

威孚高科 (000581.SZ)

拟回购股票用于股权激励，彰显未来发展信心

核心观点：

- **公司董事会通过回购方案。**公司发布公告，拟在本次董事会通过回购方案 12 个月之内，使用自有资金回购部分 A 股股份，用于实施股权激励，若未能实施股权激励则予以注销。按回购金额上、下限 6 亿元、3 亿元和回购价格上限 24 元/股进行测算，预计分别约回购股份 2500 万、1250 万股，回购股份分别约占公司总股本的 2.48%、1.24%。
- **公司财务状况良好，股权回购彰显信心。**公司自有资金充沛，自 11 年来其货币资金+应收票据+其他流动资产+交易性金融资产总体呈上升趋势，19 年 3 季度末达 87.3 亿元，同时资产负债率仅 26.0%，长期资本负债率（非流动负债/（非流动负债+股东权益））仅 3.14%。公司董事会通过回购方案，彰显了公司对未来发展前景的信心，若股权激励顺利实施，有利于管理层利益与公司利益更为一致。
- **公司或将受益于整车行业回暖，同时有序布局新兴领域。**公司业绩主要由投资收益贡献，19 年前 3 季度整车行业销量同比下滑 10.2%，其合资企业博世汽柴、中联电子业绩受到负面影响，公司归母净利润下滑 16.0%。我们认为，重卡行业供需格局改善、销量稳定性提高带来博世汽柴盈利稳定性提升，而随着乘用车行业回暖，中联电子有望对公司业绩恢复形成支撑。近期虽受肺炎疫情影响，但从中期看疫情不改变公司发展趋势。此外，公司在控制投入下有序布局新兴领域，19 年 3 月发布公告，拟收购燃料电池部件供应商。
- **投资建议：**公司产品壁垒极高，下游重卡稳定性或超预期，乘用车行业有望逐渐回暖。我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 2.06、2.06、2.16 元，当前股价对应 PE 分别为 8.5、8.5、8.1 倍。公司估值处历史低位，结合公司历史估值、SW 汽车零部件行业目前 20 倍左右的 PE 估值及国际零部件公司近年 PE 估值中枢，我们给予公司 2020 年 15 倍 PE，合理价值为 30.9 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济增速低于预期；下游景气度低于预期；行业竞争超预期；疫情影响超预期。

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	9,017	8,722	8,168	8,118	8,442
增长率(%)	40.4	-3.3	-6.3	-0.6	4.0
EBITDA(百万元)	1,344	1,043	960	1,001	1,059
净利润(百万元)	2,571	2,396	2,078	2,083	2,180
增长率(%)	53.8	-6.8	-13.3	0.2	4.7
EPS（元/股）	2.55	2.37	2.06	2.06	2.16
市盈率（P/E）	9.42	7.44	8.54	8.52	8.14
市净率（P/B）	1.63	1.12	1.06	1.02	0.98
EV/EBITDA	15.92	14.91	15.02	13.77	12.30

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

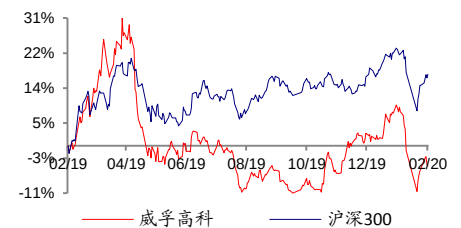
识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	17.6 元
合理价值	30.9 元
前次评级	买入
报告日期	2020-02-15

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



021-60750621



yanjungang@gf.com.cn

分析师：刘智琪



SAC 执证号：S0260518080002



SFC CE No. BOT241



021-60750604



liuzhiqi@gf.com.cn

分析师：李爽



SAC 执证号：S0260519070003



021-60750604



fzlishuang@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、李爽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) :19 2019-10-30

年 3 季报点评：公司业绩跌幅

明显收窄

请务必阅读末页的免责声明

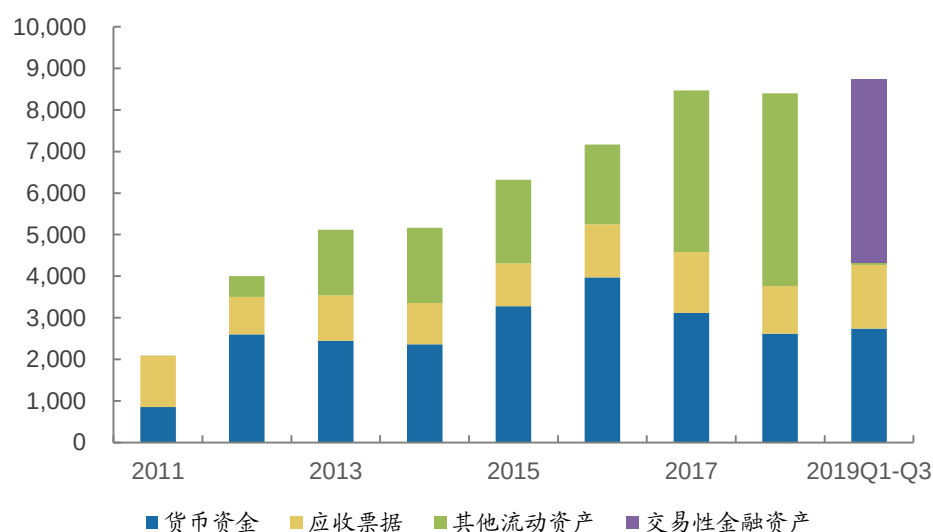
公司董事会通过回购方案

公司发布公告，拟在本次董事会通过回购方案12个月之内，使用自有资金回购部分A股股份，用于实施股权激励，若未能实施股权激励则予以注销。按回购金额上、下限6亿元、3亿元和回购价格上限24元/股进行测算，预计分别约回购股份2500万、1250万股，回购股份分别约占公司总股本的2.48%、1.24%。

公司财务状况良好，股权回购彰显信心

公司自有资金充沛，自11年来其货币资金+应收票据+其他流动资产+交易性金融资产总体呈上升趋势，19年3季度末达87.3亿元，同时资产负债率仅26.0%，长期资本负债率（非流动负债/（非流动负债+股东权益））仅3.14%。公司董事会通过回购方案，彰显了公司对未来发展前景的信心，若股权激励顺利实施，有利于管理层利益与公司利益更为一致。

图1：公司货币资金+应收票据+其他流动资产+交易性金融资产（百万元）



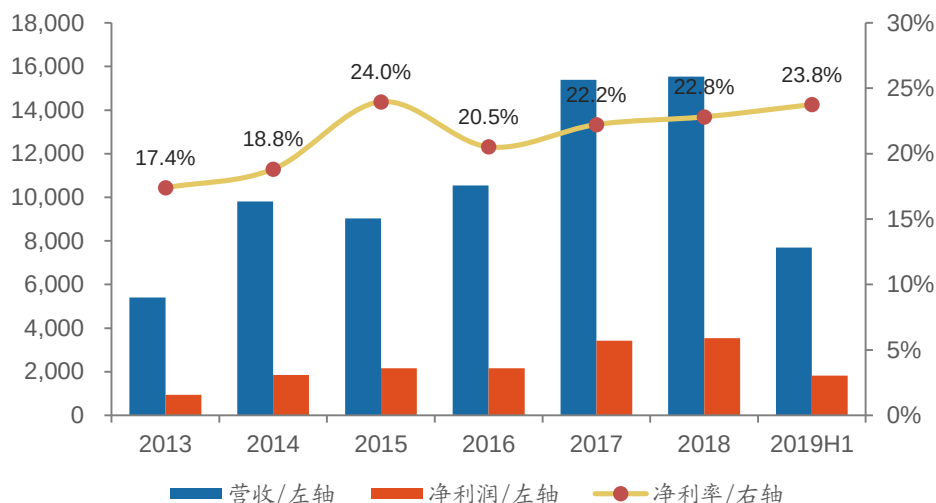
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

公司或将受益于整车行业回暖，同时有序布局新兴领域

公司业绩主要由投资收益贡献，19年前3季度整车行业销量同比下滑10.2%，其合资企业博世汽柴、中联电子业绩受到负面影响，公司归母净利润下滑16.0%。我们认为，重卡行业供需格局改善、销量稳定性提高带来博世汽柴盈利稳定性提升，而随着乘用车行业回暖，中联电子有望对公司业绩恢复形成支撑。近期虽受肺炎疫情影响，但从中期看疫情不改变公司发展趋势。

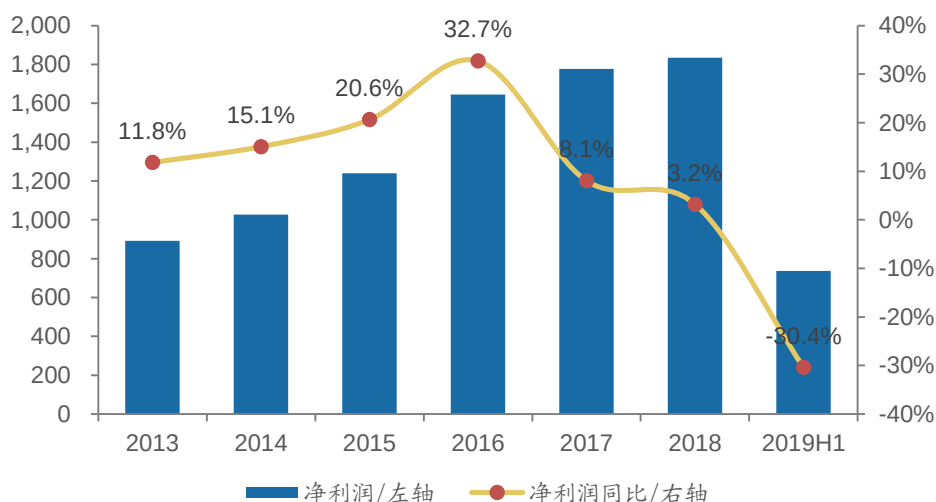
此外，公司在控制投入下有序布局新兴领域，19年3月发布公告，拟收购燃料电池部件供应商。

图2：博世汽柴营业收入、净利润（百万元）及净利率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图3：中联电子净利润（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

投资建议

公司产品壁垒极高，下游重卡稳定性或超预期，乘用车行业有望逐渐回暖。我们预计公司19-21年EPS 分别为2.06、2.06、2.16元，当前股价对应PE分别为8.5、8.5、8.1倍。公司估值处历史低位，结合公司历史估值、SW汽车零部件行业目前20倍左右的PE估值及国际零部件公司近年PE估值中枢，我们给予公司2020年15倍PE，

合理价值为30.9元/股，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济增速低于预期；下游景气度低于预期；行业竞争超预期；疫情影响超预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	12,051	11,934	12,111	12,876	13,799	经营活动现金流	958	874	1,183	878	944
货币资金	3,119	2,616	3,373	4,005	4,765	净利润	2,647	2,466	2,141	2,144	2,245
应收及预付	3,557	3,163	2,811	2,909	3,023	折旧摊销	287	304	330	352	375
存货	1,479	1,439	1,270	1,303	1,349	营运资金变动	-275	-82	305	-47	-42
其他流动资产	3,895	4,717	4,657	4,660	4,663	其它	-1,701	-1,815	-1,593	-1,571	-1,633
非流动资产	8,180	8,958	9,040	9,108	9,153	投资活动现金流	-1,250	-206	1,168	1,154	1,216
长期股权投资	4,140	4,977	4,977	4,977	4,977	资本支出	-413	-563	-417	-424	-425
固定资产	2,585	2,707	2,751	2,783	2,789	投资变动	-1,941	-804	0	0	0
在建工程	100	166	218	267	320	其他	1,103	1,160	1,585	1,578	1,641
无形资产	341	325	312	299	285	筹资活动现金流	-545	-1,215	-1,594	-1,400	-1,400
其他长期资产	1,015	782	782	782	782	银行借款	88	46	-299	0	0
资产总计	20,231	20,892	21,151	21,984	22,952	股权融资	10	1	0	0	0
流动负债	4,300	3,872	3,271	3,360	3,483	其他	-642	-1,262	-1,295	-1,400	-1,400
短期借款	243	299	0	0	0	现金净增加额	-837	-547	757	632	760
应付及预收	3,562	3,107	2,810	2,909	3,015	期初现金余额	3,795	2,948	2,616	3,373	4,005
其他流动负债	495	466	461	451	468	期末现金余额	2,948	2,405	3,373	4,005	4,765
非流动负债	580	568	568	568	568						
长期借款	45	30	30	30	30						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	535	538	538	538	538						
负债合计	4,880	4,440	3,839	3,928	4,051						
股本	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009						
资本公积	3,418	3,416	3,416	3,416	3,416						
留存收益	10,322	11,507	12,286	12,968	13,748						
归属母公司股东权益	14,836	15,914	16,712	17,395	18,175						
少数股东权益	516	538	600	662	726						
负债和股东权益	20,231	20,892	21,151	21,984	22,952						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元											
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,017	8,722	8,168	8,118	8,442	成长能力					
营业成本	6,762	6,692	6,296	6,252	6,493	营业收入增长	40.4%	-3.3%	-6.3%	-0.6%	4.0%
营业税金及附加	72	65	65	64	66	营业利润增长	58.9%	-7.6%	-12.9%	0.2%	4.6%
销售费用	195	238	229	219	228	归母净利润增长	53.8%	-6.8%	-13.3%	0.2%	4.7%
管理费用	539	585	555	544	566	获利能力					
研发费用	391	403	392	390	405	毛利率	25.0%	23.3%	22.9%	23.0%	23.1%
财务费用	7	-17	-15	-37	-44	净利率	29.4%	28.3%	26.2%	26.4%	26.6%
资产减值损失	119	251	-27	2	3	ROE	17.3%	15.1%	12.4%	12.0%	12.0%
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	ROIC	8.3%	5.0%	4.3%	4.4%	4.6%
投资净收益	1,854	1,956	1,585	1,578	1,641	偿债能力					
营业利润	2,824	2,611	2,273	2,277	2,382	资产负债率	24.1%	21.3%	18.1%	17.9%	17.6%
营业外收支	6	-9	-5	-5	-5	净负债比率	1.5%	1.6%	0.2%	0.2%	0.2%
利润总额	2,830	2,602	2,268	2,272	2,377	流动比率	2.80	3.08	3.70	3.83	3.96
所得税	183	136	127	128	132	速动比率	2.44	2.69	3.29	3.42	3.55
净利润	2,647	2,466	2,141	2,144	2,245	营运能力					
少数股东损益	76	70	62	62	65	总资产周转率	0.48	0.42	0.39	0.38	0.38
归属母公司净利润	2,571	2,396	2,078	2,083	2,180	应收账款周转率	2.97	2.67	3.00	2.88	2.88
EBITDA	1,344	1,043	960	1,001	1,059	存货周转率	4.78	4.59	4.96	4.80	4.81
EPS (元)	2.55	2.37	2.06	2.06	2.16	每股指标 (元)					
						每股收益	2.55	2.37	2.06	2.06	2.16
						每股经营现金流	0.95	0.87	1.17	0.87	0.94
						每股净资产	14.70	15.77	16.56	17.24	18.01
						估值比率					
						P/E	9.42	7.44	8.54	8.52	8.14
						P/B	1.63	1.12	1.06	1.02	0.98
						EV/EBITDA	15.92	14.91	15.02	13.77	12.30

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，10 年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2016-2019 年连续四年第一名，2015 年第四名，2014 年第五名，2011-2013 年入围；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2016-2018 年连续三年第一名；水晶球 2018-2019 年第一名。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，6 年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2016-2019 年连续四年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2016-2018 年第一名；水晶球 2018-2019 年第一名；2019 年新财富汽车和汽车零部件行业第一名，2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘 智 琪**：资深分析师，复旦大学资产评估硕士，复旦大学金融学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2016-2019 年第一名团队成员，水晶球 2018-2019 年第一名团队成员。2016 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，新财富最佳汽车行业分析师 2017-2019 年第一名团队成员，水晶球 2018-2019 年第一名团队成员。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，新财富最佳汽车行业分析师 2019 年第一名团队成员，水晶球 2019 年第一名团队成员，2017 年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016 年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。

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	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410 室
客服邮箱	gfyf@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。

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。