

毛利快速提升，业务齐头并进

投资要点

- **事件:** 公司发布半年度报告, 实现营业收入 12.2 亿元, 增长 27.6%; 实现归母净利润 9463 万元, 增长 82.6%, 实现扣非后归母净利润 9649 万元, 增长 124%。
- **规模效应及结构调整效果显著, 整体毛利率提升 3pp。** 1) 涡壳产品收入 1.5 亿元, 增长 73.2%, 收入占比提升 3.2pp 至 12.2%, 毛利率快速提升 3.2pp 至 21.5%, 预计随着规模效应发挥, 毛利率还有 9 个点的提升空间, 我们按照 350 元/个计算, 上半年销售约 43 万只涡壳; 2) 排气歧管产品收入 4.7 亿元, 增长 40%, 收入占比提升 3.4pp 至 38.6%, 毛利率快速提升 4.4pp 至 26.2%, 我们预计主要是配套涡壳的高镍排气管结构占比提升所致, 按照 175 元/个计算, 上半年销售约 270 万只; 3) 水泵产品收入 5.2 亿元, 增长 15%, 收入占比 43% 左右, 电控开关水泵、电子水泵价值量 (300 至 400 元) 是传统水泵 (120 元) 2 倍以上, 销售结构上移进一步提升毛利率 2.7pp 至 29.4%。涡轮增压器车型渗透率持续提升、新能源汽车快速上量分别带动公司涡壳、高端排气歧管, 以及电子水泵的持续放量, 继续看好公司毛利率水平提升。
- **涡壳产品持续放量, 进入核心总成商配套。** 在汽车行业增速下滑背景下 (尤其是 18 和 19 年), 我们认为未来 3-5 年涡轮增压器细分行业增速超过 20%, 为公司业绩增长提供良好环境。我们预计应收账款中的博格华纳及宁波丰沃均为公司涡壳下游客户, 这两家均为国内前五名涡轮增压器总成商, 前者配套大众项目为主, 后者配套吉利博瑞博越为主。公司也进入了霍尼韦尔、菱重、IHI 全球知名涡轮增压器总成商配套体系, 后续随着项目车型的 SOP, 公司涡壳产品将加速放量, 预计 2018-2020 年年均涡壳销量 200 万只以上。
- **国外直接销售收入增长 49%, 国际化进程加速。** 公司上半年国外直接销售 2.2 亿元, 增长 49%, 直接客户康明斯、博格华纳分别在其全球项目中加大采购了公司排气歧管、涡壳产品。公司产品已经进入戴姆勒、德国道依茨、美国康明斯、博格华纳等知名企业采购系统, 中国制造优势不断加速公司国际化进程。
- **推荐逻辑:** 公司主业经营扎实, 水泵、排气歧管产品国内市占率分别位居第一、第二; 毛利率水平快速提升, 未来几年高端产品如离合器电子开关水泵、涡轮增压器壳体等占比进一步提升, 良品率提升、规模效应发挥将显著提升公司毛利率水平; 产能充足, 利用率提升迅速释放业绩, 公司各类产品产能充足, 后续几年无须大的资本开支, 产品上量将迅速提升盈利能力。
- **盈利预测与投资建议。** 公司三季报业绩预计 1.5 亿至 1.8 亿 (增速 90%-130%), 鉴于公司产品毛利率提升速度快于市场预期, 我们上调产品毛利率水平, 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.67 元 (0.52)、0.85 元 (0.69)、1.04 元 (0.79), 未来三年将保持 45% 的内生复合增长率, 给予公司 2018 年 22 倍估值, 对应目标价 18.7 元, 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; 传统水泵类业务或下滑的风险; 汇率波动或带来的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2084.83	2452.89	3010.40	3358.80
增长率	8.88%	17.65%	22.73%	11.57%
归属母公司净利润 (百万元)	107.86	222.42	285.35	348.26
增长率	88.75%	106.22%	28.29%	22.05%
每股收益 EPS (元)	0.32	0.67	0.85	1.04
净资产收益率 ROE	5.88%	11.03%	12.88%	14.19%
PE	44	21	17	14
PB	2.57	2.34	2.13	1.92

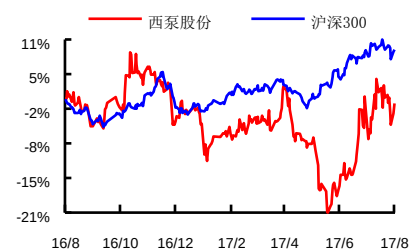
数据来源: Wind, 西南证券

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: gaiox@swsc.com.cn

分析师: 张荫先
 执业证号: S1250517070001
 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)	3.09
52 周内股价区间(元)	11.44-15.74
总市值(亿元)	47.57
总资产(亿元)	29.25
每股净资产(元)	5.70

相关研究

1. 西泵股份 (002536): 年报季报超预期, 活力持续“泵”发 (2017-04-12)
2. 西泵股份 (002536): 一季度高增长, 全年业绩有保障 (2017-03-28)
3. 西泵股份 (002536): 产能释放+外延布局, “泵”发新活力 (2017-01-10)

事件

公司发布半年度报告，实现营业收入 12.2 亿元，增长 27.6%；实现归母净利 9463 万元，增长 82.6%，实现扣非后归母净利 9649 万元，增长 124%，与业绩快报披露一致。

规模效应及结构调整效果显著，整体毛利率提升 3pp

受益于公司产品升级调整，涡轮增压器壳体、电控开关水泵、电子水泵等产品大幅增加。

1) 涡壳产品收入 1.5 亿元，增长 73.2%，收入占比提升 3.2pp 至 12.2%，**毛利率快速提升 3.2pp 至 21.5%**，预计随着规模效应发挥，**毛利率还有 9 个点的提升空间**，我们按照 350 元/个计算，上半年销售约 43 万只涡壳。

2) 排气歧管产品收入 4.7 亿元，增长 40%，收入占比提升 3.4pp 至 38.6%，**毛利率快速提升 4.4pp 至 26.2%**，我们预计主要是配套涡壳的高镍排气管结构占比提升所致，按照 175 元/个计算，上半年销售约 270 万只。

3) 水泵产品收入 5.2 亿元，增长 15%，收入占比 43%左右，电控开关水泵、电子水泵价值量（300 至 400 元）是传统水泵（120 元）2 倍以上，销售结构上移进一步**提升毛利率 2.7pp 至 29.4%**，公司水泵作为国内龙头（30%+份额），规模效应显著。

公司整体毛利率较去年同期增加 3 个 pp 至 26.4%，涡轮增压器车型渗透率持续提升、新能源汽车快速上量分别带动公司涡壳、高端排气歧管，以及电子水泵的持续放量，**继续看好公司毛利率水平提升。**

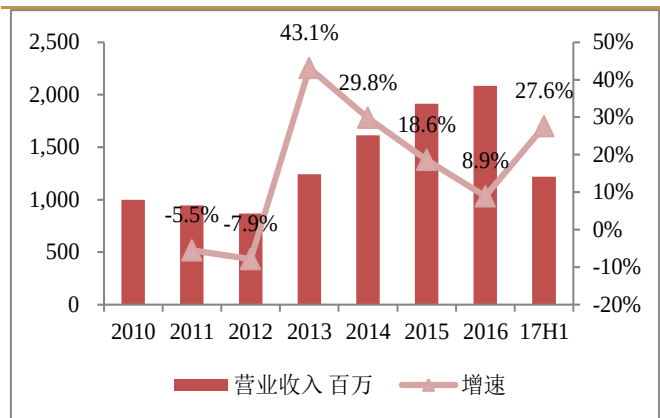
涡壳产品持续放量，进入核心总成商配套

公司增量产品涡壳 16 年毛利率 19.5%，远低于公司当年整体 25%的毛利率水平（传统水泵 27%），16 年 Q4 开始公司涡壳产品良品率提升、规模效应发挥，盈利能力快速提升，17 年上半年毛利率提升 3.2pp 达到 21.5%，对标可比公司，我们认为还有 10 个百分点的毛利提升空间。此外，在汽车行业增速下滑背景下（尤其是 18 和 19 年），我们认为未来 3-5 年涡轮增压器细分行业增速超过 20%，为公司业绩增长提供良好环境。**我们预计应收账款中的博格华纳及宁波丰沃均为公司涡壳下游客户**，这两家均为国内前五名涡轮增压器总成商，前者配套大众项目为主，后者配套吉利博瑞博越为主。**公司也进入了霍尼韦尔、菱重、IH 全球知名涡轮增压器总成商配套体系**，后续随着项目车型的 SOP，公司涡壳产品将加速放量，预计 2018-2020 年年均涡壳销量 200 万只以上。

国外直接销售收入增长 49%，国际化进程加速

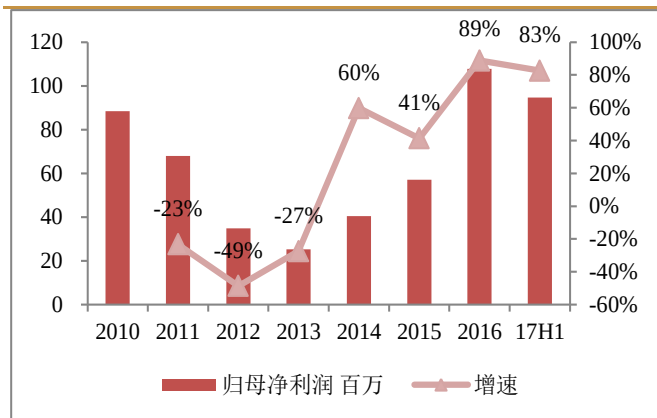
公司上半年国外收入 3.2 亿元，增长 34.4%，占公司整体收入 26.2%，**其中国外直接销售 2.2 亿元，增长 49%**，直接客户康明斯、博格华纳分别在其全球项目中加大采购了公司排气歧管、涡壳产品。公司产品已经进入戴姆勒、沃尔沃、德国道依茨、意大利菲亚特、美国康明斯、博格华纳、福特等知名企业采购系统，中国制造优势不断加速公司国际化进程。

图 1：2010-2017H1 营业收入



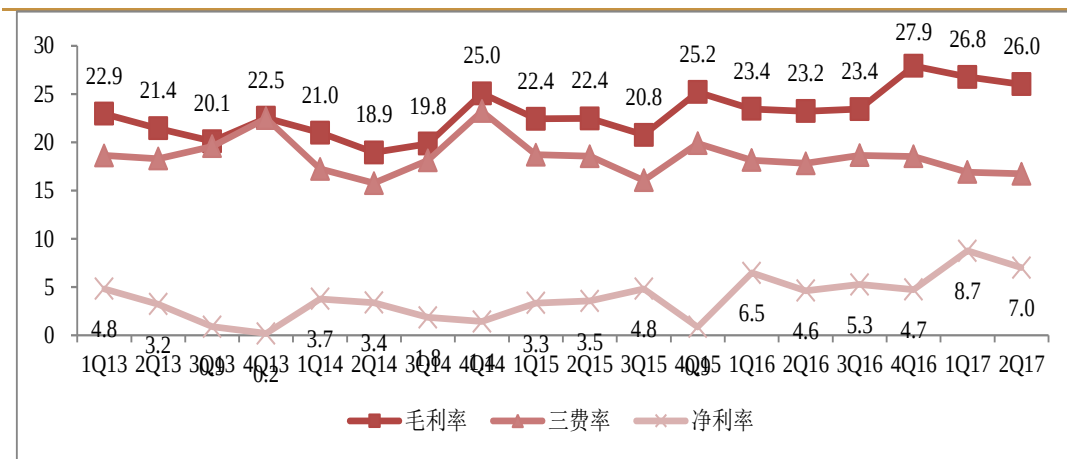
数据来源：wind，西南证券整理

图 2：2010-2017H1 归母净利润



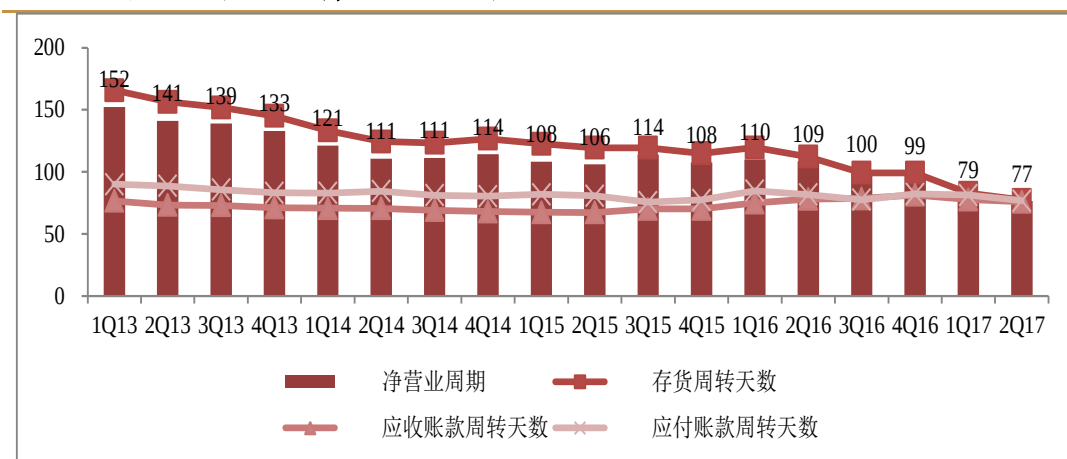
数据来源：wind，西南证券整理

图 3：公司整体毛利率自 4Q16 以来提升明显



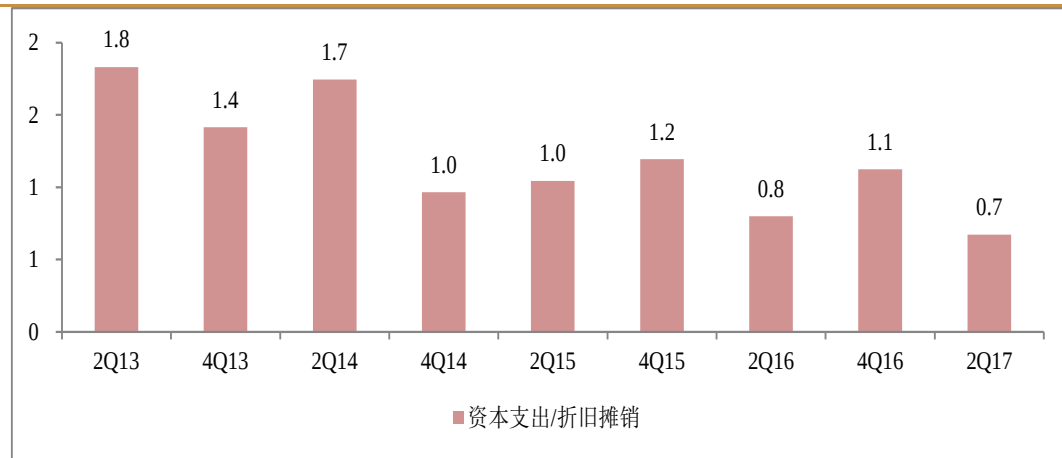
数据来源：wind，西南证券整理

图 4：公司净营业周期显著下降，营运能力提升明显



数据来源：wind，西南证券整理

图 5：产能相对充裕，资本支出逐渐下降



数据来源：wind，西南证券整理

推荐逻辑

公司主业经营扎实，水泵、排气歧管产品国内市占率分别位居第一、第二；毛利率水平快速提升，未来几年高端产品如离合器电子开关水泵、涡轮增压器壳体等占比进一步提升，良品率提升、规模效应发挥将显著提升公司毛利率水平；产能充足，利用率提升迅速释放业绩，公司各类产品产能充足，后续几年无须大的资本开支，产品上量将迅速提升盈利能力。

盈利预测与投资建议

公司三季报业绩预计 1.5 亿至 1.8 亿（增速 90%-130%），鉴于公司产品毛利率提升速度快于市场预期，我们上调产品毛利率水平，预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.67 元（0.52）、0.85 元（0.69）、1.04 元（0.79），未来三年将保持 45% 的内生复合增长率，给予公司 2018 年 22 倍估值，对应目标价 18.7 元，维持“买入”评级。

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
合计				
营业收入	2,084.83	2,452.90	3,010.40	3,358.80
增速	8.88%	17.65%	22.73%	11.57%
营业成本	1,569.48	1,784.35	2,182.30	2,409.60
毛利率	24.72%	27.26%	27.51%	28.26%
水泵类				
营业收入	1,007.64	1,102.00	1,124.80	1,155.20
收入增速	-0.85%	9.4%	2.1%	2.7%
数量（个）	7,472,488	7,600,000	7,600,000	7,600,000
数量增速	-3.45%	1.71%	0.00%	0.00%
单价（元/个）	134.85	145.00	148.00	152.00
成本	736.78	782.42	804.23	831.74
毛利率	26.88%	29.00%	28.50%	28.00%

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
排气歧管类				
营业收入	722.40	888.00	1,178.00	1,326.00
收入增速	26.04%	22.92%	32.66%	12.56%
数量（个）	4,214,882	4,800,000	6,200,000	6,800,000
数量增速	41.46%	13.88%	29.17%	9.68%
单价（元/个）	171.39	185.00	190.00	195.00
成本	542.90	641.14	854.05	961.35
毛利率	24.85%	27.80%	27.50%	27.50%
涡壳类				
营业收入	233.92	340.00	578.00	748.00
收入增速	31.38%	45.3%	70.0%	29.4%
数量（个）	658,001	1,000,000	1,700,000	2,200,000
数量增速	112.54%	51.98%	70.00%	29.41%
单价（元/个）	355.50	340.00	340.00	340.00
成本	188.52	258.40	416.16	508.64
毛利率	19.41%	24.00%	28.00%	32.00%
飞轮壳类				
营业收入	55.89	67.07	73.77	73.77
增速	1.29%	20.0%	10.0%	0.0%
营业成本	46.07	54.66	60.13	60.13
毛利率	17.57%	18.50%	18.50%	18.50%
其他				
营业收入	55.83	55.83	55.83	55.83
增速	-29.68%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	47.23	47.73	47.73	47.73
毛利率	15.40%	14.50%	14.50%	14.50%

数据来源：公司公告，西南证券

风险提示

涡轮增压器壳体增速及毛利率提升或不及预期；传统水泵类业务或下滑的风险；汇率波动或带来的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2084.83	2452.89	3010.40	3358.80	净利润	108.77	224.31	287.78	351.22
营业成本	1569.48	1784.35	2182.30	2409.59	折旧与摊销	138.98	191.87	196.68	202.42
营业税金及附加	17.71	14.12	18.70	21.63	财务费用	7.21	5.91	5.23	4.16
销售费用	76.62	86.56	102.35	114.20	资产减值损失	19.74	10.00	15.00	20.00
管理费用	297.63	323.78	391.35	426.57	经营营运资本变动	-101.48	-57.16	-186.78	-105.33
财务费用	7.21	5.91	5.23	4.16	其他	-103.58	-10.43	-14.94	-19.96
资产减值损失	19.74	10.00	15.00	20.00	经营活动现金流净额	69.64	364.50	302.98	452.50
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-53.82	-70.00	-70.00	-70.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-109.03	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	-162.84	-70.00	-70.00	-70.00
营业利润	96.43	228.17	295.47	362.65	短期借款	-174.00	80.00	0.00	0.00
其他非经营损益	18.21	15.41	15.76	16.05	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	114.63	243.58	311.22	378.69	股权融资	-0.96	0.00	0.00	0.00
所得税	5.86	19.26	23.45	27.47	支付股利	-22.25	-42.00	-86.62	-111.13
净利润	108.77	224.31	287.78	351.22	其他	86.80	-48.73	-5.23	-4.16
少数股东损益	0.92	1.89	2.43	2.96	筹资活动现金流净额	-110.41	-10.74	-91.85	-115.29
归属母公司股东净利润	107.86	222.42	285.35	348.26	现金流量净额	-203.59	283.76	141.13	267.21
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	158.13	441.89	583.02	850.23	成长能力				
应收和预付款项	872.08	916.01	1154.16	1293.46	销售收入增长率	8.88%	17.65%	22.73%	11.57%
存货	393.92	525.28	621.60	681.74	营业利润增长率	80.06%	136.63%	29.49%	22.74%
其他流动资产	16.96	31.69	34.59	38.31	净利润增长率	87.28%	106.22%	28.29%	22.05%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	24.07%	75.56%	16.77%	14.44%
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	1203.63	1101.26	994.07	881.14	毛利率	24.72%	27.26%	27.51%	28.26%
无形资产和开发支出	172.62	153.48	134.34	115.20	三费率	18.30%	16.97%	16.57%	16.22%
其他非流动资产	50.94	50.59	50.24	49.89	净利率	5.22%	9.14%	9.56%	10.46%
资产总计	2868.28	3220.19	3572.01	3909.98	ROE	5.88%	11.03%	12.88%	14.19%
短期借款	170.00	250.00	250.00	250.00	ROA	3.79%	6.97%	8.06%	8.98%
应付和预收款项	616.99	743.09	890.34	984.42	ROIC	4.99%	10.50%	13.25%	15.75%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.64%	17.37%	16.52%	16.95%
其他负债	229.91	193.41	196.81	200.61	营运能力				
负债合计	1016.90	1186.50	1337.16	1435.04	总资产周转率	0.71	0.81	0.89	0.90
股本	333.81	333.81	333.81	333.81	固定资产周转率	1.79	2.19	3.02	3.83
资本公积	1094.58	1094.58	1094.58	1094.58	应收账款周转率	4.42	4.48	4.69	4.45
留存收益	412.05	592.47	791.20	1028.33	存货周转率	3.58	3.84	3.77	3.67
归属母公司股东权益	1840.44	2020.85	2219.58	2456.72	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.63%	—	—	—
少数股东权益	10.95	12.84	15.26	18.22	资本结构				
股东权益合计	1851.38	2033.69	2234.85	2474.94	资产负债率	35.45%	36.85%	37.43%	36.70%
负债和股东权益合计	2868.28	3220.19	3572.01	3909.98	带息债务/总负债	16.72%	21.07%	18.70%	17.42%
					流动比率	1.69	1.88	2.04	2.26
					速动比率	1.23	1.36	1.51	1.72
					股利支付率	20.63%	18.88%	30.36%	31.91%
					每股指标				
					每股收益	0.32	0.67	0.85	1.04
					每股净资产	5.55	6.09	6.70	7.41
					每股经营现金	0.21	1.09	0.91	1.36
					每股股利	0.07	0.13	0.26	0.33
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	242.62	425.95	497.38	569.23					
PE	44.10	21.39	16.67	13.66					
PB	2.57	2.34	2.13	1.92					
PS	2.28	1.94	1.58	1.42					
EV/EBITDA	19.64	10.61	8.80	7.22					
股息率	0.47%	0.88%	1.82%	2.34%					

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 20 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	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn