

**威孚高科 (000581)**

**买入/维持评级**

股价: RMB32.2

**分析师**

姚宏光  
SAC 执业证书编号:s1000510120005  
(0755)8249 2723  
yaohg@mail.htlhsc.com.cn

**联系人**

周力维  
(0755)8212 5072  
zhouliwei@mail.htlhsc.com.cn

孙景开

(0755)8277 6409  
sunjingkai@mail.htlhsc.com.cn

**真实业绩符合预期**

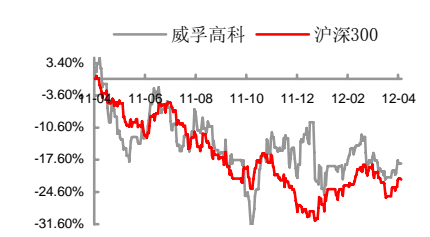
**年报暨一季报点评**

- 11年, 公司净利润 12.04 亿, 同比下滑 10%, 摊薄后 EPS 1.77 元, 业绩低于我们预期。三包费用在 Q4 大幅增长, 导致全年共计 1.5 亿 (10 年约 5200 万)。我们认为, 这体现了公司新任管理层在会计处理上的谨慎。若扣除会计处理因素, 11 年业绩符合我们预期。
- 12Q1 公司净利润 2.47 亿, 同比下滑 15%。由于 12Q1 重卡市场下滑较大, 公司业绩符合预期, 我们预期 12 年重卡市场同比增速将逐季提升。
- 本部稳定:** 11 年本部贡献净利润约 2.08 亿, 全年 pw2000 泵实现销售 35 万套, 竞争对手山东龙口质量问题促使 11Q4 订单达到 6 万套。12Q1 销量约为 8 万套, 由于公司市场份额仍在提升, 预计全年销量为 40 万套。
- 博世汽柴受行业影响较大:** 11 年博世 DS 实现收入 50 亿, 净利润 7.44 亿, 同比下滑 43%。重卡行业下滑以及柴油机厂家清库存导致全年中重型共轨销售仅 28 万套 (10 年 38 万套), 轻型共轨 30 万套。12 年, 中重型共轨的市场份额仍将稳步提升, 且不受柴油机厂家清库存影响, 预计中重型共轨销量增长 7%, 轻型共轨销量也将小幅提升。
- 威孚 DS 增长喜人:** 11 年威孚 DS 实现净利润约 2.6 亿, 同比增长 30%。全年 P 型喷油器实现销售约 500 万套, 共轨泵约 20 万套。12 年, P 型喷油器有望增长 10%, 且为博世 DS 配套的共轨泵比例有望继续提高。
- 威孚金宁增速较快:** 11 年净利润 1.96 亿, 同比增长 20%, 电控 VE 分配泵销量涨至 28 万套, 且传统分配泵也保持了稳定。12 年, 考虑到轻型商用车市场的增长以及市场份额的提升, 电控 VE 泵销量有望增长 20%。
- 威孚力达略有下滑 (含威孚环保):** 11 年实现净利润 0.93 亿元, 同比下滑 25%, 自主品牌的弱势以及贵金属原材料成本的上涨导致产品毛利率下降。12 年乘用车市场的稳步增长有望促使力达净利润反弹至 1.3 亿元。
- 预计公司 12、13 年 EPS 分别为 2.30 元、2.98 元, 对应 PE 为 14x、10.8x, 尽管当前重卡市场存在一定不确定性, 但基于公司的长期成长性, 当前估值仍然具有充分的安全边际和吸引力, 维持“买入”评级。

**基础数据**

总股本 (百万股)	680
流通 A 股 (百万股)	565
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	18,268

**最近 52 周股价走势图**



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

**经营预测与估值**

	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5898	6600	7260
(+/-%)		11.9	10.0
归属母公司净利润(百万元)	1204	1565	2028
(+/-%)		30.0	29.5
EPS(元) (全面摊薄)	1.77	2.30	2.98
P/E(倍)	18.2	14.0	10.8

## 公司会计处理过于谨慎

公司 11 年三季报的递延所得税资产为 4660 万，与 10 年末相比基本没有变化，11 年四季度新增加了 3673 万递延所得税资产。产生这个所得税差异的约一半的原因是 4 季度大量计提的三包费用，跟三季报对比我们估计多计提的三包费用能影响大约 1 亿的税前利润，其次是递延收益、内部未实现利润、应付工资的计提。单纯从递延所得税上看，11 年共大约产生了约 2 亿的暂时性差异，且基本产生于第四季度。

我们认为三包费用在第四季度的大幅增长主要源于会计处理的谨慎，而不是公司产品未来的服务费用预期会提高，我们的理由是 12 年 1 季度公司的销售费用又重新回归正常，约 3200 万，作为销售费用的一部分，三包费用必然低于 3200 万，意味着重新恢复到之前较一贯的水平。以次推测，递延收益、内部未实现利润、应付工资的计提也可能源于会计处理的谨慎。

我们认为公司会计处理谨慎可能由于新管理层在 12 年 3 月份的上任。扣除这个因素，公司业绩符合我们预期。

表格 1：已确认的递延所得税资产

项目	2011-12-31	2010-12-31
资产减值准备	37,032,532.19	40,718,248.30
子公司经营亏损	2,390,241.42	1,399,687.24
递延收益	8,847,000.00	--
内部未实现利润	4,458,291.48	--
应付工资、预提三包费等	30,603,817.94	4,190,910.17
小计	83,331,883.03	46,308,844.71

资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

表格 2：引起暂时性差异的资产或负债项目对应的暂时性差异

项目	2011-12-31	2012-12-31
坏账准备	26,396,861.34	72,762,060.51
存货跌价准备	104,443,291.56	120,874,024.26
长期股权投资减值准备	52,489,006.95	52,489,006.95
固定资产减值准备	104,239,630.38	106,332,584.16
在建工程减值准备	4,469,121.67	4,669,298.50
无形资产减值准备	16,646,900.00	16,646,900.00
子公司经营亏损	24,147,907.52	23,341,031.22
递延收益	58,980,000.00	--
内部未实现利润	24,645,429.09	--
其他	204,025,452.84	27,939,394.46
合计	620,483,601.35	425,054,300.06

资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

**表格 3：三包费用是公司销售费用大幅增长的原因**

项 目	2011 年度	2010 年度
工资及工资性费用	27,118,345.36	19,415,891.83
办公物料消耗及差旅费	8,922,917.25	6,411,306.11
运输费	15,658,263.13	14,207,288.85
仓库经费	7,970,411.59	8,370,905.21
三包费用	150,068,764.30	52,415,625.06
其他	17,148,510.04	22,633,140.90
销售费用合计	226,887,211.67	123,454,157.96

资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

## 盈利预测

**表格 4：威孚高科业绩预测/百万**

	2011A		2012E		2013E	
	盈利	贡献利润	盈利	贡献利润	盈利	贡献利润
本部业务	208	208	260	260	262	262
威孚 DS (09 年 70%，10 年 100%)	256	256	345	345	403	403
威孚金宁 (80%)	196	156	271	217	313	250
威孚力达 (94.5%，含环保)	93	88	130	123	279	264
其中：国四后处理系统	0	0	0	0	142	135
博世 DS (31.5%)	744	234	959	302	1578	497
中联电子 (20%)	971	194	1165	233	1305	261
其他		68		85		90
合计 (税后)		1204		1565		2028
股本		680		680		680
每股收益 (元)		1.77		2.30		2.98

数据来源：华泰联合证券研究所预测

## 风险提示

2012 年重卡市场低于预期

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起6个月内  
 基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

**股票评级**

买入 股价超越基准20%以上  
 增持 股价超越基准10%-20%  
 中性 股价相对基准波动在±10%之间  
 减持 股价弱于基准10%-20%  
 卖出 股价弱于基准20%以上

**行业评级**

增持 行业股票指数超越基准  
 中性 行业股票指数基本与基准持平  
 减持 行业股票指数明显弱于基准

**深圳**

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
 邮政编码: 518048  
 电话: 86 755 8249 3932  
 传真: 86 755 8249 2062  
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
 邮政编码: 200120  
 电话: 86 21 5010 6028  
 传真: 86 21 6849 8501  
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**免责声明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。