



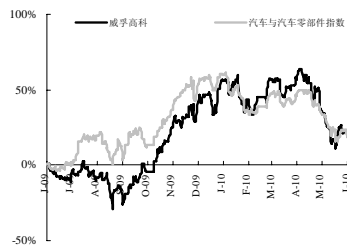
汽车及零部件
Autos & Auto Parts

2010年6月2日

市场数据	2010年6月2
当前价格(元)	14.21
52周价格区间(元)	8.55-20.05
总市值(百万)	6427.98
流通市值(百万)	5005.91
总股本(万股)	56728
流通股(万股)	35228
日均成交额(百万)	100
近一月换手(%)	41.97
Beta(2年)	1.39
第一大股东	无锡产业发展集团有限公司
公司网址	www.weifu.com.cn

财务数据	FYE
毛利率	23.21
净利率	10.33
净资产收益率	3.83
总资产收益率	2.64
资产负债率	43.55
市盈率	13.57
市净率	2.80

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
威孚高科	-12.7	-24.4	17.3
汽车零部件指数	-10.7	-19.9	19.2

相关报告

《威孚高科: 业务组合更加均衡, 抗风险能力不断增强》200904

《威孚高科: 降本增效成果显著》200909

《威孚高科: 业绩平稳增长、期待政策提速》200903

陈光明

+86 755 21515584

chengm@jyzq.cn

执业证书编号

S096020712015

威孚高科调研简报

—商用车景气持续, 业绩或超预期

评级: 增持

盈利预测	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万元)	3033	3081	3437	4204
主营收入增长率%	-4.8	1.6	12	22
净利润(百万元)	207	464	636	737
净利润增长率%	-16.2	131.7	42	16
每股收益(元)	0.34	0.79	1.12	1.30
每股净资产(元)	4.42	5.05	6.02	6.96
PE	41.8	17.9	12.6	10.9
PB	3.21	2.82	2.36	2.04

资料来源: 金元证券研究所

投资要点:

- 本部开源节流、积极寻求新的增长点。随着国3标准的实施, 以国2产品为主的业务增长有所放缓。针对这个局面, 公司积极探索寻求新的增长点。2009年公司收购了博世柴油系统的欧2喷油器业务, 当年实现收入2.6亿元; 开发并投产燃油喷射系统的其他汽车关键零部件增压器, 当年实现1500万元的收入; 提升对博世汽柴国产化的配套范围和配套量, 继泵的批量配套外, 轨的配套也在着手准备。整体上看, 公司已由从事单一的燃油系统产品扩展到汽车进气系统、燃油系统、后处理系统, 形成了完整的汽车核心零部件产业链。
- 博世柴油系统公司: 重卡景气持续推动盈利大幅增长。在强劲的固定资产投资带动下国内重卡市场持续景气, 2010年前4个月重卡销量同比增长130%以上, 全年销量增长有望超过30%。目前博世柴油系统基本满负荷生产, 全年销售有望突破50亿元, 实现净利润8亿元以上, 较上年同期增长63%, 折合EPS0.44元。
- 中联电子: 业绩稳定增长。2010年汽车行业刺激政策部分延续, 乘用车市场表现仍然良好, 1-4月乘用车同比增长超过60%, 我们预计全年增速在20%左右。在此带动下, 中联电子净利有望实现20%左右的增长, 为公司贡献收益约1.9亿元, 折合EPS0.33元。此外, 博世计划与中联汽车电子拓展其在车身电子领域的合作, 未来增长前景乐观。
- 维持“增持”评级。小幅上调公司2010、2011年业绩预测分别至1.12元、1.30元, 目前股价对应2010年、2011年P/E分别为13倍和11倍, 估值处于行业中低端。考虑到公司是我国汽车尾气排放标准不断升级的直接受益者, 未来成长前景明朗, 且业务组合更加均衡, 盈利稳定性大大增强, 给予公司未来6-12个月目标价格20元, 对应2011年15倍P/E, 给予“增持”评级。

威孚高科主营产品为喷油泵、喷油器及三对偶件等，三类产品共同组成了柴油机的燃油供给系统，是我国目前规模最大的柴油机燃油喷射系统专业生产商。目前公司有全资子公司5家，控股子公司3家，重要的参股企业4家，业务已由从事单一的燃油系统产品扩展到汽车进气系统、燃油系统、后处理系统，形成了完整的汽车核心零部件产业链。

图表 1: 公司主营构成 (单位: 万元)

	营业收入	营业成本	毛利率
柴油内燃机油泵油嘴及配件	220735	166349	24.6%
汽车尾气催化净化器及配件	42441	35664	16.0%
增压器	1562	1236	20.8%
其他产品	539	491	8.9%
进出口	11782	11245	4.6%
合计	277059	214985	22.4%

资料来源: 公司财务报告, 金元证券研究所

图表 2: 威孚高科主要控股及参股公司 (单位: 万元)

公司名称	权益比例	主导产品	09年利润贡献	合并报表
南京威孚金宁	80%	VE 分配泵	3996	是
威孚力达	94.8%	净化器、催化剂	5738	是
威孚柴油系统	70%	VE、PW 泵	749	是
博世柴油系统	31.5%	电控柴油喷射系统	15357	否
中联汽车电子	20.03%	汽油电喷系统	16288	否

资料来源: 公司财务报告, 金元证券研究所

注: 公司于 2010 年初收购了大股东持有的威孚柴油系统公司 30% 股权, 目前持股 100%。

从盈利构成看, 来自参股公司的投资收益是公司盈利的主要构成, 2009 年投资收益 3.7 亿元, 占公司净利润的 83%, 投资收益又主要来自博世柴油系统以及中联汽车电子的贡献。

威孚母公司主要业务是满足国 2 排放标准的柴油机燃油喷射系统及其配件的生产, 产品包括 A 型泵、I 号泵、PW 泵、单体泵以及喷油嘴等, 配套于轻卡、中卡、农用车等。随着国 3 标准的实施, 以国 2 产品为主的业务增长有所放缓。针对这个局面, 公司积极探索寻求新的增长点。2009 年公司收购了博世柴油系统的欧 2 喷油器业务, 当年实现收入 2.6 亿元; 开发并投产燃油喷射系统的其他汽车关键零部件增压器, 当年实现 1500 万元的收入; 提升对博世汽柴国产化的配套范围和配套量, 继泵的批量配套外, 轨的配套也在着手准备。2010 年上半年, 威孚母公司业务经营情况良好, 主要得益于国内商用车市场的快速发展, 这从下表中的盈利情况可以看出。

图表 3: 公司盈利构成 (单位: 万元)

	2008	2009	2010Q1
母公司及控股子公司	-17161	7620	6248
投资收益	36503	37202	5155
净利润	19342	44822	11403

资料来源: 公司财务报告, 金元证券研究所

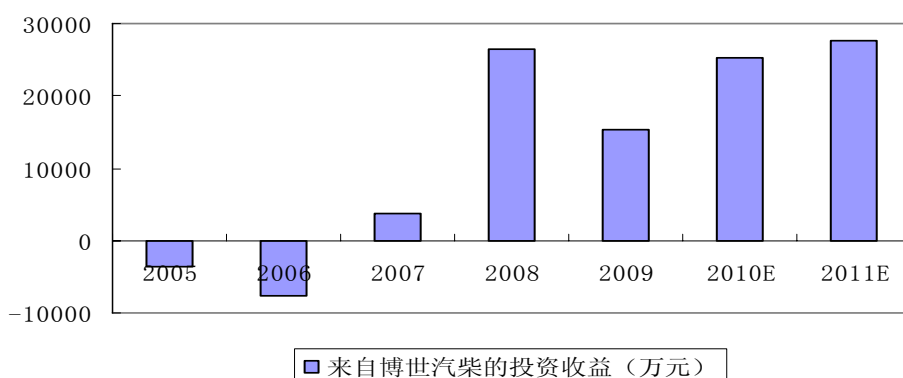
注: 2008年、2009年公司分别计提减值损失11149万元、4900万元, 扣除这一因素, 2008年2009年母公司及控股子公司亏损约6000万元、2009年盈利12000万元。

博世柴油系统公司: 重卡景气持续推动盈利大幅增长

博世柴油系统公司是威孚高科与德国博世合资成立的一家以汽车柴油喷射系统产品为主的公司, 主要从事满足欧洲III及以上标准的共轨喷油器、电控VE泵以及共轨油嘴的生产、销售和服务。博世是全球柴油系统的领导者, 其产品市场份额在60%以上。

2008年我国重型商用车开始执行国3排放标准, 这为博世柴油系统公司带来极大的成长机遇。2008年博世柴油系统公司实现净利润8.4亿元, 为威孚贡献EPS0.47元。受全球金融危机影响, 2009年1季度国内发动机厂商基本都在消化库存, 博世柴油系统盈利陷入低谷, 单季亏损约1.3亿元。随着去库存的结束, 2季度起盈利开始明显好转, 全年销售近38亿元, 实现净利润4.9亿元。2010年, 在强劲的固定资产投资带动下国内重卡市场持续景气, 1-4月份重卡销量同比增长130%以上, 全年销量有望增长30%以上。目前博世柴油系统基本满负荷生产, 全年销售有望突破50亿元, 实现净利润8亿元以上, 较上年同期增长63%, 折合EPS0.44元。

图表 4: 历年来自博世汽柴的投资收益及预测



资料来源: 公司财务报告, 金元证券研究所

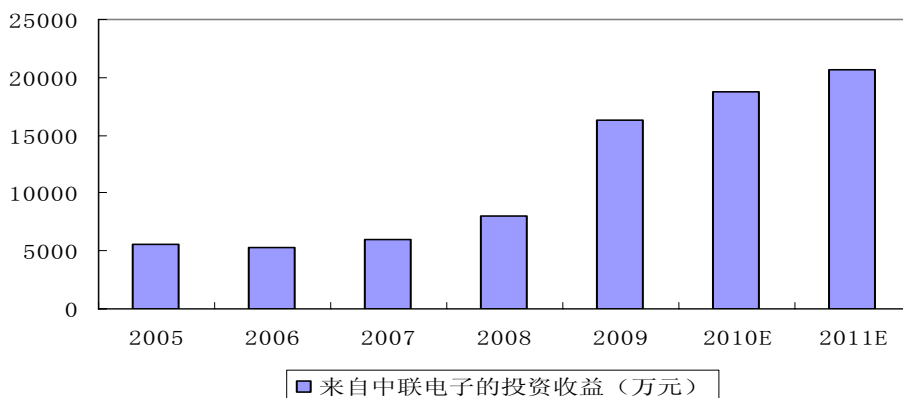
中联电子: 业绩稳定增长

威孚高科持有中联汽车电子20%股权, 中联汽电的利润主要来源于其持股50%的联合汽车电子有限公司。联合汽车电子有限公司是由中联汽车

电子有限公司与德国博世公司共同投资组建的合资企业，主要业务是生产和销售世界先进水平的汽油发动机控制系统（技术来自于博世公司）。联合汽车电子在上海、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。

2009年，在购置税减免、汽车下乡等一些列政策推动下，我国乘用车市场取得了近60%的同比增长，受益于此，中联电子2009年实现净利润8.1亿元，同比增长100%。2010年，刺激政策部分延续，乘用车市场表现仍然良好，1-4月乘用车同比增长超过60%，我们预计全年增速在20%左右。在此带动下，中联电子净利有望实现20%左右的增长，为公司贡献收益约1.9亿元，折合EPS0.33元。此外，博世计划与中联汽车电子拓展其在车身电子领域的合作，将产品线扩大至车身电脑，防盗器，电子开门锁，车门控制器以及舒适便捷的控制领域。

图表 5: 历年来自中联电子的投资收益及预测



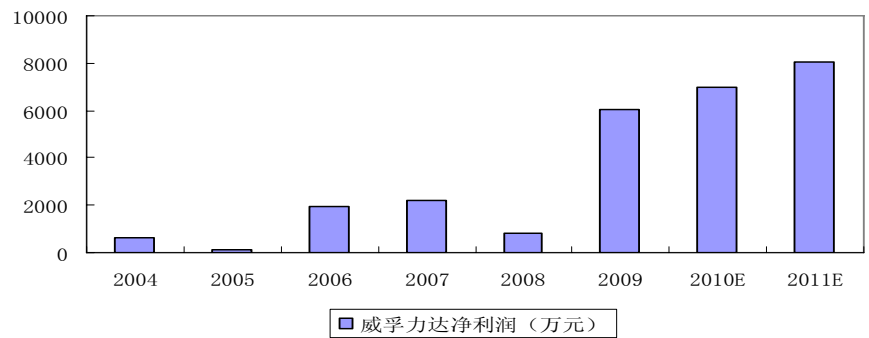
资料来源：公司财务报告，金元证券研究所

威孚力达：受益中低端乘用车快速增长

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、消声器等产品，适用于各种汽油机和轻、微型柴油汽车以及摩托车。公司净化器主要覆盖中低端市场，目前已为国内 10 余家汽车厂商配套，并有少量进入国内合资汽车厂商配套体系，中高端市场主要为德尔福、电装、强生自控等外资品牌占有。

受结构性减税及汽车下乡等因素影响，2009 年公司微客和自主品牌轿车的配套量增长明显加快，全年实现收入 7 亿元，增长 84%，实现净利润 0.6 亿元。2010 年，在乘用车销量增长 20% 的背景下，公司该项业务增长前景较为乐观，我们预计全年销售将接近 9 亿元，实现净利 7000 万元以上。在国 4 排放阶段，柴油车要达到标准必要增加汽车后处理系统，目前该业务的研制进展顺利，09 年已开发柴油车 POC 催化剂，2010 年底完成 SCR 泵、嘴开发，并进行配试。

图表6: 威孚力达历年净利润及预测

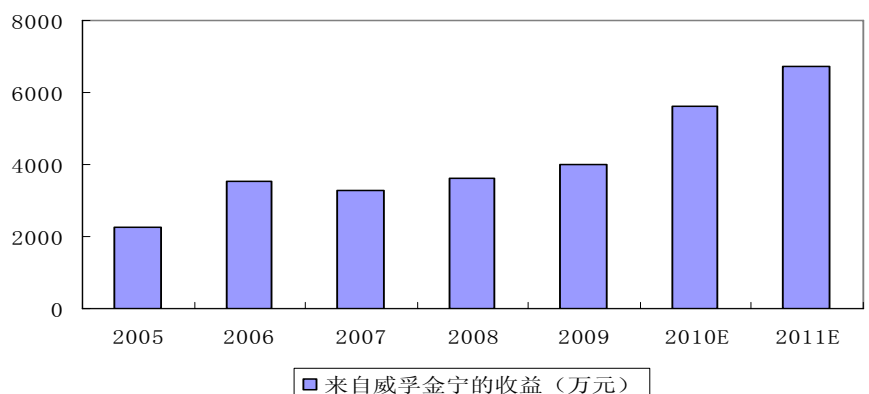


资料来源: 公司财务报告, 中投证券研究所

威孚金宁——开发电控VE系, 拓展盈利空间

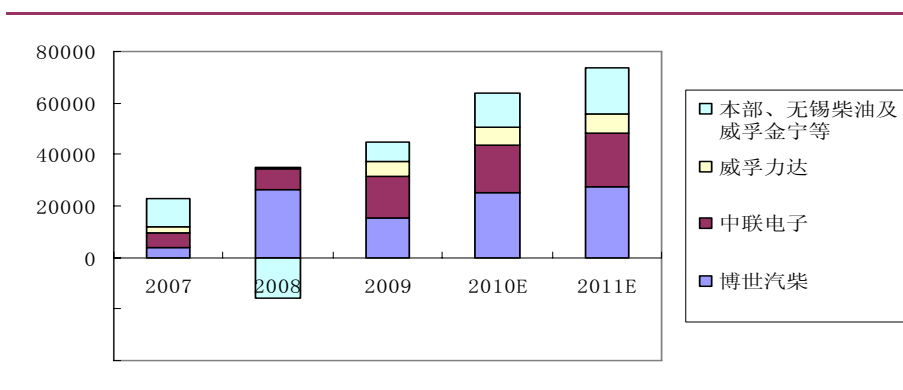
公司控股80%的南京威孚金宁有限公司, 专业生产VE分配泵及其零部件。VE泵主要应用于小型高速柴油机, 广泛应用于轻型客货车上。公司目前已成功开发出满足国3排放标准的电控VE泵系统, 完成对10余家主机厂数种机型的配试, 并实现了批量生产。在轻型商用车国3路线上, 可能有三种: 一是采用高压共轨系统, 配套高端轻型商用车; 一是如同重型车中的EGR系统, 轻型商用车采用机械泵加废气循环系统来实现, 这种路线成本较低、效果一般, 估计应用在低端产品上的可能较大; 第三种路线就是采用电控VE泵, 这种系统节能和排放效果较好, 但价格比共轨系统经济, 我们认为这种系统的性价比较高, 未来的应用范围可能最为广泛。2009年公司实现VE泵销售约10万台, 收入超过4亿元, 盈利5000万。2010年上半年, 新增了福田等下游客户, 产品需求依然旺盛, 我们预计全年销量超过15万台, 实现净利润0.7亿元。

图表7: 历年来自威孚金宁的收益及预测



资料来源: 公司财务报告, 金元证券研究所

图表 8: 威孚高科各项业务盈利构成 (单位: 万元)



资料来源: 公司财务数据, 金元证券研究所

投资建议

小幅上调公司 2010、2011 年业绩预测分别至 1.12 元、1.30 元, 目前股价对应 2010 年、2011 年 P/E 分别为 13 倍和 11 倍, 估值处于行业中低端。考虑到公司是我国汽车尾气排放标准不断升级的直接受益者, 未来成长前景明朗, 且业务组合更加均衡, 盈利稳定性大大增强, 给予公司未来 6-12 个月目标价格 20 元, 对应 2011 年 15 倍 P/E, 给予“增持”评级。

图表 3: 威孚高科盈利预测 (单位: 百万元)

会计年度	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	3033	3081	3437	4204
营业成本	2464	2476	2772	3398
营业税金及附加	17	18	21	25
营业费用	128	95	103	126
管理费用	361	319	344	399
财务费用	72	31	35	38
资产减值损失	111	49	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	365	372	536	593
营业利润	245	464	698	810
营业外收入	4	33	0	0
营业外支出	34	15	0	0
利润总额	216	483	698	810
所得税	9	19	35	41
净利润	207	464	663	770
少数股东损益	13	15	28	32
母公司净利润	193	448	636	737
EBITDA	470	648	879	1005
EPS (元)	0.34	0.79	1.12	1.30

资料来源: 公司财务数据, 金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度5%—15%以上;

中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%—5%;

减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%—-15%以上。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.