

汽车

2017年07月26日

西泵股份 (002536)

——水泵&歧管产品结构升级+新品涡壳放量突破，量价齐升，业绩拐点已来

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2017年07月25日

收盘价(元)	14.11
一年内最高/最低(元)	16.08/11
市净率	2.5
息率(分红/股价)	0.71
流通A股市值(百万元)	4286
上证指数/深证成指	3243.69/10353.21

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	5.67
资产负债率%	34.90
总股本/流通A股(百万)	334/304
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《西泵股份新股询价》 2010/12/24

证券分析师

蔡麟琳 A0230515100001
caill@swsresearch.com

研究支持

宋亭亭 A0230115080013
songtt@swsresearch.com

联系人

宋亭亭
(8621)23297818x7230
songtt@swsresearch.com

投资要点：

- 公司为国内汽车水泵龙头企业。公司是目前国内规模最大的汽车水泵、排气歧管生产厂商，公司汽车水泵市占率长期高达30%+，汽车水泵和排气歧管年生产能力可达1100万只和500万只，国内市占率分别位居第一、第二。公司生产的“飞龙”牌汽车水泵覆盖重、中、轻、轿、微五大系列1,000多个品种，排气管及涡壳800多个品种，从客户结构方面讲，除了日系、韩系以外，覆盖所有主流的自主和合资品牌车厂。公司是唯一一家给大众、福特、通用供货全球平台的上市公司。
- 产品升级叠加新品放量，17H1业绩远超预期。17H1公司实现营收12.17亿元，同比增长27.56%，实现归母净利润0.95亿元，同比增长82.60%，贴近业绩预告（50%-90%）上限，超预期，主要原因是主营产品水泵、排气歧管产品结构升级，新品涡壳放量。一是传统水泵产品和排气歧管产品不断调整产品结构升级而带来的增长，从普通铸铁件到高镍产品件，从机械式水泵到离合器电控开关水泵、电子水泵，单价可以实现从120-150元上升到300-350元，实现2-3倍的增长，结构性优化致使盈利能力大幅提升，公司电子水泵产品已经供应北汽新能源、上汽通用、力帆、比亚迪等新能源车企，预计2017-2019年公司水泵销量可实现769万、808万、832万只，其中预计2017年机械水泵、离合器电控开关水泵、电子水泵可分别实现632万、80万及111万只，2018年机械水泵、离合器电控开关水泵、电子水泵可分别实现632万、100万及167万只，平均单价也将从2016年134元上升到180元，毛利率将从26.9%上升至31%。二是受益下游客户博格华纳配套，公司新产品涡轮增压壳体和排气歧管结合体迅速放量，投入期已过，逐步步入利润释放期。2016年实现销量65万辆，同比增长110%；我们认为随着公司客户不断开拓（可拓展到三菱重工、广汽、大众等），预计2017-2018年销量实现同比70%、50%的增长，实现110万、168万销量。根据我们测算，公司2016-2019年毛利率有望实现24.7%、26.4%、27.6%及28.5%，实现量价齐升。
- 控股股东不断增持，增持均价目前倒挂，提供安全边际。公司控股股东宛西控股、实际控制人从2016年10月份至今持续增持。2016年10月增持376万股，增持均价在15.14元，增持比例1.13%，2017年7月增持266万股，增持均价13.875元，增持比例在0.797%。2次增持后，宛西控股及实际控制人孙耀忠合计持有公司股份13,259万股，占公司总股本的39.7217%，仍为第一大股东和实际控制人。
- 首次覆盖，给予买入评级。我们认为公司2017-2019年可实现营业收入2,465百万元、2,908百万元及3,269百万元，同比增长18.24%、17.97%及12.41%，实现净利润190百万、252百万元及317百万元，同比增长76.16%、32.63%及25.79%。对应EPS分别为0.57元、0.75元及0.95元，对应PE为25倍、19倍及15倍。根据行业可比公司的平均估值，给予2018年28倍估值，对应47%的涨幅空间，目标价21.3元。
- 风险提示：电子水泵、涡壳放量低预期

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,085	593	2,465	2,908	3,269
同比增长率(%)	8.88	24.29	18.24	17.97	12.41
净利润(百万元)	108	51	190	252	317
同比增长率(%)	88.76	71.35	76.16	32.63	25.79
每股收益(元/股)	0.32	0.15	0.57	0.75	0.95
毛利率(%)	24.7	26.8	26.4	27.6	28.5
ROE(%)	5.9	2.7	9.4	11.0	12.2
市盈率	44		25	19	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予买入评级。我们认为公司 2017-2019 年可实现营业收入 2,465 百万元、2,908 百万元及 3,269 百万元，同比增长 18.24%、17.97%及 12.41%，实现净利润 190 百万、252 百万元及 317 百万元，对于 EPS 分别为 0.57 元、0.75 元及 0.95 元，对应 PE 为 25 倍、19 倍及 15 倍。根据行业可比公司的平均估值，给予 2018 年 28 倍估值，对应 47%的涨幅空间，目标价 21.3 元。

关键假设点

1、水泵产品结构升级带来产品单价提升，毛利改善，进而带来盈利能力改善。公司水泵从普通铸铁件到高镍产品件，从机械式水泵到离合器电控开关水泵、电子水泵，单价可以实现从 120-150 元上升到 300-350 元，实现 2-3 倍的增长，结构性优化致使盈利能力大幅提升。预计 2017-2019 年公司水泵销量可实现 769 万、808 万、832 万只，其中预计 2017 年机械水泵、离合器电控开关水泵、电子水泵可分别实现 632 万、80 万及 111 万只，2018 年机械水泵、离合器电控开关水泵、电子水泵可分别实现 632 万、100 万及 167 万只，2019 年机械水泵、离合器电控开关水泵、电子水泵可分别实现 632 万、120 万及 180 万只，平均单价也将从 2016 年 134 元上升到 183 元，毛利率将从 26.9% 上升只 31%，实现收入 12.01 亿、14.11 亿及 15.23 亿元。

2、新品涡轮壳+排气歧管新产品放量。受益下游客户博格华纳的绑定配套，公司新产品涡轮增压壳体和排气歧管结合体迅速放量，目前公司投入期已过，逐步步入利润释放期。2016 年实现销量 65 万辆，同比增长 110%；我们认为随着公司客户不断开拓（可拓展到三菱重工、广汽、大众等），预计 2017-2018 年销量实现同比 70%、50%的增长，实现 110 万、168 万销量。根据我们测算，公司 2016-2019 年毛利率有望实现 24.7%、26.4%、27.6%及 28.5%，量价齐升。

有别于大众的认识

1、市场尚未认识到水泵产品升级的必然性。随着涡轮增压器的普及应用，水泵将从标配 1 个发动机水泵到选配 2-3 个水泵（发动机水泵+涡轮增压器水泵+电子水泵），行业出现新增量。市场尚未认识到市场对水泵的要求已经从铸铁件逐步升级到离合器电控开关水泵，甚至电子水泵产品。而公司已经在产品升级方面占了先机，已经实现北汽新能源、比亚迪的配套。

2、市场尚未完全认识到公司涡轮壳+排气歧管产品在绑定国内第一大涡轮增压器供应商博格华纳下的放量反应。

股价表现的催化剂

业绩不断兑现

核心假设风险

电子水泵、涡轮壳放量低预期

目录

1. 西泵股份：国内汽车水泵行业龙头	6
1.1 公司为国内汽车水泵、排气歧管龙头企业.....	6
1.2 过去四年净利润复合增速达 62%，行业增速的 4 倍.....	8
1.3 持续高比例投入研发，抢占技术高点.....	11
1.4 控股股东不断增持，增持均价目前倒挂，提供安全边际.....	12
2. 水泵、排气歧管产品升级+新品涡壳放量，量价齐升	13
2.1 从机械式水泵到电子水泵，单品价值量实现 2-3 倍增长	13
2.2 从铸铁类歧管到高镍类歧管，产品升级助力单价稳健提升.....	17
2.3 新品涡壳产能放量，逐步步入利润释放期.....	18
3. 布局新能源动力电池，产业链再次延伸	20
4. 盈利预测与估值	21

图表目录

图 1: 公司主营业务营收情况 (单位: 百万元)	6
图 2: 公司国内客户情况.....	7
图 3: 公司国际客户情况.....	7
图 4: 公司近年营收及同比增长情况.....	8
图 5: 公司近年归母净利润及同比增长情况.....	8
图 6: 公司“飞龙”品牌水泵产品	9
图 7: 汽车水泵营收及毛利率情况	9
图 8: 公司进、排气歧管产品.....	10
图 9: 进、排气歧管营收及毛利率情况.....	10
图 10: 涡轮增压器壳体营收及毛利率情况.....	11
图 11: 公司研发费用投入及占比情况	12
图 12: 公司股权结构图.....	12
图 13: 机械水泵结构图.....	14
图 14: 电子水泵结构图.....	14
图 15: 新能源汽车销量情况预测	14
图 16: 国内电子水泵市场空间测算 (单位: 亿元)	15
图 17: 汽车水泵产量及产销率情况.....	16
图 18: 排气歧管产量及产销率情况.....	17
图 19: 排气歧管均单价及毛利率情况	17
图 20: 涡轮增压器结构.....	18
图 21: 涡轮增压器工作原理.....	18
图 22: 涡轮市场规模测算	19
图 23: 涡轮增压器壳体产量及产销率情况.....	20
表 1: 公司主要产品情况.....	6
表 2: 公司研发费用投入情况	12
表 3: 机械水泵与电子水泵参数对比	13
表 4: 电子水泵市场规模测算.....	15

表 5: 公司年产 300 万只汽车部件项目（一期）情况.....	16
表 6: 排气歧管材料的基体组织及主要性能.....	17
表 7: 涡轮增压器壳体市场规模测算.....	19
表 8: 钒系纳米线动力电池与锂离子动力电池性能对比.....	20
表 9: 行业内可比公司估值.....	21
表 10: 业务产品拆分情况.....	21

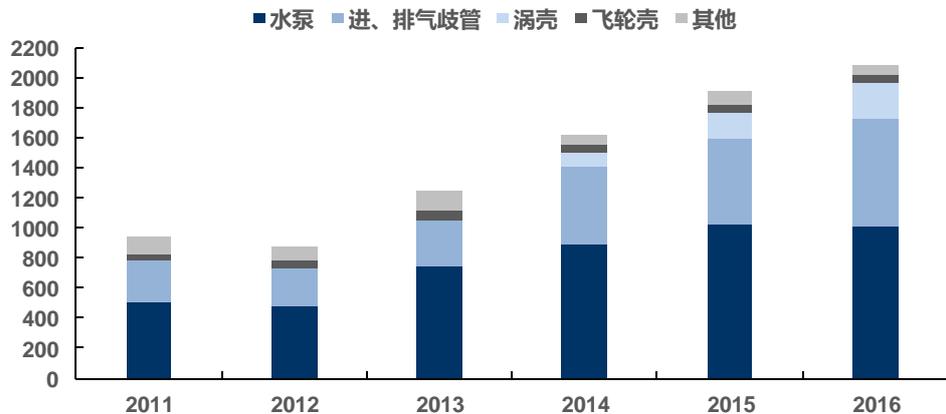
1. 西泵股份：国内汽车水泵行业龙头

1.1 公司为国内汽车水泵、排气歧管龙头企业

公司为国内汽车水泵、排气歧管龙头企业。西泵股份始建于1952年，是原国家机械工业部和中国汽车工业总公司指定的四家汽车水泵定点生产企业之一，具有四十余年汽车水泵生产历史。公司主营业务为汽车零部件的加工、制造、销售，主要产品为汽车发动机水泵、汽车发动机排气歧管、发动机涡轮增压器壳体等。公司是目前国内规模最大的汽车水泵、排气歧管生产厂商。公司生产的“飞龙”牌汽车水泵覆盖重、中、轻、轿、微五大系列1,000多个品种，排气管及涡壳800多个品种等。

从产品结构看，公司的核心产品包括为水泵、进、排气歧管、涡轮增压器壳体、飞轮等。其中，公司汽车水泵和排气歧管年生产能力可达到1100万只和500万只，国内市场占有率分别位居第一、第二。2016年公司水泵、进排气歧管、涡壳分别实现营收10.08亿元、7.22亿元、2.34亿元，占比为48.33%、34.65%、11.22%，合计贡献营收达94.20%，为公司核心业务。

图 1：公司主营业务营收情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 1：公司主要产品情况

产品类别	产品简介	主要功能	产品图例
汽车水泵	汽车发动机水泵常用的构造为离心式水泵。这种水泵由壳体、叶轮、轴承、泵轴、水封以及传动带轮等组成，具有结构简单、体积小、出水量大、工作可靠等优点。	汽车水泵是汽车发动机冷却系统的重要部件，主要用来使冷却系统内的冷却液循环流动，保持发动机处于正常工作状态。	
排气歧管	排气歧管主要由集气大法兰、出气小法兰、法兰螺栓、催化器载体、壳体等组成。	排气歧管是汽车发动机排气系统的重要部件，作用是把发动机汽缸内燃烧的废气集中收集起来，转入催化器清洁净化，消音器降低噪音，以便达到排放标准。	

产品类别	产品简介	主要功能	产品图例
涡轮增压器壳体	涡轮增压器壳体是涡轮增压器的主要构成部分，形状复杂，要求有良好的耐高温特性。	涡轮增压器壳体是涡轮增压器的主要构成部分，形状复杂，要求有良好的耐高温特性。	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

从客户结构方面讲，除了日系、韩系以外，覆盖所有主流的自主和合资品牌车厂，且呈现海外客户配套结构优化带来毛利率上升趋势。

国内客户情况：公司产品已配套四十多家主机厂商。公司在国内已经与上海大众、一汽大众、神龙汽车、上海通用、通用五菱、一汽海马、上海汽车、一汽丰田、奇瑞汽车、东安发动机、夏利内燃机、沈阳三菱、华晨汽车、江铃汽车、江淮汽车、保定长城内燃机、北汽福田、东风集团、东风康明斯、北京康明斯、西安康明斯、重庆康明斯、吉利公司、长安集团、广汽集团、比亚迪、华普汽车、广西玉柴、潍柴动力、中国重汽、一汽锡柴、东风朝柴、天津雷沃动力、上柴、大柴、洛拖等国内知名企业建立起长期稳定的合作关系。

图 2：公司国内客户情况



资料来源：公司官网，申万宏源研究

国际客户情况：公司海外客户主要为美国康明斯、德国道依茨、意大利菲亚特、韩国斗山、美国卡特彼勒、美国爱科等知名企业提供产品配套服务。受益于海外高端客户占比优势，公司的海外产品多为工艺复杂、附加价值较高的高端产品，毛利高于国内产品。

图 3：公司国际客户情况

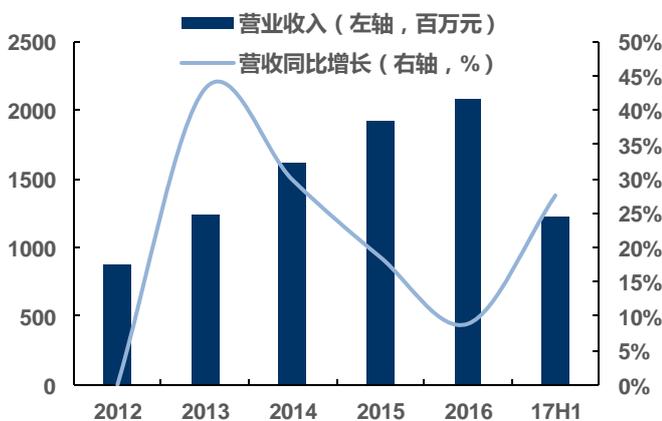


资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.2 过去四年净利润复合增速达 62%，行业增速的 4 倍

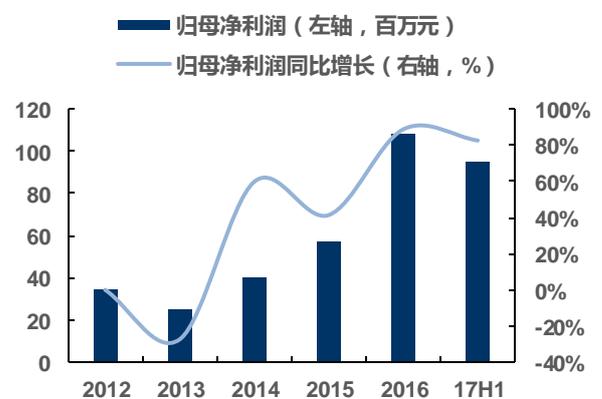
公司过去四年的净利润复合增速可达 62%，是行业增速的 4 倍。公司自 2013 年起，营收净利一直保持稳健增长，2013-2016 年，营收分别实现 12.44 亿、16.15 亿、19.15 亿及 20.85 亿元，年复合增长率为 18.78%，实现归母净利润 0.25 亿、0.40 亿、0.57 亿及 1.08 亿元，年复合增长率达到 62.15%，是行业增速的 4 倍。2017Q1 公司实现营收 5.93 亿元，同比增长 24.29%，实现归母净利润 0.51 亿元，同比增长 71.35%，主要受益于传统水泵、排气歧管产品结构升级叠加新品涡轮壳放量，毛利水平稳步提升。公司预告 2017H1 的净利润增速 82.6%，贴近一季度业绩预告的（50%-90%）上限，大超预期，且快于营收增速（27.56%），表明公司盈利能力大幅提升，未来产品升级及新品放量是公司的主要投资逻辑。

图 4：公司近年营收及同比增长情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：公司近年归母净利润及同比增长情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

水泵业务稳健增长，龙头地位稳固。汽车水泵是汽车发动机冷却系统的重要部件。发动机冷却液的循环靠水泵的工作来实现，由曲轴皮带带动，水泵叶轮带动冷却液在整个冷却系统内循环，达到冷却的目的，使发动机正常工作。公司为汽车水泵行业龙头：1) 市占

率第一：公司在国内汽车水泵市占率超过 30%，位居行业首位；2) 品牌知名度高：公司“飞龙”商标在国内汽车零部件行业内具有较高知名度，“飞龙”牌各系列汽车水泵已经成为大部分国内整车厂商和主机厂商的首选配套品牌，覆盖重、中、轻、轿、微五大系列 1,000 多个品种，目前公司汽车水泵的主要客户为上海通用、一汽大众和美国康明斯等国内外知名汽车生产厂商；3) 产能达 1100 万只：公司汽车水泵原产能达到 343 万只，2011 年上市募投增加 600 万只汽车水泵产能，2014 年定增投资年产 300 万只汽车部件项目（一期），实际增加 200 万只汽车水泵能力，合计年产能超 1100 万只。

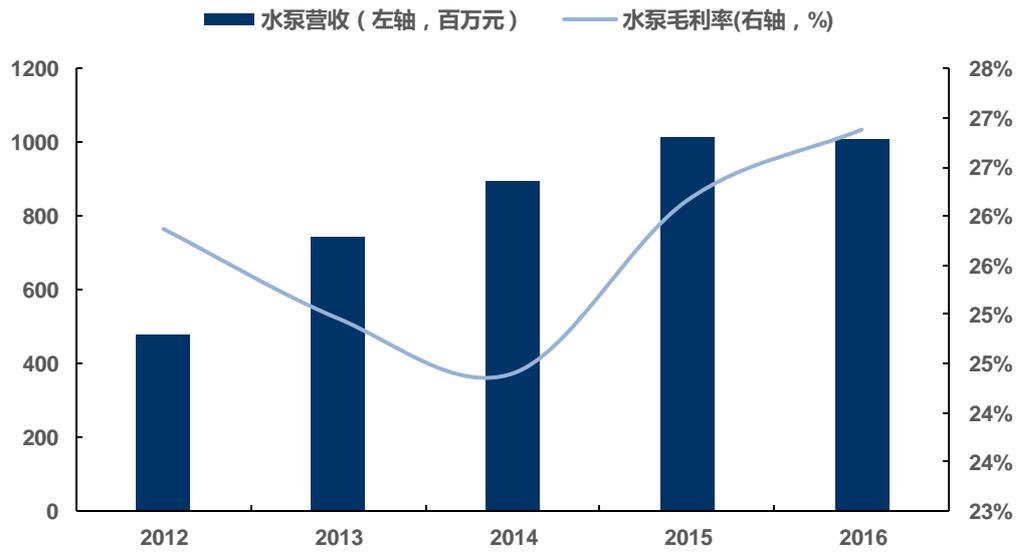
图 6：公司“飞龙”品牌水泵产品



资料来源：公司公告，申万宏源研究

汽车水泵毛利逐年提升，业绩增长稳健。2016 年公司汽车水泵产量 765.23 万只，同比增加 2.37%，销量 747.25 万只，同比微降 3.45%；实现营收 10.08 亿元，营收占比达 48.33%；2014-2016 年公司汽车水泵业务毛利率为 24.40%、26.16%、26.88%，呈现逐年上升趋势，主要是由于公司汽车水泵产品结构升级，新品电子水泵提高了产品的毛利水平。

图 7：汽车水泵营收及毛利率情况



资料来源: Wind, 申万宏源研究

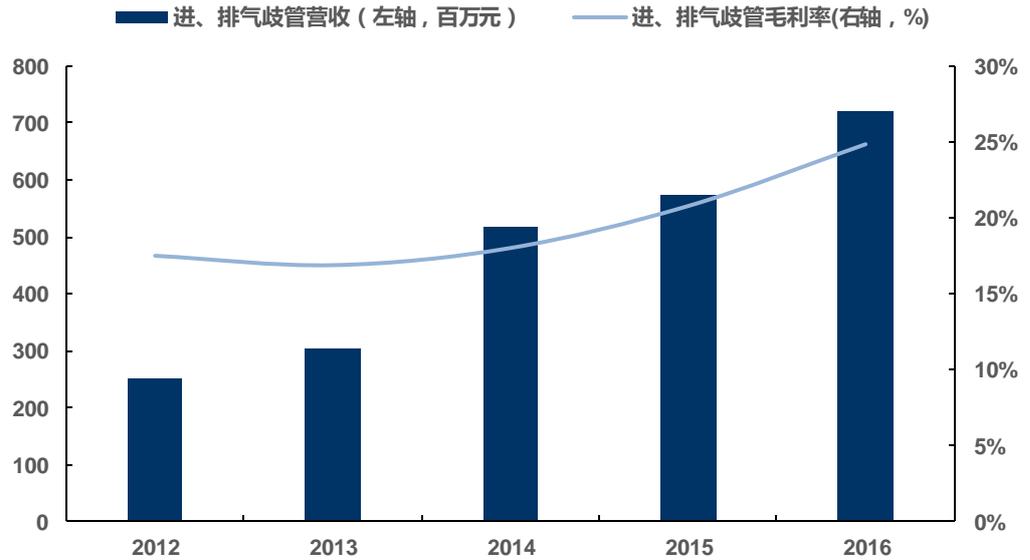
进、排气歧管销量火爆助力业绩稳增长。排气歧管主要由集气大法兰、出气小法兰、法兰螺栓、催化器载体、壳体等组成,是汽车发动机排气系统的重要部件。发动机在运转过程中,其产生的废气主要由排气歧管集中收集,然后传送给催化器及消音器,经清洁消音后排放,以此来支持排气系统的正常运作。公司进、排气歧管主要面向海外销售,主要客户为欧洲地区菲亚特、道依茨,美洲地区福特、康明斯、卡特彼勒、博格华纳,出口占比较高,受益于16年人民币贬值,公司进、排气歧管业务销售421.49万只,同比增长41.46%,实现营收7.22亿元,同比增长26%。未来公司将主攻高镍类排气歧管,提升产品附加价值,有望进一步扩大排气歧管的毛利率。

图 8: 公司进、排气歧管产品



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

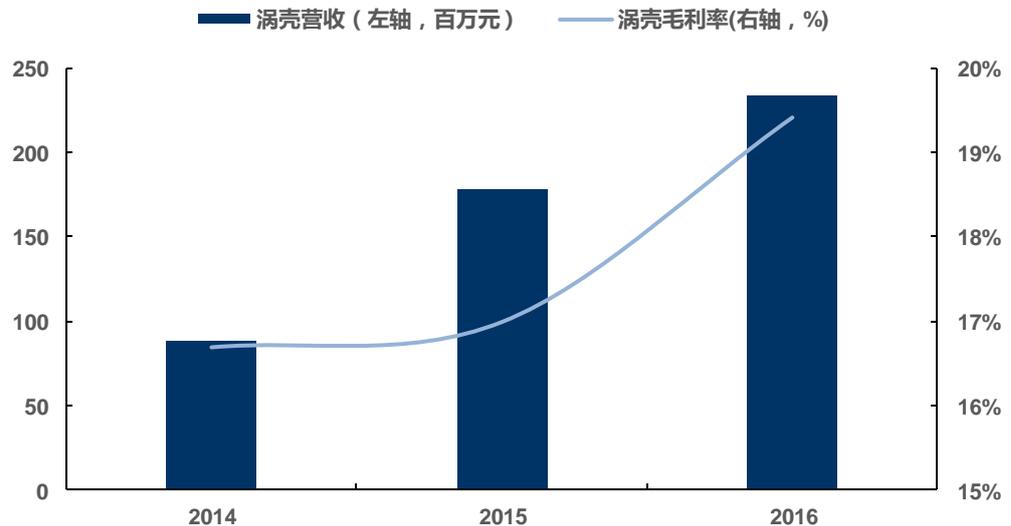
图 9: 进、排气歧管营收及毛利率情况



资料来源: Wind, 申万宏源研究

公司涡轮增压器壳体业绩亮眼, 过去 2 年实现翻倍式增长, 市占率逐年提升。2016 年公司涡轮增压器壳体销量为 65.80 万只, 同比增长 113%, 毛利为 19.41%, 同比增长 14%, 实现营收 2.34 亿元, 同比增长 24%。公司涡轮增压器壳体自 2014 年开始量产, 14 年营收占比仅为 5.45%, 16 年涡壳产能开始放量, 占比达 11.22%, 较 14 年实现了翻倍式增长。2014-2016 年公司涡壳产量为 16.59 万只、31.26 万只、71.63 万只, 市占率约为 2.55%、4.01%、8.74%, 呈现逐年上升趋势, 主要是得益于公司技术、客户、价格优势显著。

图 10: 涡轮增压器壳体营收及毛利率情况



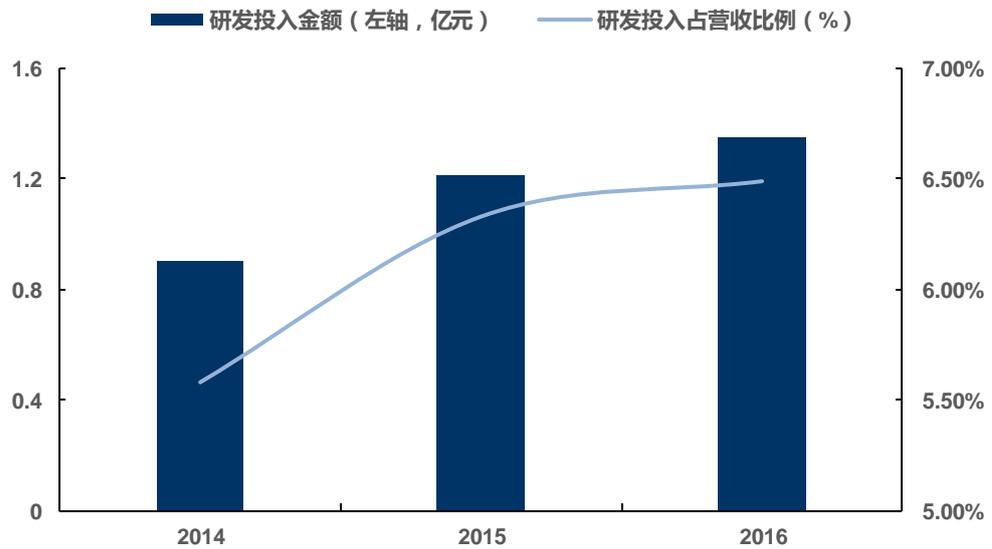
资料来源: Wind, 申万宏源研究

1.3 持续高比例投入研发, 抢占技术高点

研发优势显著。公司是高新技术企业, 拥有国家级技术中心, 并设有博士后科研工作站。公司积极引进新技术、新工艺, 提高研发水平, 着力开发电子水泵、涡轮增压排气歧

管等高技术含量、高附加值产品。结合国内外电子水泵设计、试验、使用等特点，制定了《变量冷却水泵》、《电动冷却水泵》和《再制造内燃机水泵工艺规范》三项行业标准，并依据标准要求，设计完善了电子水泵研发试验手段。公司卓越的研发水平造就了年新品贡献率高达 30%+。我们认为，在汽车行业节能减排的大趋势下，公司积极研发相关产品，提前布局未来产品，有望抢占行业先发优势，助力业绩稳增长。

图 11：公司研发费用投入及占比情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：公司研发费用投入情况

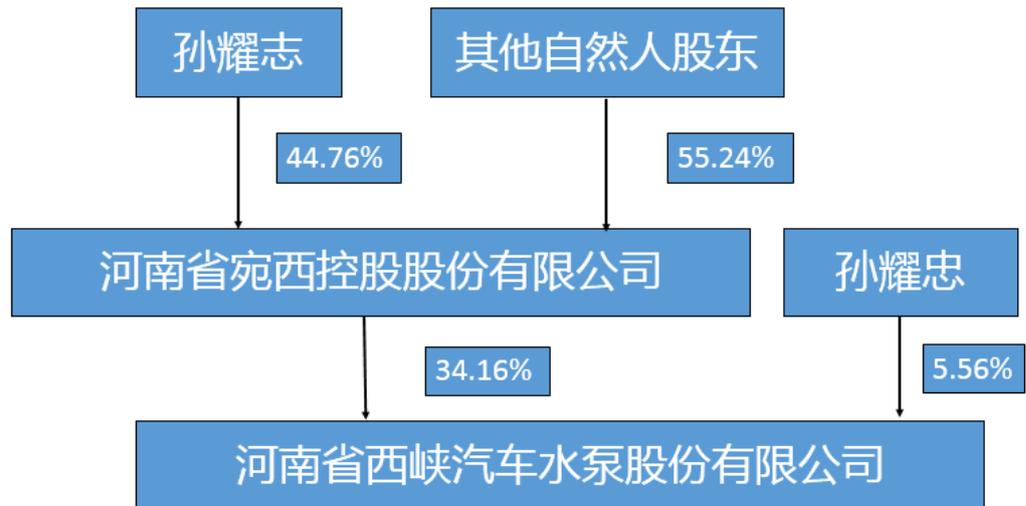
类别	2014	2015	2016
研发人员数量 (人)	183	288	344
研发人员数量占比	5.63%	8.51%	9.89%
研发投入金额 (元)	90,066,068.79	121,296,695.29	135,319,942.96
研发投入占营业收入比例	5.58%	6.33%	6.49%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.4 控股股东不断增持，增持均价目前倒挂，提供安全边际

公司实际控制人为公司董事长孙耀志及其弟本公司副董事长兼总经理孙耀忠。孙耀志通过河南省宛西控股股份有限公司间接持有公司 14.93% 股权，孙耀忠直接持有公司 5.56% 股权，兄弟二人合计持有公司 20.49% 股权。

图 12：公司股权结构图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

控股股东不断增持，增持均价目前倒挂，提供安全边际。公司控股股东宛西控股、实际控制人从 2016 年 10 月份至今持续增持。2016 年 10 月增持 376 万股，增持均价在 15.14 元，增持比例 1.13%，2017 年 7 月增持 266 万股，增持均价 13.875 元，增持比例在 0.797%。2 次增持后，宛西控股及实际控制人孙耀忠合计持有公司股份 13,259 万股，占公司总股本的 39.7217%，仍为第一大股东和实际控制人。

2. 水泵、排气歧管产品升级+新品涡壳放量，量价齐升

2.1 从机械式水泵到电子水泵，单品价值量实现 2-3 倍增长

电子水泵有望取代机械水泵成未来发展趋势。1) **政策方面：**在环保和能源压力日益严峻的背景下，寻找清洁的、可替代的能源，同时尽可能的提高传统能源的使用效率成为了全社会发展的共识。欧盟已规定到 2020 年其境内销售的乘用车 CO2 排放量上限为 95 g/km，中国也出台排放法规到 2020 年国内销售的乘用车 CO2 排放量上限为 117 g/km，汽车油耗大限近在咫尺，具有降耗效果的电子水泵迎来发展机遇；2) **技术方面：**电子水泵具有体积小、不泄漏、可靠性高、使用寿命长等优势，由于电子水泵是由电机驱动，可不受发动机工况影响，实现精确控制冷却效果，降低燃油消耗量；3) **市场方面：**1999 年，法雷奥首次提出在发动机上装配智能热调节系统，用于改善发动机的冷却性能；2005 年，宝马公司成为世界上第一家在量产车型新一代 N52 系列汽油机上配备电子水泵的厂商；随后奥迪、大众等公司相继在量产车型中运用电子水泵，电子水泵技术目前主要应用中高端轿车。我们认为，在节能降耗的大趋势下，电子水泵凭借精准冷却性能及低油耗优势，有望随着技术完善和产业化推进降低生产成本，逐渐取代机械水泵。

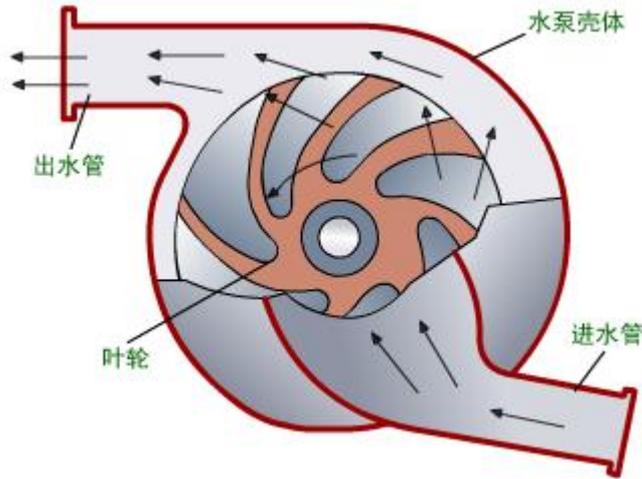
表 3：机械水泵与电子水泵参数对比

项目名称	机械水泵	电子水泵
------	------	------

项目名称	机械水泵	电子水泵
驱动方式	发动机	电机
技术特点	与发动机转速成正比, 受限于发动体积小、不泄漏、可靠性高、使用寿命长; 机工况影响, 不可灵活调整	精确控制冷却效果, 降低燃油消耗量
产品单价	约 120-150 元	约 300-350 元
应用市场	中、低端汽车	新能源汽车、高端汽车

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 13: 机械水泵结构图



资料来源: 网络公开资料整理, 申万宏源研究

图 14: 电子水泵结构图



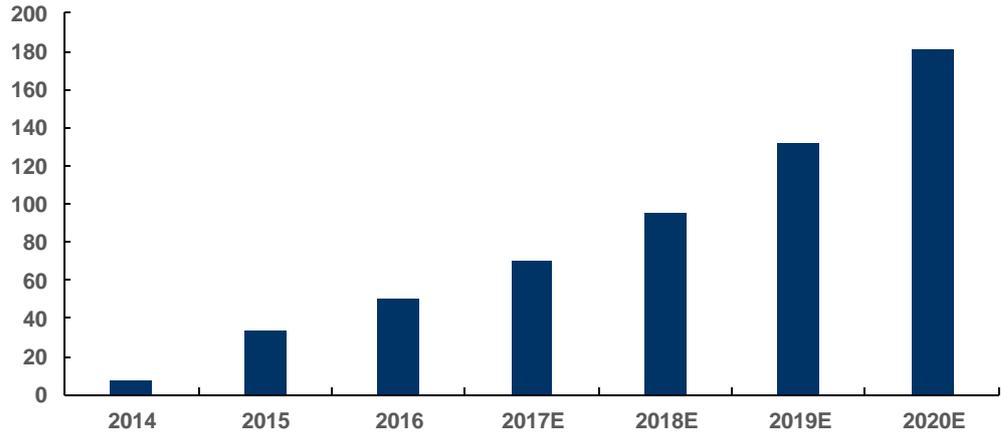
资料来源: 网络公开资料整理, 申万宏源研究

电子水泵主要应用于新能源汽车及传统高端汽车领域。目前, 电子水泵应用市场主要为: 1) 高端车型普通发动机: 主要应用于宝马、奔驰、奥迪等高档车型中; 2) 涡轮增压发动机: 主要应用于大众等普通车型中; 3) 新能源汽车: 电动汽车、混动汽车、燃料电池汽车中已经普遍使用电子水泵。

电子水泵为新能源汽车标配: 机械水泵一般由发动机的曲轴通过 V 带驱动。传动带环绕在曲轴带轮和水泵带轮之间, 曲轴一转水泵轴也就跟着运转, 水泵轴又带动叶轮转动, 从而带动制动水连续循环, 实现冷却效果。但新能源汽车 (混动、纯电动、燃料电池等) 处于电机驱动状态时, 发动机是静态的, 此时机械水泵失效, 冷却系统只能选用电子水泵。我们认为, 受益于新能源汽车放量, 电子水泵凭借其高效环保、节能减排的特性将逐步取代机械水泵。

新能源汽车放量, 电子水泵迎来爆发期。国内新能源汽车销量从 2010 年的 0.71 万辆提升至 2016 年的 50.7 万辆, 实现了年复合 103.68% 的增长率。2014 年起, 新能源汽车开始爆发, 14、15 连续两年实现 300%+ 的同比增速, 至 2016 年增速放缓至 50%+, 预计未来新能源汽车仍然有望保持高速增长。我们按照油耗积分和新能源积分测算, 2018-2020 年新能源积分比例分别为 8%、10%、12%, 假设国内年产 2500 万辆乘用车, 每辆车对应 3 分, 2018-2020 年油耗负积分和新能源汽车积分合计 284 万、397 万、542 万, 分别对应新能源汽车销量为 95 万、132 万、181 万。

图 15: 新能源汽车销量情况预测



资料来源：中汽协，申万宏源研究

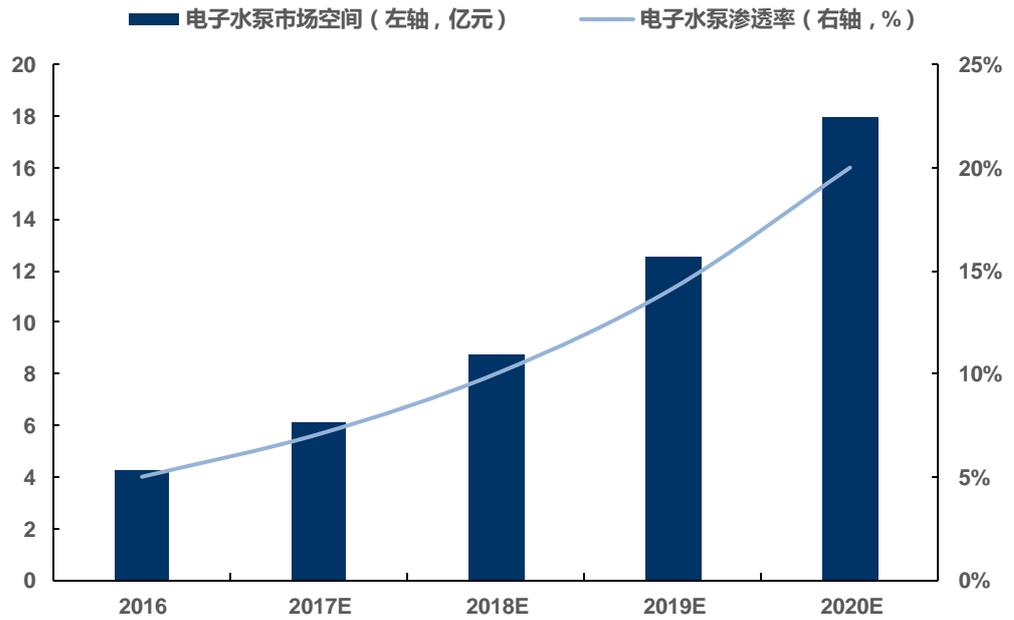
打破国外厂商技术垄断，电子水泵有望从高端市场渗透至中低端市场。2011年5月24日，公司发布公告宣称研制成功电子水泵，打破了法雷奥、爱信集团等国外厂商的技术、价格垄断，成为国内首家电子水泵供应商，电子水泵有望借助国产化优势提升市场占有率。电子水泵单品价值量为机械水泵2-3倍，2020年国内电子水泵市场空间有望达到24亿元。据公司业务数据测算，传统机械水泵价格约为120-150元，假设2020年乘用车产量达到3000万辆，电子水泵市场占有率有望达到20%，按照单价350元测算，2020年电子水泵市场空间将达到18亿元，年复合增速达到43.26%。公司作为汽车水泵龙头企业，将大比例享受行业发展红利。

表 4：电子水泵市场规模测算

时间	乘用车产量 (万辆)	渗透率	单价 (元)	电子水泵配套销量 (万只)	电子水泵市场规模 (亿元)
2016	2442	约 5%	350	122	4
2020E	3000	20%	300	600	18

资料来源：中国汽车工业协会，申万宏源研究

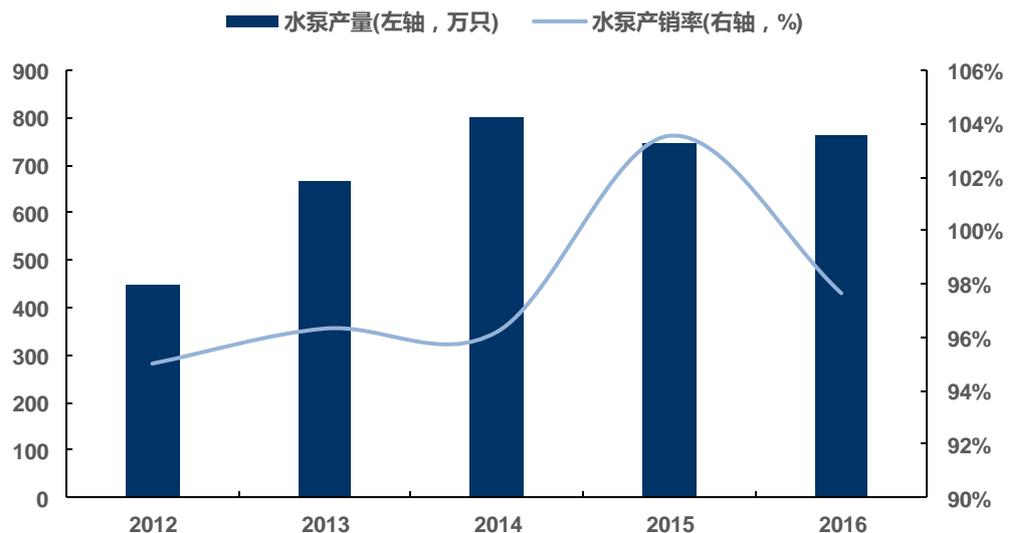
图 16：国内电子水泵市场空间测算（单位：亿元）



资料来源：中国汽车工业协会，申万宏源研究

公司电子水泵产品供不应求，定增突破产能天花板。2014年9月2日，公司发布定增预案，拟募集1.55亿元建设年产300万只汽车部件项目（一期），预计产能可实现年产180万只汽车水泵、20万只汽车电子水泵，截至2016年，项目投资进度已完成66.11%。公司电子水泵产品已经供应北汽新能源、上汽通用、力帆、比亚迪等新能源车企。我们认为，在新能源汽车逐渐放量、汽车电子水泵普及化的趋势下，随着公司定增产能的释放，公司水泵业务产能超过1100万只，未来将为公司带来大幅度的业绩增长。

图 17: 汽车水泵产量及产销率情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 5: 公司年产 300 万只汽车部件项目（一期）情况

项目名称	郑州飞龙汽车部件有限公司年产 300 万只汽车部件项目（一期）
实施主体	郑州飞龙

项目名称	郑州飞龙汽车部件有限公司年产 300 万只汽车部件项目（一期）
实施地点	郑州飞龙现有厂区内
建设期	12 个月
投资金额（万元）	15,522
产能	年产 180 万只汽车水泵、20 万只汽车电子水泵

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 从铸铁类歧管到高镍类歧管，产品升级助力单价稳健提升

排气歧管性能要求逐步提高。排气歧管是汽车发动机排气系统的重要部件，作用是把发动机汽缸内燃烧的废气集中收集起来，转入催化器清洁净化，消音器降低噪音，以便达到排放标准。近年来，尾气排放标准的提高倒逼催化技术及涡轮增压技术的升级，排气歧管的工作温度也提升至 750 摄氏度以上，因此对排气歧管材料的性能要求也逐步提高：良好的高温抗氧化性能、稳定的显微组织、热膨胀系数小、优良的高温强度、良好的工艺性能和低成本。

从铸铁类排气歧管到高镍类排气歧管，公司产品稳步升级。2016 年公司汽车排气歧管销量达到 421.49 万只，市占率超 10%，位列国内第二。排气歧管按照制造材料不同可分为灰铸铁、普通球铁、硅钼球铁、高镍球铁、普通蠕铁、硅钼蠕铁五大类，配备有涡轮增压器的发动机废气温度已高达 900°C 以上，普通材料难以胜任，高镍球铁凭借高达 925°C 的工作温度及优异的抗氧化性能和良好的铸造成形性能脱颖而出。

表 6：排气歧管材料的基体组织及主要性能

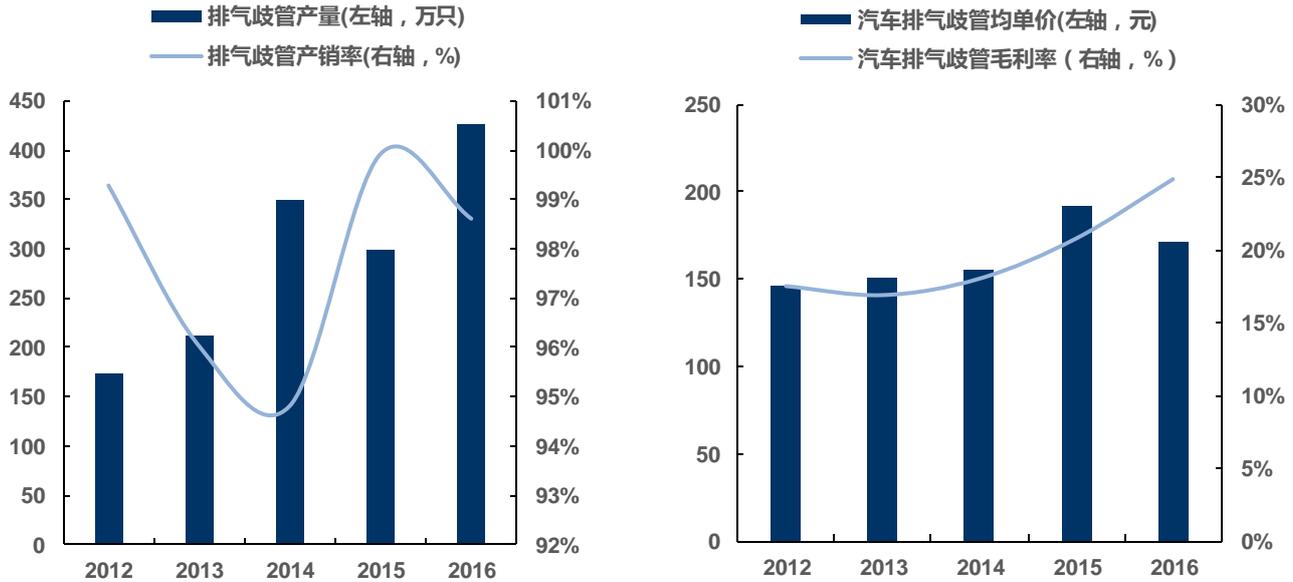
材料	基体组织	常温力学性能			最高工作温度/°C
		σ_b /MPa	δ (%)	硬度 HB	
灰铸铁	铁素体基体，珠光体含量 \leq 5%，且无一次渗碳体	>240	>0.4	120~140	540
普通球铁	铁素体基体，珠光体含量 \leq 5%，且无一次渗碳体	>414	>15	141~187	650
硅钼球铁	铁素体基体，珠光体含量 \leq 5%，且无一次渗碳体	>550	>5	180~210	870
高镍球铁	奥氏体基体+晶界处少量碳化物	450	20	125~130	925
普通蠕铁	铁素体基体，珠光体含量 \leq 10%，且无一次渗碳体	400	3.5	143~197	800
硅钼蠕铁	铁素体基体，珠光体含量 \leq 5%	>550	\geq 2	205~255	900

资料来源：汽车用排气歧管材料的应用现状及发展方向，申万宏源研究

排气歧管产品升级助力单价毛利稳健提升。高镍类排气歧管具有较高的技术含量生产工艺复杂，其球化处理、孕育处理等工艺与普通球墨铸铁具有明显的区别，公司目前主攻高镍类排气歧管并与涡壳配套销售，形成涡轮增压壳体和排气歧管结合体，组合优势显著，极大的提高了公司产品的单价。公司排气歧管均单价从 12 年的 147 元提升至 171 元，毛利率从 12 年的 18% 提升至 25%，大大增强了公司的盈利能力。预计随着高镍类排气歧管比例的提升，公司排气歧管毛利仍有上升空间。

图 18：排气歧管产量及产销率情况

图 19：排气歧管均单价及毛利率情况



资料来源: Wind, 申万宏源研究

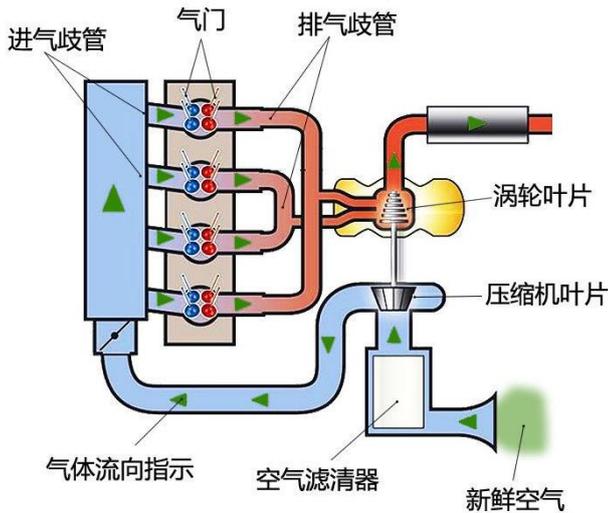
资料来源: Wind, 申万宏源研究

2.3 新品涡轮产能放量，逐步步入利润释放期

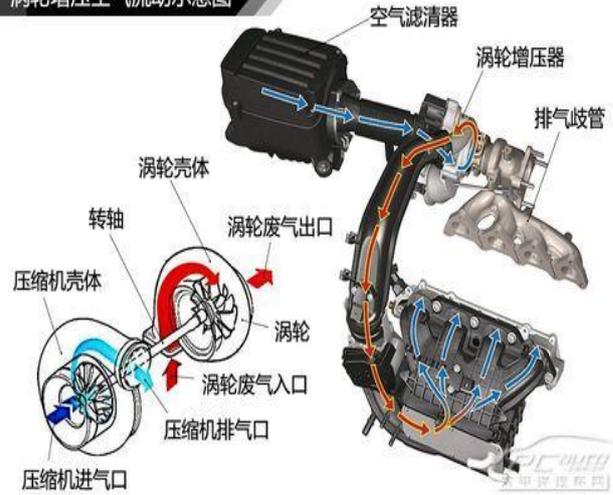
涡轮增压器行业行业基本情况。涡轮增压器是一种空气压缩机，利用发动机排出的废气惯性冲力来推动涡轮室内的涡轮，涡轮又带动同轴的叶轮，叶轮压送由空气滤清器管道送来的空气，使之增压进入气缸。空气的压力和密度增大可以使燃料燃烧更加充分，提高输出功率，达到降低燃料消耗、节能减排的效果。涡轮增压器主要由叶轮、涡壳、中间壳、压气机壳、轴承等主要零部件组成。全球市场来看，涡轮增压行业已形成寡头竞争局势，包括霍尼韦尔、康明斯、博格华纳、三菱重工、石播等巨头占据了全球近90%的市场份额。由于汽车涡轮增压器壳体铸造难度大，材料具有高韧性、高热强度、低热导率和易加工硬化等难以加工的特性，国内具备大规模生产加工能力的企业较少。目前，国内涡轮增压器壳体市场主要被天津新伟祥、无锡烨隆、西泵股份瓜分。天津新伟祥（台湾美达集团的独资子公司）主要客户涵盖霍尼韦尔、康明斯、博格华纳、三菱重工等国际涡轮增压器巨头；无锡烨隆主要客户为霍尼韦尔；西泵股份凭借在铸造领域的多年技术积累成功研发出涡壳的生产工艺，利用水泵客户优势先后与博格华纳、三菱重工取得合作，成功切入涡壳市场。

图 20：涡轮增压器结构

图 21：涡轮增压器工作原理



涡轮增压空气流动示意图



资料来源：太平洋汽车网，申万宏源研究

资料来源：太平洋汽车网，申万宏源研究

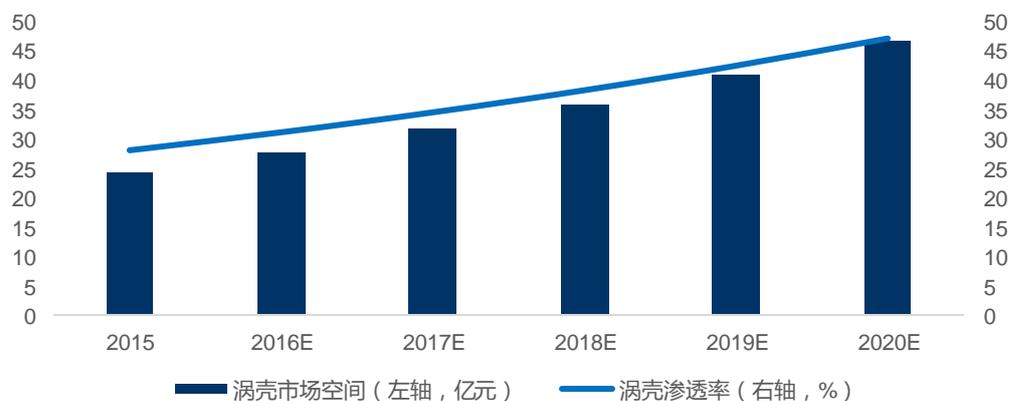
涡轮增压技术降耗效果显著，装机率逐年提升，未来3年市占率有望提升至47%。汽车油耗限值逼近和一系列节能减排政策的推出将增加涡轮增压器的需求量，推动涡轮增压器行业增长。目前，涡轮增压技术的节能减排效果已经得到了业界的广泛认同。据《内燃机工业综合动态》，采用涡轮增压技术可以使汽油机降低油耗5%-10%，使柴油机降低油耗10%-20%。随着汽车产销量以及小型涡轮增压器的普及，涡轮增压器的市占率有望进一步提升。根据全球领先的汽车涡轮增压器供应商霍尼韦尔预测，2016-2020年全球将合计生产超过2亿台涡轮增压器，预计全球年销量将从2015年的3,400万台增长到2020年的5,200万台，复合增长率约为9%，2020年中国市场涡轮增压器装机率有望从2015年的28%提升至47%。假设2020年汽车产量达到3300万辆，以此测算2020年涡壳市场规模有望达到46.53亿元，较2015年24.35亿元的市场空间近翻倍增长。

表 7：涡轮增压器壳体市场规模测算

时间	汽车产量(万辆)	渗透率	单价(元)	涡壳销量(万只)	涡壳市场规模(亿元)
2015	2450	28%	355	686	24.35
2020E	3300	47%	300	1551	46.53

资料来源：中国汽车工业协会，申万宏源研究

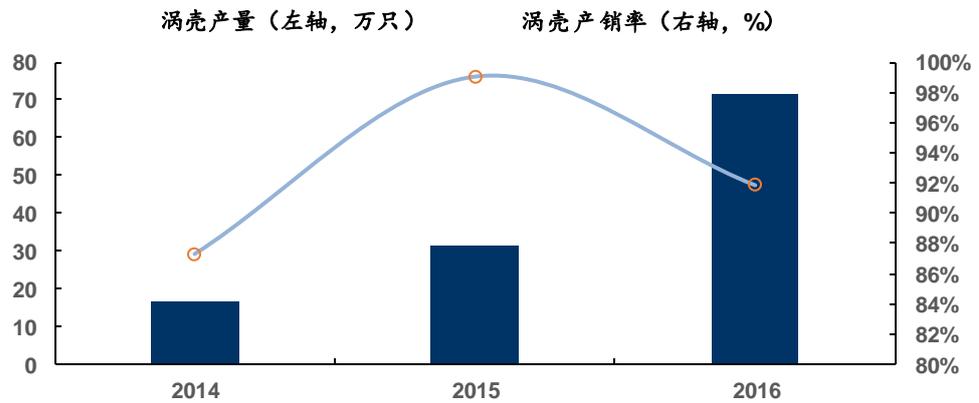
图 22：涡壳市场规模测算



资料来源：霍尼韦尔，申万宏源研究

新品涡轮产能放量，逐步步入利润释放期。2014年公司募集2.5亿元，由南阳飞龙汽车零部件有限公司建设年产150万只涡轮增压器壳体项目，截至2016年期末，项目投资进度已经完成77.39%，定增完成之后公司涡轮产能将达到300万只，受益涡轮铸造难度大、材料难以加工等技术壁垒，随着公司产能利用率逐渐提高，毛利水平仍有提升空间，未来有望持续提供新增长。2016年公司涡轮实现销量65万辆，同比增长110%；我们认为随着公司客户不断开拓（可拓展到三菱重工、广汽、大众等），预计2017-2018年销量实现同比70%、50%的增长，实现110万、168万销量。根据我们测算，公司2016-2019年毛利率有望实现24.7%、26.4%、27.6%及28.5%，实现量价齐升。

图 23：涡轮增压器壳体产量及产销率情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

3. 布局新能源动力电池，产业链再次延伸

公司拟控股新能源动力电池企业。2017年5月10日，公司发布公告宣称与武汉理工力强能源有限公司（以下简称“理工力强”）共同签署股权投资《框架协议》。公司拟以资本注入的形式控股理工力强，资本注入后，公司将持有理工力强52%的股权，出资金额待公司尽职调查后双方协商确认。理工力强成立于2012年，主要从事高性能钒系电极材料、新能源汽车动力电池的研发、生产及销售。理工力强主要依托武汉理工大学-哈佛大学纳米联合重点实验室，该实验室由纳米科技奠基人、美国科学院院士、哈佛大学查尔斯·李波教授和武汉理工大学学科首席教授麦立强带头，主要从事纳米能源材料与器件研究，并在高性能纳米线钒系动力电池研究方面取得原创性研究成果。

理工力强长期专注于高性能纳米线钒系动力电池。2016年7月，国家科技部公布“高性能纳米线钒系锂离子动力电池联合研发”通过验收，该项目建成了单次百公斤级纳米线钒系正极材料中试线和自动化电子生产线，完成了纳米线钒系动力电池的装配和装车实验，进行了电动汽车示范运行。

表 8：钒系纳米线动力电池与锂离子动力电池性能对比

电池性能	锂离子动力电池	钒系纳米线动力电池
单体能量密度	100-200Wh/kg	300Wh/kg 以上
单体循环寿命	1000 次以上	2000-3000 次

电池性能	锂离子动力电池	钒系纳米线动力电池
工作温度	-40°C-60°C	-30-60°C
特点	自放电率很低、绿色环保	工艺简单，价格经济

资料来源：国家军民融合公共服务平台，锂电网，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

首次覆盖，给予买入评级。我们认为公司 2017-2019 年可实现营业收入 2,465 百万元、2,908 百万元及 3,269 百万元，同比增长 18.24%、17.97%及 12.41%，实现净利润 190 百万、252 百万元及 317 百万元，对于 EPS 分别为 0.57 元、0.75 元及 0.95 元，对应 PE 为 25 倍、19 倍及 15 倍。根据行业可比公司的平均估值，给予 2018 年 28 倍估值，对应 47% 的涨幅空间，目标价 21.3 元。

表 9：行业内可比公司估值（以 2017/7/25 为基准日）

代码	公司	2016A	2017E	2018E
603319.SH	湘油泵	57	38	28
603178.SH	圣龙股份	38	34	28
平均	-	47.5	36	28

资料来源：wind,申万宏源研究

表 10：业务产品拆分情况

单位：万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
1、水泵收入	101,628.08	100,763.99	120,088.51	141,107.05	152,260.24
YOY	13.68%	-0.85%	19.18%	17.50%	7.90%
销量	7,739,570	7,472,488	7,696,663	8,081,496	8,323,941
单价	131.31	134.85	156.03	174.61	182.92
毛利率(%)	26.16	26.88	29.00	30.50	31.00
2、进、排气歧管收入	57,314.38	72,239.86	75,490.65	78,887.73	85,908.74
YOY	10.98%	26.04%	4.50%	4.50%	8.90%
销量	2,979,573	4,214,882	4,636,370	5,100,007	5,610,008
单价	192.36	171.39	162.82	154.68	153.13
毛利率(%)	20.78	24.85	25.00	25.00	26.00
3、涡轮收入	17,805.18	23,391.60	39,765.72	59,648.58	77,543.15
YOY	102.21%	31.38%	70.00%	50.00%	30.00%
销量	309,588.00	658,001.00	1,118,601.70	1,677,902.55	2,181,273.32
单价	575.13	355.49	355.49	355.49	355.49
毛利率(%)	16.99	19.41	24.00	26.00	28.00

资料来源：申万宏源研究

财务摘要

资产负债表(单位:百万元)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	192	402	158	316	570	893
经营性应收款项	481	670	872	968	1,079	1,170
其中: 应收账款	326	420	524	620	731	822

其他应收款	1	17	16	16	16	16
应收票据、预付款项	155	232	332	332	332	332
应收利息	0	0	0	0	0	0
存货	472	472	394	461	536	594
其他流动资产	41	27	17	17	17	17
流动资产合计：	1,186	1,571	1,441	1,762	2,202	2,674
固定资产	1,038	1,150	1,185	1,122	1,046	974
在建工程	10	0	19	6	11	21
无形资产类	196	178	173	173	173	173
其中：无形资产	171	173	173	173	173	173
商誉	25	6	0	0	0	0
长期待摊费用	0	5	4	4	4	4
递延所得税资产	10	8	10	10	10	10
其他非流动资产	80	74	38	38	38	38
非流动资产合计：	1,334	1,415	1,427	1,351	1,280	1,218
资产总计	2,520	2,986	2,868	3,113	3,482	3,892
短期借款	556	393	213	170	170	170
其中：短期借款	542	344	170	127	127	127
一年内到期的非流动负债	13	49	43	43	43	43
交易性金融负债	0	0	0	0	0	0
经营性应付款项	629	607	617	713	828	918
流动负债合计：	1,219	1,018	850	904	1,018	1,109
其他非流动负债	67	194	164	164	164	164
递延所得税负债	2	2	2	2	2	2
非流动负债合计	99	196	167	167	167	167
负债合计	1,318	1,213	1,017	1,070	1,185	1,275
股本	96	111	334	334	334	334
资本公积	799	1,318	1,095	1,095	1,095	1,095
减：库存股	0	0	0	0	0	0
盈余公积	36	41	47	58	72	89
未分配利润	256	285	365	544	782	1,081
归属于母公司所有者权益合计	1,186	1,756	1,840	2,030	2,282	2,599
少数股东权益	15	16	11	13	15	17
股东权益合计	1,202	1,772	1,851	2,043	2,297	2,616
负债和股东权益总计	2,520	2,986	2,868	3,113	3,482	3,892

资料来源：申万宏源研究

利润表（单位：百万元）	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	1,615	1,915	2,085	2,465	2,908	3,269
二、营业总成本	1,583	1,861	1,988	2,278	2,655	2,948
其中：营业成本	1,271	1,478	1,569	1,814	2,106	2,336
营业税金及附加	5	6	18	21	25	28
销售费用	57	68	77	91	107	120
管理费用	206	258	298	352	415	467
财务费用	38	26	7	6	3	(2)

资产减值损失	5	26	20	(5)	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	31	54	96	187	253	321
加：营业外收入	24	14	20	19	18	19
减：营业外支出	10	2	2	5	3	3
四、利润总额	46	65	115	202	268	337
减：所得税	4	7	6	10	14	17
五、净利润	41	58	109	192	254	319
少数股东损益	1	1	1	2	2	3
归属于母公司所有者的净利润	40	57	108	190	252	317
六、基本每股收益	0.42	0.54	0.32	0.57	0.75	0.95
全面摊薄每股收益	0.12	0.17	0.32	0.57	0.75	0.95

资料来源：申万宏源研究

现金流量表 (单位: 百万元)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	41	58	109	192	254	319
加：计提的资产减值准备	5	26	20	(5)	0	0
固定资产折旧	98	111	133	81	81	82
无形资产摊销	4	4	5	0	0	0
长期待摊费用摊销	0	1	1	0	0	0
财务费用 (收益以“—”号列示)	41	33	8	6	3	(2)
递延所得税资产减少 (增加以“—”列示)	1	2	(2)	0	0	0
递延所得税负债增加 (减少以“—”列示)	(0)	(0)	(0)	0	0	0
存货的减少 (增加以“—”列示)	(50)	(1)	73	(62)	(74)	(59)
经营性应收项目的减少 (增加以“—”列示)	(137)	(45)	(149)	(96)	(111)	(91)
经营性应付项目的增加 (减少以“—”列示)	77	(106)	(129)	96	115	90
经营活动产生的现金流量净额	84	84	70	211	267	341
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额	3	0	1	0	0	0
投资活动现金流入小计	15	0	1	0	0	0
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	99	139	156	5	10	20
投资所支付的现金	0	12	7	0	0	0
投资活动现金流出小计	99	150	163	5	10	20
投资活动产生的现金流量净额	(84)	(150)	(163)	(5)	(10)	(20)
取得借款收到的现金	573	602	170	0	43	43
收到其它与筹资活动有关的现金	93	312	117	0	0	0
筹资活动现金流入小计	665	1,450	287	0	43	43
偿还债务支付的现金	444	934	250	43	43	43
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	60	55	31	6	3	(2)
支付的其它与筹资活动有关的现金	163	138	117	0	0	0
筹资活动现金流出小计	667	1,128	397	49	46	41
筹资活动产生的现金流量净额	(1)	322	(110)	(49)	(3)	2
现金及现金等价物净增加额	(2)	256	(204)	157	254	323
货币资金的期初余额	31	29	286	158	316	570
货币资金的期末余额	29	286	82	316	570	893

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售专员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。