

威孚高科

000581 / 200581

增持/ 维持评级

股 价	2009/02/05
RMB6.94	

基础数据

总股本（百万股）	567
流通 A 股（百万股）	338
流通 B 股（百万股）	114.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	2111

财务数据

市净率 (X)	1.43
TRACING P/E (X)*	12.93
EPS (元)	0.28
股息率 (%)	2.45

*最近四季盈利计算。

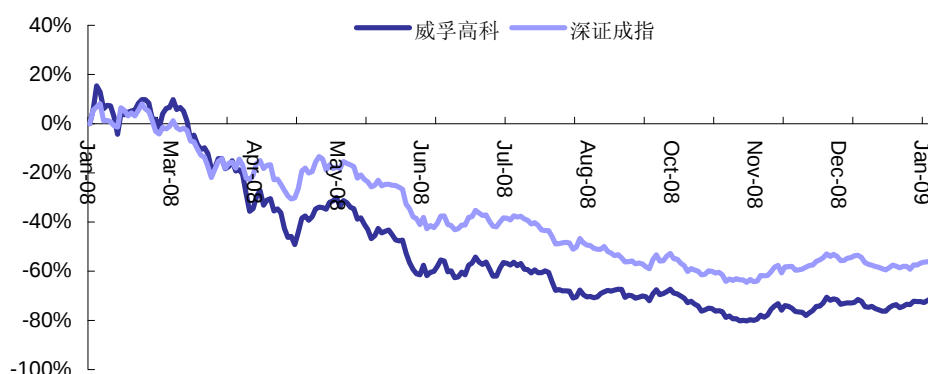
相关研究

业绩有支撑，趋势更重要

经营预测与估值	2007A	20081-3Q	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	3121.3	2523.1	3300	3500	4200
(+/-%)	16.9	2.9	5.7	6.1	22.9
归属母公司净利润(百万元)	230.4	161.2	250	256	345
(+/-%)	147.5	36.9	0	2.1	34.8
EPS(元)	0.41	0.28	0.44	0.45	0.61
P/E(倍)	15.4	22.0	15.8	15.4	11.4

- 预计 2008 年威孚每股收益将达到 0.44 元，好于市场普遍预期。由于 EGR 大规模应用的冲击，悲观估计 2009 年博世共轨系统销量将因此下降 30%，但由于国产化带来的毛利率提升，博世 DS 在 2009 年的业绩下滑预计仅为 10%，其他业务在未来 2 年都有能力维持稳定。预计 2009 年~2011 年的每股收益分别为 0.45 元、0.61 元和 1.04 元，增长恢复将从 2010 年开始。
- 我们认为国四标准大规模实施的时间很可能推迟一年，即 3.5 吨以上车型 2011 年开始在核心经济带实施，而 3.5 吨以下轻型车的执行时间将顺延到 2011 年中期，但大中客车和轻型客车将会在 2010 年率先执行。
- 威孚长期以来都有“低于预期”的特征，最重要的原因有两个方面：一是政策的摇摆不定，二是本部传统业务长期低迷的经营状况。国四阶段为威孚带来的一个重要机遇是，后处理系统业务蕴藏的巨大商机将助公司彻底实现产业升级，并有望成为公司未来支撑公司最重要的盈利增长点。
- 超预期的可能性主要来自 2 个方面：一是虽然存在 EGR 的竞争，09、10 年博世共轨产品的销售仍可能达到 40 亿~50 亿的水平；二是 2010 年开始核心经济带的中重型商用车也强制实施国四标准，目前这种可能性比较小。
- 短期内，EGR 的竞争是主要风险。此外，如果国四阶段“中国特色”的技术路线再度出现，2011 年后的成长也将无从谈起，未来的风险完全来自排放标准的政策基调。

最近 52 周股价表现



分 析 师
 姚宏光
 82492723
 yaohg@lhq.com

08 年超预期，09 年也不坏，2010 年恢复增长

2008 年博世 DS 销售了大约 45 万套的共轨系统产品，我们估计获利约 6 亿元，预计 2008 年威孚每股收益将达到 0.44 元，好于市场普遍预期。虽然 EGR 技术的大规模应用将在 2009 年对合资公司博世 DS 带来显著冲击，悲观估计 2009 年博世共轨系统的销量将因此下降 30% 左右，但由于国产化带来的毛利率提升，博世 DS 在 2009 年的业绩下滑预计仅为 10%，而其他业务在未来 2 年都有能力维持稳定。我们预测 2009 年~2011 年的每股收益分别为 0.45 元、0.61 元和 1.04 元，增长的恢复将从 2010 年开始。

本文的独到见解：

虽然国四排放标准将大幅提高商用车成本，但基于可持续发展考虑和国内外舆论压力，政府在国四排放标准的实施问题上看起来可回旋的余地不算太大。考虑到未来一年多特殊的经济环境，我们认为标准大规模实施的时间很可能推迟一年，即 3.5 吨以上车型 2011 年开始在核心经济带实施，而 3.5 吨以下轻型车的执行时间将顺延到 2011 年中期，而国三和国四油品问题的解决也基本符合这一节奏。**但我们认为主要营运于城市的大中客车和轻型客车将会在 2010 年率先执行，威孚将因此而开始获益。**

专业机构的研究和成熟经济体的实践经验都显示，达致国四以上排放标准的技术路线比较有限。就中国情况而言，共轨技术已经具备了最好的产业基础，因而将在国四排放标准阶段占据绝对优势，威孚的合资企业博世 DS 的主导地位很难受到挑战，EGR 的技术竞争可能也因此而自然消失。

威孚长期以来都有“低于预期”的特征，最重要的原因有两个方面：一是政策的摇摆不定，二是本部传统业务长期低迷的经营状况。国四阶段为威孚带来的一个重要机遇是，后处理系统业务蕴藏的巨大商机将助公司彻底实现产业升级，并有望成为公司未来支撑公司最重要的盈利增长点。

超预期的可能性存在，主要来自 2 个方面：一是虽然存在 EGR 的竞争，2009 年和 2010 年博世共轨产品的销售仍可能达到 40 亿~50 亿的水平，事实上，我们的预测水平较博世 DS 最新的销售目标（2009 年 50 亿）有 48% 的差距；二是 2010 年开始核心经济带的中重型商用车也强制实施国四标准，现在看来，这种可能性比较小。

风险因素：

最坏的结果是，市场完全倒向更便宜的 EGR 产品，博世共轨系统丧失大部分市场，将迫使我们大幅下调未来 2 年的盈利预期，对此，我们能够作出准确预测的依据比较有限。此外，在国四阶段，如果对共轨系统替代性的“中国特色”的技术路线出现，2011 年后的成长也将无从谈起。从这个意义上讲，威孚未来的风险完全来自排放标准的政策基调。

盈利预测

主要假设:

(1) 2009 年国内中重卡销量有 15% 左右下滑, 客车和轻型商用车销量维持稳定, 2010 年恢复 10% 的增长;

(2) 人民币汇率在未来两年保持稳定;

(3) 国四排放标准大中型客车和轻型客车在 2010 年按时实施, 重型商用车在核心经济带(京津、长三角和珠三角)于 2011 年启动, 轻型商用车顺延至 2012 年中期。

本部国三和国四配套业务的预测:

估计 2008 年博世最终完成了约 40 亿的共轨产品销售收入, 但威孚所获得的配套量非常有限。考虑到全球金融危机的影响及 EGR 产品的竞争, 我们预计 2009 年和 2010 年威孚能够获得的配套业务金额将分别为 6.3 亿元和 12.2 亿元(表 6)。

后处理系统, 目前一套进口 SCR 系统价格超过 6 万元, 而一套进口 DPF 也超过了 3 万元, 我们估计国产化后的后处理系统单套价格平均大幅下降至 1.5 万元左右。预计 2010 年公司将获得 4 万套客车的后处理系统业务, 2011 年业务量有望增长一倍至 8 万套。

盈利预测及过程如下:

表 1 博世共轨系统销售预测		2008E	2009E	2010E	2011E
中重型车	配套量(万台套)	35	20	25	40
	占重型柴油车产销量比	44%	29%	31%	47%
	单价(万元)	1	1	1	0.9
	销售收入(亿元)	35	20	25	36
轻型车	配套量(万台套)	10	10	15	30
	占柴油车产销量比	8%	8%	11%	20%
	单价(万元)	0.6	0.6	0.5	0.5
	销售收入(亿元)	6	6	7.5	15
合计	总销量(万台套)	45	30	40	70
	占柴油汽车产销量比	23%	15%	18%	30%
	增长率	250%	-33%	-11%	133%
	总收入(亿元)	41	26	33	51
合计	增长率		-37%	25%	57%
	平均单价(万元)	0.91	0.87	0.81	0.73

数据来源: 联合证券研究所

表 2 博世 DS 盈利预测

单位：亿元

	2008 年		2009 年		2010 年		2011 年	
	欧 II 产品	共轨	欧 II 产品	共轨	欧 II 产品	共轨	欧 II 产品	共轨
销售收入	10	40	10	26	5	33	0	51
销售成本		30.8		18.2		22.75		35.7
毛利率	30%	23%	30%	30%	30%	30%		30%
期间费用率	15%	12%	15%	15%	10%	13%		10%
净利润	1.5	4.4	1.5	3.9	1	5.53		10.2
净利率	15%	11%	15%	15%	20%	17%		20%
合计净利润		5.9		5.4		6.53		10.2

数据来源：联合证券研究所

表 3 威孚配套业务销售及盈利预测

		2009E	2010E	2011E
共轨配套	博世共轨系统制造成本（亿元）	19.6	21.1	33.2
	威孚配套占比	30%	50%	50%
	销售收入（亿元）	6.3	10.55	16.6
	销售净利率	5%	5%	5%
	净利润（亿元）	0.315	0.53	0.83
国四后处理配套	国四达标车辆（套）		4	15
	威孚配套后处理系统销量（套）		2	8
	销售收入（亿元）		3	12
	销售净利率		10%	10%
	净利润（亿元）		0.3	1.2

数据来源：联合证券研究所

表 4 威孚分部盈利预测表

单位：百万元

分部	2008 年 E		2009 年 E		2010 年 E		2011 年 E	
	盈利	贡献利润	盈利	贡献利润	盈利	贡献利润	盈利	贡献利润
本部欧二业务（100%）	-80	-80	-100	-100	-100	-100	-100	-100
共轨配套（100%）	0	0	30	32	32	32	83	83
国四后处理系统	0	0	0	0	30	30	120	120
威孚 DS（70%）	80	56	80	56	80	56	50	35
金宁（80%）	20	16	30	24	30	24	30	24
威孚力达（94.5%）	20	18.9	25	24	40	38	50	47.25
博世 DS（31.5%）	600	189	540	170	653	206	1020	321
中联电子（20%）	250	50	250	50	300	60	300	60
合计（税后）		250		256		345		591
每股收益（元）		0.44		0.45		0.61		1.04

数据来源：联合证券研究所

国四标准

环境污染的灾难性后果

能源危机和环境污染是当前社会的两大威胁。剑桥大学和麦肯锡的一致研究结果显示，从结果的可控程度看，后者所导致的不可逆的破坏甚至超过前者。已经形成的全球共识是，世界主要经济体必须为全球环境的污染控制承担相应的或更大的责任。

中国已成为全球环境污染最为严重的国家，这是经济规模快速增长和世界制造业基地的角色导致的结果。据世界卫生组织对 60 个国家 10 ~ 15 年的监测发现，全球污染最严重的 10 个城市，中国占 8 个，中国城市大气中的总悬浮微粒和二氧化碳含量是世界上最高的，全国酸雨面积已占国土资源的 30%，全国因酸雨和二氧化硫污染造成的损失每年达 1100 多亿元，并导致广泛的疾病。与此同时，中国的污染对邻国造成的影响，正在成为国际聚焦的热点。

汽车是一个流动的污染源，因为汽车采用内燃机作为动力，而燃料在内燃机中不可能完全燃烧，未燃烧的燃料或燃烧不完全的生成物，如：一氧化碳（CO）、碳氢化合物（HC）和碳烟，还有一部分燃烧过程中生成的物质，如氮氧化物（NOX）、二氧化碳（CO2）、二氧化硫（SO2）、铅氧化物等重金属氧化物、烟灰和硫化物等，都将排向大气，成为污染环境的物质。

研究表明，机动车是城市 NOX 的主要来源。

表 5 部分城市商用车污染情况统计

城市	机动车排放 NO _x 比例	重型车 NO _x 排放比例	重型柴油车 NO _x 排放比例
天津	55%	74.03%	70.81%
深圳	84.5%	70.66%	70.01%
西安	69.4%	92.06%	29.09%
乌鲁木齐	48.5%	76.06%	24.13%
成都	57%	38.55%	16.98%

数据来源：联合证券研究所

国四排放标准

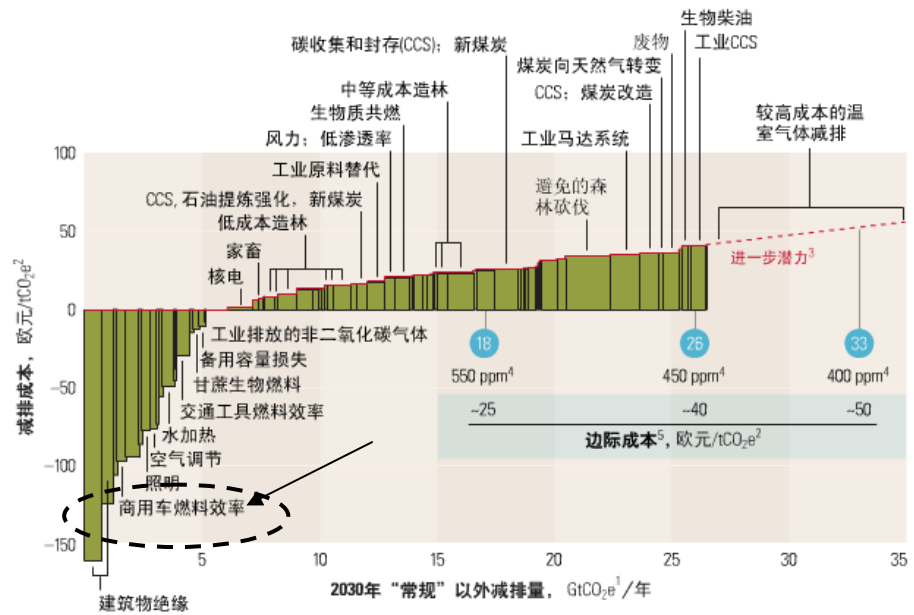
中国已经采取了日益严格的污染控制措施，这不仅仅是迫于国际和国内的舆论压力，更为重要的是，出于经济和社会可持续发展的考虑，中国在环境污染的控制问题上的回旋余地已经不算太大。

提高商用车（传统的柴油内燃机）燃烧效率和实施新型动力替代是被广泛认可的降低商用车和乘用车排放的两条最佳途径。考虑到商用车的经济性要求较高，提高其燃料效率是边际成本较小的有效减排技术，麦肯锡的减排措施全球成本曲线显示，提高商用车燃料效率的经济性在所有技术中相当靠前。

图1 McKinsey的减排措施全球成本曲线

“常规”以外的温室气体减排措施全球成本曲线：温室气体度量单位为 GtCO_2e^1

● 2030年“常规”以外所需大致减排量



¹ GtCO_2e = 10 亿二氧化碳当量吨，基于主要由全球各地区能源和交通运输日益扩大的需要以及热带森林采伐造成的温室气体排放量增长的“常规”情景。

² tCO_2e = 二氧化碳当量吨。

³成本超过每吨40欧元的减排措施不在本文重点论述范围。

⁴所有温室气体在大气的集中度换算为二氧化碳当量；ppm=百万分之一。

⁵各减排需求情景下避免排放的温室气体(每二氧化碳当量吨)边际成本。

数据来源：McKinsey，联合证券研究所

2008年7月1日，中国正式开始实施重型商用车的国三排放标准，虽然3.5吨以下轻型车比预定时间表推迟了一年，决策的果断仍然超出了大部分人的预期。

2009年1月5日，国家环保总局发布了关于实施国四排放标准的征求意见稿，主要内容是，按照国家污染物排放标准《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国III、IV阶段)》(GB18352.3-2005)和《车用压燃式、气体燃料点燃式发动机与汽车排气污染物排放限值及测量方法(中国III、IV、V阶段)》(GB17691-2005)规定，轻型汽车和重型汽车的型式核准将分别于2010年7月1日和2010年1月1日起实施上述标准的第四阶段排放控制要求；在国四标准实施前由管理部门对标准实施方案予以确认。公开征集意见时间为两个月，至2009年3月10日止，将根据征集意见的情况，研究确定国四标准的具体实施方案。

考虑到未来一年多特殊的经济环境，我们认为标准大规模实施的时间很可能推迟一年，即3.5吨以上车型在2011年开始实施，而3.5吨以下轻型车的执行时间将顺延到2011年中期，而国三和国四油品问题的解决也基本符合这一节奏。但我们认为主要营运于城市的大中客车和轻型客车将会在2010年率先执行，威孚将因此而开始获益。

石化产业振兴规划的重点：油品升级

油品不匹配一直以来被认为是实施高排放标准的瓶颈，而即将推出的石化产业振兴规划有望作出积极响应。初步获得的信息表明，加快油品升级将是本次石

化产业振兴规划的一个重点。

在规划草案中，将在 2009 年投入 600 亿元提升 6000 万吨的汽油品质，达到“国三”和“国四”标准；2010 年投入 400 亿元提升 6000 万吨柴油的品质，达到“国三”和“国四”低硫标准；资金的投入主体主要是中石油和中石化。2008 年国内汽柴油的表观消费量分别约为 6300 万吨和 1.4 亿吨，按照上述规划，将在 2010 年和 2011 年分别解决全部和 45% 的国三和国四汽柴油消费量。

国四利好共轨技术

成熟市场的经验

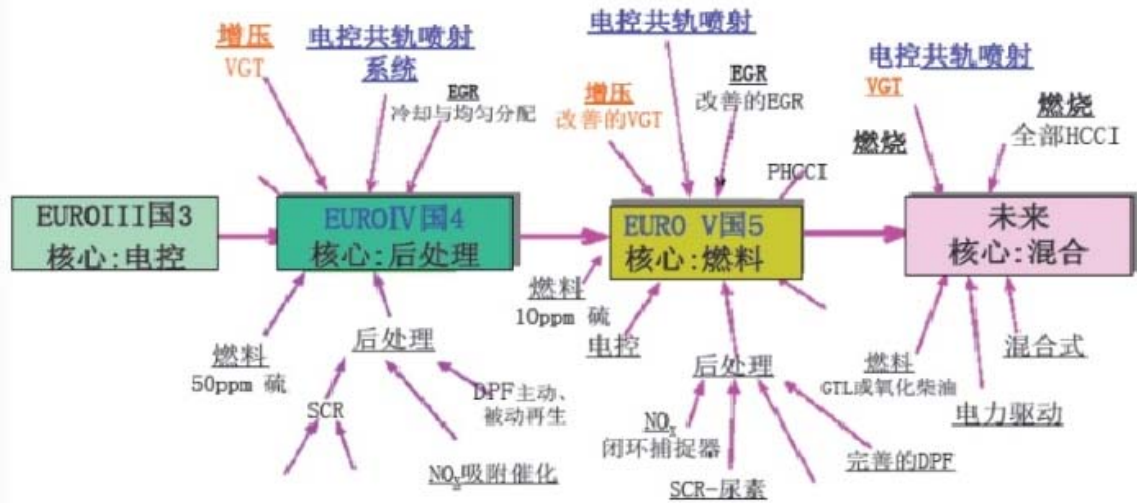
国际上排放达到欧三以上标准的技术路线主要为“电控高压共轨”、“电控单体泵”和“电控泵喷嘴”，以上三种形式最大的优点就是应用 ECU（发动机电脑）对喷油量、喷油时间进行精确控制，达到油气充分均匀混合燃烧。在中小型发动机上三种技术中最被认可的是“电控高压共轨”技术，批产能稳定达到欧三，加后处理可达欧四以上，目前已经成为行业内共识。以柴油发动机技术最为发达的欧洲为例，在 2000 年以后随着共轨技术的趋于成熟，在欧 III 阶段没有采用共轨技术的厂家大部分转向了共轨，使用这一技术的厂商超过 90%。“电控单体泵”和“电控泵喷嘴”技术也是比较成熟的达到欧三标准的技术，可以稳定地满足法规要求，更适用于大型发动机。

“机械泵+EGR”（“电调泵+EGR”）技术最早由德国曼恩公司创造，即在国 II 机械泵基础上，利用电磁铁控制机械泵做成简易电控喷油泵，外加 EGR 来达到国 III 标准。与高压共轨的电控不同，机械泵对电磁阀开启角度电控，而高压共轨对喷油量进行电控。这条线路虽然可以优化油泵的供油曲线、供油速率，但是由于喷油器的喷油压力不可调，无法实现多次缸内喷射，而且因存在联轴器也就意味着供油时间存在差别性，这些将直接导致 PM、NOx 不可能在机内通过优化燃烧来降低，虽然采用 EGR 可以大大降低 NOx 的含量，但在没有加后处理设备的情况下，发动机只是在运行状态的某一时段排放达标，而全工况 EGR 发动机会导致 PM 排放超标（尤其是中国目前的高硫柴油），同时还会导致发动机的耐用度和机油更换周期变差。而随着国 IV 标准后 OBD（车载诊断系统）或 OBM（车载测量系统）的安装，对无法实现全工况达标的发动机将是致命冲击。

研究表明，“电调泵+EGR”技术由于喷射压力的不足，批量生产达到稳定的欧三标准比较困难。有关机构进一步的实验室结果表明，如果做到在欧 III 批产中实现生产的一致性（可能可以达到），“电调泵+EGR”技术成本相对前述三个主流途径完全不具备成本优势，而欧四阶段的燃油喷射系统技术，“电调泵+EGR”技术几乎没有看到应用的实例。

从国际上发动机技术的发展路线来看，“电调泵+EGR”技术实质上是绕过达到国 III 排放的核心技术——电控，用后处理技术来弥补，在国 IV 阶段需要机内净化和机外净化双管齐下，电控技术作为机内净化的必然手段再度绕过的可能性几乎不存在。

图 2 柴油发动机排放升级的主要路径



数据来源: 联合证券研究所

中国商用车市场的选择: 共轨具有更好的产业界认同基础

到目前为止, 国内的柴油发动机企业大部分采用了以“电控+高压共轨”为主的技术路线, 包括潍柴、上柴、玉柴、朝柴、康明斯、锡柴、大柴等主流发动机企业。除中国重汽外, 独立发动机生产企业和整车生产企业均看好共轨技术的长期前景并投入巨资进行了相应的技术改造。包括一汽集团、东风集团在内, 业内广泛一致的看法是, 从技术潮流的方向以及根本上提升中国商用车未来竞争力的角度看, 共轨技术具有更好的产业前景。

近期, 这些企业也获得了“电调泵+EGR”产品的生产许可, 这可能导致“电调泵+EGR”的产品在国三排放阶段的市场份额迅速上升, 但并不意味着“电调泵+EGR”在产业界已得到广泛的认同。

国四将进一步强化共轨技术的主导地位

关于技术路线的争论最终只能由“标准”给出结论, 其中政府对“标准”的执行力度尤为重要。我们仍然认为, 随着排放标准的持续提高, 燃油喷射系统的技术路线的集中度也将提高, 国四排放标准的实施将进一步强化共轨技术的主导地位。理由是: 1) 技术的成熟性; 2) 国际市场的成熟经验; 3) 国内产业界更高的认同度 4) 共轨系统在国内市场已经建立的雄厚的市场基础; 5) 政府更为严格的“标准”监管力度。

共轨市场的竞争

日本电装在常州投资 5840 万美元生产面向重型柴油发动机的共轨燃料喷射系统, 预计 2009 年 7 月开始投入生产, 2012 年的年销售额目标约为 1.5 亿美元, 基本可满足中国重汽的配套需求。康明斯在中国也有自己的共轨系统生产线, 但其中关键配件主要向博世采购。到目前为止, 居世界第二的共轨系统生产商西门子并未宣布在中国的相关投资计划, 这可能反映了西门子对中国政府所支持的技术发展方向仍疑虑重重。除中国重汽外, 绝大部分的发动机和商用车生产企业均完成了与博世共轨系统的匹配。

共轨系统的特性决定了与下游发动机主机厂配套关系的稳固。共轨系统要求发动机再设计并融合电控技术，每款发动机都要进行复杂的匹配实验和改进，这不仅需要大量的资金投入且耗时长久，因此，一旦配套关系确定，意味着双方的合作关系将十分稳固。

共轨产品在后续维护过程中对生产厂商的高度依赖也是博世 DS 在中国市场确立竞争优势地位的重要因素。由于产品技术的复杂性和独特性，后续的维护工作必须由提供共轨产品的生产厂商直接负责，这意味着，国产化了的博世产品在售后服务方面将拥有先天优势，而这也是竞争对手的最大短板，我们认为，未来 3-5 年内博世 DS 在中国市场的优势地位将相当稳固。

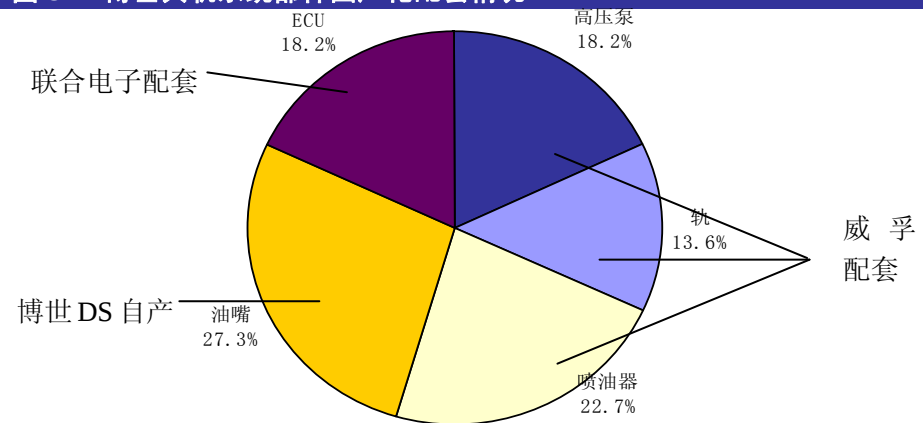
威孚的利益系于博世的国产化，国四阶段受益巨大

博世的国产化策略

博世共轨系统主要部件的国产化仅仅是时间问题，这是基于其成本竞争力、售后服务的必需和与主机厂新产品一致性研发的要求，此外，博世也需要通过国产化的途径来树立其本土企业形象，从而持续改善与社会及政府的公共关系。

博世共轨系统的国产化配套主要由威孚、联合电子和合资公司博世 DS 承担，威孚本部为此已投入资金总额将达到 3 亿元。截至 2008 年末，威孚已获得了重型和轻型高压泵、喷油器壳体的认证，两部件在共轨系统中的制造成本占比超过 30%，预计 2009 年底还将进一步获得轨的配套资格。

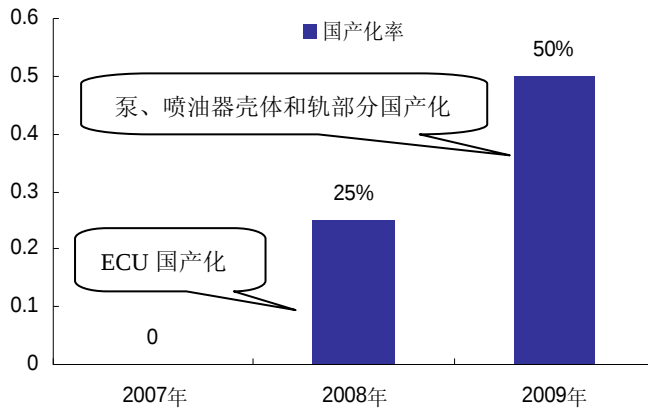
图 3 博世共轨系统部件国产化配套情况



数据来源：联合证券研究所

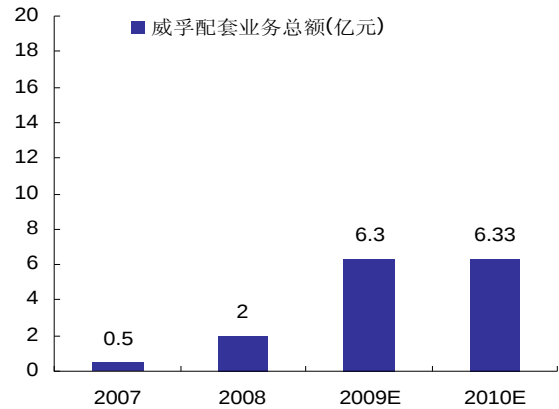
威孚本部及其控股子公司将因排放标准的升级而逐渐丧失其传统的欧 II 机械泵业务市场，前景并不被看好。为博世 DS 的配套业务将使威孚实现产业升级，长期分享中国燃油喷射系统的成长。配套业务的成长关系的另一重要意义是，可有效控制合资公司博世 DS 向其总部转移利润的风险，并使博世 DS 由初级产品组装基地变为真正的深度制造中心。

图4 共轨产品四大件国产化率进程



数据来源：联合证券研究所主观预测

图5 为博世共轨系统配套业务销售收入预测



国四后处理系统——本部未来的支柱产业

从国III到国IV阶段，由于柴油发动机机内净化的提高已经非常有限，因此尾气后处理技术是必不可少的一条有效路径，目前主要分为欧洲路线的SCR（选择性催化还原）和美国路线的EGR+DOC+DPF（冷却式废气再循环+氧化催化转换器+微粒捕捉器）。

SCR技术能够使发动机的油耗特性曲线改善4%-6%，但初始成本高（远高于EGR的初始成本），同时尿素如何解决仍是问题，预计尿素消耗约占燃料消耗的5%。EGR+DOC+DPF技术对油品要求很高，最低只能使用欧IV标准的燃油，同时油耗将提高超过2%，但其最大的好处是初始成本较低。

表6 柴油车的PM/NOX削减潜力

主要排放物净化能力	
DPF	90% PM, >90 Toxic HC, 尤其是含碳颗粒
DOC	25~50% PM, 老旧车>50% Smoke
SCR	90% NOx, 50~90% HC, 30%~50% PM
EGR	40% NOx

数据来源：联合证券研究所

国内生产厂商掌握DOC产品技术已有10年之久，经过多年积累，在产品质量、耐久性等问题上均有显著进步。目前国内3升以下的DOC产品的价格范围是1000到2000元，针对12升发动机的DOC价格范围是5000到6000元，而韩国针对3升以下车辆的同类产品单价也要1000美元。DPF进口产品价格约7000美元，目前国内仅有威孚力达等极少数企业宣称已掌握该项核心技术，预计国产化后的销售价格可以下探到1.5万元左右。下表是国内相关企业情况比较，资料为早期所得，与当前情况可能有较大出入。

表 7 目前国内柴油车机外净化装置的提供商

主要厂商	产品	说明
威孚力达	DOC,DPF	催化剂和陶瓷滤芯自产
桂林凯利特	DOC	催化剂自产
昆明贵金属	催化剂	
广东金煌	DOC	芬兰 Kemira 在意大利
背景力创	DOC、DPF	使用的是 Russia 的催化剂
西安康明斯	DOC、DPF	
张家口百通环保科技有限公司	SCR	

数据来源：联合证券研究所

公司下属威孚力达是国内最大的尾气净化器生产企业，在商用车用后处理系统研发方面的研究也处于国内领先地位。依照目前与博世的初步协议，未来国四阶段的后处理装置部分将主要由威孚配套，这种捆绑式配套销售策略也将使得威孚后处理系统业务具有天然的竞争优势。不同于共轨系统部件配套业务的是，掌握完全自主知识产权的后处理产品预计将会为威孚带来更为丰厚的回报。

2009 年与行业共度难关

由于经济增长大幅放缓导致的行业景气下滑和 EGR 的竞争，公司欧 II 业务和博世 DS 共轨系统业务都将受到较大冲击，2009 年销售和盈利状况预计将有下滑。EGR 技术的大规模应用将在 2009 年对合资公司博世 DS 带来显著冲击，我们估计 2009 年博世共轨系统的销量将因此下降 30% 左右。但来自 3 个方面的因素有助于公司减轻行业景气下滑带来的压力：博世 DS 国产化带来的毛利率提升；为博世共轨系统的配套业务将逐步规模化；轻型商用车将在 7 月 1 日后正式实施国三标准。

国内轻型商用车国三标准的实现预计将采用两条途径：一是共轨路径；二是电控化 VE 泵，即将目前通用的 VE 泵加以电控化，优点是成本较低，缺点是未来进一步提升排放标准的难度较大。我们估计高端轻型车将主要采用前者，而中低端轻型车将主要采用后者。威孚是国内 VE 泵的主要生产者，市场占有率接近 80%，因此，对威孚而言，两种技术路线均显著惠及威孚。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。