

威孚高科 (000581.SZ)

汽车零部件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

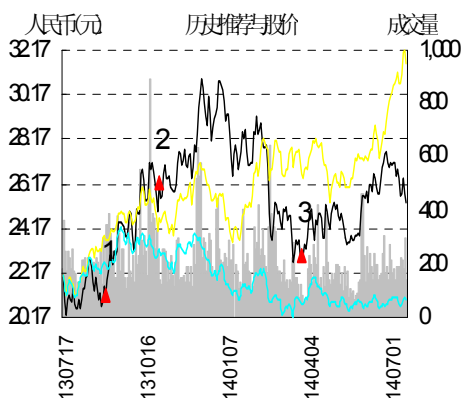
市价(人民币): 24.40元

国四升级正在加快, 有望迎来持续快速增长

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)	25,841.69
年内股价最高最低(元)	30.93/20.25
沪深300指数	2157.07
深证成指	7194.74



相关报告

- 《业绩略超预期, 重申买入正当其时》, 2014.4.28
- 《估值处于底部, 买入正当其时》, 2014.4.15

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

吴文剑 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)60230232
wuww@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	1.664	2.441	3.242
每股净资产(元)	12.73	9.41	10.35	12.49	15.43
每股经营性现金流(元)	1.71	0.79	2.13	0.65	0.74
市盈率(倍)	18.65	22.47	14.66	10.00	7.53
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%	53.16%	46.69%	32.83%
净资产收益率(%)	10.27%	11.54%	16.08%	19.54%	21.01%
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

投资逻辑

- **国四升级进程正在加快, 燃油喷射系统有望持续快速增长:** 公司此前预告中报业绩同比增长 50%-65%, 对应 EPS 为 0.78-0.86 元。受益于国四升级, 博世汽柴上半年业绩实现高速增长, 这也是公司上半年业绩快速增长的主因。工信部已发文 2015 年起停止销售国三车型, 明年国四全国执行已经明确, 博世汽柴有望持续高增长, 威孚汽柴依托对博世汽柴的配套, 也有望实现较快增长。公司目前高压共轨产品处于供不应求状态, 为满足生产, 公司正在加快产能建设, 公司目标今年高压共轨总成销量达到 70 万台, 喷油器达 700 多万套。
- **公司非道路器械共轨产品也已占据较高份额:** 公司高压共轨产品除了在柴油车市场占据领先地位, 在非道路器械领域也已经有很好的技术储备和配套优势。目前, 公司高压共轨产品在非道路器械领域的份额约为 20%, 预计今年年底能达到 35% 左右。依托于非道路器械共轨产品份额的快速提升, 有望为公司高压共轨产品持续贡献较多增量。
- **后处理需求同样迎来爆发式增长, DOC/POC 布局长远:** 公司后处理业务同样受益于国四升级而加快放量, 轻型柴油车后处理需求增长尤其快速。目前, 公司 SCR 产品同样处于供不应求状态, 公司已有 2 条新的产能线在建, 今年上半年已有部分产能投放。公司目标今年实现 SCR 销量 15-18 万套, 明年目标销量达到 30 万套。此外, 公司的 DOC/POC 产品还已为国五、国六进行积极布局, 未来 DOC/POC 业务成长空间仍然广阔。
- **增压器业务正在崛起:** 公司是具有核心技术优势的发动机核心零部件供应商, 除在柴油机燃油喷射与后处理系统上具有绝对优势外, 其增压器业务亦正在崛起。六缸增压器方面, 目前行业饱和度较高, 公司将稳步推进, 预计今年将有所增长。柴油增压器方面, 目前重卡行业的增压器渗透率还很低, 随着国四的严格实施, 增压器将成为标配, 渗透率将会快速提升。公司的可变喷嘴增压器技术实力在国内处于领先地位, 公司是国内唯一一家掌握该技术的自主厂商。汽油增压器方面, 预计渗透率将快速提升, 尤其是 2.0L 以下乘用车的增压器会快速增长。目前汽油增压器基本上由外资公司所垄断, 公司将首先为自主品牌进行配套(目前已经有 4 家客户), 未来再逐步向合资品牌拓展。

- **传统业务谋求转型，新业务积极布局，公司未来亮点颇多：**威孚金宁和本部由于产品技术水平渐趋老化，可能继续下滑。公司未来会遵循“固本、开源”的发展战略：一方面将继续增强现有业务，另一方面将不断探索有发展前景的新业务。传统业务方面，公司产能已经在逐步进行调整，传统机械泵的产能不断转为高压共轨等新产品产能；此外，公司还将积极推进现有产品的升级和深化，产品布局从国四延伸至国五、国六。新业务方面，公司未来也是亮点颇多，公司在汽车动力电池领域已有产品和技术储备，若新能源汽车行业真正放量，公司将快速跟进。

盈利调整

- 我们预计，公司 14-16 年实现收入分别为 71.0、83.4、96.6 亿元，实现归属母公司净利润分别为 17.0、24.9、33.1 亿元，同比分别增长 53.2%、46.7%、32.8%，对应 EPS 分别为 1.66、2.44、3.24 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 年仅约 15 倍 PE，有较大提升空间。我们维持公司“买入”评级，目标价 33 元，对应 14 年 20 倍 PE。

图表1: 公司分业务收入及毛利预测

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	4,778	5,494	6,319
增长率 (YOY)	-15.29%	6.78%	22.00%	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	3,385	3,893	4,477
增长率 (YOY)	-11.20%	5.20%	21.98%	15.00%	15.00%
毛利 (百万元)	1,029.80	1,141.17	1,392.70	1,601.61	1,841.85
增长率 (YOY)	-24.25%	10.81%	22.04%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	73.13%	70.08%	67.29%	65.89%	65.44%
占主营业务利润比重	82.93%	80.41%	78.15%	76.88%	76.31%
汽车后处理系统					
销售收入 (百万元)	830.3	1,069.2	1,710.7	2,223.9	2,668.7
增长率 (YOY)	-3.92%	28.77%	60.00%	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	1,411	1,835	2,202
增长率 (YOY)	-6.40%	27.84%	59.92%	30.00%	20.00%
毛利 (百万元)	140.01	186.68	299.37	389.18	467.02
增长率 (YOY)	10.47%	33.33%	60.37%	30.00%	20.00%
占总销售额比重	16.56%	19.13%	24.09%	26.67%	27.64%
占主营业务利润比重	11.27%	13.15%	16.80%	18.68%	19.35%
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%
占总销售额比重	3.06%	3.08%	2.55%	2.28%	2.46%
占主营业务利润比重	3.25%	3.09%	2.64%	2.37%	2.56%
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%
占总销售额比重	7.26%	7.71%	6.07%	5.17%	4.46%
占主营业务利润比重	2.55%	3.34%	2.42%	2.07%	1.79%
销售总收入 (百万元)	5,015.3	5,588.5	7,100.2	8,339.1	9,655.5
销售总成本 (百万元)	3,773.5	4,169.3	5,318.0	6,255.8	7,241.8
毛利 (百万元)	1,241.8	1,419.2	1,782.2	2,083.2	2,413.7
平均毛利率	24.76%	25.39%	25.10%	24.98%	25.00%

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	7,100	8,339	9,655	货币资金	855	2,601	2,448	4,477	5,977	8,403
增长率		-15.0%	11.4%	27.0%	17.4%	15.8%	应收款项	2,406	1,945	2,235	2,773	3,246	3,739
主营业务成本	-4,315	-3,773	-4,170	-5,318	-6,256	-7,242	存货	884	760	987	1,114	1,310	1,516
%销售收入	73.2%	75.2%	74.6%	74.9%	75.0%	75.0%	其他流动资产	194	789	1,829	222	262	303
毛利	1,583	1,242	1,420	1,782	2,083	2,414	流动资产	4,338	6,094	7,498	8,586	10,795	13,962
%销售收入	26.8%	24.8%	25.4%	25.1%	25.0%	25.0%	%总资产	54.7%	55.1%	57.3%	59.6%	63.0%	67.4%
营业税金及附加	-33	-32	-32	-43	-50	-58	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	-263	-309	-357	%总资产	18.4%	13.3%	12.8%	13.2%	13.9%	13.3%
%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	-710	-826	-946	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%	40.4%	37.0%	32.6%
息税前利润 (EBIT)	896	575	622	767	899	1,052	资产总计	7,929	11,056	13,074	14,408	17,135	20,710
%销售收入	15.2%	11.5%	11.1%	10.8%	10.8%	10.9%	短期借款	498	70	400	0	0	0
财务费用	-26	75	57	41	48	33	应付款项	1,601	1,536	1,990	2,336	2,747	3,180
%销售收入	0.4%	-1.5%	-1.0%	-0.6%	-0.6%	-0.3%	其他流动负债	395	326	367	766	843	923
资产减值损失	-6	-21	-89	-4	-12	-21	流动负债	2,495	1,932	2,756	3,102	3,590	4,103
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	1,122	1,873	2,658	其他长期负债	94	163	260	240	240	240
%税前利润	35.6%	38.2%	51.1%	57.8%	66.2%	71.0%	负债	2,589	2,095	3,077	3,403	3,890	4,405
营业利润	1,361	1,025	1,232	1,927	2,808	3,721	普通股股东权益	5,064	8,656	9,601	10,558	12,742	15,744
营业利润率	23.1%	20.4%	22.0%	27.1%	33.7%	38.5%	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	14,408	17,135	20,710
税前利润	1,397	1,038	1,257	1,942	2,828	3,741	比率分析						
利润率	23.7%	20.7%	22.5%	27.3%	33.9%	38.7%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-141	-104	-103	-194	-283	-374	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	1.664	2.441	3.242
净利润	1,256	934	1,154	1,747	2,545	3,367	每股净资产	8.927	12.727	9.411	10.349	12.490	15.432
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	2.133	0.655	0.742
归属于母公司的净利润	1,205	889	1,108	1,697	2,490	3,307	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%	23.9%	29.9%	34.3%	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%	16.08%	19.54%	21.01%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	15.19%	8.04%	8.48%	11.78%	14.53%	15.97%
净利润	1,256	934	1,154	1,747	2,545	3,367	投入资本收益率	13.78%	5.72%	5.45%	6.24%	6.08%	5.79%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	145	184	279	193	244	313	主营业务收入增长率	9.81%	-14.97%	11.45%	27.03%	17.45%	15.79%
非经营收益	-510	-384	-667	-1,140	-1,889	-2,673	EBIT增长率	1.85%	-35.82%	8.15%	23.37%	17.24%	17.03%
营运资金变动	-564	431	37	1,376	-232	-249	净利润增长率	-10.12%	-26.17%	24.61%	53.16%	46.69%	32.83%
经营活动现金净流	326	1,166	804	2,176	668	757	总资产增长率	17.27%	39.43%	18.25%	10.20%	18.93%	20.87%
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	1,122	1,873	2,658	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	704	1,143	1,978	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	82.2	82.5	83.6
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%	-40.13%	-44.68%	-51.16%
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	-18.5	-18.8	-32.1
现金净流量	281	1,687	-144	2,029	1,501	2,426	资产负债率	32.65%	18.95%	23.53%	23.62%	22.70%	21.27%

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	11	16	29	48
增持	0	2	3	4	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.15	1.16	1.14	1.13

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。

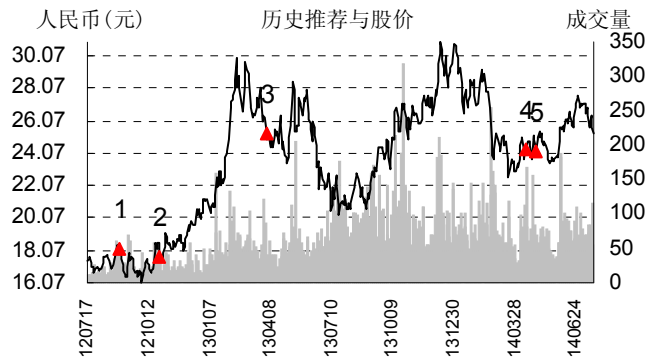
最终评分与平均投资建议对照:

1.00 = 买入; 1.01~2.0 = 增持; 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持

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	18.11	N/A
2 2012-10-28	增持	17.71	N/A
3 2013-03-28	增持	25.29	N/A
4 2014-04-15	买入	24.35	N/A
5 2014-04-28	买入	24.12	N/A

来源: 国金证券研究所



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