

## 威孚高科 (000581)

## 行业地位稳固、积极布局新兴业务

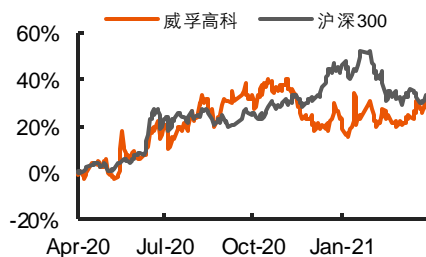
## 推荐 (维持)

现价: 24.28 元

## 主要数据

行业	汽车
公司网址	www.weifu.com.cn
大股东/持股	无锡产业发展集团/20.22%
实际控制人	江苏省无锡市国有资产管理委员会
总股本(百万股)	1,009
流通 A 股(百万股)	817
流通 B/H 股(百万股)	172
总市值(亿元)	227.68
流通 A 股市值(亿元)	198.35
每股净资产(元)	18.12
资产负债率(%)	31.3

## 行情走势图



## 相关研究报告

- 《威孚高科\*000581\*尾气处理业务收入高增长》 2020-10-26
- 《威孚高科\*000581\*股权激励解锁条件彰显发展信心、稳定投资者预期》 2020-10-16
- 《威孚高科\*000581\*业绩稳健、非道路国四升级将提供新增空间》 2020-08-25
- 《威孚高科\*000581\*稳健发展、长期受益于非道路机械排放标准升级》 2020-04-21

## 证券分析师

王德安 投资咨询资格编号  
S1060511010006  
021-38638428  
wangdean002@pingan.com.cn

## 投资要点

## 事项:

公司披露 2020 年报, 营业收入同比增 47% 为 129 亿, 净利润同比增 22% 为 28 亿元, 扣非净利润同比增 7% 为 21 亿。2020 年度利润分配预案为: 以公司 2020 年末总股本剔除回购账户上已回购的股份后的股本数, 向全体股东每 10 股派 15 元 (含税), 不送红股, 不进行资本公积金转增股本。

## 平安观点:

- 贵金属涨价致尾气处理业务收入大幅增长, 但公司整体的并表业务贡献扣非净利润下滑, 主要原因是费用增长及燃喷系统毛利率下降。2020 年合并报表扣非净利润剔除投资收益后为 1.25 亿, 同比下降。从三大类主营业务看, 燃喷系统由于毛利率下滑至 26% 导致营业利润同比略有下滑, 其中给博世供货同比增 12.4% 为 38.2 亿 (占燃喷系统收入比例为 71%), 共轨泵全年销售 210 万台, 创历史新高。公司所公告的销售给博世汽柴及德国博世的收入额相当于博世汽柴当期收入规模约 24% 左右, 近年来该比例较为稳定。2020 年 **尾气处理系统** 营业利润增长至 6.6 亿, 毛利率下降至 10.3%, 威孚力达实现净利润 2.5 亿, 远超 2019 年, 2020 年汽油净化器销量超 200 万套, 柴油净化器全年销量超 50 万套, 同比增长均超 50%, 乘用车市场整体占有率不断上升; 商用车市场积极拓展核心客户国六项目; 在非道路市场, 建立了重点项目客户群。**进气系统** 实现营业利润翻番增长, 毛利率大幅提升至 37%。四缸增压器布局汽油机市场, 获取重点项目客户群体; 四缸增压器在柴油机市场占有率保持领先。六缸增压器主机销量同比增长超 50%, 成功获取重要客户国六项目。2020 公司费用增加 5.6 亿, 其中由于计提激励基金增加 2.7 亿管理费用, 研发费增加 1.1 亿, 由于三包费及质量费用增加导致销售费用增长 57%。此前公告的股权激励解锁条件中要求 2021-2023 自营利润 (扣非净利润-博世汽柴/中联电子权益净利润) 不低于 8.45 亿/8.92 亿/9.58 亿, 2020 年自营利润为 6.5 亿, 如要达到这一解锁条件, 未来三年自营利润须达年复合增长率 13.8%。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,784	12,884	13,389	13,739	14,640
YoY (%)	0.7	46.7	3.9	2.6	6.6
净利润(百万元)	2,268	2,773	2,723	2,904	3,208
YoY (%)	-5.3	22.3	-1.8	6.7	10.4
毛利率 (%)	24.1	19.1	19.4	20.1	20.5
净利率 (%)	25.8	21.5	20.3	21.1	21.9
ROE (%)	13.2	15.0	12.9	12.7	13.0
EPS(摊薄/元)	2.25	2.75	2.70	2.88	3.18
P/E(倍)	10.8	8.8	9.0	8.4	7.6
P/B(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

- **2020年公司投资收益20亿，占公司净利润比为71%**。其中博世汽柴贡献11亿，略高于2019年水平；中联电子贡献3亿，高于2019年的2.8亿。博世汽柴2020年实现历史最高收入规模为157亿（+11%），净利率稳定在22%以上，彰显其产业链强势地位。
- **作为柴油机产业链核心部件供应商，公司的行业地位还将继续提升**。2021年7月1日重型柴油车全面执行国六排放，非道路柴油机械预计2022年底实施国四排放标准。目前已有部分城市鼓励淘汰国四柴油车。此外，治理超载向纵深推进（执行趋严、从主线到支线，从重型到轻型等）导致的卡车单车运力下降带来卡车保有量规模提升。博世汽柴作为柴油发动机核心部件供应商将持续受益，威孚高科主营业务亦将受益。
- **公司积极布局新业务，推进燃料电池及智能网联核心零部件战略规划**。新增和明确金属双极板、辅助零部件（BOP）、态势感知系统及汽车智能座椅等重点战略产品规划。以氢燃料电池和智能网联两大领域为重点进行新业务布局。氢燃料电池方面收购比利时 Borit 公司 100% 股权，重点孵化 IRD 在中国市场的业务。以双技术路线（金属、石墨）加速构建双极板核心竞争力。在智能网联领域，环境态势感知系统获得多个客户项目，目前重点就智能安防、工业智造积极开展产品开发、制造及市场能力建设。完成威孚智行座椅公司（WFAS）的合资设立并启动运营。
- **盈利预测与投资建议**：2020年受国Ⅲ汽车淘汰、治超加严以及基建投资等因素的拉动，商用车2020年商用车产量同比增20%为523万辆，创历史新高。展望未来，在柴油车国六执行及非道路机械国四升级、卡车总保有量增加等利好下，公司作为柴油机产业链核心部件供应商的行业地位稳固。且公司积极布局燃料电池等新兴业务，为长期发展打开新空间。近年来，公司利润规模稳健上升，盈利能力稳定，现金分红占当年净利润比例较高，留存利润丰厚，预计未来大概率保持高分红比例。根据最新情况，我们更新公司2021年、2022年净利润预测为27.23亿、29.04亿（原有业绩预测为2021/2022年净利润为27.87亿/29.76亿），首次给出2023年净利润预测为32.08亿。维持“推荐”评级。
- **风险提示**：1) 2021年下半年重型卡车销量下滑幅度超出预期；2) 贵金属持续涨价导致尾气处理业务收入及盈利能力波动加大；3) 新业务发展进度不及预期。

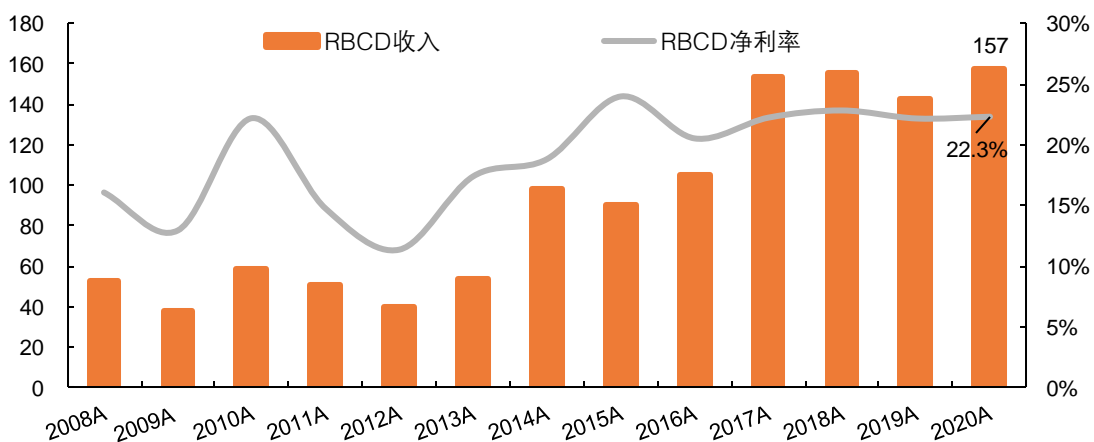
图表1 三大主业收入及盈利能力情况

单位：万元

	2018年	2019年	2020年
<b>营业收入</b>			
1、汽车燃油喷射系统	502797	487278	536558
2、汽车后处理系统	279466	303608	640851
3、进气系统	44033	44588	65635
<b>营业利润</b>			
1、汽车燃油喷射系统	146923	147553	140288
2、汽车后处理系统	33595	43467	65996
3、进气系统	12364	12174	24301
<b>毛利率</b>			
	2016年	2017年	2018年
1、汽车燃油喷射系统	29.2%	30.3%	26.1%
2、汽车后处理系统	12.0%	14.3%	10.3%
3、进气系统	28.1%	27.3%	37.0%

资料来源：公司公告

图表2 博世汽柴净利率维持高位 单位：亿元



资料来源:公司公告

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	16191	15938	16904	16486
现金	1963	2034	3064	1487
应收票据及应收账款	4482	5230	4640	5780
其他应收款	54	74	54	79
预付账款	152	165	161	184
存货	2877	2673	3054	2961
其他流动资产	6662	5762	5931	5996
<b>非流动资产</b>	11160	12713	15006	17523
长期投资	4801	6910	8989	11258
固定资产	2882	2847	2770	2856
无形资产	454	445	441	442
其他非流动资产	3022	2510	2806	2967
<b>资产总计</b>	27351	28651	31910	34009
<b>流动负债</b>	7973	6547	8123	8253
短期借款	302	305	305	1281
应付票据及应付账款	6564	5531	6914	6190
其他流动负债	1107	711	904	781
<b>非流动负债</b>	583	537	542	546
长期借款	3	-3	-2	-2
其他非流动负债	580	540	544	549
<b>负债合计</b>	8556	7085	8665	8799
少数股东权益	512	562	614	672
股本	1009	1009	1009	1009
资本公积	3294	3294	3294	3294
留存收益	14266	15615	17045	18596
<b>归属母公司股东权益</b>	18282	21005	22631	24538
<b>负债和股东权益</b>	27351	28651	31910	34009

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	782	-584	3014	-881
净利润	2823	2772	2957	3265
折旧摊销	441	319	344	378
财务费用	-23	-27	-27	-29
投资损失	-1965	-2115	-2198	-2417
营运资金变动	-355	-1515	1933	-2078
其他经营现金流	-138	-18	5	0
<b>投资活动现金流</b>	571	700	-736	-406
资本支出	493	-21	67	232
长期投资	-1195	-2109	115	-2269
其他投资现金流	-131	-1430	-554	-2442
<b>筹资活动现金流</b>	-1227	-45	-1248	-1267
短期借款	-10	3	0	-1
长期借款	3	-6	1	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-97	0	0	0
其他筹资现金流	-1123	-42	-1249	-1266
<b>现金净增加额</b>	124	70	1030	-2553

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	12884	13389	13739	14640
营业成本	10429	10786	10975	11634
营业税金及附加	65	68	70	74
营业费用	406	388	400	427
管理费用	783	790	811	864
研发费用	533	549	563	600
财务费用	-23	-27	-27	-29
资产减值损失	-179	0	0	13
其他收益	80	0	0	0
公允价值变动收益	383	0	0	0
投资净收益	1965	2115	2198	2417
资产处置收益	11	0	0	0
<b>营业利润</b>	2941	2949	3146	3474
营业外收入	66	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
<b>利润总额</b>	3003	2949	3146	3474
所得税	180	177	189	208
<b>净利润</b>	2823	2772	2957	3265
少数股东损益	50	49	52	58
<b>归属母公司净利润</b>	2773	2723	2904	3208
EBITDA	3403	3226	3432	3832
EPS(元)	2.75	2.70	2.88	3.18

## 主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	46.7	3.9	2.6	6.6
营业利润(%)	19.8	0.3	6.7	10.4
归属于母公司净利润(%)	22.3	-1.8	6.7	10.4
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	19.1	19.4	20.1	20.5
净利率(%)	21.5	20.3	21.1	21.9
ROE(%)	15.0	12.9	12.7	13.0
ROIC(%)	14.5	12.5	12.4	12.3
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	31.3	24.7	27.2	25.9
净负债比率(%)	-5.7	-5.6	-9.6	1.3
流动比率	2.0	2.4	2.1	2.0
速动比率	1.3	1.6	1.4	1.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.4
应收账款周转率	3.0	2.8	2.8	2.8
应付账款周转率	1.8	1.8	1.8	1.8
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	2.75	2.70	2.88	3.18
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.09	-0.58	2.99	-0.87
每股净资产(最新摊薄)	18.12	20.82	22.43	24.32
<b>估值比率</b>				
P/E	8.8	9.0	8.4	7.6
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.0	6.4	5.7	5.8

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033