

威孚高科

000581 / 200581

增持/ 维持评级

股 价	2009/09/25
RMB12.1	

基础数据

总股本（百万股）	567
流通 A 股（百万股）	352
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）	4263

财务数据

市净率 (X)	2.74
TRACING P/E (X)*	44.57
EPS (元)	0.15
股息率 (%)	1.34

*最近四季盈利计算。

相关研究

分 析 师
姚宏光
 (0755) 8249 2723
 Yaohg@lhqz.com

黄未樵
 (0755) 8236 6964
 huangwq@lhqz.com

“新”威孚，新起点

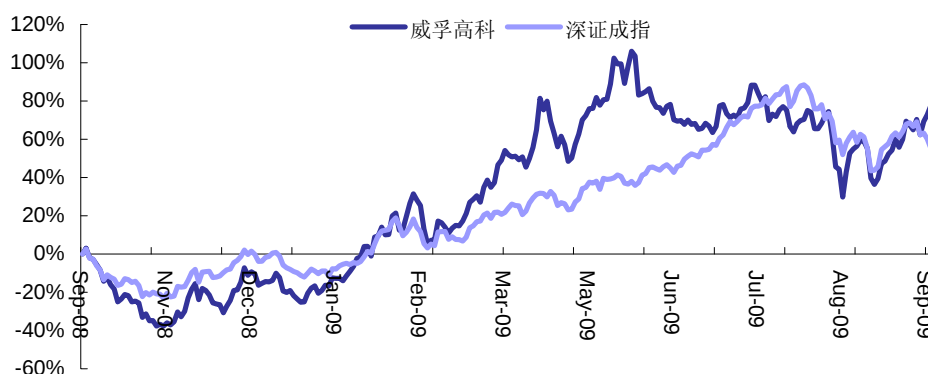
经营预测与估值	2008A	2009H1	2009E	2010E
营业收入(百万元)	3033.3	1261.1	2533.22	2945.55
(+/-%)	-4.8	-32.7	-16.5	16.3
归属母公司净利润(百万元)	193.4	87.8	362.2	498.3
(+/-%)	-16.2	-31.0	87.6	37.6
EPS(元)	0.34	0.15	0.64	0.88
P/E(倍)	35.5	78.1	19.0	13.8

■ 各项业务均呈现向好趋势且超出预期。随着管理大幅改善、原国 II 业务成功转型和国 III 市场逐步成熟，我们认为公司从 09 年开始将进入一轮较长周期的快速稳定成长期。上调其 09、10 年盈利预测至 0.64 元和 0.88 元，未来 6 个月目标价 18 元。主要风险因素是，公司业绩的不确定因素在于目前仍有约 5 亿元的设备固定资产账面价值，在国 II 业务逐步面临淘汰的背景下，这部分有可能逐步计提。

■ 随着新管理层的上任，公司整体经营效率出现明显改善，作为国内人才储备、技术和工艺能力最好的内燃机零部件企业，在摆脱了过去一直困扰公司的经营管理不善的困境后，其竞争力将出现大幅提升。加之与博世的深度合作关系，和 SCR 系统的广阔空间，未来成长性确定而值得期待，维持“推荐”评级。

■ 在通过自身改善经营效率和转变业务结构提升竞争力的同时，国家排放标准升级的大势所趋也将进一步强化威孚在内燃机零部件领域的竞争力。在国 II 阶段同公司竞争激烈的如龙口油泵油嘴厂、亚新科南岳（衡阳）油泵厂等目前均面临着技术升级难度较大的困境（共轨系统基本没有可能；电控 VE 泵受制于加工能力尚不能稳定生产；而电控单体泵未来难以成为主流，并且目前工艺仍有问题）。此消彼长下，公司在行业内的竞争优势将凸显无疑。我们继续强烈看好公司的发展前景。

最近 52 周股价表现



各项业务均呈现向好趋势，上调盈利预测

最新情况显示各项业务均呈现向好趋势且超出预期。随着管理大幅改善、原国 II 业务成功转型和国 III 市场逐步成熟，我们认为公司从 09 年开始将进入一轮较长周期的快速稳定成长期。上调公司 09、10 年盈利预测至 0.64 元（考虑了可能的资产计提）和 0.88 元，对应 PE 分别为 19.0 倍和 13.8 倍。

同时，随着新管理层的上任，公司整体经营效率出现明显改善，作为国内人才储备、技术和工艺能力最好的内燃机零部件企业，在摆脱了过去一直困扰公司的经营管理不善的困境后，其竞争力将出现大幅提升。加之与博世的深度合作关系，和 SCR 系统的广阔空间，未来成长性值得期待，维持“增持”评级。未来 6 个月目标价 18 元。

主要风险因素是，公司业绩的不确定因素在于目前仍有约 5 亿元的设备固定资产账面价值，在国 II 业务逐步面临淘汰的背景下，这部分有可能逐步计提。

表 1 威孚分部盈利预测表

单位：百万元

分部	2008 年 A		2009 年 E		2010 年 E	
	盈利	贡献利润	盈利	贡献利润	盈利	贡献利润
本部国 II 业务	-214	-214	10	10	0	0
威孚 DS (70%)	12	8	20	14	60	42
其中：共轨配套	0	0	12	8	43	30
威孚金宁 (80%)	45	36	40	32	50	40
威孚力达 (94.5%，含环保)	8	8	70	66	100	95
其中：国四后处理系统	0	0	0	0	0	0
博世 DS (31.5%)	840	265	400	126	610	192
中联电子 (20%)	400	80	520	104	598	120
其他公司		10		10		10
合计（税后）		193.00		362.15		498.25
每股收益（元）		0.34		0.64		0.88

数据来源：联合证券研究所预测

博世 DS 全面复苏

由于去年销售的 45 万套共轨系统中有 10 余万套的库存（主要以重型共轨系统为主），1 季度在行业形势仍然低迷的情况下，整机厂以消化库存为主，造成 1 季度博世 DS 几乎停产。2 季度起，随着行业形势的好转以及去库存的完成，博世 DS 逐步恢复，近期甚至出现了供不应求的局面。

我们预计 1~6 月，博世 DS 销售共轨系统约 10 万套，下半年有望销售 30 万套，其中重型约 25 万套，轻型约 15 万套。考虑到去年的库存因素，事实上 09 年共轨的实际用量应在 45 万套以上。2010 年，即使假设共轨系统的市场占比和中重型商用车总量维持不变，重型共轨系统销量应在 30 万套的水平。而随着明年轻卡国 III 标准的有望执行，我们预计轻型共轨系统销量将可达 20 万套。

由于博世产能约为 60 万套，下半年开始已逐步呈现产能较为紧张的局面，

因此博世将重新启动 08 年一度暂停的新生产线投资计划。

表 2 博世共轨系统销售预测

		2009E	2010E
中重型车	配套量(万台套)	25	30
	单价(万元)	1.2	1.2
	销售收入(亿元)	30.0	36.4
轻型车	配套量(万台套)	15	20
	单价(万元)	0.60	0.60
	销售收入(亿元)	9.0	12.0
合计	总销量(万台套)	40	50
	总收入(亿元)	39.0	48.4

数据来源：联合证券研究所预测

预计 09 年博世 DS 仍有望实现利润约 4 亿元, 2010 年将恢复至 6 亿元以上。

表 3 博世 DS 盈利预测

单位：亿元

	2009 年		2010 年	
	欧 II	共轨系统	欧 II	共轨系统
销售收入	2.0	39.0	1.0	48.4
净利润	0.1	3.9	0.0	6.1
净利率	5%	10%	3%	12.5%
合计净利润	4.0		6.1	

数据来源：联合证券研究所预测

明年威孚 DS 共轨泵配套业务将全面启动, 而目前喷油器由博世 DS 生产, ECU 由苏州博世生产, 随着轨的国产化将由国内另一厂家合作实现后, 博世共轨系统的国产化已基本完成。

和重汽合作柳暗花明

我们认为随着排放标准的升级, 共轨系统成为商用车燃油系统主流技术的趋势已经确立。和曼的深度合作使得曼新一代重卡平台将成为中国重汽在国 IV 阶段最重要的产品技术来源, 这也意味着, 在全球范围内与博世的单一合作模式也将被输入到中国市场中, 博世与中国重汽在共轨系统领域的合作也将自此被开启, 时间甚至可能早于国 IV 排放标准的实施(与潍柴的排他性合作模式并不具有硬性约束, 而且, 目前潍柴与博世的谈判筹码无疑已经不多)。我们对博世 DS 未来在中国市场的份额前景乐观。

威孚 DS 共轨泵业务进度较快

威孚 DS 的共轨泵已开始为博世 DS 的重型共轨系统配套, 09 年有望完成 6 万套, 重型的配套比例接近 25%。轻型共轨泵匹配试验目前进度较为顺利, 预计至年底可顺利完成。2010 年, 我们预计共轨泵的整体配套比例可超过 50%, 其中重型泵 16 万套, 轻型泵 10 万套。未来轻型泵配套比例将有望接近 100%, 而重型泵除了少部分量较小的型号, 大部分也将由威孚 DS 配套。

目前中国地区国产化的共轨泵技术来自于博世 DS 和威孚 DS 合作开发, 而

非引进和消化吸收博世技术。目前该产品性能已优于原配套的日本博世产品，因此随着威孚 DS 的制造和研发能力的不断提升，未来威孚 DS 完全有可能成为博世亚洲区乃至全球范围的共轨泵配套供应商。

表 4 威孚汽柴共轨泵配套业务预测

	2009E	2010E
博世共轨系统销售套数（万套）	40	49
其中：重型	25	30
轻型	15	19
配套比例：重型	24%	54%
轻型	0%	54%
威孚 DS 配套量	6.00	26.46
其中：重型	6.00	16.20
轻型	0.00	10.26
单价：重型（万元）	0.20	0.20
轻型（万元）	0.10	0.10
销售收入（亿元）	1.20	4.27
销售净利率	10%	10%
净利润（亿元）	0.12	0.43

数据来源：联合证券研究所预测

从博世收购的 P 型喷油器业务自 8 月起已开始运营，油嘴仍然由博世 DS 供应。尽管 P 型喷油器配套业务随着重卡排放标准的升级将逐步萎缩（工程机械配套市场预计仍可维持较长时间），但由于国 II 重卡保有量基数较大，维修市场仍然有较大空间，凭借威孚的网络优势，我们预计未来几年该业务每年仍可稳定提供 1000~2000 万的净利润。

威孚金宁电控 VE 泵难觅对手

随着电控 VE 泵标定和匹配工作的完成，下半年已开始全面供货。我们预计 09 年可供应约 6 万套。

由于电控 VE 泵加工难度大，国内真正能够提供稳定批量供货的仅有威孚金宁一家，短期内在电控 VE 泵领域威孚金宁难觅对手。但由于同样的原因，威孚金宁的产能短期内难以迅速扩大，我们预计 2010 年也仅能供应 7~8 万套的水平。

表 5 威孚金宁业务预测

	2009E	2010E
电控分配泵套数（万套）	6	7.5
价格	3500	3500
净利率	18%	18%
净利润（万元）	3780	4725

数据来源：联合证券研究所预测

威孚力达、威孚环保业务情况超预期

我们对威孚力达前景持续看好，而最新情况显示，之前对其净化器业务的发展速度仍然显著低估。

09 年预计力达和环保分别可实现销售净化器、催化剂 70 万套和 150 万 L，销售收入均有望达到 4 亿元，由于环保有 50% 催化剂供应力达，因此合并销售收入可达 6 亿元，力达（含环保投资收益）可实现利润均 7000 万元。

表 6 威孚力达、威孚环保业务预测

威孚力达	2009E	2010E
净化器（万套）	70	91
价格	580	580
销售收入(万元)	40600	52780
净利率	14%	15%
净利润（万元）	5684	7917
威孚环保（力达股比 49%）	2009E	2010E
催化剂（万 L）	150	195
价格	270	270
销售收入（万元）	40500	52650
对外销售比例	50%	50%
对外销售收入（万元）	20250	26325
净利率	15%	16%
净利润（万元）	3038	4212
股比	49%	49%
贡献投资收益（万元）	1488	2064
力达（含环保）净利润（万元）	7172	9981

数据来源：联合证券研究所预测

目前在自主品牌轿车市场，力达和环保处于绝对领先的地位。由于公司和产品认同度的不断提高，我们认为其进入合资品牌轿车市场，扩大市场份额将会是大概率事件。随着中国轿车市场的高速发展，特别是本轮汽车行业高景气度下自主品牌轿车受益更大，我们认为 2~3 年内力达和环保将实现销售收入超过 10 亿元。另外，未来轻卡排放升级后需加装净化器以及新型净化器的普及，净化器业务发展空间十分巨大。

SCR 业务目前力达可实现从催化剂到封装的整套生产，同类进口产品价格约为 35000 元/套，力达国产化后的价格将为 15000 元/套，其竞争优势十分明显。尽管排放升级到国 IV 后处理技术路线仍有较高不确定性，但我们认为中国加速升级和严格执行排放标准的趋势将越来越明显，同时 SCR 在国 IV 后处理技术路径中的优势也更为突出，因此仍然可以期待该业务为威孚带来的广阔空间。

其他

本部今年有望实现微利，我们认为在整体经营效率有了显著提高后，本部未来出现大规模经营性亏损的可能性已较小。

中联电子我们预计 09、10 年可分别实现净利润 5.2 亿元和 6.0 亿元。

公司 09 年新增加了增压器业务，目前已开始批量生产，2010 年有望实现 50 万套的销售规模。

公司业绩的不确定因素在于目前公司仍有约 5 亿元的设备固定资产账面价

值，在国 II 业务逐步面临淘汰的背景下，这部分有可能逐步计提。

变革带来竞争力提升，对手面临升级困境

自去年 6 月，新董事长上任后，推进了多项改革，如精简本部人员；提升薪酬水平，并向研发人员倾斜；改革销售体系，设立市场部，将原来各个产品、各个分厂独立的销售体系集中至公司集中的销售网。一系列措施的效果首先从公司的费用下降上得到了体现，随着经营效率的提高，员工积极性被激发，我们认为作为国内人才储备、技术和工艺能力最好的内燃机零部件企业，公司将发挥出过去一直被抑制了的强大竞争力。

在经营效率改善的同时，公司针对排放升级带来的发动机技术升级的局面，主动调整业务结构。08 年报废部分国 II 产品生产线，09 年新增增压器业务，并积极推进共轨泵业务，未来则大力发展后处理技术。并且通过威孚力达介入汽油机领域，业务范围从过去单一的柴油机燃油系统扩大至了综合性的内燃机零部件。这一方面扩大了公司的发展空间，另一方面也可降低单一柴油机业务由于商用车市场波动较大而带来的盈利波动性。

在通过自身改善经营效率和转变业务结构提升竞争力的同时，国家排放标准升级的大势所趋也将进一步强化威孚在内燃机零部件领域的竞争力。在国 II 阶段同公司竞争激烈的如龙口油泵油嘴厂、亚新科南岳（衡阳）油泵厂等目前均面临着技术升级难度较大的困境（共轨系统基本没有可能；电控 VE 泵受制于加工能力尚不能稳定生产；而电控单体泵未来难以成为主流，并且目前工艺仍有问题）。此消彼长下，公司在行业内的竞争优势将凸显无疑，因此我们强烈看好公司的发展前景。

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 3932 FAX: (86-755) 8212 5143
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。