

# 公司研究

汽车及零配件

评级：不作评级

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街九号院一号楼六层信达证券研发中心

邢海芝

010-63081259

xinghaizhi@cindasc.com

市场指标/数据

	2008	2009E	2010E
PE	35.3	35.1	29.4
PB	2.5	3.6	3.3
PE/G	-1.6	0.6	1.5
EV/EBITDA	16.8	23.7	19.2

52 周最高价/最低价/当前价 (元)

19.5/4.93/18.8; 19.66/4.93/19.21 (后复权)

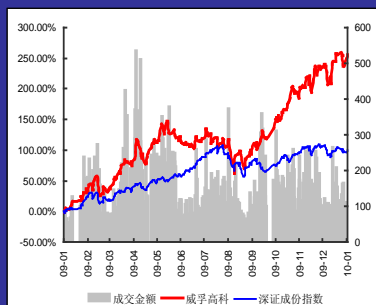
发行股数/实际流通 A 股 (万股)

56727.6/35228.03

主要股东 (持股比例)

无锡产业发展集团 (17.63%)

近一年股价走势



## 威孚高科：战略跟随亦是再次突围？

2010 年 1 月 13 日

### 主要观点：

- 威孚高科目前看点主要在于持股 31.5% 的博世汽柴赢利逐渐看好，另持有 20.03% 股权的中联电子业绩能够稳定增长，主营业务主要在于 VE 泵以及未来的尾气催化器所具有的较强领先优势；
- 公司业绩尽管短期无忧，但对投资收益依赖过大，导致其对业绩的不可控；
- 公司中长期持续性发展能力依然较弱；
- 公司股权结构分散，大股东控股意愿似乎不强，随着国内自主高压共轨技术的成熟及商业化，公司现有资源或有被外部资本看重和整合的可能。

(单位:百万元)	2008	2009E	2010E
营业收入	3,033	3,261	3,685
(+/-%)	-2.82	7.50	13.00
净利润	193	305	363
(+/-%)	-22.26	57.71	19.11
每股收益(元)	0.34	0.54	0.64
每股净资产(元)	4.81	5.23	5.72
每股经营现金流(元)	1.43	0.96	1.09
每股股利(元)	0.19	0.19	0.23
ROE (%)	7.58	11.00	11.96

## 1. 威孚高科目前看点主要在于持股 31.5%的博世汽柴赢利逐渐看好，另持有 20.03%股权的中联电子业绩能够稳定增长，主营业务主要在于 VE 泵以及未来的尾气催化器所具有的较强领先优势

博世汽柴主要生产符合国III标准的高压共轨系统，是博世在中国市场着力打造的具有较强竞争优势的赢利平台，是2004年在原无锡欧亚基础上经过重新合资成立的，博世汽柴项目注册资本2亿美元，总投资6亿欧元。经过三四年的培育后，随着国家正式实施汽车国III排放标准，博世汽柴盈利性也逐步体现出来，08年特别是下半年业绩爆发性增长，全年创纪录地实现了8.8亿元的净利润，相比07年增长了近7倍。09年前三季度，公司投资收益为1.49亿元，大致估算这其中博世汽柴的贡献约为7000万元左右，也就是其净利润前三季度预计超过2亿元。博世汽柴计划2010年形成56万台电控VE泵和70万套高压共轨系统的生产能力，年销售收入也将达到100亿元以上，合理的年净利润约在10-13亿元之间，对公司的合理利润贡献约在3.3-4亿元之间。

联合电子有限公司是由中联汽车电子有限公司（威孚高科持有20.03%股权）与博世的合资企业，双方各持50%股权，于95年12月正式成立。联合电子总投资额26.68亿元，引进了博世公司具有当代世界先进水平的汽油发动机控制系统的产品技术，研究、开发和生产适合中国汽车工业发展需要的，安全、洁净、经济的EMS及其零部件，其上海、无锡、西安建设了三个生产基地，年生产能力超过200万套，生产规模国内第一，目前已经实现欧III和欧IV电喷部件的国产化，在国内电喷汽油领域占有40%的市场份额。联合电子的收益较为稳定，威孚高科06年至08年从其获得的投资收益分别为5255万元、6932万元、8007万元，09年上半年为3900万元。

公司主营业务的看点主要在于持股94.81%的威孚力达，威孚力达及其子公司力达催化器公司（威孚力达持有49%股权）主要生产尾气催化剂、净化器等产品，适用于各种汽油机和轻、微型柴油汽车，到2010年，威孚力达预计形成400万升催化剂和100万套净化器的年生产能力，年销售收入达到10亿元规模，成为国内汽车尾气催化净化装置规模最大的供应商，同时具备与国外巨头公司在同一水平竞争的能力。

另外，在未来满足国IV排放标准（预期是2010年公布，11年正式实施）方面，公司目前满足国IV标准的自主SCR 催化剂技术也已经成熟，能够完成加药、载体、催化剂和分装全部四大部分工艺。一方面是国产化因素，另一方面力达的产业链更为完整，因此同进口和合资产品相比，预计量产后公司的产品价格仅为前者的50%。借助威孚高科同各家柴油厂之间的长期合作关系，以及同博世共轨系统的协同，公司在国IV阶段SCR 排气处理器市场的竞争中将全面领先。

表 1: 威孚高科近年净利润分拆情况

合并报表部分	06年, 万元	07年, 万元	08年, 万元	09年 H1, 万元
归属于母公司净利润	8828	23043	19342	8784
营业利润	13864	28605	24519	10254

其中：公司本部	1027	124	-6009	
威孚马山（100%）				
威孚长安（100%）				
威孚金宁（80%）	4424	4117	3597	2000
威孚柴油系统公司（70%）	8145	8851	825	
威孚力达（94.81%）	1975	2210	752	
资产减值损失	-3314	-4669	-11149	14
<b>投资收益</b>	<b>-2846</b>	<b>13627</b>	<b>36503</b>	<b>4934</b>
其中：博世汽车柴油（31.50%）	-7570	3805	26496	-532
中联电子（20%）	5255	6932	8007	3900
<b>扣减投资收益后营业利润</b>	<b>11426</b>	<b>15097</b>	<b>-11984</b>	<b>5320</b>

来源：公司公告，信达证券。

## 2. 公司业绩尽管短期无忧，但对投资收益依赖过大，导致其对业绩的不可控

公司短期业绩无忧主要体现于博世汽柴进入赢利收获期，同时联合电子能够继续稳定增长。自身业务方面，公司PS7100泵、PW2000以及VE泵是目前国内国II排放标准的中高端产品，也是其目前主要盈利品种，由于这部分产品国产化率高，产品保持了较好的盈利能力，考虑到国内市场的不平衡性，国III标准的实施后短期内依然会有一定的需求。同时，公司也在向、船用、工程机械等柴油机领域配套转移，这些都能在一定程度上延长公司这部分产品的生命周期。另外，公司在于博世组建博世汽柴的同时，即成为了后者共轨系统的泵和喷油器体配套供应商，随着共轨系统的销量增长公司该部分业务也会同步增长。

但同时，公司对投资收益的依赖也较大，特别是博世汽柴的利润变动对公司的净利润结果有重大影响。博世汽柴尽管08年净利润一度达到8.8亿元，但到09年上半年又只有1600万元左右，而根据威孚高科三季报，公司前三季度投资收益由上半年的4900万元提高到1.49亿元，再次有所转好，而前三季度，威孚高科的营业利润也只有2.43亿元。这一状况，也使得公司对自身利润的可控性大大降低。

## 3. 公司中长期持续性发展能力依然较弱

威孚高科的中长期战略问题主要是战略空间将会越来越小，尽管这一点或与短期价值无关。

首先，公司自身业务基本被局限于国III标准的产品，纵使还有几年的市场包括非车用市场可做，但未来国II及其以下产品的市场规模减少和淘汰也是确定性事件。其次，公司为博世汽柴配套首先存在配套价格、配套比例无法掌握话语权的问题，其所获取的利润也仅是加工性费用，这些都无异于束缚了一个正常企业的创新空间和创

新动力。

即使公司在未来国IV标准中SCR催化剂技术能够占有先机，但实际上这一部分业务的推广也需要与博世产品的协同进行。因此中长期来看，企业的核心竞争优势将会减弱甚至丧失，估值基础也将发生改变。

#### 4. 公司股权结构分散，大股东控股意愿似乎不强，随着国内自主高压共轨技术的成熟及商业化，公司现有资源或有被外部资本看重和整合的可能

实际上，国内高压共轨自主技术的研发和商业化也已经取得重大突破。09年7月，在一汽新一代解放中卡J6下线时，其同时发布了一款装配一汽无油所自主开发的高压共轨系统的发动机，同时，成都威特的电控单体泵系统也开始在一些发动机上批量使用，从而打破了博世在这一领域的完全垄断地位，在国内本土产品的冲击下，博世已不再收取产品标定费，同时，博世的高压共轨系统价格因此也大大降低，目前已到每套1.1万元左右。这一状况表明，国内柴油机核心系统部件领域特别是高压共轨领域博世的竞争优势将会受到牵制，市场份额也会被分割，行业竞争格局尚未形成最后稳固状态，竞争或许才真正开始，威孚高科过早的放弃既有的优势而绑定博世我们认为也许未必是最好的选择也未必是最终结局。

实际上，我们认为公司的核心价值不仅是利润来源的重要提供者博世汽柴，还在于其在柴油发动新核心部件领域的生产、技术及人才储备优势。随着低碳经济概念的发展，特别是柴油机行业以及轿车柴油化等的发展，公司的战略价值将被进一步体现。

就公司的情况来看，公司股权结构分散，第一大股东持有公司股本只占17.63%，其次是博世只有3.24%，如此分散的股权结构在上市公司中较为少见。另外，09年6月，原第一大股东大股东无锡威孚集团被无锡产业发展集团吸收合并，后者成为公司现在的公司第一大股东。从无锡产业发展集团的资料来看，其发展目标是把产业集团打造成为无锡市战略产业的推进器和高科技产业的孵化器，主要立足产业是传感网、新材料、新能源、生物、环保、高端制造业等，由此可见，控股股东实际上做强相关汽车零部件产业的意愿似乎不强，这也为威孚高科未来的整合提供了必要条件。

**三张报表预测**
**损益表 (人民币百万元)**

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>营业收入</b>	2,670	3,121	3,033	3,261	3,685	4,127
(+/-) %	-4.34	16.91	-2.82	7.50	13.00	12.00
营业成本	2,031	2,433	2,464	2,658	2,956	3,342
毛利率(%)	23.95	22.05	18.77	18.50	19.77	19.02
营业税金及附加	17	17	17	18	20	23
%营业收入	0.62	0.55	0.56	0.56	0.55	0.56
销售费用	122	104	128	91	127	144
%营业收入	4.56	3.35	4.22	2.80	3.46	3.49
管理费用	242	279	361	326	379	443
%营业收入	9.05	8.92	11.90	10.00	10.28	10.73
EBIT	259	288	63	168	202	175
(+/-) %	-8.75	11.10	-77.98	164.04	20.68	-13.48
财务费用	63	92	72	49	84	84
%营业收入	2.37	2.94	2.37	1.50	2.27	2.05
资产减值损失	33	47	111	65	55	50
价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-24	136	365	307	368	434
<b>营业利润</b>	<b>138.64</b>	<b>286.05</b>	<b>245.19</b>	<b>360.10</b>	<b>431.32</b>	<b>475.24</b>
营业利润率(%)	5.19	9.16	8.08	11.04	11.71	11.52
营业外收支	-4	-3	-30	-13	-18	-26
<b>利润总额</b>	<b>135</b>	<b>283</b>	<b>216</b>	<b>347</b>	<b>413</b>	<b>450</b>
利润率(%)	5.05	9.07	7.11	10.64	11.22	10.89
所得税费用	8	17	9	21	25	27
所得税率	5.72	6.03	4.12	6.00	6.00	6.00
<b>净利润</b>	<b>127</b>	<b>266</b>	<b>207</b>	<b>326</b>	<b>388</b>	<b>423</b>
其中归属母净利润	<b>93</b>	<b>230</b>	<b>193</b>	<b>305</b>	<b>363</b>	<b>395</b>
少数股东损益	<b>34</b>	<b>36</b>	<b>13</b>	<b>21</b>	<b>25</b>	<b>27</b>
净利润率(%)	4.76	8.52	6.82	10.00	10.54	10.24

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	127	266	207	326	388	423
非现金支出	147	190	265	203	246	286
非经常损益	29	-140	-342	-167	-244	-265
营运资金变动	63	-219	587	83	119	273
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>447</b>	<b>185</b>	<b>808</b>	<b>544</b>	<b>618</b>	<b>841</b>
资本开支	244	151	170	-335	-532	-558
投资	15	9	16	-151	-144	-127
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-183</b>	<b>-76</b>	<b>-118</b>	<b>-415</b>	<b>-660</b>	<b>-668</b>
吸收投资	0	0	0	0	0	0
取得借款	2583	3025	1657	200	276	84
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-190</b>	<b>-174</b>	<b>-874</b>	<b>201</b>	<b>84</b>	<b>-80</b>
<b>现金净流量</b>	<b>73</b>	<b>-66</b>	<b>-183</b>	<b>330</b>	<b>42</b>	<b>92</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	817	762	634	848	891	998
交易性金融资产	0	0	0	0	0	0
应收款项	1,110	1,271	863	1,260	1,376	1,479
预付款项	24	33	34	34	40	46
存货	725	758	507	676	789	885
一年内到期非流动资产	0	0	0	0	0	0
<b>流动资产</b>	<b>2,676</b>	<b>2,824</b>	<b>2,043</b>	<b>2,821</b>	<b>3,100</b>	<b>3,416</b>
<b>%总资产</b>	<b>55.02</b>	<b>55.11</b>	<b>44.44</b>	<b>52.51</b>	<b>52.06</b>	<b>51.03</b>
长期投资	767	901	1,216	1,210	1,307	1,430
固定资产	153	120	171	1,235	1,435	1,708
%总资产	3.14	2.33	3.72	23.00	24.10	25.51
无形资产	116	106	78	76	79	84
长期待摊费用	1	1	2	1	2	2
<b>非流动资产</b>	<b>2,188</b>	<b>2,300</b>	<b>2,555</b>	<b>2,551</b>	<b>2,855</b>	<b>3,278</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,864</b>	<b>5,124</b>	<b>4,598</b>	<b>5,372</b>	<b>5,956</b>	<b>6,693</b>
短期借款	1,464	1,486	843	1,209	1,458	1,566
预收款项	7	13	19	16	20	24
应付款项	879	972	980	1,089	1,162	1,319
一年内到期非流动负债	73	0	0	0	0	0
其他流动负债	10	13	11	13	13	13
流动负债	2,433	2,484	1,853	2,388	2,682	2,962
长期借款	0	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	1	2	3	3	22
<b>负债</b>	<b>2,441</b>	<b>2,498</b>	<b>1,871</b>	<b>2,408</b>	<b>2,708</b>	<b>3,138</b>
归母所有者权益合计	2,202	2,399	2,506	2,723	2,980	3,261
少数股东权益	2,423	227	221	242	267	294
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>4,864</b>	<b>5,124</b>	<b>4,598</b>	<b>5,372</b>	<b>5,956</b>	<b>6,693</b>

**主要财务指标**

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
EPS(元)	0.16	0.41	0.34	0.54	0.64	0.70
每股净资产(元)	4.27	4.63	4.81	5.23	5.72	6.27
每股经营现金流(元)	0.79	0.33	1.43	0.96	1.09	1.48
每股股利(元)	0.00	0.11	0.19	0.19	0.23	0.25
ROE(%)	5.25	10.13	7.58	11.00	11.96	11.89
总资产收益率(%)	2.61	6.10	6.92	6.70	7.81	7.64
总资产增长率(%)	8.75	5.35	-10.26	16.84	10.87	12.38
应收帐款周转次数(次)	3.97	5.16	6.48	5.74	5.35	5.21
存货周转次数(次)	2.81	3.28	4.86	4.49	4.04	3.78
固定资产周转次数(次)	17.47	26.10	17.72	2.64	2.57	2.42
总资产周转次数(次)	0.57	0.63	0.66	0.65	0.65	0.62
权益乘数	1.05	1.95	1.69	1.81	1.83	1.88
EBITDA 利息倍数(倍)		10.14	4.31	15.41	8.49	8.07

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

## 免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

## 信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心  
邮编：100031  
传真：0086 10 63081102