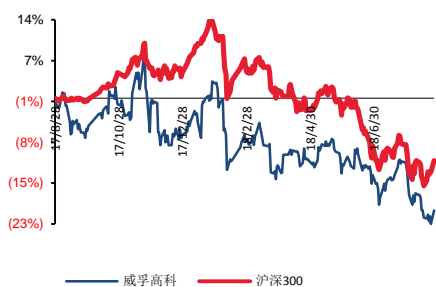


可选消费 汽车与汽车零部件

威孚高科中报点评：业绩靓丽，未来仍将超预期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,009/836
总市值/流通(百万元)	19,494/16,151
12个月最高/最低(元)	26.75/18.50

相关研究报告：

威孚高科(000581)《威孚高科：估值成长兼具，最佳防守反击标的》
—2018/07/06

证券分析师：白宇

电话：010-88695257

E-MAIL: baiyu@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518020004

证券分析师：徐慧雄

电话：021-61375790

E-MAIL: xuhx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518080001

◆ **事件。**公司发布2018年半年报，上半年实现营收49.61亿元，同比增长4.92%，归母净利润15.45亿元，同比增长16.54%，扣非净利润13.79亿元，同比增长14.12%。

◆ **受益重卡销量增长，营收表现良好。**18Q2公司实现营收25.69亿元，同比增长13.12%，环比增长7.39%，上半年营收表现较好，增长主要来自于：1)上半年重卡销量67.2万辆，同比增长15.1%，公司直接收益；2)受益于轻卡排放标准国四升级国五，上半年公司后处理业务同比增长16.22%。

◆ **毛利率稳中有升，期间费用控制较好。**上半年，公司综合毛利率为21.59%，同比提升0.61pct，主要是毛利率较高的重卡燃油喷射业务营收占比提升所致。期间费用率方面，18H1，公司销售费用率为2.14%，同比提升0.63pct，主要是销售三包费用同比增长91%（增加1905万元），管理费用率同比基本持平。

◆ **博世汽柴业绩靓丽，未来仍有大空间。**上半年，博世汽柴实现营收87.13亿元，同比增长12%，净利润20.76亿元，同比增长18.6%，博世汽柴净利率达23.8%，同比提升1.3pct，业绩靓丽。我们认为，在即将实施的国六排放标准中，随着燃油喷射压力的提高，预计博世汽柴的共轨系统价格将有一定幅度上涨，另外，博世汽柴产品壁垒高，老产品的年降亦较少，总体而言，我们预计，未来几年博世汽柴的净利率水平有望稳步提升。

◆ 盈利预测和财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	9017	10456	10724	12150
同比	40.40%	15.95%	2.57%	13.29%
归母净利润(百万元)	2571	2899	2957	3210
同比	53.77%	12.75%	1.98%	8.56%
EPS(元)	2.55	2.87	2.93	3.18
PE	9.41	6.72	6.59	6.07

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

◆ **威孚力达营收中高速增长，业绩正处拐点。**威孚力达上半年实现营业收入 15.89 亿元，同比增长 13.7%，其主要得益于 2018 年开始，**轻卡排放标准由国四升级为国五，技术路线发生变化（DOC+POC 变为 DOC+SCR）**，而轻卡 SCR 单价（约 3-4000 元/套）远高于 POC，另外，国五轻卡中，**部分发动机选用了 DPF 的技术路线**。在 SCR、DPF 领域，**威孚力达技术、产品能力均在国内领先**，因此可受益。

上半年威孚力达毛利率（以公司披露的“后处理”业务的统计口径估计）为 10.54%，同比基本持平，毛利率较低的原因在于毛利率较低的乘用车三元催化剂占比较高。另外，威孚力达 18H1 营业利率为 5.19%，比上年同期低 1.72pct，我们认为，**其主要是国六前夕威孚力达的研发费用增加所致**。另外，上半年公司的合营企业威孚环保（威孚力达持股 49%）营收同比增长 18.6%，与威孚力达增长基本同步。

◆ **国六标准实施在即，威孚双重收益。**我们预计 18 年的最后几个月重卡销量总体平稳，全年总销量维持在 100-110 万辆。展望 2019，根据国务院《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，2019 年 7 月 1 日起，重点区域、珠三角地区、成渝地区提前实施国六排放标准，在此背景下，**我们预计 2019 年大概率会出现重卡“抢装”的现象**，300 万辆国三柴油重卡将被加速淘汰。因此，**2019 年重卡销量仍有望超出市场预期**。重卡升级国六最大的变化在于后处理，**由此将带来百亿级尾气处理产品的市场规模**，作为后处理领域的领先者，威孚高科后处理业务有望 3 年实现翻番。（具体可参见我们 7 月份发布的深度报告《估值成长兼具，最佳防守反击标的》）

◆ **维持“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，对应最新市值，PE 分别为 6.7、6.6、6.1 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 7%-8%。因市场没有充分认识到公司和博世汽柴在后处理、非道路领域的增长潜力，公司的周期属性被市场放大，而成长能力却被低估。我们认为公司价值被大幅低估，维持“买入”评级。

◆ **风险提示。**重卡销量不达预期；DPF 等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				
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%
现金流量表					EPS(X)	2.55	2.87	2.93	3.18
经营性现金流	958	1112	1282	1342	PE(X)	9.41	6.72	6.59	6.07
投资性现金流	-1250	1876	1875	1947	PB(X)	1.63	1.18	1.07	0.96
融资性现金流	-545	-12	-1223	-1223	PS(X)	2.69	1.86	1.82	1.60
现金增加额	-10	0	0	0	EV/EBITDA(X)	6.85	3.91	3.29	2.50

资料来源: WIND, 太平洋证券

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	liyw@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	zhaf@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。