

威孚高科 (000581)

增持/ 维持评级

股价: RMB16.19

分析师

姚宏光

+755-82492723 yaohg@lhqz.com

黄未樵

+755-82366964 huangwq@lhqz.com

相关研究

居于垄断地位的高科技公司

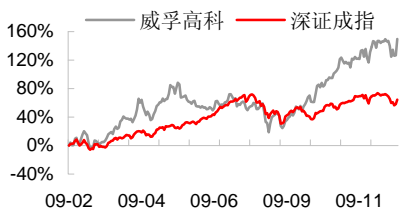
—多路径的成长超越行业周期

- 公司依靠多路径的成长性能够超越行业周期。而这种成长性源自于公司技术能力的不断提升。
- 排放法规的不断升级对技术能力要求的不断提升为威孚提供了技术壁垒，作为技术领先者的优势将被不断放大，而竞争对手则被边缘化，从而保护了其高市场份额。
- 随着竞争对手的逐步失势，威孚在行业内话语权将被不断强化，从而为其产品提供了更强的议价能力，从而保护其高毛利率。
- 进入国四阶段后，可以预期政府对排放标准的推进和监管力度将远超国三阶段，从而促使共轨占比大幅提升，并且公司有望在国四阶段充分享受后处理系统带来的巨大收益。
- 汽车行业无论是乘用车还是商用车的排放升级已是大势所趋，公司作为中国汽车行业唯一的能够提供全面排放升级解决方案的供应商，这一地位在可预见的较长时间内都难以被复制。
- 预测 2010 年公司 EPS 为 1.26 元，当前估值水平仅为 12.9 倍，再次强烈推荐，我们认为其合理价值范围应为 2010 年 PE 25 倍。

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)	5704

与上证指数对比走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2008A	2009-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3033.3	2121.9	3100.0	3500.0	4200.0
(+/-%)	-4.8	-15.9	2.2	12.9	20
归属母公司净利润(百万元)	193.4	225.8	409.8	713.8	920.4
(+/-%)	-16.2	40.1	112.3	74.2	28.9
EPS(元)	0.34	0.40	0.72	1.26	1.62
P/E(倍)	47.5	40.7	22.4	12.9	10.0

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

当前汽车股特别是重卡行业股票的估值水平大幅下降（预期投资收缩带来的行业周期波动从而影响估值水平）带动公司估值水平也出现了明显回落，但我们认为公司依靠多路径的成长性能够超越行业周期，而这种成长性源自于公司技术能力的不断提升。基于以下四点理由，我们认为威孚理应较普通汽车股享受估值溢价，其合理估值水平应在 25 倍以上：

1. 排放法规的不断升级对技术能力要求的不断提升为威孚提供了技术壁垒，作为技术领先者的优势将被不断放大，而竞争对手则被边缘化，从而保护了其高市场份额。
2. 随着竞争对手的逐步失势，威孚在行业内话语权将被不断强化，从而为其产品提供了更强的议价能力，从而保护其高毛利率。
3. 进入国四阶段后，可以预期政府对排放标准的推进和监管力度将远超国三阶段，从而促使共轨占比大幅提升，并且公司有望在国四阶段充分享受后处理系统带来的巨大收益。在国四阶段逐渐临近之际，这部分潜在的超额收益机会应在估值上有所体现。
4. 汽车行业无论是乘用车还是商用车的排放升级已是大势所趋，公司作为中国汽车行业唯一的能够提供全面排放升级解决方案的供应商，这一地位在可预见的较长时间内都难以被复制，这一稀缺性应在估值上有所体现。

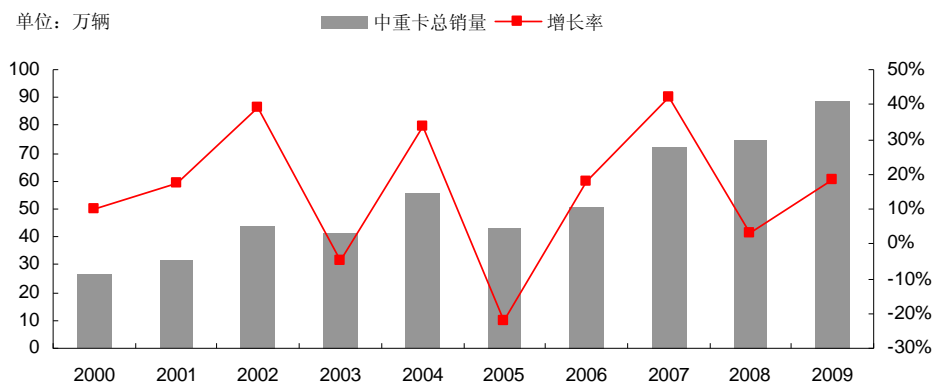
预测 2010 年公司 EPS 为 1.26 元，当前估值水平仅为 12.9 倍，再次强烈推荐，我们认为其合理价值范围应是 2010 年 PE 25 倍左右。

多路径的成长超越行业周期

重卡行业的结构性变化趋势

国内中重卡总销量已超越欧美总计销量的背景下（09 年国内中重卡合计销量 88.6 万辆。08 年欧洲 36.8 万辆，美国 48.5 万辆，合计 85.4 万辆，09 年确定地呈现下滑），期望国内中重卡行业总销量仍有很大的上升空间难度较大。

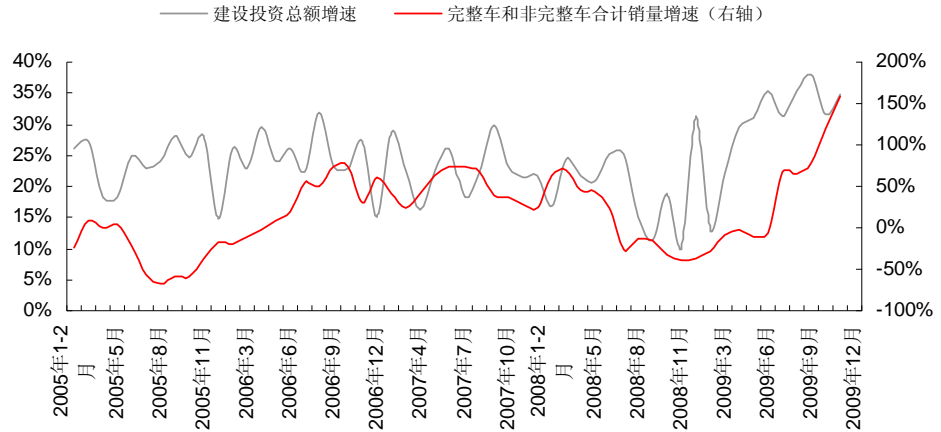
图 1 国内中重卡销量



数据来源：CAAM，华泰联合研究所

出口和投资过去一直是中国经济增长的主要引擎，受此影响，同建设投资（由于没有专门数据，因此我们将水上运输业、道路运输业、铁路运输业、航空运输业、水利管理业、电网投资额和扣除购置土地费用后房地产投资的合计值作为观察指标）关联度较高的完整和非完整车（自卸车、改装车等）占重卡比例较高，且增速较快。

图2 建设投资增速与完整和非完整重卡销量增速

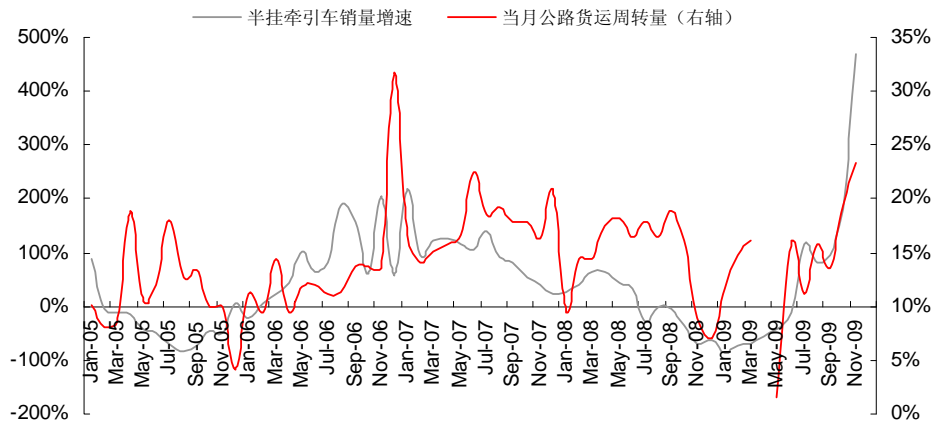


数据来源：CAAM，国家统计局，华泰联合研究所

如果预期未来投资继续大幅增长的可能性显著降低，难以延续其经济增长主要引擎的地位，则以自卸车、改装车为主的工程类重卡的总体增长空间将变得较为有限。

而另一大细分市场的运输类重卡同公路货运量增长联系紧密。从经济规模、人口规模来看，国内各省间的贸易空间十分巨大；同时各省份间差异较大（国内资源的不平衡与经济结构的不均匀），经济协作潜力巨大；随着中国经济增长重心由出口主导逐步转向国内市场的开发，国内经济交换总量将有望出现明显增长，并且中西部地区崛起引起的中国经济地区结构的变化将成为国内贸易快速增长的重要催化剂。

图3 公路货运周转量增速与半挂牵引车销量增速



数据来源：CAAM，国家统计局，华泰联合研究所

注：09年4月统计口径变化，同比值缺失

表 1 国内资源的不平衡与经济结构的不均匀

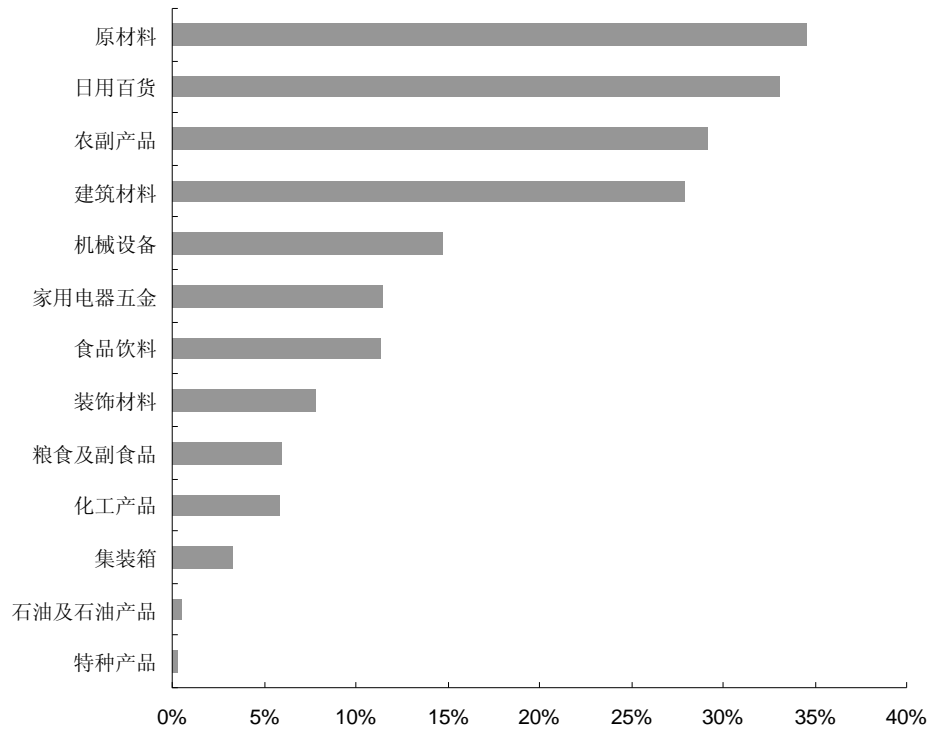
单位:亿吨

	2008 原煤产量	比例	2008 钢材产量	比例
东部	3.39	12.2%	3.98	68.4%
中部	16.99	60.9%	1.34	23.0%
西部	7.50	26.9%	0.50	8.6%

数据来源: 国家统计局, 华泰联合研究所

另一方面, 目前公路货运价值含量仍然较低, 原材料占比较高。随着未来铁路建设的快速发展将使得煤炭等本该铁路运输的产品回归铁路运输, 高附加值产品的运输比例将呈现上升趋势, 从而使得运输类重卡高端化趋势更为明显。

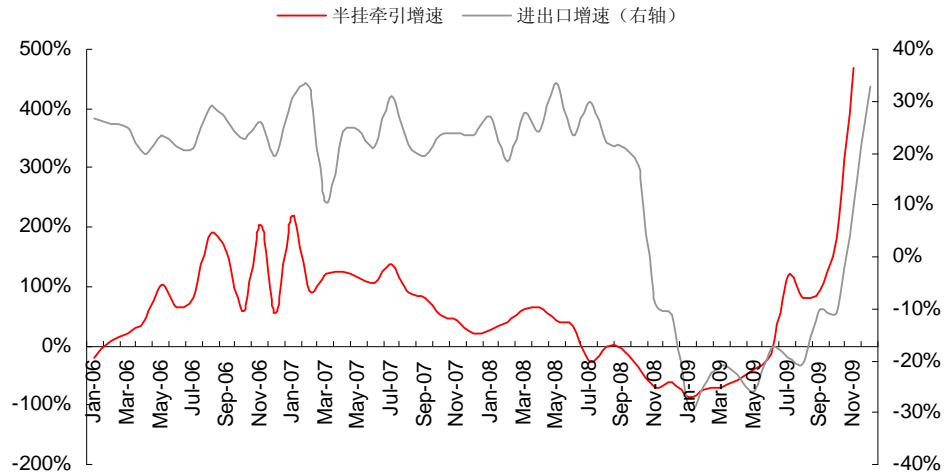
图 4 公路货运类型占比



数据来源: 国家信息中心, 华泰联合研究所

半挂牵引车作为最重要的运输类重卡产品, 其同进出口贸易增速关联度较高, 主要是由于集装箱运输主要服务于进出口业务。由于中西部承接东部沿海地区产业转移将成为下一阶段中国经济的重要特征, 我们判断首先出现的将是东部沿海地区已不具成本优势的部分出口产业, 这些产业尽管可能附加值较低, 但出口总量占比较大, 这意味着国内进出口产业的运输半径将明显加大, 因此半挂牵引车销量增速对应进出口增速的弹性将明显变大。

图5 进出口贸易增速与半挂牵引车销量增速



数据来源：CAAM，国家统计局，华泰联合研究所

基于国内各省份间经济交换的迅速增长、运输类重卡的高端化趋势以及进出口产业运输半径扩大带来的半挂牵引车市场空间变大，我们预计重卡行业将出现结构性变化，即在整体增速有限的情况下，运输类重卡，特别是高端运输类重卡占比将不断提高，从而在较长时间内仍可维持较好的增速。

目前博世共轨系统的主要市场为大中客及运输类重卡，工程类重卡由于对节油效果、产品稳定性要求不高以及监管难度较大，目前仍以内外置 EGR 产品为主。因此，运输类重卡的占比提升能够使得公司成长性在一定程度上超越行业周期。

排放标准升级有望促使公司市场占比大幅提升

目前博世共轨系统占整个中重型商用车市场占比大致在 40% 左右，大中客市场执行国三标准较为严格因此共轨比例较高，而中重卡市场该比例仍然不高。主要是由于，一方面工程类重卡和部分运输重卡出于成本考虑和监管缺失选择 EGR 产品，另一方面中重卡市场的领头羊重汽仍在博世共轨体系之外。

在节能减排成为国际社会的重要共识，并上升至中国国家战略的大背景下，可以预期国内对于排放标准升级的推进力度以及执行法规的监管力度都将愈发积极与严格。我们相信国三阶段的监管缺失只是特殊时期的特殊情况，政府很可能借国三标准升级国四标准，全面推进国内商用车市场的排放标准升级。

而中国重汽国三阶段未能进入博世共轨产品体系更多地是由于特殊的历史原因，而非企业自身的主动选择，在重汽和曼实现国四阶段的全面合作后，由于曼的产品与博世共轨系统属于深度合作，因此重汽在国四阶段转入博世共轨阵营已是水到渠成。

因此，我们预计博世共轨在中重型商用车的市场占比将在排放标准升级至国四阶段时出现大幅提升。综合目前各方信息，我们认为 2011 年 1 月 1 日开始执行形式认证（产品目录进入准则升级至国四），2012 年 1 月 1 日开始全面执行国四标准有较大可能性。参考国三阶段的情况，若此判断成真，则最快从 2011 年下半年开始，博世共轨在中重型商用车市场的占比就将进入快速上升的阶段。

另外，整个商用车市场销量占比最大的轻卡市场的国三标准基本处于停滞状态，仅有少数高端轻卡市场采用国三产品。在中重卡市场全面执行国四后，可以预期轻卡市场的国四阶段也将接踵而至。尽管轻型共轨系统价格仅为重型共轨系统的 1/2，但由于轻卡总销量约为中重型商用车的 2 倍，因此未来市场空间仍有翻倍预期。

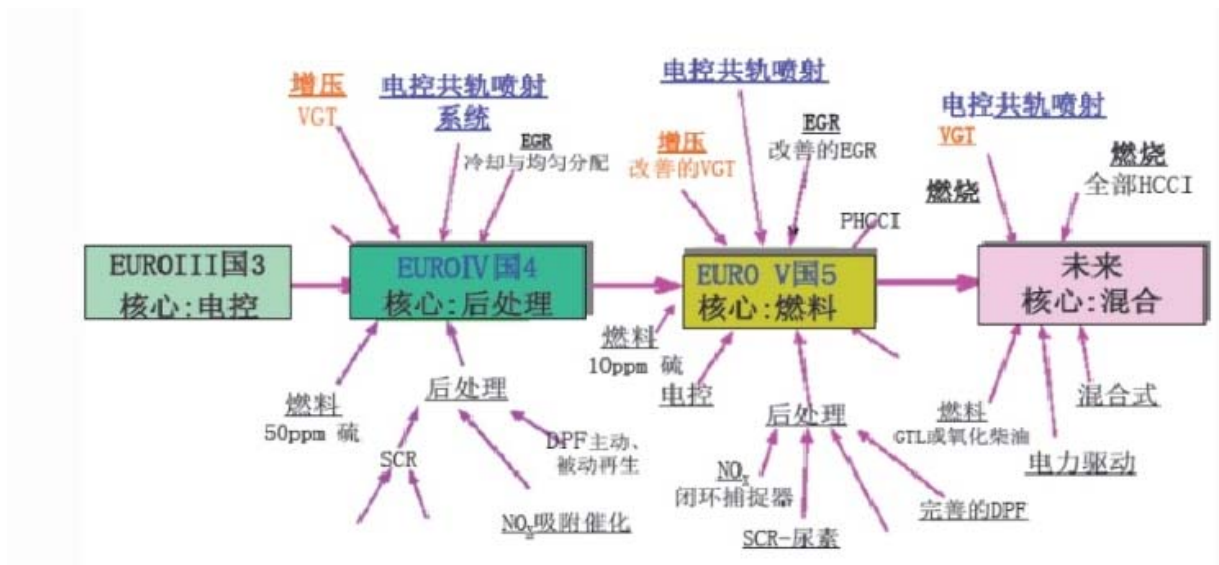
迈向发动机核心部件集成供应商

公司过去一直以来集中于生产柴油机燃油系统，随着排放标准的升级，柴油发动机的复杂性不断提高，从进气系统、燃油系统的提升，到尾气处理系统的加入，公司有全面介入并领导这些新产品的市场。

目前公司已开始增压器的批量化生产，同时基本完成滤清器的开发，全面介入进气系统。而在尾气处理系统，无论是 SCR，还是 DOC、POC、DPF、EGR，公司均有产品储备，特别在未来国四最有可能全面采用的 SCR 系统的国产化目前处于国内绝对领先地位。加上公司在燃油喷射系统的垄断地位，未来正逐渐从过去单一的燃油系统生产商迈向柴油发动机核心部件集成供应商。

新产品的巨大空间将有望使公司成长性战胜行业周期。以想象空间最大的 SCR 系统为例，若预计 2011 年后中重型商用车年销售量 110 万辆，假设其中 70% 采用 SCR 系统，力达市场占有率达到 40%，单价 1.2 万元/套，年销售收入将达 37 亿元，单一产品的销售收入即将超越公司目前全年的合计销售收入。

图 6 柴油发动机排放升级的主要路径



数据来源：华泰联合研究所

汽车行业排放升级唯一的方案供应商

汽车行业无论是乘用车还是商用车的排放升级已是大势所趋，而威孚通过与博世的合作，依靠力达的尾气处理系统与博世 DS 的共轨系统可实现柴油机排放标准的不断升级，依靠力达的尾气处理系统与联合电子的电喷技术可实现乘用车排放标准的不断升级，是中国汽车行业唯一的能够提供全面排放升级解决方案的供应商。另外，09 年占公司业绩近 50% 的乘用车业务也可在一定程度上熨平商用车行业的周期性。

成长性源自技术能力不断提升—居于垄断地位的高科技公司

过去威孚业绩经常低于预期的一个重要原因在于国二机械泵时代主要生产厂家的产品差距并不十分明显，行业竞争主要依靠的是价格竞争。公司在山东龙口等民营企业更加低廉的成本和更为灵活的营销机制竞争下，其研发和生产优势难以体现。

在进入国三阶段后，发动机燃油系统从机械泵迈入电控时代，旧时代的竞争格局被完全打破，实现排放升级的研发和生产能力成为了核心竞争力，公司的成长性实质上来自于不断升级的排放标准面前企业持续的研发、生产能力的提升。

威孚与博世合作后实现了从国三直至国六的技术升级能力，而以成都威特、亚新科南岳为代表的国内其他企业由于缺乏资源，选择了在单体泵技术上投入，尽管理论上达到国III标准问题不大，但由于加工/检测能力不成熟（核心问题在泵体锥面密封性的加工技术不过关），造成故障率较高，无法提供大批量装机。随着“机械直列泵+EGR”技术的出现，各整车厂在低端市场均转向了该技术，令这些厂家失去了发展的最佳时机。同时，国内关键零部件一致性不足也阻碍了这些厂家的升级能力。

对于未来排放标准升级下的行业发展，我们判断威孚将凭借共轨技术占据绝大多数份额，而其他厂家则面临被边缘化。主要是由于各家整车厂目前国III的主机技术以高压共轨和“机械直列泵+EGR”技术为主，仅有玉柴、大柴等少数厂家有单体泵技术。因此，在国IV阶段，一方面考虑到技术延续性，另一方面各厂家再次进行较大投入进行单体泵技术的全面开发的可能性较小（国IV阶段单体泵势必采用双阀系统，该系统的标定工作量相当大，另外对零部件一致性要求相当高，国内厂家全面开展的基础和动力均不足），我们预计整车厂主机技术将确定以高压共轨为主。由于在低端市场上，单体泵的价格优势较博世等的共轨系统仍有一定优势。因此在“机械直列泵+EGR”技术无法升级至国IV的情况下，各家仍会开发一定比例的单体泵产品，以满足低端市场的需求，其他厂家更多地将集中在这部分市场进行竞争。

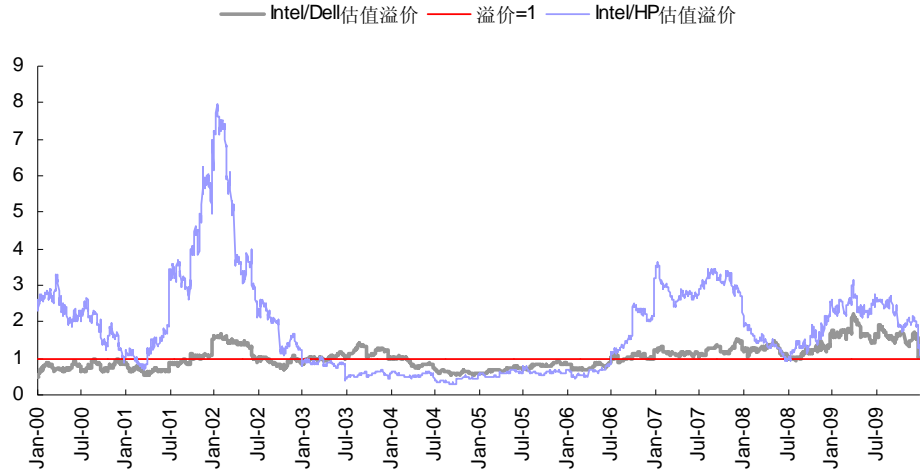
整机厂在国三阶段选择共轨技术，我们认为主要仍是出于对未来持续技术升级能力的考虑。排放法规的不断升级对技术能力要求的不断提升为威孚提供了技术壁垒，作为技术领先者的优势将被不断放大，而竞争对手则被边缘化，从而保护了其高市场份额。而随着竞争对手的逐步失势，威孚在行业内话语权将被不断强化，从而为其产品提供了更强的议价能力，从而保护其高毛利率。

我们认为相对类似的情况，在电脑芯片组行业内有所体现。英特尔凭借其能够不断提升芯片组能力的技术优势维持了约20年行业内的近乎垄断地位至今，而其竞争对手仅能在局部市场与其竞争，这种市场话语权又保证了其毛利率一直维持在超高的水平（2008年其毛利率仍超过50%，而芯片组作为产品已问世超过20年）。不同的是，消费者对电脑性能的不断追求是芯片组技术升级需求的原动力，而发动机行业技术不断升级的需求则来自于政府、社会未来对减排要求的不断提升。因此，我们认为威孚享受高市场份额和高毛利率的时代仅仅是刚刚开始，未来5~10年内伴随排放标准的不断升级，份额和超额收益还将不断提高。

参考Intel对于HP、Dell过去10年的估值相对水平，Intel均享受估值溢价，仅是水平不同，对HP平均值为1.8倍，对Dell为1.04倍（我们认为这主要是由于Dell作为电子商品直销模式的开创者和领先者本身也享受一定的估值溢价），因此我们认

为威孚也应对汽车股享受估值溢价。若谨慎认为目前汽车行业估值水平为 15 倍，那么威孚也应至少享受 25 倍左右的估值水平。

图 7 Intel 与 HP 估值



数据来源: Bloomberg, 华泰联合研究所

盈利增长开始体现成长性

我们调整 2009 年 EPS 预测至 0.72 元，主要是由于中联电子盈利状况超出之前的预期。

预计 2010 年公司 EPS 可达 1.31 元。业绩增长主要源自本部业务调整后盈利能力的增长；共轨泵配套业务 2010 年放量；威孚 DS 由于 P 型喷油器供不应求导致盈利大幅增长；威孚金宁电控 VE 泵 2010 年全年体现；威孚力达增长 40%；博世 DS 业绩恢复。

表 2 业绩预测表

	2009E		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	57	57	59	59
威孚 DS (09 年 70%，10 年 100%)	18	13	61	61	75	75
威孚金宁 (80%)	40	32	76	60	95	76
威孚力达 (94.5%，含环保)	81	58	114	81	157	116
其中：国四后处理系统	0	0	0	0	20	19
博世 DS (31.5%)	400	126	840	265	1227	386
中联电子 (20%)	800	160	900	180	990	198
其他公司		10		10		10
合计 (税后)		409.82		713.80		920.39
每股收益 (元)		0.72		1.26		1.62

数据来源: 华泰联合证券研究所预测

华泰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

华泰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

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 2009 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

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.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

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com