

汪刘胜
0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
范玉琢
0755-83734407
fanyz@cmschina.com.cn

2010年3月4日

威孚高科(000581.SZ)/18.80元

经营状况持续向好，上调2010年盈利预测

工业·汽车

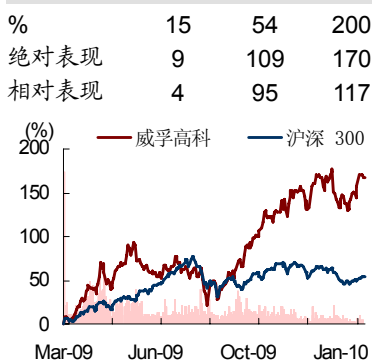
目标估值区间： 24-30元

强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3097
总股本(万股)	56728
已上市流通股(万股)	35228
总市值(亿元)	107
流通市值(亿元)	66
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	9.8
资产负债率	41.7%
主要股东	无锡产业发展集团
主要股东持股比例	17.6%

股价表现



相关报告

- 1、《威孚高科-低碳经济受益最大的零部件企业》2009/12/15
- 2、《威孚高科-排放标准升级是必然，公司充分受益》2009/11/23
- 3、《威孚高科-工程动力核心企业，长期受益节能减排》2009/10/28
- 4、《威孚高科-本部经营逐渐改善，未来受益节能减排》2009/9/14
- 5、《威孚高科-短期业绩压力较大，长期投资价值仍在》2009/4/20

公司未来发展思路清晰，经营情况持续向好，我们维持 2009 年 EPS0.76 元的盈利预测；2010 年公司业绩将呈现快速增长格局，我们上调 EPS 预测至 1.2 元（原预测值为 1.05 元），按 20-25 倍 PE 估值相对合理，上调估值区间至 24-30 元。

- **三大主业确立，发展思路清晰。**公司定位为工程动力核心零部件企业，依托自身制造实力以及与博世公司稳定合作关系，未来全力打造三大主业：传统业务油泵和油嘴、新型零部件加工制造及环保产业（后处理系统），发展思路清晰，业务前景良好。
- **依靠公司 50 年行业积累，本部机械泵业务稳定发展。**公司本部机械泵业务客户涵盖汽车、机械、船用发动机、柴油发电机等，需求仍保持稳定增长，同时通过管理能力和费用控制能力的提高，盈利水平也将保持稳定增长格局。
- **博世汽柴盈利能力伴随销量快速增长。**2009 年博世汽柴销售 38 万套高压共轨系统，其中重型 30 万套，轻型 18 万套，我们预计净利润 5 亿元左右；我们预计 2010 年公司销量将达到 55-60 万套，实现净利润 8.1 亿元，盈利水平基本恢复到 2008 年 8.41 亿元水平。
- **威孚汽柴 2010 年将逐渐进入盈利周期。**威孚汽柴目前业务主要是为博世汽柴配套泵和喷油嘴，2010 年两大产品都将进入成熟配套阶段，盈利能力将显著提高，预计 2010 年净利润接近 1 亿元水平。
- **威孚力达和威孚金宁盈利将快速增长。**威孚力达尾气处理系统产品优势在于旗下威孚环保具有自主配方能力，产品市场空间广阔，预计 09 年和 10 年净利润分别为 4900 万元和 7500 万元；威孚金宁产品包括机械泵以及 VE 泵，从 2009 年四季度开始，VE 泵出货量迅猛增长，预计 09 年和 10 年净利润分别为 4800 万元和 6600 万元。
- **上调目标估值区间至 24-30 元。**我们认为按 2010 年 EPS1.20 元的 20-25 倍 PE 估值相对合理，上调目标区间至 24-30 元，维持“强烈推荐-A”投资评级。
- **风险提示。**原材料成本上涨幅度超预期将影响公司盈利。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	3121	3033	2919	3847	4680
同比增长	17%	-3%	-4%	32%	22%
营业利润(百万元)	286	245	486	765	867
同比增长	106%	-14%	98%	57%	13%
净利润(百万元)	230	193	432	681	771
同比增长	147%	-16%	124%	57%	13%
每股收益(元)	0.41	0.34	0.76	1.20	1.36
PE	44.3	52.7	23.6	15.0	13.2
PB	4.3	4.1	3.6	3.0	2.5

资料来源：招商证券

表 1: 09 年前三季度业绩回顾 (合并报表)

单位: 百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	08Q1-3	09Q1-3
一、营业总收入	996	879	648	510	507	755	861	2523	2122
二、营业总成本	964	860	665	664	515	694	823	2489	2032
其中: 营业成本	791	695	537	440	435	602	670	2023	1707
营业税金及附加	7	4	4	2	4	5	5	15	14
营业费用	29	37	20	41	10	17	32	87	60
管理费用	99	95	80	87	59	62	107	274	227
财务费用	37	26	24	-15	9	7	10	87	25
资产减值损失	0	3	0	108	-1	1	0	3	0
三、其他经营收益	14	93	54	203	-17	67	103	162	153
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	14	93	54	203	-17	67	103	162	153
四、营业利润	47	112	37	49	-25	128	140	196	243
加: 营业外收入	0	0	0	4	0	3	8	0	12
减: 营业外支出	3	5	2	23	2	1	2	11	5
五、利润总额	44	107	35	30	-27	129	147	186	249
减: 所得税	7	6	1	-5	3	6	4	13	12
六、净利润	37	101	34	35	-30	124	143	172	237
减: 少数股东损益	6	4	1	3	2	4	5	11	11
七、归属母公司所有者净利润	30	97	34	32	-32	120	138	161	226
EPS (元)	0.05	0.17	0.06	0.06	-0.06	0.21	0.24	0.28	0.40
主要比率									
毛利率	20.6%	20.9%	17.1%	13.7%	14.1%	20.2%	22.2%	19.8%	19.6%
营业利润率	4.7%	12.7%	5.8%	9.6%	-5.0%	16.9%	16.3%	7.8%	11.4%
净利率	3.7%	11.5%	5.3%	6.8%	-5.8%	16.4%	16.6%	6.8%	11.2%
营业费率	2.9%	4.2%	3.1%	8.1%	2.1%	2.2%	3.8%	3.4%	2.8%
管理费费率	10.0%	10.8%	12.3%	17.1%	11.6%	8.2%	12.4%	10.9%	10.7%
实际税率	16.1%	5.3%	2.2%	-15.2%	-9.4%	4.4%	2.7%	7.3%	4.9%
YOY									
收入增长率	23.9%	7.1%	-17.4%	-28.4%	-49.2%	-14.1%	32.8%	55.3%	-15.9%
归属母公司所有者净利润	-35.8%	104.1%	47.2%	-71.4%	-206%	23.6%	306.1%	70.2%	40.1%

资料来源: 公司报表, 招商证券

表 2: 母公司单季度利润表分析

单位: 百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	08Q1-3	08Q1-3
一、营业总收入	518	512	375	298	292	442	483	1405	1217
二、营业总成本	514	520	400	451	316	409	470	1435	1195
其中: 营业成本	446	445	339	278	280	376	402	1230	1058
营业税金及附加	4	1	2	1	2	2	3	6	6
营业费用	19	27	14	32	6	11	24	60	41
管理费用	31	25	29	75	22	14	34	86	70
财务费用	15	18	16	12	8	5	7	49	20
资产减值损失	0	4		53	-1	1	0	4	-1
三、其他经营收益	81	88	49	193	14	61	91	219	166
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	81	88	49	193	14	61	91	219	166

四、营业利润	85	80	24	40	-10	94	105	189	189
加：营业外收入	0	0	0	0	0	0	0	0	0
减：营业外支出	2	4	1	20	2	1	1	6	3
五、利润总额	83	76	23	20	-12	94	104	182	186
减：所得税	1	-1	0	-2	0	0	0	0	0
六、净利润	83	77	23	22	-12	94	104	183	186
主要利润指标									
毛利	72	67	36	20	12	66	82	175	159
费用支出	68	71	61	121	37	31	68	201	137
测算的经营性利润	4	-4	-25	-100	-26	34	14	-26	22
主要比率									
毛利率	13.9%	13.1%	9.6%	6.8%	4.0%	14.9%	16.9%	12.5%	13.1%
营业利润率	16.4%	15.6%	6.4%	13.4%	-3.5%	21.3%	21.6%	13.4%	15.5%
净利率	16.0%	15.0%	6.2%	7.4%	-4.2%	21.3%	21.5%	13.0%	15.3%
营业费率	3.6%	5.2%	3.8%	10.8%	2.0%	2.4%	4.9%	4.3%	3.3%
管理费费率	6.1%	4.9%	7.8%	25.3%	7.4%	3.1%	7.1%	6.1%	5.7%
实际税率	0.7%	-0.7%	-0.9%	-8.8%	-1.7%	-0.2%	0.0%	-0.1%	0.0%
YOY									
收入增长率	12.1%	15.8%	5.1%	-21.1%	-43.7%	-13.6%	28.9%	55.4%	-13.3%
净利润	106.9%	80.7%	18.2%	-75.5%	-115%	22.6%	349.3%	121.5%	1.8%

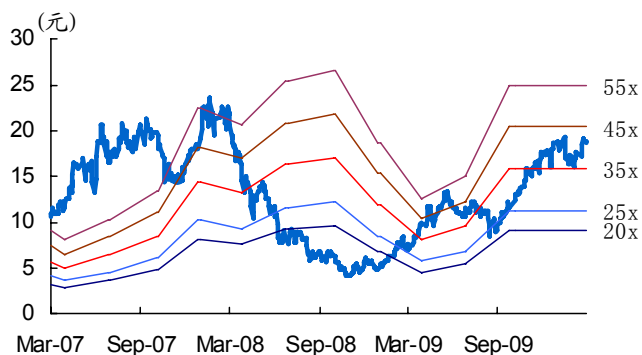
资料来源：公司报表，招商证券

表 3：威孚高科分业务部利润贡献预测（单位：百万元）

	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
净利润						
本部	10.3	1.2	-183.6	13.0	25.0	38.0
威孚汽柴	81.5	88.5	11.8	15.0	100.0	120.0
威孚力达	19.8	22.1	7.9	49.0	75.0	90.0
威孚金宁	44.2	41.2	45.0	48.0	66.0	75.0
博世汽柴	-240.3	120.8	841.1	500.0	810.0	900.0
中联电子	262.8	302.6	400.3	900.0	930.0	1000.0
权益比例						
本部	100%	100%	100%	100%	100%	100%
威孚汽柴	70%	70%	70%	70%	100%	100%
威孚力达	95%	95%	95%	95%	95%	95%
威孚金宁	80%	80%	80%	80%	80%	80%
博世汽柴	30%	30%	30%	30%	30%	30%
中联电子	20%	20%	20%	20%	20%	20%
权益净利润						
本部	10.3	1.2	-183.6	13.0	25.0	38.0
威孚汽柴	57.0	62.0	8.2	10.5	100.0	120.0
威孚力达	18.7	21.0	7.5	46.5	71.1	85.3
威孚金宁	35.4	32.9	36.0	38.4	52.8	60.0
博世汽柴	-72.1	36.2	252.3	150.0	243.0	270.0
中联电子	52.6	60.5	80.1	180.0	186.0	200.0
其他	-8.8	16.6	-7.2	-5.0	0	0
合计	93.1	230.4	193.4	433.4	677.9	773.3
EPS（元）	0.16	0.41	0.34	0.76	1.20	1.36

资料来源：公司报表，招商证券

图 1: 威孚高科历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 威孚高科历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《威孚高科（000581）-低碳经济受益最大的零部件企业》2009/12/15;
- 2、《威孚高科（000581）-排放标准升级是必然，公司充分受益》2009/11/23;
- 3、《威孚高科（000581）-工程动力核心企业，长期受益节能减排》2009/10/28;
- 4、《威孚高科（000581）-本部经营逐渐改善，未来受益节能减排》2009/9/14;
- 5、《威孚高科（000581）-短期业绩压力较大，长期投资价值仍在》2009/4/20;
- 6、《汽车行业 2009 年中期投资策略-乘用车增长相对确定、商用车冀望经济复苏》2009/6/16;
- 7、《汽车行业 2009 年二季度投资策略-行业平稳增长格局不变》2009/4/10;
- 8、《2009 年汽车行业投资策略报告》2008/12/17 看好乘用车，看空商用车;
- 9、《2008 年汽车行业投资策略报告》2008/1/9。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2824	2043	1893	2283	2715
现金	762	634	650	660	730
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	647	389	380	500	608
应收款项	562	468	398	525	638
其它应收款	62	7	15	19	23
存货	758	507	422	541	668
其他	33	39	29	38	46
非流动资产	2300	2555	2931	3313	3690
长期股权投资	901	1216	1500	1800	2100
固定资产	1143	1047	1147	1237	1321
无形资产	106	78	70	63	57
其他	150	213	213	213	213
资产总计	5124	4598	4824	5596	6405
流动负债	2484	1853	1744	1932	2063
短期借款	1486	843	813	791	700
应付账款	640	502	515	662	817
预收账款	13	19	14	18	22
其他	345	489	401	461	524
长期负债	14	18	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	14	18	0	0	0
负债合计	2498	1871	1744	1932	2063
股本	567	567	567	567	567
资本公积金	906	908	908	908	908
留存收益	925	1031	1368	1936	2593
少数股东权益	227	221	237	254	274
母公司所有者权益	2399	2506	2843	3410	4068
负债及权益合计	5124	4598	4824	5596	6405

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	185	808	297	194	276
净利润			432	681	771
折旧摊销			111	117	124
财务费用			35	34	29
投资收益			(363)	(475)	(528)
营运资金变动			206	(201)	(169)
其它			(125)	37	48
投资活动现金流	(76)	(118)	(465)	(490)	(500)
资本支出			(180)	(190)	(200)
其他投资			(285)	(300)	(300)
筹资活动现金流	(174)	(874)	184	306	287
借款变动			(24)	(21)	(98)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(102)	(113)	(113)
其他			310	441	498
现金净增加额	(66)	(183)	16	10	63

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3121	3033	2919	3847	4680
营业成本	2433	2464	2346	3007	3713
营业税金及附加	17	17	12	15	19
营业费用	104	128	91	115	136
管理费用	279	361	312	385	445
财务费用	92	72	35	34	29
资产减值损失	47	111	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	136	365	363	475	528
营业利润	286	245	486	765	867
营业外收入	11	4	15	5	5
营业外支出	14	34	8	3	3
利润总额	283	216	493	767	869
所得税	17	9	44	69	78
净利润	266	207	449	698	791
少数股东损益	36	13	17	17	20
母公司所有者净利润	230	193	432	681	771
EPS (元)	0.41	0.34	0.76	1.20	1.36

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	17%	-3%	-4%	32%	22%
营业利润	106%	-14%	98%	57%	13%
净利润	147%	-16%	124%	57%	13%
获利能力					
毛利率	22.1%	18.8%	19.6%	21.8%	20.7%
净利率	7.4%	6.4%	14.8%	17.7%	16.5%
ROE	9.6%	7.7%	15.2%	20.0%	19.0%
ROIC	8.6%	8.5%	12.2%	16.3%	16.2%
偿债能力					
资产负债率	48.8%	40.7%	36.3%	34.6%	32.2%
净负债比率	29.0%	18.3%	17.0%	14.3%	10.9%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7
存货周转率	3.3	3.9	5.0	6.2	6.1
应收帐款周转率	5.2	5.9	6.7	8.3	8.0
应付帐款周转率	4.1	4.3	4.6	5.1	5.0
每股资料(元)					
每股收益	0.41	0.34	0.76	1.20	1.36
每股经营现金	0.33	1.43	0.52	0.34	0.49
每股净资产	4.23	4.42	5.00	6.00	7.16
每股股利	0.00	0.00	0.18	0.20	0.20
估值比率					
PE	44.3	52.7	23.6	15.0	13.2
PB	4.3	4.1	3.6	3.0	2.5
EV/EBITDA	19.8	23.0	16.1	11.1	10.0

分析师简介

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究4年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三；入围2008年新财富最佳分析师，2009年新财富最佳分析师上榜并获得水晶球奖项。现为新能源网行业顾问，并担任南方汽车都市报汽车研究院特聘顾问。

范玉琢，浙江大学电气工程及其自动化专业学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心助理分析师。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。