

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

上调投资评级: 规模提升效益, 技术锁定未来

事件描述

近期我们实地调研了威孚高科, 主要研究结论如下:

事件评论

第一, 公司盈利仍然主要来自子公司——威孚力达、博世汽柴和联合电子的投资收益, 博世汽柴和联合电子今年业绩将超预期。

从博世汽柴和中联电子的半年投资收益贡献来看, 公司的财务政策较为保守。博世汽柴盈利的主要产品是中重卡的高压共轨系统, 从重卡共轨路线的占有率来看, 比重基本保持稳定, 而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, 可能与子公司盈利确认滞后有关。

由于规模经济效应的存在, 我们判断公司今年的投资收益有望大幅提升。我们预计博世汽柴今年的销售额有望达到或超过 50 亿, 实际利润有望达到 10 个亿; 预计联合电子的销售额大约 90 多个亿, 贡献投资收益约 2.6 个亿。

表 1: 公司中重型共轨系统销量测算

	销量	08 年全年	09 年全年	10 年 1H	10 年 E
重卡销量		541510	635568	584225	950000
重卡行业共轨比重	共轨比重	15.7%	38.2%	36.6%	36.6%
共轨重卡行业销量	共轨销量	85200	242500	213500	347200
	重汽销量	111300	124700	115900	188500
	重汽共轨比重	3%	10%	18%	18%
减: 重汽部分	重汽共轨销量	3300	12400	20800	33900
	博世共轨重卡销量	81800	230000	192700	313300
加: 汽车吊部分	汽车吊博世共轨销量	3000	5000		10000
加: 中大客车部分	客车销量	45000	100000		110000
总计博世销量	博世共轨销量	129800	335000		433300

资料来源: 产销快讯、上牌数、长江证券研究部

博世汽柴与联合电子利润大幅增长的原因主要来自三个方面, 第一个是这两个合资公司外方的工资收入、福利都不菲, 且技术中心投入很大, 这些支出属于固定费用, 随着规模的上升, 公司的盈利将超越行业的增速。第二个是今年汇率

的变化,人民币有一定程度的升值,大约升值 5-10%,公司进口件的成本有一定下降,这一块也能够提升公司的盈利。第三,今年重卡行业和轿车行业仍然保持了较高的增速。从行业中短期走势来看,虽然暂无迹象表明汽车行业 8 月销量环比上升后,汽车行业将立即反转,大幅增长,但 7-8 月的订单和销量至少表明行业中短期内没有太大的利空。

第二,本部及子公司的机械泵传统业务仍将长期存在,今年有超预期的因素存在。

公司本部的产品除了共轨泵为博世的发动机配套外,其他产品业务仍将长期存在。主要原因有两点,第一是发动机的下游客户不仅仅是汽车市场,汽车配套的发动机仅仅约占发动机销量的 1/3 到 1/2。第二是我们国家的监管水平低下,卡车上牌时并不严格检查尾气,轻卡业务目前 95%以上仍是自然吸气的发动机,实际排放可能连国 1 排放都无法达到,重卡市场 EGR 和国 2 的比重达到大约 65%。因此,车用市场的排放法规升级未必会导致本部业务大幅下滑,相反,受益于今年轻重卡业务的快速增长,我们认为这一块业务收入还将保持较快的增速。

公司此前 1.2 亿收购了威孚汽柴 30%的股权,威孚汽柴主要业务已转向为主要生产 P 系列喷油器。这笔收购很有价值,预计今年可以实现销售收入 10 个亿,利润贡献有望超预期。

第三,博世汽柴的核心竞争力非常突出,技术上的竞争优势 5-10 年内都难以超越。

我们认为,技术研发没有捷径可走,国内汽车行业不少企业在技术领域都存在着“做不如抄,抄的少不如全抄”的投机心态,而博世公司有着扎实的研究基础,为了一个项目甚至可以千名工程师工作三年。我们相信,监管部门将通过逐渐塑造一个良好的市场环境对真正愿意投入科研的企业给予正面的支持,从而给市场的参与者形成一个正面的反馈,保护专利,鼓励自主研发。

近年来,关于其他厂商获得了共轨核心技术的消息有不少,但一直以来都是雷声大雨点小,从未见过量产。根据我们和业内多位专家的交流,博世汽柴共轨的技术优势在 5-10 年乃至更长时间内都难以遇到激烈的竞争,公司在国际上的竞争对手电装公司未来在国内的客户尚且面临博世汽柴的激烈竞争,尤其是在汽车行业增速最快的一些细分市场上。国内的竞争对手在最核心的技术上就更加难以与公司竞争了。从进入壁垒来看,公司共轨系统的价格的售价已有较大的降幅,公司足够大的销售规模和汽车行业的公告目录准入制度导致的较高的公告费用将形成足够的进入壁垒。

另外,关于 博世汽柴的共轨系统,虽然导致发动机价格较国 2 有一个含税价 8000-10000 元的上升,但以重卡用户月均在 1 万-5 万的收入来看,完全能够消化这个价差。目前制约共轨系统份额提升的是终端用户和服务体系对于共轨的接受存在一个学习的过程,由于共轨系统内生的优势,随着时间的推移,哪怕是监管并不加强,共轨的份额也将大幅提升。

第四,公司后续发展思路:做系统集成供应商,提升盈利能力,择机考虑资本层面的运作。

公司今年收购了宁波天力增压器公司,2010 年有望贡献 2000 万的利润。我们估计,公司主要是希望提高发动机的系统配套能力以提升竞争力,获得较高的利润,这符合产业发展的规律,未来公司可能还会考虑进一步涉足空滤器等业务。从中长期看,公司或将在十二五期间根据国 4 排放实施的时间及实施力度来考虑资本层面的运作。

第五,股价的催化剂与公司的投资建议。

我们判断,公司今年的业绩由于规模经济效应导致本部及主要子公司联合电子及博世等公司将有超预期的表现, EPS 为 1.5 元,9 月 17 日收盘价对应 2010 年动态 PE 大约 15.25 倍,预计 2011 年、2012 年 EPS 为 1.85 元、2.32 元,对应 PE 分别为 12.36 倍和 9.86 倍,国 4 排放法规的实施直接利好公司子公司威孚力达和博世汽柴,将成为公司股价的催化剂。我们调整公司的评级由“谨慎推荐”为“推荐”。

值得注意的是,该催化剂包含两个事件,第一个是工信部国 3 公告停止申报(环保部的整车环保公告今年 1 月 1 日已经按照法规规定如期停止申报,但工信部国 3 公告仍可以申报)第二个是国 3 汽车停止销售。

我们认为,从业绩的影响上看,国 3 销售的停止影响较大,但工信部公告停止申报的影响会更大,因为公告一旦停止申报,生产和销售不能长期脱节,所以销售的停止在几个月到一年内可能性非常大(法规规定是一年内,国 2 升级国

3 时实际是 9 个多月)。

对于威孚高科业绩往往低于预期的说法，我们认为，现阶段重卡行业环境与 07 年下半年市场憧憬国 3 排放法规实施已经有了很大的不同，07 年年底时重卡行业国 3 实施的力度和技术路线尚未明确，投资的确具有较大的不确定性，而目前，共轨的市场份额已经逐渐稳定到了 35-40%，今年上半年的市场份额接近 37%，投资的不确定性已经大大下降，而一旦国 4 严格实施，公司还有大幅超预期的潜在可能。同时，公司大股东股权比重较低，博世汽柴中方的控股权低于 50%，这些或将成为企业并购重组发生的诱因。

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	4929	6161	7702	货币资金	425	6573	9113	12137
营业成本	2476	3845	4744	5853	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	605	1084	1417	1848	应收账款	751	182	228	285
% 营业收入	19.6%	22.0%	23.0%	24.0%	存货	589	914	1127	1391
营业税金及附加	18	29	37	46	预付账款	41	63	78	96
% 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	99	123	154	流动资产合计	2383	7876	10696	14066
% 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	394	493	616	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%	0.7%	0.3%	0.1%	固定资产合计	1185	1303	1376	1304
资产减值损失	49	-54	4	5	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	590	700	790	递延所得税资产	46	0	1	1
营业利润	464	1172	1440	1807	其他非流动资产	1	1	1	1
% 营业收入	15.1%	23.8%	23.4%	23.5%	资产总计	5036	10597	13487	16782
营业外收支	18	0	0	0	短期贷款	533	0	0	0
利润总额	483	1172	1440	1807	应付款项	1042	1617	1995	2462
% 营业收入	15.7%	23.8%	23.4%	23.5%	预收账款	27	43	54	68
所得税费用	19	176	216	271	应付职工薪酬	180	279	344	424
净利润	464	996	1224	1536	应交税费	30	167	205	257
归属于母公司所有者的净利润	448.2	855.7	1050.9	1318.8	其他流动负债	101	151	187	230
少数股东损益	15	141	173	217	流动负债合计	1912	2257	2785	3441
EPS (元/股)	0.79	1.51	1.85	2.32	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	2354	1183	1518	其他非流动负债	28	28	28	28
取得投资收益	160	590	700	790	负债合计	1944	2288	2817	3473
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	2863	3590	4483	5604
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-105	-449	-462	-377	股东权益	230	370	543	760
其他	149	0	0	0	负债及股东权益	3092	3960	5026	6364
投资活动现金流净额	45	141	238	413	基本指标	5036	6249	7843	9837
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.790	1.508	1.852	2.325
股权融资	2	0	0	0	BVPS	5.05	6.33	7.90	9.88
银行贷款增加 (减少)	-317	-223	0	0	PE	28.94	15.16	12.35	9.84
筹资成本	141	-163	-178	-208	PEG	0.67	0.35	0.29	0.23
其他	-254	0	0	0	PB	4.53	3.61	2.89	2.31
筹资活动现金流净额	-428	-386	-178	-208	EV/EBITDA	20.24	4.15	2.09	0.37
现金净流量	-168	2109	1244	1723	ROE	15.7%	23.8%	23.4%	23.5%

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。