

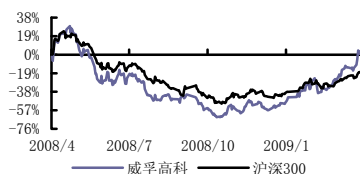
消费品及服务 - 汽车及配件

Consumable and service-Auto and auto parts

2009 年 4 月 20 日

市场数据	2009 年 4 月 17 日
当前价格 (元)	12.00
52 周价格区间 (元)	4.16-14.99
总市值 (百万)	6807.31
流通市值 (百万)	5436.35
总股本 (百万股)	567.28
流通股 (百万股)	453.03
日均成交额 (百万)	88.31
近一月换手 (%)	117.17%
第一大股东	无锡威孚集团有限公司
公司网址	http://www.weifu.com.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
威孚高科	41.68%	106.19%	-2.44%
沪深 300	14.14%	33.19%	-21.73%

冉飞

+86 755 83199599ext8267

ranfei@csc.com.cn

分析师申明

本人,冉飞,在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外,本人薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资收益大增难抵业绩下滑

—威孚高科 (000581) 2008 年年报点评

评级: 中性

预测指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	3033.29	3093.96	3496.17	4020.60
净利润 (百万元)	206.81	264.97	338.85	391.69
每股收益 (元)	0.34	0.44	0.56	0.64
净利润增长率 (%)	-16.21%	27.72%	27.88%	15.59%
市盈率	35.19	27.56	21.55	18.64
EV/EBITDA	12.80	12.07	10.03	8.93

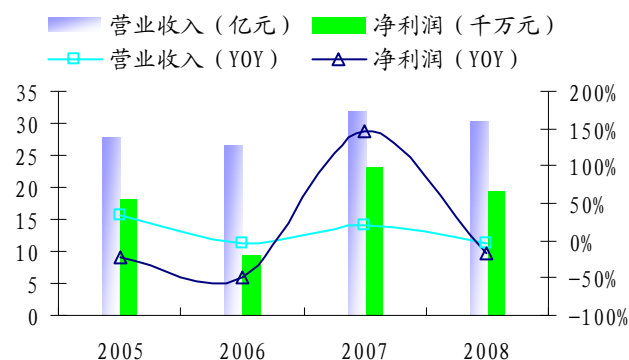
资料来源: 公司年报、世纪证券研究所

- 2008 年实现营业收入 30.33 亿元, 归属于母公司的净利润 1.93 亿元, 分别同比下降 4.78%、16.21%, 实现每股收益 0.34 元。
- 受国 III 影响, 传统主营产品大多同比下滑。投资收益则大幅增长, 其中博世汽柴在面临诸多不利因素下仍贡献了 2.65 亿元净利润。
- 综合毛利率为 18.77%, 同比去年减少 3.28 个百分点, 回落幅度较大。由于下游需求恢复有限、市场竞争激烈, 预计 2009 年毛利率还将继续小幅回落至 17.3%。
- 三项期间费用占收入比达 18.49%, 同比增长 3.46 个百分点。公司一次性计提了因排放标准升级所对应的相关无形资产摊销和固定资产减值、存货跌价准备, 导致管理费用率同比增长 3.11 个百分点, 资产减值损失同比增长 138.04%。预计 2009 年公司管理费用率以及资产减值损失将回归至正常年度水平。
- 2009 年公司总体经营环境较 2008 年下半年有一定改善, 但难言乐观。未来内燃机配附件业务可望向工程动力机械的诸多领域延伸, 催化器及消声器业务也具备良好的成长空间; 但博世汽柴的盈利前景在一定程度上取决于排放政策的执行力度以及国内同行的研发进展, 依旧存在较大不确定性。
- 我们预测公司 2009 年~2011 年每股收益分别为 0.44、0.56、0.64 元, 对应目前 PE 分别为 27、21、19 倍, 给予 “中性” 评级。

传统主营下滑、投资收益大增

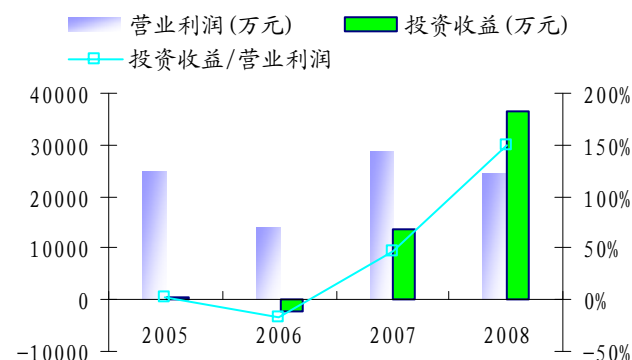
2008 年公司实现营业收入 30.33 亿元，归属于母公司的净利润 1.93 亿元，分别同比下降 4.78%、16.21%，实现每股收益 0.34 元。

Figure1 近四年公司营业收入及归属于母公司净利润增速



数据来源：公司年报、世纪证券研究所

Figure2 投资收益支撑 2008 年公司业绩



数据来源：公司年报、世纪证券研究所

公司收入绝大部分仍由内燃机配附件构成 (2008 年占 92.28%)，产品主要满足国 II 及以下排放标准。受 2008 年下半年国 III 标准升级影响，大多数产品营业收入出现同比下滑。同时由于竞争更加激烈，产品市场份额也总体走低，公司在国内燃油喷射系统领域的领先优势略有减弱。

Figure3 主要内燃机配附件收入及市场份额

产品名称	主要配套领域	营业收入 (万元)			市场份额				
		2008	2007	同比	2008	行业排名	2007	行业排名	增减
PS7100	重卡	53091.81	69403	-23.50%	42.57%	1	46.14%	1	-3.57%
PW2000		33204.78	35456.77	-6.35%					
VE泵	高端轻卡	39039.67	52577.73	-25.75%	100%	1	100%	1	0.00%
I号泵	轻卡、农用车	30680.42	33013.51	-7.07%	41.63%	2	40.82%	1	0.81%
三对偶件	油泵、喷油器配件	19831.32	17128.03	15.78%	23.66%	1	25.81%	1	-2.15%
A型泵	中型车、工程机械	15385.54	15413.06	-0.18%	47.50%	1	47.83%	1	-0.33%
PW泵	中卡	13705.84	18307.29	-25.13%	30.77%	2	32.04%	2	-1.27%
喷油器	燃油喷射系统	11177.24	11062.58	1.04%	17.38%	2	15.82%	2	1.56%
单体泵	农用车	6329.89	6581.26	-3.82%	25.16%	2	28.07%	2	-2.91%

数据来源：公司年报、世纪证券研究所

投资收益大幅增长。其中博世汽柴的国 III 高压共轨系统尽管受到下半年下游行业增速急剧下滑，以及中国重汽 EGR 发动机的“意外”冲击，但仍然贡献了 2.65 亿元净利润，同比大增 596.35%；中联电子盈利稳定，贡献净利润 0.8 亿元，同比增长 15.51%。

Figure4 博世汽柴、中联电子净利润贡献 (单位：万元)

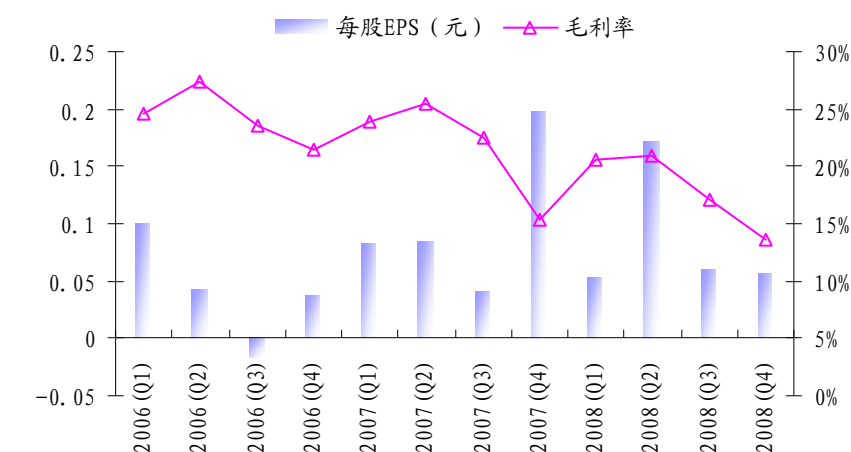
主要产品	权益	2008	2007	同比
博世汽柴 电控柴油系统及P、S系列喷油器和偶件	31.50%	26496	3805	596.35%
中联电子 汽车电子控制系统	20%	8007	6932	15.51%

数据来源：公司年报、世纪证券研究所

毛利率回落幅度较大

2008 年公司综合毛利率为 18.77%，较去年下降 3.28 个百分点，回落幅度较大。主要原因来自于上半年的成本上涨，以及下半年下游需求的快速萎靡。其中 4 季度仅为 13.67%，降至近三年单季最低点

Figure 5 下半年毛利率快速下滑



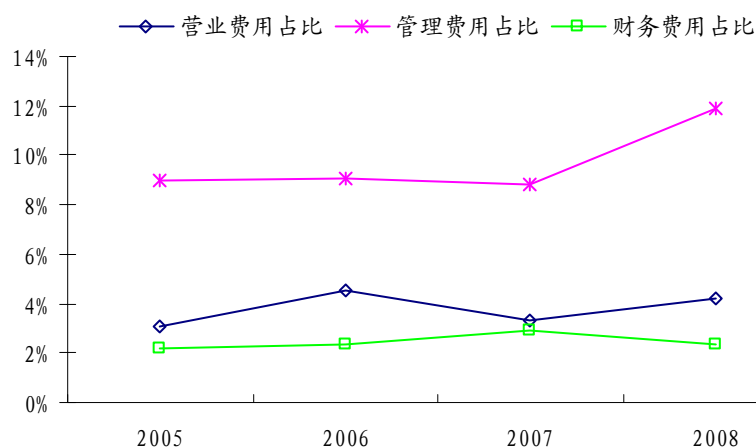
数据来源：公司年报、世纪证券研究所

尽管原材料成本已大幅回落，但由于公司传统业务市场需求总体恢复有限，竞争日趋激烈，产品售价仍有下降空间，我们预计 2009 年公司毛利率将继续回落至 17.3%，但好于 2008 年下半年（15.6%）水平。

排放标准升级导致一次性摊销计提巨大

期间费用占营业收入比达 18.49%，同比增长 3.46 个百分点。其中管理费用同比增长了 3.11 个百分点，主要原因为工资、折旧、研发费用同比增长，以及子公司威孚汽柴一次性摊销淘汰无形资产 0.24 亿。

Figure 6



数据来源：公司年报、世纪证券研究所

资产减值损失达 1.11 亿, 同比增长 138.04%, 其中由于排放标准升级, 公司大幅计提了相应的固定资产减值和存货跌价准备。

由于 2008 年公司因排放标准升级所计提的相关无形资产摊销和固定资产减值、存货跌价准备均具有一次性特征, 因为预计 2009 年公司管理费用率及资产减值损失将回归至正常年度水平。

短期重“节流”, 长期待“开源”

2008 年下半年公司本部业务的外部经营环境尤其恶劣, 博世汽柴的中重卡类核心业务又遭遇了中国重汽 EGR 发动机的“意外”冲击。在此背景下, 公司着重于“节流”, 加强对应收款项、存货以及资金等内部管理, 收效良好, 资产质量和现金流情况均得到明显改善。

我们认为 2009 年公司总体经营环境较 2008 年下半年有一定改善, 但难言乐观。本部方面, 轻卡类配套业务在上半年迎来好光景, 下半年则可能重蹈 2008 年重卡行业走势。自主品牌乘用车的市场份额增长对威孚金宁的催化器和消声器业务构成利好, 但业绩贡献很有限; 博世汽柴方面, 高压共轨系统的国产化率继续提高, 但配套于中重卡的市场份额将受到 EGR 发动机的进一步挤压, 我们预计 2009 年博世汽柴对公司的投资收益贡献同比回落约 15%。

从中长期来看, 燃油喷射系统作为汽车发动机的核心, 其核心附件产品具备一定的技术和资金壁垒, 公司目前在国内仍具有综合领先优势, 未来可望向工程动力机械的诸多领域延伸。催化器及消声器业务也具备良好的成长空间; 高压共轨技术在向国 IV 标准升级后的优势非常明显, 但博世汽柴的盈利前景在一定程度上取决于排放政策的执行力度以及国内同行的研发进展, 依旧存在较大不确定性。

业绩预测

我们预测公司 2009 年~2011 年每股收益分别为 0.44、0.56、0.64 元, 对应目前 PE 分别为 27、21、19 倍, 短期估值不具有较好投资吸引力, 给予“中性”评级。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%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。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.