

西泵股份 (002536)

公司研究/简评报告

战略转型成功 铸件龙头初现

—西泵股份 (002536) 2017 年中报点评

点评报告/汽车及配件行业

2017 年 08 月 16 日

一、事件概述

公司发布2017年中报：2017年1-6月份实现营收12.17亿元，同比增长27.56%；归属上市公司股东净利润9462.96万元，同比增长82.6%；扣非净利润9648.90万元，同比增长123.90%；EPS为0.28元，同比增长75%。同时公司公布1-9月业绩预计归属于上市公司股东的净利润变动区间为14928.3万元到18071.1万元，对应同比增长90%到130%。

二、分析与判断

➤水泵与排气歧管产品结构升级 涡壳持续放量 毛利率持续上升

公司业绩快速增长的原因在于：1) 水泵产品结构升级，公司乘用车水泵进入新旧产品的替代期，毛利率普遍有所提升；另外受益于汽车节能及电动汽车行业的发展，电子离合器开关水泵和电子水泵的销量也快速增长。2) 排气歧管产品中高单价与高附加值的高镍排气歧管的占比提升。3) 受益于汽车行业的节能减排法规逐步实施，以及下游客户的逐渐开拓，涡壳产品持续放量，同比翻倍。4) 下游重卡销量同比高增长，带动相关产品销量提升。

➤战略转型成功 核心能力凸显 铸件龙头初现

公司在2011年上市后至今经历了由商转乘、由国内客户转向合资及出口客户的战略转型，公司的盈利能力也经历了2011年到2014年的快速下滑到2015年至今的快速回升；主要因为公司在转型中付出了巨大成本，转型初期也经历了大投入与打市场的阶段，到目前公司商乘产品销量比已经由转型前的9:1，变成现在的1:9左右，产品也逐渐升级放量，毛利率快速提升。公司内生的新主力产品——涡壳的收入贡献也从零增长到12.2%。

未来公司将围绕铸件工艺做产品的衍生，做生产线的自动化改造，汽车铸件龙头初现。

➤内生+外延 下一个主力新产品值得期待

公司优异的铸造及加工生产技术，强大的成本控制和客户开拓能力，保障了公司转型的成功；同时公司瞄准汽车电子热管理系统以及底盘零部件市场，借助公司品牌与客户资源，有望走出新的内生+外延的成长路径。

三、盈利预测与投资建议

预估2017、2018、2019年EPS分别为0.61元、0.91元和1.16元，对应PE为23倍、16倍与12倍，给予“强烈推荐”评级。

四、风险提示：行业竞争加剧，原材料涨价、产品销量不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,084.83	2,647.73	3,177.28	3,653.87
增长率 (%)	8.88%	27.00%	20.00%	15.00%
归属母公司股东净利润 (百万元)	107.86	203.31	304.33	385.99
增长率 (%)	88.75%	88.50%	49.69%	26.84%
每股收益 (元)	0.32	0.61	0.91	1.16
PE	44.10	23.40	15.63	12.32
PB	2.58	2.41	2.20	1.97

资料来源：公司公告，民生证券研究院

强烈推荐

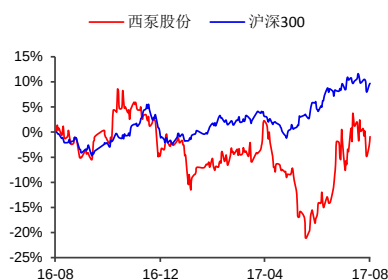
维持评级

合理估值：16-18 元

交易数据 (2017-08-15)

收盘价 (元)	14.25
近 12 个月最高/最低	16.08/11
总股本 (百万股)	333.81
流通股本 (百万股)	309.28
流通股比例 %	93%
总市值 (亿元)	47.57
流通市值 (亿元)	44.07

该股与沪深 300 指数走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师与研究助理

分析师：刘振宇

执业证号：S0100517050004

电话：(8601)8512 7653

Email: liuzhenyu@mszq.com

研究助理：余海坤

一般执业编号：S0100116050011

电话：(8601)8512 7831

Email: yuhaijun@mszq.com

研究助理：张东东

一般执业编号：S0100116050009

电话：(8601)8512 7646

Email: zhangdongdong@mszq.com

研究助理：徐凌羽

一般执业编号：S0100115080002

电话：(8601)8512 7646

Email: xulingyu@mszq.com

相关研究

1、《西泵股份 (002536) 2016 年年报点评：水泵产品升级加涡壳放量 业绩进入快速爆发通道》2016.4.12

公司财务报表数据预测汇总

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2084.8	2647.7	3177.3	3653.9
减：营业成本	1569.5	1906.4	2224.1	2521.2
营业税金及附加	17.7	22.5	27.0	31.0
营业费用	76.6	97.3	116.8	134.3
管理费用	297.6	378.0	453.6	521.6
财务费用	7.2	2.5	-5.1	-12.1
资产减值损失	19.7	16.9	16.9	16.9
加：投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	96.4	224.2	344.0	440.9
加：其他非经营损益	18.2	17.1	17.1	17.1
利润总额	114.6	241.2	361.1	458.0
减：所得税	5.9	36.2	54.2	68.7
净利润	108.8	205.0	306.9	389.3
减：少数股东损益	0.9	1.7	2.6	3.3

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	31.67	26.48	305.53	601.38
应收和预付款项	872.08	1038.44	1247.29	1377.33
存货	393.92	798.11	592.59	983.87
其他流动资产	16.96	16.96	16.96	16.96
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1203.63	1005.02	806.40	607.78
无形资产和开发支出	172.62	152.47	132.32	112.17
其他非流动资产	41.17	39.41	37.65	37.65
资产总计	2732.05	3076.88	3138.75	3737.15
短期借款	170.00	19.43	0.00	0.00
应付和预收款项	576.16	939.09	822.09	1168.98
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	134.51	134.51	134.51	134.51
负债合计	880.67	1093.03	956.60	1303.49
股本	333.81	333.81	333.81	333.81
资本公积	1094.58	1094.58	1094.58	1094.58
留存收益	412.05	542.80	738.50	986.73
归属母公司股东权益	1840.44	1971.18	2166.89	2415.11
少数股东权益	10.95	12.68	15.26	18.54
股东权益合计	1851.38	1983.86	2182.15	2433.66
负债和股东权益合计	2732.05	3076.88	3138.75	3737.15

资料来源：公司公告，民生证券研究院

主要财务指标	2016A	2017E	2018E	2019E
收益率				
毛利率	24.7%	28.0%	30.0%	31.0%
三费/销售收入	18.3%	18.0%	17.8%	17.6%
EBIT/销售收入	6.0%	9.3%	11.3%	12.3%
销售净利率	5.2%	7.7%	9.7%	10.7%
资产获利率				
ROE	5.9%	10.3%	14.0%	16.0%
ROA	4.6%	8.0%	11.4%	12.0%
增长率				
销售收入增长率	8.9%	27.0%	20.0%	15.0%
EBIT 增长率	31.8%	96.2%	45.7%	25.1%
净利润增长率	88.8%	88.5%	49.7%	26.8%
资本结构				
资产负债率	32.2%	35.5%	30.5%	34.9%
流动比率	1.67	1.88	2.50	2.46
速动比率	1.15	1.06	1.80	1.63

资产管理效率	2016A	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	0.76	0.86	1.01	0.98
固定资产周转率	1.76	2.63	3.94	6.01
应收账款周转率	2.77	2.81	2.91	2.93
存货周转率	3.98	2.39	3.75	2.56

估值分析	2016A	2017E	2018E	2019E
EPS	0.32	0.61	0.91	1.16
PE	44.10	23.40	15.63	12.32
PB	2.58	2.41	2.20	1.97
PS	2.28	1.80	1.50	1.30
EV/EBIT	39.35	19.50	12.57	9.40

现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	66.30	207.82	389.37	408.91
投资性现金净流量	-162.84	14.51	14.51	14.51
筹资性现金净流量	-110.41	-227.51	-124.83	-127.56
现金流量净额	-206.94	-5.19	279.05	295.85

分析师与研究助理简介

刘振宇，大机械组组长，北京科技大学材料专业本科及硕士。曾任中国中冶控制经理岗，北京市规划委规划验收岗，2015年加入民生证券。在机械装备和基础材料领域有扎实的理论基础和丰富的实业经验。

余海坤，清华大学工商管理硕士，近8年汽车行业经验，汽车流通与后服务专家。曾在某汽车品牌担任销售总监负责北方市场销售管理工作，在某汽车电商负责全国线下渠道开发与品牌推广活动工作，并有汽车后市场2年创业经历，投资与研究领域涉及车联网CRM、汽车金融、新能源电池材料、充电桩与O2O汽车服务等。2016年加入民生证券。

张东东，西安交通大学企业管理硕士，累计9年汽车行业研究经验。3年咨询公司管理咨询经验，聚焦于用户定位、品牌定位、企业战略咨询；6年大型商用车企业工作经验，历经战略与发展部、营销公司市场与商品管理部，熟悉公司战略、产品规划、营销策划等环节。2016年加入民生证券。

徐凌羽，汽车行业研究助理。会计学硕士，CPA，两年从业经验，专注智能汽车，新能源汽车领域研究。2015年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层；525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。