威孚高科（000581.SZ）

21 年三季报点评：21 年全年归母净利润与自营利润有望正增长

核心观点：

- **21 年前三季度公司扣非归母净利润增长 22.8%。**公司发布三季报，21 年前 3 季度实现营收 123.7 亿元，同比增长 24.8%，分别实现归母净利润/扣非归母净利润 21.3 亿元/21.5 亿元，同比下降 4.5%/增长 22.8%。公司前三季度归母净利润下降主要是公允价值变动减少所致，21 年前三季度公司公允价值变动净收益为-0.6 亿元，去年同期为 3.2 亿元，主要由于公司持有的国联证券股份上市公允价值减少。
- **公司 21 年全年归母净利润与自营利润皆有望同比正增长。**1.剔除公允价值变动影响，21 年前三季度公司累计实现归母净利润 21.9 亿元，相当于去年全年归母净利润 91.6%，即使考虑到国六升级或导致 21 年上半年重卡销量占全年比重较大，我们估计公司全年归母净利润仍有望稳中有升。2.前三季度公司实现自营利润（营业利润-公允价值变动净收益-投资净收益）7.9 亿，同比增长 18.5%，考虑今年四季度自营利润大概率好于去年四季度，公司 21 年自营利润也有望正增长。
- **公司财务状况良好。**21 年 3 季度末货币资金+应收票据+应收款项融资+其他流动资产+交易性金融资产总计 103.0 亿元，资产负债率仅 30.35%，长期资本负债率仅 2.89%，公司带息债务/全部投入资本为 5.86%，考虑到资本性支出不高，预计公司分红率仍有明显提升空间。
- **盈利预测与投资建议：**公司产品壁垒高，盈利和分红稳定性可期，股权激励计划将充分调动公司高层管理人员及核心人员的积极性，使其与中小股东利益更为一致。考虑到非经常性损益影响，我们预计 21-23 年 EPS 至 2.75/2.90/3.04 元/股，当前股价对应 PE 分别为 7.2/6.8/6.5 倍。结合公司历史估值、国际零部件公司近年 PE 估值中枢，我们给予公司 21 年 15 倍 PE，合理价值为 41.27 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游景气度低于预期，公司产品竞争力下降。

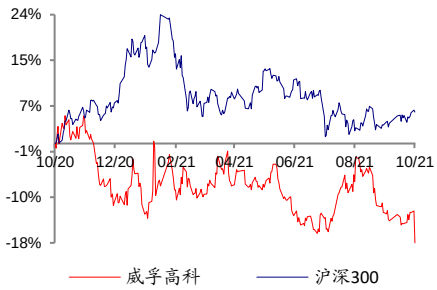
盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8,784	12,884	13,847	14,328	14,858
增长率（%）	0.7	46.7	7.5	3.5	3.7
EBITDA（百万元）	1,202	1,108	1,406	1,465	1,475
归母净利润（百万元）	2,268	2,773	2,776	2,927	3,072
增长率（%）	-5.3	22.3	0.1	5.4	5.0
EPS（元/股）	2.25	2.75	2.75	2.90	3.04
市盈率（P/E）	8.47	8.44	7.16	6.79	6.47
ROE（%）	13.3	15.2	14.3	14.2	14.1
EV/EBITDA	14.92	19.65	12.50	12.26	10.45

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	19.70 元
合理价值	41.27 元
前次评级	买入
报告日期	2021-10-26

相对市场表现



分析师： 张乐
SAC 执证号：S0260512030010
021-60750618
gfzhangle@gf.com.cn

分析师： 闫俊刚
SAC 执证号：S0260516010001
021-38003682
yanjungang@gf.com.cn

分析师： 邓崇静
SAC 执证号：S0260518020005
SFC CE No. BEY953
020-66335145
dengchongjing@gf.com.cn

请注意，张乐,闫俊刚并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

威孚高科（000581.SZ）:21 年中报点评：上半年扣非利润创历史最高，全年业绩或稳中向好 2021-08-24

威孚高科（000581.SZ）:21 年 1 季报点评：公司自营利润占比创 13 年 1 季度以来新高 2021-04-27

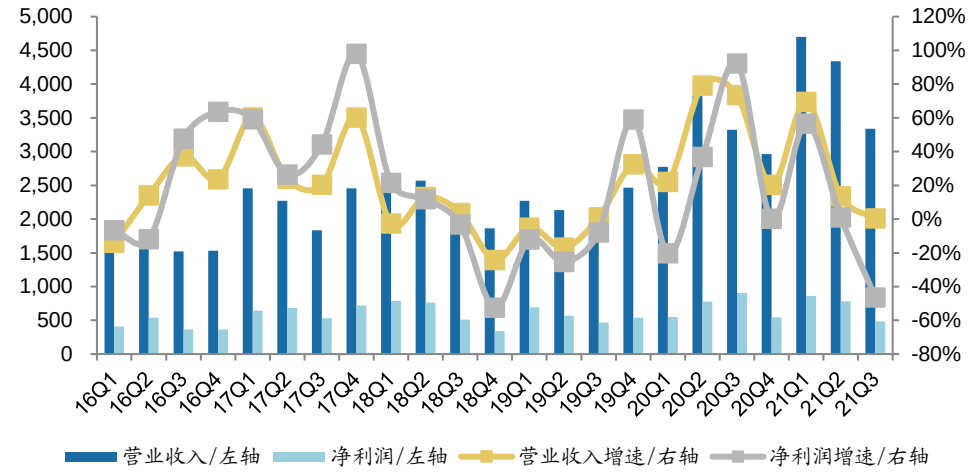
联系人：徐鸣爽 021-38003683
xumingshuang@gf.com.cn

一、21 年前三季度公司扣非归母净利润增长 22.8%

公司发布三季报，21年前3季度实现营收123.7亿元，同比增长24.8%，分别实现归母净利润/扣非归母净利润21.3亿元/21.5亿元，同比下降4.5%/增长22.8%。其中Q3公司实现营收33.4亿元，同比增长0.4%，分别实现归母净利润/扣非归母净利润4.8亿元/4.4亿元，同比下降46.4%/下降22.5%。

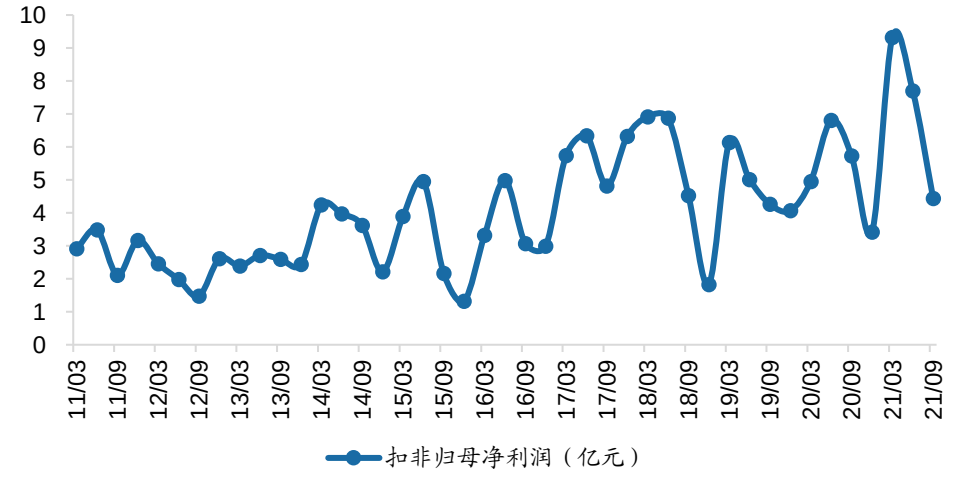
公司前三季度归母净利润下降主要是公允价值变动减少所致，21年前三季度公司公允价值变动净收益为-0.6亿元，去年同期为3.2亿元，主要由于公司持有的国联证券股份上市公允价值减少。

图 1：公司营业收入、归母净利润（百万元）及同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 2：公司单季度扣非归母净利润（亿元）



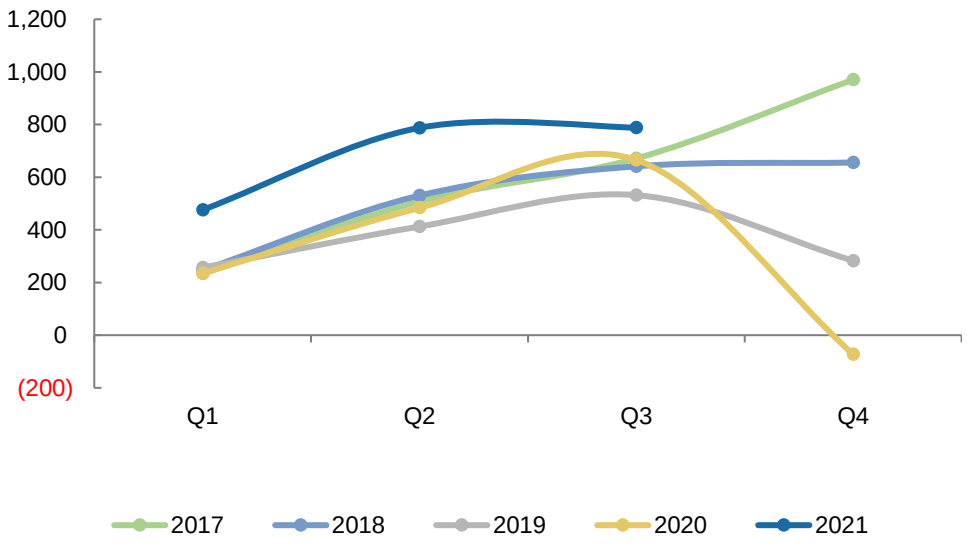
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、公司 21 年全年归母净利润与自营利润皆有望同比正增长，财务状况良好

公司业绩主要组成部分是来自合联营公司的投资收益，21年3季度公司投资净收益占营业利润的94.7%，中汽协数据显示21年3季度我国乘用车、重卡销量同比分别下降11.9%/上升7.8%，综合影响下3季度公司对联营/合营企业投资收益5.0亿元，同比增长3.0%。

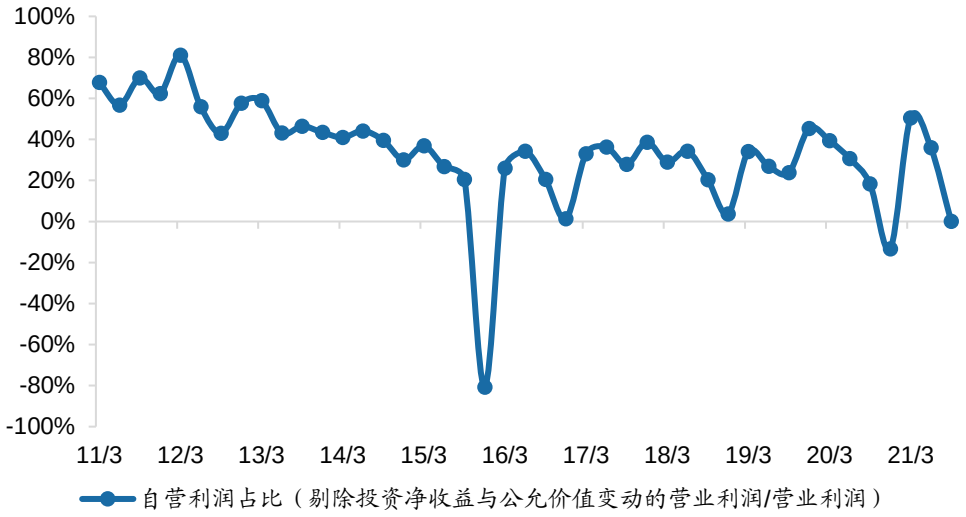
公司21年全年归母净利润与自营利润皆有望同比正增长。1.剔除公允价值变动影响，21年前三季度公司累计实现归母净利润21.9亿元，相当于去年全年归母净利润91.6%，即使考虑到国六升级或导致21年上半年重卡销量占全年比重较大，我们估计公司全年归母净利润仍有望稳中有升。2.前三季度公司实现自营利润（营业利润-公允价值变动净收益-投资净收益）7.9亿，同比增长18.5%，考虑今年四季度自营利润大概率好于去年四季度，公司21年自营利润也有望正增长。

图 3：公司分季度累计自营利润（百万元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

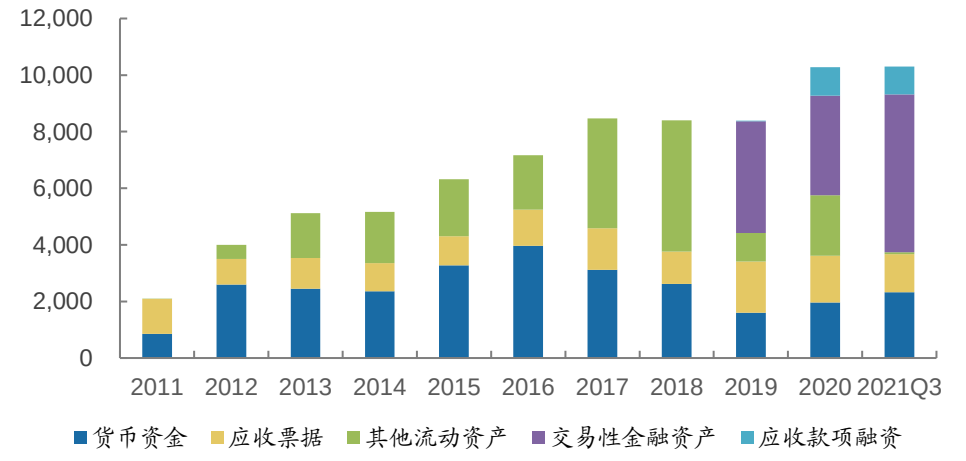
图 4：公司单季度自营利润占比（剔除投资收益与公允价值变动的营业利润/营业利润）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

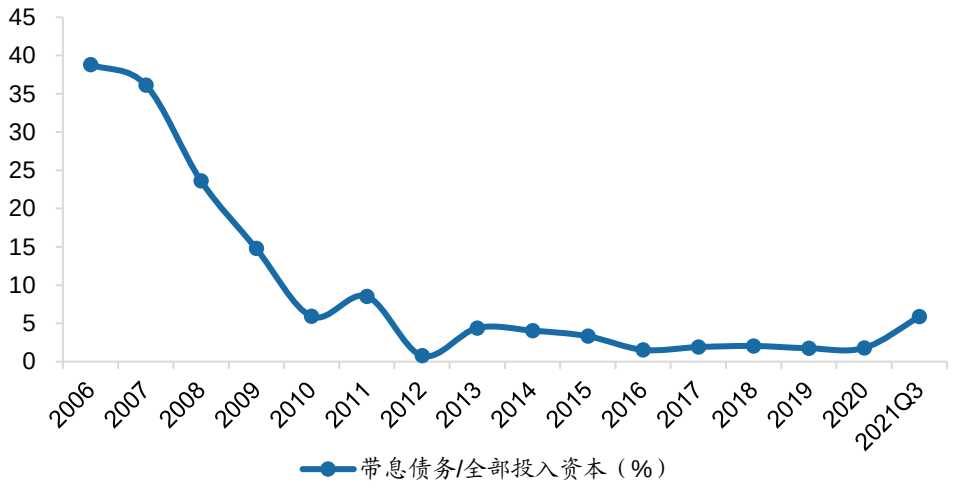
公司财务状况良好，自有资金充沛。21年3季度末货币资金+应收票据+应收款项融资+其他流动资产+交易性金融资产总计103.0亿元，资产负债率仅30.35%，长期资本负债率仅2.89%，公司带息债务/全部投入资本为5.86%，考虑到资本性支出不高，预计公司分红率仍有明显提升空间。

图 5：公司货币资金+应收票据+应收款项融资+其他流动资产+交易性金融资产（百万元）



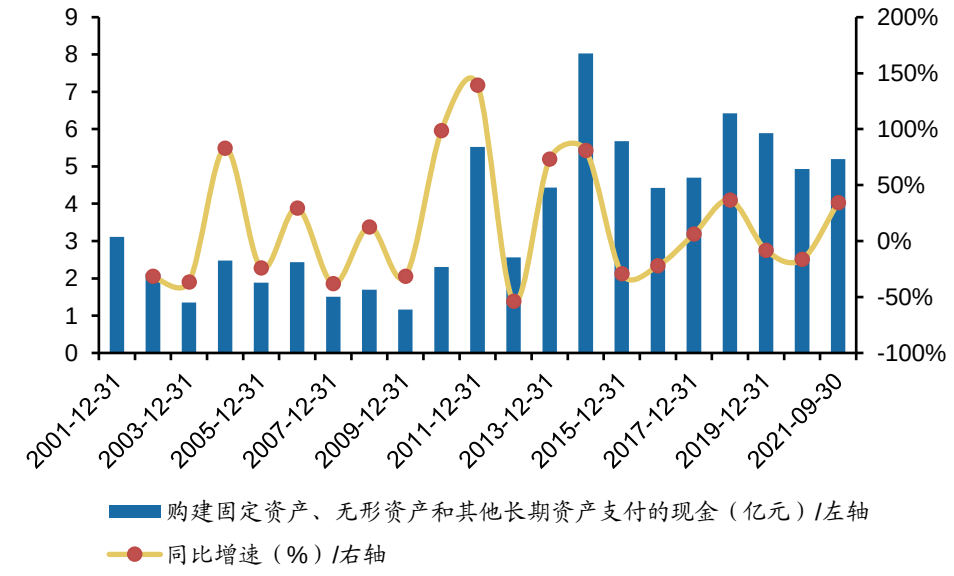
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 6：公司带息债务/全部投入资本（%）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 7：公司资本性开支及同比增速

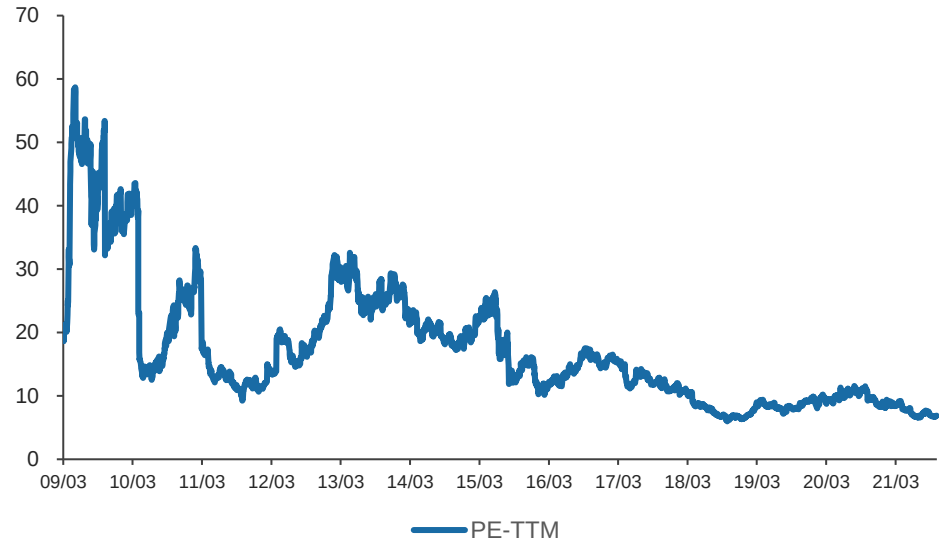


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

三、盈利预测与投资建议

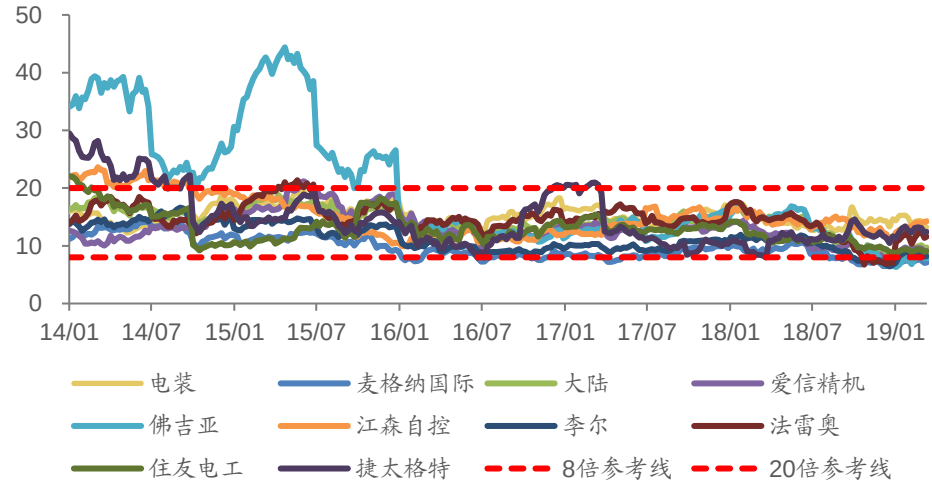
公司产品壁垒高，盈利和分红稳定性可期，股权激励计划将充分调动公司高层管理人员及核心人员的积极性，使其与中小股东利益更为一致。考虑到非经常性损益影响，我们预计21-23年EPS至2.75/2.90/3.04元/股，当前股价对应PE分别为7.2/6.8/6.5倍。结合公司历史估值、国际零部件公司近年PE估值中枢，我们给予公司21年15倍PE，合理价值为41.27元/股，维持“买入”评级。

图 8：公司PE TTM估值变动情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 9：国际零部件龙头PE TTM估值变动情况



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

四、风险提示

下游景气度低于预期，公司产品竞争力下降。

资产负债表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	**13,298**	**16,191**	**17,376**	**18,697**	**20,059**
货币资金	1,597	1,963	2,639	3,714	4,760
应收及预付	4,262	4,634	5,206	5,273	5,347
存货	2,419	2,877	2,743	2,870	3,008
其他流动资产	5,021	6,716	6,788	6,840	6,943
非流动资产	**10,660**	**11,160**	**11,249**	**11,309**	**11,339**
长期股权投资	5,322	4,801	4,801	4,801	4,801
固定资产	2,845	2,882	2,908	2,908	2,878
在建工程	248	244	323	400	479
无形资产	431	454	438	421	403
其他长期资产	1,814	2,778	2,778	2,778	2,778
资产总计	**23,958**	**27,351**	**28,624**	**30,006**	**31,398**
流动负债	**5,993**	**7,973**	**8,022**	**8,227**	**8,398**
短期借款	312	302	303	293	268
应付及预收	5,171	6,568	6,605	6,848	7,102
其他流动负债	509	1,103	1,113	1,086	1,028
非流动负债	**481**	**583**	**583**	**583**	**583**
长期借款	0	3	3	3	3
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	481	580	580	580	580
负债合计	**6,474**	**8,556**	**8,605**	**8,811**	**8,982**
股本	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009
资本公积	3,392	3,294	3,294	3,294	3,294
留存收益	12,587	14,266	15,442	16,569	17,741
归属母公司股东权益	16,990	18,282	19,458	20,584	21,756
少数股东权益	494	512	561	610	660
负债和股东权益	**23,958**	**27,351**	**28,624**	**30,006**	**31,398**

现金流量表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	**1,049**	**782**	**840**	**1,317**	**1,302**
净利润	2,303	2,823	2,825	2,976	3,122
折旧摊销	346	441	361	385	413
营运资金变动	-165	-350	-414	17	-20
其它	-1,436	-2,132	-1,931	-2,060	-2,213
投资活动现金流	**-1,216**	**571**	**1,459**	**1,591**	**1,692**
资本支出	-442	-450	-448	-444	-436
投资变动	-2,049	-1,492	-50	-50	-100
其他	1,276	2,513	1,957	2,085	2,229
筹资活动现金流	**-1,422**	**-1,227**	**-1,623**	**-1,834**	**-1,948**
银行借款	810	396	1	-10	-25
股权融资	14	313	0	0	0
其他	-2,246	-1,935	-1,624	-1,824	-1,922
现金净增加额	**-1,584**	**124**	**676**	**1,075**	**1,047**
期初现金余额	**2,405**	**820**	**1,963**	**2,639**	**3,714**
期末现金余额	**820**	**945**	**2,639**	**3,714**	**4,760**

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**8,784**	**12,884**	**13,847**	**14,328**	**14,858**
营业成本	6,670	10,429	11,001	11,385	11,805
营业税金及附加	67	65	111	100	238
销售费用	260	406	346	373	342
管理费用	514	783	789	817	817
研发费用	418	533	554	573	594
财务费用	-58	-23	1	-8	-20
资产减值损失	-169	-179	-3	-2	-1
公允价值变动收益	25	383	-120	0	0
投资净收益	1,615	1,965	2,077	2,085	2,229
营业利润	**2,454**	**2,941**	**3,000**	**3,173**	**3,318**
营业外收支	-4	62	0	0	0
利润总额	**2,451**	**3,003**	**3,000**	**3,173**	**3,318**
所得税	148	180	175	197	196
净利润	**2,303**	**2,823**	**2,825**	**2,976**	**3,122**
少数股东损益	35	50	49	49	50
归属母公司净利润	**2,268**	**2,773**	**2,776**	**2,927**	**3,072**
EBITDA	1,202	1,108	1,406	1,465	1,475
EPS（元）	2.25	2.75	2.75	2.90	3.04

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	0.7%	46.7%	7.5%	3.5%	3.7%
营业利润增长	-6.0%	19.8%	2.0%	5.8%	4.6%
归母净利润增长	-5.3%	22.3%	0.1%	5.4%	5.0%
获利能力					
毛利率	24.1%	19.1%	20.6%	20.5%	20.6%
净利率	26.2%	21.9%	20.4%	20.8%	21.0%
ROE	13.3%	15.2%	14.3%	14.2%	14.1%
ROIC	4.5%	3.3%	4.8%	4.7%	4.4%
偿债能力					
资产负债率	27.0%	31.3%	30.1%	29.4%	28.6%
净负债比率	37.0%	45.5%	43.0%	41.6%	40.1%
流动比率	2.22	2.03	2.17	2.27	2.39
速动比率	1.79	1.65	1.80	1.90	2.00
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.47	0.48	0.48	0.47
应收账款周转率	3.80	4.56	4.45	4.56	4.68
存货周转率	3.63	4.48	5.05	4.99	4.94
每股指标（元）					
每股收益	2.25	2.75	2.75	2.90	3.04
每股经营现金流	1.04	0.77	0.83	1.31	1.29
每股净资产	16.84	18.12	19.29	20.40	21.56
估值比率					
P/E	8.47	8.44	7.16	6.79	6.47
P/B	1.13	1.28	1.02	0.97	0.91
EV/EBITDA	14.92	19.65	12.50	11.26	10.45

广发汽车行业研究小组

张　　乐：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5 年半汽车产业工作经历，11 年卖方研究经验，2012 年加入广发证券发展研究中心。

闫 俊 刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13 年汽车产业工作经历，7 年卖方研究经验，2013 年加入广发证券发展研究中心。

李　　爽：资深分析师，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

邓 崇 静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。

徐 鸣 爽：研究助理，波士顿大学经济学硕士，复旦大学文学学士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。