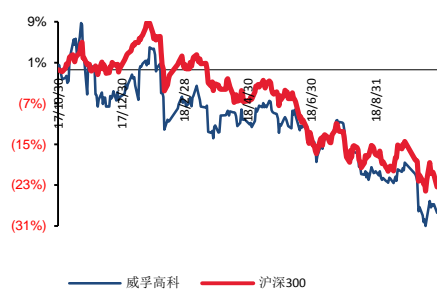


可选消费 汽车与汽车零部件

威孚高科三季报点评：业绩好于预期，成长能力平抑行业周期波动

■ 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)	17,314/14,346
12个月最高/最低(元)	26.75/16.20

相关研究报告：

威孚高科(000581)《威孚高科中报点评：业绩靓丽，未来仍将超预期》
--2018/08/28

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

研究助理：赵水平

◆ **事件**。公司发布 2018 年三季报，18 年前三季度公司实现营收 68.6 亿元，同比+4.55%，归母净利润 20.56 亿元，同比+10.89%，扣非净利润 18.32 亿元，同比+8.42%。

◆ **营收表现突出，后处理贡献增量**。18Q3 公司实现营收 19 亿元，同比+3.6%，同期，国内市场重卡总销量 22.42 万辆，同比下滑 21.32%，在此背景下，威孚实现营收的增长，实为可贵，我们预计其主要源于后处理业务的贡献（轻卡国四升级国五带来 DPF、SCR 等产品需求的增长）。随着明年部分城市国六的实施，超过百亿元的后处理市场将迎来爆发式增长，作为国内后处理产品的核心供应商，威孚后处理业务有望进入加速增长的通道（我们预计威孚 2018-2021 后处理业务复合增速超过 30%）。

◆ **毛利率短期承压，现金流表现优异**。18Q3 公司归母净利润 5.1 亿元，同比-3.29%，好于此前市场预期。18Q3 公司综合毛利率 21%，同比下滑 4.7pct，环比下滑 0.59pct，我们预计毛利率下滑的主要原因在于毛利率较低的后处理业务占比提升，而毛利率较高的重卡油泵等营收占比下降。我们认为，随着高毛利率的重卡后处理产品的放量，威孚的毛利率有望在明年出现改善。18Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.7/7.88/4.74/-0.46%，同比基本平稳。18Q3，公司经营性现金流量净额 1.27 亿元，同比增长 23.13%，主要是当期回款情况较好。

◆ 盈利预测和财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	9017	9125	9722	11958
同比	40.40%	1.20%	6.54%	23.00%
归母净利润(百万元)	2571	2594	2647	2739
同比	53.77%	0.88%	2.03%	3.49%
EPS(元)	2.55	2.57	2.62	2.71
PE	9.41	6.67	6.54	6.32

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

◆ **投资收益总体平稳。**18Q3，公司对联营与合营企业的投资收益为3.7亿元，同比下滑1.65%，环比下滑20.38%，总体好于重卡的行业情况，我们预计主要原因是：1) **博世汽柴降成本效果显著，利润率提升**；2) **联合汽车电子单季度业绩同比有所增长**；3) **季度间收入确认的时间可能存在差异**。我们预计四季度公司总体投资收益将略高于三季度。

◆ **受益国六实施与“蓝天保卫战”。**我们预计在基建投资的带动下，2019年重卡销量仍有望维持在较高的水平。除此以外，明年即将实施的国六标准，对高压共轨系统提出了更高的要求，我们预计博世汽柴的共轨系统有望实现5%-10%的价格上涨，**作为占据主导地位的供应商，博世汽柴以及威孚高科将显著受益**。在实施“蓝天保卫战”政策的背景下，我们也看好明年国三重卡加速淘汰所带来的换车需求的增长。

◆ **维持“买入”评级。**因2018年下半年重卡市场表现较为平淡，我们略下调公司的盈利预测，我们预计公司2018-2020年归母净利润分别为25.9、26.5、27.4亿元，对应现价，PE分别为6.7、6.5、6.3倍，如剔除冗余现金，公司2018年实际市盈率仅有4.3倍。若公司分红比例稳定在50%（2017年为47%），那么对应现价，**公司未来几年股息率将达到7%以上**，我们认为公司价值被显著低估，维持对公司的“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	6058	7621	9157	营业收入	9017	9125	9722	11958
应收和预付款项	2093	1850	1971	2425	营业成本	6762	7153	7606	9378
存货	1479	1489	1584	1953	营业税金及附加	72	73	78	96
其他流动资产	5360	5401	5548	5989	销售费用	195	210	224	287
流动资产合计	12051	14799	16724	19524	管理费用	931	913	972	1315
长期股权投资	4140	4140	4140	4140	财务费用	7	-5	-4	-6
投资性房地产	24	24	24	24	资产减值损失	119	5	10	10
固定资产	2585	2446	2307	2166	投资收益	1854	2032	2030	2099
在建工程	100	170	240	310	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	2808	2867	2977
长期待摊费用	0				其他非经营损益	6	8	10	10
其他非流动资产	8180	8093	8006	7918	利润总额	2830	2816	2877	2987
资产总计	20231	22892	24730	27442	所得税	183	161	164	176
短期借款	243	370	420	512	净利润	2647	2656	2713	2811
应付和预收款项	2614	2378	2528	3117	少数股东损益	76	62	66	72
长期借款	45	45	45	45	归母股东净利润	2571	2594	2647	2739
其他负债	1978	3302	3438	3869					
负债合计	4880	6095	6432	7543	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
股本	1009	1009	1009	1009	毛利率	25.01%	21.61%	21.77%	21.57%
资本公积	3418	3418	3418	3418	销售净利率	28.52%	28.43%	27.22%	22.91%
留存收益	10322	11705	13141	14669	销售收入增长率	40.40%	1.20%	6.54%	23.00%
归母公司股东权益	14836	16219	17655	19183	EBIT 增长率	56.83%	-0.94%	2.20%	3.75%
少数股东权益	516	578	644	716	净利润增长率	53.77%	0.88%	2.03%	3.49%
股东权益合计	15351	16797	18299	19899	ROE	17.33%	15.99%	14.99%	14.28%
负债和股东权益	20231	22892	24730	27442	ROA	12.71%	11.33%	10.70%	9.98%
					ROIC	34.04%	41.23%	42.21%	42.66%
现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(X)	2.55	2.57	2.62	2.71
经营性现金流	958	1001	936	816	PE(X)	9.41	6.67	6.54	6.32
投资性现金流	-1250	1825	1805	1859	PB(X)	1.63	1.07	0.98	0.90
融资性现金流	-545	114	-1178	-1139	PS(X)	2.69	1.90	1.78	1.45
现金增加额	-10	0	0	0	EV/EBITDA(X)	6.85	3.76	3.19	2.64

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafal@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@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。