

## 威孚高科 (000581)

# 沸水顶壶盖，业绩超预期

### 买入 / 维持评级

股价：RMB22.87

#### 分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:S1000208110159

+755-82492723 yaohg@lhzq.com

#### 分析师

黄未樵

SAC 执业证书编号:S1000210050049

+755-82366964 huangwq@lhzq.com

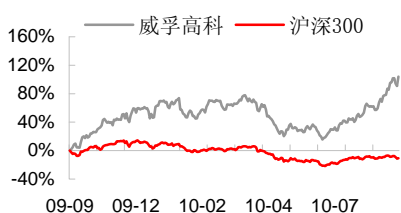
- 由于三季度重卡下滑幅度低于市场预期，我们预计 2010 年商用车整体增长将高于之前预期。因此，受益于行业增长和国三受益度的全面体现，公司商用车业务有望大幅超预期。上调公司 2010、2011 年盈利预测至 1.58 元和 1.93 元，对应 PE 仅为 14.5 倍和 11.9 倍。
- 尽管我们的业绩预测相较之前有大幅上调，但是我们认为这一预测仍然是保守和谨慎的，公司业绩仍然存在超预期的可能，主要源自商用车部分业务仍有很大可能进一步超预期，特别是博世 DS 业绩可能仍将高于我们当前的预测（预测中未考虑汇兑收益，以及重型共轨泵销量预测仍然较为保守）。对于市场对公司业绩释放的担忧，我们认为公司经历 08、09 年的大幅计提后，公司业绩调控的空间已经十分有限，而合资企业的利润释放历来较为正常，因此我们认为对此大可不必过于忧虑。
- 2010 年业绩的高增长再次验证了进入国三阶段后，公司真正开始受益于排放法规的升级。尽管由于 2011 年商用车的行业增长预期非常谨慎，造成公司 2011 年业绩增长可能会趋于平稳，但我们判断国四时间表的推出是大概率事件，一旦国四实施时间的确立，将进一步打开公司未来的成长空间（主要受益于共轨市场份额的进一步提升和重卡尾气处理设备的庞大市场空间）。而 2012 年，若国四标准开始实施，公司业绩将进入新一轮高速增长周期。因此，我们认为当前至少应给予公司 2010 年 20~25 倍 PE，公司价值 32~40 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：行业性风险仍然存在，若 2010 年剩余 3 个月或 2011 年商用车行业出现大幅下滑，公司业绩将低于我们的预期；中国排放升级的推进力度将影响公司未来的发展空间和估值水平，若推进力度和速度显著低于市场预期，将对公司业绩预测和估值水平造成不利影响。

### 相关研究

### 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)	8058

### 最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

### 经营预测与估值

	2009A	2010H1	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3080.6	2650.7	4505.0	5406.0
(+/-%)	1.6	110.2	46.3	20.0
归属母公司净利润(百万元)	448.2	319.1	896.3	1094.9
(+/-%)	131.7	263.3	100.0	22.2
EPS(元)	0.79	0.56	1.58	1.93
P/E(倍)	28.9	40.7	14.5	11.9

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

## 商用车业务力助业绩大幅超预期

由于三季度重卡下滑幅度低于市场预期，我们预计 2010 年商用车整体增长将高于之前预期。因此，受益于行业增长和国三受益度的全面体现，公司商用车业务有望大幅超预期。上调公司 2010、2011 年盈利预测至 1.58 元和 1.93 元，对应 PE 仅为 14.5 倍和 11.9 倍。

尽管我们的业绩预测相较之前有大幅上调，但是我们认为这一预测仍然是保守和谨慎的，公司业绩仍然存在超预期的可能，主要源自商用车部分业务仍有很大可能进一步超预期，特别是博世 DS 业绩可能仍将高于我们当前的预测（预测中未考虑汇兑收益，以及重型共轨泵销量预测仍然较为保守）。对于市场对公司业绩释放的担忧，我们认为公司经历 08、09 年的大幅计提后，公司业绩调控的空间已经十分有限，而合资企业的利润释放历来较为正常，因此我们认为对此大可不必过于忧虑。

2010 年业绩的高增长再次验证了进入国三阶段后，公司真正开始受益于排放法规的升级。尽管由于 2011 年商用车的行业增长预期非常谨慎，造成公司 2011 年业绩增长可能会趋于平稳，但我们判断国四时间表的推出是大概率事件，一旦国四实施时间的确立，将进一步打开公司未来的成长空间（主要受益于共轨市场份额的进一步提升和重卡尾气处理设备的庞大市场空间）。而 2012 年，若国四标准开始实施，公司业绩将进入新一轮高速成长周期。因此，我们认为当前至少应给予公司 2010 年 20~25 倍 PE，公司价值 32~40 元，维持“买入”评级。

表 1 威孚高科分部业绩预测

	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	76	76	79	79
威孚 DS (09 年 70%，10 年 100%)	10	7	72	72	85	85
威孚金宁 (80%)	50	40	122	98	159	127
威孚力达 (94.5%，含环保)	60	57	93	88	133	127
其中：国四后处理系统	0	0	0	0	20	20
博世 DS (31.5%)	490	154	1104	348	1403	442
中联电子 (20%)	814	163	1000	200	1100	220
其他公司		15		15		15
合计 (税后)		448.06		896.27		1094.87
每股收益 (元)		0.79		1.58		1.93

数据来源：华泰联合证券研究所预测

## 商用车业务增长源自行业增长及国三受益度提升

公司商用车柴油发动机业务板块主要包括：本部、威孚 DS、威孚金宁和博世 DS。受益于行业性增长及商用车国三推进度的提升，2010 年公司商用车业务全面超预期。

本部业务尽管范围较广，但利润主要绝大部分源自中重型商用车所用的 PW2000 产品，目前主要用于重卡的完整及非完整车辆、工程机械、发电机组及大型船用发动

机。考虑到 2010 年上半年完整及非完整车辆的大幅增长，以及三季度相对有限的下滑幅度，预计今年销量有望达到 20 万台，同比增长 135%以上，销售收入及净利润率均将大幅增长，贡献利润约 5,000 万元。另外，由于今年产能紧张局面较为突出，本部对于其轻型泵业务进行了调整，放弃了部分不盈利的轻型泵业务和市场，今年全部产品均能够实现盈利，预计其他业务贡献约 500 万元。

威孚 DS 目前主要业务已由过去的 PS 7100 大泵转为 P 型喷油器业务，预计今年有望实现销售约 420 万套，有望贡献利润 6,300 万元。

威孚为博世 DS 配套共轨泵的业务，本部进行零部件的技加和生产，威孚 DS 进行组装。由于上半年威孚本部传统业务火爆，产能紧张，因此上半年仅实现配套约 7 万套，随着下半年商用车市场的回落，产能逐步宽松，全年我们预计重型泵和轻型泵合计可实现配套约 20 万套，贡献利润 3,000 万元。

因此，我们预计 100%权益比例的本部及威孚 DS 合计可实现净利润 1.48 亿元。

威孚金宁今年业务已经全面转向电控 VE 分配泵。由于今年轻型商用车国三推进程度明显较快，以及电控 VE 分配泵的成本优势，和金宁在该产品上国内的垄断地位，使得 2010 年金宁的电控 VE 分配泵销量有望达到 20 万台，贡献利润 1.22 亿元。

博世 DS 去年销售重型共轨泵 25 万套，但考虑到去年消化 10 万套库存的因素，09 年实际需求达到 35 万套。今年半挂牵引车销量增长有望超过 50%，因此预计全年博世重型泵将实现 45 万套以上的销量。而轻型商用车国三推进程度的明显加快，使得今年轻型共轨泵销量也将大幅提升。产能利用率的大幅提升，以及轻型共轨泵的全面国产化，使得今年博世 DS 的净利率水平有望从全年的 13%左右提升至 16%（上半年博世 DS 超过 15%的净利率已有所体现），因此全年我们预计博世 DS 可实现净利润约 11 亿元，贡献利润约 3.48 亿元。

## 乘用车业务符合预期

威孚的乘用车业务主要包括威孚力达（含威孚环保）以及中联电子。

威孚力达目前主营业务靠传统的汽油机净化器业务，主要客户为自主品牌。今年增长主要源自行业性增长及市场份额的进一步提升，预计今年威孚力达增长将 30%，贡献利润 4,200 万元。过去 2 年着力开拓的歧管净化器业务，2010 年增长显著，单月销售从 09 年的每月 5000 多套，到今年年初每月 2 万套，而 9 月份已至单月 4 万套，预计 2010 年单月销量可达 6 万套。由于该产品不含贵金属部分价格明显高于传统产品，因此随着其占比提升，未来增长仍可乐观。

中联电子受益乘用车行业 2010 年增长率有望超过 20%，因此预计全年可实现净利润 10 亿元，贡献净利润 2 亿元。

## 风险提示

1. 行业性风险仍然存在，若 2010 年剩余 3 个月或 2011 年商用车行业出现大幅下滑，公司业绩将低于我们的预期；
2. 中国排放升级的推进力度将影响公司未来的发展空间和估值水平，若推进力度和速度显著低于市场预期，将对公司业绩预测和估值水平造成不利影响。



#### 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@lhzq.com

#### 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@lhzq.com