

受益于排放标准升级, 发展迈入新阶段

——威孚高科(000581)公司投资价值分析

核心观点

1、增持股权, 博世与公司合作关系升级。博世持威孚高科股权比例由3.2%提高至14.0%, 二者股权关系更为紧密, 使博世进一步与公司合作, 进入新产品领域的可能性陡然加大, 公司未来盈利增长的想象空间进一步增大。

2、参股公司具技术壁垒, 贡献丰厚投资收益。公司利润主要来自参股公司博世汽柴和中联电子贡献的投资收益, 占比达到50%以上。二者依靠自身技术优势, 成为各自细分行业的龙头, 获得超额利润。威孚高科持有的博世汽柴股权由31.5%提高到34.0%, 将进一步加强博世汽柴经营决策的影响力, 推动与博世在技术研发和产品配套方面更深入的合作, 也将更大程度上分享博世汽柴的增长收益。

3、博世汽柴高压共轨+威孚力达 SCR 迎接国四排放标准, 竞争力将进一步提升。2012年国四排放标准可能正式实施, SCR+共轨将成为国四主流技术, 目前公司相关技术成熟, 在行业内形成技术壁垒。国四标准实施之后, 公司竞争对手将越来越少, 博世汽柴高压共轨所配套的重卡份额将从目前的35%左右上升至接近65%; 威孚力达 SCR 产品即将实现产业化, 将极大增厚公司业绩。

4、收购宁波天力, 增压器将成新的利润增长点。节能减排背景下, 汽车发动机采用涡轮增压器的比例会快速提升, 将从2010年的9%提高到2020年的61%, 市场空间巨大。宁波天力主要产品为中小型柴油机增压器, 汽油机增压器已有技术储备。收购有利于完善威孚高科汽车核心零部件产业链。凭借威孚高科在国内发动机市场的影响力, 涡轮增压业务在未来三年的复合增长率有望达到50%以上, 增压器有望成为威孚高科下一个非常重要的利润增长点。

5、维持“短期_强烈推荐, 长期_A”的投资评级。预计10-12年公司EPS分别为1.75、2.08、2.63元, 对应10-12年的动态市盈率为21、18、14倍。相关汽车零部件公司10、11年平均PE为34、28倍, 公司估值偏低。考虑到公司主要业务发展方向均围绕排放标准升级进行, 定向增发将使公司业务进一步在汽车节能减排领域扩展, 有助于公司强化未来主业的竞争能力, 稳定公司中长期业绩。给予公司“短期_强烈推荐, 长期_A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	56727.60
流通A股(万股)	35228.08
52周内股价区间(元)	12.89-42.6
总市值(亿元)	224.81
总资产(亿元)	50.36
每股净资产(元)	5.05
目标价	6个月 12个月

相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-威孚高科(000581):投资收益稳定增长, 期间费用下降》 2010-10-27
- 《国都证券-公司研究-调研简报-威孚高科(000581):上半年下游爆发性增长, 未来受益排放升级》 2010-08-31
- 《国都证券-公司研究-公司点评-威孚高科(000581):汽车板块中的抗周期品种》 2010-04-25

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	3081	4929	5915	7098
同比增速(%)	1.56%	60.00%	20.00%	20.00%
净利润(百万)	464	1038	1232	1556
同比增速(%)	124.22%	123.92%	18.65%	26.31%
EPS(元)	0.79	1.75	2.08	2.63
P/E	46.83	21.14	17.75	14.07

研究员: 李元

电话: 010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940207080086

联系人: 刘芬

电话: 010-84183215

Email: liufen@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

正文目录

一、国内燃油喷射系统的龙头企业	4
1、公司与博世合作关系升级.....	4
2、投资收益是公司利润的主要来源.....	4
二、参股公司具技术壁垒，贡献丰厚投资收益	5
1、博世汽柴：受益于排放标准不断升级.....	5
2、中联电子：汽油发动机控制系统（EMS）的龙头	8
三、威孚力达：尾气后处理业务市场潜力巨大	9
1、国四排放标准实施将带来尾气后处理巨大市场.....	9
2、SCR 产品即将产业化，威孚力达市场地位占优	9
四、收购宁波天力，增压器将成新的利润增长点	10
1、涡轮增压器产品市场潜力巨大.....	10
2、收购实现产业链整合，提升公司竞争力.....	11
五、其他业务转好	12
1、威孚汽柴：配套博世汽柴，提升盈利能力.....	12
2、威孚金宁：受益于轻型商用车排放标准升级.....	12
3、本部转型成功.....	13
六、盈利预测与估值	14
1、盈利预测.....	14
2、估值和投资建议.....	16
七、风险因素	17

图表目录

图 1: 威孚高科主要资产结构图.....	4
图 2: 公司 09 年业绩贡献图.....	5
图 3: 公司 10 年上半年主营业务收入结构.....	5
图 4: 重卡/大客/非道路机械国三标准主要技术路线份额	6
图 5: 高压共轨配套重卡份额走势.....	7
图 6: 重卡月度销量.....	7
图 7: 博世汽柴净利润预测.....	7
图 8: 联合电子主要客户	8
图 9: 乘用车 / 摩托车增速.....	8
图 10: 中联电子净利润预测.....	8
图 11: 自主品牌比例不断上升.....	10
图 12: 威孚力达净利润预测.....	10
图 13: 宁波天力净利润预测.....	11
图 14: 威孚汽柴净利润预测 (亿元)	12
图 15: 轻卡销量.....	13
图 16: 轻客销量.....	13
图 17: 威孚金宁净利润预测.....	13
图 18: 本部净利润预测 (亿元)	14
图 19: 公司主营业务收入和净利润变化.....	15

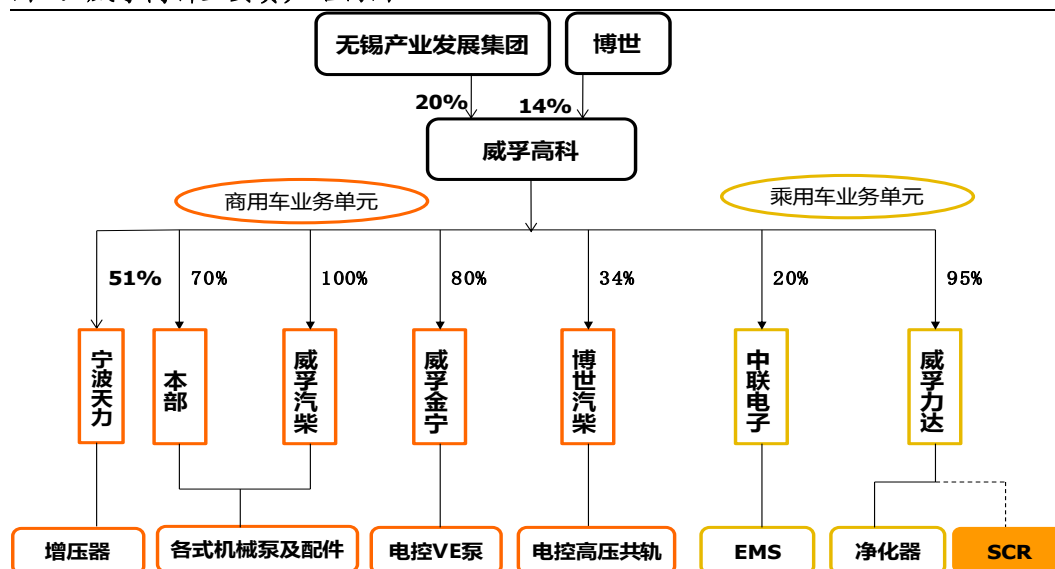
一、国内燃油喷射系统的龙头企业

1、公司与博世合作关系升级

燃油喷射系统是汽车发动机系统的重要组成部分，威孚高科主要业务集中在商用柴油车发动机燃油喷射系统和乘用车零部件板块，主要客户为东风康明斯发动机、潍柴动力、一汽锡柴、博世、北京福田环保动力公司。公司未来有望逐渐成为发动机进气系统、燃油喷射系统和尾气后处理系统的集成供应商。

德国汽车零部件巨头博世公司发动机燃油系统的技术在国际上的领先地位难以撼动，是威孚高科的战略合作伙伴。近期威孚高科拟非公开发行股票，大股东无锡产业集团持股比例将由 17.6%提高至 20.0%，博世公司持股比例将由 3.2%提高至 14.0%，同时公司持有的博世汽柴股权将由之前的 31.5%提高到 34.0%。公司和博世股权关系将更为紧密，双方在业务合作的广度和深度都将有所加强；增持股权显示了大股东和博世对威孚高科未来发展的信心。

图 1：威孚高科主要资产结构图



数据来源：公司资料，国都证券

2、投资收益是公司利润的主要来源

威孚高科生产的零部件配套的下游为中重卡、客车、工程机械等，市场份额处于行业领先地位。公司利润主要来自参股公司博世汽柴和中联电子，二者贡献利润占比达到50%以上。博世汽柴主要生产为各类汽车柴油发动机配套的高压共轨系统，中联电子主要为乘用车配套的汽油发动机提供电控单元。公司本部、威孚汽柴、威孚金宁主要生产为卡车、客车和工程机械配套的柴油发动机中使用的喷油泵总成或配件，威孚力达主要生产为乘用车配套的尾气净化器和催化剂，以上四部分是威孚高科主营业务收入的主要来源。

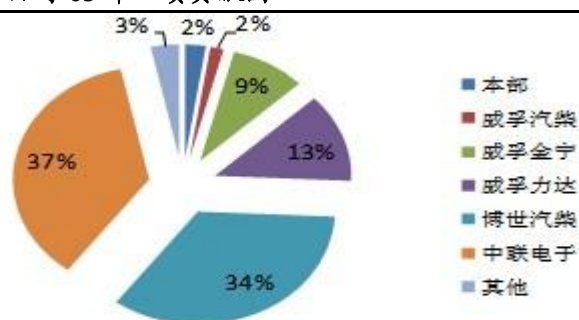
表 1：主营业务构成情况及市场份额

		市场份额		
产品名称	主要配套下游产品	2007 年	2008 年	2009 年
喷油泵总成				
PW2000	中重型卡车、大中型客车	46%	43%	39%

PS7100				
PW 系	中卡、工程机械发动机	32%	31%	28%
I 号系	轻卡、农用车发动机	41%	42%	32%
A 型系	中型车、工程机械发动机	48%	48%	43%
单体系	农用车发动机	28%	25%	25%
VE 系	轻卡、轻客发动机	100%	100%	100%
喷油泵配件				
三对偶件	油泵、喷油器配件	26%	24%	22%
喷油器	燃油喷射系统	16%	17%	21%
尾气处理				
净化器消声器	乘用车	—	自主品牌 50%以上	

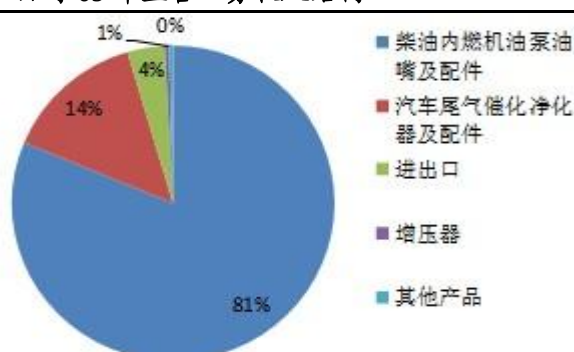
数据来源：公司公告，国都证券

图 2：公司 09 年业绩贡献图



数据来源：公司公告，国都证券

图 3：公司 09 年主营业务收入结构



数据来源：公司公告，国都证券

二、参股公司具技术壁垒，贡献丰厚投资收益

1、博世汽柴：受益于排放标准不断升级

目前威孚高科和博世各持有博世汽柴 31.5%和 67.0%的股权，威孚高科拟运用募集资金收购产业集团持有的博世汽柴 1.5%股权和博世公司持有的博世汽柴 1%股权。收购完成后，公司及控股子公司威孚金宁有限公司持有的博世汽柴股权合计增加至 34%。威孚高科将进一步加强博世汽柴经营决策的影响力，推动与博世在技术研发和产品配套方面更深入的合作，将更大程度上分享博世汽柴的增长收益。

(1) 迎接重卡国四排放标准，市场空间进一步打开

博世汽柴拥有在电控柴油喷射系统领域和尾气后处理领域的项目匹配、标定、系统开发和布置以及重要部件共轨高压泵的开发能力，能独立完成满足针对国三、国四排放标准项目的能力，并可升级到满足国五排放的潜力。

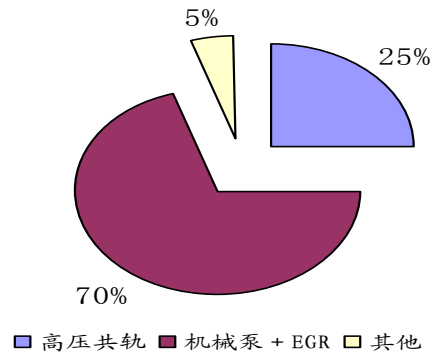
目前，国内企业购买的柴油机燃油喷射系统，主要是由博世、德尔福、日本电装三家企业提供。西门子尽管也能够生产满足欧三以上排放标准的电控燃油喷射系统，但是目前国内基本没有企业使用。目前，这三家企业的市场格局大致是：博世占据着 60%的市场份额，德尔福占有 20%的市场份额，电装只有在上柴、锡柴、康明斯的产品中使用。且在这三家当中，只有博世已经开始生产电喷系统需要的零部件，德尔福电喷系统的部件主要靠进口。

目前我国汽车行业已实行国三排放标准，目前柴油机达到国三标准主要有 4 种技术

路线，包括电控高压共轨技术、电控泵喷嘴技术、电控单体泵技术，还有机械泵 + EGR 技术(废气再处理系统)。其中机械泵 + EGR 技术和高压共轨占有较大的份额。

重型共轨系统主要配套应用于汽车的重卡、中大客、非道路机械等市场。2009 年国内重型柴油机产量在 96 万台左右，其中重型货车和大客车为 67 万辆左右，非道路机械 29 万台。其中选择技术路线，高压共轨占总 25%，机械泵 + EGR 占 70%以上，其他系统占 5%以内。

图 4：重卡/大客/非道路机械国三标准主要技术路线份额



数据来源：公司公告，国都证券

中大客车、非道路机械市场由于客户价格接受能力较强、服务多属于定点定线、监管较严，目前共轨技术路线的占有率已经较高，以汽车起重机市场的主要动力供应商上柴股份为例，其汽车起重机的比重超过了 95%，而潍柴动力发动机客车配套中，共轨路线的比重大体在 90%上下，其他发动机厂商共轨的比重也大体相当。而重卡市场目前共轨份额仅仅占到大约三分之一，仍有较大的市场提升空间。重卡市场由于市场容量最大，配套伙伴最多，成为博世汽柴最重要的细分市场。

高压共轨在大客和非道路机械市场仍将保持较高的市场份额，但总量有限。重卡市场是高压共轨系统的主要配套市场，根据《国四标准实施前相关行业准备状况调研》，机械泵 + EGR 已不具备升级国四的能力。国内电控单体组合泵虽然在国内有少量的供货，但技术还不成熟，而且有很多难以克服的缺点。而国内满足技术要求的共轨系统基本为合资公司或独资公司生产供应，价格又很高，重型车用共轨系统全套共 13,000 元左右。除威孚高科外，国内市场还没有其他具有自主知识产权的整套共轨系统。

经济型且满足国四及国四以上排放标准的燃油喷射系统在国内市场基本上处于空白状态，有极大的市场空间。针对目前国内柴油机即将实行国四排放标准，而国内供应商还无法批量供应共轨系统的现状，博世汽柴基于已成功开发并批量生产共轨系统高压变量泵以及拥有国内唯一能批量生产 VE 泵技术的基础和经验，开发了 WAPS 系统。该系统综合运用了公司的共轨系统高压变量泵、VE 分配泵等产品的工作原理特点，集共轨高压泵、共轨、电控和分配泵技术一体，能满足国四及以上排放标准的要求。与现有的共轨系统相比，该产品采用普通的喷油器，不需要使用电控喷油器，成本大幅度降低，符合国内市场对经济型共轨系统的要求。

表 2：国三、国四排放标准实施时间表

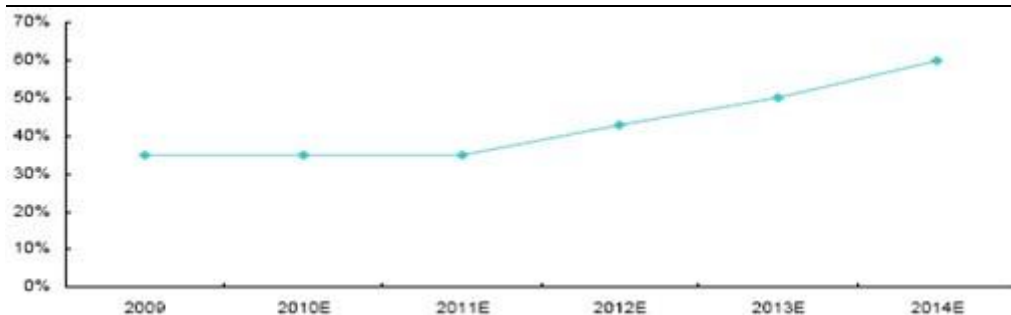
		国三	国四
型式核准	原定实施时间	2007 年 1 月 1 日	2010 年 1 月 1 日
	实际实施时间	2007 年 1 月 1 日	最迟 2012 年 1 月 1 日

注册销售	原定实施时间	2008 年 1 月 1 日	2011 年 1 月 1 日
	实际实施时间	2008 年 7 月 1 日	2012 年 7 月 1 日

数据来源：国都证券

国三排放法规的实施应该包括两个时间节点，第一个是型式核准的时间，第二个是注册销售的时间。两个时间节点是有差异的，型式核准开始实施在前，注册销售在后。我们预计 2012 年重卡国四标准正式实施。未来 3-5 年随着国四排放标准的正式公布与实施，高压共轨+SCR 将成为重卡燃油喷射系统的主流技术，高压共轨所配套的重卡份额将从目前的 35%左右上升至接近 65%，到时候高压共轨龙头博世汽柴的经营业绩将会翻倍增长，远远超越行业增速。

图 5：高压共轨配套重卡份额走势

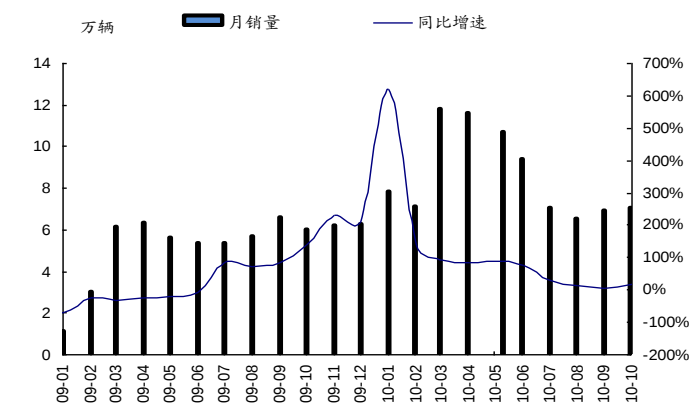


数据来源：公司资料，国都证券

(2) 技术升级，超越重卡行业成长

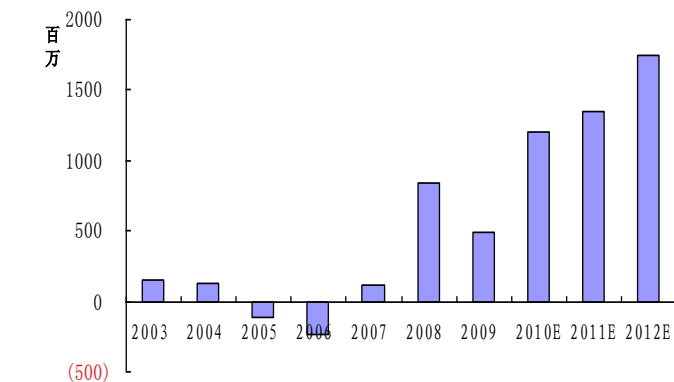
博世汽柴生产高压共轨系统主要配套重卡，业绩随重卡行业变化，并超越行业增长。博世汽柴在 2005 年开始部署国三标准产品后，经过三年亏损和微利，在 2008 年实现了爆发性增长。2008 年遭遇金融危机后，重卡行业急剧下滑，公司产品挤压严重，造成 2009 年上半年博世汽柴亏损。下半年行业好转之后，博世汽柴盈利能力快速恢复。2010 年 1-10 月，博世汽柴实现营业利润 11.34 亿元，净利润 9.86 亿元，加权平均净资产收益率为 31.47%，显示出博世汽柴良好的盈利能力。2010 年 1-10 月博世汽柴为公司贡献投资收益 3.1 亿元。

图 6：重卡月度销量



数据来源：CAAM，国都证券

图 7：博世汽柴净利润预测



数据来源：公司公告，国都证券

2011 年作为“十二五”开局第一年，我们预计固定资产投资将继续支持经济稳定增长。虽然受到宏观调控的影响，房地产投资将会有所压缩，但是保障房建设将部分弥

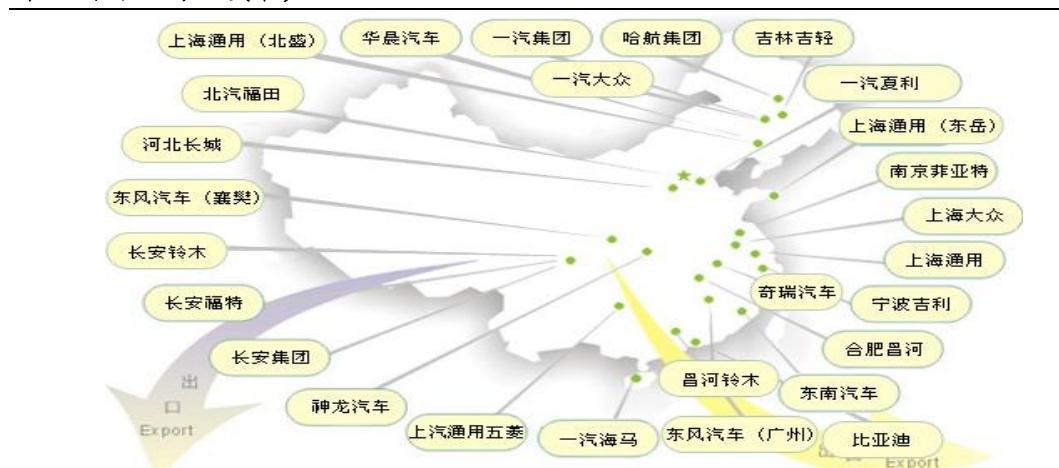
补房地产调控的影响，我们预计明年固定资产投资仍将保持在 20%以上，工程类重卡需求增长仍有保障；同时物流和集装箱市场景气回升，将带动公路重卡及半牵引车需求增长。预计重卡行业 2011 年将增长 10%。预计博世汽柴 2010 年净利润将达 12 亿元，2011 年为 13.8 亿元，增长 15%。

2、中联电子：汽油发动机控制系统（EMS）的龙头

中联电子由上汽、威孚高科、一汽、东风、北汽等公司联合成立的，其中上汽拥有 53%的股份，威孚高科占 20%的股份。中联电子和博世合资成立联合电子（UAES），双方各占 50%股份。

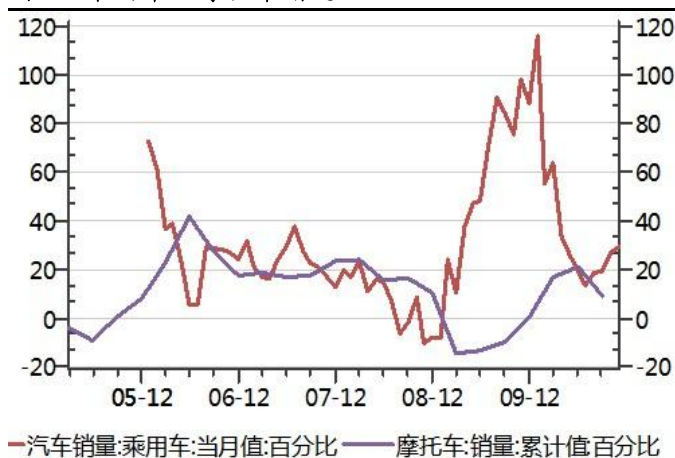
中联汽车电子的利润主要来源于联合汽车电子，联合电子的主要产品是 EMS（汽油发动机控制系统）、自动变速箱控制系统及其零部件，下游主要为乘用车、摩托车。公司拥有上海大众、上海通用、一汽大众、长安集团等国内几乎全部的客户，在国内电喷汽油领域占有 40%的市场份额。

图 8：联合电子主要客户



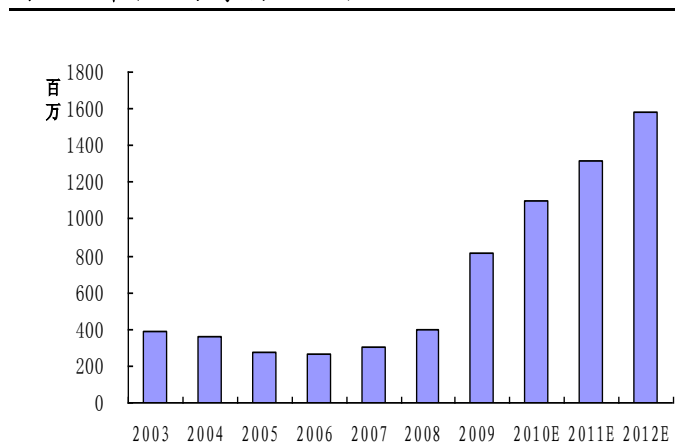
数据来源：国都证券

图 9：乘用车 / 摩托车增速



资料来源：CAAM，国都证券

图 10：中联电子净利润预测



资料来源：公司公告，国都证券

中联汽车每年贡献的利润相对稳定，基本与国内乘用车销量的变化波动同步。10 年上半年受益于乘用车高速增长，业绩高速增长，今年上半年净利润 2.4 亿，贡献投资收益 0.48 亿元。未来新的增长点看摩托车电喷系统的更新换代上，随着节能减排政

策力度加大，各领域都将开始实质性的工作推进，我国摩托车由化油器系统向电喷系统转换速度可能加快。摩托车业务毛利率低于乘用车，但增长空间大，中联电子的增长值得期待。保守估计未来几年能继续维持 15%-20% 的增长。预计中联电子 2010 年净利润 11.0 亿元，11 年净利润 13.2 亿元，同比增长 20%。

三、威孚力达：尾气后处理业务市场潜力巨大

1、国四排放标准实施将带来尾气后处理巨大市场

从环保政策角度看，机动车尾气排放日益严格，国内柴油机即将实行国四排放标准。排放标准升级到国 4，不仅需要采用电控高压共轨技术优化燃烧过程，而且必须增加机外后处理装置才能使排放标准达标。

2010 年国内机动车总产量预计 1800 万辆，在十二五期间预计年平均增幅在 12% 左右，预计到 2015 年国内机动车总产量在 3,000 万辆左右。其中：基本型乘用车 2,000 万辆；交叉型及其他汽油车 500 万辆，轻型柴油车及中重型柴油机市场为 500 万辆，其中重型柴油车预计 200 万辆左右。随着汽车保有量的增长，业界预测，未来 10 年，全球商用车排放控制技术市场的平均年增长率为 7%，这意味着全球柴油机尾气后处理系统的市场将从 2008 年的 680 亿元上升至 2020 年的 1,555 亿元左右。我国机动车氮减排和升级到国四排放标准，将给产业界带来巨大的商业机会。

目前，国际上技术路线主要有两条：一是 SCR（选择性催化还原）技术主要应用于中重型卡车，颗粒物在机内通过优化喷油和燃烧控制，再采用尿素溶液对氮氧化物进行选择催化还原进行机后处理。二是 EGR+DPF（废气再循环加颗粒捕捉器）技术，主要应用于轻卡。通过抑制氮氧化物在机内的产生，再采用颗粒捕捉器对颗粒物进行捕捉进行机后处理。基于燃油经济型的考虑，我们预计在中重卡市场会以前一种技术路线为主。

柴油机尾气后处理产品市场包括的产品有 SCR、EGR、DOC、POC、DPF。十二五期间，如果氮氧化物的排放纳入国家污染物排放总量控制体系，并且机动车排放标准升级到国四阶段，则柴油机动车尾气后处理系统的总的潜在市场规模预计可超过 1,000 亿元。

表 3：柴油机动车尾气后处理系统潜在市场规模预测

下游整车产量（万台）	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
SCR	126	126	139	159	191
EGR	240	264	290	319	351
DOC	220	242	266	293	322
POC	88	97	106	117	129
DPF（小型）	21	22	23	24	26

数据来源：中国汽车工业协会产销快讯

根据上述分析，未来国四标准乘用车和摩托车都需要加装净化器，市场空间极大。预计汽车尾气净化器需求可达 120 亿元，其中预计 SCR 系统市场规模超过 40 亿元。

2、SCR 产品即将产业化，威孚力达市场地位占优

威孚力达及其参股 49% 的威孚环保主要生产尾气净化器、消声器、催化剂等产品，包括 DOC+POC、SCR、汽油净化器、歧管净化器等。下游主要为奇瑞、吉利、夏利、长城等自主品牌乘用车，福田等部分商用车。公司催化剂产品产能充足，在自主品牌乘

用车领域处于主导地位，主要竞争对手为贵研铂业。目前公司在大力开展合资车型的配套拓展，已经有部分车型在做先期配套工作，预计增速会加快。随着国家节能车补贴等政策促进自主品牌乘用车比例上升，威孚力达业绩将高速增长。

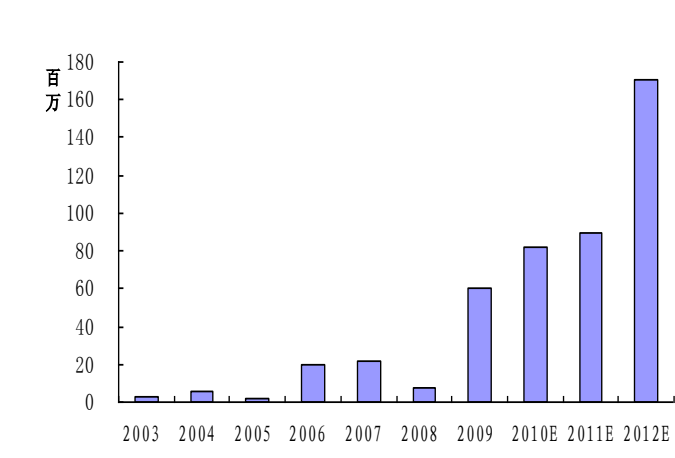
力达尾气项目曾经亏损了多年，但现在已是国内同行业的第一品牌，公司具备 360 万升催化剂、60 万套机动车尾气催化转化器的年生产能力。目前增发募投汽车尾气后处理系统产品产业化项目，预计于 2012 年 10 月达产。项目实施后将达到新增各类净化器 198 万件的生产能力，其中，年产 DOC+POC 净化器 35 万件、SCR 系统 33 万件、汽油净化器 34 万件、歧管净化器 96 万件。目前博世汽柴共轨和威孚力达 SCR 的产品已经批量生产，在国四标准出台之后，市场潜力巨大。

图 11：自主品牌比例不断上升



资料来源：CAAM，国都证券

图 12：威孚力达净利润预测



资料来源：公司公告，国都证券

四、收购宁波天力，增压器将成新的利润增长点

1、涡轮增压器产品市场潜力巨大

中国机动车用涡轮增压器产品市场潜力巨大。涡轮增压器通过提高发动机的进气密度和压力，显著提高发动机的动力性、燃油经济性和排放性能，是发动机产品技术升级的重要标志，是实现发动机节能减排的重要手段。

由于涡轮增压器在工作过程中要高速运行，长期接触高温废气和发动机没有充分燃烧产生的积碳，对于商用车而言，每行驶 20 万公里需要更换涡轮增压器。目前，我国机动车 OEM 产品装备增压器的比例不足 10%。节能车补贴政策和排放标准的升级将驱动我国汽车发动机采用涡轮增压器的比例快速提升。从今年 7 月开始，中央财政对提前达到第三阶段油耗限值标准的汽车产品，实施了“节能车示范推广”的财政补贴政策（对达到节能标准的 1.6L 排量以下车型补贴 3000 元），这将驱动汽车企业全力提高内燃机的燃油经济性，而涡轮增压装置是降低内燃机能耗的有效方法；由于涡轮增压器具有降低发动机排放的作用，所以当机动车排放标准升级到国 IV、国 V 阶段，涡轮增压器将成为柴油发动机的标准配置，市场潜力巨大。

根据霍尼韦尔公司的预测，中国市场发动机的涡轮增压率将从 2010 年的 9% 提高到 2020 年的 61%，未来十年市场需求复合增长超过 30%，成长速度快于汽车行业的销量增速，市场成长空间巨大。

不考虑整车行业的成长性，我国汽油机涡轮增压器每年的静态潜在市场规模（含售后维修市场）大约在 100 亿元人民币左右，柴油机涡轮增压器每年的静态潜在市场规模（含售后维修市场）大约在 120 亿元人民币左右。

2、收购实现产业链整合，提升公司竞争力

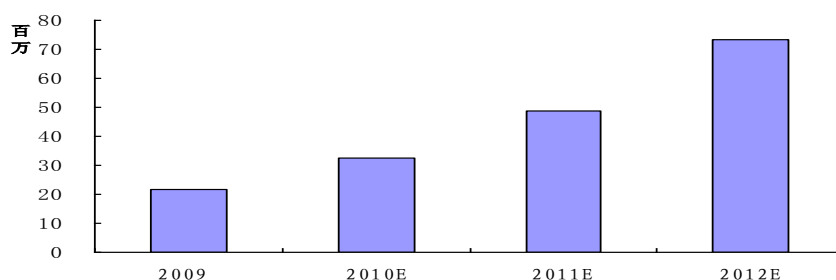
涡轮增压产品市场结构两级分化，国内优秀企业市场份额存在较大的提升空间。目前，重型柴油机 OEM 环节的涡轮增压器装备率已经达到约 90%，主要被霍尼韦尔、霍尔赛特、IHI、三菱等跨国公司所垄断，重型柴油机的售后维修市场，跨国公司大约占据了 30% 左右的市场份额；汽油机 OEM 市场，博格华纳公司、霍尔赛特和霍尼韦尔垄断了该市场，汽油机售后维修市场，这三家公司的市场份额也居于主导地位。出于降低产品成本的考虑，国内的内燃机生产企业有强烈的动机采用国内优秀涡轮增压器制造企业的产品。无论是 OEM 市场，还是售后维修市场，国内比较优秀的涡轮增压器制造企业的市场份额都有巨大的提升空间。

宁波天力目前主要产品为中小型柴油机增压器，汽油机增压器项目已有技术及产品的储备。公司目前是国家发改委重点支持的有自主研发能力及自主品牌的高技术汽车零部件企业。公司承担了国家汽车产业振兴和技术改造专项汽油机增压器项目。正在进行的钛铝合金增压器、电动增压器和陶瓷滚珠轴承增压器研究项目，已取得阶段性成果。公司产品已全面进入国 III 市场，主要批量供给东风朝柴、昆明云内、江淮汽车、成都云内、常柴股份、保定长城、成飞、莱动、东风南内、新柴、吉奥汽车、全柴、天津雷沃动力等二十几个发动机厂；公司的全资子公司，英特迈机械的主营产品为轻型车用涡轮增压产品。

涡轮增压产品具有非常高的盈利能力。2009 年，宁波天力的销售收入为 8737 万元，净利润 2170 万元，宁波天力的净利润率高达 24%。如此高的净利润率在制造业内属于非常高的水平。根据目前的收购进程，预计宁波天力在 2010 年 4 季度可以和威孚高科并表。

威孚高科增资收购宁波天力增压器有限公司 51% 股权，凭借威孚高科和国内大量柴油机制造企业长期的合作关系和影响力，宁波天力的发展空间将更加巨大，市场开拓变得更加容易，市场份额有望快速提升。我们预计，受益于国家鼓励节能车的消费和发动机产品的技术升级，国内涡轮增压产品的需求将呈现爆发式增长的态势。凭借公司在国内发动机市场的影响力，公司的涡轮增压产品业务在未来三年的复合增长率有望达到 50% 以上，有望快速成为下一个公司非常重要的利润增长点。

图 13：宁波天力净利润预测



资料来源：公司公告，国都证券

此外，威孚高科增资收购宁波天力，符合公司长远发展战略，增压器作为汽车核心

零部件，随着国家节能减排力度的加强，其产业前景和市场空间巨大，因此收购“宁波天力”时机适宜，有利于公司汽车核心零部件产业链的形成。增压器作为汽车核心零部件，近年来得到了快速发展，随着国家节能减排力度的进一步加强，其产业前景越来越明显，威孚高科增资收购宁波天力有利于完善威孚作为汽车核心零部件制造商的产业链，利用威孚的市场平台，实施系统供货，对做强做大威孚创造了条件。

五、其他业务转好

1、威孚汽柴：配套博世汽柴，提升盈利能力

威孚高科全资子公司威孚汽柴过去一直是威孚高科盈利的主要来源，但随着 08 年 7 月重卡国三标准的实施，其主要盈利产品 PS7100 泵的销量出现大幅下滑。威孚汽柴目前主要产品为 P 型喷油器及为博世汽柴高压共轨系统提供的高压共轨泵。

表 4：威孚汽柴业务介绍

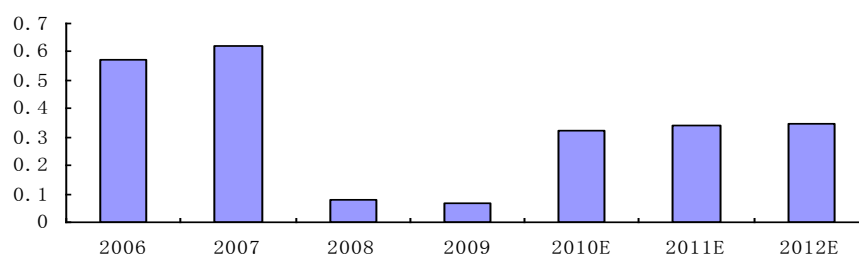
业务单位	主要产品	排放标准	下游应用领域
威孚汽柴	高压共轨系统用高压泵	国 IV、国 III	大功率柴油机
	PS7100	国 II	大功率柴油机
	P 型喷油器	国 II	中大功率柴油机
			中重型卡车、大中型客车

数据来源：公司资料，国都证券

P 型喷油器技术及生产线是 2009 下半年从博世汽柴收购而来。目前在商用车领域中 P 系列喷油器所占市场份额在 60%以上，而“博世汽车”的 P 系列喷油器产品具有品质优势、制造技术、开发技术领先，通过收购“博世汽车”的喷油器总成，特别是 P 系列喷油器，可弥补威孚高科在 P 系列喷油器领域被动的局面，有利于“威孚汽柴”公司拓展业务范围，降低成本。依据威孚高科庞大的销售网络和机械喷油泵一起匹配一起供货的模式，为“威孚汽柴”乃至威孚高科带来新的利润增长点，巩固和扩大威孚高科在行业中的地位。P 型喷油器可以搭配应用于 EGR 国三发动机的机械或电控泵，盈利能力强，随着威孚高科对汽柴的股权完成全部收购后管理关系理顺，业绩将得到大幅提升。

目前高端高压泵仍无法完全匹配，仅能匹配 4~5 种产品，但公司力争实现基本覆盖主要品种，预计届时覆盖率将接近 60%。高压油泵产品毛利率稳定，下游博世汽柴需求稳步增长。公司 2011 实现净利润有望超过 3400 万元。

图 14：威孚汽柴净利润预测（亿元）



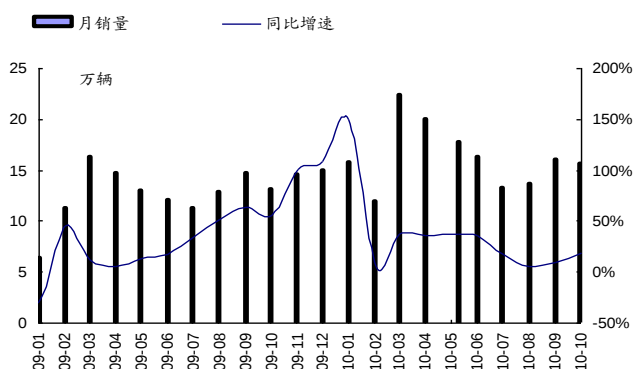
资料来源：公司公告，国都证券

2、威孚金宁：受益于轻型商用车排放标准升级

公司控股 80%的威孚金宁，专业生产 VE 分配泵及其零部件。VE 泵主要应用于小型高速柴油机，广泛应用于轻型客货车上。公司目前已成功开发出满足国 3 排放标准的电控 VE 泵系统，完成对 10 余家主机厂数种机型的配试，并实现了小批量的生产。

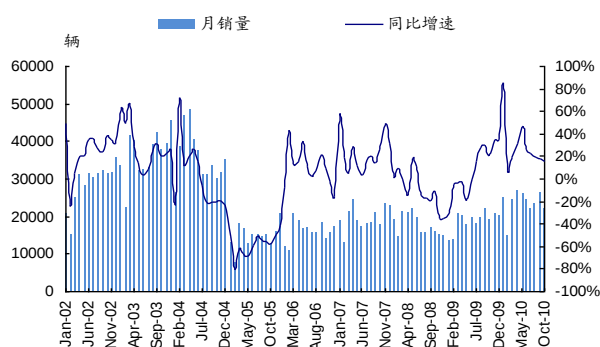
在轻型商用车国 3 路线上，可能有三种：一是采用高压共轨系统，配套高端轻型商用车；一是如同重型车中的 EGR 系统，轻型商用车采用机械泵加废气循环系统来实现，这种路线成本较低、效果一般，估计应用在低端产品上的可能较大；第三种路线就是采用电控 VE 泵，这种系统节能和排放效果较好，但价格比共轨系统经济，我们认为这种系统的性价比较高，未来的应用范围可能最为广泛。随着轻卡国三标准执行，公司销售有望爆发性增长。VE 泵可以升级到国四标准，公司正在进行开发与试生产。

图 15: 轻卡销量



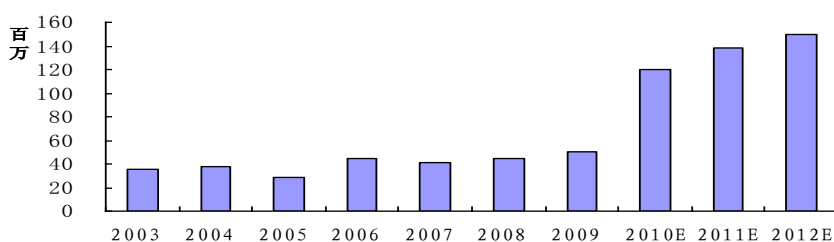
资料来源：CAAM，国都证券

图 16: 轻客销量



资料来源：CAAM，国都证券

图 17: 威孚金宁净利润预测



资料来源：公司公告，国都证券

3、本部转型成功

本部主要生产 PW2000 和工程机械泵，大功率机械泵主要为国 II 工程机械和 EGR 重卡配套，小功率机械泵主要为轻卡配套。08 年 7 月 1 日开始在全国范围内实施的商用车国三排放标准对公司的利润收入造成较大冲击。公司于 2008 年计提了 0.57 亿元的资产减值损失，以及原材料价格高涨，需求下滑等因素，共造成 2 亿的亏损。08 年公司本部经过大规模改造，逐渐转型为专门为博世做配套的企业。09 年已经转型完毕，公司本部扭亏。

目前公司本部为博世的配套能力较为有限，仅限于小型共轨系统。其盈利能力较差，公司正在积极开发适合大型共轨系统的技术，未来有望提高博世配套比例，增强盈利能力。

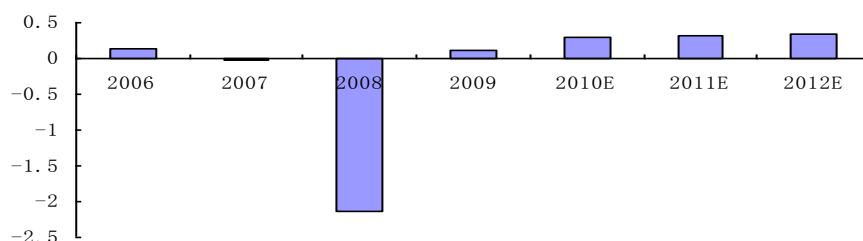
力。另外，给博世配套也有利于博世提高国产化率，降低成本，从而更具有竞争力。从长远来看，公司给博世的配套产品也有望进入博世全球的产业链，获得更为广阔的成长空间。

表 5：本部业务介绍

业务单位		主要产品	排放标准	下游应用领域
公司本部	PW2000(大功率机械泵)	国 III、国 II	大功率柴油机	中重型卡车、大中型客车
	PW 系（大功率机械泵）	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

数据来源：公司资料，国都证券

图 18：本部净利润预测（亿元）



资料来源：公司公告，国都证券

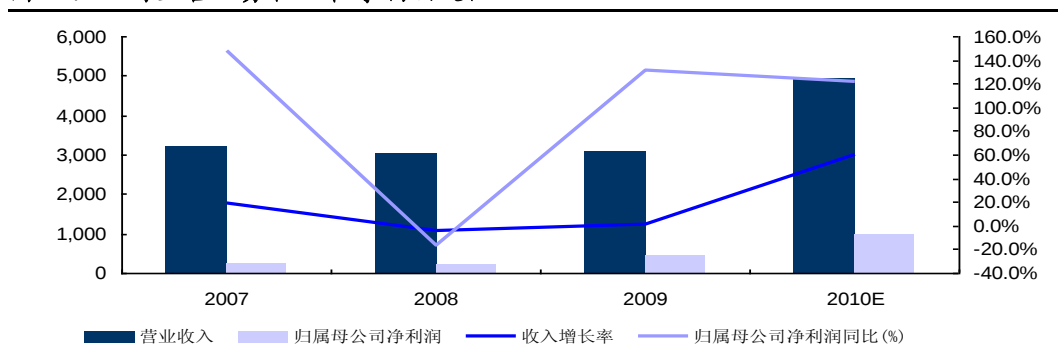
六、盈利预测与估值

1、盈利预测

今年公司全部业务板块都表现出非常良好的盈利能力。由于排放标准的提升是确定性的事件。2012 年开始，国三标准将向国四标准切换。目前威孚高科在技术上已经准备成熟，产业化基本条件已经具备。虽然届时将继续一系列的技术改造，但在排放标准不断提升的过程中，公司的竞争对手越来越少，配套下游重卡份额将越来越高。未来实现欧四、欧五标准的技术最终集中到几个国际巨头上，而博世又处于绝对的优势，公司的传统业务主要围绕博世展开，将成为国内最受益的汽车零部件企业。另一方面，新业务尾气处理，以及升级到国四标准后的 SCR 业务等具备广阔的发展空间，同时公司又收购未来市场潜力巨大的增压器业务。所以，长期来看，未来公司的竞争力是在不断的加强的。

我们对公司各项业务的预测主要基于前面结合行业增速和子（参股）公司市场占有率变化及参股公司股权比例的量化模型计算。公司 2010 年前 3 季度实现营业收入 39.8 亿，同比增长 87%；实现净利润 6.1 亿，同比增长 173%；预计公司 2010 年全年业绩增速为 120%，对应 EPS 为 1.75 元，全年业绩高速的成长的态势较为明显。

图 19: 公司主营业务收入和净利润变化



资料来源: 公司公告, 国都证券

表 6: 子公司及参股公司贡献盈利预测

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
本部	0.14	-0.02	-2.13	0.11	0.29	0.319	0.3509
yoy					164%	10%	10%
威孚汽柴	0.57	0.62	0.08	0.07	0.32	0.34	0.35
yoy					327%	5%	5%
威孚金宁	0.35	0.33	0.36	0.4	0.96	1.10	1.19
yoy					141%	15%	8%
威孚力达	0.19	0.21	0.07	0.57	1.25	1.50	2.26
yoy					120%	20%	50%
宁波天力				0.10	0.15	0.23	0.34
yoy					50%	50%	50%
博世汽柴	-0.76	0.38	2.65	1.54	4.25	5.28	6.86
yoy					176%	24%	30%
中联电子	0.53	0.61	0.80	1.63	2.28	2.74	3.29
yoy					40%	20%	20%
其他	-0.09	0.17	0.10	0.15	0.40	0.28	0.28
业绩合计	0.93	2.30	1.93	4.47	9.91	11.79	14.93
EPS	0.16	0.41	0.34	0.79	1.75	2.08	2.63

数据来源: 公司公告, 国都证券

表 7: 威孚高科盈利预测 (百万元)

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3081	4929	5915	7098
营业成本	2476	3869	4643	5572
营业税金及附加	18	31	37	44
营业费用	95	128	163	192
管理费用	319	453	567	671
财务费用	31	22	10	-5
资产减值损失	49	-17	16	-0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	372	650	800	1000
营业利润	464	1092	1279	1624
营业外收入	33	2	17	9
营业外支出	15	12	13	13

利润总额	483	1082	1283	1621
所得税	19	43	51	65
净利润	464	1038	1232	1556
少数股东损益	15	45	50	65
归属母公司净利润	448	993	1182	1492
EBITDA	496	1114	1289	1619
EPS (元)	0.79	1.75	2.08	2.63

数据来源：公司公告，国都证券

2、估值和投资建议

预计 10-12 年公司 EPS 分别为 1.75、2.08、2.63 元，对应 10-12 年的动态市盈率为 21、18、14 倍，相关汽车零部件公司 10、11 年平均 PE 分别为 34、28 倍，公司估值偏低。

考虑到公司主要业务发展方向均围绕排放标准升级进行，公司及参股公司产品有很强的技术壁垒。国四排放标准实施即将到来，未来公司发展将充分受益于自身技术升级，发展前景较好。定向增发将使公司业务进一步在汽车节能减排领域扩展，有助于公司强化未来主业的竞争能力，稳定公司中长期业绩。博世持公司股权比例增加，使博世进一步与公司合作进入新产品领域的可能性陡然加大，公司未来盈利增长的想象空间进一步增大。给予公司“短期_强烈推荐，长期_A”的投资评级。

表 8：上市公司估值对照表（2010-12-18）

证券简称	股价（元）	10EPS（元）	11EPS（元）	10PE	11PE
东安动力	13.57	0.70	0.89	19.42	15.17
全柴动力	15.50	0.38	0.53	41.32	29.25
凌云股份	18.20	0.90	1.07	20.22	16.93
华域汽车	12.30	0.96	1.12	12.85	10.94
一汽富维	34.79	2.52	2.92	13.82	11.91
上柴股份	17.44	0.25	0.27	71.18	65.32
滨州活塞	15.49	0.48	0.56	32.40	27.74
潍柴动力	119.98	7.34	8.21	16.34	14.61
万向钱潮	17.97	0.38	0.49	47.34	36.82
中鼎股份	20.45	0.76	0.97	26.75	21.19
云内动力	16.55	0.52	0.57	31.79	28.91
宁波华翔	15.93	0.73	0.92	21.82	17.33
银轮股份	30.39	1.06	1.19	28.81	25.65
特尔佳	16.04	0.21	0.24	77.30	68.11
天润曲轴	26.80	0.82	1.17	32.57	22.93
亚太股份	22.96	0.63	0.84	36.29	27.49
新朋股份	19.58	0.70	0.97	28.08	20.23
兴民钢圈	17.01	0.52	0.74	32.75	23.10
万里扬	32.83	1.04	1.40	31.56	23.42
中原内配	47.15	1.02	1.24	46.32	38.03
松芝股份	30.00	0.98	1.20	30.68	24.99
双林股份	41.70	0.93	1.13	45.08	36.98
算术平均				33.85	27.59
威孚高科	37.00	1.75	2.08	21.14	17.79

资料来源：Wind，国都证券

七、风险因素

- 毛利率大幅下降的风险。
- 排放标准升级实施速度放缓的风险。
- 汽车尤其是重卡需求严重下降的风险。
- 与博世合作关系发生重大不利变化的风险。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2383	3962	5089	6807	营业收入	3081	4929	5915	7098
现金	425	797	2013	2411	营业成本	2476	3869	4643	5572
应收账款	746	1130	1148	1575	营业税金及附加	18	31	37	44
其它应收款	5	16	8	21	营业费用	95	128	163	192
预付账款	41	48	58	70	管理费用	319	453	567	671
存货	589	1192	918	1626	财务费用	31	22	10	-5
其他	577	778	943	1103	资产减值损失	49	-17	16	-0
非流动资产	2653	2575	2552	2513	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1348	1304	1319	1314	投资净收益	372	650	800	1000
固定资产	1153	1171	1171	1151	营业利润	464	1092	1279	1624
无形资产	73	76	76	78	营业外收入	33	2	17	9
其他	80	23	-14	-30	营业外支出	15	12	13	13
资产总计	5036	6537	7641	9320	利润总额	483	1082	1283	1621
流动负债	1912	2462	2613	3034	所得税	19	43	51	65
短期借款	533	670	602	613	净利润	464	1038	1232	1556
应付账款	862	1157	1309	1632	少数股东损益	15	45	50	65
其他	518	635	702	788	归属母公司净利润	448	993	1182	1492
非流动负债	31	30	33	35	EBITDA	496	1114	1289	1619
长期借款	3	5	7	10	EPS (元)	0.79	1.75	2.08	2.63
其他	28	25	26	26	主要财务比率				
负债合计	1944	2492	2647	3069		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	230	275	325	389	成长能力				
股本	567	567	567	567	营业收入	1.6%	60.0%	20.0%	20.0%
资本公积金	908	908	908	908	营业利润	89.4%	135.2%	17.1%	27.0%
留存收益	1388	2296	3195	4387	归属母公司净利润	131.7%	121.5%	19.1%	26.2%
归属母公司股东权益	2863	3770	4670	5862	获利能力				
负债和股东权益	5036	6537	7641	9320	毛利率	19.6%	21.5%	21.5%	21.5%
现金流量表					净利率	14.5%	20.1%	20.0%	21.0%
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	15.7%	26.3%	25.3%	25.4%
经营活动现金流	216	-435	770	-367	ROIC	30.6%	45.1%	61.7%	53.8%
净利润	464	1038	1232	1556	偿债能力				
折旧摊销	0	0	0	0	资产负债率	38.6%	38.1%	34.6%	32.9%
财务费用	31	22	10	-5	净负债比率	27.58%	27.08%	23.02%	20.30%
投资损失	-372	-650	-800	-1000	流动比率	1.25	1.61	1.95	2.24
营运资金变动	-0	-1008	403	-1111	速动比率	0.86	0.99	1.50	1.56
其它	93	163	-75	193	营运能力				
投资活动现金流	45	775	805	1045	总资产周转率	0.64	0.85	0.83	0.84
资本支出	116	-37	-36	-36	应收帐款周转率	5	5	5	5
长期投资	-11	-46	15	-5	应付帐款周转率	3.63	3.83	3.77	3.79
其他	150	692	785	1004	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-428	32	-359	-281	每股收益	0.79	1.75	2.08	2.63
短期借款	-310	137	-68	11	每股经营现金	0.38	-0.77	1.36	-0.65
长期借款	3	2	2	2	每股净资产	5.05	6.65	8.23	10.33
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	36.34	16.40	13.78	10.92
其他	-121	-107	-293	-294	P/B	5.69	4.32	3.49	2.78
现金净增加额	-0	372	1216	398	EV/EBITDA	30.80	13.71	11.85	9.43

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com