



2020年02月22日

# 传统业务经营稳健 战略布局燃料电池

## 威孚高科(000581)

### 分析判断:

#### ▶ 传统业务壁垒高，受库存周期影响业绩小幅下滑

公司主营业务包括燃油喷射系统、后处理系统和进气系统，对博世汽柴、中联电子等合资企业的投资收益是公司主要的利润来源。分业务条线来看：1) 燃油喷射系统：博世汽柴是高压共轨领域的绝对龙头，为博世汽柴配套泵、油轨、壳体等是母公司重要的业务组成部分，该板块持续贡献稳健业绩，短期受下游库存周期扰动业绩小幅下滑，2019Q3 已经触底反弹；2) 后处理系统：公司对 SCR、POC、TWC 等产品均有布局，随着国六排放标准实施，单车配套价值量有望提升，带动后处理业务稳健增长；3) 进气系统：顺应涡轮增压化趋势，乘用车配套业务有望取得突破。

#### ▶ 战略布局燃料电池，培育新的业务增长点

2019年3月，公司公告以726万欧元收购丹麦 IRD 66%的股权。IRD 致力于燃料电池核心部件的研发和生产，主要产品包括膜电极 (MEA) 和石墨复合双极板 (BPP)。IRD 在丹麦和美国设有生产基地，在欧洲、美国和中国拥有稳定的客户资源。布局燃料电池是公司向新能源领域转型升级的重要一步，同时燃料电池也是公司重要合作伙伴/第二大股东博世重点发力方向。2019年11月，博世中国氢燃料电池中心在威孚高科所在地无锡奠基，并计划于2021年小批量生产。我们认为公司与博世在燃料电池领域大概率会复制双方在柴油机高压共轨业务中的合作模式，中长期来看，燃料电池核心部件将成为新的业务增长点。

#### ▶ 回购股份实施股权激励，有效带动管理层积极性

2020年2月15日，公司公告拟以自有资金以集中竞价的方式回购股份，回购金额3~6亿元，回购价格不超过24元/股，回购股份拟全部用于实施股权激励。公司属无锡产业发展集团控股的地方国有企业，本次方案落地后将是公司首次实施股权激励计划，有助于带动管理层积极性，提升工作效率，促进公司健康稳定长远发展，并有效增强投资者信心。

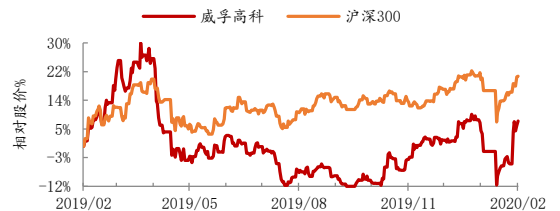
### 投资建议

公司传统主业经营稳健，下游库存周期扰动因素消除后燃油喷射系统业务已恢复增长，同时排放升级将带动后处理系统和进气系统业务稳健增长。布局燃料电池打开新的成长空间，

### 评级及分析师信息

评级：增持  
上次评级：首次覆盖  
目标价格：23.80  
最新收盘价：19.92

股票代码：000581  
52周最高价/最低价：25.7/16.38  
总市值(亿)：200.98  
自由流通市值(亿)：166.63  
自由流通股数(百万)：836.49



分析师：崔琰  
邮箱：cuiyan@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120519080006

联系人：刘静远  
邮箱：liujy1@hx168.com.cn

中长期有望复制公司在高压共轨领域取得的优异成绩。

预计公司 2019-21 年的 EPS 为 2.21/2.38/2.55 元，当前股价对应 PE 为 9.0/8.4/7.8x，参考可比公司给予 2020 年 10 倍 PE 估值，对应目标价 23.80 元，首次覆盖给予“增持”评级。

### 风险提示

重卡、工程机械等下游需求低迷导致传统业务业绩不达预期，燃料电池等新业务拓展不达预期，原材料价格上涨。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9017.28	8721.67	8220.06	8469.95	8857.03
YoY (%)	40.40	-3.28	-5.75	3.04	4.57
归母净利润(百万元)	2571.34	2396.08	2228.92	2397.89	2569.44
YoY (%)	53.77	-6.82	-6.98	7.58	7.15
毛利率 (%)	25.01	23.27	21.73	22.16	22.50
每股收益(元)	2.55	2.37	2.21	2.38	2.55
ROE (%)	17.33	15.06	13.07	13.15	13.18
市盈率	7.82	8.39	9.02	8.38	7.82

资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	8721.67	8220.06	8469.95	8857.03	净利润	2466.29	2260.11	2431.44	2605.40
YoY (%)	-3.28%	-5.75%	3.04%	4.57%	折旧和摊销	304.29	293.19	311.19	329.19
营业成本	6691.86	6433.84	6592.62	6864.46	营运资金变动	-81.65	81.01	-43.06	-58.79
营业税金及附加	65.39	61.63	63.50	66.40	经营活动现金流	874.38	925.97	883.72	952.32
销售费用	237.84	217.83	224.45	234.71	资本开支	-562.92	-325.97	-325.97	-325.97
管理费用	585.01	543.35	559.86	585.45	投资	-803.89	0.00	0.00	0.00
财务费用	-17.39	-23.40	-42.05	-58.82	投资活动现金流	-206.43	1428.24	1467.36	1576.21
资产减值损失	250.87	70.12	1.73	2.96	股权募资	0.80	0.00	0.00	0.00
投资收益	1955.67	1754.21	1793.33	1902.18	债务募资	45.93	0.00	0.00	0.00
营业利润	2610.90	2363.02	2544.67	2729.10	筹资活动现金流	-1214.85	-1110.54	-1233.35	-1320.85
营业外收支	-8.71	33.19	33.19	33.19	现金净流量	-546.89	1243.67	1117.73	1207.68
利润总额	2602.18	2396.22	2577.86	2762.30	<b>主要财务指标</b>				
所得税	135.89	136.11	146.42	156.90	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	2466.29	2260.11	2431.44	2605.40	营业收入增长率	-3.28%	-5.75%	3.04%	4.57%
归属于母公司净利润	2396.08	2228.92	2397.89	2569.44	净利润增长率	-6.82%	-6.98%	7.58%	7.15%
YoY (%)	-6.82%	-6.98%	7.58%	7.15%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	2.37	2.21	2.38	2.55	毛利率	23.27%	21.73%	22.16%	22.50%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率	28.28%	27.50%	28.71%	29.42%
货币资金	2616.32	3859.99	4977.72	6185.40	总资产收益率 ROA	11.47%	10.07%	10.23%	10.32%
预付款项	94.65	91.00	93.25	97.09	净资产收益率 ROE	15.06%	13.07%	13.15%	13.18%
存货	1438.53	1402.49	1437.10	1496.36	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	7784.62	7751.68	7846.51	7993.41	流动比率	<b>3.08</b>	<b>3.32</b>	<b>3.55</b>	<b>3.76</b>
流动资产合计	11934.12	13105.17	14354.59	15772.27	速动比率	2.69	2.94	3.17	3.38
长期股权投资	4976.77	4976.77	4976.77	4976.77	现金比率	0.68	0.98	1.23	1.47
固定资产	2707.37	2714.19	2703.00	2673.82	资产负债率	21.25%	20.41%	19.66%	19.13%
无形资产	324.89	324.89	324.89	324.89	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	8957.92	9030.80	9085.69	9122.57	总资产周转率	0.42	0.38	0.37	0.37
资产合计	20892.04	22135.97	23440.27	24894.84	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	298.93	298.93	298.93	298.93	每股收益	2.37	2.21	2.38	2.55
应付账款及票据	3065.70	3165.38	3243.49	3377.24	每股净资产	15.77	16.90	18.07	19.32
其他流动负债	507.65	486.49	498.73	519.16	每股经营现金流	0.87	0.92	0.88	0.94
流动负债合计	3872.29	3950.79	4041.16	4195.32	每股股利	1.20	1.10	1.21	1.29
长期借款	30.00	30.00	30.00	30.00	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	537.78	537.78	537.78	537.78	PE	8.39	9.02	8.38	7.82
非流动负债合计	567.78	567.78	567.78	567.78	PB	1.12	1.13	1.05	0.99
负债合计	4440.07	4518.58	4608.94	4763.11					
股本	1008.95	1008.95	1008.95	1008.95					
少数股东权益	538.14	569.33	602.89	638.84					
股东权益合计	16451.97	17617.39	18831.33	20131.73					
负债和股东权益合计	20892.04	22135.97	23440.27	24894.84					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。