

一季度高增长，全年业绩有保障

投资要点

- **事件:** 公司发布一季度业绩预告, 2017年一季度归属上市公司股东净利润区间为 4493 万元~5391.5 万元, 同比增长 50%~80%。
- **产品结构升级, 中高端产品销售比例增速明显。** 我们认为公司的产品结构升级正在积极推进中, 新产品排气歧管与涡轮增压器壳体放量明显, 在公司整体销售收入中的占比逐渐提高, 未来有望成为公司新的增长极。
- **严控投资规模, 固定费用无明显增加, 产品利润率回升。** 我们认为公司的传统水泵业务趋于稳定, 未来将不会有大的产能扩建, 公司的新业务涡轮增压器壳体与排气歧管, 目前也完成新产能投放, 公司正在积极提升产能利用率以推高新产品的毛利率水平, 增长引擎不断提速。
- **公司涡轮增压器壳体与高端排气歧管有望快速增长。** 公司以汽车水泵、排气歧管以及涡轮壳等汽车零配件为主要产品, 其中汽车水泵和排气歧管目前的国内市场占有率分别位居第一、第二, 客户包括戴姆勒、沃尔沃、一汽大众、上海大众、上海通用、德国道依茨、意大利菲亚特、康明斯、博格华纳、福特等知名企业。公司涡轮增压器壳体已配套全球第二、第三大涡轮增压器总成商(博格华纳、三菱重工), 根据现有开发进展及订单, 公司的涡轮增压器壳体产品有望随着良品率提升及规模效应, 成为公司新的业绩增长助推器。
- **有望依靠外延并购实现业绩、估值齐飞。** 公司 2011 年上市以来, 至今没有实施过增发股权收购资产, 而公司现有水泵产品中, 核心部件如温控模块、微特电机等电子系统均为外购, 限制公司盈利能力进一步提升, 因此我们预计公司会充分利用资本市场平台, 适时成立产业并购基金或增发外延收购汽车电子类公司, 实现业绩及估值齐飞。
- **盈利预测与投资建议。** 根据公司一季度业绩预告的情况, 我们上调公司盈利预测, 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.32 元、0.48 元、0.67 元, 对应动态市盈率为 42 倍、28 倍和 20 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 涡轮增压器壳体增速及毛利率提升或不及预期; 外延进展或不及预期; 传统水泵类业务或继续下滑的风险。

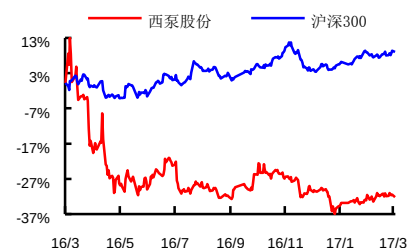
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1914.84	1996.75	2436.55	3029.56
增长率	18.59%	4.28%	22.03%	24.34%
归属母公司净利润(百万元)	57.14	107.39	159.77	224.19
增长率	41.36%	87.94%	48.77%	40.32%
每股收益 EPS(元)	0.17	0.32	0.48	0.67
净资产收益率 ROE	3.28%	5.90%	8.31%	10.89%
PE	80	42	28	20
PB	2.56	2.46	2.33	2.17

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
 执业证号: S1250515030001
 电话: 023-67898841
 邮箱: gaoyx@swsc.com.cn
 联系人: 张荫先
 电话: 0755-23617478
 邮箱: zyx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.34
流通 A 股(亿股)	3.04
52 周内股价区间(元)	12.83-66.3
总市值(亿元)	46.07
总资产(亿元)	27.59
每股净资产(元)	5.43

相关研究

1. 西泵股份(002536): 产能释放+外延布局, “泵”发新活力 (2017-01-10)

关键假设:

假设 1: 水泵业务, 公司水泵 2014-2015 年产销量 770 万只左右, 国内市场份额第一, 2016 年上半年传统水泵受价格竞争影响, 收入同比下滑 14%, 我们预计随着电子水泵、离合开关水泵出货量增加, 全年整体水泵销量下滑收窄至 4% 左右, 预计 2016-2018 年水泵产量分别为 740 万只、720 万只、740 万只, 毛利率水平 26%、26% 和 26%。

假设 2: 排气歧管业务, 受益于高镍类排气歧管占比上升实现产品结构升级, 2016 年上半年公司排气歧管业务收入增长 13%, 我们预计 2016-2018 年排气歧管产量分别为 330 万只、360 万只、390 万只, 毛利率水平 22%、23% 和 23%。

假设 3: 涡轮增压器壳体业务, 公司自 2013 年开展涡壳业务, 经过 3 年发展, 涡壳业务迅速提升, 2015 年生产涡壳 31 万只, 同比增长 114%, 我们预计 2016-2018 年涡壳产品产量分别为 55 万只、100 万只、140 万只, 随着良品率、规模效应提升, 毛利率水平 19%、24% 和 27%。

假设 4: 飞轮壳体和其他业务, 这两块业务占公司整体规模比例较小, 按 2015 年水平进行预测。

表 1: 分业务收入及毛利率

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
合计				
营业收入	1,914.84	1,996.75	2,436.55	3,029.55
增速	18.59%	4.28%	22.03%	24.34%
营业成本	1,478.01	1,531.46	1,842.31	2,258.50
毛利率	22.81%	23.30%	24.39%	25.45%
水泵类				
营业收入	1,016.28	965.47	984.78	1,024.17
增速	13.68%	-5.0%	2.0%	4.0%
营业成本	750.38	714.44	728.73	757.88
毛利率	26.16%	26.00%	26.00%	26.00%
进、排气歧管类				
营业收入	573.14	620.00	720.00	800.00
增速	10.98%	8.18%	16.13%	11.11%
营业成本	454.04	483.60	554.40	616.00
毛利率	20.78%	22.00%	23.00%	23.00%
涡壳类				
营业收入	178.05	356.10	676.59	1,150.20
增速	102.21%	100.0%	90.0%	70.0%
营业成本	147.80	288.44	514.21	839.65
毛利率	16.99%	19.00%	24.00%	27.00%
飞轮壳类				
营业收入	55.18	55.18	55.18	55.18

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
增速	15.71%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	46.21	44.97	44.97	44.97
毛利率	16.26%	18.50%	18.50%	18.50%
其他				
营业收入	79.39	——	——	——
增速	34.31%	——	——	——
营业成本	68.35	——	——	——
毛利率	13.91%	——	——	——

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1914.84	1996.75	2436.55	3029.56	净利润	58.08	109.15	162.39	227.86
营业成本	1478.01	1531.46	1842.32	2258.51	折旧与摊销	116.07	174.30	174.30	174.30
营业税金及附加	5.75	6.17	7.44	9.26	财务费用	25.92	-0.43	-1.46	-2.09
销售费用	68.32	70.47	82.84	103.00	资产减值损失	25.62	0.00	0.00	0.00
管理费用	257.67	279.55	336.24	418.08	经营营运资本变动	-222.46	7.91	-107.41	-175.39
财务费用	25.92	-0.43	-1.46	-2.09	其他	80.87	-2.02	0.26	0.21
资产减值损失	25.62	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	84.11	288.91	228.08	224.90
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-84.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-65.86	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-150.07	0.00	0.00	0.00
营业利润	53.55	109.54	169.17	242.79	短期借款	-198.41	-194.00	0.00	0.00
其他非经营损益	11.89	12.52	12.56	12.44	长期借款	-30.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	65.44	122.06	181.73	255.22	股权融资	534.43	0.00	0.00	0.00
所得税	7.36	12.90	19.33	27.36	支付股利	-22.25	-31.46	-59.12	-87.96
净利润	58.08	109.15	162.39	227.86	其他	38.58	-48.40	1.46	2.09
少数股东损益	0.94	1.76	2.62	3.68	筹资活动现金流净额	322.35	-273.86	-57.66	-85.87
归属母公司股东净利润	57.14	107.39	159.77	224.19	现金流量净额	256.38	15.05	170.42	139.02
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	402.33	417.38	587.80	726.82	成长能力				
应收和预付款项	669.71	681.15	818.75	1027.30	销售收入增长率	18.59%	4.28%	22.03%	24.34%
存货	472.13	545.35	638.77	780.96	营业利润增长率	70.05%	104.56%	54.43%	43.52%
其他流动资产	26.63	32.19	41.21	48.92	净利润增长率	41.17%	87.94%	48.77%	40.32%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	13.51%	44.93%	20.68%	21.34%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1149.99	994.79	839.59	684.39	毛利率	22.81%	23.30%	24.39%	25.45%
无形资产和开发支出	178.05	159.40	140.76	122.11	三费率	18.38%	17.51%	17.14%	17.13%
其他非流动资产	86.70	86.25	85.79	85.34	净利率	3.03%	5.47%	6.66%	7.52%
资产总计	2985.54	2916.50	3152.66	3475.84	ROE	3.28%	5.90%	8.31%	10.89%
短期借款	344.00	150.00	150.00	150.00	ROA	1.95%	3.74%	5.15%	6.56%
应付和预收款项	607.13	687.67	818.06	994.37	ROIC	3.99%	5.46%	8.87%	12.58%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.21%	14.19%	14.04%	13.70%
其他负债	262.30	229.03	231.53	238.49	营运能力				
负债合计	1213.43	1066.70	1199.59	1382.86	总资产周转率	0.70	0.68	0.80	0.91
股本	111.27	333.81	333.81	333.81	固定资产周转率	1.75	1.86	2.66	3.98
资本公积	1318.07	1095.53	1095.53	1095.53	应收账款周转率	5.13	4.70	5.12	5.16
留存收益	326.45	402.38	503.03	639.26	存货周转率	3.12	2.99	3.10	3.17
归属母公司股东权益	1755.79	1831.72	1932.37	2068.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.60%	—	—	—
少数股东权益	16.32	18.08	20.70	24.38	资本结构				
股东权益合计	1772.11	1849.81	1953.08	2092.98	资产负债率	40.64%	36.57%	38.05%	39.78%
负债和股东权益合计	2985.54	2916.50	3152.66	3475.84	带息债务/总负债	28.35%	14.06%	12.50%	10.85%
					流动比率	1.54	1.92	2.08	2.18
					速动比率	1.08	1.30	1.44	1.52
					股利支付率	38.94%	29.29%	37.00%	39.23%
					每股指标				
					每股收益	0.17	0.32	0.48	0.67
					每股净资产	5.31	5.54	5.85	6.27
					每股经营现金	0.25	0.87	0.68	0.67
					每股股利	0.07	0.09	0.18	0.26
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	195.55	283.41	342.01	415.00					
PE	79.50	42.30	28.44	20.26					
PB	2.56	2.46	2.33	2.17					
PS	2.37	2.28	1.86	1.50					
EV/EBITDA	7.28	14.80	11.76	9.36					
股息率	0.49%	0.69%	1.30%	1.94%					

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn