

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

中报点评

威孚高科 (000581)

推荐 (维持)

业绩增减皆因投资收益

2009年08月29日	余兵	汽车行业高级研究员	86-21-62078960	yubing@pasc.com.cn
	王德安	汽车行业研究员	86-21-62078709	wangdean@pasc.com.cn

事项

威孚高科公布2009中报：实现营业收入12.61亿元，同比减少32.74%；净利润8784万元，同比减少30.97%。每股收益0.15元，每股净资产4.41元，每股经营活动产生的现金流量净额0.21元。

主要观点

公司是国内内燃机燃油喷射系统龙头企业，主要从事内燃机燃油系统产品的生产制造及汽车尾气后处理产品的生产销售。公司下游主要为柴油发动机。

09年上半年商用车销量同比基本持平，并出现好转趋势，但其中重卡行业与上年同期相比下降28%左右。受商用车市场的影响，公司主营业务与上年同期相比有较大幅度下降。但从二季度开始，市场出现回暖。上半年公司共实现营业总收入12.61亿元，实现净利润8784.29万元，分别较上年同期下降32.74%、30.97%。

1、油泵收入下降、后处理收入大幅提升

09年上半年，公司柴油机油泵及配件收入11.3亿元，同比下降38.7%，毛利率16%，同比下降4.8个百分点；催化净化器及消声器收入1.75亿元，同比增长95.7%，毛利率提高5.64个百分点。

图表1 威孚高科业务09上半年收入及利润率 单位：万元

收入构成项目	营业收入		营业利润率	
	金额	同比	比率	增加百分点
柴油内燃机油泵及配件收入	113019	-38.65%	16.08%	-4.81
催化净化器及消声器收入	17471	95.74%	14.66%	5.64
其他产品收入	293	-90.08%	-27.66%	-37.50
进出口贸易	5274	-27.11%	4.97%	0.40
其他业务收入	12305	-0.35%	14.46%	22.73
合并抵销	-22247	-21.03%	1.35%	1.35
总计	126115	-32.74%	17.76%	-2.98

资料来源：公司公告

2、费用率显著降低、投资收益减半

营业总收入同比下降32.74%，主要是公司主导产品受商用车市场低迷影响而出现业务收入的下降，尤其是主要配套重卡的产品PW2000和PS7100泵。上半年产品毛利率同比降低3个百分点，费用率大幅降低4.34个百分点。净利润同比下降30.97%，主要是投资收益的下降。而投资收益的下降主要是博世汽柴的影响。

Q2营收环比大幅上升50%，但投资收益依然同比减少。二季度毛利率环比改善明显，费用率进一步降低。同比看，毛利率基本同比持平，费用率下降6.65个百分点，净利率提高近5个百分点。

09H1三项费用率改善原因主要有：营业费用比上年同期下降59.14%，主要是销售人员工资性费用减少和三包费用减少。管理费用比上年同期下降37.97%，主要是管理人员工资性费用减少、折旧减少和公司加强对各项行政性费用的控制。)财务费用比上年同期下降75.78%，主要是公司实行资金集中管理，贷款同期大幅下降。

图表2 威孚高科 09H1 业绩

单位：万元

项目	2009H1	09H1 同比	2009Q1	2009Q2	09Q2 环比	09Q2 同比
营业总收入	126115	-32.74%	50661	75453	48.94%	-14.13%
投资净收益	5024	-53.22%	-1670	6693		-28.08%
其中：联合营企业贡献	4934	-53.81%	-1670	6603		-28.80%
利润总额	10245	-31.81%	-2697	12943		21.37%
净利润	8784	-30.97%	-3196	11980		23.57%
EPS（元）	0.155		-0.056	0.211		
比率	2009H1	同比	2009Q1	2009Q2	09Q2 环比	09Q2 同比
毛利率	17.76%	-2.98	14.12%	20.20%	6.09	-0.69
销售费用率	2.16%	-1.39	2.07%	2.22%	0.15	-2.03
管理费用率	9.55%	-0.81	11.57%	8.20%	-3.37	-2.59
财务费用率	1.20%	-2.14	1.69%	0.88%	-0.81	-2.03
三项费用率	12.91%	-4.34	15.32%	11.29%	-4.03	-6.65
投资净收益/净利润	57.19%	-27.20	52.24%	55.87%	3.63	-43.76
净利率	6.97%	0.18	-6.31%	15.88%	22.19	4.84

资料来源：公司公告

2.1、本部及控股子公司盈利稳定

威孚高科主要控股子公司为威孚汽柴、威孚金宁、威孚力达等。威孚高科营业外收支很少，我们将公司净利润剔除投资收益，并表范围资产09年上半年业绩与上年同期基本持平。

图表3 剔除投资收益后公司净利润

单位：万元

	2006 年	2007 年	2008 年	2008H1	2009H1
合并利润表	11749	9377	-17161	1986	3761
母公司利润表	315	-392	-20742	-1018	701

资料来源：公司公告

08年7月1日重卡国三切换给公司业务带来的切换波动告一段落。本部及公司的控股子公司的盈利波动将大幅降低。

图表4 剔除投资收益后公司季度净利润

单位：万元

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
合并利润表	1598	388	-2048	-17099	-1526	5287
母公司利润表	131	-1148.6	-2608.3	-17115.8	-2623.8	3325.1

资料来源：公司公告

我们认为，公司将受益于09年轻卡的国三标准切换，公司为其做好了充分的准备，威孚金宁的VE分配泵，尾气后处理业务都将在09年取得较大增长。我们判断随着下半年卡车的进一步回暖，公司下半年收益将环比增长。同时随着为博世汽柴配套配件种类与量的增多，公司本部业务也有望随之稳定增长。

2.2、09H1博世汽柴亏损

上半年公司投资收益减半，主要是由于博世汽柴亏损。去年同期该公司贡献投资收益6300万，09年上半年公司贡献亏损532万元。我们判断博世汽柴利润下降主要是其高压共轨系统市场地位受到EGR产品冲击，市场份额和产品价格都有所下降。

图表5 威孚高科联合营企业贡献投资收益

单位：万元

公司名称	2009H1	2008H1	2007H1
威孚奥特凯姆	551	497	-105.1
威孚佳霖	32.5	63.7	17.5
威孚环保	888	678	999.6
中联汽车电子有限公司	3900	3000	2800
威孚精机	93.6	143	84.2
博世柴油系统	-532	6300	-1671.6
合计	4934	10681	2124.6

资料来源：公司公告

3、盈利预测与投资建议

从上半年情况看，公司本部及控股子公司经营状况较为稳定，利润波动主要是因投资收益的变化。我们判断下半年重卡市场的复苏将有利于公司业绩水平的回升，但收益程度较难判断。预计博世汽柴盈利水平难以达到去年水平，威孚高科的利润增长主要依靠本部及控股子公司经营的改善。我们预测2009、2010年EPS分别为0.55、0.65元。维持“推荐”评级。

图表6 威孚高科盈利预测

单位：万元

	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E
一、营业总收入	266996	318542	303329	285880	271586
二、营业总成本	250694	303491	315313	281358	267580
营业成本	203052	249236	246388	232476	219985
营业税金及附加	1659	1706	1684	1429	1358
销售费用	12167	10597	12804	8576	8148
管理费用	24171	28006	36106	28588	27159
财务费用	6331	9262	7183	4288	5432
资产减值损失	3314	4684	11149	6000	5500
三、其他经营收益	-2438	13706	36503	32200	38500
公允价值变动净收益					
投资净收益	-2438	13706	36503	32200	38500
汇兑净收益					
四、营业利润	13864	28757	24519	36722	42506
加：营业外收入	1354	1079	423	1200	1300
减：营业外支出	1732	1407	3373	1300	1400
五、利润总额	13486	28429	21569	36622	42406
减：所得税	771	1778	888	3662	4241
六、净利润	12715	26652	20681	32959	38165
减：少数股东损益	3404	3569	1339	1450	1500
归属于母公司所有者净利润	9311	23083	19342	31509	36665
七、每股收益(元)	0.164	0.407	0.341	0.555	0.646

资料来源：平安证券研究所

近期相关报告

汽车行业2009年8月投资月报——环球同此凉热（2009年8月13日）

威孚高科调研简报——轻卡排放标准升级，博世汽柴的另一次发展机遇（2009年5月15日）

威孚高科2008年报点评——领先的技术优势，不确定的业绩水平（2008年4月18日）

研究员简介：

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10年技术经济工作经验，5年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业高级分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。现为平安证券研究所汽车行业分析师。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900 传真：（0755）82449257