，其主要驱动因素是：重卡销量的增长、排放标准的升级（国三→国四→国五）。

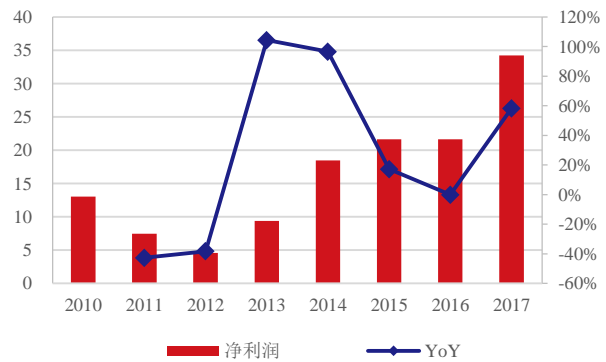
2017 年，博世汽柴实现净利润 34.21 亿元，同比增长 58.19%。受益重卡销量增长、柴油货车排放升级，2012-2017 年，博世汽柴净利润增长 6.44 倍，年复合增速 49.4%。

图表 21: 博世汽柴 10-17 年营收及增速 单位:亿元



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表 22: 博世汽柴 10-17 年净利润及增速 单位:亿元

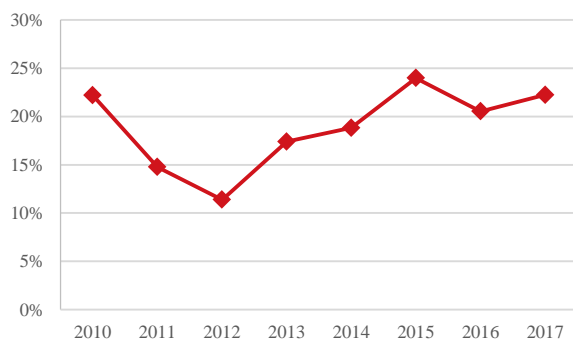


资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

博世汽柴所处行业技术壁垒较高，新进入企业较少，且难以撼动博世汽柴的垄断地位，因此，博世汽柴在过去的近十年时间里，净利率水平较高且总体较为稳定，维持在 20%左右。

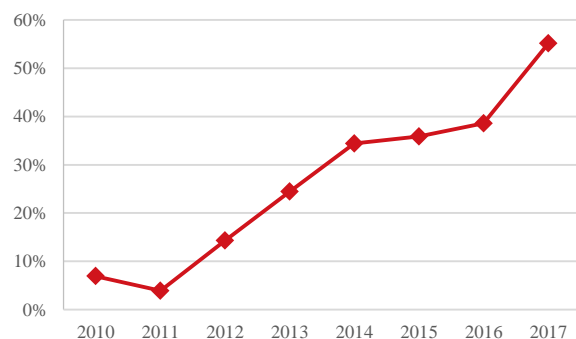
博世汽柴分红比率较高，在 2009-2017 期间，博世汽柴累计分红近百亿元，分红比率超过 70%。较高的分红比率与较快的业绩增速共同作用，使博世汽柴的 ROE 水平逐年提升，2017 年博世汽柴 ROE 达 55%，而 2010 年，这一数字仅为 6.9%。

图表 23: 博世汽柴 2010-2017 净利率



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表 24: 博世汽柴 2010-2017 ROE



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

3.2 国六带来新的机遇

我国已经于 2017 年 7 月 1 日，全面实施重型柴油车国五排放标准，2018 年 1 月 1 日起，全面实施轻型柴油车国五排放标准。

2018 年 5 月 7 日，广州市环保局发布《关于轻型汽车执行第六阶段国家机动车大气污染物排放标准的通告（征求意见稿）》，提出计划自 2019 年 1 月 1 日起，对在广州市注册登记或转入这一城市的轻型汽车（包括轻型汽油车和轻型柴油车）执行国六 b 排放标准。这比国家要求的国六 b 标准实施时间提前了四年。

图表 25：全国新生产机动车排放标准实施进度

车型		年份																			
		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
轻型汽车	柴油车	无控制要求	国 I				国 II			国 III					国 IV				国 V	国 VI	
	汽油车	无控制要求	国 I				国 II			国 III			国 IV				国 V	国 VI			
	气体燃料车	无控制要求	国 I				国 II			国 III			国 IV				国 V	国 VI			
重型汽车	柴油车	无控制要求	国 I			国 II			国 III					国 IV				国 V	国 VI		
	汽油车	无控制要求			国 I	国 II					国 III			国 IV							
	气体燃料车	无控制要求	国 I			国 II			国 III		国 IV	国 V						国 VI			

资料来源：太平洋证券整理

除广州外，深圳、海南也计划提前实施机动车国六排放标准。**2020 年 7 月 1 日，我国将在城市重卡（柴油）领域实施国六 a 排放标准，到 2021 年 7 月 1 日，全部重型柴油车将实施国六 a 标准。2023 年 7 月 1 日，全部重型柴油车将实施国六 b 排放标准。**

图表 26：重型柴油车国六排放标准实施时间

标准阶段	车辆类型	实施时间
6a 阶段	燃气车辆	2019 年 7 月 1 日
	城市车辆	2020 年 7 月 1 日
	所有车辆	2021 年 7 月 1 日
6b 阶段	燃气车辆	2021 年 7 月 1 日
	所有车辆	2023 年 7 月 1 日

资料来源：《重型柴油车污染物排放限制及测量方法（中国第六阶段）》，太平洋证券整理

相比国五标准，国六阶段重卡的 NOx 排放限值严格 77%，PM 严格 67%。对轻型柴油车（总质量≤3.5T）而言，国六 a 比国五的 NOx 排放限值严格 67%，国六 b 比国六 a 的 NOx 排放限值严格

42%，PM 严格 33%。

图表 27：国四、五、六重卡排放限值对比

	碳氢化合物 g/kw	氮氧化物 g/kw	颗粒物 PM 10mg/kw
国四	0.55	3.5	3
国五	0.55	2	3
国六	0.16	0.46	1

资料来源：公开资料，太平洋证券整理

图表 28：轻型车（总质量≤3.5T）排放限值

	氮氧化物 10g/kw	颗粒物 PM mg/kw
国五	1.8	4.5
国六 a	0.6	4.5
国六 b	0.35	3

资料来源：公开资料，太平洋证券整理

国六排放标准的实施将给博世汽柴带来两方面的机遇：一方面，随着排放标准向更严格的方向发展，柴油机的油压将会提升，与此同时，其对电控 ECU 的要求也将提高，博世汽柴有望受益；另一方面，尾气处理的要求将会大幅提升，这是博世汽柴的另一大优势所在。

■ 柴油共轨业务有望受益于国六排放标准实施

柴油车国六排放标准下，电控共轨系统标准提高有望使产品价格增加。另一方面，针对国六标准，博世汽柴已经做好充分准备，产品储备丰富。

2017 年 8 月 28 日，在第十六届中国国际内燃机及零部件展览会上，博世汽柴展出了满足国六排放标准的多种产品，如专为中国轻型商用车市场量身定制的高压共轨系统 CRS1-20，其具有经济、高效且可靠耐用的特点，该系统配备了博世在中国本土最新研发的 2000 巴高压泵 CB4-20/1 和喷油器 CR11-20。以及专为中国重型商用车度身定制的 CRSN baseline 共轨燃油系统，其兼顾可靠性和经济性，具有低速高扭矩、智能互联等优势，以及减少油耗、噪音和排放等特点。

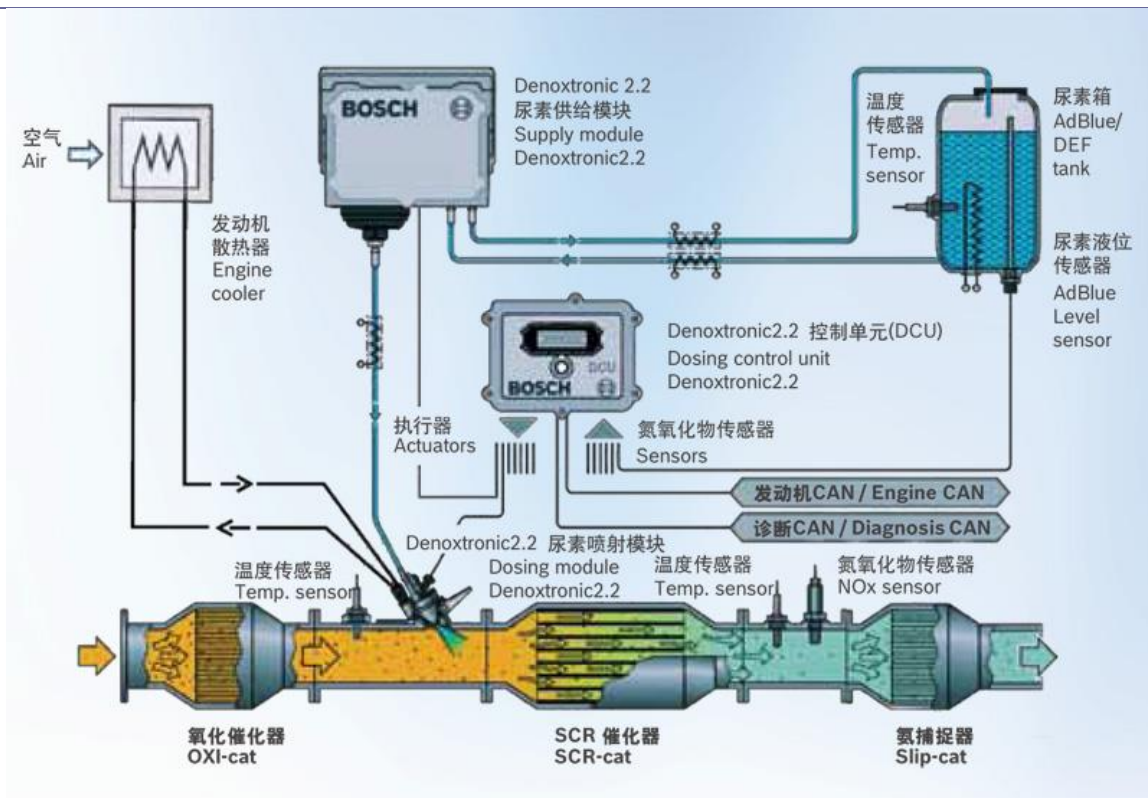
■ 后处理产品有望放量

国四阶段，柴油轻卡发动机的技术路线主要是 EGR+DOC+POC，**到国五阶段，DOC+DPF 和 SCR 的技术路线将会并存**，而到国六阶段，**SCR+DPF+EGR 将成为主流的技术路线**。由此可见，**在国四升级国五，再到国六的过程中，SCR 系统的产品需求将会大幅提升**。

SCR 的全称是 Selective Catalytic Reduction，即“选择性催化还原”。

SCR 的工作原理是：将尿素的水溶液通过喷嘴喷入柴油机尾气中；尿素在尾气系统中水解，生成 NH₃。NH₃ 和 NO_x 在催化剂的作用下进行反应；NO_x（包括 NO 和 NO₂ 等）随之被还原成无害的 N₂。该过程中所使用的催化剂主要是一些金属氧化物，最佳的反应温度在 250-500°C 之间。该过程中需要使用 32.5% 的尿素水溶液，无毒、无污染、无爆炸性、不易燃。通过该过程，NO_x 的脱除率可达到 80% 以上。

图表 29: SCR 系统结构示意图



资料来源: 太平洋证券整理

SCR 系统的核心部件包括: 催化消声器、控制单元 (DCU)、尿素供给模块以及尿素罐等。

图表 30: SCR 系统的主要部件及功能

部件	主要功能
催化消声器	催化消声器是由不锈钢外壳封装的整体式催化和消声装置,其内部有 4 个单元,分别是氨扩散器、催化器、防止氨泄露的氧化层和消声装置。通过提高排气与尾气的混合程度及催化器的催化作用,提高催化效率。催化器由催化剂和载体组成,是核心零部件。
喷射控制器 (DCU)	DCU 主要功能为与发动机 ECU 进行通讯,同时对数据的存储、接收、计算以及发送相关指令,精确控制尿素喷射量并进行故障诊断 (OBD)。
尿素泵	空气辅助尿素泵:接受 DCU 的喷射指令,抽取尿素溶液并计量,在压缩空气的辅助下,把尿素输送到喷嘴处。尿素泵控制系统可与 DCU 集成,进一步减少系统零部件数量。
尿素罐	尿素罐主要功能为存储尿素溶液。该部件由罐体、液位温度传感器、空气放气阀和加液盖等组成。液位传感器能够实时检测出尿素溶液的存储量,在空罐时发出报警信号。

资料来源: 太平洋证券整理

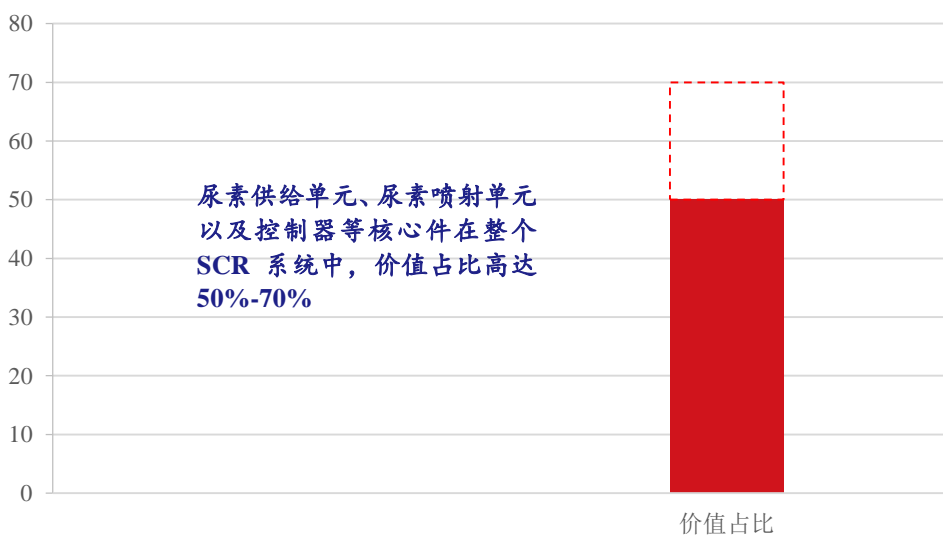
在 SCR 的主要核心件中, 尿素供给单元、尿素喷射单元以及控制器最为重要, 其技术壁垒较

高，价值量也大，其在整个 SCR 系统中，价值占比高达 50%-70%。

博世汽柴掌握了这些核心部件的技术，并开发出了适合中国国情的产品，如：Denoxtronic2.2、Denoxtronic6.5。因技术领先、产品性能优异，博世的后处理产品在国内商用柴油车市场占有很高的份额。

通过以上分析，我们可以得出，在国四向国五、国六升级的过程中，随着 SCR 系统需求的增长，博世汽柴相关产品有望快速放量，充分受益。

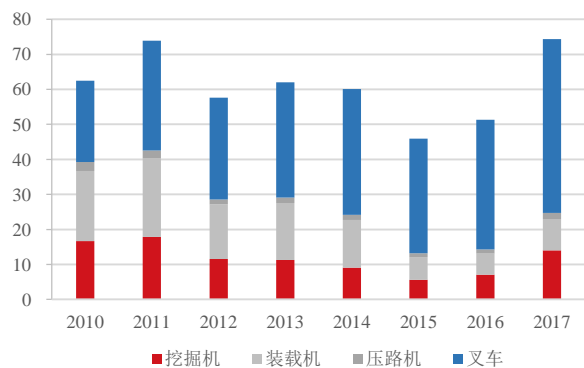
图表 31：SCR 系统中尿素供给单元、喷射单元等核心部件价值占比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

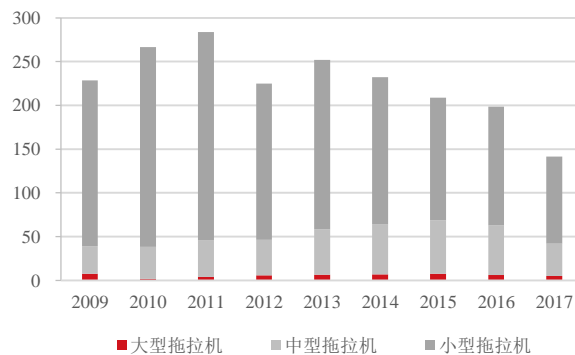
3.3 非道路业务高速增长

图表 32：2010-2017 工程机械销量 单位：万台



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 33：2009-2017 我国拖拉机产量 单位：万台



资料来源：WIND，太平洋证券整理

我国非道路移动机械市场规模庞大。2017年，我国共销售挖掘机14.03万台，装载机8.95万台，压路机1.74万台，叉车49.67万台。除此以外，2017年，我国共生产大型拖拉机5.11万台，中型拖拉机36.72万台，小型拖拉机99.6万台，虽然总体规模有所减小，但绝对基数仍然较大。

2016年12月1日，包含农用机械在内的全部非道路移动机械开始执行第三阶段排放标准，而预计在2020年前后，第四阶段标准将在全国范围内实施，在此之前，部分地区将会提前实施四阶段排放标准。

图表 34：非道路第四、五阶段排放标准实施进展

	项目	时间
第三阶段	所有制造和销售的非道路移动机械用柴油机	2015.10.01
	所有制造、进口和销售的非道路移动机械（农用机械除外）	2016.04.01
	所有制造、进口和销售的农用机械	2016.12.01
第四阶段	预计2020年前后，鼓励有条件的地区提前实施	

资料来源：太平洋证券整理

在第三阶段标准时，部分大马力发动机已经开始使用“高压共轨”的技术路线，而到第四阶段，大部分非道路移动机械发动机将采用“高压共轨”的技术路线。**我们预计到2021年，国内非道路移动机械领域，高压共轨的市场规模将达到30-50亿元。**

博世汽柴在非道路机械发动机的共轨技术方面储备丰富，目前非道路领域产品正逐步放量，**预计未来几年该业务将会快速扩张。**

4. 受益排放升级，本部业绩未来将持续增长

4.1 排放升级，后处理产业迎来加速增长期

4.1.1 发动机技术路线

在不同的排放标准下，发动机的技术路线也有不同。轻卡方面，国四阶段的技术路线主要是“EGR+DOC+POC”，到国五阶段主要有两条，即：“DOC+DPF”以及“SCR”，国六阶段则主要是“SCR+DPF+DOC”。中重卡方面，国四和国五阶段的主流技术路线均为“高压共轨+SCR”，国六阶段则为“SCR+DPF+DOC”。

由此可见，**在轻卡实施国五、国六标准的过程中，SCR系统的需求将会大幅提升，另外，伴随着重卡由国五标准向国六标准升级，DPF的需求也将从0向200（每年中重卡总销量超过200**

万辆) 发展。

图表 35: 国四、国五以及国六发动机技术路线

		技术路线	特点
国四	轻卡	EGR+DOC+POC	成本低, 油耗高, 对油品要求高
	中重卡	SCR	油耗较低, 但需要加尿素
国五	轻卡	DOC+DPF	PM 转化率高, 使用成本低, 燃油经济性差, 易堵塞
		SCR	油耗较低, 但需要加尿素
	中重卡	SCR	油耗较低, 但需要加尿素
国六	轻卡	SCR+DPF+EGR	
	中重卡		

资料来源: 太平洋证券整理

图表 36: 主要后处理装置介绍

名称	介绍	主要作用
EGR 冷却废气再循环	采用冷却 EGR 技术, 通过电控 EGR 阀, 定时定量地将废气引入到进气管, 与新鲜空气混合进入燃烧室参与燃烧, 降低气缸充量的含氧量, 延缓燃烧过程, 降低燃烧速度, 从而使燃烧室中的压力形成过程变慢, 进而使 NOx 生成的主要条件 (高氧、高温高压) 减弱, 降低了 NOx 排放。另外, 提高废气再循环率会使总的废气排出流量减少, 因此废气排放中的总污染物输出将会相对减少。	降低 Nox 的排放; 相对降低总污染物的输出
DOC 柴油氧化催化器	DOC 装置通常以多孔载体作废气通道, 以贵金属为涂层作为氧化催化剂, 以降低尾气中不完全燃烧物发生化学反应的温度。通过 DOC 后, 废气中 90% 的 SOF、HC 以及 CO 可转化为 H2O 和 CO2, 同时部分 C 颗粒也可在贵金属催化下与尾气中的氧反应生成 CO2, 这样就可大幅度地减少发动机尾气中的不完全燃烧物。此外在 DOC 作用下还将部分 NO 氧化成 NO2, 为后续的 POC 的再生提供了有利条件。	有效降低 HC 和 CO; 去除 PM 中的 SOF、VOF; 降低 PM 的效率可达 10-30%。
POC 颗粒氧化催化器	POC 的结构是使废气通过一个特殊结构数据的通道, 最大程度避免了高硫含量环境对催化器的不利影响; POC 将颗粒物中的碳颗粒吸附在表面, 利用前级 DOC 氧化生成的 NO2, 去催化 POC 表面捕集的碳颗粒, 以此恢复 POC 的捕集功能, 废气通过 POC 后, 有 40%-60% 左右的 C 颗粒被吸附掉。	降低 PM 的效率可达 30-80%; 没有明显的排气背压升高
DPF 柴油颗粒捕集器	尾气通过 DPF 时, 微粒经过扩散、截流、惯性碰撞和重力沉降等原理被捕集。随着工作时间的增加, 过滤体内堆积的微粒增多, 发动机的背压上升, 会影响柴油机的正常工作, 需用燃烧等方法将这些微粒除去, 即过滤体的再生。	减少 HC 排放; 减少 CO 排放; 降低 PM 排放的效率最高可达 90%
SCR 选择性催化还原器	SCR 工作原理是将还原剂喷入排气管, 排气中的氮氧化物在催化剂的作用下与还原剂反应被还原成氮气和水, SCR 系统目前采用的还原剂是尿素。尿素 NH2CONH2 加 H2O 后在高温下分解成 NH3 和 CO2; NH3 和排气中的 NO 和 NO2 反应产生氮气和水。	降低 NOx30% 以上

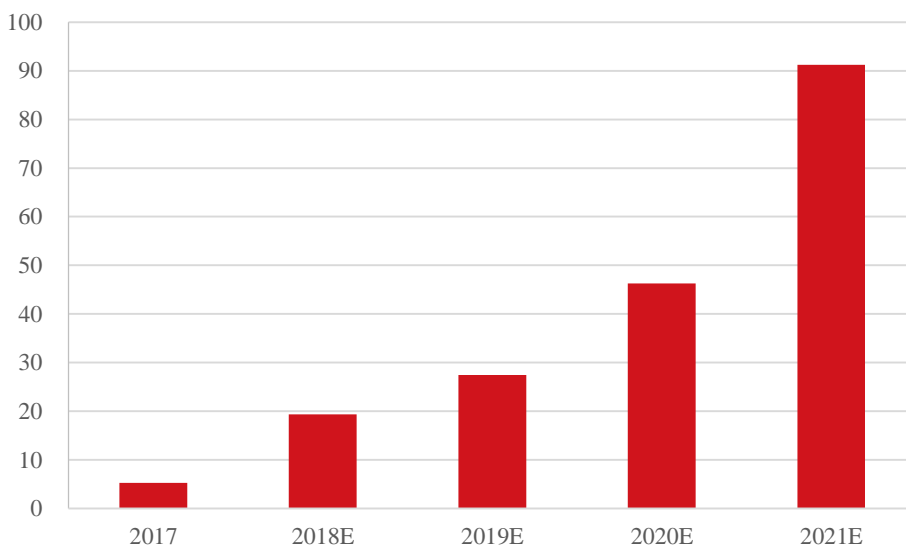
资料来源: 太平洋证券整理

4.1.2 DPF：百亿市场空间，行业已启动

2018年1月1日起，柴油动力轻卡国五排放标准正式实施，国五阶段“DOC+DPF”以及“SCR”技术路线并存，DPF在柴油轻卡中的渗透率有望逐年提升，到国六阶段，DPF将是主流技术路线的标配。目前，中重卡领域DPF渗透率还较低，到国六阶段，DPF亦将成为标配。

因此，**2018-2021年是DPF高速发展的3年，我们预计到2021年，DPF产业的市场规模将超过90亿，市场潜力巨大。**

图表 37：2017-2021 我国柴油车 DPF 系统市场规模预测 单位：亿元



资料来源：太平洋证券整理

目前国内相关的供应商主要从事 DPF 封装业务，而 DPF 载体主要由康宁、NGK 以及 IBIDEN 等外资企业供应。从竞争格局看，目前由于产业处于发展初期，格局尚不清晰。

国内主营 DPF 系统的厂家主要有：无锡威孚力达催化净化器公司、安徽艾可蓝环保股份有限公司、天纳克、武汉洛特福动力技术有限公司、中自环保科技股份有限公司、无锡凯龙高科技有限公司等。

图表 38: 国内 DPF 主要供应商

供应商	简介
威孚力达	公司建有国内领先的催化剂和后处理系统生产线, 具备 800 万件汽柴催化剂、800 万件摩托车催化剂、800 万件通机催化剂和 300 万套催化净化器年产能, 产品达国四及以上排放水平。公司集合催化剂和后处理系统集成优势于一身, 提供催化剂、净化器(含 SCR、DPF) 和消声器三大系列多个品种的后处理产品。公司主要客户包括: 一汽锡柴、潍柴动力、云内动力等。
天纳克	公司主要产品包括三元催化净化器、消音器、歧管、SCR、DPF、DOC 等。公司客户涵盖了众多的国内外知名整车制造厂商, 如一汽大众、上海大众、吉利汽车、长城汽车、一汽解放、神龙汽车等三十多家汽车厂商。
艾可蓝	公司成立于 2009 年 1 月, 是一家由海归博士团队创立的科技创新型企业, 专业从事汽油、柴油和天然气发动机尾气后处理产品的研发与产业化。公司国 IV、国 V 标准的产品已经批量投放市场, 国 VI 标准的产品也已开始试配和认证。公司具有 200 万件/套的年产能, 其中包括各类催化剂如 TWC、DOC、DPF 和 SCR 以及其筒式、箱式等各式封装产品, TWC 总成, SCR 喷射泵和喷嘴, SCR、DPF 和 POC 系统等。公司已经与多家龙头企业实现了合作配套, 被多家客户评为“优秀供应商”和“战略合作伙伴”。
中自环保	公司创建于 2005 年, 是以催化技术为核心, 专注于汽车尾气净化催化剂(剂) 研发、生产及销售的高新技术企业。公司在天然气和摩托车尾气净化催化剂市场占有率达到第一, 主要客户包括日本铃木、雅马哈、五十铃、大柴道依茨、一汽、东风、广汽、玉柴、锡柴、潍柴、宇通、金龙等。
凯龙高科	公司开发生产了满足国六标准的柴油机后处理系统、车/船用柴油机选择性催化还原 SCR 系统、主/被动再生颗粒捕集系统(DPF)、CNG/LNG/LPG 后处理器、汽油机三元催化器等高新技术产品。凯龙高科自主设计建造了载体催化剂涂覆流水线、蜂窝陶瓷载体生产流水线、尿素喷射泵装配流水线、喷射控制器(DCU) 流水线、泵罐一体式尿素配给系统装配流水线及催化剂封装等多条流水线, 具备尾气后处理系统完整产业链。公司主要客户包括潍柴、玉柴、锡柴、上柴、道依茨大柴、上汽依维柯红岩等。

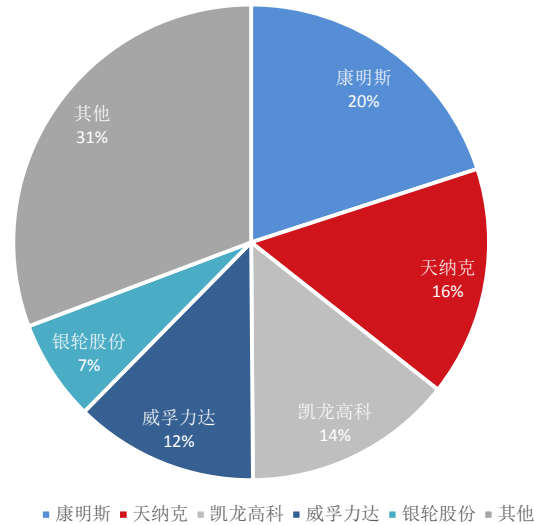
资料来源: 太平洋证券整理

4.1.3 SCR: 产品渗透率提升、行业集中度提升

从国四开始, 重卡即采用 SCR 技术路线, 国五、国六仍将沿用, 但技术要求会不断提高, 国五阶段, 轻卡将大规模使用 SCR 技术路线, SCR 在轻卡中的渗透率将持续提升。

SCR 行业集中度较高, 根据中国内燃机工业协会数据, 2016 年, SCR 行业 CR5 达 69%, 前五名企业分别是康明斯、天纳克、凯龙高科、威孚力达以及银轮股份, 市场份额分别为 20%、16%、14%、12%以及 7%。随着技术标准和产品要求的提高, 行业壁垒也将会提高, 在此过程中, 有着强大技术实力的龙头企业的市场份额有望进一步提升。

图表 39：SCR 系统竞争格局



资料来源：《中国内燃机工业年鉴》，太平洋证券整理

4.2 威孚力达：后处理领域的领导者

无锡威孚力达催化净化器有限责任公司（简称“威孚力达”）成立于1995年，前身为702研究所军转民企业“无锡力达消声器有限公司”；1998年，公司由无锡威孚高科技股份公司重组，以汽车、摩托车、非道路机械尾气处理、工业废气净化为主导产业，是威孚高科控股子公司；2004年，威孚力达与外方合资，设立无锡威孚环保催化剂有限责任公司，专业从事催化剂的研发、生产、销售和技术服务。公司集后处理系统集成和催化剂于一体，技术水平、市场规模和生产能力均处于国内领先地位，是中国自主品牌汽车后处理市场重要供应商。

公司建有国内领先的催化剂和后处理系统生产线，具备800万件汽柴催化剂、800万件摩托车催化剂、800万件通机催化剂和300万套催化净化器年产能，产品达国四（欧IV）及以上排放水平。公司集合催化剂和后处理系统集成优势于一身，提供催化剂、净化器（含SCR、DPF）和消声器三大系列多个品种的后处理产品，公司主要客户包括：一汽锡柴、潍柴动力、云内动力、吉利汽车、长安汽车等发动机厂商与整车厂。

在轻卡国四阶段，根据中国内燃机工业协会数据，2016年，64.52%轻型柴油车采用DOC+POC后处理技术路线，威孚力达市场份额达47%，高居行业第一。在DPF领域，威孚力达也有良好的技术积淀，目前DPF产品已经批量供货，在行业内具备先发优势。在排放升级的过程中，威孚力达在尾气后处理领域有望迎来量价齐升的快速成长阶段。我们预计，在DPF、SCR产品扩张的带动下，到2021年，威孚力达在后处理领域营收有望超过80亿元。

图表 40：威孚力达 SCR、DPF 业务营收预测 单位：亿元

威孚力达	2017	2018	2019	2020	2021
SCR-轻卡		5.40	6.48	7.56	8.64
SCR-重卡	12.29	11.34	11.34	11.34	11.34
DPF-轻卡	1.60	7.20	9.60	12.00	19.20
DPF-重卡				8.00	32.00
SCR、DPF 业务营收合计	13.89	23.94	27.42	38.90	71.18

资料来源：太平洋证券整理

5. 盈利预测与估值

核心假设：

- (1) 非道路工程机械柴油机高压共轨在未来几年持续放量；
- (2) 博世在轻卡 SCR 核心件仍保持领先优势；
- (3) 轻卡 SCR、DPF 渗透率快速提升；
- (4) 轻卡 DPF、中重卡 DPF 在国六阶段渗透率超过 80%；
- (5) 联合汽车电子业绩平稳增长。

图表 41：威孚营收预测 单位：亿元

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
汽车燃油喷射系统	55.88	59.58	58.56	60.82	62.21
毛利率	30.51%	30.50%	30.00%	30.00%	30.00%
汽车后处理系统	25.67	10.06	3.48	11.48	32.28
毛利率	12.26%	14.00%	16.00%	17.00%	18.00%
进气系统	3.81	4.15	4.48	4.79	5.08
毛利率	24.99%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%
其他业务	4.82	5.11	5.00	5.20	5.36
毛利率	29.26%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%
总收入	90.17	78.89	71.52	82.29	104.94
毛利额	22.56	22.01	20.60	22.80	27.19

资料来源：太平洋证券整理

图表 42: 博世汽柴、中联电子业绩预测 单位: 亿元

博世汽柴	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
营收总额	155.5	173.5	171.3	178.6	214.4
净利润	34.21	38.17	37.69	39.29	47.17
威孚高科持有权益	33.70%	33.70%	33.70%	33.70%	33.70%
对博世汽柴的权益利润	11.53	12.86	12.70	13.24	15.90

中联电子	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
净利润	17.77	19.19	20.73	22.39	24.18
威孚高科持有权益	20%	20%	20%	20%	20%
对中联电子的权益利润	3.55	3.84	4.15	4.48	4.84

资料来源: 太平洋证券整理

我们预计公司 2018-2021 年归母净利润分别为 28.99、29.57、32.1 亿元, 对应现价, PE 分别为 7.3、7.2、6.6 倍, 若剔除账面冗余现金, 2018 年实际市盈率仅为 5.5 倍。若分红比例稳定在 50% (2017 年为 47%), 那么对应现价, 公司未来几年股息率将达到 6%-7%。

因市场没有完全看到公司和博世汽柴在后处理领域的增长潜力, 公司的周期属性被市场放大, 而成长能力却被低估。基于此我们认为公司价值被大幅低估, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 43: 重卡行业主要公司估值对比

证券代码	证券简称	2018/7/6	EPS (元/股)				PE			
		收盘价	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
000581	威孚高科	21.02	2.55	2.87	2.93	3.18	8.24	7.31	7.17	6.61
000338	潍柴动力	8.15	0.85	0.93	1.00	1.07	9.57	8.76	8.19	7.65
000951	中国重汽	11.39	1.34	1.41	1.50	1.62	8.52	8.06	7.60	7.04

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

6. 风险提示

重卡销量不达预期;

DPF 新产品销量不达预期。

资产负债表					利润表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3119	6094	8028	10094	营业收入	9017	10456	10724	12150
应收和预付款项	2093	2116	2170	2459	营业成本	6762	7896	8093	9203
存货	1479	1644	1685	1916	营业税金及附加	72	84	86	97
其他流动资产	5360	5621	5719	6023	销售费用	195	251	247	279
流动资产合计	12051	15475	17603	20493	管理费用	931	1046	1072	1154
长期股权投资	4140	4140	4140	4140	财务费用	7	12	12	12
投资性房地产	24	24	24	24	资产减值损失	119	0	0	0
固定资产	2585	2446	2307	2166	投资收益	1854	2016	2030	2117
在建工程	100	110	120	130	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产开发支出	341	322	304	287	营业利润	2824	3183	3244	3521
长期待摊费用	0				其他非经营损益	6	10	10	10
其他非流动资产	8180	8033	7886	7738	利润总额	2830	3193	3254	3531
资产总计	20231	23508	25489	28231	所得税	183	208	212	230
短期借款	243	243	243	243	净利润	2647	2986	3043	3302
应付和预收款项	2614	2627	2692	3061	少数股东损益	76	86	86	92
长期借款	45	45	45	45	归母股东净利润	2571	2899	2957	3210
其他负债	1978	3467	3550	3832					
负债合计	4880	6382	6530	7181	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
股本	1009	1009	1009	1009	毛利率	25.01%	24.48%	24.54%	24.25%
资本公积	3418	3418	3418	3418	销售净利率	28.52%	27.73%	27.57%	26.42%
留存收益	10322	12010	13756	15755	销售收入增长率	40.40%	15.95%	2.57%	13.29%
归母公司股东权益	14836	16524	18270	20269	EBIT 增长率	56.83%	12.95%	1.92%	8.47%
少数股东权益	516	602	688	780	净利润增长率	53.77%	12.75%	1.98%	8.56%
股东权益合计	15351	17126	18958	21049	ROE	17.33%	17.55%	16.18%	15.84%
负债和股东权益	20231	23508	25489	28231	ROA	12.71%	12.33%	11.60%	11.37%
					ROIC	34.04%	45.44%	47.03%	50.82%
					EPS(X)	2.55	2.87	2.93	3.18
现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E	PE(X)	9.41	7.31	7.17	6.61
经营性现金流	958	1112	1282	1342	PB(X)	1.63	1.28	1.16	1.05
投资性现金流	-1250	1876	1875	1947	PS(X)	2.69	2.03	1.98	1.75
融资性现金流	-545	-12	-1223	-1223	EV/EBITDA(X)	6.85	4.40	3.77	2.95
现金增加额	-10	0	0	0					

资料来源: WIND, 太平洋证券 单位: 百万元

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。