

威孚高科 000581.SZ

被错杀的灰马

研究结论

- **博世汽柴 (RBCD) 的成长性无忧。**国 III 排放标准实施后, EGR 重型柴油机产品、电控 VE 泵柴油机、电控单体泵、电控组合泵柴油机产品相继获得生产目录。市场普遍认为, RBCD 的高压共轨业务将受到严重的冲击, 但是实际的情况远远没有市场想像的那样糟糕。在重型柴油机领域, 经过 1 年多的实际使用, 采用高压共轨技术的发动机在运行稳定性、燃油经济性方面的出色表现已经获得终端用户的认可, 此前用户普遍担心的国内较差的柴油品质将对高压共轨发动机的稳定性产生严重的影响的局面并没有出现。由于公路货运和公路客运行业的终端用户特别重视发动机的运行稳定性和燃油经济性, 而高压共轨发动机在这两个方面表现得非常出色, 因此, 公路货运和公路客运行业的用户倾向于使用搭载高压共轨发动机的车辆。在 EGR 重型柴油机的“冲击下”, 预计 09 年 RBCD 的市场份额依然能维持在 50%~60% 之间。在轻型柴油机领域, 面对电控 VE 泵技术、电控单体泵技术和电控组合泵技术的竞争, RBCD 的高压共轨技术依然牢牢占据着高端轻型柴油机市场, 预计 09 年 RBCD 在轻型柴油机市场上的份额可达到 25% 以上。在国 III 排放标准阶段, RBCD 的成长性将主要取决于商用车产品市场的成长性; 当排放标准升级到国 IV 之后, RBCD 的竞争优势变得更加明显, 市场份额将再上一个台阶。
- **RBCD 的盈利能力有望维持稳定。**面对来自各种技术流派产品的竞争, RBCD 不得不降低产品售价来确保自己的市场份额。为了维持自身的盈利水平, RBCD 大力推进高压共轨系统的国产化工作。其中, 重型柴油机用共轨系统的喷油器已经实现了本土化生产, 高压泵的 CKD 组装已经在威孚汽柴展开, 油轨的国产化已经排上议事日程; 轻型柴油机用高压共轨系统的国产化工作也已经开始。RBCD 大力推进的国产化将克服产品降价的不利影响, 将公司的综合净利润率维持在 10% 以上的水平。
- **公司本部及子公司短期受到的影响有限, 长期前景可观。**国 III 标准实施并没有对公司本部及子公司造成毁灭性的打击: 本部、威孚汽柴和威孚金宁的国 III 泵产品、喷油器产品已经批量投放市场, 由于市场需求的多样性, 公司本部及子公司的国 II 产品依然畅销。公司本部和子公司的业绩将取决于商用车市场的景气程度; 威孚汽柴可以通过为 RBCD 供应高压油泵业务以及经营从 RBCD 购买的 P 型喷油器业务来抵消 PS7100 销量下滑造成的不利影响; 当排放标准升级到国 IV 阶段, 威孚力达有望成为第二个 RBCD。
- **投资评级。**预计 09 年、10 年公司 EPS 为 0.55 元、0.80 元, 对应 09 年、10 年动态市盈率为 18.52 倍、12.71 倍, 继续维持对公司买入的投资评级。
- **风险因素。**1) 商用车产品销量低于预期; 2) 原材料价格上涨速度超出预期。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

汽车行业高级分析师
8621-63325888 × 6097
qinxuwen@orientsec.com.cn

周凤武

机械行业资深分析师
8621-63325888 × 6100
zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 8 月 28 日) 10.22 元
目标价格 (6 个月) 16.00 元
总股本/A 股 (万股) 56728/56728
国家/地区 中国
行业 汽车零部件
报告日期 2009 年 8 月 31 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	(14.85)	3.55	65.85
相对表现 (%)	0.27	(14.72)	35.38

财务预测

(百万元)	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	3121.34	3033.29	2952.78	3812.27
税前利润	283.11	215.69	391.76	599.49
归属母公司净利润	230.43	193.42	313.02	456.06
EBITDA	431.80	216.76	319.15	403.75
每股收益(元)	0.41	0.34	0.55	0.80
净资产收益率	10.13%	7.58%	11.22%	15.21%
每股经营现金(元)	0.33	1.43	0.57	0.29
市盈率(X)	12.31	29.97	18.52	12.71
EV/EBITDA	26.26	14.05	17.24	12.74

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

正文目录

1、公司简介	4
2、公司主要利润来源	5
3、主要下游行业成长性分析	6
3.1、商用车市场进入稳定增长的阶段	6
3.2、乘用车行业仍处在快速成长期	7
4、公司商用车板块业务分析	9
4.1、博世汽柴：（RBCD）成长性无忧	9
4.2、公司本部：完全有能力应对排放标准的升级	10
4.3、威孚汽柴：东方不亮西方亮	11
4.4、威孚金宁：国 III 排放标准的直接受益者	11
5、公司乘用车业务板块分析	11
5.1、中联汽车电子：充分受益于乘用车市场的繁荣	11
5.2、威孚力达：公司未来的第二个 RBCD	12
6、公司盈利成长性展望	12
7、盈利预测及假设	12
8、投资评级	13
9、风险因素	13

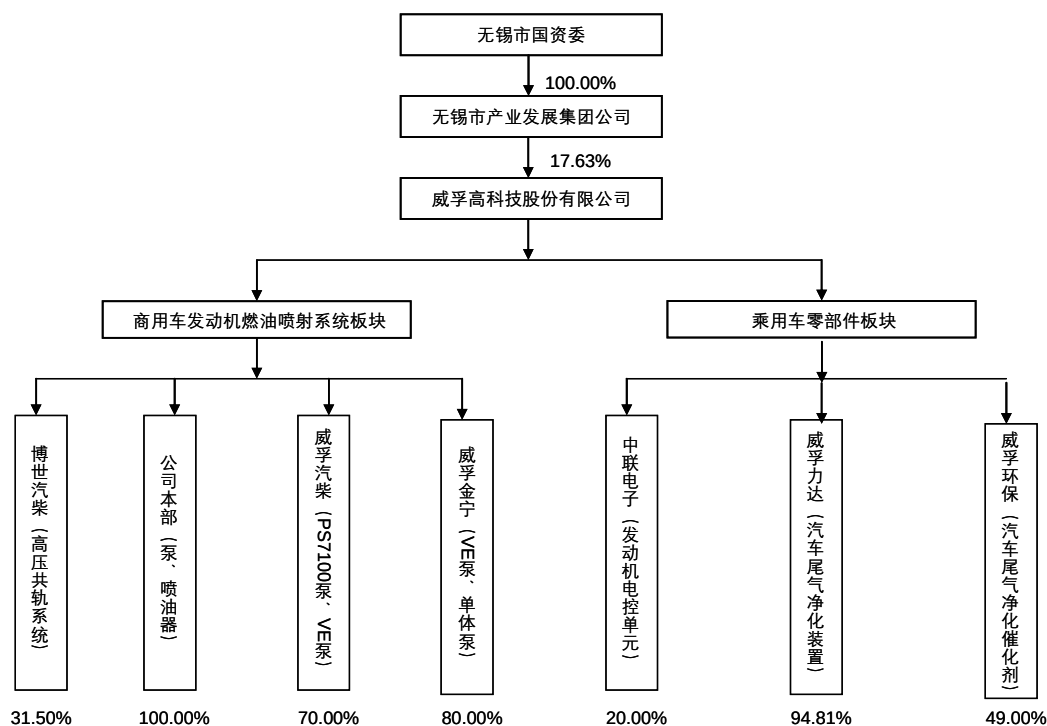
图表目录

图 1 公司的业务结构及股权关系	4
图 2 2007 年公司的利润来源构成	6
图 3 2008 年公司的利润来源构成	6
图 4 重卡产品销量及增速变化趋势及预测	7
图 5 中卡产品销量及增速变化趋势及预测	7
图 6 轻卡产品销量增速变动趋势及预测	7
图 7 08 年全球主要汽车市场乘用车千人保有量(辆)对比	8
图 8 主要省份 09 年上半年乘用车累计销量及同比增速对比	8
图 9 乘用车产品销量及增速变动趋势及预测	8
表 1 公司各个业务单元的产品及应用领域	5
表 2 不同技术路线由国 III 升级到国 IV 时产品变化及成本变化对比	10
表 3 公司本部及控股子公司销售收入预测	12
表 4 公司分部盈利预测	13
附表：财务报表预测	14

1、公司简介

无锡威孚高科技股份有限公司（以下简称公司）的业务领域集中在商用车柴油发动机燃油喷射系统和乘用车零部件板块两大产品领域。在商用车柴油发动机燃油喷射系统业务领域，公司已经成为国内最大的燃油喷射系统制造商，主要产品包括喷油泵、喷油器和喷油器维修配件（三对偶件），产品广泛使用于各档功率的柴油发动机，综合市场份额稳定在 50%左右。公司的合营企业无锡博世汽车柴油系统有限公司，是国内最大的柴油发动机高压共轨系统制造商；在乘用车零部件业务领域，公司的控股、参股公司在汽车发动机电控单元、汽车尾气净化产品领域，拥有垄断地位或具备较强的市场竞争力。

图 1 公司的业务结构及股权关系



数据来源：公司财报 东方证券研究所

表 1 公司各个业务单元的产品及应用领域

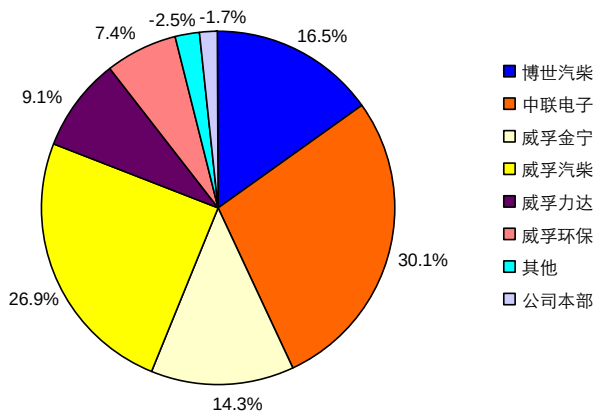
	业务单位	主要产品	排放标准	下游应用领域	最终应用领域
商用车柴油机燃油喷射系统业务板块	公司本部	PW2000	国 III、国 II	大功率柴油机	中重型卡车、大中型客车
		PW 泵	国 II、国 I	中等功率柴油机	准重卡、工程机械
		A 型泵	-	中等功率柴油机	工程机械
		I 型泵	国 II、国 I	中小功率柴油机	轻型卡车、低速货车
		喷油器及维修配件	国 III 及以下	各种功率柴油机	各种功率段柴油机 OEM、售后市场
	威孚汽柴	高压共轨系统用高压泵	国 IV、国 III	大功率柴油机	中重型卡车、大中型客车
		PS7100	国 II	大功率柴油机	中重型卡车、大中型客车
		VE 泵	国 II	中小功率柴油机	中小型客车、中高端轻卡
		P 型喷油器	国 II	中大功率柴油机	中重型卡车、大中型客车
	威孚金宁	VE 泵	国 III、国 II	中小功率柴油机	中小型客车、中高端轻卡
		单体泵	-	小功率柴油机	农用机械
	博世汽柴	高压共轨系统	国 IV、国 III	各种汽车用柴油机	卡车、客车
乘用车零部件业务板块	中联电子	汽车发动机电控单元	-	汽油发动机	乘用车
	威孚力达	汽车尾气净化器	国 IV、国 III	汽油发动机	乘用车
	威孚环保	汽车尾气净化器用催化剂	国 IV、国 III	汽油发动机	乘用车

数据来源：公司财报 东方证券研究所

2、公司主要利润来源

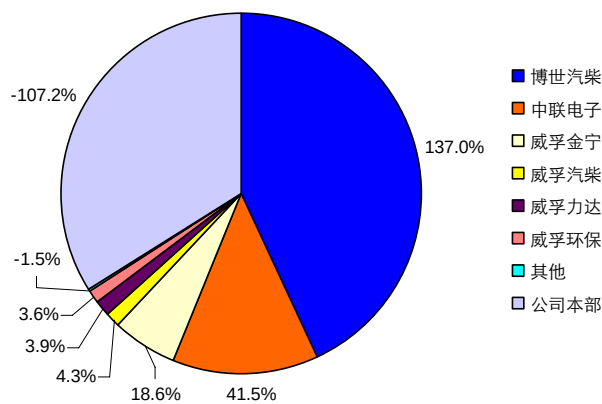
按照 08 年的数据，公司的主要利润来源是博世汽柴、中联电子和威孚金宁。由于大规模的资产减记，08 年公司本部亏损约 2.1 亿元，威孚汽柴的盈利水平比 07 年下降 86.7%，威孚力达的盈利水平比 07 年下降 64.1%。按照历史数据，公司的利润主要由博世汽柴、中联电子、威孚汽柴、威孚金宁和威孚力达贡献。如果商用车国 IV 排放标准执行，威孚力达和威孚环保贡献的利润比重将快速提升。

图 2 2007 年公司的利润来源构成



资料来源：CEIC 东方证券研究所

图 3 2008 年公司的利润来源构成



资料来源：公司财务报表 东方证券研究所

3、主要下游行业成长性分析

3.1、商用车市场进入稳定增长的阶段

宏观经济的高度景气，制造业的繁荣，基础设施及房屋建设市场的兴旺，为重卡产品销量的增长注入强大的驱动力，而宏观经济调控、汽车信贷政策、治理超载、计重收费和排放标准升级等行业相关政策，和行业增长的驱动力一起，促使重卡产品市场的成长呈现巨大的波动性；09 年年初开始执行的燃油税政策、国家庞大的基础设施建设投资，对于重卡行业而言则扮演了“救世主”的角色，预计 09 年重卡销量下滑在 5% 以内；随着国内宏观经济的转暖、出口市场的逐步复苏，基础设施建设及房屋建设市场的持续兴旺，在养路费取消的刺激下，重卡行业未来三年依然能实现增长，但是增长的波动性将明显减弱。

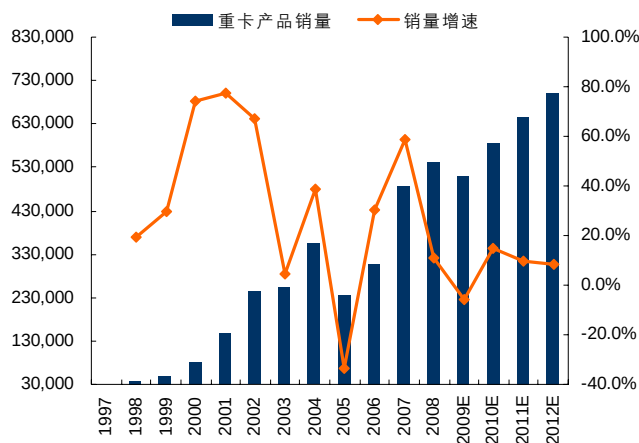
在相当长的历史时期，国内的卡车行业的格局是“缺重少轻”，中卡产品在运输行业扮演着万金油的角色。重卡、轻卡产品在上个世纪 90 年代引入中国，销量快速增长。由于重卡产品和轻卡产品对中卡产品市场的蚕食，中卡产品增长乏力；而养路费取消后，短途公路货运市场开始青睐核载总质量更高的中卡产品，将拉动中卡产品市场重回稳定增长之路。

轻卡产品在经历了进入 2000 年以来几年的高速增长，近年来销量增速趋于稳定。由于应用领域非常广泛，导致了轻卡行业的成长性和宏观经济景气程度相对较弱。养路费的取消直接促成了 09 年轻卡行业的高度景气，汽车下乡政策对 09 年轻卡行业的复苏几乎没有起到作用。我们认为，养路费的取消和购车直接补贴政策将继续驱动轻卡行业保持稳定增长的态势，而且这种增长的态势将在相当长的时间里获得持续，增长的空间在于轻卡产品对三轮农用车和四轮车的替代而产生的巨大空间。

制造业的繁荣带动外出打工的农民在东西部大规模流动，而铁路客运能力相对不足；旅游市场的繁荣，带动了中短途的旅游客运需求；全国大中城市的公交系统改革加快了车辆的更新速度。上述因素驱动大中型客车行业维持了较长的景气时间。但是，随着铁路客运专线陆续投入使用，铁路客运列车运行速度和发车频次大幅度提高，公路客运和部分旅游客运受到铁路快速客运的明显替代，因而来自公路客运和旅游客运行业的大中型客车需求增长受到明显的抑制，未来的快速增长则寄希望

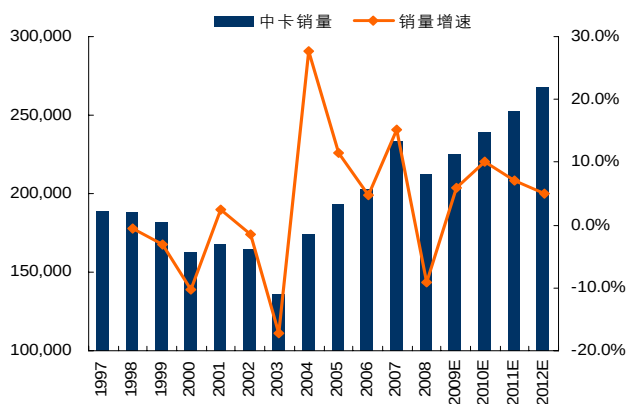
于海外市场的强劲复苏；公交车的需求则因为政府补贴的原因仍将保持增长的态势；作为铁路客运的补充，中小型客车产品需求仍将保持稳定增长的态势。

图 4 重卡产品销量及增速变化趋势及预测



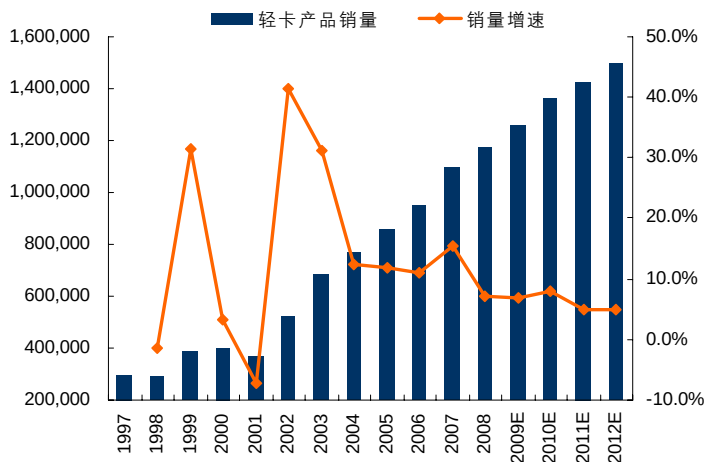
资料来源：CEIC 东方证券研究所

图 5 中卡产品销量及增速变化趋势及预测



资料来源：公司财务报表 东方证券研究所

图 6 轻卡产品销量增速变动趋势及预测

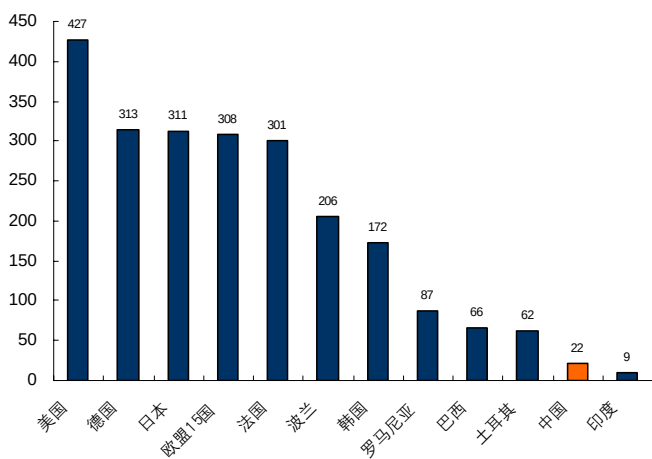


数据来源：中国汽车工业协会产销快讯 东方证券研究所

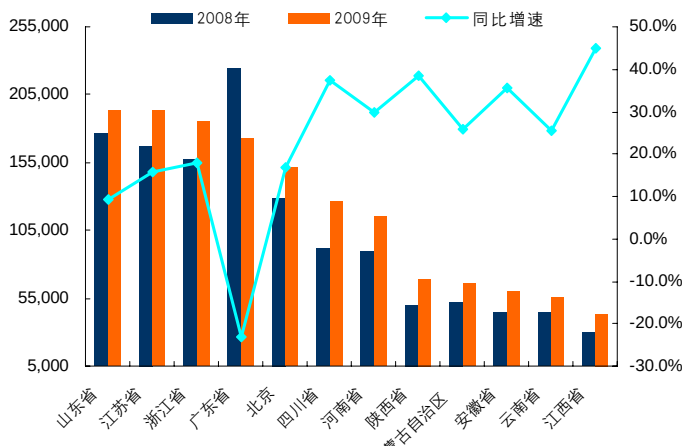
3.2、乘用车行业仍处在快速成长期

08 年的股市暴跌和受世界金融危机拖累的宏观经济形势，打压了消费者购车的热情，国内乘用车市场景气程度迅速下降。但是中国消费者主要依靠储蓄购车（使用贷款购车的消费者在全国范围内不到 15%），金融危机并没有摧毁中国消费者的购车能力。因此，当 09 年年初，鼓励乘用车消费的政策迅速点燃了消费者的购车热情，乘用车产品市场的景气程度迅速恢复。

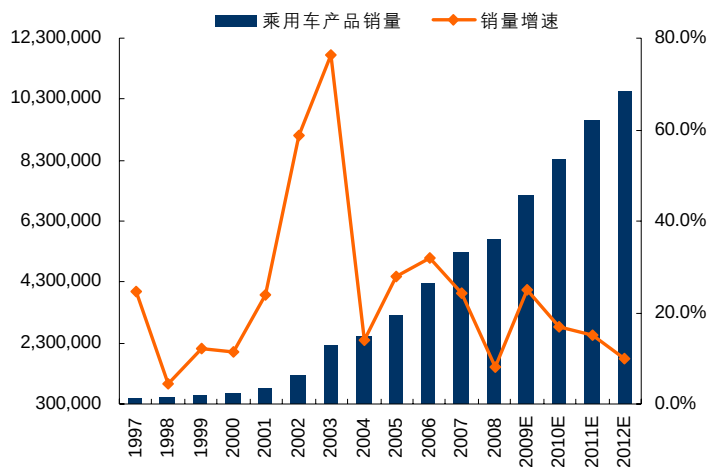
当前阶段，乘用车产品在国内不仅仅是简单的交通工具，而且是生活品质提升、经济实力和社会阶层的标志，是不折不扣的符号商品。因此，和汽车市场比较成熟的发达国家相比，在保有量相当低的市场条件下，只要宏观经济持续向好，乘用车产品市场仍将保持快速增长的态势。尤其是国内三、四线的中小城市，对乘用车的消费热情空前高涨，来自这些地区的需求的快速释放，驱动经济型轿车的产品销量快速增长，而北京、上海、广州和深圳等中心城市，以及省会城市，由于乘用车产品进入家庭的时间相对较早，这些城市的换车需求将推动中高级轿车产品保持较高的销量增速。

图 7 08 年全球主要汽车市场乘用车千人保有量(辆)对比


资料来源：法国汽车制造业协会 东方证券研究所

图 8 主要省份 09 年上半年乘用车累计销量及同比增速对比


资料来源：公司财务报表 东方证券研究所

图 9 乘用车产品销量及增速变动趋势及预测


数据来源：中国汽车工业协会产销快讯 东方证券研究所

4、公司商用车板块业务分析

4.1、博世汽柴：（RBCD）成长性无忧

4.1.1、EGR 对 RBCD 的中重型柴油机高压共轨系统业务的影响有限

RBCD 的主要业务是柴油机燃油喷射系统，主要的产品是各种功率的柴油机用高压共轨系统，目前已经实现部分零部件国产化的高压共轨系统主要用在中、大功率柴油机产品上，轻型柴油机上使用的高压共轨系统则从国外直接进口，目前已经着手进行国产化的工作。

市场普遍担心，在商用车排放标准升级到国 III 阶段之后，采用 EGR 技术路线的柴油机产品获得生产目录，将对 RBCD 的高压共轨业务产生非常严重的冲击。理由在于：装配 EGR 发动机的重卡产品比装配高压共轨系统发动机的重卡价格上有竞争力；EGR 发动机更加适合中国的柴油品质；EGR 发动机维修便捷、成本低。在 EGR 重卡的冲击下，高压共轨重卡产品的市场空间受到严重压缩。

通过对长春、唐山、北京、上海和武汉等地的大型物流公司、长途客运公司和重卡运输户的实地调研，我们发现重卡、大中型客车的终端用户近期在采购车辆时，并不是一边倒的选用搭载 EGR 发动机的重卡或大中型客车。长途公路货运和客运行业的终端用户倾向于采购使用采购高压共轨技术的车辆，而土建施工及运输行业则倾向于采购使用 EGR 技术的重卡产品。

根据终端用户 1 年多的实际使用情况看，高压共轨发动机的优点在于：发动机运行稳定，故障率低，高速工况时油耗低，缺点在于发动机的油门响应速度慢。国内相对较差的柴油品质并没有对高压共轨发动机造成实质性的影响，反而，较高的含硫量对发动机喷油泵的稳定运行起到了正向作用：成为喷油泵的润滑剂。较差的柴油品质并没有影响高压共轨发动机的运行稳定性，而是影响到了汽车尾气中有害物质的浓度。由于长途公路货运和客运行业对车辆的运行稳定性和燃油经济性非常重视，装配高压共轨发动机的车辆能较好的满足这两个行业的要求，因此倾向于购买搭载高压共轨发动机的车辆。

外置式 EGR 发动机的优点在于：产品成本低，低速工况动力强劲，如果喷油泵经过改进，运行稳定性好。土建施工及运输行业的终端客户对新车的使用年限一般都很短（1~2 年），因此非常关注整车的采购成本，并关注车辆在低速工况时的动力性能。因此，土建施工及运输行业的终端用户倾向于购买搭载 EGR 发动机的重卡产品。

总之，实施国 III 排放标准后，终端客户并没有像此前市场普遍预期的那样，一边倒的购买搭载 EGR 发动机的车辆，而是根据需要选择最适合自己的产品。根据我们的估算，09 年，RBCD 在重型柴油机市场上的份额大约在 50%~60%之间，在搭载高压共轨的重型柴油机市场上，RBCD 基本上处于垄断地位，美国德尔福、日本电装和德国西门子的市场份额很少。在国 IV 标准实施之前，RBCD 的产品销量主要取决于长途公路货运及客运行业的整车需求的旺盛程度。

4.1.2、RBCD 的中重型柴油机高压共轨系统业务前途光明

根据我们从内燃机协会了解到的信息，在 2010 年全国范围内如期实施国 IV 排放标准的概率不是很大。但是一旦实施国 IV 排放标准，并在全国范围内严格执行，则对 RBCD 相当有利。理论上讲，目前，国内主流柴油机制造商达到国 III 排放标准所采用的技术如高压共轨、电控直列泵+EGR、电控单体泵技术，通过加大喷油泵的喷射压力，并增加尾气处理系统都可以达到国 IV 排放标准。但是，升级过程中碰到的技术问题和升级后的产品成本却有显著差异。高压共轨系统的关键部件喷油器、喷油泵和油轨本身就具备由国 III 升级到国 IV 的技术潜力，不需要做硬件上的升级，只是在整车环节加装 SCR（尿素选择性还原）；电控直列泵+EGR 方案升级到国 IV 除了需要在整车环节加装 DPF（颗粒捕捉器）之外，喷油泵必须大幅度提高喷射压力，从而需要重新优化设计，就整

个方案而言，整车成本和采用高压共轨+SCR 方案的整车相比已经没有任何优势可言；电控单体泵和电控组合泵升级到国 IV 只需要在整车环节加装 SCR，整车环节成本上升幅度和高压共轨方案升到国 IV 阶段的成本上升幅度相当。但是制造电控单体泵和电控组合泵的国内厂商始终没有实现稳定的大批量生产，国内主流的柴油发动机厂商无法将这两个技术路线作为主要推广的方案。所以，当排放标准由国 III 升级到国 IV 时，高压共轨+SCR 将是最主要的解决方案。

表 2 不同技术路线由国 III 升级到国 IV 时产品变化及成本变化对比

技术路线	国 III 升级到国 IV 需要的改动		整车成本变化幅度
	发动机	整车	
高压共轨	发动机及高压共轨系统不需要做改动	尾气处理系统加装 SCR	相对低
电控直列泵+EGR	喷油泵需要重新设计，提高喷射压力	尾气处理系统加装 DPF	相对高
电控单体泵	发动机及电控单体泵不需要做改动	尾气处理系统加装 SCR	相对低
电控泵喷嘴	发动机及电控组合泵不需要做改动	尾气处理系统加装 SCR	相对低

数据来源：东方证券研究所

4.1.3、轻型柴油机用高压共轨系统有望成为 RBCD 新的盈利增长极

目前，中小功率的轻型柴油机达到国 III 排放标准的技术路线主要有：电控 VE 泵、电控组合泵和高压共轨三种技术路线。其中，高端轻卡产品、高端商务客车（福特全顺、南京依维柯）、SUV 产品等整车车型的发动机采用高压共轨系统达到国 III 排放标准，而中端轻卡、轻型客车的发动机一般采用电控 VE 泵达到国 III 排放标准；低端轻卡的发动机一般采用电控组合泵达到国 III 排放标准。08 年，RBCD 以原装进口的形式在国内销售了大约 10 万套轻型柴油机用高压共轨系统，预计 09 的销量可达 15 万套左右，市场份额接近 25%。由于没有进行国产化生产，轻型柴油机用共轨系统为 RBCD 贡献的盈利有限。迫于竞争压力，RBCD 已经着手进行轻型柴油机用高压共轨系统的国产化工作，预计在 2010 年实现部分零部件国产化，产品的盈利水平将获得提升；同时，由于国产化带来的销售价格的下降，市场份额有望获得提升，有利于该产品成为 EBCD 新的盈利增长极。

4.1.4、RBCD 的高压共轨系统单位毛利有望保持稳定

RBCD 的各种功率柴油机高压共轨系统都面临竞争产品的竞争压力，因此产品价格不可避免的下降。为了维持产品的盈利水平和市场竞争力，RBCD 不遗余力的推进产品的国产化进程。其中，中重型柴油机用高压共轨系统的喷油器、电控单元已经实现了国产化生产；高压泵已经在威孚汽柴实现了 CKD 组装，长期目标是实现本土化加工制造；高压油轨的国产化工作计划在威孚汽柴实施；轻型柴油机用高压共轨系统有望在 2010 年部分实现国产化。国产化工作的推进，有利于保持 RBCD 产品的市场竞争力，并维持相对较高的毛利水平。

4.2、公司本部：完全有能力应对排放标准的升级

公司本部的业务主要是各种功率柴油机用喷油泵、喷油器和喷油器维修配件。市场普遍认为，排放标准升级到国 III 之后，公司本部的营收状况将一落千丈。但是，实际的情况并没有市场相像的那样糟糕。08 年，公司本部亏损大约 2.1 亿元，主要是由于公司大规模进行资产减记和加大无形资产摊销力度造成的。排放标准升级到国 III 之后，本部拥有满足国 III 排放标准的喷油泵、喷油器产品。下游客户如果需要满足国 III 标准的产品，公司本部完全可以提供；况且，由于国 III 排放标准

在全国各地贯彻执行的严格程度不尽相同，因此，国 III 排放标准以下的喷油泵和喷油器产品的市场需求依然旺盛。我们认为，公司本部业务的营收状况受国 III 标准的影响非常有限，同时，本部的各个产品在相应的产品市场领域的市场份额稳定在行业前两名的位置，所以，长期来看，本部的营收状况主要取决于卡车和客车市场的景气程度。我们预计，公司本部 09 年就可以实现盈利。

4.3、威孚汽柴：东方不亮西方亮

在国 III 排放标准实施之前，该公司的主要业务是组装 RBCD 授权的 PS7100 泵和机械式 VE 泵。PS7100 主要用在国 II 排放标准的中重型柴油机上，机械式 VE 泵则主要用在国 II 排放标准的轻型柴油机上。这两种泵使用 RBCD 的产品品牌，产品性能优异，但是售价较高。

实施国 III 排放标准之后，由于售价较高，PS7100 泵用在 EGR 中重型柴油机上会进一步提升发动机的产品成本，同时又无法在高压共轨系统上使用。考虑到 PS7100 依然可以在不需要达到国 III 标准的发动机上使用，相当多的地区排放法规执行得不够严格，我们预计 09 年 PS7100 的销量将下降 50% 左右。

该公司的机械式 VE 泵主要用在国 II 排放标准的高端轻卡和高端商务客车上，升级到国 III 标准之后，由于这些车型主要应用在中心城市，排放法规执行严格，并且属于高端车型，大多装配高压共轨轻型柴油机；而该公司又没有电控 VE 泵产品来满足中端国 III 轻型柴油发动机的需求，所以产品销量也将明显下降。考虑到相当多的地区排放法规执行得不够严格，公司的产品依然可以在国 II 标准的轻型柴油机上使用，我们预计，该公司的机械式 VE 泵 09 年产品销量下滑约 30% 左右。

威孚汽柴将为 RBCD 的高压共轨系统提供喷油泵产品，最初采取 CKD 组装的形式，最终将实现本土加工制造。08 年威孚汽柴已经为 RBCD 提供了近 2 万套的高压油泵，配套中重型柴油机高压共轨系统，为轻型柴油机高压共轨系统配套的喷油泵也已经开始 CKD 组装的准备工作。随着 RBCD 高压共轨系统销量的不断增长，威孚汽柴为之配套的喷油泵的销量将快速增长。

另外，RBCD 出售给威孚汽柴的满足国 II 排放标准的 P 形喷油器业务，其实是一块盈利能力很强的业务，08 年该业务的销售收入约 5 个亿，产品的销售毛利率约为 50%。就目前的情况看，无论 OEM 还是售后维修市场，市场规模还是非常大的。

综合考虑上述因素，威孚汽柴 09 年的盈利增长面临较大压力，从 10 年开始，在国 III 高压共轨系统用喷油泵业务和 P 型喷油器业务的拉动下，威孚汽柴的盈利水平将恢复快速增长的态势。

4.4、威孚金宁：国 III 排放标准的直接受益者

该公司自主研发了电控 VE 泵产品，主要用在中端轻卡和商务客车上。该公司的电控 VE 泵产品几乎垄断了电控 VE 泵市场，直接受益于轻型柴油机排放标准升级。我们预计，随着 N1 类机动车在 09 年 7 月 1 日开始执行国 III 排放标准，尽管相当多的地区排放标准执行的并不严格，但是由于对电控 VE 泵市场的垄断性，该公司的电控 VE 泵产品销量仍将快速增长。

5、公司乘用车业务板块分析

5.1、中联汽车电子：充分受益于乘用车市场的繁荣

中联汽车电子的主要利润来源是联合汽车电子公司。中联汽车电子持有联合汽车电子 49% 的股权，而威孚高科持有中联汽车电子 20% 的股权。联合汽车电子是国内汽油发动机电控单元的主要制造商之一，多年来在该产品领域处于市场份额第一的位置，产品销售收入随着国内乘用车市场的增长

而快速增长，产品的净利润率预计超过 15%。由于净利润率已经达到较高的程度，并且由于汽油机电控单元产品市场竞争的均衡状态，联合汽车电子的利润增长将主要取决于国内乘用车产品市场的成长性，充分受益于国内乘用车产品市场的长景气周期。

5.2、威孚力达：公司未来的第二个 RBCD

目前，威孚力达本部的主要产品是汽车尾气净化器、消声器，主要的下游产品是乘用车。该公司和华微纳米技术（上海）有限公司的合营企业威孚环保催化剂有限公司主营汽车尾气净化器中使用的催化剂产品。由于 08 年对存货进行大规模资产减记，威孚力达的盈利水平大幅度下降。我们预计 09 年开始，随着乘用车产品销量的上升，威孚力达的盈利水平将重回上升通道。

另外，威孚力达目前正在进行国 IV 阶段排放标准下柴油整车需要装配的 SCR 和 DPF 系统，目前正在进行和整车的标定实验，预计国 IV 标准一旦实施，威孚力达有能力向市场提供上述产品，从而带动自身的盈利能力跨上一个全新的台阶。

6、公司盈利成长性展望

在国 III 排放标准阶段，公司本部及控股子公司、RBCD 的成长性主要取决于国内商用车产品市场的景气程度。当排放标准升级到国 IV 阶段，公司旗下企业及 RBCD 的市场竞争力将变得更加明显，市场份额将得到大幅度的提升，RBCD、威孚汽柴和威孚力达将成为公司盈利增长的强劲引擎。

7、盈利预测及假设

表 3 公司本部及控股子公司销售收入预测

(万元人民币)	2,006	2,007	2,008	2009E	2010E
博世配件（国 III 高压泵）			4,320	8,800	17,600
PS7100	51,007	69,403	53,092	24,720	15,985
PW2000	24,831	35,457	33,205	29,526	34,124
PW 泵	19,204	18,307	13,706	12,335	13,704
A 型泵	15,440	15,413	15,386	14,915	16,570
I 型泵	28,712	33,014	30,680	32,399	35,690
单体泵	5,838	6,581	6,330	7,596	8,735
喷油器	10,086	11,063	11,177	12,854	14,782
P 型喷油器				13,194	63,000
三对偶件	16,346	17,128	19,831	22,350	26,988
VE 泵	47,582	52,578	39,040	37,376	36,527

数据来源：东方证券研究所

表 4 公司分部盈利预测

分部权益净利分拆	股比	2,006	2,007	2,008	2009E	2010E
公司本部	100.00%	251	-392	-20,742	70	300
威孚金宁	80.00%	3,539	3,294	3,597	3,777	5,024
威孚汽柴	70.00%	5,702	6,196	825	660	6,196
威孚力达	94.81%	1,873	2,095	752	2,095	3,143
威孚环保	49.00%	0	1,694	691	980	1,694
中联汽车电子	20.03%	5,262	6,933	8,019	9,622	11,066
博世汽柴	31.50%	-7,570	3,804	26,496	14,553	18,191
其他		-229	-582	-295	-300	-300
合计		8,828	23,043	19,342	31,457	45,314
总股本		56,728	56,728	56,728	56,728	56,728
EPS		0.16	0.41	0.34	0.55	0.80

数据来源：公司财报 东方证券研究所

8、投资评级

根据前面的分析，排放标准的升级，对公司本部及控股子公司的业务影响有限，EGR 技术并没有对 RBCD 的业务产生十分严重的冲击，国 III 阶段，公司的商用车业务的成长性主要取决于国内商用车市场的景气程度；国 IV 阶段，公司的商用车板块业务将变得更加有竞争力。目前市场上严重放大了影响公司商用车板块业务的负面因素。我们看好公司近期及未来的盈利成长性。

预计 09 年、10 年公司每股净收益为 0.55 元、0.80 元，对应 09 年、10 年动态市盈率为 18.52 倍、12.71 倍。鉴于公司本部及控股子公司、RBCD 在柴油机燃油喷射系统的龙头地位以及产品良好的盈利能力，我们认为给予公司 20 倍的估值水平是合理的，6 个月内目标价为 16.00 元，继续维持买入的投资评级。

9、风险因素

对于公司而言，以下因素将对公司的盈利水平产生显著影响

- 1、商用车产品销量低于预期；
- 2、原材料价格上涨速度超出预期。

附表：财务报表预测
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009E	2010E		2007	2008	2009E	2010E
营业总收入	3121.34	3033.29	2952.78	3812.27	税后利润	230.43	193.42	313.02	456.06
营业成本	2433.05	2463.88	2412.64	3029.32	经常性现金支出	277.70	357.07	271.26	292.75
主营业务税金及附加	17.06	16.84	16.63	21.26	非经常性现金支出	(159.26)	(352.42)	(315.53)	(453.20)
销售费用	104.41	128.04	118.11	190.61	营运资金变动	(199.71)	597.03	34.16	(184.81)
管理费用	278.55	361.06	265.75	343.10	少数股东损益	35.60	13.39	19.98	53.50
财务费用	91.80	71.83	47.91	53.39	经营活动现金净流	184.77	808.49	322.89	164.30
资产减值损失	(46.69)	(111.49)	(33.48)	(48.15)	资本开支	126.94	161.37	130.76	128.88
投资收益	136.27	365.03	329.91	469.09	其他投资	0.00	0.00	1.26	1.26
营业利润	286.05	245.19	388.17	595.52	投资活动现金净流	(76.27)	(117.71)	200.41	341.48
非经常性损益	(2.95)	(29.50)	3.60	3.97	贷款增加	(31.51)	(642.92)	0.00	0.00
税前利润	283.11	215.69	391.76	599.49	支付股利利息	(148.42)	(203.00)	(7.75)	(106.51)
所得税	17.07	8.88	58.76	89.92	其他融资	(25.91)	(670.52)	(11.18)	(39.31)
净利润	266.03	206.81	333.00	509.57	筹资活动现金净流	(174.33)	(873.52)	(18.93)	(145.82)
少数股东损益	35.60	13.39	19.98	53.50	现金净流量	(65.83)	(182.73)	504.37	359.95
归属母公司净利润	230.43	193.42	313.02	456.06	现金期初余额	817.49	761.81	579.08	1083.45
EPS (元/股)	0.41	0.34	0.55	0.80	现金期末余额	751.65	579.08	1083.45	1443.41

资产负债表 (人民币百万元)
比率分析

	2007	2008	2009E	2010E		2007	2008	2009E	2010E
货币资金	761.81	633.82	1138.19	1498.14	增长能力				
应收账款票据	1271.29	863.39	853.49	1115.39	营收增长率(%)	16.91%	-2.82%	-2.65%	29.11%
存货	757.82	507.38	477.00	608.42	EBITDA 增长率(%)	15.65%	-49.80%	47.24%	26.51%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率(%)	11.10%	-77.98%	120.00%	63.24%
流动资产合计	2824.02	2043.09	2511.95	3278.17	净利润增长率(%)	116.17%	-22.26%	61.02%	53.02%
长期投资	900.81	1216.34	1216.34	1216.34	盈利能力				
固定资产	1142.69	1047.31	1059.45	1022.80	毛利率(%)	22.05%	18.77%	18.29%	20.54%
在建工程	119.58	171.14	114.51	103.17	净利率(%)	8.52%	6.82%	11.28%	13.37%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 利润率(%)	13.83%	7.15%	10.81%	10.59%
非流动资产合计	2299.85	2554.81	2471.52	2405.71	ROA(%)	5.19%	4.50%	6.68%	8.97%
资产总计	5123.86	4597.90	4983.47	5683.89	ROE(%)	10.13%	7.58%	11.22%	15.21%
					ROIC(%)	8.38%	2.34%	4.48%	6.66%
循环借款	1485.96	843.04	843.04	843.04	偿债能力				
应付账款	813.99	733.85	729.33	904.49	资产负债率(%)	48.75%	40.69%	40.42%	41.05%
预收账款	13.00	19.02	18.60	24.02	流动比率(倍)	1.14	1.10	1.26	1.42
其他应付款	18.78	11.44	33.53	49.45	速动比率(倍)	0.82	0.81	1.00	1.14
流动负债合计	2483.80	1853.21	1996.55	2315.18	价值评估				
非流动负债合计	14.17	17.79	17.79	17.79	P/B(倍)	1.18	2.31	2.12	1.90
负债合计	2497.97	1871.00	2014.34	2332.97	P/E(倍)	12.31	29.97	18.52	12.71
股本	567.28	567.28	567.28	567.28	EV/收入(倍)	3.63	1.00	1.86	1.35
资本公积	906.44	907.58	970.18	1061.40	EV/EBITDA(倍)	26.26	14.05	17.24	12.74
未分配利润	682.89	769.05	913.05	1127.32	EV/EBIT(倍)	39.33	47.98	39.40	22.56
股东权益	2625.89	2726.90	2969.13	3350.92					
负债和股东权益	5123.86	4597.90	4983.47	5683.89					

数据来源：东方证券研究所

分析师承诺

秦绪文：汽车行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

周凤武：机械行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn