

威孚高科 (000581)

买入 / 维持评级

股价：RMB28.47

分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:S1000208110159
+755-82492723 yaohg@lhqz.com

分析师

黄未樵

SAC 执业证书编号:S1000210050049
+755-82366964 huangwq@lhqz.com

联系人

谢振东

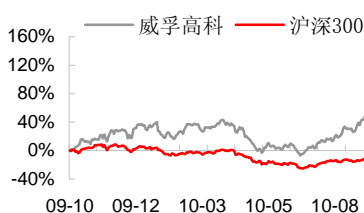
82125072 xiezd@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	567.28
流通 A 股(百万股)	352.33
流通 B 股(百万股)	114.92
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	10030.95

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

威孚的声音——高成长与被低估

- 我们上调 2010 年全年每股盈利预测至 1.70 元，较我们最近的预测有进一步的提高。
- 公司业绩增长远近无忧：短期看，虽然重卡行业在下半年进入了正常的调整周期，但三季度重卡仍然呈现了高位运行的态势，销量仅环比下滑 35.5%，超出市场预期。依据我们对于相关需求指标的跟踪，以及结合近期重卡企业的关于四季度订单情况的反馈，我们判断重卡四季度销量有可能与三季度持平，这将再度明显超出市场之前关于重卡行业下半年销量持续环比回落的预期；中长期看，可以预期政府对于排放标准的推进和监管力度都将远超前阶段，而公司核心技术的垄断地位将促使共轨和 SCR 占比大幅提升，因此公司在国四阶段将享确定性的巨大收益。
- 公司极高的投资价值来自于基于目前盈利预测的估值水平与公司确定的中长期成长前景的完全不匹配。重要的理由包括两个方面：1) 对 2011 年的业绩预测是建立在对当年商用车销量较为保持的判断之上（接近零增长），盈利预测的安全边际足够高；2) 很可能于 2012 年在核心经济带率先启动的柴油车国四标准的实施，将使得公司在 SCR 领域迎来更为广阔的成长空间，从而将迎来新一轮的业绩加速成长时期。
- 我们上调公司全年每股盈利预测至 1.70 元，但仍存在超越预期的可能，在目前 A 股市场流动性充沛、行业整体估值中枢上移的环境下，我们认为公司至少可享有 20-25 倍左右的 PE，目前估值水平意味着未来较大的获利空间和足够高的安全边际，维持“买入”评级。
- 风险提示：若 2011 年投资领域出现恶化，商用车销量同比出现较大下滑，则 2011 年盈利预测难达预期；中国排放升级的推进力度决定了公司未来业绩提升的空间以及公司的估值水平，若进程或力度显著低于预期，将拖累公司业绩增长速度和估值。

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	963.32	1189.99
(+/-%)	131.7	263.3	201.8	23.5
EPS(元)	0.79	0.56	1.70	2.10
P/E(倍)	36.0	50.6	16.7	13.6

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

汽车行业的高科技公司——成长远近无忧

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，但公司市场占有率确定性的提升将保证公司仍将实现较高增长，同时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。可以预期政府在国四阶段对于排放标准的推进和监管力度都将远超国三阶段，而公司核心技术的垄断地位将促使共轨和 SCR 占比大幅提升，因此公司在国四阶段将享有较确定的巨大收益。

我们上调公司全年每股盈利预测至 1.70 元，但仍存在超越预期的可能，在目前 A 股市场流动性充沛、行业整体估值中枢上移的环境下，我们认为公司至少可享有 20-25 倍左右的 PE，目前估值水平意味着未来较大的获利空间和足够高的安全边际，维持“买入”评级。

业绩持续超预期

虽然重卡行业在下半年进入了正常的调整周期，但三季度重卡仍然呈现了高位运行的态势，销量仅环比下滑 35.5%，超出市场预期。依据我们对于相关需求指标的跟踪，以及结合近期重卡企业的关于四季度订单情况的反馈，我们判断重卡四季度销量有可能与三季度持平，这将再度明显超出市场之前关于重卡行业下半年销量持续环比回落的预期。

因此此次业绩上调的主要因素是我们对于全年重卡行业更加乐观的判断。终端需求的持续旺盛使博世 DS 的产能利用率保持在较高的水平，同时国产化率进程进一步提升使得今年博世 DS 有望获得 20%左右的净利率水平，因此我们上调博世 DS 全年净利润预测至 12.74 亿元左右，贡献利润约 4.0 亿元。

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	75	75	79	88
威孚 DS (09 年 70%，10 年 100%)	10	7	71	71	85	89
威孚金宁 (80%)	50	40	129	103	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	1274	401	1403	504
中联电子 (20%)	814	163	1000	200	1100	230
其他公司		15		25		25
合计 (税后)		448		963		1190
每股收益 (元)		0.79		1.70		2.10

数据来源：华泰联合证券研究所预测



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