



**谨慎  
买入**

**12% ↑**

目标价格:人民币 30.00

000581.CH

价格:人民币 26.73

目标价格基础:18倍14年市盈率

板块评级:中立

# 威孚高科

## 国四稳步推进, 公司业绩持续高增长

公司发布2014年3季度业绩公告: 3季度实现销售收入14.9亿元, 同比增长10.0%; 归属于上市公司股东的净利润4.0亿元, 同比增长47.6%; 每股收益0.39元, 符合市场预期。由于国四实施逐步推进, 子公司博世汽柴一直处于较高的产能利用率, 促使公司来自博世汽柴等的投资收益一直保持较高增长。3季度公司投资收益达2.7亿元, 同比增长62.9%, 占当期净利润的67.0%。博世汽柴和威孚力达将是公司未来业绩主要增长点, 预计国四阶段公司净利润规模最高有望达到32亿元, 合理市值规模是320亿元左右, 即目标价30.00元, 维持公司谨慎买入评级。

### 支撑评级的要点

- 国四实施逐步推进, 将促公司下属博世汽柴及威孚力达业绩大幅增长。目前全国范围内尚未全部实施国四, 部分城市仍在销售国三及以下车型, 随着国四实施逐步推进, 博世汽柴高压共轨系统仍有较大成长空间。威孚力达是公司尾气处理业务主要执行者, 可以提供全套柴油车尾气处理系统, 国四阶段柴油车需要加装尾气处理系统, 将为公司发展提供广大成长空间。我们预计国四阶段柴油车尾气处理系统市场规模有望达到140亿元(相当于威孚高科2013年尾气处理业务收入的13倍)。
- 未来排放升级将为公司提供新的成长空间。国四排放实施为博世汽柴的高压共轨燃油喷射系统和威孚力达的尾气处理业务提供了巨大成长空间。未来国五及更高排放标准的实施, 将继续提升对燃油喷射系统和尾气处理要求, 公司是燃油喷射和尾气处理国内领先厂商, 将持续受益。

### 评级面临的主要风险

- 商用车行业销量大幅下滑; 国IV排放标准实施不达预期。

### 估值

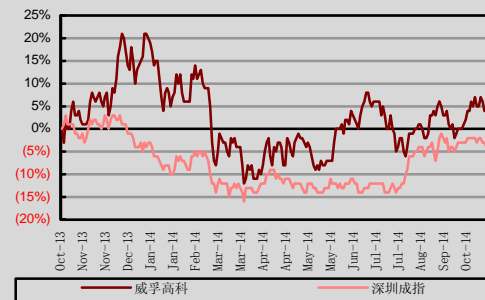
- 我们维持公司盈利预测, 预计2014-2016年每股收益分别为1.63元、2.17元和2.72元, 对应最新股价动态市盈率分别为16、12和10倍。我们维持目标价30.00元及谨慎买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	5,015	5,589	6,267	6,626	7,554
变动(%)	(15)	11	12	6	14
净利润(人民币 百万)	889	1,108	1,664	2,209	2,773
全面摊薄每股收益(人民币)	0.872	1.086	1.631	2.166	2.716
变动(%)	(26.2)	24.6	50.1	32.8	25.4
全面摊薄市盈率(倍)	30.7	24.6	16.4	12.3	9.8
价格/每股现金流量(倍)	23.4	33.9	79.6	28.3	20.6
每股现金流量(人民币)	1.14	0.79	0.34	0.94	1.30
企业价值/息税折旧前利润(倍)	34.5	34.9	28.1	23.3	18.5
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.445	0.591	0.741
股息率(%)	1.1	1.1	1.7	2.2	2.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(12.5)	4.3	10.5	(0.1)
相对深证成指	(10.1)	6.5	4.9	6.6

发行股数(百万)	1,020
流通股(%)	67
流通股市值(人民币 百万)	18,136
3个月日均交易额(人民币 百万)	293
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
无锡产业发展集团有限公司	20

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究  
以2014年10月24日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车零部件

彭勇  
(8621) 2032 8596  
yong.peng@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

### 核心观点:

- **并表业务收入小幅增长，毛利率有所提升。**3季度公司营业收入同比增长10.0%，毛利率同比增加了2.4个百分点。我们估计收入增长主要来自尾气处理系统业务，随着国四实施逐步推进，威孚力达尾气处理业务将持续保持高增长。考虑到原有国三燃油喷射系统需求下降，我们预计未来2-3个季度公司整体收入有望保持小幅增长趋势。
- **费用率有所增加，主要因管理费用率增加较多。**3季度公司三项费用率同比增加了1个百分点，主要因管理费用率增加较多，同比增加了2.2个百分点。3季度公司销售费用率有所下降，同比减少了1.1个百分点。
- **国四实施逐步推进，将促公司下属博世汽柴及威孚力达业绩大幅增长。**目前全国范围内尚未全部实施国四，部分城市仍在销售国三及以下车型，随着国四实施逐步推进，博世汽柴高压共轨系统仍有较大成长空间。威孚力达是公司尾气处理业务主要执行者，可以提供全套汽柴油车尾气处理系统，国四阶段柴油车需要加装尾气处理系统，将为公司发展提供广大成长空间。我们预计国四阶段柴油车尾气处理系统市场规模有望达到140亿元（相当于威孚高科2013年尾气处理业务收入的13倍）。
- **未来排放升级将为公司提供新的成长空间。**国四排放实施为博世汽柴的高压共轨燃油喷射系统和威孚力达的尾气处理业务提供了巨大成长空间。未来国五及更高排放标准的实施，将继续提升对燃油喷射系统和尾气处理要求，公司是燃油喷射和尾气处理国内领先厂商，将持续受益。
- **风险提示：**商用车行业销量大幅下滑；国IV排放标准实施不达预期。

**图表 1.威孚高科单季度业绩**

(人民币, 万元)	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	同比增长(%)	环比增长(%)
营业收入	135,193	135,841	168,359	184,623	148,764	10.0	(19.4)
投资收益	16,403	17,947	27,637	26,068	26,718	62.9	2.5
净利润	27,028	30,599	42,827	41,231	39,887	47.6	(3.3)
每股收益(元)	0.26	0.30	0.42	0.40	0.39	47.6	(3.3)
(%)						同比增加 百分点	环比增加 百分点
毛利率	23.4	32.8	24.6	24.2	25.8	2.4	1.6
销售费用率	4.6	4.7	3.2	2.6	3.5	(1.1)	0.9
管理费用率	8.4	12.5	10.1	9.4	10.6	2.2	1.2
财务费用率	(0.7)	(1.5)	(0.6)	(0.3)	(0.7)	0.0	(0.5)
三项费用率	12.3	15.6	12.7	11.8	13.4	1.0	1.6
净利率	20.0	22.5	25.4	22.3	26.8	6.8	4.5

资料来源：公司公告

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	5,015	5,589	6,267	6,626	7,554
销售成本	(3,805)	(4,202)	(4,738)	(5,009)	(5,711)
经营费用	(494)	(663)	(627)	(586)	(653)
息税折旧前利润	716	724	902	1,031	1,190
折旧及摊销	(163)	(191)	(238)	(302)	(352)
经营利润(息税前利润)	554	533	664	729	838
净利息收入/(费用)	75	57	37	49	63
其他收益/(损失)	409	667	1,164	1,671	2,153
税前利润	1,038	1,257	1,865	2,449	3,054
所得税	(104)	(103)	(123)	(137)	(153)
少数股东权益	(45)	(46)	(78)	(103)	(128)
净利润	889	1,108	1,664	2,209	2,773
核心净利润	891	1,110	1,668	2,214	2,776
每股收益(人民币)	0.872	1.086	1.631	2.166	2.716
核心每股收益(人民币)	0.873	1.088	1.636	2.170	2.722
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.445	0.591	0.741
收入增长(%)	(15)	11	12	6	14
息税前利润增长(%)	(38)	(4)	25	10	15
息税折旧前利润增长(%)	(30)	1	25	14	15
每股收益增长(%)	(26)	25	50	33	25
核心每股收益增长(%)	(26)	25	50	33	25

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	3,101	4,028	3,595	4,919	6,957
应收帐款	1,047	1,144	1,253	1,325	1,250
库存	760	987	1,156	1,230	1,424
其他流动资产	1,187	1,338	1,523	1,523	1,523
流动资产总计	6,094	7,497	7,527	8,998	11,154
固定资产	1,470	1,671	2,638	3,049	3,418
无形资产	650	883	956	1,021	1,079
其他长期资产	2,841	3,023	3,023	3,023	3,023
长期资产总计	4,962	5,576	6,616	7,092	7,519
总资产	11,056	13,073	14,143	16,090	18,675
应付帐款	1,768	2,242	2,350	2,485	2,833
短期债务	70	400	0	0	0
其他流动负债	94	115	0	0	0
流动负债总计	1,932	2,756	2,350	2,485	2,833
长期借款	0	60	60	60	60
其他长期负债	163	260	300	300	301
股本	680	1,020	1,122	1,122	1,122
储备	7,976	8,579	9,835	11,545	13,653
股东权益	8,656	9,600	10,957	12,667	14,775
少数股东权益	305	397	475	578	706
总负债及权益	11,056	13,073	14,143	16,090	18,675
每股帐面价值(人民币)	12.73	9.41	9.76	11.29	13.17
每股有形资产(人民币)	11.75	8.54	8.90	10.35	12.16
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.72)	(1.95)	(1.72)	(2.90)	(4.72)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	1,038	1,257	1,865	2,449	3,054
折旧与摊销	163	191	238	302	352
净利息费用	(75)	(57)	(37)	(49)	(62)
运营资本变动	325	322	(220)	60	426
税金	(104)	(103)	(123)	(137)	(155)
其他经营现金流	(181)	(806)	(1,381)	(1,662)	(2,290)
经营活动产生的现金流	1,166	804	343	963	1,324
购买固定资产净值	(256)	(443)	(1,264)	(779)	(779)
投资减少/增加	(1,397)	(2,434)	1,097	1,591	2,095
其他投资现金流	(4)	1,820	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,658)	(1,057)	(167)	812	1,316
净增权益	2,863	9	0	0	(1)
净增债务	(428)	362	(400)	0	0
支付股息	(204)	(204)	(306)	(499)	(663)
其他融资现金流	116	101	77	49	61
融资活动产生的现金流	2,347	268	(629)	(450)	(602)
现金变动	1,855	15	(453)	1,325	2,038
期初现金	746	2,433	2,448	1,995	3,319
公司自由现金流	(492)	(253)	176	1,775	2,641
权益自由现金流	(844)	165	(187)	1,824	2,702

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	14.3	13.0	14.4	15.6	15.8
息税前利润率(%)	11.0	9.5	10.6	11.0	11.1
税前利润率(%)	20.7	22.5	29.8	37.0	40.4
净利率(%)	17.7	19.8	26.5	33.3	36.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.2	2.7	3.2	3.6	3.9
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.8	2.4	2.7	3.1	3.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	30.7	24.6	16.4	12.3	9.8
核心业务市盈率(倍)	30.6	24.6	16.3	12.3	9.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	34.4	27.6	18.3	13.8	11.0
市净率(倍)	2.1	2.8	2.7	2.4	2.0
价格/现金流(倍)	23.4	33.9	79.6	28.3	20.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	34.5	34.9	28.1	23.3	18.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	78.8	75.8	82.5	86.9	84.8
应收帐款周转天数	81.0	71.5	69.8	71.0	62.2
应付帐款周转天数	132.5	130.9	133.7	133.2	128.5
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	22.9	27.6	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	13.0	12.1	16.2	18.7	20.2
资产收益率(%)	5.2	4.1	4.6	4.6	4.6
已运用资本收益率(%)	7.4	5.5	6.1	5.9	5.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

#### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

#### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371