

威孚高科 (000581)

买入/维持评级

股价: RMB37.99

分析师

姚宏光
SAC 执业证书编号:s1000208110159
(0755)8249 2723
yaohg@mail.htlhsc.com.cn

黄未樵
SAC 执业证书编号:s1000210050049
(0755)8236 6964
huangwq@mail.htlhsc.com.cn

联系人

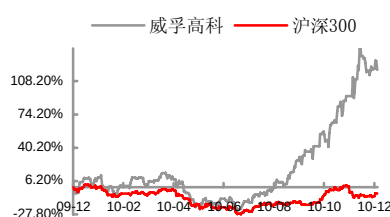
谢振东
(0755)8212 5072
xiezd@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	567
流通 A 股 (百万股)	452
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	17,185

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

规划明晰 发展再提速

- 我们上调 2010 年全年每股盈利预测至 1.98 元 (摊薄前)。
- 重卡行业下半年进入了正常的调整周期, 但仍运行于景气高位, 全年有望实现 100 万辆的销量, 同比增长约 57%, 继续超越市场预期。受益于下游行业的快速增长以及国三标准实施的继续推进, 同时公司本部产品结构的合理调整大幅提升盈利能力, 本部及 RBCD 业绩全面超预期, 预计全年实现净利润 11.24 亿元;
- 下列方向的确定更进一步明确了公司长期成长前景: 1、双方战略合作关系的确立, 未来威孚—博世将在产品、技术、市场等领域开展深度合作: 可以预期未来博世将对威孚保持更加开放的态度和提供更大的技术支持, 威孚在进入博世全球配套体系后, 将逐渐踏上其国际化发展之路; 2、WPS 有效的结合了博世共轨和本部电控 VE 分配泵技术, 新产品将与博世现有共轨系统形成了有效的错位竞争, 在国三以及国四阶段最大程度对市场形成垄断; 3、随着国家《非道路移动机械用柴油机尾气排放法规》的全面实施, 本部 PW2000 等传统产品将面临新的发展机遇, 产品寿命周期获得较大提升; 4、预计 RBCD 将成为博世在中国拓展缸内直喷技术市场、提升国产化率的有效载体;
- 无论是商用车还是乘用车, 排放法规的升级都是大势所趋, 公司作为唯一一家能提供全面排放升级解决方案的供应商, 其发展远近无忧, 因此我们认为公司理应享有 30 倍以上的 PE, 目前估值水平意味着未来具有较大的获利空间和目前足够高的安全边际, 维持“买入”评级;
- 风险提示: 行业性风险依然存在, 若 2011 年投资领域出现恶化, 商用车销量同比出现较大下滑, 则 2011 年盈利预测难达预期; 中国排放升级的推进力度决定了公司未来业绩提升的空间以及公司的估值水平, 若进程或力度显著低于预期, 将拖累公司业绩增长速度和估值水平。

经营预测与估值

	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3080.6	4497.7	5397.2
(+/-%)	1.6	46.0	20.0
归属母公司净利润(百万元)	448.2	1124.21	1412.85
(+/-%)	131.7	150.8	25.7
EPS(元)	0.79	1.98	2.49
P/E(倍)	48.1	18.9	15.0

威孚—博世深度合作 提升公司价值

表面上，博世此次斥资 19.85 亿元增持显示其高度看好公司前景，深层次上，博世重新定位了与威孚的合作关系，从产品合作开发、互相配套到战略联盟的构建，博世已然将威孚纳入其全球配套体系。深度合作关系的确立，使我们可以预期**博世未来将在技术领域对威孚保持更开放的态度和提供更大的支持**，由于博世在此次公司增发的若干项目领域，如 WPS、动力电池，都已经具备了相关核心技术的储备，公司未来新领域的发展前景较为明晰。

从国内柴油机燃油系统的领先者到国际市场竞争的参与者，是公司领导层的目标，而战略合作方博世作为全球汽车零部件领域的领导者，具有丰富的国际化经验，双方战略合作关系的确立，**有利于公司进行海外市场的开拓，实现国际化发展之路。**

产业链深度挖掘 提前布局国四

增发项目之一的 WPS 有望成为公司未来快速发展新的增长点。

国三标准的深化和未来国四标准的实施都将使得未来符合国三以上燃油喷射系统的市场空间急剧膨胀。提升国产化率、增大威孚本部的配套比例都是博世对于降低成本，维持垄断地位的努力，而开发适应国内低端市场的产品、提高产品覆盖范围则是一剂良方。

WPS 结合了博世共轨和本部电控 VE 分配泵的技术，利用了威孚本部现有的制造工艺，很大程度地降低了成本，因此可以预期 **WPS 将在低端市场具有较高的性价比优势，并与博世现有共轨系统形成有效的错位竞争，最大程度的对市场形成垄断。**

老树新花——老产品面临新机遇

环境保护的压力是道路用柴油机排放法规升级和实施的主因，而对于非道路移动机械用柴油机而言，虽然工程机械使用规模较小，但由于其作业环境差、工况恶劣，因此尾气排放量较大，对环境影响严重。我国已于 07 年出台了 GB20891-2007 对非道路移动机械用柴油机尾气排放进行控制。其中第二阶段标准执行日期为 10 年 10 月，环境保护的切实要求以及外部的压力将迫使相关部门确定性地推进这一法规，并逐渐向道路用柴油机排放靠拢，其大规模执行日期不会太远。

表格 1 非道路移动机械用柴油机型式认证及执行时间

	型式认证时间	执行时间
第 I 阶段	2007/10/01	2008/10/01
第 II 阶段	2009/10/01	2010/10/01

资料来源：GB20891-2007、华泰联合证券研究所

公司产品结构完善、产能储备充足，因此**非道路用柴油机排放法规的升级将为 PW2000 等国二阶段产品开拓了另一个全新的市场，成熟产品的生命周期获得较大延伸**。PW2000 泵有望凭借较高的性价比在非道路移动机械用柴油机市场寻求较大发展。

RBCD 本土化之路 愈走愈宽

目前博世共轨系统占整个中重型商用车市场占比大约为 40% 左右, 随着国三标准执行力度的提升以及国四法规的颁布, 凭借在高压共轨核心技术的垄断地位以及不断提升的国产化率, 公司产品占有率未来将确定性的获得提升。

在柴油机领域获得确定性发展的同时, 我们预计博世在传统乘用车零部件以外也将会进一步的突破。缸内直喷技术 (TSI) 作为从柴油机技术演变而来的汽油发动机技术, 其最大的优势在于燃油是以极高的压力直接注入燃烧室, 燃烧效率和发动机动力得以大幅提升, 符合国家倡导的节能、环保理念, 是未来乘用车发动机发展的主流技术之一。博世作为 TSI 技术领域较为领先的生产商之一, 在国内市场已为上海大众等厂商配套 TSI 产品, 但整体推广进程落后于德尔福公司。未来不断推进相关产品的国产化率将是博世拓展下游市场、实现超越的关键。

由于 TSI 技术来源于柴油机技术, 与 RBCD 原有产品结构共通性较高, 因此我们可以合理的预期一旦 TSI 产品进入大规模应用阶段, RBCD 将是博世国产化 TSI 技术的有效承载者。同时由于威孚本部和 RBCD 多年来的产品配套以及双方战略合作关系, 我们认为未来相关配套部件, 如泵、轨等仍将继续由威孚提供。

表格 2 威孚高科分部业绩预测/百万(摊薄前)

	2009A		2010E		2011E	
	盈利	贡献利润	盈利	贡献利润	盈利	贡献利润
本部业务	12	12	168	168	210	210
威孚 DS (09 年 70%, 10 年 100%)	10	7	83	83	114	114
威孚金宁 (80%)	50	40	129	103	168	134
威孚力达 (94.5%, 含环保)	60	57	103	97	148	141
其中: 国四后处理系统	0	0	0	0	20	20
博世 DS (31.5%)	490	154	1295	408	1586	500
中联电子 (20%)	814	163	1100	220	1320	264
其他公司		15		45		50
合计 (税后)		448		1124		1413
每股收益 (元)		0.79		1.98		2.49

数据来源: 华泰联合证券研究所预测

风险提示

行业性风险依然存在, 若 2011 年投资领域出现恶化, 商用车销量同比出现较大下滑, 则 2011 年盈利预测难达预期; 中国排放升级的推进力度决定了公司未来业绩提升的空间以及公司的估值水平, 若进程或力度显著低于预期, 将拖累公司业绩增长速度和估值水平。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)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。

华泰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 2010 年 华泰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,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn