

湘财证券研究所

汽车研究小组

浦俊懿

Tel: (86)21-68434510-8078

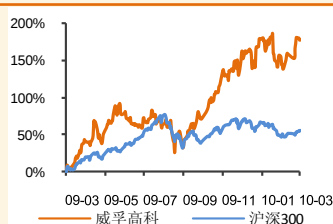
E-mail: pjy2938@xcsc.com

刘金铎

Tel: (86)21-68434510-8193

E-mail: ljb2861@xcsc.com

威孚高科最近一年股价走势



基本数据

总股本 (亿股) 5.67

流通 A 股 (亿股) 3.52

流通 B 股 (亿股) 1.15

每股净资产 (元) 4.65

资产负债率 (%) 41.7

净资产收益率 (%) 8.55

事件:

近日我们对公司进行了实地调研,就关心的问题与公司管理人员进行了交流。

要点:

□ 确立未来三大核心发展领域,打开未来发展空间

公司将自身定位为汽车(工程动力)核心零部件企业,未来将重点发展包括进气系统、燃油喷射系统以及尾气净化催化系统在内的三大领域,努力形成系统化供货能力。公司今后的发展方向,一方面是要努力承接博世汽柴机械加工业务的转移,拓展配套范围,提高配套比例;另一方面是要打造公司自主的燃油系统,进行柴油机尾气后处理系统的开发,从而打破此前业务范围局限,改善业务前景。

□ 产能存在缺口,上半年快速增长已成定局

公司本部及控股子公司主要生产柴油发动机燃油喷射系统相关产品,与当前商用车市场一片红火相一致,公司目前订单旺盛,产品供不应求,存在约 30%的产能缺口。而公司旗下经营环保业务的威孚力达以及参股的博世汽柴也都呈现产销两旺的局面。

我们认为,在当前产品订单已排到 4、5 月份的带动下,公司上半年营收快速增长已成定局。而下半年将在季节性作用以及固定资产投资增速可能放缓的影响下,销售出现环比下降,不过,由于经济向好趋势不变,销售不会出现类似于 08 年下半年的剧烈下滑。我们预计公司 09 年营收为 30.8 亿,而 10 年有望增长至 38 亿元左右,其中上半年将完成全年产销的 60%-65%。

□ 威孚力达:柴油机后处理系统孕育巨大发展空间

威孚力达是国内尾气净化装置的最大供应商,拥有 360 万升催化剂和 100 万套净化器的产能,在自主品牌轿车市场中的份额超过了 50%,09 年净化器销售 70-80 万套左右。10 年配套客户还将新增上汽通用五菱,其配套比例将不低于 70%,有望拉动净化器销量增长接近 1 倍。

另外,柴油机后处理 SCR 系统是公司未来发展的主要看点,目前其 SCR 催化剂技术已比较成熟,而机械系统则在开发中。当商用车实施国 IV 标准时,如无意外,高压共轨燃油系统加 SCR 后处理系统将成为主流技术路线,公司产品存在巨大需求空间。预计 2010 年北京、上海等部分城市将率先对客车实施国 IV 标准,而中重卡也很可能在 2012 年进入到全面执行阶段。预计公司 2010 年 SCR 将销售 2 万套左右,主要配套大中客,而 2011 年将开始为重卡进行配套,规模在 8-10 万套左右。目前进口产品价格每套 5 万元左右,预计在实现国产化之后,价格可降至 1-1.5 万元。

预计威孚力达 09 年实现销售收入约 6 亿元,为公司贡献净利润 4800 万,10 年营收有望增长 50%,贡献净利润 7500 万左右。

□ 威孚汽柴：业务逐步转型，配套规模快速扩大

威孚汽柴原有产品为 P 型泵、机械 VE 泵等国 II 产品，目前业务已逐步转型，主要为博世汽柴提供高压泵和喷油器的配套。09 年公司为博世汽柴供应国 III 泵 6 万台左右，相对于其全年约 38 万台共轨产品的销量，配套比例还较低，但是，我们认为随着公司制造工艺的逐步成熟和中卡配套产品的开发，配套数量将快速上升，今年有望达到或超过 25 万台，其中重型泵 15 万台左右，轻型泵 10 万台左右。

公司于 09 年收购了博世汽柴的喷油器总成设备及相关资产，并于 8 月开始生产相关产品，目前此块业务发展较快，对公司的收入和利润贡献明显。公司 P 系列、S 系列喷油器产能约为每月 34 万套，计划在 10 年完成 400 万付的生产。预计公司 09 年净利润为 1400 万左右，而 10 年营收规模将超过 6 亿元，贡献净利润 5800 万左右。

□ 威孚金宁：电控 VE 泵将受益于轻卡执行国 III 标准

公司主要产品为机械及电控 VE 分配泵，09 年共销售 9 万台左右，其中电控 VE 泵超过 5 万台。公司的机械 VE 泵符合国 II 排放标准，而电控 VE 泵则是轻型车实现国 III 排放的技术路线之一。公司产品配套福田汽车、江淮汽车、长城汽车、庆铃汽车、江铃汽车、奥铃及康明斯等国内主流厂商，目前这些厂商由于成本核算与消费者选择的问题，部分国 III 产品采用电控 VE 泵，因此公司产品销量将在 10 年有较大的增长。

预计威孚金宁 09 年销售收入约为 3.6 亿元，净利润为 4000 万左右。预计 10 年公司 VE 泵销量将达到 14 万台左右，同比增长约 50%，其中电控 VE 泵 10 万台左右，实现销售收入 5.6 亿，净利润 6100 万元。

□ 本部：新产品与新配件开发是未来重点

公司本部主要进行国 II 标准泵（如 PW 泵、I 型泵和 A 型泵）及油嘴的生产，此外，还为博世汽柴等企业进行配套。今后公司国 II 系列产品将会逐步萎缩，但在工程机械、农用车以及发电机市场仍存在一定需求。本部未来将着力进行新型零部件的研发与制造，积极拓展燃油喷射系统以外的零部件业务，目前已开发出增压器与滤清器等新产品，10 年有望销售 40-50 万套。此外，公司还将扩展对博世等企业的配套范围，提高配套比例，从而扩大收入和利润来源，提升加工技术水平，为公司未来的发展打下良好基础。

预计公司 09 年净利润在 1000 万左右，10 年随着配套规模的扩大和新产品销售规模的提升，净利润有望增加至 2500 万左右。

□ 博世汽柴：国 IV 阶段技术主导者，竞争力将进一步增强

公司参股 31.5% 的博世汽柴主要生产柴油机高压共轨燃油系统，在相关领域拥有绝对领先优势。未来随着国内排放标准执行日益严格以及国 IV 标准的逐步实施，其产品中重卡市场中的占比将快速上升。公司还可能借助曼与中国重汽深入合作的契机，进入重汽的配套体系，从而使得公司在国内的地位更为稳固。

公司 09 年共销售共轨 38 万套左右，其中重卡产品 25 万套，轻型车产品 13 万套。按重卡共轨 1.2 万元、轻卡共轨 6000 元的单价计算，公司 09 年销售收入为 38 亿左右，净利润约 5 亿元。我们认为，随着公司产品国产化率的逐步提高和成本的下降，其竞争力和盈利水平都将有进一步的提升。预计 10 年销量将达到 58 万套，其中重卡 38 万套，轻卡 20 万套，销售收入有望将达到 56 亿，净利润为 7.8 亿左右。

□ 中联电子：将随乘用车市场发展而稳定增长

中联电子主要盈利来源于其持股 50% 的联合电子，而联合电子主要从而汽车发动机控制系统的生产，主要客户包括上海大众、上海通用、一汽大众、长安集团、奇瑞、吉利等行业龙头，在国内汽油电喷领域占有超过 40% 的市场份额。公司收益与国内乘用车市场销量存在较大关联，近年来为威孚高科贡献了较为稳定的投资收益。预计 09 年公司净利润在 8.6 亿左右，10 年达到 9.4 亿左右。

□ 盈利预测与投资评级

我们认为，公司电控 VE 泵、SCR 系统等产品拥有巨大的增长空间，此外，配套业务的不断扩大也有助于营收规模的快速增长。预计公司 09、10、11 年营收分别增长 1.8%、23.2%、21.9%，每股 EPS 分别为 0.75 元、1.12 元、1.35 元。由于公司及参股公司拥有国 IV 标准的全面解决方案，有望在未来充分受益，给予公司 10 年 20-24 倍市盈率，对应的合理价值区间为 22.5 元-26.9 元。

表格 1 财务数据与估值

单位：百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	3033	3087	3802	4636
增减 (%)	-3	2	23	22
营业利润	245	475	704	845
增减 (%)	-14	94	48	20
净利润	193	446	655	786
增减 (%)	-16	131	46.9	20
EPS (元)	0.34	0.75	1.12	1.35

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

□ 风险提示

柴油机新排放标准实施时间晚于预期；原材料成本上涨超出预期；

附： 表格 2 威孚高科盈利预测

	2009E			2010E			2011E		
	净利润	权益比例	贡献利润	净利润	权益比例	贡献利润	净利润	权益比例	贡献利润
本部	10	100%	10	25	100%	25	40	100%	40
威孚汽柴	14	70%	9.8	58	100%	58	72	100%	72
威孚金宁	40	80%	32	61	80%	48.8	70	80%	56
威孚力达	48	94.5%	45.4	75	94.5%	70.9	105	94.5%	99.2
博世汽柴	496	31.5%	156.2	782	31.5%	246.3	944	31.5%	297.7
中联电子	863	20%	172.6	941	20%	188	992	20%	198.4
合计			426.0			637.0			763.3
EPS			0.75			1.12			1.35

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表格 3 威孚高科财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2043	2616	2900	3412	营业收入	3033	3087	3802	4636
现金	634	738	711	694	营业成本	2464	2489	2987	3656
应收账款	468	469	559	642	营业税金及附加	17	19	20	24
其他应收款	7	25	35	31	营业费用	128	86	102	121
预付账款	34	27	37	46	管理费用	361	334	397	462
存货	507	836	921	1281	财务费用	72	46	60	57
其他流动资产	394	520	636	718	资产减值损失	111	0	0	0
非流动资产	2555	2805	3152	3199	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1216	1500	1800	1800	投资净收益	365	361	468	528
固定资产	1047	1102	1156	1208	营业利润	245	475	704	845
无形资产	78	64	46	20	营业外收入	4	0	0	0
其他非流动资产	213	139	151	171	营业外支出	34	0	0	0
资产总计	4598	5420	6052	6611	利润总额	216	475	704	845
流动负债	1853	2326	2474	2515	所得税	9	28	49	59
短期借款	843	1377	1385	1235	净利润	207	446	655	786
应付账款	502	606	701	831	少数股东损益	13	19	18	21
其他流动负债	508	343	388	449	归属母公司净利润	193	427	637	765
非流动负债	18	13	15	15	EBITDA	470	647	907	1065
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.34	0.75	1.12	1.35
其他非流动负债	18	13	15	15	主要财务比率				
负债合计	1871	2339	2489	2530	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	221	240	257	278	成长能力				
股本	567	567	567	567	营业收入	-4.8%	1.8%	23.2%	21.9%
资本公积	908	908	908	908	营业利润	-14.7%	93.6%	48.4%	20.0%
留存收益	1031	1367	1831	2328	归属于母公司净利润	-16.2%	120.9%	49.2%	20.0%
归属母公司股东权益	2506	2842	3306	3803	获利能力				
负债和股东权益	4598	5420	6052	6611	毛利率(%)	18.8%	19.4%	21.4%	21.1%
现金流量表					净利率(%)	6.4%	13.8%	16.8%	16.5%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE(%)	7.7%	15.0%	19.3%	20.1%
经营活动现金流	808	-315	225	147	ROIC(%)	18.7%	22.6%	29.9%	30.4%
净利润	207	446	655	786	偿债能力				
折旧摊销	153	126	143	163	资产负债率(%)	40.7%	43.2%	41.1%	38.3%
财务费用	72	46	60	57	净负债比率(%)	45.06%	58.87%	55.66%	48.81%
投资损失	-365	-361	-468	-528	流动比率	1.10	1.12	1.17	1.36
营运资金变动	597	-399	-185	-363	速动比率	0.75	0.75	0.78	0.82
其他经营现金流	145	-173	20	32	营运能力				
投资活动现金流	-118	23	-26	311	总资产周转率	0.62	0.62	0.66	0.73
资本支出	170	58	200	230	应收账款周转率	5	6	7	7
长期投资	-11	284	300	0	应付账款周转率	4.32	4.49	4.57	4.77
其他投资现金流	41	364	474	541	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-874	396	-225	-474	每股收益(最新摊薄)	0.34	0.75	1.12	1.35
短期借款	-643	534	8	-150	每股经营现金流(最新)	1.43	-0.55	0.40	0.26
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.42	5.01	5.83	6.70
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	1	0	0	0	P/E	31.26	14.15	9.49	7.91
其他筹资现金流	-232	-138	-233	-324	P/B	2.41	2.13	1.83	1.59
现金净增加额	-183	104	-27	-17	EV/EBITDA	11	8	6	5

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。