

价格及毛利率共振，推动业绩“泵”发

投资要点

- **事件：**公司发布 17 年年报，实现营业收入 26.7 亿元，同比增长 28%；实现营业利润 2.8 亿元，同比增长 191%；实现归母净利润 2.4 亿元，同比增长 124%。每 10 股分配现金股利人民币 3 元（含税），现金分红率 41%。与此前业绩快报基本一致。
- **规模效应显著提升毛利率 3.9pp 至 28.6%；歧管、涡壳销量同比增长 31%和 62%；水泵、歧管 ASP 提升 8%和 7%。**受益于严格的排放和油耗标准促进了涡轮增压市场的发展，以及 2017 年商用车市场火爆行情，公司排气歧管、涡壳产品持续放量，公司资产较重具有高弹性，产能利用率提升可以显著拉升毛利率。水泵、歧管、涡壳销量分别为 774 万支(+3.6%，份额第一)、551 万支(+31%，份额第二)、107 万支(+62%)，17 年原材料价格上涨前景下，公司产品结构上移推动单价提升，水泵、歧管单价分别为 146 元(+8%)、184 元(+7%)，毛利率达到 31% (+4.3pp)、28% (+3.4pp)，涡壳单价 354 元(-0.4%)，毛利率 24.5% (+5pp)。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，以及电子水泵的放量，继续看好公司涡壳产品毛利率提升。Q4 单季度收入 7.6 亿 (+21.4%)，毛利率 30% (同比+2.3pp、环比-0.3pp)，由于年底销售费用率和管理费用率提升，因此净利率率环比减少 3.8pp 至 8.4%。
- **经营目标靠谱，内生持续高增长可期。**公司 16 年、17 年归母净利超额完成年初计划目标的 135%和 151%。公司 2018 年计划实现营业收入 32 亿元，归属于上市公司股东的净利润 3 亿元，我们认为依靠公司持续高研发投入（研发比例 6.4%）、资产较重的利润高弹性属性，内生持续高增长可期。
- **外延汽车核心部件实现业绩、估值齐飞。**公司 2011 年上市以来没有实施过增发股权收购资产，限制公司估值提升，因此我们预计公司有望通过成立产业并购基金或外延并购方式来寻求升级转型，开拓新业务，实现业绩及估值齐飞。
- **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，未来高端产品如电子开关水泵、涡壳等占比进一步提升，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；外延发展实现业绩、估值齐飞。**
- **盈利预测与投资建议。**预计 18-20 年 EPS 分别为 0.93 元、1.10 元、1.32 元，未来三年 CAGR 达 22%，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	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2666.00	2934.24	3283.58	3576.15
增长率	27.88%	10.06%	11.91%	8.91%
归属母公司净利润 (百万元)	241.55	309.51	367.84	442.11
增长率	123.96%	28.13%	18.85%	20.19%
每股收益 EPS (元)	0.72	0.93	1.10	1.32
净资产收益率 ROE	11.79%	13.61%	14.52%	15.52%
PE	19	15	13	11
PB	2.26	2.04	1.83	1.62

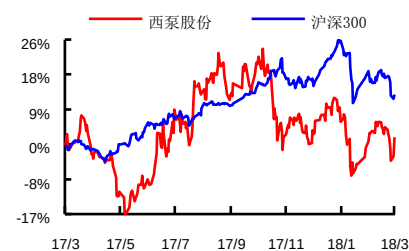
数据来源: Wind, 西南证券

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: gaax@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)	11.44-16.96
总市值(亿元)	46.57
总资产(亿元)	31.76
每股净资产(元)	6.14

相关研究

1. 西泵股份(002536): 增持股权彰显价值, 提升资本运作腾挪空间 (2017-11-21)
2. 西泵股份 (002536): 毛利提升超预期, 内生增速“泵”发 (2017-10-26)
3. 西泵股份 (002536): 毛利快速提升, 业务齐头并进 (2017-08-16)
4. 西泵股份 (002536): 年报季报超预期, 活力持续“泵”发 (2017-04-12)
5. 西泵股份 (002536): 一季度高增长, 全年业绩有保障 (2017-03-28)

关键假设：

假设 1：2018-2020 年水泵销售 760 万套，毛利率维持在 31%；

假设 2：2018-2020 年歧管销售 550 万套、620 万套和 680 万套，毛利率维持在 29%；

假设 3：2018-2020 年涡壳销售 180 万只、220 万只和 250 万只，毛利率分别为 28%、30%和 32%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
合计				
营业收入	2,666.00	2,934.24	3,283.58	3,576.16
增速	27.88%	10.06%	11.91%	8.91%
营业成本	1,904.55	2,077.40	2,311.81	2,501.68
毛利率	28.56%	29.20%	29.59%	30.05%
水泵类				
营业收入	1,128.40	1,140.54	1,174.76	1,198.25
收入增速	11.98%	1.1%	3.0%	2.0%
数量（个）	7,744,683	7,600,000	7,600,000	7,600,000
数量增速	3.64%	-1.87%	0.00%	0.00%
单价（元/个）	145.70	150.07	154.57	157.66
成本	776.21	786.97	810.58	826.79
毛利率	31.21%	31.00%	31.00%	31.00%
排气歧管类				
营业收入	1,012.28	1,017.50	1,178.00	1,326.00
收入增速	40.13%	0.52%	15.77%	12.56%
数量（个）	5,513,265	5,500,000	6,200,000	6,800,000
数量增速	30.80%	-0.24%	12.73%	9.68%
单价（元/个）	183.61	185.00	190.00	195.00
成本	726.17	722.43	836.38	941.46
毛利率	28.26%	29.00%	29.00%	29.00%
涡壳类				
营业收入	378.05	630.00	770.00	875.00
收入增速	61.61%	66.6%	22.2%	13.6%
数量（个）	1,067,649	1,800,000	2,200,000	2,500,000
数量增速	62.26%	68.59%	22.22%	13.64%
单价（元/个）	354.09	350.00	350.00	350.00
成本	285.49	453.60	539.00	595.00
毛利率	24.48%	28.00%	30.00%	32.00%
飞轮壳类				
营业收入	66.45	73.10	80.41	88.45

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
增速	18.90%	10.0%	10.0%	10.0%
营业成本	54.61	59.58	65.53	72.09
毛利率	17.83%	18.50%	18.50%	18.50%
其他				
营业收入	66.46	73.10	80.41	88.46
增速	19.04%	10.0%	10.0%	10.0%
营业成本	48.29	54.83	60.31	66.34
毛利率	27.34%	25.00%	25.00%	25.00%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2666.00	2934.24	3283.58	3576.15	净利润	243.07	311.45	370.15	444.88
营业成本	1904.54	2077.40	2311.80	2501.68	折旧与摊销	152.77	143.43	149.65	156.79
营业税金及附加	23.05	22.46	26.68	28.81	财务费用	17.77	11.06	10.90	8.16
销售费用	87.49	90.96	95.22	100.13	资产减值损失	11.19	10.00	15.00	20.00
管理费用	356.36	384.39	420.30	429.14	经营营运资本变动	42.46	-177.12	-78.53	-64.61
财务费用	17.77	11.06	10.90	8.16	其他	-354.60	-7.44	-15.38	-20.24
资产减值损失	11.19	10.00	15.00	20.00	经营活动现金流净额	112.65	291.37	451.79	544.98
投资收益	-0.02	0.00	0.00	0.00	资本支出	-121.00	-100.00	-100.00	-70.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-4.92	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	-125.92	-100.00	-100.00	-70.00
营业利润	280.68	337.98	403.67	488.24	短期借款	45.00	108.34	-143.34	0.00
其他非经营损益	-10.17	2.97	1.13	-0.14	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	270.51	340.94	404.79	488.10	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	27.44	29.49	34.65	43.21	支付股利	0.00	-84.54	-108.33	-128.75
净利润	243.07	311.45	370.15	444.88	其他	-102.53	-51.74	-10.90	-8.16
少数股东损益	1.51	1.94	2.31	2.77	筹资活动现金流净额	-57.53	-27.94	-262.57	-136.90
归属母公司股东净利润	241.55	309.51	367.84	442.11	现金流量净额	-70.79	163.42	89.22	338.08
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	130.00	293.42	382.64	720.72	成长能力				
应收和预付款项	880.20	1059.92	1180.98	1269.45	销售收入增长率	27.88%	10.06%	11.91%	8.91%
存货	473.68	543.62	591.41	642.17	营业利润增长率	191.08%	20.41%	19.44%	20.95%
其他流动资产	46.55	40.37	46.15	51.94	净利润增长率	123.46%	28.13%	18.85%	20.19%
长期股权投资	0.94	0.94	0.94	0.94	EBITDA 增长率	85.98%	9.14%	14.57%	15.77%
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	1319.44	1292.28	1258.90	1188.38	毛利率	28.56%	29.20%	29.59%	30.05%
无形资产和开发支出	168.62	152.61	136.59	120.57	三费率	17.31%	16.58%	16.03%	15.03%
其他非流动资产	156.59	156.34	156.09	155.84	净利率	9.12%	10.61%	11.27%	12.44%
资产总计	3176.01	3539.51	3753.71	4150.02	ROE	11.79%	13.61%	14.52%	15.52%
短期借款	215.00	323.34	180.00	180.00	ROA	7.65%	8.80%	9.86%	10.72%
应付和预收款项	775.09	838.08	932.00	1010.77	ROIC	12.29%	13.41%	15.23%	17.92%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.92%	16.78%	17.18%	18.27%
其他负债	124.86	90.11	91.91	93.32	营运能力				
负债合计	1114.94	1251.54	1203.91	1284.08	总资产周转率	0.88	0.87	0.90	0.90
股本	333.81	333.81	333.81	333.81	固定资产周转率	2.14	2.30	2.71	3.11
资本公积	1094.58	1094.58	1094.58	1094.58	应收账款周转率	4.66	4.46	4.45	4.40
留存收益	620.22	845.19	1104.70	1418.07	存货周转率	4.36	4.07	4.06	4.04
归属母公司股东权益	2048.61	2273.57	2533.09	2846.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.27%	—	—	—
少数股东权益	12.46	14.40	16.71	19.48	资本结构				
股东权益合计	2061.07	2287.97	2549.79	2865.93	资产负债率	35.11%	35.36%	32.07%	30.94%
负债和股东权益合计	3176.01	3539.51	3753.71	4150.02	带息债务/总负债	19.28%	25.84%	14.95%	14.02%
					流动比率	1.46	1.64	1.94	2.21
					速动比率	1.01	1.18	1.42	1.68
					股利支付率	0.00%	27.32%	29.45%	29.12%
					每股指标				
					每股收益	0.72	0.93	1.10	1.32
					每股净资产	6.17	6.85	7.64	8.59
					每股经营现金	0.34	0.87	1.35	1.63
					每股股利	0.00	0.25	0.32	0.39
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	451.22	492.46	564.22	653.19					
PE	19.28	15.05	12.66	10.53					
PB	2.26	2.04	1.83	1.62					
PS	1.75	1.59	1.42	1.30					
EV/EBITDA	10.26	9.20	7.62	6.07					
股息率	0.00%	1.82%	2.33%	2.76%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@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
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyhg@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@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