

2017年08月25日

姜以宁
C0067@capital.com.tw
目标价(元)

RMB 30

威孚高科 (000581.SZ)

Buy 买入

重卡销售维持高景气，燃喷业务受益，业绩保持快速增长

结论与建议：

受政府治超和上游货运运输快速增长的影响，重卡上半年销量 58 万辆，YOY+71%，公司主要盈利来源博世汽柴及配套供应商母公司和威孚汽柴将直接受益，主营燃喷系统产品销售大幅增长，营收 YOY+51%，利润 YOY+62%。随着非道路机械排放标准的全面升级，2018 年初，所有轻柴须升级国五，公司尾气处理业务也将迎来新的契机。同时公司作为无锡国资旗下三家上市公司之一，与平安融汇合作设立产业并购基金，未来有望参与国企改革并从中获益。

我们上调公司 2017、18 年净利润分别为 23.6 亿（上浮 21%）和 25.8（上浮 23%）亿元，YOY 分别为+41%和+9.2%；EPS 为 2.34 元和 2.55 元，目前 A 股股价对应 2017、2018 年的 P/E 分别为 10.8 和 10 倍，估值较低，给予 A 股买入的投资建议。A 股目标价 30 元，对应 2018 年 PE 为 11.7 倍。

公司基本资讯

产业别	汽车		
A 股价(2017/8/24)	25.44		
深证成指(2017/8/24)	10552.96		
股价 12 个月高/低	27.4/20.19		
总发行股数(百万)	1008.95		
A 股数(百万)	836.49		
A 市值(亿元)	212.80		
主要股东	无锡产业发展集团有限公司 (20.22%)		
每股净值(元)	12.89		
股价/账面净值	1.97		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-1.9	17.3	22.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-03-10	23.26	买入

产品组合

汽车燃油喷射系统	55.95%
汽车后处理系统	40.10%
进气系统	3.95%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.7%
一般法人	43.5%

股价相对大盘走势



■ **营收净利润双双增长四成，业绩亮眼：**公司发布 2017 年中报，2017H1 实现营业收入 47.3 亿元，YOY+40.5%，实现净利润 13.3 亿，YOY+40.5%，折合 EPS 为 1.31 元，业绩符合市场预期。分季度来看，公司 2017Q2 实现营业收入 22.7 亿元，YOY+24%，实现净利润 6.8 亿元，YOY+26%，QOQ+5.4%，Q2 业绩增速较 Q1 有所下滑（主要由于去年 Q2 基期相对较高所致）。

■ **重卡高景气周期，燃喷业务受益：**公司上半年业绩高速增长主要由于（1）受去年政府 9.21 治超的影响和上游运输总量增加提振了重卡市场进入高景气周期，上半年重卡市场销售 58.1 万辆，YOY+71%；公司主营燃喷系统产品受益，销售大幅增加，实现营收 29 亿元，YOY+54%，税前盈利 7.6 亿元，YOY+62%。（2）公司销售和管理费用率均有所下降，带动综合费用率下降 2 个百分点至 10%。（3）报告期内，公司投资收益 9.6 亿元，较去年同期增加 2.4 亿元。

■ **尾气处理业务中期拖累业绩增速，创造业绩弹性空间：**上半年受产品价格下降和上游钢材价格上涨影响，公司尾气处理业务实现收入 13.8 亿元，YOY+19%，税前盈利 1.46 亿元，YOY-25%，毛利率同比下滑 6.2 个百分点，至 10.6%（已处于历史最低水平），拖累公司产品综合毛利率同比下降 0.8 个百分点至 20.98%。但我们认为公司子公司威孚力达是国内少有的掌握核心技术的尾气后处理厂商，未来将直接受益排放升级。下半年随着 7 月 1 日开始重型柴油车国四升级国五的实行，及 2018 年起，所有轻柴也须升级至国五标准的实行，政策的护航已为公司尾气业务的拓展打开了增长的空间，未来产品价格或将触底反弹，盈利能力随之提升，下半年尾气处理业务增长可期。

■ **国企改革有望积极推进：**公司是无锡国资旗下三家上市公司之一。无锡国资委在 3 月底提出：“以重大重组项目为抓手，以威孚高科、华光股份、太极实业等上市公司为主体，通过兼并、重组、股权收购等形式，开展兼并重组与投资合作。”我们认为，公司有望通过改革激励机制等制度，促进公司长远发展。

■ **盈利预期：**下半年随着治超政策日益趋严和上游材料物流运输总量的快速提升，重卡高景气周期将至少延续至 Q3，全年销量将超过 100 万辆，后处理系统业务受益于排放标准的全面升级，毛利率有望触底回升。我们预计公司下半年业绩增速将不会低于上半年，我们上调公司 2017、18 年净利润分别为 23.6 亿（上浮 21%）和 25.8（上浮 23%）亿元，YOY 分别为+41.2%和+9.2%；EPS 为 2.34 元和 2.55 元，目前 A 股股价对应 2017、2018 年的 P/E 分别为 10.8 和 10 倍，估值较低，给予 A 股买入的投资建议。A 股目标价 30 元，对应 2018 年 PE 为 11.7 倍。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016F	2017F	2018F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	1539	1515	1672	2361	2577
同比增减	%	38.91%	-1.56%	10.35%	41.19%	9.16%
每股盈余(EPS)	RMB 元	1.509	1.502	1.657	2.340	2.554
同比增减	%	38.91%	-0.47%	10.35%	41.19%	9.16%
A 股市盈率(P/E)	X	15.41	15.49	15.35	10.87	9.96
股利(DPS)	RMB 元	0.400	0.500	0.550	0.550	0.550
股息率(Yield)	%	1.72%	2.15%	2.16%	2.16%	2.16%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2014	2015	2016F	2017F	2018F
营业收入	6354	5742	6423	8865	9703
经营成本	4740	4395	4884	6849	7437
营业税金及附加	33	30	48	46	48
销售费用	175	169	213	151	214
管理费用	649	795	797	754	813
财务费用	-25	-11	-9	9	8
资产减值损失	107	95	89	18	19
投资收益	1042	1333	1378	1474	1578
营业利润	1718	1603	1778	2513	2742
营业外收入	176	145	51	90	100
营业外支出	181	84	10	25	28
利润总额	1713	1664	1819	2578	2814
所得税	123	111	93	140	153
少数股东损益	50	37	54	77	84
归属于母公司所有者的净利润	1539	1515	1672	2361	2577

附二：合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016F	2017F	2018F
货币资金	2360	1616	3970	4234	4026
应收帐款	2200	2486	2605	2943	3326
存货	1112	1267	1349	1538	1754
流动资产合计	7602	8362	9920	10912	12004
长期投资净额	3315	3646	3421	3763	4139
固定资产合计	1350	1620	2448	2937	3525
在建工程	477	444	91	84	78
无形资产	364	94	347	95	95
资产总计	14489	15636	17264	18591	20071
流动负债合计	2807	2891	3150	3244	3341
长期负债合计	419	356	716	608	517
负债合计	3225	3247	3865	3852	3859
少数股东权益	404	428	471	499	529
股东权益合计	11263	12389	13398	14738	16212
负债和股东权益总计	14489	15636	17264	18591	20071

附三：合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016F	2017F	2018F
经营活动产生的现金流量净额	890	1068	527	633	759
投资活动产生的现金流量净额	-793	-873	965	1062	1168
筹资活动产生的现金流量净额	-357	-607	-739	-1256	-2135
现金及现金等价物净增加额	-261	-412	754	439	-207

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。