

安全边际明显，龙头地位稳固

投资要点

- **事件:** 公司公布 2018 年三季报, 前三季度合计实现营业收入 68.6 亿元, yoy+4.6%; 实现归母净利润 20.6 亿元, yoy+10.9%。其中第三季度实现营业收入 19 亿元, yoy+3.6%; 实现归母净利润 5.1 亿元, yoy+3.4%。
- **收入强劲增长, 龙头地位保持稳固。** 2018 年三季度, 重卡全行业销量实现 22.5 万台, 受制于因去年同期治超治限政策刺激催生的销量高基数, 以及下半年环保治理, 冻土停工等因素影响, 同比降幅达 21%。公司作为柴油发动机核心零部件供应商, 在市场出清的下行周期, 龙头地位稳固, 车用共轨高压泵、进气增压器等产品市占率稳中有升, 同时在加强非重卡领域市场的拓展, 营业收入实现逆势增长。
- **毛利率短期承压, 费用率控制良好, 股市下跌影响其他综合收益。** 公司 2018 年三季度毛利率 21%, 较 2017 年同期下降了 4.7 个百分点, 我们判断主要系原材料价格波动的影响, 对公司长期经营或不构成持续扰动; 三费率合计 14.9%, 较去年同期 15.7% 稳中略降。此外公司持有的可供出售金融资产: 上柴股份 (600841)、天奇股份 (002009) 股票, 受 A 股行情持续下跌的影响, 在 3 季度形成损失合计约 0.9 亿元, 受此影响其他综合收益较年初减少约 0.8 亿元。
- **公司经营风险较低, 安全边际明显, 商用车销量回暖有望向上修复估值。** 公司销售商品的现金回款率近 3 年均维持在 85% 以上, 2018Q3 单季回款率达到 93.6%, 账面现金 23 亿, 上市 15 年以来仅 2007 年、2015 年 2 年重卡市场严重低迷时期, 经营性现金流为负。考虑公司虽然主要布局内燃机产品, 但是在 大客运、大货运、大农业领域, 未来较长周期内新能源难以对内燃机进行取代。伴随 2019 年投资基建开工, 商用车和工程机械市场回暖, 公司目前估值 6 倍, 有望向上修复。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年归母净利润 28.2 亿元、29.2 亿元、31.5 亿元, 对应 EPS 分别为 2.79 元、2.90 元、3.12 元, 对应估值 6 倍、6 倍、5 倍。鉴于公司经营稳健, 龙头地位牢固, 估值相对优势, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 重卡销量或持续低于预期, 可供出售金融资产减值风险。

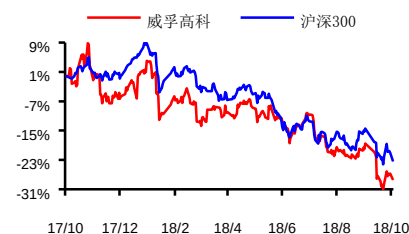
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	9017.28	9036.91	9785.70	10601.62
增长率	40.40%	0.22%	8.29%	8.34%
归属母公司净利润 (百万元)	2571.34	2815.09	2924.76	3150.58
增长率	53.77%	9.48%	3.90%	7.72%
每股收益 EPS (元)	2.55	2.79	2.90	3.12
净资产收益率 ROE	17.24%	16.42%	14.98%	14.25%
PE	7	6	6	5
PB	1.17	1.02	0.89	0.79

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘洋
 执业证号: S1250518090002
 电话: 021-58351909
 邮箱: liuyqc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.09
流通 A 股(亿股)	8.36
52 周内股价区间(元)	16.54-27.7
总市值(亿元)	173.14
总资产(亿元)	207.73
每股净资产(元)	15.46

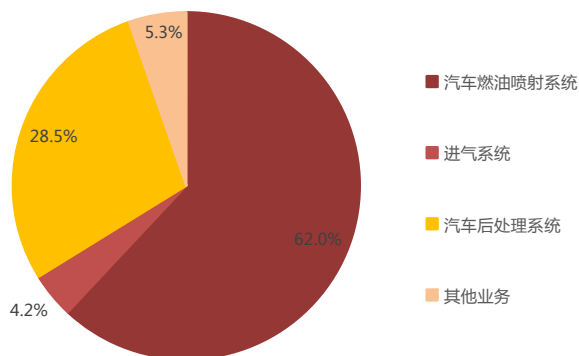
相关研究

1 国内优质商用车核心零部件供应商

无锡威孚高科技集团股份有限公司是一家专注于研发和生产内燃机燃油系统零部件的制造商，属于汽车零部件行业，从事的主营业务产品为柴油燃油喷射系统产品、汽车尾气后处理系统产品和进气系统产品。产品广泛用于各档功率的柴油机配套。目前公司在柴油喷射系统市场上稳居国内龙头地位。2017 年起公司顺应内燃机燃料多元化、国标排放升级、轻型发动机新能源化的趋势，重点发展大客运、大货运、大农业等内燃机在较长时间内难以取代的领域。

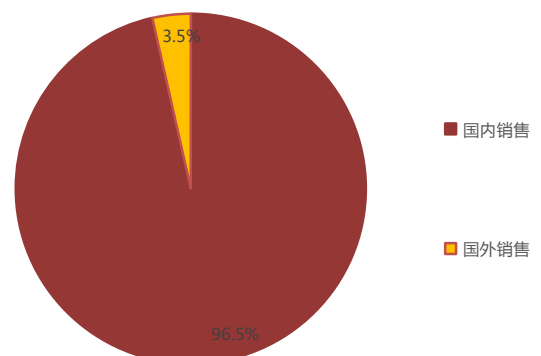
公司主营业务结构：公司收入主要来自三个板块，一是汽车燃油喷射系统，主要为各档功率柴油机配套；二是进气系统，主要配套商用车、摩托车、通机厂家；三是汽车后处理系统，主要为小缸径柴油机厂和部分六缸柴油机厂家配套。按地区来看，公司整体业务主要集中在国内商用车配套市场，2017 年来自国内市场的营收占比达 96.5%。

图 1：公司 2017 年主营业务结构情况



数据来源：公司公告、西南证券整理

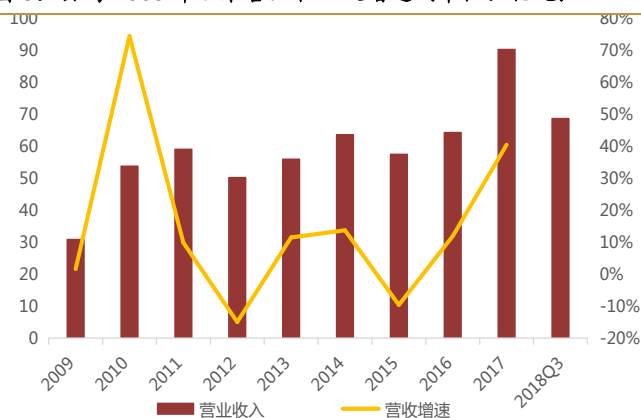
图 2：公司 2017 年主营业务分地区情况



数据来源：公司公告、西南证券整理

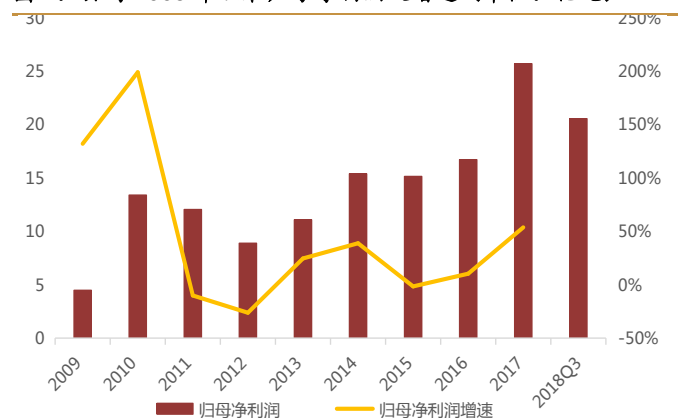
公司业绩状况：公司营业收入和净利润总体呈现增长趋势，产品与商用车尤其是重卡行业景气度关联性较强，短周期下随重卡需求高低波动。2010 年和 2017 年，分别为行业两个长景气周期的起点。同一景气周期内，产品需求大幅增长空间有限，维持整体高位运行格局。

图 3：公司 2009 年以来营业收入及增速（单位：亿元）



数据来源：公司公告、西南证券整理

图 4：公司 2009 年以来归母净利润及增速（单位：亿元）



数据来源：公司公告、西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

1) 假设 2018-2020 年，重卡市场需求 2018 年或大概率维持 2017 年水平，在 2019 年在投资基建开工的带动下迎来一定复苏，重卡销量在 2019 年、2020 年维持 10%增速。

2) 假设 2018-2020 年，国标排放升级持续周期较长，汽车后处理产品，配套柴油销量增速分别为 5%、10%、10%，进气系统以配套国六柴油机为主，销量增速分别为 1%、5%、5%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
汽车燃油喷射系统	收入	5588.1	5560.2	6116.2	6727.8
	增速	54.6%	-0.5%	10.0%	10.0%
	毛利率	30.5%	31.0%	31.0%	32.0%
进气系统	收入	2566.9	2592.6	2722.2	2858.3
	增速	18.2%	1.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	12.3%	12.0%	12.0%	14.0%
汽车后处理系统	收入	360.6	378.6	416.5	458.1
	增速	40.6%	5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	20.8%	21.0%	21.0%	21.0%
其他业务	收入	481.5	505.6	530.8	557.4
	增速	26.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	29.2%	29.0%	29.0%	29.0%
合计	收入	9017.3	9036.9	9785.7	10601.6
	增速	40.4%	0.2%	8.3%	8.3%
	毛利率	25.0%	25.0%	25.2%	26.5%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2018-2020 年归母净利润 28.2 亿元、29.2 亿元、31.5 亿元，对应 EPS 分别为 2.79 元、2.90 元、3.12 元，对应估值 6 倍、6 倍、5 倍。鉴于公司经营稳健，龙头地位牢固，估值相对优势，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值情况（2018/10/29）

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
600741.SH	华域汽车	2.08	2.53	2.53	8	7	7
601799.SH	星宇股份	1.70	2.23	2.89	27	20	16
000338.SZ	潍柴动力	0.85	0.97	1.05	9	8	7
000559.SZ	万向钱潮	0.32	0.29	0.32	15	17	16
平均值					15	13	12
000581.SZ	威孚高科	2.79	2.90	3.12	7	6	6

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

重卡销量或持续低于预期，可供出售金融资产减值风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	9017.28	9036.91	9785.70	10601.62	净利润	2647.21	2898.15	3011.06	3243.54
营业成本	6761.73	6776.03	7321.61	7790.71	折旧与摊销	286.56	231.42	231.42	231.42
营业税金及附加	72.41	66.42	74.27	80.39	财务费用	7.32	-7.06	-18.80	-26.70
销售费用	194.85	195.28	211.46	229.09	资产减值损失	119.22	0.00	0.00	0.00
管理费用	930.81	813.32	880.71	954.15	经营营运资本变动	-1941.30	-4.49	-408.23	-520.77
财务费用	7.32	-7.06	-18.80	-26.70	其他	-161.31	-1855.75	-2111.84	-1724.19
资产减值损失	119.22	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	957.70	1262.28	703.61	1203.30
投资收益	1853.64	1853.64	1853.64	1853.64	资本支出	-152.51	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1097.78	1853.64	1853.64	1853.64
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1250.29	1853.64	1853.64	1853.64
营业利润	2824.22	3046.56	3170.08	3427.61	短期借款	93.00	-243.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.19	38.98	29.03	28.16	长期借款	-15.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2830.42	3085.54	3199.11	3455.77	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	183.21	187.39	188.05	212.23	支付股利	-605.37	-514.27	-563.02	-584.95
净利润	2647.21	2898.15	3011.06	3243.54	其他	-17.23	-90.11	18.80	26.70
少数股东损益	75.87	83.06	86.30	92.96	筹资活动现金流净额	-544.60	-847.38	-544.21	-558.25
归属母公司股东净利润	2571.34	2815.09	2924.76	3150.58	现金流量净额	-846.78	2268.54	2013.04	2498.69
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	3118.71	5387.25	7400.28	9898.97	成长能力				
应收和预付款项	3562.63	3526.65	3818.61	4143.71	销售收入增长率	40.40%	0.22%	8.29%	8.34%
存货	1478.94	1484.73	1883.43	1874.77	营业利润增长率	58.82%	7.87%	4.05%	8.12%
其他流动资产	3890.28	3898.75	4221.79	4573.80	净利润增长率	53.37%	9.48%	3.90%	7.72%
长期股权投资	4140.06	4140.06	4140.06	4140.06	EBITDA 增长率	52.02%	4.90%	3.42%	7.38%
投资性房地产	23.54	23.54	23.54	23.54	获利能力				
固定资产和在建工程	2685.22	2497.96	2310.71	2123.45	毛利率	25.01%	25.02%	25.18%	26.51%
无形资产和开发支出	342.42	298.55	254.68	210.81	三费率	12.56%	11.08%	10.97%	10.91%
其他非流动资产	989.21	988.91	988.61	988.32	净利率	29.36%	32.07%	30.77%	30.59%
资产总计	20231.01	22246.41	25041.72	27977.44	ROE	17.24%	16.42%	14.98%	14.25%
短期借款	243.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.08%	13.03%	12.02%	11.59%
应付和预收款项	3983.40	3954.96	4297.12	4569.86	ROIC	37.54%	34.94%	35.67%	36.73%
长期借款	45.00	45.00	45.00	45.00	EBITDA/销售收入	34.58%	36.20%	34.57%	34.26%
其他负债	608.24	598.37	603.48	607.88	营运能力				
负债合计	4879.64	4598.33	4945.60	5222.73	总资产周转率	0.48	0.43	0.41	0.40
股本	1008.95	1008.95	1008.95	1008.95	固定资产周转率	3.58	3.63	4.25	5.01
资本公积	3417.84	3417.84	3417.84	3417.84	应收账款周转率	5.43	4.58	4.81	4.80
留存收益	10321.71	12622.53	14984.27	17549.90	存货周转率	4.04	3.89	4.03	4.00
归属母公司股东权益	14835.67	17049.32	19411.06	21976.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.00%	—	—	—
少数股东权益	515.69	598.76	685.05	778.02	资本结构				
股东权益合计	15351.37	17648.08	20096.12	22754.71	资产负债率	24.12%	20.67%	19.75%	18.67%
负债和股东权益合计	20231.01	22246.41	25041.72	27977.44	带息债务/总负债	5.90%	0.98%	0.91%	0.86%
					流动比率	2.80	3.56	3.97	4.41
					速动比率	2.46	3.19	3.54	4.01
					股利支付率	23.54%	18.27%	19.25%	18.57%
					每股指标				
					每股收益	2.55	2.79	2.90	3.12
					每股净资产	14.70	16.90	19.24	21.78
					每股经营现金	0.95	1.25	0.70	1.19
					每股股利	0.60	0.51	0.56	0.58
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	3118.10	3270.93	3382.70	3632.34					
PE	6.73	6.15	5.92	5.50					
PB	1.17	1.02	0.89	0.79					
PS	1.92	1.92	1.77	1.63					
EV/EBITDA	4.31	3.34	2.63	1.76					
股息率	3.50%	2.97%	3.25%	3.38%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn