

## 业绩符合预期, 高分红回报股东

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司公布 2019 年年报, 2019 年公司营收 87.8 亿元, 同比增长 0.7%, 实现归母净利润 22.7 亿元, 同比下滑 5.3%。同时公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 11 元。
- **主业稳健发展, 高分红持续兑现。** 分业务来看, 高压共轨方面, 公司参股公司博世汽柴实现营收 142 亿元, 同比下滑 8%, 主要原因为同期天然气重卡占比提升以及部分客户去库存所致。尾气处理方面, 公司全年销量同比下滑 32%, 营收同比增长 9%, 尾气处理均价同比提升 59%, 主要原因为贵金属大幅涨价导致成本转移所致。参股公司中联电子实现净利润 14 亿元, 同比下滑 24%, 主要原因为受乘用车市场销量下滑影响所致。公司来自于合资公司的投资收益为 13.8 亿元, 较去年同期减少 2.5 亿元。2019 年公司毛利率为 24.1%, 较去年同期提升 0.8 个百分点。期间费用率为 12.9%, 同比下降 1 个百分点。公司维持超过 50% 的分红比例, 持续高分红回报股东。
- **重卡景气度恢复, 积极布局新兴领域。** 国三替换加速推进, 国内重卡市场景气度有望维持。短期来看, 3 月重卡销量约 11.3 万辆, 同比下滑约 24%, 较 2 月份降幅大幅收窄。从需求端来看, 物流逐步复工, 干线物流运力逐步恢复。同时随着逆周期调节的推进, 各地投资项目陆续启动, 工程类重卡后续销量预期较为乐观。受疫情影响重卡销量一季度下滑明显, 行业销量高峰期有所推迟, 随着需求和供给端的逐步恢复, 二季度重卡行业有望迎来较好的表现, 公司有望处分受益。与此同时, T4 排放标准的实施有望为公司带来新的业务增量。公司以汽车零部件产业链为核心, 其它相关领域为补充, 积极布局新能源汽车驱动技术, 推进氢燃料电池技术、智能网联技术研发能力建设, 打开后续发展想象空间。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.25 元、2.34 元、2.46 元。公司主业有较高壁垒, 亦积极布局新兴产业, 值得期待。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行; 重卡销量不及预期; 新兴业务拓展不及预期; 投资收益或不及预期等风险。

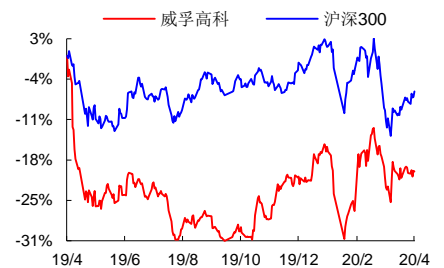
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8784.36	9142.90	9413.41	9706.66
增长率	0.72%	4.08%	2.96%	3.12%
归属母公司净利润(百万元)	2268.03	2268.42	2356.85	2480.26
增长率	-5.34%	0.02%	3.90%	5.24%
每股收益 EPS(元)	2.25	2.25	2.34	2.46
净资产收益率 ROE	13.17%	12.01%	11.33%	10.86%
PE	9	9	8	8
PB	1.15	1.04	0.95	0.86

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 宋伟健  
执业证号: S1250519070001  
电话: 021-58351812  
邮箱: swj@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)	16.38-25.39
总市值(亿元)	195.74
总资产(亿元)	228.23
每股净资产(元)	16.30

### 相关研究

1. 威孚高科 (000581): 主业稳健发展, 新兴领域业务开拓 (2020-03-08)

**关键假设：**

假设 1：未来两年国三车型进入淘汰的集中期，同时在逆周期调解下，我们认为重卡行业景气度将持续。我们预计 2020-2022 年国内重卡销量分别为 117/115/110 万辆；

假设 2：共轨系统目前已经基本普及，受益于重卡行业景气度的维持，我们认为汽车燃油喷射系统销量总体保持稳定。我们预计燃油泵系统 2020-2022 年销量增速分别为 5%/0%/0%；

假设 3：受益于排放标准的日益严苛，尾气处理技术将进一步升级，并带来一定的增量市场。我们预计尾气后处理系统 2020-2022 年销量增速分别为 8%/8%/8%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 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		2019A	2020E	2021E	2022E
汽车燃油喷射系统	收入	4872.8	4942.8	4930.3	4930.3
	增速	-3.1%	1.4%	-0.3%	0.0%
	毛利率	30.3%	30.3%	30.3%	30.3%
汽车后处理系统	收入	3036.1	3272.8	3528.0	3792.6
	增速	8.6%	7.8%	7.8%	7.5%
	毛利率	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%
进气系统	收入	445.9	454.8	468.4	482.5
	增速	1.3%	2.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	27.3%	27.0%	27.0%	27.0%
其他主营业务	收入	429.6	472.5	486.7	501.3
	增速	-6.3%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	19.1%	21.0%	21.0%	21.0%
合计	收入	8784.4	9142.9	9413.4	9706.7
	增速	0.7%	4.1%	3.0%	3.1%
	毛利率	24.1%	23.9%	23.7%	23.4%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8784.36	9142.90	9413.41	9706.66	净利润	2302.74	2324.46	2413.94	2538.74
营业成本	6670.35	6954.54	7185.64	7434.14	折旧与摊销	346.22	42.76	42.76	42.76
营业税金及附加	66.63	69.76	71.48	73.81	财务费用	-57.89	-1.57	-11.81	-18.93
销售费用	259.65	265.14	260.13	242.67	资产减值损失	-169.46	152.89	174.33	192.70
管理费用	514.03	1005.72	1035.47	1038.61	经营营运资本变动	3907.40	-895.40	26.49	7.48
财务费用	-57.89	-1.57	-11.81	-18.93	其他	-5280.33	-1763.95	-2108.61	-2060.63
资产减值损失	-169.46	152.89	174.33	192.70	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1048.67</b>	<b>-140.80</b>	<b>537.09</b>	<b>702.10</b>
投资收益	1614.54	1719.08	1801.48	1891.56	资本支出	2872.88	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	25.02	12.35	14.43	15.50	其他	-4088.40	1731.43	1815.92	1907.06
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1215.52</b>	<b>1731.43</b>	<b>1815.92</b>	<b>1907.06</b>
<b>营业利润</b>	<b>2454.26</b>	<b>2427.83</b>	<b>2514.09</b>	<b>2650.73</b>	短期借款	13.23	-312.15	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.71	40.77	40.94	40.90	长期借款	-30.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2450.54</b>	<b>2468.60</b>	<b>2555.02</b>	<b>2691.63</b>	股权融资	-24.49	0.00	0.00	0.00
所得税	147.81	144.14	141.08	152.89	支付股利	0.00	-453.61	-453.68	-471.37
净利润	2302.74	2324.46	2413.94	2538.74	其他	-1381.09	-1.82	11.81	18.93
少数股东损益	34.71	56.04	57.09	58.48	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1422.36</b>	<b>-767.58</b>	<b>-441.87</b>	<b>-452.44</b>
归属母公司股东净利润	2268.03	2268.42	2356.85	2480.26	<b>现金流量净额</b>	<b>-1584.18</b>	<b>823.05</b>	<b>1911.14</b>	<b>2156.73</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1596.89	2419.94	4331.08	6487.80	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	4262.05	4256.03	4420.08	4568.89	销售收入增长率	0.72%	4.08%	2.96%	3.12%
存货	2418.74	2401.43	2603.59	2654.58	营业利润增长率	-6.00%	-1.08%	3.55%	5.43%
其他流动资产	5020.54	4996.04	5027.26	5061.11	净利润增长率	-6.63%	0.94%	3.85%	5.17%
长期股权投资	5322.41	5322.41	5322.41	5322.41	EBITDA 增长率	-5.36%	-9.97%	3.08%	5.09%
投资性房地产	22.41	22.41	22.41	22.41	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	24.07%	23.94%	23.67%	23.41%
无形资产和开发支出	432.38	391.47	350.57	309.66	三费率	8.15%	13.88%	13.64%	13.00%
其他非流动资产	4882.92	4881.07	4879.21	4877.36	净利率	26.21%	25.42%	25.64%	26.15%
<b>资产总计</b>	<b>23958.35</b>	<b>24690.79</b>	<b>26956.61</b>	<b>29304.21</b>	ROE	13.17%	12.01%	11.33%	10.86%
短期借款	312.15	0.00	0.00	0.00	ROA	9.61%	9.41%	8.95%	8.66%
应付和预收款项	5615.09	4857.49	5163.05	5443.28	ROIC	36.80%	68.95%	63.26%	66.24%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	31.22%	27.00%	27.04%	27.55%
其他负债	546.45	481.18	481.18	481.18	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>6473.69</b>	<b>5338.67</b>	<b>5644.23</b>	<b>5924.46</b>	总资产周转率	0.39	0.38	0.36	0.35
股本	1008.95	1008.95	1008.95	1008.95	固定资产周转率	6.49	—	—	—
资本公积	3391.53	3391.53	3391.53	3391.53	应收账款周转率	4.15	4.04	4.17	4.12
留存收益	12586.54	14401.36	16304.53	18313.42	存货周转率	3.26	2.82	2.80	2.80
归属母公司股东权益	16990.41	18801.84	20705.01	22713.90	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.73%	—	—	—
少数股东权益	494.25	550.29	607.37	665.85	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>17484.65</b>	<b>19352.13</b>	<b>21312.38</b>	<b>23379.75</b>	资产负债率	27.02%	21.62%	20.94%	20.22%
负债和股东权益合计	23958.35	24690.79	26956.61	29304.21	带息债务/总负债	4.82%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.22	2.90	3.17	3.45
					速动比率	1.82	2.40	2.67	2.96
					股利支付率	0.00%	20.00%	19.25%	19.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	2.25	2.25	2.34	2.46
					每股净资产	16.84	18.64	20.52	22.51
					每股经营现金	1.04	-0.14	0.53	0.70
					每股股利	0.00	0.45	0.45	0.47
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	2742.58	2469.02	2545.03	2674.55					
PE	8.63	8.63	8.30	7.89					
PB	1.15	1.04	0.95	0.86					
PS	2.23	2.14	2.08	2.02					
EV/EBITDA	3.43	3.35	2.50	1.58					
股息率	0.00%	2.32%	2.32%	2.41%					

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
	持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn