

## 威孚高科 (000581)

买入/维持评级

股价: RMB32.5

### 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

### 联系人

周力维

0755- 8212 5072

zhouliwei@mail.htlhsc.com.cn

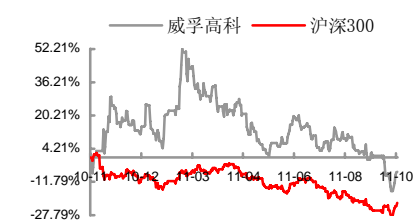
# 4 季度无忧 2012 年将展现弹性

- 在汽车行业步入调整的 2011 年, 威孚展示了良好的抗周期性——更小的波动性和更稳定的盈利水平。抵御周期的能力来自两个方面: 持续提升的市场份额, 以及均衡的产业结构。
- 通过与博世的的产品配套合作, 近年来威孚显示出的技术进步以及高精度机械加工工艺能力的快速提升令人侧目, 不断强化其在全产业链上的竞争力, 结果是, 可以观察到公司在几乎所有的核心产品领域都延续着市场份额提高的趋势, 在 WAPS 系统的突破上, 我们也看到了这一成果的集中体现。
- 我们的行业跟踪显示, 博世 DS 四季度订单快速回升, 已达满产, 且 2012 年 1 季度订单也有望完全满产落地; 重卡轻量化趋势导致公司本部 9、10 月订单已呈饱和状态, 而主要竞争对手山东龙口的产品质量问题导致订单的进一步拥挤, 4 季度无忧。
- 4 季度景气的回升来自两个方面: 治理超载力度加大导致轻量化车型需求迅猛增长, 其次, 可以确认 3 季度行业的去库存取得显著成效, 补库存行为也导致了下游需求的快速回暖。
- 我们认为本轮周期下行的底部在 3 季度已经得到确认, 但判断行业中期的景气走向则需要政策层面更多积极信号的释放, 大概率事件是, 行业很可能在波动中缓慢复苏。
- 国四排放升级政策仍不明朗, 但环保政策信号进一步趋向积极。进入 2012 年, 对于排放升级以及由此而带来的公司盈利弹性预期将更趋强烈, 最悲观的结果, 这一因素也将在 2012 年给公司估值带来相当好的提升动力。
- 维持公司 11 和 12 年每股盈利预测 2.39 元和 3.14 元, 对应估值水平分别为 13.6 倍和 10.3 倍, 考虑增发摊薄因素, 2011 年对应估值也仅为 16.3 倍。无论从估值安全边际、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相当理想, 建议买入。
- 风险提示: 行业景气度持续低迷; 排放法规出台远未达预期。

### 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)	14,928

### 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)	12.0	13.6	10.3

## 目 录

更好的抗周期波动能力.....	4
4 季度无忧 .....	5
环保政策信号进一步趋向积极 不必纠结于具体时点 .....	6
盈利预测和估值 .....	7
风险提示 .....	8

## 图表目录

图 1: 中重卡销售数据, 2010 vs. 2011 .....	4
图 2: 轻卡销售数据, 2010 vs. 2011 .....	4
图 3: 轻客销售数据, 2010 vs. 2011 .....	5
图 4: 乘用车销售数据, 2010 vs. 2011 .....	5
图 5: 中重卡三年销量叠加图 .....	5
表格 1 威孚本部 PW2000 出货量及市占率.....	4
表格 2 威孚高科业绩预测/百万(摊薄前).....	7

## 更好的抗周期波动能力

在汽车行业步入调整的 2011 年，威孚展示了良好的抗周期性——更小的波动性和更稳定的盈利水平。前 3 季度，威孚力达销量同比增长了约 15%，销售收入同比增长了约 25%，威孚金宁同比增长约 20%，截止 10 月底，威孚本部完成的 PW2000 销量已相当于 2010 年全年销量的 90%。前 3 季度财报显示，合并报表的利润率维持在相当良好的水平。

抵御周期的能力来自两个方面：持续提升的市场份额，以及均衡的产业结构。我们注意到，无论是本部的 PW2000 销量（配套中重卡），威孚力达的后处理系统销量（配套乘用车），还是威孚金宁的电控 VE 泵销量（配套轻型商用车），均不同程度好于下游整车销量。销售逆市增长显示公司的市场份额继续攀升，而本部 PW2000 的增长还要归因于主要竞争对手龙口产品质量问题导致的阶段性停产。

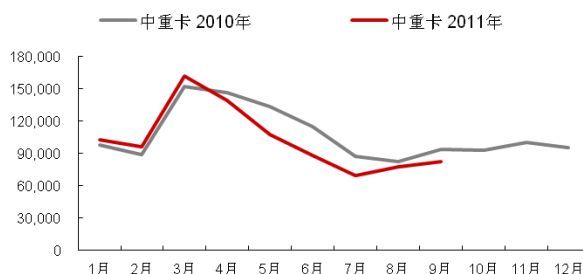
表格 1 威孚本部 PW2000 出货量及市占率

2010 年全年(万套)	300,000
2011 年 Q1-Q3	270,000
2010 年总体中重卡销量	1,194,077
2011 年 Q1-Q3 中重卡销量	842,996
2010 年全年占比	25%
2011 年 Q1-Q3 占比	32%

资料来源：华泰联合证券研究所

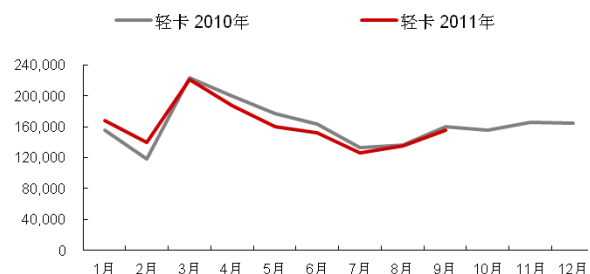
背后深层次的原因是，随着产业持续升级，行业竞争要素正在发生悄然改变，技术壁垒正逐步取代成本而成为最关键的竞争要素，甚至决定成败。通过与博世的配套合作，包括早期为博世 DS 代工，近年来威孚显示出的技术进步以及高精度机械加工工艺能力的快速提升令人侧目，不断强化其在全产业链上的竞争力，结果是，可以观察到公司在几乎所有的核心产品领域都延续着市场份额提高的趋势，在 WAPS 系统的突破上，我们也看到了这一成果的集中体现。

图 1： 中重卡销售数据，2010 vs. 2011



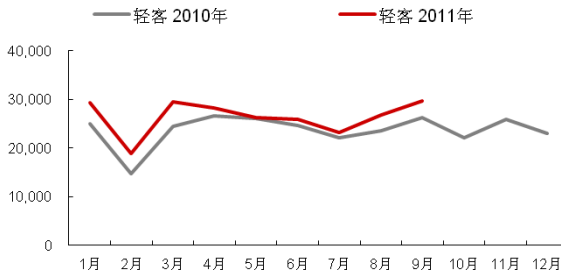
资料来源：CAAM，华泰联合证券研究所

图 2： 轻卡销售数据，2010 vs. 2011



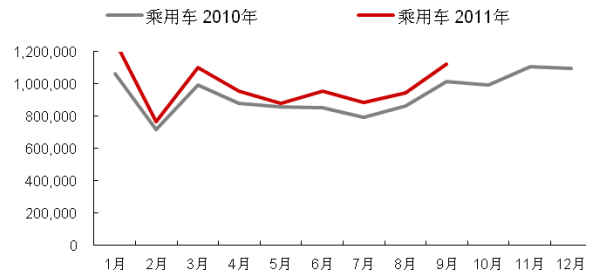
资料来源：CAAM，华泰联合证券研究所

图 3: 轻客销售数据, 2010 vs. 2011



资料来源: CAAM, 华泰联合证券研究所

图 4: 乘用车销售数据, 2010 vs. 2011



资料来源: CAAM, 华泰联合证券研究所

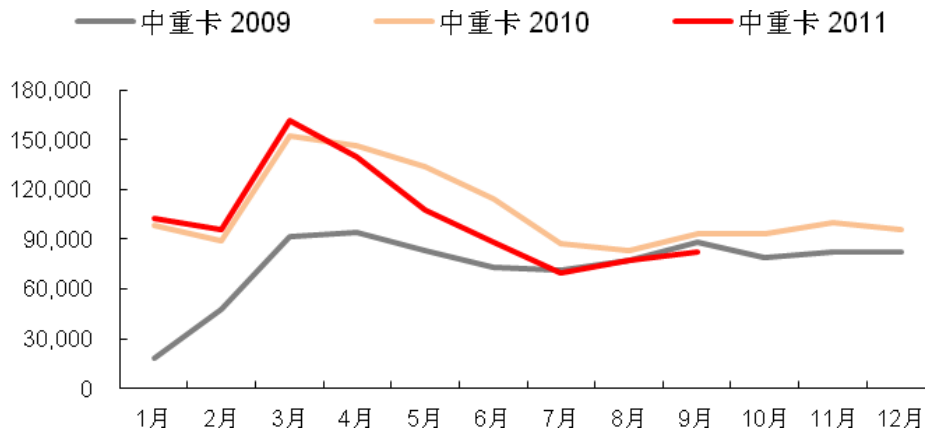
### 4 季度无忧

我们的行业跟踪显示: 博世 DS 四季度订单快速回升, 已达满产, 且由于订单过度饱和, 2012 年 1 季度也有望完全满产落实; 重卡轻量化趋势导致公司本部 9、10 月订单已呈饱和状态, 而主要竞争对手山东龙口的产品质量问题促使订单进一步拥挤, 4 季度无忧。

4 季度景气的回升来自两个方面: 治理超载力度加大导致轻量化车型需求迅猛增长, 其次, 可以确认 3 季度行业的去库存取得显著成效, 补库存行为也导致了下游需求的快速回暖。

除去 2008 年全球金融危机期间需求的骤然消失, 中重卡市场在 3 季度的产销量已经是过去 3 年的最低点, 如果可以确信中国的宏观经济仍将保持平稳, 我们认为本轮中重卡行业周期下行的底部在 3 季度已经得到确认, 但行业中期景气的持续回升则需要政策层面更多积极信号的释放。当然, 之前极度悲观的预期无疑正在逐步失去可信性, 重要的宏观经济指标和政策取向正在释放越来越强烈的积极信号。大概率事件是, 行业很可能在波动中缓慢复苏。

图 5: 中重卡三年销量叠加图



资料来源: 公司财报, 华泰联合证券研究所

## 环保政策信号进一步趋向积极 不必纠结于具体时点

国 4 排放升级的政策信息仍然模糊，但环保政策的信号进一步趋向积极<sup>1</sup>，进入 2012 年，对于排放升级以及由此而带来的公司盈利弹性预期将更趋强烈。国 4 阶段将进一步强化威孚核心产业的竞争壁垒，并日益凸显其不可复制的全产业链竞争优势，因此，重要的不是国 4 排放实施的具体时间点，而是随着时间点的必然更加临近，对威孚长期盈利增长预期的确定性将更为强烈，从而，估值抬升的动力也将更加强劲。

- 博世汽柴共轨系统产品的市场份额必定不断提升，原因有 2 点：1. 出于成本考虑和监管缺失而选择 EGR 产品的中重卡将必然向共轨系统转移；2. 重卡市场重要的企业中国重汽和曼的之间的全面的、深度的合作也间接将重汽纳入博世共轨阵营。
- 公司的 WAPS 产品是目前替代共轨燃油喷射系统的最为成熟的技术选择，从而可以与博世形成最佳的高低搭配的技术垄断组合。
- 威孚力达在国 4 阶段的后处理市场拥有先天的客户优势、核心技术优势和全产业链优势，即使与主要的外资竞争对手相比，这些优势条件也十分突出：在 SCR 系统领域，公司完全掌握了喷嘴、高压泵、DCU 和催化剂等全部核心技术，并且，最核心的喷嘴和高压泵配件，在低成本承诺的基础上，公司还拥有自产和博世配套的自由选择权。智能控制（DCU 的功能）需要和发动机 ECU 共享控制参数以达到匹配，威孚和博世的战略合作关系使得这种优势几乎无法被克隆。此外，在其他尾气处理系统（DOC、POC、DPF、EGR）技术领域，威孚也均有成熟的技术储备；

<sup>1</sup> 10 月 20 日，国务院发布《国务院关于加强环境保护重点工作的意见》；10 月 21 日，中国工业报表示从内燃机工业高峰论坛获悉工信部与中国内燃机协会正着手研究“加快推进内燃机工业节能减排的指导意见”，商用车节能产品补贴方案正在拟定中。

《国务院关于加强环境保护重点工作的意见》中明确提出将开展机动车船尾气氮氧化物治理，提高重点行业环境准入和排放标准；积极推进环境税费改革，研究开征环境保护税；对生产符合下一阶段标准车用燃油的企业，在消费税政策上予以优惠。另据中国工业报报道，工信部与中国内燃机工业协会正在着手研究“加快推进内燃机工业节能减排的指导意见”课题，包括内燃机领域主要影响节能的汽油机缸内直喷、柴油机高压共轨、增压器、电力测功机等四个产品推广应用实施方案等子课题。工信部有可能优先解决商用车的动力节能支持专项，如果进展顺利，全国商用车的用户将与乘用车节能产品补贴一样享受到这一补贴。我们预计相较国三标准时简单的排放标准提升，未来政策推广时将采取一系列政策组合，一方面通过税收及严格执法加强超标车辆的惩处，另一方面通过补贴等经济手段降低采用先进减排技术的成本。综合治理的效果或将超出市场预期。

## 盈利预测和估值

维持公司 2011、2012 年业绩预测 2.39 元和 3.14 元，对应估值水平分别为 13.6 倍和 10.3 倍，即使考虑增发摊薄因素（新发行股本 11285.8 万股，原始 56727.6 万股，摊薄 1.19 倍），估值水平也仅为 16.3 倍，公司股价具有较高的安全边际。无论从估值安全边际、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相当理想，建议买入。

表格 2 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	212	212	203	203
威孚 DS (09 年 70%，10 年 100%)	199	199	219	219	250	250
威孚金宁 (80%)	160	128	195	156	235	188
威孚力达 (94.5%，含环保)	124	118	131	124	293	278
其中：国四后处理系统	0	0	0	0	135	128
博世 DS (31.5%)	1307	412	1180	372	1782	561
中联电子 (20%)	996	199	966	193	1111	222
其他		70		80		80
合计 (税后)		1339.56		1355.75		1781
<b>每股收益 (元)</b>		<b>2.36</b>		<b>2.39</b>		<b>3.14</b>

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

## 风险提示

1. 重卡行业景气度持续低迷，比我们预期的更悲观
2. 排放法规出台未达预期



### 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。