

产品结构升级，业绩有望稳定增长

——西泵股份（002536）点评报告

增持（首次）

日期：2018年03月28日

	2016年	2017年	2018E	2019E
营业收入(亿元)	20.85	26.66	33.54	41.50
增长比率(%)	8.88	27.88	25.81	23.72
净利润(亿元)	1.08	2.42	3.16	3.92
增长比率(%)	88.75	123.96	30.87	23.85
每股收益(元)	0.32	0.72	0.95	1.17
市盈率(倍)	44.12	20.15	14.73	11.89

事件：

2018年3月28日，公司发布2017年年度报告，报告期内公司实现营业总收入26.66亿元，同比增长27.88%，归属于上市公司股东的净利润2.42亿元，同比增长123.96%，扣非后归属于上市公司股东的净利润2.35亿元，同比增长153.48%。

投资要点：

● 产品结构升级，毛利率稳步提升

公司主营为汽车发动机水泵、排气歧管、涡轮增压器壳体等产品的生产与销售。2017年公司实现净利润增速远高于营收增速，超出市场预期，主要原因在于公司产品结构改善，附加价值较高的产品占比提升以及规模效应导致的主营业务成本、期间费用占比降低。分产品来看，发动机水泵是公司收入的重头，2017年实现营收11.28亿元，同比增长11.98%，占收入比重42.33%，毛利率31.21%，比去年提升4.33个百分点；排气歧管实现营收10.12亿元，同比增长40.13%，受附加价值高的高镍排气歧管占比提升的影响，毛利率比去年提升3.41个百分点达到28.26%；涡轮增压器壳体实现以61.62%的高速增长，营收达3.78亿元，占比提升至14.18%。总体来看，公司在巩固发动机水泵主导地位的同时（市占率26.5%），在高附加值和高技术含量的电控开关水泵、电子水泵、高镍排气歧管、涡轮增压器壳体等方面均取得了良好的成果。公司产品结构升级带来的盈利提升主要体现在以下方面：1）产品均价的提升，传统水泵向电控开关水泵、电子水泵的升级致使公司水泵产品均价由2013年的115元/只提升至2017年145元/只；排气歧管向高镍化发展，均价由2013年的150元/只提升至2017年的184元/只。2）产品毛利率显著提升，公司产品综合毛利率比去年提升3.84个百分点至28.56%。

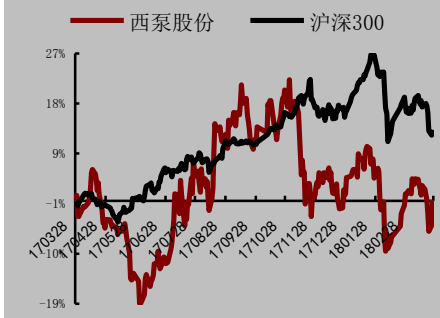
● 募投项目迎来产能释放期，业绩有望稳定增长

2015年5月，公司非公开发行股票募集资金投资于年产150万只涡轮增压器项目及郑州飞龙年产300万只汽车零部件项目（一期），项目预计2018年底可达使用状态。2017年公司涡轮增压器壳体销售106.76万只，同比增长62.26%，由于涡轮增压器能够有效提升发动

基础数据

收盘价(元)	13.95
市净率(倍)	2.26
流通市值(亿元)	43.14
每股净资产(元)	6.14
每股经营现金流(元)	0.34
营业利润率(%)	10.53
净资产收益率(%)	12.42
资产负债率(%)	35.11
总股本(万股)	33,381
流通股(万股)	30,928

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2018年03月27日

相关研究

分析师：宋江波

执业证书编号：S0270516070001

电话：02160883480

邮箱：songjb@wlzq.com.cn

研究助理：周春林

电话：02160883486

邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

机燃油效率，在节能减排大趋势下，其渗透率有望进一步提升。根据霍尼韦尔预测2021年全球涡轮增压新车销售占比将有望由30%左右提升至48%。目前公司涡轮增压器处于产能释放期，业绩有望高速增长。公司发动机水泵产能1,100万只，2017年销量774.47万只，同比3.64%，剔除2018年底达产的300万只产能外，目前产能利用率95.96%处于较高水平。排气歧管产能800万只，2017年销量551.33万只，同比30.80%，产能利用率76.01%，存在提升空间。综合来看，排气歧管、涡轮增压器壳体将会是公司未来业绩增长的重点。

● 盈利预测与投资建议

随着公司产能的逐步释放及产品结构的持续改善，公司营业收入能够保持稳定增长，规模效应及管理效率的提升有效提升盈利能力，我们预计公司2018-2019年EPS分别为0.95、1.17元/股，结合2018年3月27日收盘价13.95元/股，对应的PE分别为14.73倍和11.89倍，给予“增持”评级。

● 风险因素

募投项目产能释放不及预期，涡轮增压器渗透率不及预期，排气歧管销量下滑

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

姓名：宋江波

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883482 传真：021-60883484