

静待国六产品价值提升

——威孚高科（000581）2018 年度报告点评

2019 年 04 月 23 日

强烈推荐/维持

威孚高科 财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营业收入 87.22 亿元，同比下滑 3.28%，实现归属母公司股东的净利润 23.96 亿元，同比下滑 6.82%，利润总额中来自于参股公司的贡献占到了 62.4%，相比 2017 年的 56.7% 有较大的上升。公司 2018 年度合计计提资产减值准备 25,087.37 万元，主要来自于交易性金融资产的减值。
- **燃油喷射系统零部件收入下滑，市场份额稳定，国六将提升单价。**公司燃油喷射系统营收 50.3 亿元，同比下滑 10%。毛利率为 23.3%，同比下降 1.7%。我们推测该部分收入下滑的主要原因有 1) 部分下游客户技术优化，减少对公司产品的需求量；2) 接近国五周期末期，公司降价让利给客户。根据公司年报推算，该部分产品年内出货约 236 万套，在国内柴油机市场的份额达到了 54%，领先地位明显。后续国六阶段对零部件的精密度要求有所提升，公司有望提升该部分的盈利能力。
- **参股博世汽柴持续享受高压共轨龙头红利。**公司参股的博世汽柴公司 2018 年营收 155.4 亿元，同比增长 1%；净利润 35.5 亿元，同比增长 3.6%，净利率高达 22.8%，同比增长 0.6%。博世汽柴的高压共轨产品占据国内市场七成以上份额，居于绝对的龙头地位。公司与博世公司在股权和产品上深度合作，关系稳固。未来在国六阶段高压共轨将有价值量提升，参股公司的利润也将同步受益。
- **后处理产品份额下滑，长期看国六阶段仍有机会。**公司并表业务中后处理产品营收 27.95 亿元，同比增长 8.9%，根据公司年报，市场占有率略有下降，但间接参股的威孚环保催化剂公司年内营收 33.5 亿元，同比增长 13.7%，增幅高过并表业务。由于乘用车国六排放标准对催化剂的要求极高，多数整车厂在国六初期采用了外资品牌的催化剂，公司的市场份额处于近年低点。公司与长安、奇瑞等有着长期的合作关系，我们认为随着国六技术的成熟，公司有望凭借灵活性和成本优势扩大市场份额。
- **收购氢燃料电池膜电极公司助力长期增长：**氢燃料电池的催化剂与公司主营的环保催化剂有一定的共性，对 IRD 的收购有望带来长期的成长机会。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 86 亿元、90 亿元、93.6 亿元；归母净利润分别为 24.2 亿元、26.8 亿元和 29.7 亿元；EPS 分别为 2.40 元、2.65 元和 2.94 元，对应 PE 分别为 10.1X、9.1X 和 8.2X。维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1、国内柴油机销量不及预期；2、国内乘用车销量不及预期；3、原材料价格大幅上涨。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	9,017	8,722	8,601	8,999	9,355
增长率（%）	40.4%	-3.3%	-1.4%	4.6%	4.0%
净利润（百万元）	2,647	2,466	2,490	2,756	3,057
增长率（%）	53.4%	-6.8%	1.0%	10.7%	10.9%
净资产收益率（%）	17.3%	15.1%	14.2%	14.6%	15.0%
每股收益(元)	2.55	2.37	2.40	2.65	2.94
PE	9.5	10.2	10.1	9.1	8.2
PB	1.65	1.54	1.43	1.33	1.24

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

研究助理：

刘一鸣

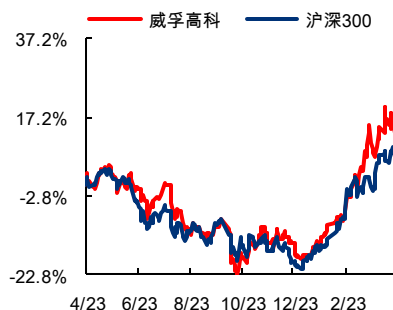
021-25102862

liu_y_m@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	24.22-22.67
总市值（亿元）	244.37
流通市值（亿元）	202.6
总股本/流通 A 股（万股）	100895/83649
流通 B 股/H 股（万股）	17238/
52 周日均换手率	0.8

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

1、《威孚高科（000581）：后处理龙头有望再攀高峰》2018-10-31

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									
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E				
流动资产合计	12051	11934	12904	14149	15900	营业收入	9017	8722	8601	8999	9355										
货币资金	3119	2616	3492	4582	6096	营业成本	6762	6692	6632	6974	7292										
应收账款	1996	1920	1885	1972	2050	营业税金及附加	72	65	54	57	59										
其他应收款	5	0	0	0	0	营业费用	195	238	237	247	234										
预付款项	98	95	95	95	95	管理费用	931	585	989	1012	1052										
存货	1479	1439	1454	1529	1598	财务费用	7	-17	-102	-145	-201										
其他流动资产	3888	4632	4631	4635	4638	资产减值损失	119	251	106	106	106										
非流动资产合计	8180	8958	8765	8807	8839	公允价值变动收益	0.00	-0.49	0.00	0.00	0.00										
长期股权投资	4140	4977	4977	4977	4977	投资净收益	1854	1956	1951	2169	2421										
固定资产	2585	2707	2768	2807	2837	营业利润	2824	2611	2636	2916	3234										
无形资产	341	325	328	330	332	营业外收入	11.97	1.26	1.26	1.26	1.26										
其他非流动资产	195	251	251	251	251	营业外支出	5.77	9.98	9.98	9.98	9.98										
资产总计	20231	20892	21669	22956	24740	利润总额	2830	2602	2627	2907	3225										
流动负债合计	4300	3872	3419	3341	3613	所得税	183	136	137	152	168										
短期借款	243	299	0	0	0	净利润	2647	2466	2490	2756	3057										
应付账款	2571	3066	2453	2580	2697	少数股东损益	76	70	71	79	87										
预收款项	43	41	41	39	38	归属母公司净利润	2571	2396	2419	2677	2970										
一年内到期的	10	15	15	15	15	EBITDA	3439	3204	2802	3060	3332										
非流动负债合计	580	568	566	566	566	EPS (元)	2.55	2.37	2.40	2.65	2.94										
长期借款	45	30	30	30	30	主要财务比率															
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E										
负债合计	4880	4440	3985	3907	4178	成长能力															
少数股东权益	516	538	610	689	776	营业收入增长	40.40%	-3.28%	-1.39%	4.63%	3.96%										
实收资本(或股)	1009	1009	1009	1009	1009	营业利润增长	58.82%	-7.55%	0.95%	10.64%	10.90%										
资本公积	3418	3416	3416	3416	3416	归属于母公司净利	0.94%	10.67%	0.94%	10.67%	10.94%										
未分配利润	9812	10997	11658	12381	13187	获利能力															
归属母公司股	14836	15914	17093	18379	19803	毛利率(%)	25.01%	23.27%	22.89%	22.50%	22.05%										
负债和所有者	20231	20892	21669	22956	24740	净利率(%)	29.36%	28.28%	28.95%	30.62%	32.68%										
现金流量表						单位: 百万元					总资产净利润(%)					7.81%	12.71%	11.47%	11.45%	11.80%	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					ROE(%)					17.33%	15.06%	14.15%	14.57%	15.01%	
经营活动现金	958	874	558	601	872	偿债能力					营运能力										
净利润	2647	2466	2500	2771	3068	资产负债率(%)	24%	21%	16%	16%	16%	总资产周转率	0.48	0.42	0.41	0.41	0.40				
折旧摊销	608	610	0	260	270	流动比率	2.80	3.08	4.25	4.46	4.73	应收账款周转率	5	4	5	5	5				
财务费用	7	-17	-113	-161	-213	速动比率	2.46	2.71	3.75	3.97	4.25	应付账款周转率	4.19	3.09	3.12	3.58	3.55				
应收账款减少	0	0	35	-87	-78	营运能力					每股指标(元)										
预收账款增加	0	0	-1	-1	-1	总资产周转率	0.48	0.42	0.41	0.41	0.40	每股收益(最新摊)	2.55	2.37	2.40	2.65	2.94				
投资活动现金	-1250	-206	1773	1733	1985	应收账款周转率	5	4	5	5	5	每股净现金流(最)	-0.83	-0.54	0.33	1.37	1.40				
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.19	3.09	3.12	3.58	3.55	每股净资产(最新)	14.70	15.77	16.94	18.20	19.61				
长期股权投资	0	0	256	0	0	估值比率															
投资收益	1854	1956	1951	2169	2421	P/E	9.50	10.22	10.10	9.13	8.23										
筹资活动现金	-545	-1215	-1455	-1245	-1343	P/B	1.65	1.54	1.43	1.33	1.24										
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	6.29	6.92	6.19	6.59	5.62										
长期借款增加	0	0	0	0	0																
普通股增加	0	0	0	0	0																
资本公积增加	0	-2	0	0	0																
现金净增加额	-837	-547	876	1090	1514																

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

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。