

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

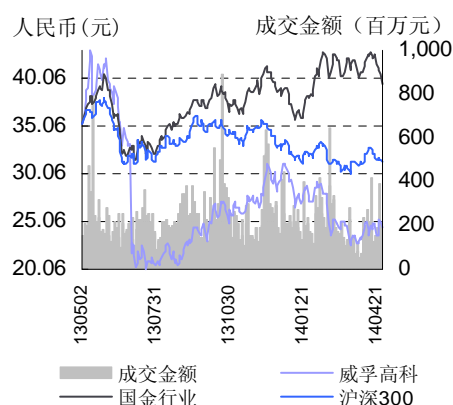
市价(人民币): 24.06元

业绩略超预期, 重申买入正当其时

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)	248.93
年内股价最高最低(元)	42.89/20.06
沪深 300 指数	2134.97
深证成指	7240.46



相关报告

1. 《估值处于底部, 买入正当其时》, 2014.4.15

吴文钊 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

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)	-	22.15	15.67	10.71	8.08
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

■ 公司今年一季度实现营收 16.84 亿元, 同比增长 26.2%; 实现归属母公司净利润 4.28 亿元, 同比增长 65.36%, 对应 EPS 为 0.42 元。公司业绩略超此前预告的同比增长 50-60%。

经营分析

- 源自博世汽柴投资收益高速增长是公司业绩增长主因。公司一季度归母净利润同比增加 1.74 亿元, 其中投资收益同比增加 1.53 亿元或 123.2%, 由此可见投资收益贡献了公司整体业绩增量的主要部分。公司投资收益主要源于博世汽柴和中联电子, 但中联电子主要配套乘用车企业, 其业绩增长相对平稳, 由此不难看出博世汽柴业绩一季度实现了爆发式增长。得益于国四升级进程加快, 重型商用车领域高压共轨渗透率目前已达 50% 左右, 另据了解博世一季度高压共轨产品出货已达约 35 万套, 而去年全年仅约 60 万套。
- 其余业务增长总体较为平缓: 我们测算, 公司一季度主营业务利润为 1.92 亿元, 去年同期为 1.77 亿元, 同比增长仅为 8.45%, 由此可见公司除参股公司外的其余业务增长较为平缓。由于国四升级正在加快, 原有国三、国二产品正面临越来越多的被替代压力, 我们预计公司本部业务和威孚金宁有可能继续下滑, 威孚力达则由于涉及 SCR 业务, 今年业绩有望实现较快增长。总体而言, 公司其余业务全年可能为基本持平, 出现小幅下滑也不能完全排除, 公司业绩增长有可能越来越依赖于参股的博世汽柴。
- SCR 出货量目前较为平稳, 二季度有望稳中有升: 根据了解, 公司 SCR 目前主要已为玉柴等主机厂配套, 出货量约为每月 1 万套。展望二季度, 一方面, 二季度为重卡旺季, 行业需求量将有明显增长; 但另一方面, 一季度主机厂 SCR 备货较多, 目前可能已有较多库存需要消化; 综合考虑, 我们预计二季度 SCR 需求将较为平稳, 公司出货量也可能基本维持当前水平。

- **持续受益国四升级，未来有望持续快速增长：**近日，工信部已经发文，2015年起国三车型将停止销售，这也相当于明确宣告明年起国四将在全国范围内得以执行。我们一直强调，公司是国四升级的首要受益者。我们预计，博世汽柴今明两年业绩都有望实现翻倍乃至更高的增长；威孚汽柴得益于为博世配套也有望获得较快增长，时间稍长一些，公司自主开发的WAPS系统也有望取得市场突破。综合判断，公司至少今明两年业绩都有望高速增长，而且存在超预期可能。

盈利预测

- 我们维持前期盈利预测，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

- 我们重申，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15.6、10.7和8.1倍，已处于公司近年估值中枢的底部区域，存在较大向上修复空间。我们维持公司“买入”评级，目标价30-35元，对应14年20-23倍PE，当前价位已可积极买入！

图表1: 公司分业务营收、毛利及其预测

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
汽车燃油喷射系统					
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%
汽车后处理系统					
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%
进气系统					
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%
其他					
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
主营业务收入	5,898	5,015	5,589	6,203	7,243	8,367	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
主营业务成本	-4,315	-3,773	-4,170	-4,632	-5,414	-6,251	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
毛利	1,583	1,242	1,420	1,570	1,828	2,116	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%
营业税金及附加	-33	-32	-32	-37	-43	-50	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
营业费用	-227	-191	-207	-229	-268	-310	%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
管理费用	-428	-445	-558	-620	-717	-820	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%
息税前利润 (EBIT)	896	575	622	683	800	936	资产总计	7,929	11,056	13,074	13,919	16,367	19,596
%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
财务费用	-26	75	57	42	46	29	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
资产减值损失	-6	-21	-89	-4	-10	-18	流动负债	2,495	1,932	2,756	2,745	3,152	3,588
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	60	60	60	61
投资收益	498	396	642	1,059	1,752	2,476	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%	负债	2,589	2,095	3,077	3,046	3,453	3,889
营业利润	1,361	1,025	1,232	1,780	2,587	3,422	普通股股东权益	5,064	8,656	9,601	10,427	12,412	15,144
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
营业外收支	36	13	25	15	20	20	负债股东权益合计	7,929	11,056	13,074	13,919	16,367	19,596
税前利润	1,397	1,038	1,257	1,795	2,607	3,442	比率分析						
利润率	23.7%	20.7%	22.5%	28.9%	36.0%	41.1%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-141	-104	-103	-180	-261	-344	每股指标						
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
净利润	1,256	934	1,154	1,616	2,347	3,098	每股净资产	8.927	12.727	9.411	10.220	12.167	14.844
少数股东损益	51	45	46	50	55	60	每股经营现金净流	0.575	1.714	0.788	2.229	0.613	0.689
归属于母公司的净利润	1,205	889	1,108	1,566	2,292	3,038	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%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							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%
净利润	1,256	934	1,154	1,616	2,347	3,098	投入资本收益率	13.78%	5.72%	5.45%	5.63%	5.55%	5.34%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	145	184	279	192	243	310	主营业务收入增长率	9.81%	-14.97%	11.45%	10.97%	16.77%	15.52%
非经营收益	-510	-384	-667	-1,076	-1,767	-2,491	EBIT增长率	1.85%	-35.82%	8.15%	9.94%	17.06%	17.01%
营运资金变动	-564	431	37	1,543	-196	-214	净利润增长率	-10.12%	-26.17%	24.61%	41.27%	46.38%	32.57%
经营活动现金净流	326	1,166	804	2,274	626	703	总资产增长率	17.27%	39.43%	18.25%	6.46%	17.58%	19.73%
资本开支	-540	-242	-415	-419	-730	-680	资产管理能力						
投资	-21	-1,651	-901	0	0	0	应收账款周转天数	67.0	80.2	70.8	70.8	70.8	70.8
其他	598	236	259	1,059	1,752	2,476	存货周转天数	76.2	79.5	76.4	76.4	76.4	76.4
投资活动现金净流	37	-1,658	-1,057	640	1,022	1,796	应付账款周转天数	105.4	117.6	114.2	114.2	114.2	114.2
股权募资	10	2,863	9	-434	0	0	固定资产周转天数	84.0	102.2	96.1	94.1	95.0	96.5
债权募资	225	-428	362	-400	0	1	偿债能力						
其他	-317	-256	-261	-17	-310	-310	净负债/股东权益	-6.69%	-28.24%	-19.89%	-40.93%	-44.82%	-50.78%
筹资活动现金净流	-82	2,179	109	-850	-310	-309	EBIT利息保障倍数	34.0	-7.6	-10.9	-16.4	-17.3	-32.3
现金净流量	281	1,687	-144	2,064	1,337	2,189	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	4	16	21	23	35
增持	0	2	2	2	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.09	1.09	1.09	1.07

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 2012-08-28	增持	27.25	N/A
2 2012-10-28	增持	26.66	N/A
3 2013-03-28	增持	38.07	N/A
4 2014-04-15	买入	24.30	N/A

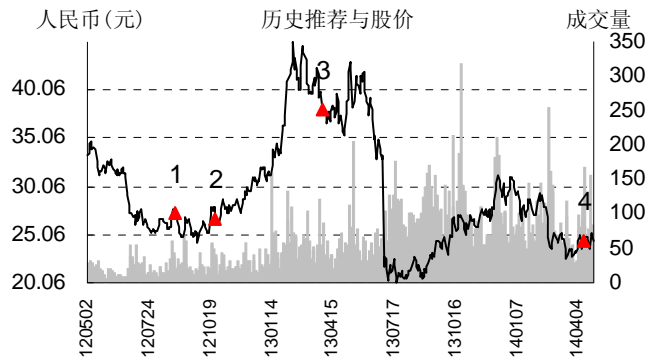
来源：国金证券研究所

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为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