

交运设备行业/汽车

威孚高科 (000581)

首次

报告原因：调研报告

技术优势明显，期待国四全面实施

增持

2013年07月24日

公司研究/调研简报

市场数据 (2013年7月24日)

收盘价 (元)	20.80
市净率	2.43
市盈率 (TTM)	23.5
流通 A 股市值 (亿元)	128

基础数据 (2013年3月31日)

每股净资产 (元)	13.14
资产负债率 (%)	21.68
毛利率 (%)	24.17
净资产收益率 (摊薄 %)	2.90

分析师：刘小勇

执业证书编号：S0760511010019

电话：010-82190395

邮箱：liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：王德文

电话：010-82190302

邮箱：wangdewen@sxzq.com

联系人：

孟军

邮箱：mengjun@sxzq.com

电话：010-82190365

张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- **燃油喷射系统业务未来主要看高压共轨。**柴油机燃油喷射系统是公司的传统主营业务，技术在国内处于领先水平，该业务目前是公司最重要的利润来源，2012 年收入占比为 78.8%，利润占比在 65%左右。公司市场份额在 40%-50%之间，尤其博世汽柴的高压共轨系统在国内市场处于垄断地位。随着未来国四标准的全面实施，公司传统的燃油喷射系统将受到一定的影响，而博世汽柴的高压共轨系统需求将大幅增长，为公司贡献更高的利润。
- **柴油机尾气处理系统是未来的新增长点。**目前机动车尾气后处理系统利润贡献较小，主要配套国内自主轿车，包括吉利、奇瑞、长城、福田等，未来成长空间主要在中重卡领域。随着国四标准的全面实施，柴油机尾气处理将完全是新增市场，市场规模预计在 150 亿元左右，威孚力达掌握的 SCR 技术是未来技术的主流选择，预计公司市场份额能达到 30%以上。
- **进气系统业务具有一定的成长空间。**发动机进气系统主要是涡轮增压器，目前公司产品主要是 4 缸柴油机增压器，正在自主研发汽油机增压器，未来具有一定的成长性。在节能减排的背景下增压器市场空间巨大，商用车领域普及率已达 80%以上，未来空间主要来自乘用车，但面临外资品牌的激烈竞争，公司产品具有一定成本优势。
- **国四标准未全面实施，但不改公司长期成长性。**2013 年 7 月 1 日，重卡国四标准未全面实施，只有少数城市率先实施，很大原因是油品不达标，对公司今年业绩的增长形成负面影响，但尾气排放标准升级是未来大趋势，业内预期 2014 年底将大范围实施。公司凭借其拥有的核心技术（高压共轨+SCR）在未来一定会大幅受益，成长空间广阔。
- **竞争优势明显。**公司核心竞争优势主要体现在技术优势、成本优势以及客户资源等方面。博世汽柴的高压共轨技术全球领先，公司自主研发的产品在国内技术领先，“高压共轨+SCR”将是未来柴油机尾气排放升级的主流技术选择；公司产品多数零部件属自主研发，相对国际厂商具有成本优势；多年来公司凭借市场领先地位积累了丰富的客户群。

- **预计二季度业绩好于一季度。**二季度，重卡销量大涨，同比增长 39.08%，环比增长 38.63%。下游终端需求好转带动公司产品销量增长，虽价格有小幅下滑，但销量增长幅度好于价格降幅，带动二季度收入、业绩增长。预计上半年营业收入增长 4%-8%（一季度下滑 0.48），业绩增长 6%-10%。
- **盈利预测与投资建议。**公司凭借“高压共轨+SCR”技术在国内市场处于领先地位，未来国四标准全面实施的预期为公司的高成长奠定了基调。假设国四标准在 2014 年底全面实施，我们预计公司 2013、14、15 年 EPS 分别为：0.91 元、1.00 元和 1.60 元，按当前价格（7 月 24 日收盘价 20.80 元）算，2013、14、15 年 PE 分别为 23、21 和 13，目前股价已调整到相对低位，结合公司具有的技术优势和高成长性，给予“增持”评级。
- **风险提示：**中重卡需求低迷；国四标准执行力度未达预期，潜在竞争者技术上的重大突破。



盈利预测

单位：百万元

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	589811.31	501528.34	523708.94	565605.66	961529.62
增长率 (%)	9.81	-14.97	4.42	8.00	70.00
营业成本	431462.80	377347.76	392781.71	421376.22	711531.92
毛利率 (%)	26.85	24.76	25.00	25.50	26.00
营业税金及附加	3300.37	3183.29	3404.11	3619.88	6346.10
销售费用	22688.72	19064.35	20058.05	21832.38	37499.66
管理费用	42794.55	44454.40	46086.39	48076.48	83653.08
财务费用	2634.82	-7549.49	-4189.67	-3393.63	-4807.65
资产减值损失	647.62	2111.57	2200.00	2300.00	2500.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	49794.19	39621.93	42000.00	45000.00	60000.00
营业利润	136076.63	102538.39	105368.36	116794.34	184806.52
加：营业外收入	4350.43	2050.57	3000.00	2800.00	4000.00
减：营业外支出	746.49	787.27	750.00	760.00	780.00
利润总额	139680.58	103801.69	107618.36	118834.34	188026.52
减：所得税	14129.49	10377.96	10708.03	12002.27	19742.78
净利润	125551.09	93423.73	96910.33	106832.07	168283.74
减：少数股东损益	5089.38	4491.04	4300.00	5000.00	5500.00
归属于母公司所有者净	120461.71	88932.69	92610.33	101832.07	162783.74
增长率 (%)	-10.12	-26.17	4.14	9.96	59.86
EPS (摊薄 元)	1.18	0.87	0.91	1.00	1.60

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。