

## 威孚高科 (000581)

买入/维持评级

股价: RMB29.54

### 分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:s1000510120005

(0755)8249 2723

yaohg@mail.htlhsc.com.cn

黄未樵

SAC 执业证书编号:S1000510120018

(0755)8236 6964

huangwq@mail.htlhsc.com.cn

# 年内最佳投资时点已现

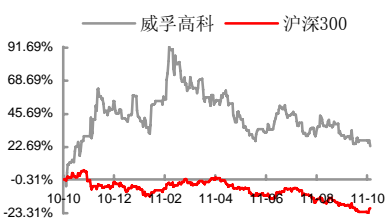
- 受累于重卡行业的景气下行，特别是6~8月的快速下滑，公司重卡燃油系统业务（包括本部、威孚DS、博世DS）三季度经营压力较大。受此影响，预计三季度单季业绩将出现同比负增长，预料单季业绩将在0.4元~0.45元，同比下滑15%~20%。但应注意的是，尽管行业下滑，但公司通过自身积极努力，仍然扩大了市场份额，并且业绩表现也仍将显著好于产业链上的相关公司，经营与业绩情况并未出现低于预期的状态。
- 我们相信7月重卡单月销量5万辆（年化60万辆）应当已是行业底部，随着去库存周期的结束和半挂牵引车为主的运输类重卡需求复苏，行业应进入缓慢复苏和回声的阶段。通过跟踪9、10月的本部PW2000与博世DS共轨订单的回升，我们认为重卡行业最困难的时刻已经过去，相关业务基本面正在改善。
- 全年而言，我们预计本部、博世将出现小幅下滑，联电将下滑10%，但由于威孚金宁、威孚力达将有不俗增长，因此全年业绩将基本与去年持平，甚至略有增长，这一表现将远超行业水平。
- 经历10月14日的大幅下跌后，即使考虑摊薄，公司估值也已低于15倍，而2012年重卡行业景气度进一步下行的概率偏小，我们认为当前公司股价已经具有充分的安全边际。
- 同时，我们仍然倾向于相信国四标准将于2012年7月1日起执行，公司业绩因此将有较大机会自2012年起进入新一轮快速增长周期。从更长的周期来看，公司业绩增长的持续性、业务壁垒的不断提升和业务范围的拓展仍在持续。
- 无论从短期的安全边际、业绩弹性，抑或长期的公司价值来看，我们均认为当前公司股价已被低估，本轮下跌将是年内投资的最佳时点。
- 风险提示：重卡行业景气度出现进一步下滑；国四标准推出未达预期；公司新业务拓展进程、市场份额未达预期；博世、威孚合作出现意料外情形。

### 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)	14,294

### 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

### 经营预测与估值

	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5371.2	5700.0	6600.0
(+/-%)	74.4	6.1	15.5
归属母公司净利润(百万元)	1340.3	1357.7	1779.0
(+/-%)	199.0	1.4	31.0
EPS(元)	2.36	2.39	3.14
P/E(倍)	13.4	12.3	9.4

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

## 基本面正在改善，全年业绩将远超行业表现

受累于重卡行业的景气下行，特别是6~8月的快速下滑，公司重卡燃油系统业务（包括本部、威孚DS、博世DS）三季度经营压力较大。受此影响，预计三季度单季业绩将出现同比负增长，预料单季业绩将在0.4元~0.45元，同比下滑15%~20%。但应注意的是，尽管行业下滑，但公司通过自身积极努力，仍然扩大了市场份额，并且业绩表现也仍将显著好于产业链上的相关公司，经营与业绩情况并未出现低于预期的状态。

我们相信7月重卡单月销量5万辆（年化60万辆）应当已是行业底部，随着去库存周期的结束和半挂牵引车为主的运输类重卡需求复苏，行业应进入缓慢复苏和回声的阶段。通过跟踪9、10月的本部PW2000与博世DS共轨订单的回升，我们认为重卡行业最困难的时刻已经过去，相关业务基本面正在改善。

本部2011年PW2000销量有望与2010年持平，受其他中小型泵下滑影响，全年业绩或有小幅下滑。

表格1 本部传统业务

	2009	2010	2011E	2012E
pw2000(万套)	8.5	32	32	27
价格	2500	2500	2500	2500
净利率	5%	18%	18%	14%
净利润(万元)	1,063	14,400	14,400	9,450
其他贡献	0	7,000	5,000	6,000
合计	1,063	21,400	19,400	15,450

数据来源：华泰联合证券研究所预测

注：2012年预测假设为7月1日执行国四，WAPS将有6万台销量，PW2000减少5万台，关于WAPS的预测将在后文展示

博世全年中重型共轨销量或将小幅下滑，受此影响全年收入或将呈现下降。由于博世固定成本较高，正常情况下，净利润下降将快于收入下降，但由于2011年商务优惠返点将2010年将减少近1.5亿元，因此全年净利率或将维持稳定，从而使博世业绩仅小幅下滑。

表格2 博世DS业务

	2009	2010	2011E	2012E
配套量(万台套)	25	38	36	55
中重型柴油车市场占比	25%	30%	28%	38%
单价(万元)	1.25	1.24	1.24	1.14
中重型车 销售收入(亿元)	31.3	47.1	44.6	62.7
配套量(万台套)	15	20	23	30
单价(万元)	0.60	0.59	0.59	0.55
轻型车 销售收入(亿元)	9.0	11.8	13.6	16.5
总销量(万台套)	40	58	59	85

合计	总收入(亿元)	40.3	58.9	58.2	79.2
	增长率	-31%	46%	-1%	36%
盈利	净利率	13.0%	21.5%	21.7%	22.5%
	净利润(亿元)	5.2	13.1	12.5	17.8

数据来源: 华泰联合证券研究所预测

全年而言, 我们预计本部、博世将出现小幅下滑, 联电将下滑 10%, 但由于威孚金宁、威孚力达将有不俗增长, 因此全年业绩将基本与去年持平, 甚至略有增长, 这一表现将远超行业水平。

表格 3 威孚高科业绩预测/百万(摊薄前)

	2010A		2011E		2012E	
	盈利	贡献利润	盈利	贡献利润	盈利	贡献利润
本部业务	214	214	194	194	199	199
威孚 DS (09 年 70%, 10 年 100%)	199	199	217	217	250	250
威孚金宁 (80%)	160	128	209	167	242	193
威孚力达 (94.5%, 含环保)	124	118	146	139	305	289
其中: 国四后处理系统	0	0	0	0	135	128
博世 DS (31.5%)	1307	412	1212	382	1782	561
中联电子 (20%)	996	199	896	179	1031	206
其他		70		80		80
合计 (税后)		1340		1357.69		1779
每股收益 (元)		2.36		2.39		3.14

数据来源: 华泰联合证券研究所预测

注: 2012 年业绩预测的重要假设为 2012 年 7 月 1 日起执行国四

## 年内最佳投资时点已现

经历 10 月 14 日的大幅下跌后, 即使考虑摊薄, 公司估值也已低于 15 倍, 而 2012 年重卡行业景气度进一步下行的概率偏小, 我们认为当前公司股价已经具有充分的安全边际。

同时, 我们仍然倾向于相信国四标准将于 2012 年 7 月 1 日起执行, 公司业绩因此将有较大机会自 2012 年起进入新一轮快速增长周期。从更长的周期来看, 公司业绩增长的持续性、业务壁垒的不断提升和业务范围的拓展仍在持续。我们将公司主要投资逻辑归结为以下 3 点:

1. 重卡行业未来几年量的增长可能趋于平淡, 由于排放标准升级和产品档次升级带来的结构性机会将是主要增长点。公司的尾气处理系统和电控燃油喷射系统仍将保证未来 3~5 年有较为可观的持续业绩增长。
2. 威孚金宁的电控 VE 分配泵、博世 DS 的共轨系统与本部将推出的 WAPS 系统在国内仍然具有技术与加工能力的垄断性, 而随着排放标准和产品档次升级, 其业

务壁垒将不断提升，其他公司追赶的难度将越来越大，其高市场份额和高盈利能力有望进一步强化。

3. 过去市场认为公司仅仅是博世的附庸，但我们应当看到的是威孚金宁的电控 VE 分配泵、本部 WAPS 系统所展现出的技术进步与高精度机械加工能力，公司自身能力的显著提高，将有助于公司未来可模仿博世的发展，极大地拓展其业务范围。我们看到的第一步是公司由柴油机燃油系统供应商向发动机核心零部件供应商的转变，业务涵盖进气系统、燃油喷射系统、尾气处理系统。

因此，无论从短期的安全边际、业绩弹性，抑或长期的公司价值来看，我们均认为当前公司股价已被低估，本轮下跌将是年内投资的最佳时点。

**表格 4 国四尾气处理业务预测 (摊薄前)**

		2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
中重型商用车销量 (万辆)		130	140	152	159	167
SCR 市占率						
	乐观假设	0.00%	50.00%	65.00%	80.00%	90.00%
	中性假设	0.00%	30.00%	40.00%	50.00%	60.00%
	悲观假设	0.00%	20.00%	25.00%	30.00%	40.00%
轻型商用车销量		230	248	268	282	296
EGR 市占率						
	乐观假设			25.00%	65.00%	80.00%
	中性假设			15.00%	40.00%	50.00%
	悲观假设			10.00%	25.00%	30.00%
威孚市场占有率		50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
SCR 产品单价		1.00	0.80	0.80	0.80	0.80
EGR 产品单价		0.18	0.15	0.15	0.15	0.15
国四产品销售收入						
	乐观假设	0.00	28.08	44.45	64.68	77.93
	中性假设	0.00	16.85	27.28	40.29	51.21
	悲观假设	0.00	11.23	17.18	24.39	33.40
净利率						
	乐观假设	5%	18.00%	20.00%	22.00%	22.00%
	中性假设	5%	16.00%	18.00%	20.00%	21.00%
	悲观假设	5%	14.00%	16.00%	17.00%	19.00%
净利润 (亿元)						
	乐观假设	0.00	5.05	8.89	14.23	17.14
	中性假设	0.00	2.70	4.91	8.06	10.75
	悲观假设	0.00	1.57	2.75	4.15	6.35
贡献利润						
	乐观假设	0.00	0.70	1.23	1.96	2.37
	中性假设	0.00	0.37	0.68	1.11	1.48
	悲观假设	0.00	0.22	0.38	0.57	0.88

数据来源：华泰联合证券研究所预测

**表格 5 电控燃油喷射系统业务预测 (摊薄前)**

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
中重型商用车销量	130	140	152	159	167
共轨市占率	28.00%	38.00%	45.00%	50.00%	55.00%
WAPS	0.00%	4.00%	10.00%	15.00%	20.00%
共轨单价	1.20	1.10	1.10	1.10	1.10
WAPS 单价	0.90	0.80	0.80	0.80	0.80
轻型车销量	220	238	257	269	283
共轨市占率	13.00%	17.00%	20.00%	25.00%	30.00%
WAPS	0.00%	0.00%	10.00%	20.00%	30.00%
共轨单价	0.60	0.55	0.55	0.55	0.55
WAPS 单价	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35
博世共轨盈利预测					
收入	60.84	80.90	103.28	124.62	147.82
净利率	21.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
净利润	12.78	17.80	22.72	27.42	32.52
贡献 EPS	0.63	0.88	1.12	1.36	1.61
威孚 WAPS 盈利预测					
收入	0.00	4.49	21.11	37.97	56.45
净利率	0.00%	10.00%	12.00%	14.00%	16.00%
净利润	0.00	0.45	2.53	5.32	9.03
贡献 EPS	0.00	0.07	0.37	0.77	1.31

数据来源：华泰联合证券研究所预测

## 风险提示

1. 重卡行业景气度出现进一步下滑；
2. 国四标准推出未达预期；
3. 公司新业务拓展进程、市场份额未达预期；
4. 博世、威孚合作出现意料外情形



### 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±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

### 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

### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门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,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。