

后处理龙头有望再攀高峰

——威孚高科（000581）三季度报点评

2018年10月31日

强烈推荐/首次

威孚高科

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
刘一鸣	研究助理	
	liu_ym@dxzq.net.cn	010-66554026

事件：

公司 1-3 季度营收 68.6 亿元，同比增长 4.55%；归母净利润 20.56 亿元，同比增长 10.89%。公司 1-3 季度毛利率 21.43%，比去年同期降低 0.87%；净利润率 30.55%，比去年同期升高 1.39%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	2457.24	2270.89	1833	2456.16	2391.98	2568.82	1898.91
增长率（%）	60.26%	23.88%	20.36%	60.18%	-2.66%	13.12%	3.60%
毛利率（%）	19.89%	22.16%	25.70%	32.27%	21.60%	21.59%	21.00%
期间费用率（%）	9.98%	10.03%	-0.23%	27.05%	10.83%	10.10%	0.78%
营业利润率（%）	28.75%	33.33%	32.03%	31.50%	35.69%	32.14%	28.63%
净利润（百万元）	667.95	700.42	544.55	734.30	803.73	774.22	517.52
增长率（%）	59.55%	25.95%	43.39%	97.66%	20.33%	10.54%	-0.496%
每股盈利（季度，元）	0.64	0.67	0.52	0.71	0.78	0.75	0.51
资产负债率（%）	22.76%	25.21%	22.51%	24.12%	23.91%	28.69%	22.39%
净资产收益率（%）	4.76%	4.96%	3.72%	4.78%	4.98%	4.95%	3.21%
总资产收益率（%）	3.68%	3.71%	2.88%	3.63%	3.79%	3.53%	2.49%

观点：

➤ 博世汽柴业务始终强劲

2018 年 1-3 季度权益投资收益 13.4 亿元，同比去年增长 11%。博世汽柴受柴油车市场周期性放缓影响，利润增速有所减缓，然而市场份额仍然居前，优势明显。公司权益投资收益占净利润 63.8%，与去年同期基本持平。三季度 5.2 亿的净利润中，投资收益贡献 3.7 亿，同比下滑 2%，优于并表业务的 12%。2019-2020 年国六柴油车将逐渐上量，博世汽柴的产品价值将有所提升，公司的燃油喷射系统零部件将连带收益。

➤ 并表业务三季度盈利下滑，费用可控

公司并表业务三季度营收 19 亿元，同比微增 3.6%，环比大降 26%。毛利率从 25.7% 大幅下滑到 21%，我们推测是受到原材料成本上升和新项目产量低、分摊费用较高的影响。

受到前期柴油车景气周期的高基数影响，公司三季度营收并无亮点，但仍优于大市。我们注意到在销售

数量增长有限的情况下，公司的销售费用、管理及研发费用占比未有明显提升，说明公司的费用控制有一定的成效。

➤ **并表业务三季度增长放缓，费用可控**

公司并表业务三季度营收 19 亿元，同比微增 3.6%，环比大降 26%。受到前期柴油车景气周期的高基数影响，公司三季度营收并无亮点。我们注意到在销售数量增长有限的情况下，公司的销售费用、管理及研发费用占比未有明显提升，说明公司的费用控制有一定的成效。

结论：

公司子公司威孚力达是后处理（汽车、柴油车）的国产龙头，公司参股的博世汽柴是柴油车供油系统的绝对龙头。在汽油车、柴油车将于2019-2020年逐渐步入国六的背景下，我们非常看好公司营收和利润均明显跑赢柴油车市场。

预计2018-2020公司营收增长-0.6%/14.8%/17.6%，净利润增长3.3%/5.2%/12.4%，EPS为2.63/2.77/3.11元，对应PE为6.63/6.3/5.6。我们看好公司利润的长期成长，给予10xPE估值，目标价至26.32元，目前股价有51%的上升空间，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

国六推进不及预期；

汽车销量不及预期；

原材料价格大幅上涨。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	9920	12051	14380	17113	20314	营业收入	6423	9017	8962	10287	12096
货币资金	3970	3119	4655	6719	8888	营业成本	4884	6762	6998	8128	9437
应收账款	1325	1996	1964	2255	2651	营业税金及附加	48	72	56	65	76
其他应收款	6	5	5	6	7	营业费用	213	195	224	231	272
预付款项	74	98	98	98	98	管理费用	797	931	941	1054	1240
存货	1349	1479	1438	1670	1939	财务费用	-9	7	-31	-56	-77
其他流动资产	1914	3888	4600	4600	4600	资产减值损失	88.59	119.22	4.00	4.00	4.00
非流动资产合计	7343	8180	7888	7885	7873	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3421	4140	4140	4140	4140	投资净收益	1378	1854	2118	2187	2290
固定资产	2448	2585	2702	2702	2693	营业利润	1778	2824	2887	3047	3434
无形资产	347	341	337	334	331	营业外收入	50.62	11.97	69.21	43.93	41.70
其他非流动资产	103	195	0	0	0	营业外支出	10.33	5.77	33.48	16.53	18.59
资产总计	17264	20231	22268	24998	28187	利润总额	1819	2830	2923	3075	3458
流动负债合计	3150	4300	4318	4868	5607	所得税	93	183	189	199	224
短期借款	150	243	0	0	0	净利润	1726	2647	2733	2876	3234
应付账款	1729	2571	2684	3118	3619	少数股东损益	54	76	78	82	93
预收款项	43	43	49	53	59	归属母公司净利润	1672	2571	2655	2793	3141
一年内到期的非流	0	10	10	10	10	EBITDA	2366	3439	3108	3260	3634
非流动负债合计	716	580	527	527	527	EPS (元)	1.66	2.55	2.63	2.77	3.11
长期借款	60	45	45	45	45	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	3865	4880	4845	5395	6134	成长能力					
少数股东权益	471	516	594	676	769	营业收入增长	11.86%	40.40%	-0.61%	14.78%	17.59%
实收资本(或股本)	1009	1009	1009	1009	1009	营业利润增长	10.95%	58.82%	2.22%	5.56%	12.70%
资本公积	3418	3418	3418	3418	3418	归属于母公司净利润	3.26%	5.21%	3.26%	5.21%	12.45%
未分配利润	7846	9812	11137	12605	14215	获利能力					
归属母公司股东权	12927	14836	16742	18839	21198	毛利率(%)	23.95%	25.01%	21.91%	20.99%	21.99%
负债和所有者权益	17264	20231	22268	24998	28187	净利率(%)	26.87%	29.36%	30.50%	27.96%	26.73%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						9.69%					
2016A						12.71%					
2017A						11.92%					
2018E						11.17%					
2019E						ROE(%)					
2020E						12.94%					
经营活动现金流						偿债能力					
净利润	1726	2647	2733	2876	3234	资产负债率(%)	22%	24%	22%	22%	
折旧摊销	597	608	0	250	259	流动比率			3.33	3.52	
财务费用	-9	7	-31	-56	-77	速动比率			3.00	3.17	
应收账款减少	0	0	31	-290	-397	营运能力					
预收账款增加	0	0	7	4	7	总资产周转率	0.39	0.48	0.42	0.44	
投资活动现金流	965	-1250	2156	1917	2020	应收账款周转率	5	5	5	5	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.02	4.19	3.41	3.55	
长期股权投资减少	0	0	109	0	0	每股指标(元)					
投资收益	1378	1854	2118	2187	2290	每股收益(最新摊薄)	1.66	2.55	2.63	2.77	
筹资活动现金流	-739	-545	-910	-640	-706	每股净现金流(最新)	0.75	-0.83	1.52	2.05	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	12.81	14.70	16.59	18.67	
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	10.51	6.84	6.63	6.30	
资本公积增加	21	0	0	0	0	P/B	1.36	1.19	1.05	0.93	
现金净增加额	754	-837	1536	2064	2169	EV/EBITDA	5.85	4.30	3.98	3.35	

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，7年国内外汽车零部件行业项目管理及技术开发经验。2018年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。