

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

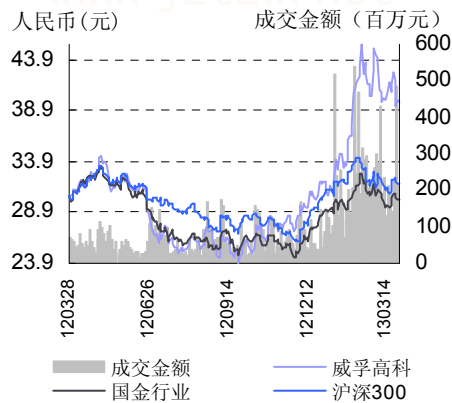
市价(人民币): 39.80元

静待国 IV 盛宴开启

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)	409.03
总市值(百万元)	270.69
年内股价最高最低(元)	45.40/23.90
沪深 300 指数	2583.53
深证成指	9225.13



相关报告

1. 《业绩拐点尚未到来》，2012.10.28
2. 《行业低迷致业绩下滑》，2012.8.28
3. 《行业回升在即,业绩有望恢复增长》，2012.4.18

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	2.123	1.308	1.803	3.009	3.974
每股净资产(元)	8.93	12.73	14.40	16.78	20.62
每股经营性现金流(元)	0.58	1.71	1.86	1.11	1.88
市盈率(倍)	-	30.44	22.07	13.23	10.01
行业优化市盈率(倍)	9.71	11.27	11.46	11.46	11.46
净利润增长率(%)	-10.12%	-26.17%	37.92%	66.83%	32.10%
净资产收益率(%)	23.79%	10.27%	12.52%	17.93%	19.27%
总股本(百万股)	567.28	680.13	680.13	680.13	680.13

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2012年,公司实现营收 50.15 亿元,同比累计下滑 14.97%;实现归属母公司股东净利润为 8.89 亿元,同比累计下滑 19.66%,对应最新摊薄后 EPS 为 1.31 元;第四季度,公司营收同比下滑 6.38%,归属母公司股东净利润同比下滑 19.66%,当季度 EPS 为 0.41 元。

经营分析

- **重卡销量持续低迷拖累燃油喷射系统业务:** 2012 年重卡销量仅 63.4 万辆,同比下滑 28.1%;其中高压共轨占比较高的牵引车仅 19.1 万辆,同比下滑 25.8%;受此拖累,公司燃油喷射系统多缸泵销量仅 139 万台,同比下滑 15.24%;燃油喷射系统营收同比下滑 15.29%,毛利率从 31.40%下滑至 28.08%,毛利同比下滑 24.25%。子公司方面,全年博世汽柴营收下滑 20%,净利润下滑 38.3%至 4.60 亿元,净利率从 14.8%下滑至 11.4%;此外,公司对博世汽柴的股比已从第三季度起增至 34.0%。燃油喷射系统业务的低迷,是公司业绩下滑的主要原因。
- **后处理业绩相对平稳:** 2012 年,公司销售净化器 123 万套,较 2011 年的 123 万套持平;后处理系统营收 8.30 亿元,同比下滑 3.9%;业务毛利率从 14.67%提升至 16.86%,全年毛利为 1.40 亿元,同比增长 10.5%。子公司方面,威孚力达全年营收 9.20 亿元,净利润 9,628 万元,同比增长 3.8%;威孚环保营收增长 2.3%至 10.30 亿元,净利润增长 1.1%至 8,571 万元,净利率维持在 8.3%左右。
- **进气系统销量平稳,但盈利能力下滑明显:** 公司 2010 年 10 月收购宁波天力,2012 年销售增压器 23 万套,较 2011 年增长 15%;进气系统营收 1.54 亿元,同比基本持平;但业务毛利率下滑 11.3 个百分点至 26.29%,使业务毛利同比下滑近 30%。2012 年,公司增压器业绩主要由宁波天力的四缸柴油机增压器贡献,威孚英迈特的六缸柴油机增压器与宁波天力的汽油机增压器均尚处研发阶段,未来有望贡献较大增量。

- **威孚金宁业绩较为稳健：**威孚金宁主要给轻型柴油机配套 VE 泵，2012 年轻卡行业销量同比下滑 1.9%，威孚金宁营收 9.48 亿元，净利润为 1.86 亿元，较 2011 年下滑 4.7%，净利率仍高达 19.7%，EPS 贡献从 2011 年的 13.0% 提升至 16.8%。2013 年，随着轻卡销量增速回暖，以及法规要求的升级，我们认为公司 VE 泵销量有望较快增长，产能利用率也有望随之提升，预计 2013 年威孚金宁净利润将较快增长。
- **中联电子业绩有所下滑，但业绩占比略有提升，投资收益总业绩贡献提升至 44.6%：**2012 年，中联电子营收 2.5 亿元，同比增长 3.8%；但净利润为 8.0 亿元，较 2011 年下滑 17.7%；因其余公司业绩下滑幅度更大，中联电子 EPS 贡献比例从 2011 年的 16.1% 提升至 18.0%。2012 年，公司整体投资收益为 3.96 亿元，对 EPS 的贡献比例为 44.6%，较 2011 年的 41.3% 提升 3.3 个百分点。
- **一季度重卡销量仍将大幅下滑，国 IV 执行情况将决定公司第二季度业绩：**1-2 月重卡累计销量仅 8.3 万辆，同比下滑 28.8%，低于市场预期；我们预测一季度销量约 15 万辆，同比下滑 26%。虽然近期国务院陆续出台加快油品质量升级、发布《关于加强内燃机节能减排的意见》等动作，但截至目前国 III 的车型公告仍未停止，国 IV 具体执行时间与力度仍存悬念。若国四实施后，高压共轨将成为主流技术路线。由于重卡从国三升级至国四将至少增加 1 万元的成本，且国四车辆还需定期添加尿素溶液，使用维护相对麻烦，我们预计部分客户将在第二季度开始提前购买。**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。
- **分配政策较为给力：**以 2012 年 12 月 31 日的公司总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元（含税），送红股 5 股（含税）。

盈利预测

- 我们预计公司 2013-2015 年归属母公司股东净利润则分别为 12.3、20.5、27.0 亿元，同比分别增长 37.9%、66.8%、32.1%，按最新股本摊薄后 EPS 分别为 1.80、3.01 与 3.97 元。

估值与投资建议

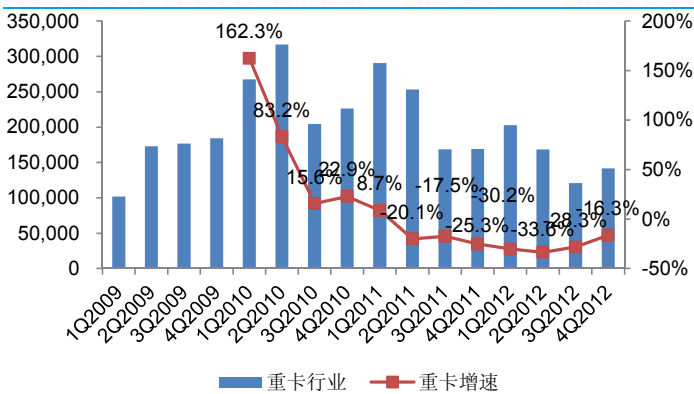
- 公司目前股价为对应 2013 年 PE 为 22.1 倍，公司具有核心技术且充分受益排放法规升级的零部件龙头企业，2013-2014 年业绩有望实现爆发性增长，我们维持其“增持”评级。

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	2015年
燃油喷射系统	本部及其他	100.00%	27,826	31,752	20,784	14,167	14,410
	威孚汽柴	100.00%	20,000	19,743	12,222	14,117	16,769
	威孚金宁	80.00%	12,920	15,650	14,913	28,472	52,806
	博世汽柴	31.50%	40,975	23,460	14,957	38,485	79,926
后处理系统	威孚力达	94.81%	11,753	8,793	9,128	10,043	22,896
	威孚环保	49.00%					28,032
进气系统	宁波天力	51.00%	600	1,639	940	1,301	2,080
	威孚英迈特	100.00%					3,429
汽油发动机	中联电子	20.03%	19,956	19,426	15,989	15,989	15,989
归属母公司股东净利润			134,029	120,462	88,933	122,574	204,875
同比增长				-10.1%	-26.2%	37.8%	67.1%
每股收益-摊薄后(元)			2.36	1.77	1.31	1.80	3.01

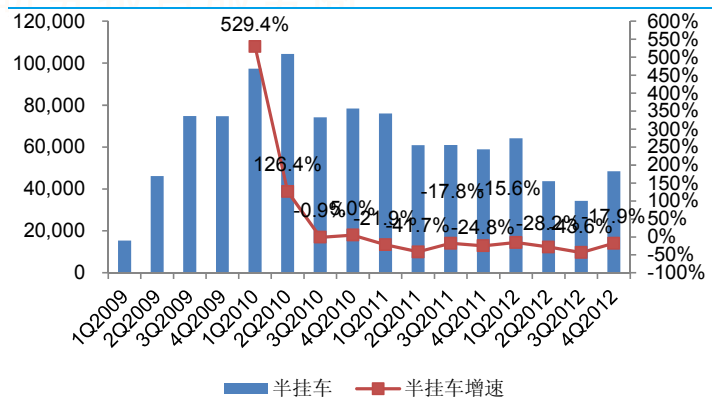
来源: 公司资料、国金证券研究所

图表2: 重卡行业季度销量及增速 (辆)



来源: 中汽协、国金证券研究所

图表3: 半挂车行业季度销量及增速 (辆)



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表4: 公司业务分拆及预测

项 目	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
汽车燃油喷射系统							
销售收入 (百万元)	2,331	4,172	4,330	3,667	4,291	5,664	6,797
增长率 (YOY)	-16.75%	79.02%	3.78%	-15.29%	17.00%	32.00%	20.00%
毛利率	23.59%	31.92%	31.40%	28.08%	30.50%	34.00%	36.00%
销售成本 (百万元)	1,781	2,840	2,970	2,638	2,982	3,738	4,350
增长率 (YOY)	-21.07%	59.49%	4.58%	-11.20%	13.06%	25.35%	16.36%
毛利 (百万元)	549.70	1,331.86	1,359.43	1,029.80	1,308.75	1,925.79	2,446.89
增长率 (YOY)	1.22%	142.29%	2.07%	-24.25%	27.09%	47.15%	27.06%
占总销售额比重	75.65%	77.68%	73.41%	73.13%	75.35%	71.38%	71.12%
占主营业务利润比重	90.87%	89.27%	85.85%	82.93%	85.03%	81.71%	81.33%
汽车后处理系统							
销售收入 (百万元)	424.4	626.6	864.2	830.3	855.2	1,667.7	2,001.2
增长率 (YOY)	81.38%	47.63%	37.93%	-3.92%	3.00%	95.00%	20.00%
毛利率	15.97%	15.00%	14.67%	16.86%	17.50%	20.00%	21.00%
销售成本 (百万元)	357	533	737	690	706	1,334	1,581
增长率 (YOY)	71.73%	49.32%	38.48%	-6.40%	2.21%	89.09%	18.50%
毛利 (百万元)	67.77	94.02	126.75	140.01	149.66	333.53	420.25
增长率 (YOY)	157.54%	38.74%	34.81%	10.47%	6.89%	122.86%	26.00%
占总销售额比重	13.78%	11.67%	14.65%	16.56%	15.02%	21.02%	20.94%
占主营业务利润比重	11.20%	6.30%	8.00%	11.27%	9.72%	14.15%	13.97%
进气系统							
销售收入 (百万元)	16	43	153	154	184	240	395
增长率 (YOY)	N/A	N/A	253.72%	0.29%	20.0%	30.00%	65.0%
毛利率	0.00%	17.88%	37.60%	26.29%	26.00%	27.00%	27.50%
销售成本 (百万元)	12	36	96	113	136	175	287
增长率 (YOY)	N/A	N/A	168.77%	18.47%	20.47%	28.24%	63.87%
毛利 (百万元)	3.25	7.74	57.58	40.38	47.92	64.69	108.71
增长率 (YOY)	N/A	N/A	643.86%	-29.88%	18.68%	35.00%	68.06%
占总销售额比重	0.51%	0.81%	2.60%	3.06%	3.24%	3.02%	4.14%
占主营业务利润比重	0.54%	0.52%	3.64%	3.25%	3.11%	2.74%	3.61%
其他							
销售收入 (百万元)	310	529	551	364	364	364	364
增长率 (YOY)	N/A	N/A	4.13%	-33.96%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	0.00%	11.03%	7.21%	8.69%	9.00%	9.00%	9.00%
销售成本 (百万元)	326	471	511	332	331.15	331.15	331.15
增长率 (YOY)	N/A	N/A	8.60%	-35.02%	-0.34%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	-15.76	58.39	39.73	31.62	32.75	32.75	32.75
增长率 (YOY)	N/A	N/A	-31.97%	-20.41%	3.58%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	10.06%	9.85%	9.34%	7.26%	6.39%	4.59%	3.81%
占主营业务利润比重	-2.61%	3.91%	2.51%	2.55%	2.13%	1.39%	1.09%
销售总收入 (百万元)	3,080.6	5,371.2	5,898.1	5,015.3	5,694.4	7,935.2	9,557.3
销售总成本 (百万元)	2,475.7	3,879.2	4,314.6	3,773.5	4,155.3	5,578.5	6,548.7
毛利 (百万元)	604.9	1,492.0	1,583.5	1,241.8	1,539.1	2,356.8	3,008.6
平均毛利率	19.64%	27.78%	26.85%	24.76%	27.03%	29.70%	31.48%

来源: 公司资料、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	5,371	5,898	5,015	5,694	7,935	9,557	货币资金	597	855	2,601	4,015	4,740	6,759
增长率		9.8%	-15.0%	13.5%	39.4%	20.4%	应收款项	1,842	2,406	1,945	2,258	3,129	3,758
主营业务成本	-3,879	-4,315	-3,773	-4,155	-5,578	-6,549	存货	918	884	760	905	1,215	1,426
%销售收入	72.2%	73.2%	75.2%	73.0%	70.3%	68.5%	其他流动资产	114	194	789	158	212	249
毛利	1,492	1,583	1,242	1,539	2,357	3,009	流动资产	3,471	4,338	6,094	7,335	9,295	12,192
%销售收入	27.8%	26.8%	24.8%	27.0%	29.7%	31.5%	%总资产	51.3%	54.7%	55.1%	58.4%	61.8%	66.4%
营业税金及附加	-32	-33	-32	-40	-56	-67	长期投资	1,897	1,791	3,111	3,111	3,111	3,111
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	1,252	1,456	1,470	1,707	2,199	2,584
营业费用	-123	-227	-191	-222	-317	-382	%总资产	18.5%	18.4%	13.3%	13.6%	14.6%	14.1%
%销售收入	2.3%	3.8%	3.8%	3.9%	4.0%	4.0%	无形资产	95	261	294	317	352	386
管理费用	-457	-428	-445	-512	-714	-860	非流动资产	3,291	3,591	4,962	5,222	5,750	6,168
%销售收入	8.5%	7.3%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%	%总资产	48.7%	45.3%	44.9%	41.6%	38.2%	33.6%
息税前利润 (EBIT)	879	896	575	765	1,270	1,699	资产总计	6,762	7,929	11,056	12,557	15,045	18,360
%销售收入	16.4%	15.2%	11.5%	13.4%	16.0%	17.8%	短期借款	270	498	70	0	0	0
财务费用	-33	-26	75	53	39	20	应付款项	1,690	1,601	1,536	1,781	2,395	2,814
%销售收入	0.6%	0.4%	-1.5%	-0.9%	-0.5%	-0.2%	其他流动负债	421	395	326	446	563	643
资产减值损失	-50	-6	-21	-25	-27	-21	流动负债	2,381	2,495	1,932	2,227	2,957	3,457
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	3	0	0	0	0	1
投资收益	690	498	396	644	1,128	1,508	其他长期负债	32	94	163	151	151	151
%税前利润	46.0%	35.6%	38.2%	44.4%	46.4%	46.7%	负债	2,416	2,589	2,095	2,378	3,108	3,609
营业利润	1,486	1,361	1,025	1,437	2,409	3,206	普通股股东权益	4,106	5,064	8,656	9,794	11,412	14,027
营业利润率	27.7%	23.1%	20.4%	25.2%	30.4%	33.5%	少数股东权益	240	276	305	385	525	725
营业外收支	14	36	13	15	20	20	负债股东权益合计	6,762	7,929	11,056	12,557	15,045	18,360
税前利润	1,500	1,397	1,038	1,452	2,429	3,226							
利润率	27.9%	23.7%	20.7%	25.5%	30.6%	33.8%							
所得税	-118	-141	-104	-145	-243	-323							
所得税率	7.9%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%							
净利润	1,381	1,256	934	1,307	2,186	2,903							
少数股东损益	41	51	45	80	140	200							
归属于母公司的净利润	1,340	1,205	889	1,227	2,046	2,703							
净利率	25.0%	20.4%	17.7%	21.5%	25.8%	28.3%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	1,381	1,256	934	1,307	2,186	2,903	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	2.363	2.123	1.308	1.803	3.009	3.974
非现金支出	190	145	184	203	249	303	每股净资产	7.238	8.927	12.727	14.400	16.779	20.623
非经营收益	-664	-510	-384	-669	-1,148	-1,528	每股经营现金净流	0.945	0.575	1.714	1.861	1.111	1.881
营运资金变动	-371	-564	431	425	-532	-399	每股股利	0.435	0.300	0.000	0.130	0.130	0.130
经营活动现金净流	537	326	1,166	1,266	756	1,279	回报率						
资本开支	-215	-540	-242	-423	-730	-680	净资产收益率	32.64%	23.79%	10.27%	12.52%	17.93%	19.27%
投资	-71	-21	-1,651	0	0	0	总资产收益率	19.82%	15.19%	8.04%	9.77%	13.60%	14.72%
其他	268	598	236	644	1,128	1,508	投入资本收益率	17.52%	13.78%	5.72%	6.76%	9.57%	10.37%
投资活动现金净流	-18	37	-1,658	221	398	828	增长率						
股权募资	3	10	2,863	0	-340	0	主营业务收入增长率	74.36%	9.81%	-14.97%	13.54%	39.35%	20.44%
债权募资	-263	225	-428	-70	0	1	EBIT增长率	408.63%	1.85%	-35.82%	33.03%	66.04%	33.84%
其他	-121	-317	-256	-2	-88	-88	净利润增长率	199.02%	-10.12%	-26.17%	37.92%	66.83%	32.10%
筹资活动现金净流	-381	-82	2,179	-72	-428	-87	总资产增长率	34.27%	17.27%	39.43%	13.58%	19.81%	22.03%
现金净流量	138	281	1,687	1,414	725	2,020	资产管理能力						
							应收账款周转天数	59.3	67.0	80.2	80.2	80.2	80.2
							存货周转天数	70.9	76.2	79.5	79.5	79.5	79.5
							应付账款周转天数	96.8	105.4	117.6	117.6	117.6	117.6
							固定资产周转天数	75.4	84.0	102.2	98.7	84.3	82.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-7.45%	-6.69%	-28.24%	-39.44%	-39.71%	-45.81%
							EBIT利息保障倍数	26.4	34.0	-7.6	-14.4	-32.5	-85.3
							资产负债率	35.73%	32.65%	18.95%	18.94%	20.66%	19.65%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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	1	4	7	10	21
买入	0	0	0	0	17
持有	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	1.00	1.00	1.00	1.00	1.34
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
5 2012-10-28	增持	26.45	N/A

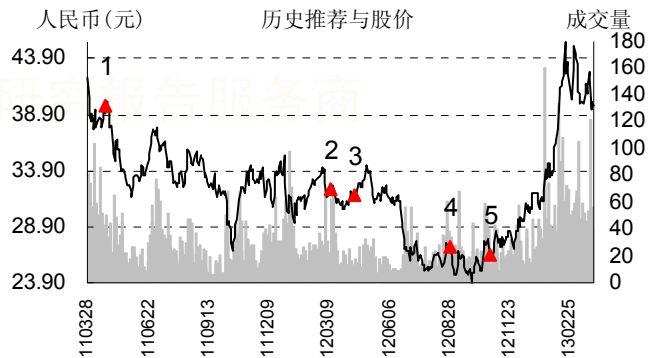
来源：国金证券研究所

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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 6793	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: 100053	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: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net