

威孚高科 (000581.SZ)

汽车零部件行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

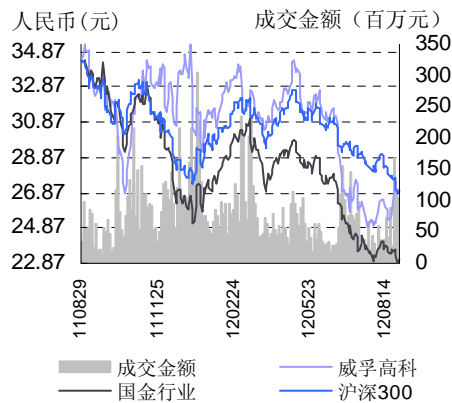
市价(人民币): 27.06元

行业低迷致业绩下滑

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	409.01
总市值(百万元)	184.04
年内股价最高最低(元)	35.27/24.90
沪深 300 指数	2238.41
深证成指	8400.36



相关报告

- 《行业回升在即,业绩有望恢复增长》, 2012.4.18
- 《柴油机国IV升级的首要受益者》, 2012.3.13

吴文利 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)61038231
wuwz@gjzq.com.cn

厉叶淼 联系人
(8621)61038244
liyem@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	2.363	2.123	1.331	1.648	2.400
每股净资产(元)	7.24	8.93	12.53	14.05	16.32
每股经营性现金流(元)	0.95	0.58	1.61	0.97	1.25
市盈率(倍)	15.72	16.90	20.33	16.42	11.27
行业优化市盈率(倍)	25.99	9.71	9.16	9.16	9.16
净利润增长率(%)	199.02%	-10.12%	-24.87%	23.82%	45.66%
净资产收益率(%)	32.64%	23.79%	10.62%	11.73%	14.71%
总股本(百万股)	567.28	567.28	680.13	680.13	680.13

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

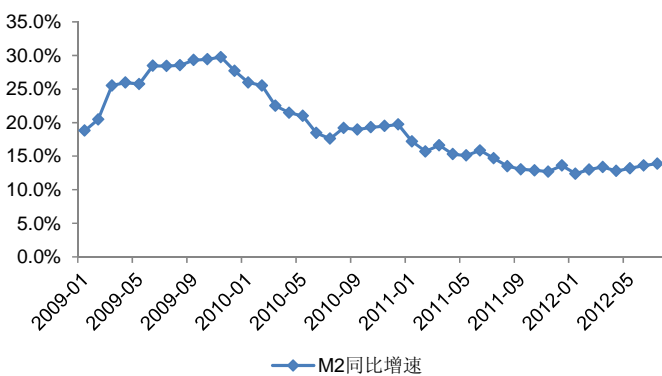
- 上半年,公司实现营收 26.23 亿元,同比下滑 20.0%;归属母公司股东净利润 4.46 亿元,同比下滑 30.8%,对应摊薄后 EPS 为 0.66 元;第二季度,公司营收同比下滑 22.7%,归属母公司股东净利润同比下滑 43.7%,对应摊薄后 EPS 为 0.29 元。

经营分析

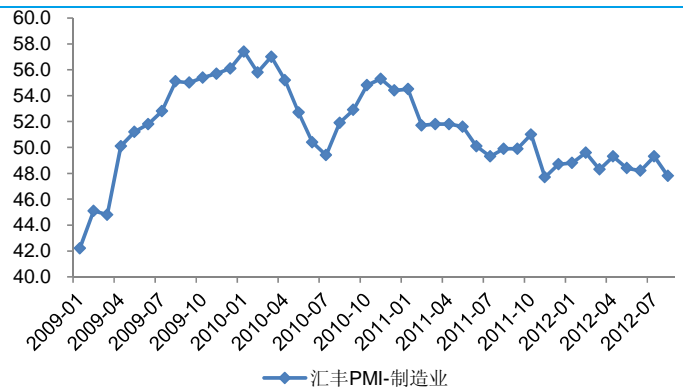
- 重卡行业低迷致燃油喷射业绩大幅下滑:**上半年,国内重卡销量仅 37.1 万辆,同比累计下滑 31.8%,其中第二季度销量仅 16.8 万辆,同比下滑 33.6%;行业持续低迷的表现,使公司燃油喷射系统业务及相关子公司业绩大幅下滑,是公司中报业绩大幅下滑主要原因。上半年,公司燃油喷射系统营收 19.3 亿元,同比下滑 21.3%;毛利为 5.8 亿元,同比下滑 21.8%,所幸毛利率仍维持在 30.1%。
- 博世汽柴净利润及占比大幅下滑:**上半年,博世汽柴营收下滑 34.7%,净利率从 22.4%下滑至 15.1%,同比下滑 7.3 个百分点,导致其贡献的投资收益同比下滑 61.8%。上半年,博世汽柴贡献投资收益 6,377 万元,占当期 EPS 的 14.3%,较去年同期的 25.9%大幅下滑。我们认为,重型共轨销量下滑是公司营收下滑主因,而产品降价以及轻型共轨占比提升,则是净利率下滑的主因,预计这一局面在下半年仍将延续。公司向前两大股东购买的博世汽柴 2.5%股份,已在 2012 年上半年完成过户,第三季度开始持有博世汽柴的股份将从 31.5%增至 34.0%,有望增厚投资收益。
- 自主品牌低迷致后处理业绩小幅下滑:**公司当前的后处理系统主要配套自主品牌乘用车,上半年自主品牌乘用车销量下滑 0.16%,影响公司该业务表现。上半年,公司后处理业务营收(主要为封装与集成)同比下滑 8.6%;但毛利率提升 1.1 点至 15.30%,使毛利同比仅下滑 1.5%。主营催化剂的威孚环保营收下滑 4.7%,但净利率下滑 0.8 点至 9.1%,使净利润下滑 12.0%。我们认为,自主品牌下半年将面临更大的考验,零部件企业的售价与销量均将受到压制,预计后处理业绩仍将小幅下滑。

- **进气系统营收增长但毛利率下滑：**公司的四缸增压器当前主要配套轻卡、轻客等的轻柴，上半年轻卡销量仅下滑 6.5%、轻客销量则增长 1.0%，使进气系统营收同比仍实现 9.6% 的增长，但其毛利率从 41.3% 下滑至 29.1%，致毛利同比下滑 22.8%。下半年，预计轻卡与轻客行业销量仍将较为平缓，预计进气系统仍将延续上半年局面。此外，公司六缸柴油机增压器与汽油机增压器均尚处研发阶段，未来有望贡献较大增量。
- **中联电子业绩有所下滑：**上半年，狭义乘用车销量同比增长 8.2%，其中合资品牌销量同比增长约 13%，但中联电子业绩且有所下滑；公司上半年营收同比下滑 20.8%，净利润下滑 23.9%，均远低于行业表现。我们认为，整车厂较为严峻的价格战，可能是公司业绩下滑的重要原因。上半年，公司贡献投资收益 6,414 万元，占当期归属母公司股东净利润的 14.4%，较去年同期 13.1% 提升 1.4 个百分点。
- **第二季度盈利能力开始恶化，预计下半年难以改善：**第二季度，公司毛利率为 24.01%，同比下滑 1.2 个百分点，环比下滑 4.3 个百分点；虽然当季三项费用同比下滑 0.8%，但营收大幅下滑致三项费率提升 2.9 个点，此外投资收益的下滑也拖累了净利率；第二季度，公司净利率为 16.88%，同比下滑 5.6 个百分点，环比下滑 2.6 个百分点。上半年，公司毛利率为 26.19%，同比提升 0.2 个百分点；净利率为 18.03%，同比下滑 2.5 个点。从目前看，下半年重卡行业仍将低迷，故预计公司盈利能力将难以改善。
- **重卡行业依旧低迷：**宏观经济的持续低迷，是重卡销量持续下行的根本原因；虽然 M2 增速从 2012 年 1 月开始持续回升，但总体仍处于较低水平，而宏观经济整体的下行已非轻微的货币放松所能改变，汇丰制造业 PMI 8 月预览值下滑至 47.8，表明经济仍未有企稳迹象。在国家不出台重大刺激政策的前提下，我们预计全年重卡销量将下滑约 20%，预计下半年仍将下滑约 5%-10%。对威孚高科而言，重卡销量的持续低迷，将使公司燃油喷射系统与进气系统业务面临较大压力，我们预计其下半年业绩仍将有所下滑。

图表1：近期 M2 月度同比增速



图表2：近期汇丰制造业 PMI 指数



来源：WIND、国金证券研究所

注：2012 年 8 月 PMI 为预览值

- **国 IV 实施后公司业绩有望高速增长：**2013 年 7 月开始，车用柴油机将实施国 IV 排放标准，对威孚高科的业绩带动非常明显：燃油喷射系统方面，博世汽柴将充分受益国 IV 升级后高压共轨市场份额的提高，威孚汽柴的高压油泵业务专门为博世配套，也将充分受益；公司本部开发的 WAPS 则有望抢占低端共轨市场份额，与博世系统形成高低搭配，共同抢占共轨市场。后处理系统方面，公司研发的 SCR、DOC、POC、DPF 等具有明显的竞争优势，且已在部分主机厂适配，有望充分受益国 IV 标准实施后柴油

机后处理系统的需求爆发。我们预计，公司 2013 年尤其是 2014 年业绩有望实现高速增长。

盈利预测

- 我们预计公司 2012-2014 年归属母公司股东净利润则分别为 9.1、11.2、16.3 亿元，同比分别下滑 24.9%、增长 23.8%、增长 45.7%，按最新股本摊薄后 EPS 分别为 1.33、1.65 与 2.40 元。

估值与投资建议

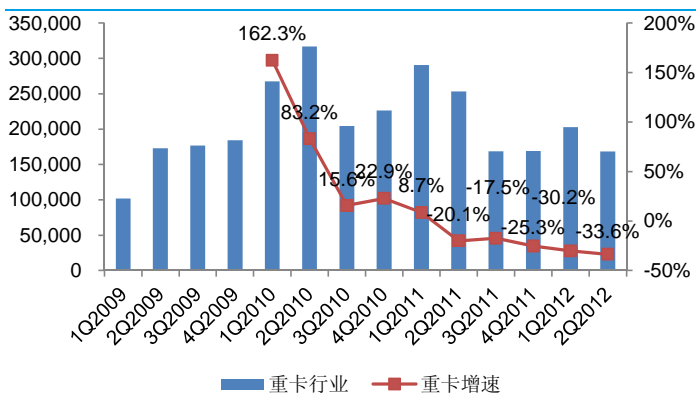
- 公司目前股价为对应 2012 年 PE 为 20 倍，公司具有核心技术且充分受益排放法规升级的零部件龙头企业，2014 年业绩有望爆发性增长，我们维持其“增持”评级。

图表3: 威孚高科及其主要子公司盈利预测汇总 (万元)

分类	子公司	持股比例	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
燃油喷射系统	本部及其他	100.00%	27,826	32,420	20,000	24,729	25,460
	威孚汽柴	100.00%	20,000	18,999	14,951	17,125	17,261
	威孚金宁	80.00%	12,920	15,650	15,658	20,095	29,044
	博世汽柴	31.50%	40,975	23,460	13,252	19,018	46,800
后处理系统	威孚力达	94.81%	11,753	8,793	8,635	9,521	21,440
	威孚环保	49.00%					
进气系统	宁波天力	51.00%	600	1,714	2,642	5,901	7,594
	威孚英迈特	100.00%					
汽油发动机	中联电子	20.03%	19,956	19,426	15,541	15,541	15,541
归属母公司股东净利润			134,029	120,462	90,679	111,928	163,139
同比增速				-10.1%	-24.7%	23.4%	45.8%
每股收益-摊薄后(元)			2.36	1.77	1.33	1.65	2.40

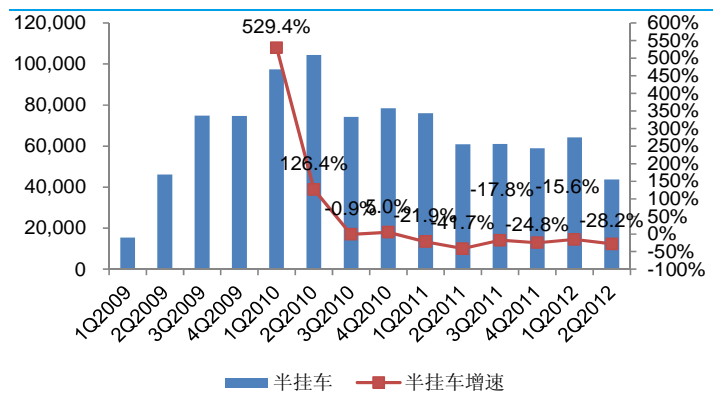
来源: 公司资料、国金证券研究所

图表4: 重卡行业季度销量及增速



来源: 中汽协、国金证券研究所

图表5: 半挂车行业季度销量及增速



图表6: 公司业务分拆及预测

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
汽车燃油喷射系统						
销售收入(百万元)	2,331	4,172	4,330	3,464	4,503	5,178
增长率(YOY)	-16.75%	79.02%	3.78%	-20.00%	30.00%	15.00%
毛利率	23.59%	31.92%	31.40%	31.00%	30.00%	31.50%
销售成本(百万元)	1,781	2,840	2,970	2,390	3,152	3,547
增长率(YOY)	-21.07%	59.49%	4.58%	-19.54%	31.88%	12.54%
毛利(百万元)	549.70	1,331.86	1,359.43	1,073.77	1,350.87	1,631.17
增长率(YOY)	1.22%	142.29%	2.07%	-21.01%	25.81%	20.75%
占总销售额比重	75.65%	77.68%	73.41%	71.97%	74.43%	68.10%
占主营业务利润比重	90.87%	89.27%	85.85%	83.75%	83.80%	79.24%
汽车后处理系统						
销售收入(百万元)	424.4	626.6	864.2	795.1	826.9	1,612.4
增长率(YOY)	81.38%	47.63%	37.93%	-8.00%	4.00%	95.00%
毛利率	15.97%	15.00%	14.67%	15.00%	15.00%	16.50%
销售成本(百万元)	357	533	737	676	703	1,346
增长率(YOY)	71.73%	49.32%	38.48%	-8.36%	4.00%	91.56%
毛利(百万元)	67.77	94.02	126.75	119.26	124.03	266.05
增长率(YOY)	157.54%	38.74%	34.81%	-5.90%	4.00%	114.50%
占总销售额比重	13.78%	11.67%	14.65%	16.52%	13.67%	21.20%
占主营业务利润比重	11.20%	6.30%	8.00%	9.30%	7.69%	12.92%
进气系统						
销售收入(百万元)	16	43	153	168	303	364
增长率(YOY)	N/A	177.22%	253.72%	10.0%	80.00%	20.0%
毛利率	20.82%	17.88%	37.60%	30.00%	31.50%	32.00%
销售成本(百万元)	12	36	96	118	208	247
增长率(YOY)	N/A	187.50%	168.77%	23.40%	76.14%	19.12%
毛利(百万元)	3.25	7.74	57.58	50.54	95.51	116.43
增长率(YOY)	N/A	138.12%	643.86%	-12.24%	89.00%	21.90%
占总销售额比重	0.51%	0.81%	2.60%	3.50%	5.01%	4.78%
占主营业务利润比重	0.54%	0.52%	3.64%	3.94%	5.92%	5.66%
其他						
销售收入(百万元)	310	529	551	386	417	450
增长率(YOY)	N/A	70.69%	4.13%	-30.00%	8.00%	8.00%
毛利率	-5.08%	11.03%	7.21%	10.00%	10.00%	10.00%
销售成本(百万元)	326	471	511	347.16	374.93	404.93
增长率(YOY)	N/A	44.51%	8.60%	-32.11%	8.00%	8.00%
毛利(百万元)	-15.76	58.39	39.73	38.57	41.66	44.99
增长率(YOY)	N/A	-470.41%	-31.97%	-2.91%	8.00%	8.00%
占总销售额比重	10.06%	9.85%	9.34%	8.01%	6.89%	5.92%
占主营业务利润比重	-2.61%	3.91%	2.51%	3.01%	2.58%	2.19%
销售总收入(百万元)	3,080.6	5,371.2	5,898.1	4,813.0	6,049.6	7,604.5
销售总成本(百万元)	2,475.7	3,879.2	4,314.6	3,530.9	4,437.5	5,545.9
毛利(百万元)	604.9	1,492.0	1,583.5	1,282.1	1,612.1	2,058.6
平均毛利率	19.64%	27.78%	26.85%	26.64%	26.65%	27.07%

来源: 公司资料、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	3,081	5,371	5,898	4,813	6,050	7,605	货币资金	425	597	855	3,992	4,251	5,073
增长率		74.4%	9.8%	-18.4%	25.7%	25.7%	应收款项	1,205	1,842	2,406	1,886	2,360	2,959
主营业务成本	-2,476	-3,879	-4,315	-3,531	-4,438	-5,546	存货	589	918	884	737	926	1,158
%销售收入	80.4%	72.2%	73.2%	73.4%	73.4%	72.9%	其他流动资产	164	114	194	150	189	236
毛利	605	1,492	1,583	1,282	1,612	2,059	流动资产	2,383	3,471	4,338	6,766	7,725	9,426
%销售收入	19.6%	27.8%	26.8%	26.6%	26.6%	27.1%	%总资产	47.3%	51.3%	54.7%	63.7%	63.7%	66.2%
营业税金及附加	-18	-32	-33	-29	-36	-46	长期投资	1,348	1,897	1,791	1,791	1,791	1,791
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	1,185	1,252	1,456	1,697	2,195	2,584
营业费用	-95	-123	-227	-183	-236	-289	%总资产	23.5%	18.5%	18.4%	16.0%	18.1%	18.1%
%销售收入	3.1%	2.3%	3.8%	3.8%	3.9%	3.8%	无形资产	74	95	261	288	325	360
管理费用	-319	-457	-428	-385	-490	-608	非流动资产	2,653	3,291	3,591	3,860	4,395	4,819
%销售收入	10.4%	8.5%	7.3%	8.0%	8.1%	8.0%	%总资产	52.7%	48.7%	45.3%	36.3%	36.3%	33.8%
息税前利润 (EBIT)	173	879	896	685	850	1,116	资产总计	5,036	6,762	7,929	10,626	12,120	14,245
%销售收入	5.6%	16.4%	15.2%	14.2%	14.0%	14.7%	短期借款	533	270	498	0	0	0
财务费用	-31	-33	-26	21	41	52	应付款项	1,165	1,690	1,601	1,272	1,599	1,998
%销售收入	1.0%	0.6%	0.4%	-0.4%	-0.7%	-0.7%	其他流动负债	215	421	395	416	490	583
资产减值损失	-49	-50	-6	-9	-13	-13	流动负债	1,912	2,381	2,495	1,687	2,089	2,581
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	3	3	0	0	0	1
投资收益	372	690	498	349	410	721	其他长期负债	28	32	94	91	91	91
%税前利润	77.1%	46.0%	35.6%	32.9%	31.2%	37.7%	负债	1,944	2,416	2,589	1,779	2,180	2,673
营业利润	464	1,486	1,361	1,046	1,287	1,877	普通股股东权益	2,863	4,106	5,064	8,521	9,553	11,097
营业利润率	15.1%	27.7%	23.1%	21.7%	21.3%	24.7%	少数股东权益	230	240	276	326	386	474
营业外收支	18	14	36	15	25	35	负债股东权益合计	5,036	6,762	7,929	10,626	12,120	14,245
税前利润	483	1,500	1,397	1,061	1,312	1,912	比率分析						
利润率	15.7%	27.9%	23.7%	22.0%	21.7%	25.1%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-19	-118	-141	-106	-131	-191	每股指标						
所得税率	3.9%	7.9%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.790	2.363	2.123	1.331	1.648	2.400
净利润	464	1,381	1,256	955	1,181	1,720	每股净资产	5.046	7.238	8.927	12.528	14.046	16.316
少数股东损益	15	41	51	50	60	88	每股经营现金净流	0.381	0.945	0.575	1.605	0.973	1.255
归属于母公司的净利润	448	1,340	1,205	905	1,121	1,632	每股股利	0.150	0.435	0.300	0.130	0.130	0.130
净利率	14.5%	25.0%	20.4%	18.8%	18.5%	21.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.66%	32.64%	23.79%	10.62%	11.73%	14.71%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	8.90%	19.82%	15.19%	8.52%	9.25%	11.46%
净利润	464	1,381	1,256	955	1,181	1,720	投入资本收益率	4.58%	17.52%	13.78%	6.97%	7.69%	8.68%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	201	190	145	180	229	288	主营业务收入增长率	1.56%	74.36%	9.81%	-18.40%	25.69%	25.70%
非经营收益	-336	-664	-510	-350	-435	-756	EBIT增长率	172.37%	408.63%	1.85%	-23.48%	24.00%	31.28%
营运资金变动	-113	-371	-564	307	-313	-399	净利润增长率	131.74%	199.02%	-10.12%	-24.87%	23.82%	45.66%
经营活动现金净流	216	537	326	1,092	662	853	总资产增长率	9.53%	34.27%	17.27%	34.01%	14.06%	17.53%
资本开支	-105	-215	-540	-426	-725	-665	资产管理能力						
投资	-11	-71	-21	0	0	0	应收账款周转天数	71.9	59.3	67.0	67.0	67.0	67.0
其他	160	268	598	349	410	721	存货周转天数	80.8	70.9	76.2	76.2	76.2	76.2
投资活动现金净流	45	-18	37	-77	-315	56	应付账款周转天数	100.5	96.8	105.4	105.4	105.4	105.4
股权募资	2	3	10	2,640	0	0	固定资产周转天数	136.6	75.4	84.0	113.6	108.3	102.5
债权募资	-317	-263	225	-498	0	1	偿债能力						
其他	-113	-121	-317	-20	-88	-88	净负债/股东权益	3.57%	-7.45%	-6.69%	-45.12%	-42.76%	-43.83%
筹资活动现金净流	-428	-381	-82	2,123	-88	-87	EBIT利息保障倍数	5.5	26.4	34.0	-32.8	-20.9	-21.3
现金净流量	-168	138	281	3,137	258	822	资产负债率	38.60%	35.73%	32.65%	16.74%	17.99%	18.76%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	4	4	15
买入	0	0	1	1	7
持有	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	1.00	1.17	1.18	1.37
评分	0	1.00	1.17	1.23	1.30

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-04-24	增持	39.68	N/A
2 2012-03-13	增持	32.29	32.55 ~ 39.06
3 2012-04-18	增持	31.69	N/A

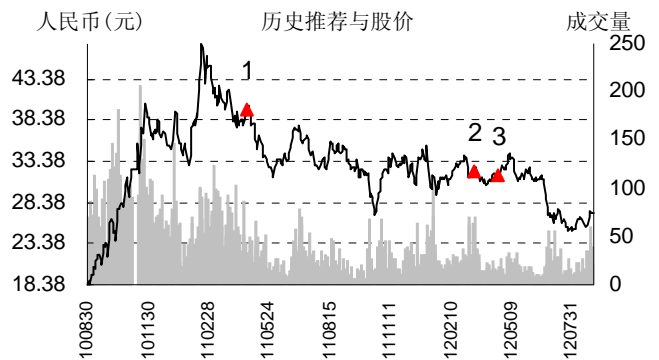
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B