

威孚高科 (000581.SZ)

汽车零部件行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

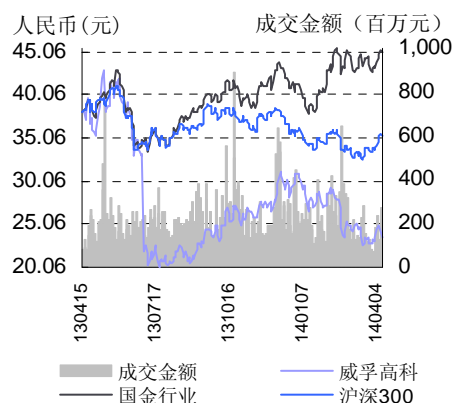
市价(人民币): 24.53元

估值处于底部, 买入正当其时

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)	613.54
总市值(百万元)	240.77
年内股价最高最低(元)	42.89/20.06
沪深300指数	2268.61
深证成指	7583.28



## 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	1.308	1.086	1.535	2.246	2.978
每股净资产(元)	12.73	9.41	10.22	12.17	14.84
每股经营性现金流(元)	1.71	0.79	2.23	0.61	0.69
市盈率(倍)	-	-	15.98	10.92	8.24
行业优化市盈率(倍)	11.27	13.42	16.20	16.20	16.20
净利润增长率(%)	-26.17%	24.61%	41.27%	46.38%	32.57%
净资产收益率(%)	10.27%	11.54%	15.02%	18.46%	20.06%
总股本(百万股)	680.13	1,020.20	1,020.20	1,020.20	1,020.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 公司13年实现营收55.9亿元, 同比增长11.5%; 实现归属母公司净利润11.1亿元, 同比增长24.6%, 实现EPS 1.09元, 业绩符合预期。

## 经营分析

- **投资收益大幅增加、盈利能力提升是公司业绩增长较快主因:** 公司13年归母净利润增长24.6%, 增速超过营收增速的11.5%, 主要是公司投资收益的大幅增加和高压共轨等产品放量、规模效应带来盈利能力提升。投资收益方面, 主要是博世汽柴贡献了较大增量。盈利能力来看, 公司燃油喷射系统、进气系统和后处理系统毛利率分别为29.1%、25.5%和17.5%, 同比变动分别为+1.1、-0.8和+0.6个百分点。公司13年综合毛利率为26.6%, 同比增加0.6个百分点。
- **博世汽柴受益国四升级业绩高增长, 未来有望维持高速增长:** 博世汽柴13年实现收入54.0亿元, 同比增长33.7%, 实现净利润9.4亿元, 同比大幅增长104.1%。公司收入快速增长主要是受益于国四实施高压共轨产品放量。同时, 公司利润增速大幅超过收入增速, 主要是高压共轨产品放量带来规模效应、提升盈利能力, 加上高压共轨产品本身毛利水平较高, 因此博世汽柴13年业绩实现高速增长。我们认为, 随着国四升级进程的加快, 博世汽柴未来业绩有望维持高速增长, 预计今年利润仍将翻倍增长。
- **威孚汽柴业绩增长较快, 未来有望跟随博世汽柴继续较快增长:** 威孚汽柴13年实现净利润1.98亿元, 预计同比增长约35%, 主要也是受益国四实施(威孚汽柴产品部分为博世汽柴高压共轨进行配套)。随着国四升级的加快推进, 威孚汽柴也有望跟随博世汽柴继续实现较快增长。
- **威孚力达业绩平稳, 未来随SCR放量有望实现快速增长:** 后处理系统方面, 威孚力达13年实现净利润9645万元, 同比基本平稳, 主要还是SCR产品并未放量。我们认为, 公司SCR产品具有明显的竞争优势, 据了解, 公司目前SCR月均出货量约1.5万套, 后续随着国四推进出货量仍有继续提升空间。公司业绩也有望实现快速增长, 预计今年利润增长30%左右。

吴文剑 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006  
(8621)60230232  
wuwz@gjzq.com.cn

闵东旭 联系人  
(8621)61038313  
mindongxu@gjzq.com.cn

- **受国四升级压力，威孚金宁未来业绩可能继续下滑：**威孚金宁 13 年实现净利润 1.34 亿元，同比下降 28.0%。金宁主要给轻型柴油机配套 VE 泵，13 年业绩下降，一方面是下游轻卡行业增速放缓（13 年增长 4.0%），另一方面是随着国四升级加快，轻型车将更多选择 EGR 等技术路线，传统 VE 泵需求面临下降、价格也出现了松动，由此导致公司毛利水平下滑。我们预计，随着国四的加快推进，威孚金宁未来业绩可能进一步下滑。
- **一季度业绩仍然高增长，未来有望持续快速增长：**公司同时预告今年一季度实现归属净利润 3.9-4.1 亿元，同比增长 50%-60%，对应 EPS 为 0.38-0.41 元。公司一季度业绩高增长主要仍是博世汽柴贡献投资收益的大幅增加和高压共轨、SCR 等产品放量带来的盈利能力提升。我们认为，受益于国四升级，博世汽柴未来业绩仍有望高速增长（预计今年业绩仍将翻倍），威孚汽柴也有望随博世较快增长，威孚力达将快速增长，本部和威孚金宁主要是传统业务业绩可能继续下滑，综合判断，公司未来业绩有望持续快速增长。

### 盈利调整

- 我们小幅调整公司盈利预测，预计 14-16 年实现归属母公司净利润 15.7、22.9、30.4 亿元，同比分别增长 41.3%、46.4%和 32.6%；EPS 分别为 1.54、2.25 和 2.98 元。

### 投资建议

- 我们认为，公司是拥有核心技术且最能受益国四升级的零部件龙头企业，随着今年开始全国范围内国四升级进程的明显加快，公司未来几年业绩有望迎来持续快速增长。公司当前股价对应 14-16 年 PE 仅为 16.0、10.9 和 8.2 倍，已处于公司近年估值中枢的底部区域，有较大向上修复空间。我们维持公司“买入”评级，目标价 30-35 元，对应 14 年 20-23 倍 PE，当前价位可坚定买入！

图表1: 公司分业务营收、毛利及其预测

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>汽车燃油喷射系统</b>					
销售收入 (百万元)	3,667	3,916	4,308	4,954	5,697
增长率 (YOY)	-15.29%	6.78%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	28.08%	29.14%	29.15%	29.15%	29.15%
销售成本 (百万元)	2,638	2,775	3,052	3,510	4,036
增长率 (YOY)	-11.20%	5.20%	9.98%	15.00%	15.00%
毛利 (百万元)	1,029.80	1,141.17	1,255.72	1,444.07	1,660.68
增长率 (YOY)	-24.25%	10.81%	10.04%	15.00%	15.00%
<b>汽车后处理系统</b>					
销售收入 (百万元)	830.3	1,069.2	1,283.0	1,667.9	2,001.5
增长率 (YOY)	-3.92%	28.77%	20.00%	30.00%	20.00%
毛利率	16.86%	17.46%	17.50%	17.50%	17.50%
销售成本 (百万元)	690	883	1,058	1,376	1,651
增长率 (YOY)	-6.40%	27.84%	19.94%	30.00%	20.00%
毛利 (百万元)	140.01	186.68	224.53	291.89	350.27
增长率 (YOY)	10.47%	33.33%	20.27%	30.00%	20.00%
<b>进气系统</b>					
销售收入 (百万元)	154	172	181	190	237
增长率 (YOY)	0.29%	12.1%	5.00%	5.0%	25.0%
毛利率	26.29%	25.51%	26.00%	26.00%	26.00%
销售成本 (百万元)	113	128	134	140	176
增长率 (YOY)	18.47%	13.28%	4.31%	5.00%	25.00%
毛利 (百万元)	40.38	43.92	47.00	49.35	61.68
增长率 (YOY)	-29.88%	8.76%	7.02%	5.00%	25.00%
<b>其他</b>					
销售收入 (百万元)	364	431	431	431	431
增长率 (YOY)	-33.96%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	8.69%	11.00%	10.00%	10.00%	10.00%
销售成本 (百万元)	332	384	387.90	387.90	387.90
增长率 (YOY)	-35.02%	15.44%	1.12%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	31.62	47.41	43.10	43.10	43.10
增长率 (YOY)	-20.41%	49.94%	-9.09%	0.00%	0.00%
销售总收入 (百万元)	5,015.3	5,588.5	6,202.6	7,242.7	8,366.8
销售总成本 (百万元)	3,773.5	4,169.3	4,632.2	5,414.3	6,251.1
毛利 (百万元)	1,241.8	1,419.2	1,570.3	1,828.4	2,115.7
平均毛利率	24.76%	25.39%	25.32%	25.24%	25.29%

来源: 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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,898</b>	<b>5,015</b>	<b>5,589</b>	<b>6,203</b>	<b>7,243</b>	<b>8,367</b>	货币资金	855	2,601	2,448	4,511	5,848	8,037
增长率		-15.0%	11.4%	11.0%	16.8%	15.5%	应收款项	2,406	1,945	2,235	2,423	2,819	3,240
<b>主营业务成本</b>	<b>-4,315</b>	<b>-3,773</b>	<b>-4,170</b>	<b>-4,632</b>	<b>-5,414</b>	<b>-6,251</b>	存货	884	760	987	970	1,134	1,309
%销售收入	73.2%	75.2%	74.6%	74.7%	74.8%	74.7%	其他流动资产	194	789	1,829	194	226	261
<b>毛利</b>	<b>1,583</b>	<b>1,242</b>	<b>1,420</b>	<b>1,570</b>	<b>1,828</b>	<b>2,116</b>	流动资产	4,338	6,094	7,498	8,097	10,027	12,848
%销售收入	26.8%	24.8%	25.4%	25.3%	25.2%	25.3%	%总资产	54.7%	55.1%	57.3%	58.2%	61.3%	65.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-33</b>	<b>-32</b>	<b>-32</b>	<b>-37</b>	<b>-43</b>	<b>-50</b>	长期投资	1,791	3,111	3,411	3,411	3,411	3,411
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	1,456	1,470	1,671	1,900	2,385	2,763
<b>营业费用</b>	<b>-227</b>	<b>-191</b>	<b>-207</b>	<b>-229</b>	<b>-268</b>	<b>-310</b>	%总资产	18.4%	13.3%	12.8%	13.6%	14.6%	14.1%
%销售收入	3.8%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	无形资产	261	294	378	394	426	456
<b>管理费用</b>	<b>-428</b>	<b>-445</b>	<b>-558</b>	<b>-620</b>	<b>-717</b>	<b>-820</b>	非流动资产	3,591	4,962	5,576	5,822	6,340	6,748
%销售收入	7.3%	8.9%	10.0%	10.0%	9.9%	9.8%	%总资产	45.3%	44.9%	42.7%	41.8%	38.7%	34.4%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>896</b>	<b>575</b>	<b>622</b>	<b>683</b>	<b>800</b>	<b>936</b>	<b>资产总计</b>	<b>7,929</b>	<b>11,056</b>	<b>13,074</b>	<b>13,919</b>	<b>16,367</b>	<b>19,596</b>
%销售收入	15.2%	11.5%	11.1%	11.0%	11.0%	11.2%	短期借款	498	70	400	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>-26</b>	<b>75</b>	<b>57</b>	<b>42</b>	<b>46</b>	<b>29</b>	应付款项	1,601	1,536	1,990	2,035	2,378	2,746
%销售收入	0.4%	-1.5%	-1.0%	-0.7%	-0.6%	-0.3%	其他流动负债	395	326	367	711	774	842
<b>资产减值损失</b>	<b>-6</b>	<b>-21</b>	<b>-89</b>	<b>-4</b>	<b>-10</b>	<b>-18</b>	流动负债	2,495	1,932	2,756	2,745	3,152	3,588
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	60	60	60	61
<b>投资收益</b>	<b>498</b>	<b>396</b>	<b>642</b>	<b>1,059</b>	<b>1,752</b>	<b>2,476</b>	其他长期负债	94	163	260	240	240	240
%税前利润	35.6%	38.2%	51.1%	59.0%	67.2%	71.9%	<b>负债</b>	<b>2,589</b>	<b>2,095</b>	<b>3,077</b>	<b>3,046</b>	<b>3,453</b>	<b>3,889</b>
<b>营业利润</b>	<b>1,361</b>	<b>1,025</b>	<b>1,232</b>	<b>1,780</b>	<b>2,587</b>	<b>3,422</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,064</b>	<b>8,656</b>	<b>9,601</b>	<b>10,427</b>	<b>12,412</b>	<b>15,144</b>
营业利润率	23.1%	20.4%	22.0%	28.7%	35.7%	40.9%	少数股东权益	276	305	397	447	502	562
<b>营业外收支</b>	<b>36</b>	<b>13</b>	<b>25</b>	<b>15</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,929</b>	<b>11,056</b>	<b>13,074</b>	<b>13,919</b>	<b>16,367</b>	<b>19,596</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,397</b>	<b>1,038</b>	<b>1,257</b>	<b>1,795</b>	<b>2,607</b>	<b>3,442</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	23.7%	20.7%	22.5%	28.9%	36.0%	41.1%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>所得税</b>	<b>-141</b>	<b>-104</b>	<b>-103</b>	<b>-180</b>	<b>-261</b>	<b>-344</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	10.1%	10.0%	8.2%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	2.123	1.308	1.086	1.535	2.246	2.978
<b>净利润</b>	<b>1,256</b>	<b>934</b>	<b>1,154</b>	<b>1,616</b>	<b>2,347</b>	<b>3,098</b>	每股净资产	8.927	12.727	9.411	10.220	12.167	14.844
<b>少数股东损益</b>	<b>51</b>	<b>45</b>	<b>46</b>	<b>50</b>	<b>55</b>	<b>60</b>	每股经营现金净流	0.575	1.714	0.788	2.229	0.613	0.689
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,205</b>	<b>889</b>	<b>1,108</b>	<b>1,566</b>	<b>2,292</b>	<b>3,038</b>	每股股利	0.435	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300
净利率	20.4%	17.7%	19.8%	25.2%	31.6%	36.3%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	23.79%	10.27%	11.54%	15.02%	18.46%	20.06%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	15.19%	8.04%	8.48%	11.25%	14.00%	15.50%
<b>净利润</b>	<b>1,256</b>	<b>934</b>	<b>1,154</b>	<b>1,616</b>	<b>2,347</b>	<b>3,098</b>	投入资本收益率	13.78%	5.72%	5.45%	5.63%	5.55%	5.34%
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>145</b>	<b>184</b>	<b>279</b>	<b>192</b>	<b>243</b>	<b>310</b>	主营业务收入增长率	9.81%	-14.97%	11.45%	10.97%	16.77%	15.52%
<b>非经营收益</b>	<b>-510</b>	<b>-384</b>	<b>-667</b>	<b>-1,076</b>	<b>-1,767</b>	<b>-2,491</b>	EBIT增长率	1.85%	-35.82%	8.15%	9.94%	17.06%	17.01%
<b>营运资金变动</b>	<b>-564</b>	<b>431</b>	<b>37</b>	<b>1,543</b>	<b>-196</b>	<b>-214</b>	净利润增长率	-10.12%	-26.17%	24.61%	41.27%	46.38%	32.57%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>326</b>	<b>1,166</b>	<b>804</b>	<b>2,274</b>	<b>626</b>	<b>703</b>	总资产增长率	17.27%	39.43%	18.25%	6.46%	17.58%	19.73%
<b>资本开支</b>	<b>-540</b>	<b>-242</b>	<b>-415</b>	<b>-419</b>	<b>-730</b>	<b>-680</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>-21</b>	<b>-1,651</b>	<b>-901</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	67.0	80.2	70.8	70.8	70.8	70.8
<b>其他</b>	<b>598</b>	<b>236</b>	<b>259</b>	<b>1,059</b>	<b>1,752</b>	<b>2,476</b>	存货周转天数	76.2	79.5	76.4	76.4	76.4	76.4
<b>投资活动现金净流</b>	<b>37</b>	<b>-1,658</b>	<b>-1,057</b>	<b>640</b>	<b>1,022</b>	<b>1,796</b>	应付账款周转天数	105.4	117.6	114.2	114.2	114.2	114.2
<b>股权募资</b>	<b>10</b>	<b>2,863</b>	<b>9</b>	<b>-434</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	84.0	102.2	96.1	94.1	95.0	96.5
<b>债权募资</b>	<b>225</b>	<b>-428</b>	<b>362</b>	<b>-400</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-317</b>	<b>-256</b>	<b>-261</b>	<b>-17</b>	<b>-310</b>	<b>-310</b>	净负债/股东权益	-6.69%	-28.24%	-19.89%	-40.93%	-44.82%	-50.78%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-82</b>	<b>2,179</b>	<b>109</b>	<b>-850</b>	<b>-310</b>	<b>-309</b>	EBIT利息保障倍数	34.0	-7.6	-10.9	-16.4	-17.3	-32.3
<b>现金净流量</b>	<b>281</b>	<b>1,687</b>	<b>-144</b>	<b>2,064</b>	<b>1,337</b>	<b>2,189</b>	资产负债率	32.65%	18.95%	23.53%	21.88%	21.10%	19.85%

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
买入	0	1	6	10	31
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.00	1.06

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 2012-04-18	增持	31.95	N/A
2 2012-08-28	增持	27.25	N/A
3 2012-10-28	增持	26.66	N/A
4 2013-03-28	增持	38.07	N/A

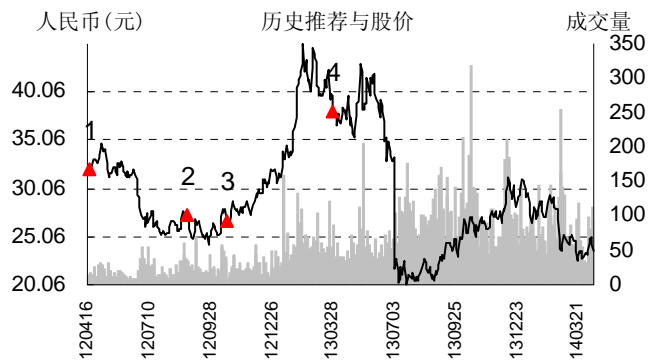
来源：国金证券研究所

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



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：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

**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，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唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4  
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD