

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751760 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 谭焜元 (8621) 68751760 tanky@cjsc.com.cn

张乐 (8621) 68751760 zhangle@cjsc.com.cn

二季度业绩偏谨慎，共轨打下扎实基础

事件描述

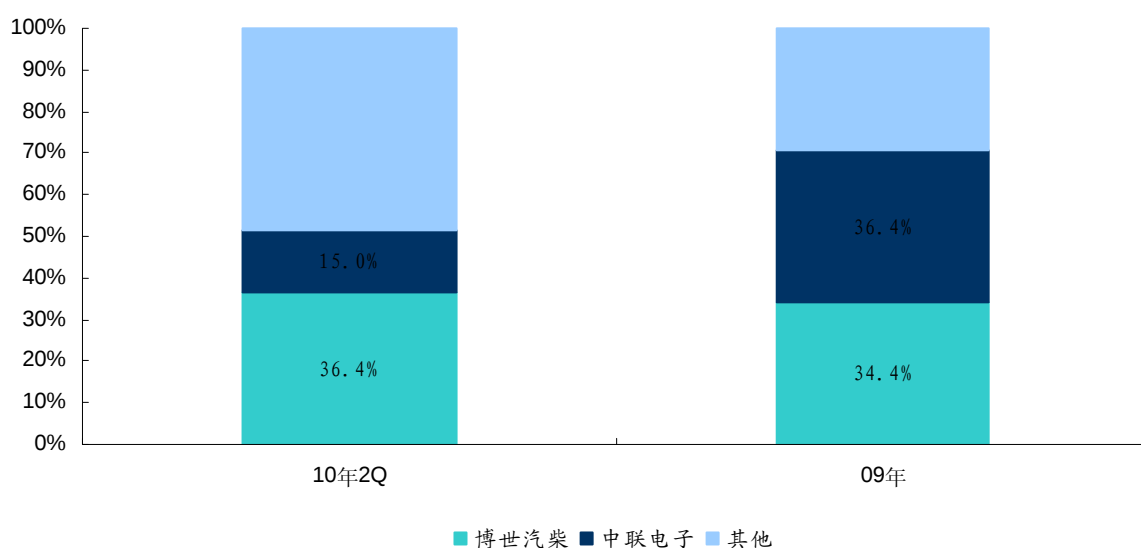
威孚高科8月10日披露2010年半年报：10年上半年实现营业收入26.5亿，同比增长110.2%；实现净利润3.19亿，同比增长263.3%。按照加权平均后的每股收益0.56元，每股净资产5.60元。

事件评论

第一，公司盈利仍主要来自博世汽柴和中联电子的投资收益，上半年业绩偏谨慎。

公司是一家内燃机燃油系统产品、燃油系统测试仪器和设备制造商，主要从事内燃机燃油系统产品的生产，燃油系统测试仪器和设备的制造等业务。由于国家逐步推行国3及以上排放标准，本部的机械泵产品业务将逐渐转型为给子公司博世汽柴配套。从2010年上半年的投资收益来看，来自博世汽柴和中联电子的投资收益分别占到36.4%和15.0%，占盈利结构比例超过50%。

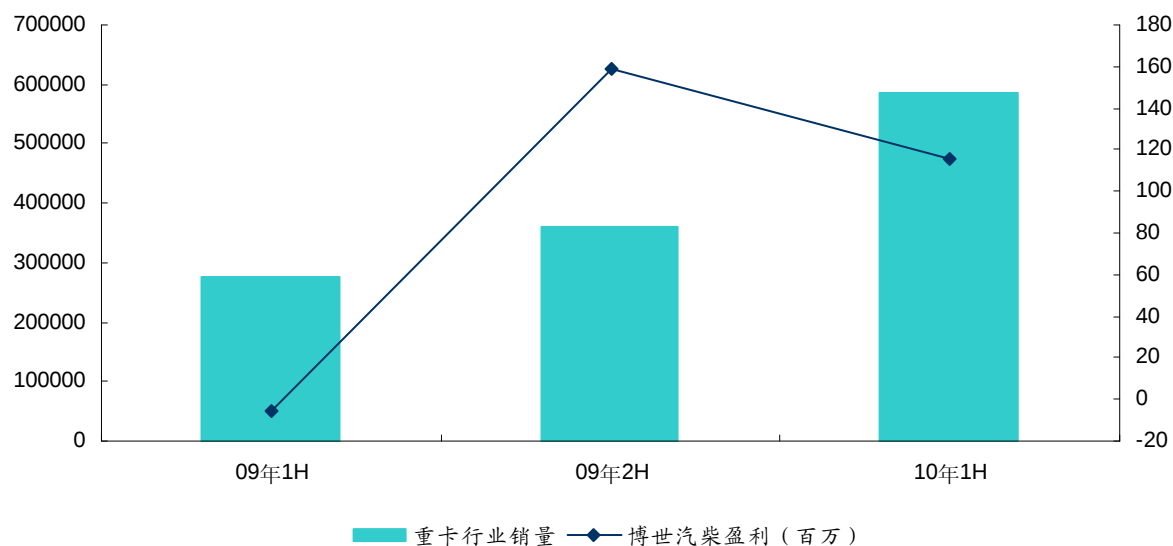
图 1：公司收益仍主要来自博世汽柴和中联电子的投资收益



资料来源：公司公告，长江证券研究部

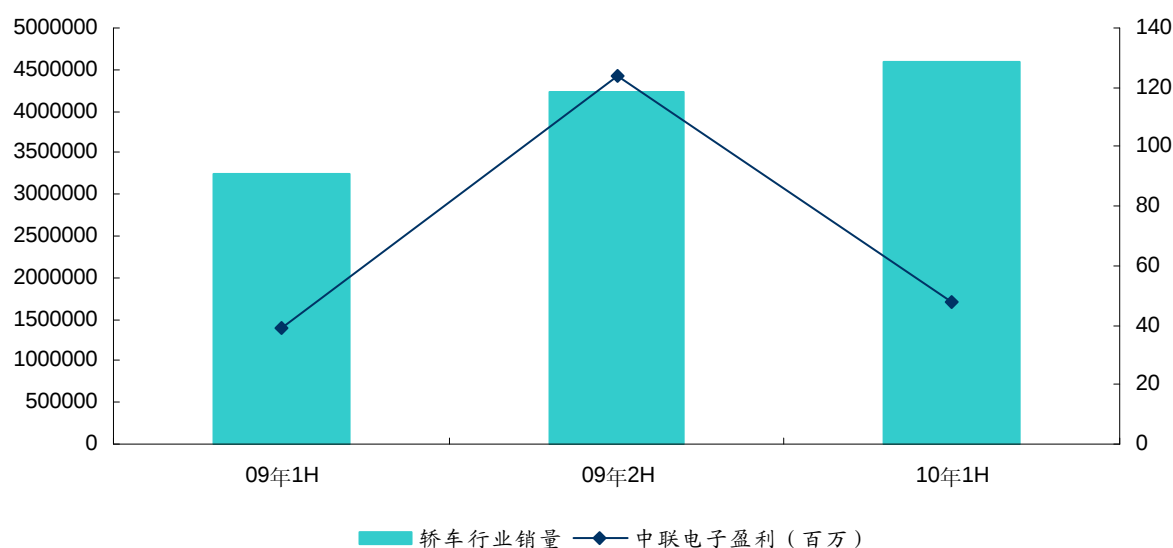
从博世汽柴和中联电子的半年投资收益贡献来看，报表盈利都较保守。博世汽柴的主要产品是中重卡的高压共轨系统，从我们对中重卡共轨路线的走势来看，共轨路线的比重基本保持稳定。重卡行业今年上半年的销量较去年下半年环比上升 61.9%，而公司盈利却环比下降 27.2%。轿车行业今年上半年的销量较去年下半年增长 8.6%，公司盈利却环比下降 61.3%，盈利与收入严重不匹配。我们估计这与零部件公司普遍存在的销售确认滞后有关。

图 2：博世汽柴投资收益偏保守



资料来源：公司公告，中国汽车工业产销快讯，长江证券研究部

图 2：中联电子投资收益偏保守



资料来源：公司公告，中国汽车工业产销快讯，长江证券研究部

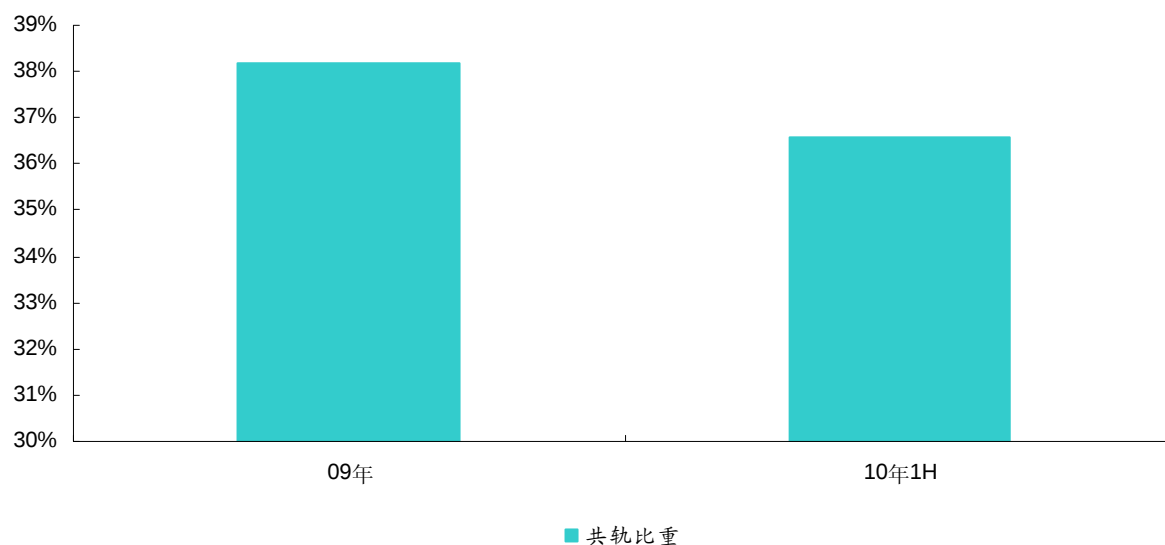
第二，公司未来的确定性成长主要来自共轨系统在重卡市场份额的提升，2009 年到 2010 年以来，共轨系统获得了稳定的市场份额，经历了市场的考验。

对于周期性行业的公司，投资决策的成功主要取决于对趋势的把握。在周期性行业的公司中，如果公司的业务具有结构性机会，比如行业升级、进入新市场，对于投资者的吸引力就会更大。在目前宏观经济充满不确定性时，威孚高科无疑就是这么一家公司。

目前共轨面临的最大问题在于服务力量跟不上，用户对于新产品不了解，而不是此前市场理解的共轨价格偏贵。2010 年以来，共轨市场份额虽然较 09 年下降了 1.6%，但整体上看基本保持稳定，市场保有量迅速扩大，这为公司后期的成长奠定了基础。我们认为，随着时间的推移，目前制约共轨的这些因素会逐渐消除，而共轨在可靠性、经济性及增值服务上的优势将逐渐发挥出来，我们相信，公司参股的博世汽柴的共轨业务能够通过市场自身力量，通过竞争战胜 EGR、单体泵等其他技术路线，预计其市场份额有望达到或超过 50-60%。此外，排放法规有望在中心城市严格实施起到示范作用，有助于公司共轨产品的推广。

对于公司的后处理业务，我们持谨慎的乐观态度，因为该业务对于整车厂、用户、政府来说具有负的外部性属性，政府的监管意愿、各地政府是否能够一致行动都还需要再关注，从国际上看也不是一蹴而就的。但从长期来看，我国经济结构转型，人民生活水平的提高都必然对汽车排放提出更高的要求，而公司的后处理业务与共轨系统具有系统集成的优势，我们长期看好公司后处理业务的发展。

图 3：重卡行业共轨比重基本保持稳定



资料来源：上牌数、汽车产销快讯，长江证券研究部

第三，估值与建议

公司虽然主要依赖投资收益，但旗下的博世汽柴具有核心竞争力，而包括威孚力达在内的后处理业务符合我国节能减排、经济转型的需求，中联电子从长期看也将受益于轿车进入家庭这一大的趋势。我们预计公司每股收益 10 年、11 年、12 年分别为 1.08, 1.16, 1.27 元。当前股价 16.5 元，对应 PE 分别为 15.3 倍、14.3 倍和 13.0 倍，我们维持“谨慎推荐”投资评级。投资风险主要在于下游行业需求增速放缓，政府监管风险等。

表 1: 单季度报表关键财务数据

	10 年 2q	10 年 1q	09 年 4q	09 年 3q	09 年 2q	09 年 1q
报表类型:合并报表(单季度)						
单季度,每股收益(元)	0.359	0.201	0.392	0.2433	0.2112	-0.0563
一、营业总收入(百万元)	1,462.5	1,188.2	958.7	860.8	754.5	506.6
二、营业总成本(百万元)	1,379.2	1,104.9	955.8	823.4	693.6	515.2
营业成本(百万元)	1,180.6	912.4	768.9	669.6	602.1	435.1
营业税金及附加(百万元)	9.0	7.3	4.8	4.9	4.9	3.8
销售费用(百万元)	17.9	57.3	35.1	32.3	16.7	10.5
管理费用(百万元)	169.4	122.0	91.9	106.7	61.9	58.6
财务费用(百万元)	6.7	10.8	6.3	9.9	6.6	8.5
资产减值损失(百万元)	(4.4)	(4.8)	48.9	(0.0)	1.4	(1.3)
三、其他经营收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动净收益(百万元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益(百万元)	150.4	51.6	218.9	102.8	66.9	(16.7)
其中:对联营企业和合营企业的投资收益(百万元)	148.6	51.6	218.9	99.8	66.0	(16.7)
四、营业利润(百万元)	233.7	134.8	221.8	140.2	127.8	(25.3)
加:营业外收入(百万元)	0.3	0.3	21.2	8.4	3.0	0.5
减:营业外支出(百万元)	3.2	4.4	9.4	1.8	1.4	2.2
五、利润总额(百万元)	230.8	130.7	233.5	146.8	129.4	(27.0)
减:所得税(百万元)	17.1	8.0	6.9	3.9	5.7	2.5
六、净利润(百万元)	213.7	122.8	226.6	142.9	123.7	(29.5)
减:少数股东损益(百万元)	8.6	8.7	4.2	4.9	3.9	2.4
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	205.1	114.0	222.4	138.0	119.8	(32.0)
主要比率						
销售毛利率	19.3%	23.2%	19.8%	22.2%	20.2%	14.1%
销售净利率	14.6%	10.3%	23.6%	16.6%	16.4%	-5.8%
销售费用率	1.2%	4.8%	3.7%	3.8%	2.2%	2.1%
管理费用率	11.6%	10.3%	9.6%	12.4%	8.2%	11.6%
财务费用率	0.5%	0.9%	0.7%	1.2%	0.9%	1.7%
净资产收益率 ROE	6.7%	3.9%	8.1%	5.4%	4.8%	-1.3%

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3081	3635	4362	5016	货币资金	425	6573	9113	12137
营业成本	2476	2908	3490	4013	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	605	727	872	1003	应收账款	751	134	161	185
% 营业收入	19.6%	20.0%	20.0%	20.0%	存货	589	691	830	954
营业税金及附加	18	22	26	30	预付账款	41	48	57	66
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	4	0	0	0
销售费用	95	73	87	100	流动资产合计	2383	7584	10302	13486
% 营业收入	3.1%	2.0%	2.0%	2.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	319	291	349	401	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.4%	8.0%	8.0%	8.0%	长期股权投资	1348	1348	1348	1348
财务费用					投资性房地产				
	31	34	20	10		0	0	0	0
% 营业收入	1.0%	0.9%	0.5%	0.2%	固定资产合计	1185	1291	1348	1255
资产减值损失	49	-59	3	2	无形资产	73	69	65	62
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	372	470	510	570	递延所得税资产	46	0	0	0
营业利润	464	836	897	1029	其他非流动资产	1	1	1	1
% 营业收入	15.1%	23.0%	20.6%	20.5%	资产总计	5036	10293	13065	16153
营业外收支	18	0	0	0	短期贷款	533	0	0	0
利润总额	483	836	897	1029	应付款项	1042	1224	1468	1688
% 营业收入	15.7%	23.0%	20.6%	20.5%	预收账款	27	32	38	44
所得税费用	19	125	135	185	应付职工薪酬	180	211	253	291
净利润	464	711	763	844	应交税费	30	119	130	175
归属于母公司所有者的净利润	448.2	610.6	655.0	720.4	其他流动负债	101	114	137	157
少数股东损益	15	100	108	123	流动负债合计	1912	1700	2027	2355
EPS (元/股)	0.79	1.08	1.15	1.27	长期借款	3	3	3	3
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	216	1923	811	900	其他非流动负债	28	28	28	28
取得投资收益	160	470	510	570	负债合计	1944	1731	2058	2387
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	2863	3382	3938	4551
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-105	-436	-444	-350	股东权益	230	330	438	561
其他	149	0	0	0	负债及股东权益	3092	3712	4376	5112
投资活动现金流净额	45	34	66	220	基本指标	5036	5443	6434	7499
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.790	1.076	1.155	1.270
股权融资	2	0	0	0	BVPS	5.05	5.96	6.94	8.02
银行贷款增加 (减少)	-317	-223	0	0	PE	20.88	15.33	14.29	12.99
筹资成本	141	-126	-119	-118	PEG	1.22	0.89	0.83	0.76
其他	-254	0	0	0	PB	3.27	2.77	2.38	2.06
筹资活动现金流净额	-428	-349	-119	-118	EV/EBITDA	14.65	2.32	0.19	-1.87
现金净流量	-168	1607	758	1001	ROE	15.7%	18.1%	16.6%	15.8%

分析师介绍

刘元瑞，长江证券行业分析师。

谭焜元，浙江大学工学学士，上海交通大学工学硕士，从事汽车行业研究。

张乐，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企管专业硕士，5 年半汽车相关行业经验，从事汽车行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。