



徐敏锋

执业证书编号: S0730511080003

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

下游市场低迷致主营业务利润大幅萎缩

——威孚高科(000581) 三季度报点评

证券研究报告-公司点评

买入(首次)

发布日期: 2012年10月29日

报告关键要素:

在商用车特别是重卡市场表现持续低迷的情况下,公司主营业务毛利率出现持续下滑,销售费用率和管理费用率环比上升,主营业务利润继续萎缩。未来重卡市场回暖和排放标准升级是主要看点。

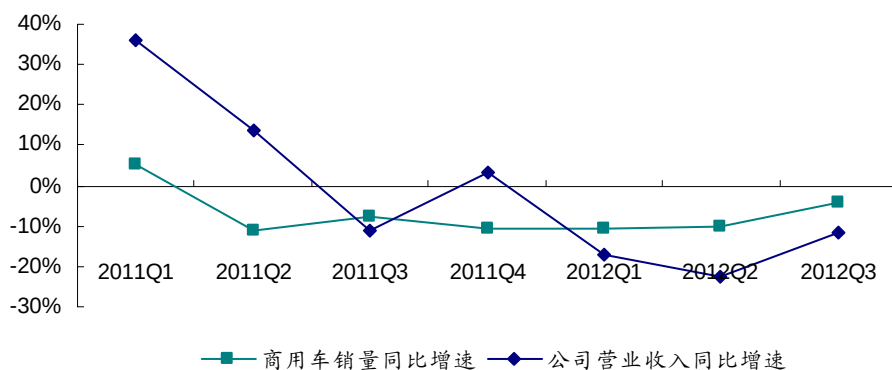
事件:

- 威孚高科(000581)公布2012年三季度报。前三季度,公司实现营业收入36.64亿元,同比下降17.75%;实现净利润6.09亿元,同比下降28.83%;摊薄EPS为0.90元。

点评:

- 受制于下游主机产销量下降。受商用车特别是重卡销量不振的影响,公司营业收入出现同比下降。前三季度,公司实现营业收入36.64亿元,同比下降17.75%,其中第三季度实现营业收入10.41亿元,同比下降11.55%。由于商用车销量同比降幅收窄,三季度营业收入同比降幅也由二季度的22.73%减少到11.55%。根据目前对商用车市场的预期,预计四季度收入同比降幅将不会超过二季度水平。

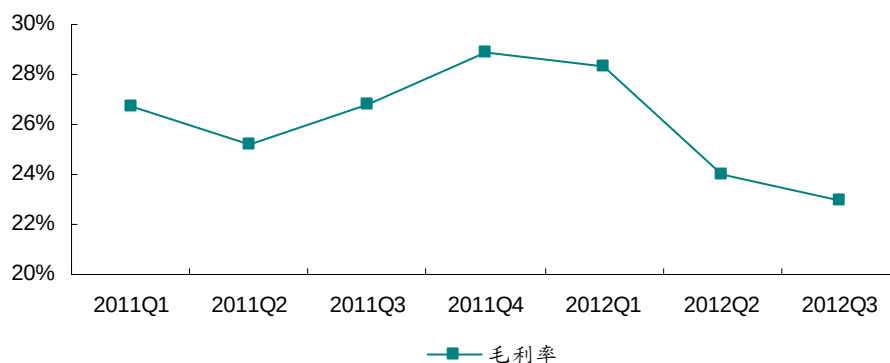
图 1: 商用车销量同比增速与公司营业收入同比增速



资料来源: 中原证券, 公司资料, CAAM

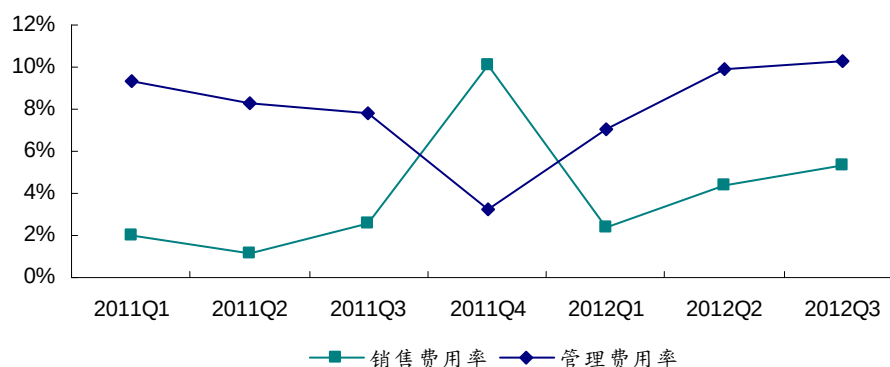
- 毛利率环比继续下降, 销售与管理费用率上升较多。在下游主机市场持续低迷的背景下, 产能利用率和产品均出现下降, 公司主营业务毛利率持续下滑, 三季度毛利率为22.98%, 较二季度下降1.03个百分点。从上半年情况看, 增压器等进气系统毛利率下降是盈利能力下滑的主要原因。在毛利率下滑的同时, 三季度销售费用率和管理费用率均出现上升, 分别较二季度上升1.04个百分点和0.47个百分点, 最终期间费用率创出近几年新高。这导致主营业务利润出现大幅萎缩。另外, 表现相对较好的是现金流状况, 一方面经营性现金流净额大幅上升, 并超过净利润; 另一方面, 完成非公开增发后, 公司现金充裕, 财务费用大幅下降。

图 2：季度毛利率



资料来源：中原证券，公司资料

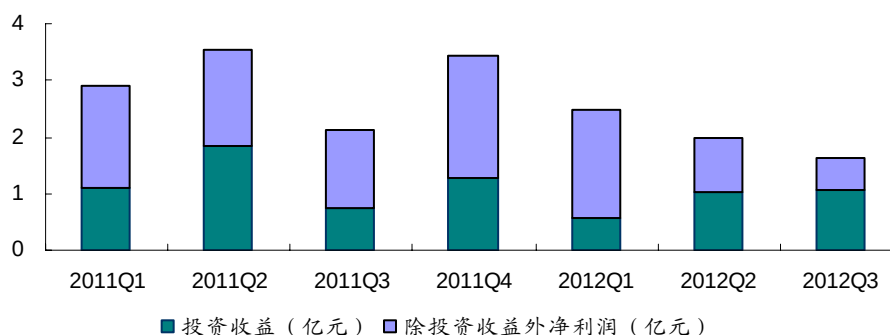
图 3：季度销售费用率和管理费用率



资料来源：中原证券，公司资料

- **投资收益相对平稳。**公司投资收益主要来自博世汽柴和中联电子，虽然也受下游市场影响，但整体盈利下滑幅度小于主营业务，其中三季度投资收益达到1.07亿元，高于去年同期，与三季度扣除投资收益外的净利润下滑到0.56亿元形成对比。

图 4：公司业务综合毛利率



资料来源：公司资料，中原证券



- **重卡行业回暖和排放标准升级是看点。**公司业务与商用车特别是重卡表现戚戚相关，未来重卡行业回暖有助于公司业绩回升。另外，公司已经形成较完整的产品链且具有一定的技术优势，将在柴油车排放标准提升的趋势下受益明显。与重卡在国三标准下可采用电控泵等多种燃油喷射系统不同，国四标准下，采用高压共轨是必要的选择，因此未来高压共轨市场还将扩大。虽然德尔福等逐步扩大产能，但我们预计未来市场仍将维持寡头垄断状态，博世汽柴仍会占据重要地位。另外公司近几年大力发展的尾气处理业务也会在排放标准升级的趋势中受益良多。
- **盈利预测与投资建议。**按最新股本摊薄计算，预计公司2012-2013年EPS分别至1.30元和1.77元，对应10月26日收盘价26.45元的市盈率分别为20.32倍和14.91倍。在尾气排放标准提升的趋势下，我们看好公司未来发展前景，首次给予“买入”评级。
- **主要风险提示：**重卡销售增长达不到预期；排放标准实施达不到预期（时间和严格程度）。

盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	53.71	58.98	49.97	58.96
增长比率 (%)	74.36	9.81	-15.28	18.01
净利润 (亿元)	13.40	12.05	8.85	12.07
增长比率 (%)	199.02	-10.12	-26.50	36.27
每股收益 (元)	1.97	1.77	1.30	1.77
市盈率 (倍)	13.42	14.93	20.32	14.91

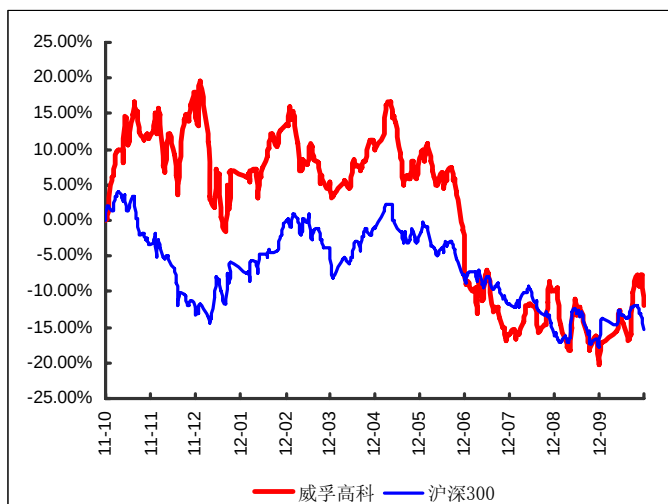
市场数据 (2012年10月26日)

收盘价 (元)	26.45
一年内最高/最低 (元)	35.99/23.23
沪深300	2247.91
市净率 (倍)	2.18
流通市值 (亿元)	108.18

基础数据 (2012年9月30日)

每股净资产 (元)	12.30
每股经营现金流 (元)	1.41
毛利率 (%)	25.28
净资产收益率 (%)	12.09
资产负债率 (%)	18.66
总股本/流通股 (亿股)	6.80/4.09
B股/H股 (亿股)	1.15/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。