

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

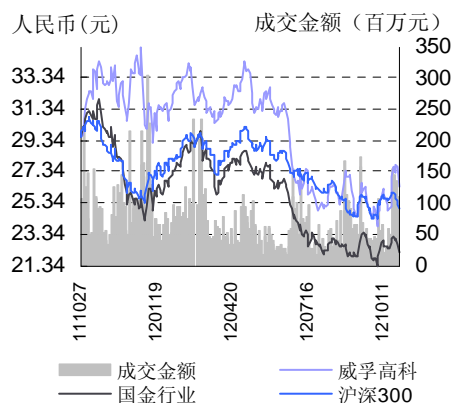
市价(人民币): 26.45元

业绩拐点尚未到来

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)	409.00
总市值(百万元)	179.90
年内股价最高最低(元)	35.23/23.90
沪深300指数	2247.91
深证成指	8414.85



相关报告

1. 《行业低迷致业绩下滑》, 2012.8.28
2. 《行业回升在即, 业绩有望恢复增长》, 2012.4.18
3. 《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	1.247	1.710	2.549
每股净资产(元)	7.24	8.93	12.44	14.02	16.44
每股经营性现金流(元)	0.95	0.58	1.52	0.94	1.21
市盈率(倍)	15.72	16.90	21.22	15.47	10.38
行业优化市盈率(倍)	25.99	9.71	9.41	9.41	9.41
净利润增长率(%)	199.02%	-10.12%	-29.62%	37.17%	49.09%
净资产收益率(%)	32.64%	23.79%	10.02%	12.19%	15.50%
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

- 前三季度, 公司实现营收 36.64 亿元, 同比累计下滑 17.75%; 实现归属母公司股东净利润为 6.09 亿元, 同比累计下滑 28.83%; 第三季度, 公司营收同比下滑 11.55%, 归属母公司股东净利润同比下滑 22.89%, 当季度 EPS 为 0.23 元。

经营分析

- **重卡销量持续低迷拖累公司业绩:** 前三季度, 重卡行业销量为 49.2 万辆, 同比累计下滑 30.9%; 第三季度, 重卡行业销量仅 12.08 万辆, 同比与环比分别下滑 28.3%与 28.2%, 低迷的行业景气度是公司业绩大幅下滑的直接原因。根据当前行业情况, 我们预计全年重卡销量约为 60-65 万辆, 同比累计下滑 26.3%-31.9%; 除非国家出台大力度的刺激政策, 否则公司第四季度业绩仍将受到行业低迷的制约。
- **博世汽柴第三季度股比提升致当季投资收益有所增长:** 第三季度, 公司实现投资收益 1.07 亿元, 当季同比与环比分别增加 42.2%与 2.3%, 其占归属母公司股东净利润比例达 65.6%; 第三季度, 公司持有博世汽柴股份从 31.5%增加至 34.0%股份, 故我们预计此变动是当季投资收益增厚的主要原因。前三季度, 公司实现投资收益 2.67 亿元, 同比累计下滑 27.7%, 其净利润贡献比例从上半年的 35.8%提升至 43.8%, 较去年同期亦提升 0.7 个点。
- **盈利能力持续下滑:** 第三季度, 公司毛利率为 22.98%, 同比与环比分别下滑 3.8 与 1.0 个百分点; 从目前看, 行业低迷与产能利用率下滑等消极因素在第四季度将依旧存在, 预计届时公司盈利能力仍将难有实质性改善。费率方面, 除财务费率同比有所下滑外, 收入的下滑致管理费率与销售费率在同比与环比均有所提升, 并使三项费率同比与环比分别提升 3.3 与 1.8 个百分点, 进而对净利率造成负面影响。
- **预测 2013 年重卡销量增速约为 15%:** 2012 年重卡行业销量大幅下滑已成定局, 我们预测全年重卡销量约在 60-65 万辆, 同比下滑 25%-32%。从现在看, 2013 年国内宏观经济有望企稳, 基建、地产等项目的投资增速有望从 2012 年的低谷中出现恢复性增长, 我们初步预测 2013 年重卡销量约为 70-75 万辆, 较 2012 年增长约 15%。

- **国 IV 再度推迟可能性较小，但执行力度值得关注，公司未来业绩将取决于此：**近段时间，有媒体报道国 IV 的实施时间可能再度推迟，我们认为工信部已经明文公告 2013 年 7 月 1 日为实施日期，再度推迟将使公众与业界对政府的公信力造成冲击，故延期的可能性相对较小；但考虑到当前油品质量普遍难以达标、尿素加注站尚未建设到位等的影响，标准实施后的执行力度仍有待跟踪。**对威孚而言，如果标准如期实施，且政府执行力度较严，则公司有望显著受益：**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。

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 8.5、11.6、17.3 亿元，同比分别下滑 29.6%、增长 37.2%、增长 49.1%，按最新股本摊薄后 EPS 分别为 1.25、1.71 与 2.55 元。

估值与投资建议

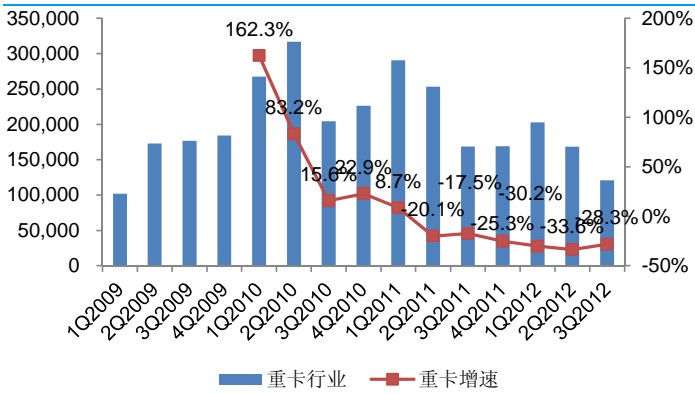
- 公司目前股价为对应 2012 年 PE 为 21.2 倍，公司具有核心技术且充分受益排放法规升级的零部件龙头企业，2013-2014 年业绩有望爆发性增长，我们维持其“增持”评级。

图表1: 威孚高科及其主要子公司盈利预测汇总 (万元)

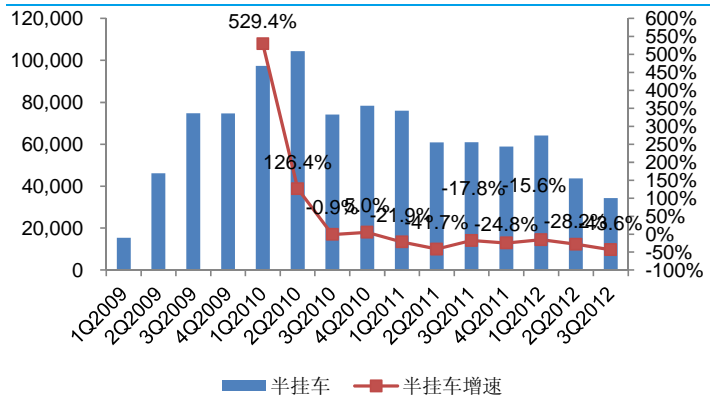
分类	持股比例	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	
燃油喷射系统	本部及其他	100.00%	27,826	31,835	17,000	23,391	20,532
	威孚汽柴	100.00%	20,000	19,659	13,852	17,131	19,208
	威孚金宁	80.00%	12,920	15,650	15,658	20,095	29,044
	博世汽柴	31.50%	40,975	23,460	12,910	28,314	63,946
后处理系统	威孚力达	94.81%	11,753	8,793	8,635	9,521	21,022
	威孚环保	49.00%					
进气系统	宁波天力	51.00%	600	1,639	1,210	2,650	4,455
	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	84,806	116,643	173,747
同比增速				-10.1%	-29.6%	37.5%	49.0%
每股收益-摊薄后(元)			2.36	1.77	1.25	1.71	2.55

来源：公司资料、国金证券研究所

图表2: 重卡行业季度销量及增速



图表3: 半挂车行业季度销量及增速



来源: 中汽协、国金证券研究所

图表4: 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	4,312	4,873
增长率(YOY)	-16.75%	79.02%	3.78%	-20.00%	24.50%	13.00%
毛利率	23.59%	31.92%	31.40%	30.20%	30.50%	32.50%
销售成本(百万元)	1,781	2,840	2,970	2,418	2,997	3,289
增长率(YOY)	-21.07%	59.49%	4.58%	-18.60%	23.96%	9.75%
毛利(百万元)	549.70	1,331.86	1,359.43	1,046.06	1,315.28	1,583.72
增长率(YOY)	1.22%	142.29%	2.07%	-23.05%	25.74%	20.41%
占总销售额比重	75.65%	77.68%	73.41%	71.97%	73.60%	66.76%
占主营业务利润比重	90.87%	89.27%	85.85%	83.92%	83.65%	78.81%
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%	14.00%	14.50%	16.40%
销售成本(百万元)	357	533	737	684	707	1,348
增长率(YOY)	71.73%	49.32%	38.48%	-7.28%	3.40%	90.67%
毛利(百万元)	67.77	94.02	126.75	111.31	119.90	264.44
增长率(YOY)	157.54%	38.74%	34.81%	-12.18%	7.71%	120.55%
占总销售额比重	13.78%	11.67%	14.65%	16.52%	14.11%	22.09%
占主营业务利润比重	11.20%	6.30%	8.00%	8.93%	7.63%	13.16%
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%	5.18%	4.98%
占主营业务利润比重	0.54%	0.52%	3.64%	4.05%	6.07%	5.79%
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%	7.11%	6.16%
占主营业务利润比重	-2.61%	3.91%	2.51%	3.09%	2.65%	2.24%
销售总收入(百万元)	3,080.6	5,371.2	5,898.1	4,813.0	5,859.1	7,299.2
销售总成本(百万元)	2,475.7	3,879.2	4,314.6	3,566.6	4,286.7	5,289.6
毛利(百万元)	604.9	1,492.0	1,583.5	1,246.5	1,572.3	2,009.6
平均毛利率	19.64%	27.78%	26.85%	25.90%	26.84%	27.53%

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	5,859	7,299	货币资金	425	597	855	3,938	4,278	5,228
增长率	74.4%	9.8%	-18.4%	21.7%	24.6%		应收款项	1,205	1,842	2,406	1,886	2,286	2,841
主营业务成本	-2,476	-3,879	-4,315	-3,567	-4,287	-5,290	存货	589	918	884	744	895	1,104
%销售收入	80.4%	72.2%	73.2%	74.1%	73.2%	72.5%	其他流动资产	164	114	194	152	182	225
毛利	605	1,492	1,583	1,246	1,572	2,010	流动资产	2,383	3,471	4,338	6,720	7,641	9,397
%销售收入	19.6%	27.8%	26.8%	25.9%	26.8%	27.5%	%总资产	47.3%	51.3%	54.7%	63.5%	63.5%	66.1%
营业税金及附加	-18	-32	-33	-29	-35	-44	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	-193	-240	-299	%总资产	23.5%	18.5%	18.4%	16.0%	18.2%	18.2%
%销售收入	3.1%	2.3%	3.8%	4.0%	4.1%	4.1%	无形资产	74	95	261	292	328	363
管理费用	-319	-457	-428	-409	-504	-628	非流动资产	2,653	3,291	3,591	3,864	4,398	4,823
%销售收入	10.4%	8.5%	7.3%	8.5%	8.6%	8.6%	%总资产	52.7%	48.7%	45.3%	36.5%	36.5%	33.9%
息税前利润 (EBIT)	173	879	896	616	793	1,039	资产总计	5,036	6,762	7,929	10,584	12,039	14,220
%销售收入	5.6%	16.4%	15.2%	12.8%	13.5%	14.2%	短期借款	533	270	498	0	0	0
财务费用	-31	-33	-26	20	41	86	应付款项	1,165	1,690	1,601	1,285	1,545	1,908
%销售收入	1.0%	0.6%	0.4%	-0.4%	-0.7%	-1.2%	其他流动负债	215	421	395	418	478	562
资产减值损失	-49	-50	-6	-9	-13	-12	流动负债	1,912	2,381	2,495	1,703	2,023	2,470
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	355	513	877	其他长期负债	28	32	94	91	91	91
%税前利润	77.1%	46.0%	35.6%	35.6%	37.7%	43.3%	负债	1,944	2,416	2,589	1,794	2,115	2,562
营业利润	464	1,486	1,361	983	1,334	1,989	普通股股东权益	2,863	4,106	5,064	8,464	9,538	11,184
营业利润率	15.1%	27.7%	23.1%	20.4%	22.8%	27.3%	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	10,584	12,039	14,220
税前利润	483	1,500	1,397	998	1,359	2,024	比率分析						
利润率	15.7%	27.9%	23.7%	20.7%	23.2%	27.7%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-19	-118	-141	-100	-136	-202	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	1.247	1.710	2.549
净利润	464	1,381	1,256	898	1,223	1,822	每股净资产	5.046	7.238	8.927	12.444	14.024	16.443
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	1.521	0.944	1.212
归属于母公司的净利润	448	1,340	1,205	848	1,163	1,734	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%	17.6%	19.8%	23.8%	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%	10.02%	12.19%	15.50%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	8.90%	19.82%	15.19%	8.01%	9.66%	12.19%
净利润	464	1,381	1,256	898	1,223	1,822	投入资本收益率	4.58%	17.52%	13.78%	6.31%	7.19%	8.02%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	201	190	145	180	228	288	主营业务收入增长率	1.56%	74.36%	9.81%	-18.40%	21.73%	24.58%
非经营收益	-336	-664	-510	-357	-538	-912	EBIT增长率	172.37%	408.63%	1.85%	-31.23%	28.75%	30.98%
营运资金变动	-113	-371	-564	313	-272	-373	净利润增长率	131.74%	199.02%	-10.12%	-29.62%	37.17%	49.09%
经营活动现金净流	216	537	326	1,034	642	825	总资产增长率	9.53%	34.27%	17.27%	33.48%	13.75%	18.11%
资本开支	-105	-215	-540	-430	-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	355	513	877	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	-75	-212	212	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	111.9	106.8
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%	-44.80%	-43.11%	-44.83%
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	-30.3	-19.4	-12.1
现金净流量	-168	138	281	3,083	341	949	资产负债率	38.60%	35.73%	32.65%	16.95%	17.56%	18.02%

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	0	7	8	11
买入	0	0	8	8	10
持有	0	0	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	1.71	1.69	1.66
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
4 2012-08-28	增持	27.06	N/A

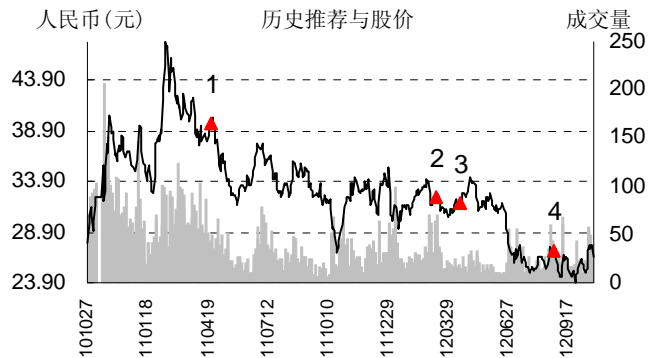
来源：国金证券研究所

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