



东兴证券
DONGXING SECURITIES

看好蜗壳歧管水泵全面升级

——西泵股份（002536）半年度财报点评

2018 年 10 月 18 日

强烈推荐/首次

西泵股份

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	
刘一鸣	研究助理		
	liu_ym@dxzq.net.cn	010-66554026	

事件：

公司 2018 年 1~3 季度营收 21.3 亿元，同比增长 11.42%；实现归母净利润 1.88 亿元，同比增长 5.27%。公司 1~3 季度毛利率 26.5%，比去年同期下降 1.4%；净利润率 8.84%，比去年同期下降 0.56%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	592.68	624.62	690.51	758.18	696.72	745.38	683.62
增长率（%）	24.29%	30.82%	36.42%	21.43%	17.55%	19.33%	-1.00%
毛利率（%）	26.77%	26.01%	30.57%	30.23%	28.15%	24.96%	26.48%
期间费用率（%）	16.89%	16.72%	-1.04%	34.85%	15.41%	14.70%	-1.81%
营业利润率（%）	9.11%	7.93%	13.39%	11.17%	12.26%	8.34%	8.42%
净利润（百万元）	51.78	43.64	83.94	63.71	75.01	54.90	57.91
增长率（%）	68.23%	98.76%	215.61%	116.38%	44.87%	25.81%	-31.00%
每股盈利（季度，元）	0.15	0.13	0.25	0.19	0.22	0.16	0.17
资产负债率（%）	34.90%	34.59%	34.22%	35.11%	35.12%	38.19%	38.73%
净资产收益率（%）	2.72%	2.28%	4.20%	3.09%	3.51%	2.63%	2.69%
总资产收益率（%）	1.77%	1.49%	2.76%	2.01%	2.28%	1.62%	1.65%

观点：

► 受制造与销售费用和 2017 三季度超高基数影响，公司三季度利润同比下滑严重

公司三季度营收与去年同期相仿，然而营业成本增长了 4.8%，销售费用更是大涨了 62%达到了 2,900 万元，导致三季度归母净利润同比大幅下滑了超过 30%。三季度公司净利润率为 8.5%，大幅低于去年同期的 12.1%。

年产 100 万只耐热钢涡轮增压器壳体铸件项目投资支出体现在三季度，因此相关产品的制造成本将有所上升。同时受汽车行业增速放缓等因素影响，公司产品分摊的制造费用也将有所上升。三季度镍、钢的价格同比大涨，导致原材料价格明显上升。公司客户不断拓展，电子水泵等产品加宽产品线，销售费用有所上升有一定的合理性。

然而我们注意到公司业绩环比二季度有所提升。在营收环比下跌的情况，归母净利润提升了 6.7%。毛利率和净利率分别提升了 1.5%和 1.1%。净利润规模仅次于 2017 年三季度和 2018 年一季度，在近年仍

属于较好的水平。考虑到国内整车销量在三季度显著下行，我们认为公司业务在三季度属于可控。

➤ **蜗壳业务：涡轮增压仍有广阔天地，高镍材质技术壁垒高**

近年公司涡轮增压壳体业务从无到有，2017 年市场份额达到 13%。2018 上半年蜗壳营收接近翻番，我们评估其市场份额已经超过 20%，已经成为市场龙头之一。目前国内乘用车市场涡轮增压渗透率为 35% 左右，随着节能减排的进行，仍有较大的上行空间，我们评估到 2020 年将达到 44% 以上。同时，多数混动车型均采用涡轮增压器以提高效率。公司作为新晋行业龙头，将最有可能受益。

➤ **排气歧管与水泵业务：多个价值量提升机会就在前方**

公司排气歧管份额不断提升，我们推测其 2018 上半年在全球市场份额超过 25%，同时毛利率保持稳定。随着新能源车型的大力推广和节能减排行动的不断深化，公司的排气歧管和水泵业务均有大量向高端发展的机会，如高镍歧管、电子水泵等等。

结论：

公司的排气歧管和水泵业务均为对应细分领域龙头，水泵份额稳定，歧管份额不断提升。近年新开发的涡轮增压器壳体也迅速成为龙头之一，体现了较强的业务开展与维护能力。未来随着新一轮节能减排的推进，我们看好公司的蜗壳、排气歧管和水泵全面实现价值提升。

预计 2018-2020 公司营收增长 9.9%/10%/15.3%，归母净利润增长 1.81%/11.4%/22.3%，EPS 为 0.74/0.82/1 元，对应 PE 为 12.85/11.54/9.44。我们对公司利润的长期成长表示乐观，给予 19.4 倍 PE 估值，目标价为 14.29 元，当前股价有 51% 上行空间，首次推荐给予“强烈推荐”评级。

风险提示：整车销量不及预期；原材料价格大幅上行

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1441	1530	1633	1955	2376	营业收入	2085	2666	2929	3222	3716
货币资金	158	130	174	357	554	营业成本	1569	1905	2148	2381	2724
应收账款	524	620	602	662	764	营业税金及附加	18	23	19	21	24
其他应收款	16	12	14	15	17	营业费用	77	87	105	113	130
预付款项	104	54	53	52	52	管理费用	298	356	351	387	446
存货	394	474	530	587	672	财务费用	7	18	5	-3	-5
其他流动资产	17	47	47	47	47	资产减值损失	19.74	11.19	20.76	17.23	16.39
非流动资产合计	1427	1646	1550	1545	1537	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	1	1	1	1	投资净收益	0.00	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01
固定资产	1185.12	1311.52	1221.42	1214.59	1203.35	营业利润	96	281	279	306	380
无形资产	173	169	172	175	177	营业外收入	19.81	0.06	5.05	8.31	4.47
其他非流动资产	38	142	142	142	142	营业外支出	1.60	10.23	7.61	6.48	8.11
资产总计	2868	3176	3182	3500	3912	利润总额	115	271	277	308	377
流动负债合计	850	1047	908	1003	1144	所得税	6	27	28	31	38
短期借款	170	215	0	0	0	净利润	109	243	248	277	338
应付账款	379	413	441	489	560	少数股东损益	1	2	3	3	3
预收款项	4	4	8	13	18	归属母公司净利润	108	242	246	274	335
一年内到期的非流	43	41	41	41	41	EBITDA	409	612	389	418	494
非流动负债合计	167	68	14	14	14	EPS（元）	0.32	0.72	0.74	0.82	1.00
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1017	1115	922	1018	1159	成长能力					
少数股东权益	11	12	15	18	21	营业收入增长	8.88%	27.88%	9.86%	10.00%	15.34%
实收资本(或股本)	334	334	334	334	334	营业利润增长	80.06%	191.08	-0.57%	9.73%	24.19%
资本公积	1095	1095	1095	1095	1095	归属于母公司净利润	1.81%	11.40%	1.81%	11.40%	22.27%
未分配利润	365	559	695	845	1030	获利能力					
归属母公司股东权	1840	2049	2245	2465	2733	毛利率(%)	24.72%	28.56%	26.66%	26.11%	26.70%
负债和所有者权	2868	3176	3182	3500	3912	净利率(%)	5.22%	9.12%	8.48%	8.59%	9.11%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						3.76%					
2016A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					
2017A						2017A					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
2020E						2020E					
2016A						2016A					

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，7 年国内外汽车零部件行业项目管理及技术开发经验。2018 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。