

转型成效显著，业绩高增长持续

——西泵股份（002536）半年报点评

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2017年08月16日

汽车——汽车零部件

证券分析师

郑连声

022-28451904

zhengls@bhq.com

助理分析师

张冬明

SAC No: S1150115110007

zhangdm@bhq.com

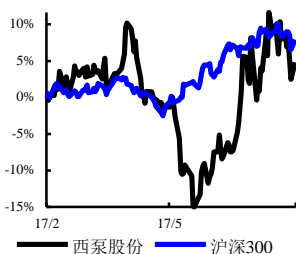
评级： 增持

上次评级： 增持

目标价格：

最新收盘价： 14.25

最近半年股价相对走势



相关研究报告

《产品和市场结构优化，业绩持续提升可期——西泵股份（002536）2017年半年度业绩快报点评》2017/7/18

《业绩符合预期，期待电子水泵和涡壳业务放量——西泵股份（002536）事件点评》2017/2/27

事件：

公司发布 2017 年中报，2017H1 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%；EPS 为 0.28 元/股。并预计 2017 年前三季度归母净利润为 1.49-1.81 亿元，同比增长 90%-130%，超我们之前预期。

点评：

● 业绩实现高增速，盈利水平进一步提升

1) 报告期内，公司营收和利润均实现较高增速，盈利水平进一步提升，毛/净利率分别比 2016H1 提升 3.05 和 2.31 个百分点，达到 26.38%/7.84%，我们分析主要受益于以下三个方面：一是公司持续推进产品结构（由低端向高端转变）和市场结构（由商用车向乘用车转变）调整，电子水泵、高镍排气歧管、涡壳等高附加值产品占比提升；二是涡壳产能陆续释放，规模效应逐步显现，上半年涡壳营收增速达 73.23%，毛利率比上年同期提升 3.15 个百分点；三是公司大规模投资告一段落，固定费用无明显增加，2017H1 期间费用率为 16.80%，比 2016H1 下降 1.17 个百分点。2) 我们认为，随着公司积极引进新技术和新工艺，大力推进产品结构调整，公司毛/净利率有望进一步提升。

● 夯实主业，加快发展电子水泵和涡壳等业务

1) 2016 年 9 月，公司设立上海飞龙新能源汽车部件有限公司，有助于推动公司汽车发动机热管理系统业务的发展，同时也有助于加快布局汽车电子等领域，在战略转型方面迈出重要一步。2) 在汽车行业节能减排大背景下，公司一方面继续巩固传统机械水泵和排气歧管业务，另一方面加大电子水泵、涡壳、高镍排气歧管等节能和高附加值产品的研发和推广力度，盈利能力有望继续提升。3) 目前公司电子水泵（含电控开关水泵）已实现对上海通用、北汽新能源等的批量供货，后续有望加大对国内主流合资车企的供货力度。4) 公司涡壳产品已实现对博格华纳、菱重、丰沃等批量供货，随着 150 万只涡壳定增项目逐步落地，涡壳产品有望成为公司未来业绩重要增长点。5) 控股股东宛西控股和实际控制人连续增持，显示出对公司未来发展的信心。

● 盈利预测，维持“增持”评级

我们认为，公司作为汽车水泵和排气歧管龙头，不断夯实主业，加大电子水泵和涡壳等高附加值产品研发推广力度，建议持续关注。我们再次上调盈利预测，预计 2017-19 年公司实现营业收入 26.40/33.84/40.27 亿元，同比增长 27/28/19%，实现归母净利润 2.19/3.02/3.83 亿元，同比增长 103/38/27%，对应 EPS 分别为 0.66/0.90/1.15 元/股，维持“增持”评级不变。

风险提示：主要客户需求低于预期；电子水泵和涡壳等业务拓展不及预期；原材料价格波动风险。

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,915	2,085	2,640	3,384	4,027
(+/-)%	19%	9%	27%	28%	19%
经营利润 (EBIT)	90	121	287	387	484
(+/-)%	9%	34%	137%	35%	25%
净利润	57	108	219	302	383
(+/-)%	41%	89%	103%	38%	27%
每股收益 (元)	0.51	0.32	0.66	0.90	1.15

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	402	158	200	257	305	营业收入	1915	2085	2640	3384	4027
应收票据	163	228	224	315	386	营业成本	1478	1569	1894	2378	2812
应收账款	420	524	651	834	993	营业税金及附加	6	18	11	15	18
预付款项	70	104	88	105	70	销售费用	68	77	97	124	148
其他应收款	17	16	15	26	28	管理费用	258	298	367	461	548
存货	472	394	652	764	869	财务费用	26	7	23	23	23
其他流动资产	27	17	17	17	17	资产减值损失	26	20	14	14	14
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	1150	1185	1044	1071	1112	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	19	75	108	126	营业利润	54	96	235	369	463
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	12	18	32	0	0
无形资产	173	173	138	104	69	税前利润	65	115	267	369	463
长期待摊费用	5	4	3	3	2	减：所得税	7	6	45	63	79
资产总计	2986	2868	3259	3757	4130	净利润	58	109	222	306	385
短期借款	344	170	457	424	381	归属于母公司的净利润	57	108	219	302	383
应付票据	236	172	207	260	308	少数股东损益	1	1	3	4	2
应付账款	338	379	259	494	569	基本每股收益	0.51	0.32	0.66	0.90	1.15
预收款项	1	4	6	8	9	稀释每股收益	0.51	0.32	0.66	0.90	1.15
应付职工薪酬	23	46	46	46	46	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
应交税费	9	15	15	15	15	成长性					
其他应付款	18	21	21	21	21	营收增长率	18.6%	8.9%	26.6%	28.2%	19.0%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	9.2%	33.7%	137.4%	34.9%	25.0%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	41.4%	88.7%	102.8%	38.0%	26.8%
负债合计	1213	1017	1186	1443	1523	盈利性					
股东权益合计	1772	1851	2073	2314	2608	销售毛利率	22.8%	24.7%	28.3%	29.7%	30.2%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	销售净利率	3.0%	5.2%	8.3%	8.9%	9.5%
净利润	58	109	222	306	385	ROE	3.2%	5.8%	10.6%	13.0%	14.7%
折旧与摊销	116	139	112	116	120	ROIC	3.52%	5.33%	8.95%	11.21%	12.88%
经营活动现金流	84	70	-91	320	348	估值倍数					
投资活动现金流	-150	-163	-131	-142	-143	PE	27.7	44.1	21.7	15.8	12.4
融资活动现金流	322	-110	264	-122	-157	P/S	0.8	2.3	1.8	1.4	1.2
现金净变动	256	-204	42	56	49	P/B	0.89	2.57	2.29	2.06	1.82
期初现金余额	192	402	158	200	257	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	1.9%
期末现金余额	448	199	200	257	305	EV/EBITDA	7.7	18.6	12.7	9.9	8.1

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所
副所长 (金融行业研究 & 研究所主持工作)

 张继袖
 +86 22 2845 1845

副所长

 谢富华
 +86 22 2845 1985

汽车行业研究小组

 郑连声
 +86 22 2845 1904
 张冬明
 +86 22 2845 1857

计算机行业研究小组

 王洪磊
 +86 22 2845 1975
 朱晟君
 +86 22 2386 1319

环保行业研究

 张敬华
 +86 10 6810 4651
 刘蕾
 +86 10 6810 4662

电力设备与新能源行业研究

 伊晓奕
 +86 22 2386 1673
 刘秀峰
 +86 10 6810 4658

医药行业研究小组

 任宪功 (部门经理)
 +86 10 6810 4615
 王斌
 +86 22 2386 1355
 赵波
 +86 22 2845 1632
 苑建
 +86 10 6810 4637

通信 & 电子行业研究小组

 徐勇
 +86 10 6810 4602
 宋敬祎
 +86 22 2845 1131
 杨青海
 +86 10 6810 4686

食品饮料、交通运输行业研究

 齐艳莉
 +86 22 2845 1625

餐饮旅游行业研究

 刘瑀
 +86 22 2386 1670
 杨旭

证券行业研究

 任宪功 (部门经理)
 +86 10 6810 4615
 洪程程
 +86 10 6810 4609

新材料行业研究

 张敬华
 +86 10 6810 4651

金融工程研究 & 部门经理

 崔健
 +86 22 2845 1618

权益类量化研究

 李莘泰
 +86 22 2387 3122
 宋旻

衍生品类研究

 祝涛
 +86 22 2845 1653
 李元玮
 +86 22 2387 3121
 郝惊
 +86 22 2386 1600

债券研究

 王琛皞
 +86 22 2845 1802
 夏捷

基金研究

 刘洋
 +86 22 2386 1563

流动性、战略研究 & 部门经理

 周喜
 +86 22 2845 1972

策略研究

 宋亦威
 +86 22 2386 1608
 杜乃璇
 +86 22 2845 1945

宏观研究

张扬

博士后工作站

 冯振 债券·经纪业务创新发展研究
 +86 22 2845 1605
 朱林宁 量化·套期保值模型研究
 +86 22 2387 3123

综合质控 & 部门经理

 郭靖
 +86 22 2845 1879

机构销售·投资顾问

 朱艳君
 +86 22 2845 1995

行政综合

 白骐玮
 +86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn