

证券研究报告

汽车零部件

推荐 (维持)

证券分析师

王德安

S1060511010006
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

余兵

S1060511010004
021-33830530
yubing006@pingan.com.cn

威孚高科 (000581)

长期趋势向好，短期业绩有压力

事项: 近日我们调研了威孚高科，与公司高管就业务发展现状及未来展望进行了交流，并参观了公司工程研究院。

平安观点：

- **二季度、三季度公司业绩不乐观:**受商用车行业销量下滑影响，威孚高科主要控股公司业务受到不同程度影响。虽然 1-5 月威孚高科控股公司主要产品如多缸泵、P 系列喷油器、净化器、汽柴油催化、增压器等累计销量增幅较高，但估计从 4 月开始公司主要产品销量有明显下滑，我们估计公司 2011 年二季度净利润环比有一定程度下滑。由于商用车尤其是重卡行业下滑，作为上游零部件配套商，我们预计公司 2011 年三季度利润可能更难乐观。
- **对下游行业的判断:**行业从 4 月开始回落，二季度市场低迷，综合分析整个汽车市场，预计将出现“前高后低”走势。我们预计三季度末市场有望回暖，随着库存的消化和发动机厂商产生新增采购需求，预计届时公司经营将随之回暖；此外，原材料价格及人工成本有所上涨将带动一系列经营要素变化，可能对威孚高科下半年盈利水平产生不利影响。
- **新业务增长迅速、储备充分:**近年公司继续巩固燃油喷射系统市场地位，投资于面向国四重型柴油机市场的具有完全自主知识产权的 WAPS 系统研发及产业化，加大在进气系统（增压器）和尾气后处理系统投入，如增资宁波天力，投资于汽车尾气后处理系统产品产业化，兴建工程研究院，兴建增压器、尾气处理研究中心。2010 年公司后处理系统产品同比增长 48%；进气系统（增压器）通过收购、业务整合、人才引进等为公司未来的支柱产业之一奠定了坚实基础，同比增长 177%。随着我国排放标准的提高，未来公司增压器和后处理系统业务规模将逐渐扩大，形成新的利润增长点。国 IV 排放标准的实施将会为公司的新产品带来较大机遇。
- **持续的降本增效成果显著:**近年来公司努力提升管理水平，从提升劳动生产率，优化生产流程，集中资金管理，加强物料采购管理，降低运营成本等方面着手，提升盈利能力，我们注意到公司近年来财务费用率明显降低，借款大幅减少，各项经营指标明显提升，由此我们预计公司利润增长水平将高于下游行业增幅。
- **与博世的战略合作进一步深入:**公司最新公告显示：本次定向增发中关于引进境外战略投资者事项获得国家商务部的原则批复，同意德国博世以现金方式认购威孚高科定增股票。随着德国博世持有公司股权增至 14%，威孚高科与博世之间的深度战略合作将对未来公司业务发展产生深远的积极影响，进一步提升威孚高科在三大系统（进气系统、燃油喷射系统、后处理系统）上的行业地位及综合竞争力。

- **看好长期发展、短期业绩有波动：**公司是我国商用车排放升级的最大受益者，近年来主业龙头地位稳固，新业务发展迅速，与博世的战略合作进一步深入，未来发展前景广阔，但 2011 年受到下游行业低迷影响，短期利润将有波动，预计 2011 年二季度、三季度业绩将受到不利影响。

鉴于公司现状，我们下调公司盈利预测，预计威孚高科 2011 年、2012 年 EPS 分别为 2.6 元、3.31 元。目前动态市盈率 15 倍，显示市场对公司业绩波动已有提前反映，我们维持对威孚高科的“推荐”评级。

- **风险提示：**1) 商用车行业、尤其是重卡行业复苏慢于预期；2) 新业务受国家政策影响较大，若国四标准推行晚于预期，则公司新业务成长速度及节奏将有所变化。

图表 1 威孚高科投资收益明细预测		单位：亿元				
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
投资净收益	1.37	3.65	3.72	6.90	7.97	10.41
其中：威孚环保	0.17	0.07	0.30	0.49	0.59	0.80
联合电子	0.70	0.80	1.63	2.00	2.29	2.75
博世汽柴	0.38	2.65	1.54	4.10	4.73	6.46

资料来源：公司公告、平安证券综合研究所

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2383	3471	5395	7698	10219	营业收入	3081	5371	6177	7412	8524
现金	425	597	2035	3646	5609	营业成本	2476	3879	4540	5441	6257
应收账款	746	1000	1246	1511	1705	营业税金及附加	18	32	37	44	51
其他应收款	5	7	10	11	13	营业费用	95	123	141	167	193
预付账款	41	105	97	122	143	管理费用	319	457	525	626	721
存货	589	918	1045	1244	1425	财务费用	31	33	46	41	47
其他流动资产	577	844	963	1163	1324	资产减值损失	49	50	43	42	42
非流动资产	2653	3291	3140	3177	3128	公允价值变动收	0	0	0	0	0
长期投资	1348	1892	1711	1771	1751	投资净收益	372	690	797	1041	1208
固定资产	1153	1110	1191	1183	1157	营业利润	464	1486	1641	2093	2421
无形资产	73	86	92	99	106	营业外收入	33	24	20	20	20
其他非流动资	80	203	147	124	113	营业外支出	15	11	10	10	10
资产总计	5036	6762	8535	10875	13347	利润总额	483	1500	1651	2103	2431
流动负债	1912	2381	2635	3113	3466	所得税	19	118	132	168	219
短期借款	533	270	250	304	280	净利润	464	1381	1519	1934	2213
应付账款	862	1195	1459	1724	1992	少数股东损益	15	41	45	57	66
其他流动负债	518	916	926	1085	1193	归属母公司净利	448	1340	1475	1877	2147
非流动负债	31	35	35	36	37	EBITDA	648	1660	1838	2303	2656
长期借款	3	3	4	5	6	EPS (元)	0.79	2.36	2.60	3.31	3.78
其他非流动负	28	32	31	31	31	主要财务比率					
负债合计	1944	2416	2670	3149	3503	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	230	240	284	341	407	成长能力					
股本	567	567	567	567	567	营业收入	1.6%	74.4%	15.0%	20.0%	15.0%
资本公积	908	896	896	896	896	营业利润	89.4%	220.0%	10.4%	27.5%	15.7%
留存收益	1388	2643	4118	5921	7974	归属于母公司净	131.7%	199.0%	10.0%	27.3%	14.4%
归属母公司股东	2863	4106	5581	7384	9437	获利能力					
负债和股东权益	5036	6762	8535	10875	13347	毛利率	19.6%	27.8%	26.5%	26.6%	26.6%
现金流量表						净利率	2.9%	1	2	2	2
单位:百万元						ROE	15.7%	32.6%	26.4%	25.4%	22.7%
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	ROIC	29.5%	70.2%	70.4%	80.1%	86.0%
经营活动现金流	216	536	738	836	1048	偿债能力					
净利润	464	1381	1519	1934	2213	资产负债率	38.6%	35.7%	31.3%	29.0%	26.2%
折旧摊销	152	140	150	170	187	净负债比率	27.58%	11.30%	9.51%	9.81%	8.17%
财务费用	31	33	46	41	47	流动比率	1.25	1.46	2.05	2.47	2.95
投资损失	-372	-690	-797	-1041	-1208	速动比率	0.86	1.02	1.58	2.01	2.47
营运资金变动	-113	-371	-256	-307	-243	营运能力					
其他经营现金	54	43	76	39	52	总资产周转率	0.64	0.91	0.81	0.76	0.70
投资活动现金流	45	-18	772	833	1080	应收账款周转率	5	6	5	5	5
资本支出	116	231	156	133	141	应付账款周转率	3.63	3.77	3.42	3.42	3.37
长期投资	-11	-71	-184	61	-20	每股指标 (元)					
其他投资现金	150	143	744	1027	1201	每股收益(最新摊	0.79	2.36	2.60	3.31	3.78
筹资活动现金流	-428	-381	-71	-58	-164	每股经营现金流	0.38	0.95	1.30	1.47	1.85
短期借款	-310	-263	-20	54	-24	每股净资产(最新	5.05	7.24	9.84	13.02	16.64
长期借款	3	0	1	1	1	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	50.14	16.77	15.24	11.97	10.47
资本公积增加	0	-12	0	0	0	P/B	7.85	5.47	4.03	3.04	2.38
其他筹资现金	-121	-106	-52	-113	-142	EV/EBITDA	32	12	11	9	8
现金净增加额	-168	138	1438	1611	1963						

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在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 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

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：4008866338

传真：(0755) 8244 9257