

威孚高科 (000581)

买入/维持评级

股价: RMB36.03

分析师

姚宏光
SAC 执业证书编号:s1000208110159
(0755)8249 2723
yaohg@mail.htlhsc.com.cn

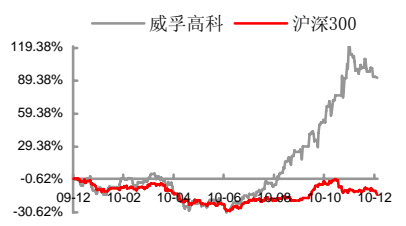
黄未樵
SAC 执业证书编号:s1000210050049
(0755)8236 6964
huangwq@mail.htlhsc.com.cn

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)	16,452

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

鲲鹏展翅, 直上九天

——国四标准时间表出台点评

- 12月28日, 中国汽车工业协会公布了环保部《关于国家机动车排放标准第四阶段限值实施日期的复函》, 暂定车用压燃式发动机与汽车(主要指中重型柴油发动机与汽车), 自2012年1月1日起正式执行国四标准; 暂定轻型柴油汽车自2013年7月1日起正式执行国四标准。
- 相较于2008年7月1日国三标准较匆忙的执行, 本次标准的执行经过了各方的充分协商, 标准的推进考虑了各个方面的因素。从文件抄送方可了解到发改委、工信部、公安部、交通局、商务部、质检局等各重要部委均参与了本次时间表的论证过程。因此, 我们判断国四标准的执行力度将显著高于之前的标准实施。
- 通知中指出, 目前限制全面实施机动车国四标准的主要困难在于国四车用燃油标准尚未出台, 还无法确保在全国范围内供应相应车用燃油。我们认为在国家节能减排大的战略背景下, 汽车排放标准实施的一拖再拖是政府难以接受的, 因此未来一年内将集中力量解决相关问题, 标准实施的大方向不会有变化。
- 由于标准制定仍需要汽车协会给予反馈, 因此我们判断标准中“暂定”字眼属正常工作流的产物, 最终实施时间表不会有明显变化。
- 国四标准实施后, 一方面由于更高的排放标准及更严格的执行力度, 我们预计届时高压共轨的市场占比将较目前有显著提升。另一方面, 将催生年销售百亿规模的柴油机尾气处理系统市场。目前从两方面来看, 威孚均是最大的受益者。
- 在对国四标准执行力度的中性假设下, 我们预计2011~2015年公司业绩复合增长率将达到30%(简单假设乘用车业务10%的年增长率, 传统燃油系统业务零增长)。因此, 当前股价仍远未充分反映公司强劲的增长潜力, 维持“买入”评级。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3080.6	5404.3	6485.2	8430.7
(+/-%)	1.6	75.4	20.0	30.0
归属母公司净利润(百万元)	448.2	1124.0	1423.0	2069.0
(+/-%)	131.7	150.9	26.6	45.4
EPS(元, 摊薄前)	0.79	1.98	2.51	3.65
P/E(倍, 摊薄前)	46.0	18.2	14.4	9.9

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

排放标准时间表，千呼万唤始出来

12月28日，中国汽车工业协会公布了环保部《关于国家机动车排放标准第四阶段限值实施日期的复函》。

本次通知中，暂定车用压燃式发动机与汽车（主要指中重型柴油发动机与汽车），自2012年1月1日起正式执行国四标准；暂定轻型柴油汽车自2013年7月1日起正式执行国四标准。

本次文件值得注意的是：

1. 相较于2008年7月1日国三标准较匆忙的执行，本次标准的执行经过了各方的充分协商，标准的推进考虑了各个方面的因素。从文件抄送方可了解到发改委、工信部、公安部、交通局、商务部、质检局等各重要部委均参与了本次时间表的论证过程。因此，我们判断国四标准的执行力度将显著高于之前的标准实施。
2. 通知中指出，目前限制全面实施机动车国四标准的主要困难在于国四车用燃油标准尚未出台，还无法确保在全国范围内供应相应车用燃油。我们认为在国家节能减排大的战略背景下，汽车排放标准实施的一拖再拖是政府难以接受的，因此未来一年内将集中力量解决相关问题，标准实施的大方向不会有变化。
3. 由于标准制定仍需要汽车协会给予反馈，因此我们判断标准中“暂定”字眼属正常工作流程的产物，最终实施时间表不会有明显变化。

国四标准最大受益者

国四标准实施后，一方面由于更高的排放标准及更严格的执行力度，我们预计届时高压共轨的市场占比将较目前有显著提升。另一方面，将催生年销售百亿规模的柴油机尾气处理系统市场。目前从两方面来看，威孚均是最大的受益者。

在对国四标准执行力度的中性假设下，我们预计2011~2015年公司业绩复合增长率将达到32%（简单假设乘用车业务10%的年增长率，传统燃油系统业务零增长）。因此，当前股价仍远未充分反映公司强劲的增长潜力，维持“买入”评级。

我们在该假设下，仅考虑了国四排放升级为公司带来的发展机会，并未将公司本部三大目标主业之一进气系统业务（进气系统、燃油系统、尾气净化三大主业）、中国轿柴化推进、威孚成为博世全球零部件供应商（今年开始已有部分供应）、以及汽油机直喷技术大规模普及等这些因素为公司本部、博世及联电带来的巨大市场空间。因此，我们认为即便国四排放标准的执行略低于我们预期，以上这些发展机会只要有部分兑现，我们的盈利预测仍然可以实现，甚至有可能超预期。

表格 1 威孚分大类业务盈利预测

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
传统燃油系统	3.24	3.24	3.24	3.24	3.24
乘用车业务	4.05	4.46	4.90	5.39	5.93
电控燃油系统	6.34	9.28	11.76	16.66	22.74
柴油机尾气处理	0.10	3.21	5.75	9.28	12.38
其他	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
合计	14.23	20.69	26.15	35.07	44.79
EPS (摊薄后)	2.09	3.04	3.85	5.16	6.59
PE (摊薄后)	17.21	11.84	9.37	6.99	5.47

资料来源:、华泰联合证券研究所

博世及威孚的燃油系统市场占比将进一步提高

我们预计国四标准的执行力度将显著提高,同时随着 WAPS 等其他合规低价技术路线的诞生,未来国四的达标水平将显著提升。在中重型柴油车市场,我们预计未来商用车燃油喷射系统的市场格局最终将发展为高压共轨 60%,WAPS 30%,其他技术路径 10%。而在轻型柴油车市场上,我们预计低价的 WAPS 应用将更为广泛,未来市场格局可能为高压共轨 30%,WAPS 50%,其他技术路径 20%。(随着国四标准切换,在轻型柴油机市场,WAPS 将取代成为现有电控 VE 分配泵的升级产品)

表格 2 国四燃油系统产品盈利预测

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
中重型柴油车销量(万辆)	155	167	181	190	199
共轨市占率	30.00%	40.00%	45.00%	50.00%	55.00%
WAPS 市占率	0.00%	4.00%	10.00%	15.00%	20.00%
共轨单价(万元)	1.20	1.10	1.10	1.10	1.10
WAPS 单价(万元)	0.90	0.80	0.80	0.80	0.80
轻型柴油车销量(万辆)	230	248	268	282	296
共轨市占率	15.00%	17.00%	20.00%	25.00%	30.00%
WAPS 市占率	0.00%	0.00%	10.00%	20.00%	30.00%
共轨单价(万元)	0.60	0.55	0.55	0.55	0.55
WAPS 单价(万元)	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35
博世共轨盈利预测					
收入(亿元)	76.50	96.88	119.00	143.14	169.39
净利率	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
净利润(亿元)	16.83	21.31	26.18	31.49	37.27
贡献 EPS (摊薄后)	0.83	1.05	1.30	1.56	1.84
威孚 WAPS 盈利预测					
收入(亿元)	0.00	5.36	23.85	42.50	62.95
净利率	0.00%	10.00%	12.00%	14.00%	16.00%
净利润(亿元)	0.00	0.54	2.86	5.95	10.07
贡献 EPS (摊薄后)	0.00	0.08	0.42	0.87	1.47

数据来源:华泰联合证券研究所预测

百亿规模的柴油机尾气处理系统市场

自 2009 年以来，我们在数份报告中讨论了国四阶段尾气处理的技术路径问题，我们认为 SCR 将成为国四标准下中重型商用车主要技术路线，而轻型商用车则将主要采用 EGR+DPF+DOC 的技术路线，目前来看，这一判断成立的概率较大。

作为目前国内最大的汽油车尾气处理系统生产商，威孚力达目前在国内柴油机尾气处理系统的研发上，特别是 SCR 系统上处于绝对领先地位。主要体现在：

1. **SCR 全产业链优势。**公司产业链涉及除氮氧传感器外 SCR 的所有零部件，国外主要竞争对手大多只涉及部分零部件，而国内许多企业仍停留在采购组装的阶段。
2. **下游客户优势。**由于 SCR 属于商用车产业链上的一环，而目前多数尾气处理系统厂家过去基本只同乘用车公司有业务关系，但威孚力达借助威孚的客户优势，目前已与除玉柴外的国内主流下游发动机厂商均进行了测试配套。
3. **价格优势。**从目前来看，威孚力达未来主要的竞争对手将是国际企业，包括德尔福、博世、康明斯等。但即使国外企业进行国产后，由于成本及产业链深度的原因，公司产品仍有相当明显的价格优势，这在国内商用车产业的竞争中均决定性作用。（东风康明斯国产后的预计价格为 1.5 万元，公司产品均价预计在 0.8 万元）
4. **多技术路线优势。**6 升以下发动机将主要采用 EGR+DPF+DOC，公司目前也已经有了相应的技术储备与产能储备。多种产品技术的储备使得公司能为发动机厂家提供一揽子的排放升级解决方案。

因此，我们预计未来公司在柴油机尾气处理系统市场上有望保持目前在国产汽油机尾气处理系统市场上的优势，市场份额达到 50%。

基于对国四标准执行力度的分情境假设，在中性假设下 2011~2015 年国四尾气处理产品分别可贡献 EPS 0.01 元、0.44 元、0.79 元、1.28 元、1.71 元（摊薄后）。

表格 3 国四尾气处理产品盈利预测

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
中重型柴油车销量（万辆）	155	167	181	190	199
SCR 市占率					
乐观假设	4.50%	50.00%	65.00%	80.00%	90.00%
中性假设	2.70%	30.00%	40.00%	50.00%	60.00%
悲观假设	1.80%	20.00%	25.00%	30.00%	40.00%
轻型柴油车销量（万辆）	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（万元）	1.00	0.80	0.80	0.80	0.80

EGR 产品单价 (万元)	0.18	0.15	0.15	0.15	0.15
国四产品销售收入 (亿元)					
乐观假设	3.49	33.48	52.04	74.48	89.50
中性假设	2.09	20.09	31.94	46.42	58.93
悲观假设	1.40	13.39	20.09	28.06	38.55
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	0.17	6.03	10.41	16.39	19.69
中性假设	0.10	3.21	5.75	9.28	12.38
悲观假设	0.07	1.87	3.21	4.77	7.32
贡献 EPS (摊薄后)					
乐观假设	0.02	0.83	1.44	2.26	2.72
中性假设	0.01	0.44	0.79	1.28	1.71
悲观假设	0.01	0.26	0.44	0.66	1.01

数据来源：华泰联合证券研究所预测

路是越走越宽

公司作为目前国内燃油系统的领军者，未来将着力将自身打造成为涵盖进气系统、燃油系统、后处理系统的汽车动力总成供应商，并借助博世积极参与全球竞争。因此，未来公司发展道路将越走越宽，并不仅仅局限于排放升级带来的发展。

站在当下时点，我们能够展望的两大类发展机会，一是产业升级与发展带来的巨大市场，主要包括中国轿车柴油化与汽油机缸内直喷技术的大规模普及；二是从公司自身出发深挖产业链、拓宽产品覆盖范围、参与国际竞争，主要包括开拓进气系统市场与成为博世全球零部件供应商。乐观预期下，这些机会将在 2015 年为公司（含博世）创造出 250 亿收入。

轿柴化为中国柴油机行业带来的机遇

随着 2007 年后轿柴重回国家重点支持行列，显示政府对交通领域节能减排过渡阶段的技术路径采取了更为开放和平等的态度。结合这一政策、未来较大概率出台的
增加柴油供给的支持政策和
中国柴油需求增速可能放缓的背景，我们更愿意相信政府正在为奠定中国适度发展轿柴的基础而努力，通过国际比较，我们认为未来 6~7 年中国柴油乘用车比例可能上升至 8%~10%。

假设中国乘用车 2015 年销量达到 2,500 万辆，10%的柴油化比例，以及每套燃油系统 0.5 万元均价计算，2015 年轿柴燃油系统市场规模就将达到 125 亿元。从轿柴技术的发展历史来看，轿柴基本以共轨系统为主，考虑到博世以及威孚在共轨系统领域的优势，我们认为未来博世与威孚本部将能够占据其中 70%以上的市场份额，即该细分产品年销售收入将达到 85 亿元。

汽油机缸内直喷技术的大规模普及

缸内直喷技术（TSI）作为从柴油机技术演变而来的汽油发动机技术，其最大的优势在于燃油是以极高的压力直接注入燃烧室，燃烧效率和发动机动力得以大幅提升，符合国家倡导的节能、环保理念，是未来乘用车发动机发展的主流技术之一。博世作为 TSI 技术领域较为领先的生产商之一，在国内市场已为上海大众等厂商配套 TSI 产品，但在国内整体推广进程落后于德尔福公司。未来不断推进相关产品的国产化率将是博世拓展下游市场、实现超越的关键。

假设 2015 年轿车市场缸内直喷系统应用比例提升至 50%，国内汽油轿车销量达到 1,700 万辆，产品均价 0.5 万元，2015 年缸内直喷系统市场规模将达到 400 亿元左右。博世市场份额可达 40% 的话，该细分产品年销售收入将达到 160 亿元。

由于 TSI 技术来源于柴油机技术，与 RBCD 原有产品结构共通性较高，因此我们可以合理的预期一旦 TSI 产品进入大规模应用阶段，RBCD 将是博世国产化 TSI 技术的有效承载者。同时由于威孚本部和 RBCD 多年来的产品配套以及双方战略合作关系，我们认为未来相关配套部件，如泵、轨等仍将继续由威孚提供。

公司未来三大主业之进气系统

目前公司产品覆盖燃油系统、尾气处理系统，2010 年起进军进气系统市场，以实现公司汽车动力总成供应商的战略目标。

随着对汽车动力与环保的要求越来越高，增压进气系统将越来越成为主流技术。假设 2015 年，乘用车增压器占比从目前 20% 提升至 50%，商用车增压器占比从目前 10% 提升至 30%，则国内增压器市场规模至少将达到 150 亿元以上。若公司定下的三年时间进入行业前三甲的目标能够顺利实现，则年销售收入至少将达 20 亿元以上。

威孚国际化之路的第一步——博世全球零部件供应商

威孚目前为博世 DS 供应泵、连接管等关键部件，未来可能将进一步成为轨的供应商。博世现阶段将亚洲定位为其重要的生产与出口基地，未来威孚有望通过成为博世的全球供应商来参与国际竞争。

风险提示

1. 重卡行业出现剧烈波动将对公司产品销售产生较大影响，进而对公司业绩产生明显的负面影响；
2. 国四标准实施时间仍未最终敲定，存在出现推迟、变化的风险；
3. 油品升级不利可能拖累排放标准升级的执行力度。



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@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