

交运设备/汽车零部件

威孚高科 (000581) 年报点评：

维持

报告原因：年报点评

高压共轨需求强劲，14 年业绩高增长可期

买入

2014 年 4 月 15 日

公司研究/点评报告

市场数据 (2014 年 4 月 14 日)

收盘价 (元)	24.53
一年内最高/最低 (元)	31.46/19.72
市净率	2.68
市盈率 (TTM)	23.1
流通 A 股市值 (亿元)	151

基础数据 (2013 年 12 月 31 日)

每股净资产 (元)	9.41
资产负债率 (%)	23.53
毛利率 (%)	25.40
净资产收益率 (摊薄 %)	11.54

相关研究：

《威孚高科 (000581) 半年报点评：高压共轨和尾气处理业务增长迅速》(2013.08.27)
《威孚高科 (000581) 调研报告：技术优势明显，期待国四全面实施》(2013.07.24)

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：

王德文

电话：010-82190302
邮箱：wangdewen@sxzq.com
地址：北京市海淀区大柳树路 17 号富海大厦 808
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

事件：

发布 2013 年年报：公司 2013 年营业收入为 55.89 亿元，同比增长 11.45%；归属于上市公司股东的净利润为 11.08 亿元，同比增长 24.61%；基本每股收益为 1.09 元。拟每 10 股派发现金红利 3.00 元 (含税)。此外，同时发布 14 年 1 季度业绩预告，预计增长 50%-60%，每股收益 0.38-0.41 元。

点评：

- **13 年业绩稳定增长，14 年 1 季度业绩增长超预期。**2013 年，归属于上市公司股东的净利润同比增长 24.61%，实现每股收益 1.09 元，略超我们之前预期 (1.06 元)。此外，同时发布的 1 季度业绩预告显示，公司 14 年 1 季度业绩预计增长 50%-60%，每股收益 0.38-0.41 元，超我们预期，这主要得益于博世汽柴高压共轨产品需求旺盛带来的投资收益大幅增长。
- **汽车后处理业务需求强劲，增速引领三大业务。**2013 年，商用车尤其是重卡需求复苏趋势明显，带动公司主营业务实现快速增长。其中，燃油喷射系统仍是公司的主打产品，收入占比达 75.9%，较 2012 年下降 2.9 个百分点；该系统收入同比仅增长 6.78%，在三大业务中表现最弱。进气系统收入同比增长 12.09%，表现好于上年 (仅增长 0.29%)。受益于柴油车国 IV 标准的逐步推进，汽车后处理系统表现大好，收入同比增长 28.77%。未来，国 IV 标准推广力度有望加快，公司的汽车后处理系统将实现高速增长，在主营业务收入中的占比也将大幅提升，进而贡献更多的业绩。
- **博世汽柴净利润高速增长，带动投资收益大幅增长。**2013 年，联营企业博世汽柴的高压共轨产品需求强劲，净利润大幅增长 104%，为公司贡献 3.19 亿的投资收益，带动来自联营企业和合营企业的投资收益整体增长 48.9%。此外，中联电子也为公司贡献 1.79 亿的投资收益。未来两年，受益于排放标准的加快升级，高压共轨产品出货量将大幅增加，博世汽柴的净利润有望保持高速增长，而中联电子业绩有望保持稳定增长。
- **国 IV 标准有望加快推进，14、15 年公司将迎来高速增长。**一直制约国 IV 标准全面实施的柴油品质在今年有望全面升级，李克强总理在两会

政府工作报告中指出今年要在全国供应国四标准车用柴油。此外，雾霾治理已经被纳入到地方政府的政绩考核中，因此国 IV 柴油机推广力度有望加快。博世汽柴的高压共轨在国内占有绝对优势，目前产品供不应求。前期股价下跌明显主要是由于新闻媒体报道国内高压共轨技术取得突破，投资者担心对博世形成冲击。我们认为，博世的技术世界领先，多年来在国内主机厂应用广泛，目前仍是主流客户的首选，另外博世汽柴在国内已经形成完整的产业链，深耕本土化运营，规模效应明显，形成一定的技术壁垒，因此我们认为未来两三年国内技术难以影响到博世汽柴的龙头地位。高压共轨需求的旺盛将带动为其配套的威孚汽柴共轨高压油泵的增长。此外，国 IV 标准的推进将带来尾气后处理业务的高速增长，威孚力达的 SCR 优势明显，未来两年业绩有望高速增长。

- **盈利预测与投资建议。**2013 年，受益于联营企业博世汽柴净利润的大幅增长，公司业绩取得较大的增长。受益于国 IV 标准推进步伐的加快，14、15 年公司高压共轨和尾气处理系统收入将快速增长，为二级市场提供了催化剂。由于 14 年 1 季度业绩超我们预期，我们上调公司 2014、15 年 EPS，分别至：1.51 元、2.10 元，按当前价格（4 月 14 日收盘价 24.53 元）算，2014、15 年 PE 分别为 16、12，结合博世汽柴的优势地位以及公司尾气后处理业务的高成长性，维持“买入”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。

附表：联营、合营企业净利润及业绩贡献（百万元）

联营、合营企业	2012 净利润	2013 净利润	增长 (%)	2013 业绩贡献
威孚环保催化剂	85.71	88.74	3.54	43.48
博世汽柴	459.60	939.24	104.36	319.34
中联电子	798.24	892.55	11.81	178.51
威孚精密机械	33.12	39.11	18.09	7.82



盈利预测

单位：百万元

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	5,898.11	5,015.28	5,589.31	6,595.39	8,903.77
增长率 (%)	9.81	-14.97	11.45	18.00	35.00
营业成本	4,314.63	3,773.48	4,169.81	4867.39	6544.27
毛利率 (%)	26.85	24.76	25.40	26.20	26.50
营业税金及附加	33.00	31.83	32.46	39.57	57.87
销售费用	226.89	190.64	207.15	237.43	307.18
管理费用	427.95	444.54	558.29	659.54	934.90
财务费用	26.35	-75.49	-56.89	-49.47	-53.42
资产减值损失	6.48	21.12	88.62	90.00	50.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	497.94	396.22	642.49	968.61	1,357.05
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	497.92	368.81	549.18	933.61	1,307.05
营业利润	1,360.77	1,025.38	1,232.37	1719.52	2420.02
加：营业外收入	43.50	20.51	37.55	40.00	35.00
减：营业外支出	7.46	7.87	12.60	13.00	11.00
利润总额	1,396.81	1,038.02	1,257.31	1746.52	2444.02
减：所得税	141.29	103.78	103.02	158.93	244.40
净利润	1,255.51	934.24	1,154.29	1587.58	2199.62
减：少数股东损益	50.89	44.91	46.07	50.00	55.00
归属于母公司所有者净利润	1,204.62	889.33	1,108.22	1537.58	2144.62
增长率 (%)	-10.12	-26.17	24.61	38.74	39.48
EPS (摊薄 元)	1.18	0.87	1.09	1.51	2.10

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。