

威孚高科投资分析

一、公司分析

1.竞争优势

自由现金流

科目\时间	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
经营现金流量净额	542.04.58	8898.9.97	80395.81	1165.75.9	3262.6.92	5361.7.19	2158.9.3	8084.9.36	2120.3.33	44.67.4.2
购建固定资产和其他支付的现金	568.09.84	8024.7.96	44337.18	2561.5.08	5525.7.22	2308.6.52	1161.9.56	1695.2.5	1509.1.88	24.35.9.1
自由现金流/万元	-26.05.26	8742.01	36058.63	9096.0.84	-226.30.3	3053.0.67	9969.7.4	6389.6.86	6111.4.5	20.31.5.1
平均	24135									
净利润	123.237.2	1404.87.8	101308.6	8526.7.98	1166.86.7	1324.60.6	4201.9.02	2045.3.23	2155.2.65	74.01.2

白药的自由现金流波动很大,且较低,说明公司产生现金流能力较差,而固定资产投资较大(本报告期末固定资产较年初大幅增加的主要原因为产业园建设、柴油共轨系统零部件产能提升等重大项目完工达到可使用状态,本期转固所致)。参考年报,公司的主营收入(喷油系统大幅下降和后处理器系统上升)利润波动很大,而投资收益较多(占80%)。结论,重点关注公司的投资收益是否稳定以及持续性。

盈利能力

年份	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
销售毛利率	23.45	25.4	25.4	24.76	26.85	27.78	19.64	18.77	22.05	23.95
营业毛利率	27.92	27.03	22.05	20.45	23.07	27.67	15.08	8.08	9.03	5.19
存货周转率	4.45	4.52	4.78	4.59	4.79	5.15	4.52	3.89	3.28	2.81

资产周转率	0.38	0.46	0.46	0.53	0.80	0.91	0.64	0.62	0.63	
资产负债比率	22.23	22.26	23.53	18.95	32.65	35.73	38.6	40.69	48.75	50.19
净资产收益率	13.32	15.05	12.12	11.36	26.27	38.32	16.74	7.88	10.02	3.85

销售毛利率为 **23%** 左右, 且很稳定。营业毛利率大幅提升(5%-28%)。存货周转率较为稳定。资产负债率较低, 且大幅下降。资产周转率有下降趋势 (0.63%-0.38%)。净资产收益率较为稳定, 约 **15%** 左右。结论, 公司的下手毛利率较低, 净资产收益率较好 (负债率较低的情况下)。

研发投入

	2015	2014	增长
研发投入金额 (元)	287, 087, 716. 91	311, 720, 000. 00	-7. 90%
研发投入占营业收入比例	5. 00%	4. 91%	0. 09%

公司的研发投入约 3 亿, 相对于销售收入 **5%**, 研发投入较高。

2.成长性

收入增长率

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
营业总收入	5741 64.4	6354 48	5589 30.8	5015 28.3	58981 1.3	5371 21.3	30806 1.6	30332 9	31854 1.9	26699 5.7
营业总收入同比增长率	-9.64	13.6 9	11.4 5	-14.9 7	9.81	74.36	1.56	-4.78	16.91	-4.34
10 年平均	9.4									

净利润增长率

科目\时间	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
净利润	1232 37.2	1404 87.8	1013 08.6	8526 7.98	11668 6.7	1324 60.6	4201 9.02	2045 3.23	2155 2.65	7401. 2

净利润同比增长率	-1.56	38.91	24.61	-26.17	-10.12	199.02	131.74	-16.21	147.48	-48.81
10年平均	43									

收入增长率和净利润增长率都波动剧烈，且净利润增长率比收入增长率波动性更大。结论，公司收入和利润的周期性太强，需要较高的安全边际。

3.财务健康状况

资产负债率

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
资产负债比率	22.23	22.26	23.53	18.95	32.65	35.73	38.6	40.69	48.75	50.19
流动比率	2.95	2.71	2.72	3.15	1.74	1.46	1.25	1.10	1.14	
速动比率	2.65	2.31	2.36	2.76	1.38	1.07	0.94	0.83	0.83	

资产负债率从 50%降到 22%，杠杆率大幅降低。流动比率从 1.14 增到 2.95，现远大于 1.5。速动比率从 0.83 增到 2.65，远大于 1.0。结论，公司负债率较低，财务健康状况很好。

4.管理层

管理费用

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
管理费用	7945	6486	5582	4445	4279	4571	3190	3610	2800	2417
平均	45330									
销售费用	1685	1749	2071	1906	2268	1234	9462.	1280	1059	1216
	8.62	1.9	5.29	4.35	8.72	5.42	29	3.58	7.08	6.89
财务费用	-1112	-2480	-5689	-7549	2634.	3335.	3141.	7182.	9262.	6330.
	.36	.33	.11	.49	82	49	52	73	11	87

在主营收入和利润大幅下降的情况下，管理费用逐步上升。结论，公司的管理效率较低。

管理层薪酬、奖金、期权和持股数（2015 年）

姓名	职务	性别	年龄	任职状态	从公司获得的税前报酬总额	是否在公司关联方获取报酬
陈学军	董事长	男	48	现任	75	否
王晓东	副董事长、总经理	男	49	现任	71	否
欧建斌	董事、常务副总经理兼财务负责人	男	49	现任	60	否
时兴元	监事会主席	男	53	现任	60	否
张振廷	监事	男	52	现任	42	否
刘进军	监事	男	40	现任	35	否
徐云峰	副总经理	男	44	现任	60	否
周卫星	董事会秘书	男	52	现任	33	否

管理层高管薪酬总体为 60 万左右。公司回购股票 0.11 亿股（25 元以下），管理层增持 9 万股（数量太少），7696 万的股票期权。**结论，管理费用较高，薪酬较为合理。**

5.风险因素

- 1、公司周期性太强，业绩波动剧烈。
- 2、国内汽车市场已经高速增长 15 年，目前户均保有量为 30%，将来的增长率将下降。
- 3、公司的自由现金流较低，固定资产投资较大。
- 4、公司的 B 股相对于 A 股折价太多，影响 A 股的股价。
- 5、公司的管理费用较高，管理效率较低，竞争优势不明显。

二、估值分析

1.估值指标

市盈率 PE

科目\时间	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
-------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

基本每股收益	1.49	1.51	1.09	1.34	2.12	2.36	0.79	0.34	0.41	0.16
年底股价	24.76	26.83	30.8	31.2	35.9	37.15	18.85	5	18.7	7.74
市盈率	16.62	17.77	28.26	23.28	16.93	15.74	23.86	14.71	45.61	48.38
平均	25									

近 10 年平均市盈率为 25 倍，最高 48 倍，最低 15 倍。现在市盈率 11 倍，低于市场平均市盈率 36 倍，低于汽车制造行业平均市盈率 26 倍，低于公司历史最低市盈率 15 倍，低于于合理市盈率 20 倍（53 元）。

市净率 PB

科目\时间	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
年底股价	24.76	26.83	30.8	31.2	35.9	37.15	18.85	5	18.7	7.74
每股净资产	11.68	10.64	9.41	12.73	8.93	7.24	5.05	4.42	4.23	3.89
市净率	2.12	2.52	3.27	2.45	4.02	5.13	3.73	1.13	4.42	1.99

公司市净率波动较大，下降幅度很大。现在的市净率为 1.5 倍，低于市场平均市净率 5.5 倍，接近公司历史最低市净率 1.13 倍，低于合理市净率 2 倍（强周期性行业）。

市销率 PS

科目\时间	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
年底股价	24.76	26.83	30.8	31.2	35.9	37.15	18.85	5	18.7	7.74
营业总收入	574164.4	635448	558930.8	501528.3	589811.3	537121.3	308061.6	303329	318541.9	266995.7
股数（亿股）	10.09	10.09	10.09	10.09	8.96	8.96	8.96	8.96	8.96	8.96
每股销售收入	5.69	6.30	5.54	4.97	6.58	5.99	3.44	3.39	3.56	2.98
市销率	4.35	4.26	5.56	6.28	5.45	6.20	5.48	1.48	5.26	2.60
平均	4.7									

市销率从 2.6 倍增到 4.35 倍，大幅升高。

现金收益率

现金收益率=自由现金流/(市值总额+长期负债-现金),即 123237.2 / (1765700+57560-327468) =8%, 高于 5 年期国债利率 4%。

2.内在价值计算

自由现金流

科目\时间	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
经营现金流量净额	54204.58	88989.97	80395.81	116575.9	32626.92	53617.19	21589.3	80849.36	21203.33	44674.2
购建固定资产和其他支付的现金	56809.84	80247.96	44337.18	25615.08	55257.22	23086.52	11619.56	16952.5	15091.88	24359.1
自由现金流/万元	-2605.26	8742.01	36058.63	90960.84	-22630.3	30530.67	9969.74	63896.86	6111.45	20315.1
平均	24135									
净利润	123237.2	140487.8	101308.6	85267.98	116686.7	132460.6	42019.02	20453.23	21552.65	7401.2

自由现金流折现

1. 基础数据	
股价/元	17
总股份/亿股	10.09
永续年金增长率 (参照 GDP 增长率)	5%
折现率 (4%+8%)	12%
2. 预测 10 年内的自由现金流折现	
过去 10 年年均增长率	20%
假定未来 10 年的增长率	10%
10 年内的自由现金流折现之和/亿元	110
3. 计算永续年金价值折现	
第 11 年的自由现金流/亿元	30
永续年金价值/亿元	466
永续年金价值折现/亿元	150
4. 计算每股内在价值	
所有者权益/亿元	260
每股价值/元	26
假定 30%的安全边际/元	18

由于威孚的利润主要靠博世汽柴和中联电子的投资收益,本身产

生现金的能力较差，计算中的自由现金流取净利润（12 亿）的数据。
计算结果为，威孚的内在价值为 26 元，取 30%的安全边际为 18 元。

三、总结

按 15 倍市盈率（周期性行业适当降低）估价为 22 元，按 2 倍市净率估价为 23 元，按自由现金流折现（折现率为 12%）估价为 18 元。平均一下，则安全边际买入价为 21 元左右（现价 17 元）。威孚的合理价格为 26 元，按溢价 20%卖出，则为 31 元。预期收益率 82%。