

“国产替代+自主品牌向上”，技术领先的发动机泵标的

投资要点

- **国内发动机泵类领先企业，看好未来成长属性。**公司是一家节能与新能源汽车零部件制造企业。主要产品为柴油机机油泵、汽油机机油泵、发动机水泵、输油泵、变速箱油泵等。目前公司在国内柴油机机油泵领域为细分市场龙头，市场占有率约40%。在汽油机机油泵领域，国内厂商整体市场占有率较低，其中公司是国内首家拥有可变排量机油泵自主技术的公司。
- **商用车、乘用车双轮驱动，2018年三季度实现逆势增长。**2018年三季度重卡行业销量同比降幅达21%，乘用车于8月份同比下降7.7%。公司日前公布三季报，营收单季同比增长2.7%，前三季度累计同比增长14.3%；归母净利润单季同比下降31.3%，前三季度累计同比增长9.5%。在市场需求下行的周期，公司收入端的增长主要来自于可变排量汽油泵在奇瑞等自主品牌车企订单的突破，利润端的扰动系原材料价格上涨的影响。
- **财务状况良好，扩张经营风险较小。**2018Q3受行业性生产成本上升的影响，毛利率较去年同期下降约2个百分点至29.7%。费用率提高约3个百分点，其中主要源自研发费用的增加。销售回款率71.6%。由于公司订单价格谈判一般采用税外加价，关税摩擦等不确定性影响相对较小。
- **“国产替代+自主品牌向上”打开增量空间，期待新能源产品发力。**合资品牌方面，变排量泵超过80%以上的份额还被海外零部件供应商占据，公司产品力上比肩海外厂商，并且在合资主机厂中已经实现了对神龙汽车的配套；自主品牌方面，变排量泵替代定排量泵的整体趋势明确。公司配套和合作的客户涵盖上汽荣威、名爵；奇瑞、吉利、长安、长城、广汽乘用车、江淮等主要自主客户。变排量技术的应用，推动公司汽油泵产品量价齐升，有望在未来形成快速增长。此外公司通过冷却系统核心零部件切入新能源领域，电动水泵等新产品已处于研发生产阶段，确保未来新能源领域产品渗透率实现提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计2018-2020年归母净利润1.1亿元、1.4亿元、1.5亿元，对应EPS分别为1.41元、1.75元、1.86元，对应估值15倍、12倍、11倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**重卡销量或持续低于预期；变排量泵产品导入或不及预期。

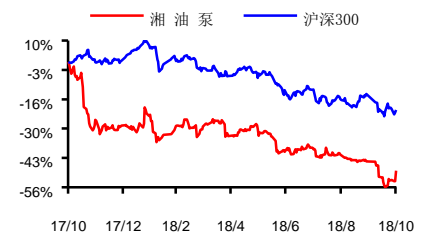
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	813.74	888.35	1097.50	1307.06
增长率	45.98%	9.17%	23.54%	19.09%
归属母公司净利润(百万元)	110.52	113.74	141.56	150.35
增长率	96.23%	2.91%	24.45%	6.21%
每股收益EPS(元)	1.37	1.41	1.75	1.86
净资产收益率ROE	15.87%	14.43%	15.61%	14.61%
PE	15	15	12	11
PB	2.46	2.17	1.89	1.66

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘洋
执业证号: S1250518090002
电话: 021-58351909
邮箱: liuyqc@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)	0.81
流通A股(亿股)	0.57
52周内股价区间(元)	18.11-41.42
总市值(亿元)	18.09
总资产(亿元)	13.47
每股净资产(元)	9.05

相关研究

目 录

1 国内发动机泵类领先企业.....	1
2 重卡市场销量高位运行，乘用车市场自主品牌结构提升	2
3 变排量机油泵“国产替代+自主品牌向上”双支撑.....	3
4 盈利预测与估值.....	4
5 风险提示	5

图 目 录

图 1: 美国康明斯 6B 机油泵 (配套重卡)	1
图 2: 可变排量机油泵 (配套乘用车)	1
图 3: 公司 2017 年主营业务结构情况	1
图 4: 公司 2017 年主营业务各板块毛利率情况	1
图 5: 公司 2011 年以来营业收入及增速 (亿元)	2
图 6: 公司 2011 年以来归母净利润及增速 (亿元)	2
图 7: 国内 2010 年以来重卡销量 (台)	3
图 8: 公司 2011 年以来海外收入情况 (亿元)	3
图 9: 国内 2013 年以来乘用车销量 (万台)	3
图 10: 国内 2013 年以来自主品牌乘用车销量占比	3

表 目 录

表 1: 分业务收入及毛利率 (百万元)	4
表 2: 可比公司估值情况 (2018/10/31)	5
附表: 财务预测与估值	6

1 国内发动机泵类领先企业

湖南机油泵股份有限公司成立于 1994 年，是一家节能与新能源汽车零部件制造企业。公司主要产品为柴油机机油泵、汽油机机油泵、发动机水泵、输油泵、变速箱油泵等，主要应用于中重型卡车、客车、乘用车、工程机械、发电机组、船舶动力等领域。目前公司在国内柴油机机油泵领域为细分市场龙头，2017 年市占率约 40%。在汽油机机油泵领域，目前主流合资主机厂配套以海外供应商为主，国内汽油机机油泵企业整体市占率较低，其中公司在国内同类型企业中处于第一梯队。是国内首家拥有可变排量机油泵自主技术的公司。

图 1：美国康明斯 6B 机油泵（配套重卡）



数据来源：公司网站，西南证券整理

图 2：可变排量机油泵（配套乘用车）

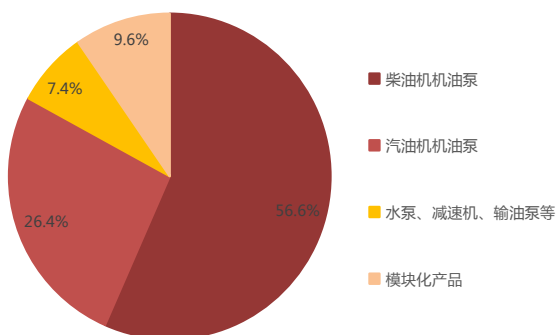


数据来源：公司网站，西南证券整理

公司主营业务结构：公司主营业务收入占总营收的 99.1%，由四大产品板块构成，一是柴油机机油泵，主要配套重型柴油发动机，占比约 56.6%；二是汽油机机油泵，目前主要配套国内自主品牌乘用车，占比约 26.4%；三是水泵、减速机、输油泵等综合产品，配套国内外多个主机厂，占比约 7.4%；四是模块化产品，配套国内外多个主机厂，占比 9.6%。

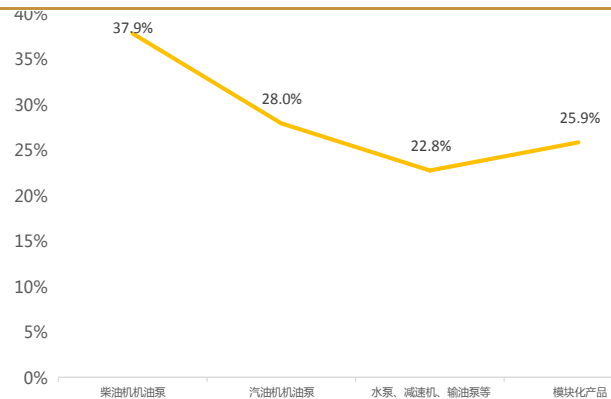
其中重卡零部件板块产品毛利率明显高于其他部分，以 2017 年为例达到 37.9%，乘用车零部件板块、水泵、模块化冷却集成等细分产品毛利率接近。公司主营业务收入综合毛利率为 33%。

图 3：公司 2017 年主营业务结构情况



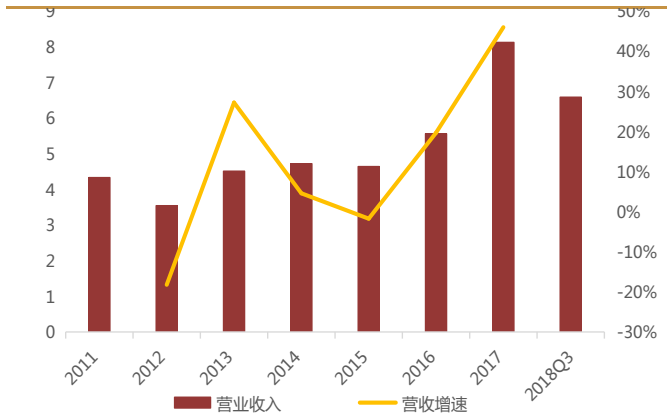
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2017 年主营业务各板块毛利率情况

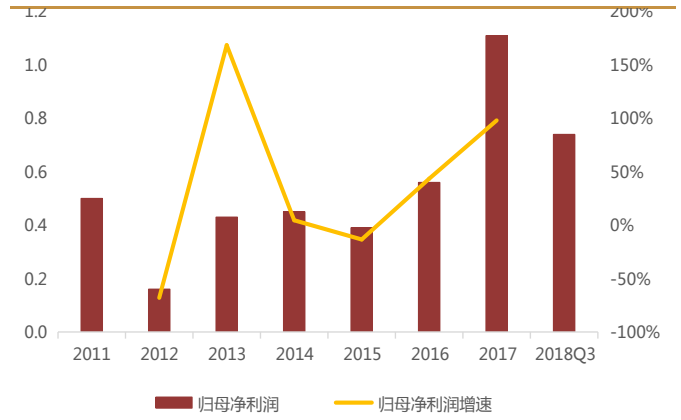


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况: 公司自 2016 年上市以来, 营业收入和归母净利润规模发生了一定变化。2011 年-2016 年公司营收和利润总体保持稳定小幅增长, 归母净利润增速较营业收入增速更高。2017 年受益重卡景气周期的影响, 收入利润分别有接近 46% 和 96% 的增长。看 2018 年以后的重卡销量, 预计市场需求基本保持在高位平稳运行, 继续大幅增长的可能性很小, 在国标排放升级存量置换的背景下, 大幅退坡的可能性也不大。公司的业绩增长对乘用车板块的依赖性会有逐渐加大的趋势。

图 5: 公司 2011 年以来营业收入及增速 (亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 6: 公司 2011 年以来归母净利润及增速 (亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

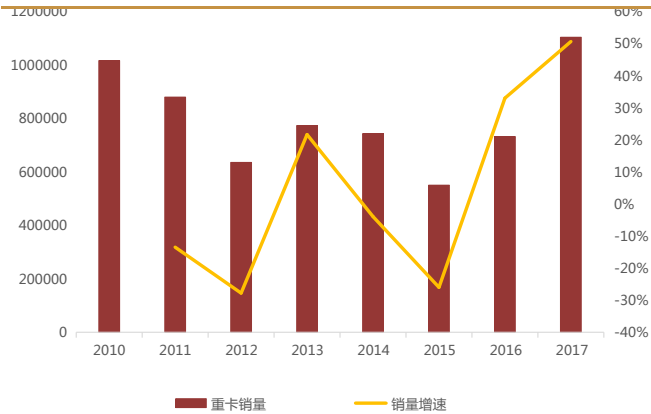
2 重卡市场销量高位运行, 乘用车市场自主品牌结构提升

公司四大板块的产品包含了九个系列, 两百多个规格。需求端大致可以划分为商用车和乘用车两个大板块。但是其中两个板块对应的细分产品结构以及市场需求趋势差异较大。

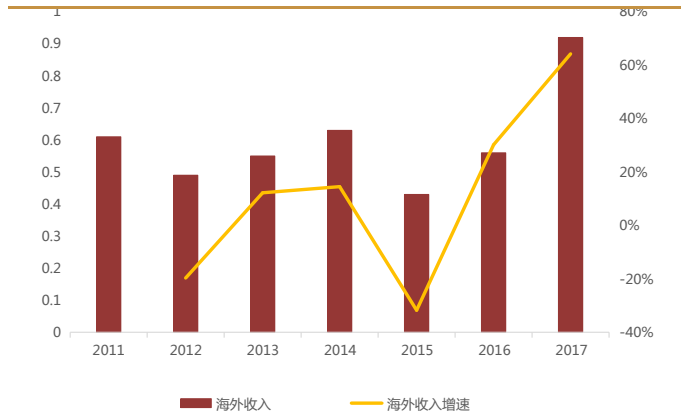
商用车板块中, 重卡用重型柴油机和其他门类产品区别度较大, 作为该细分市场龙头, 公司柴油机类产品深度绑定重卡市场景气度。配套客户包括玉柴、潍柴、锡柴、大柴、上柴、重汽、北汽福田、福田康明斯、东风康明斯、重庆康明斯等主流客户。同时成为了美国康明斯、卡特彼勒、菲亚特、道依茨、斯堪尼亚等部分国际顶尖重卡主机厂的供应商。

未来国内重卡市场维持在自 2010 年之后的第二个景气周期中后阶段, 销量绝对值有望维持高位, 但是进一步增长的空间有限。国外主机厂选择供应商要求较严格, 产品认证周期较长, 公司经过数年持续努力, 未来有望在国外重卡主机厂中形成新增订单的突破。带动该板块收入和利润增长。

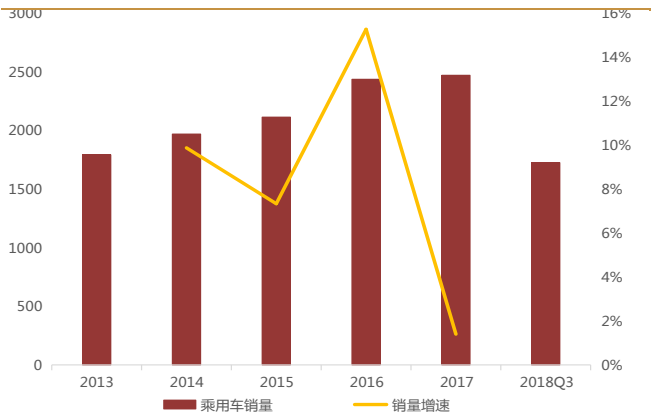
乘用车市场上公司目前主要配套乘用车自主品牌部分。尽管未来国内乘用车零售市场呈现整体放缓的趋势, 2018 年甚至大概率出现负增长。但是随着自主品牌产品力的向上, 销量结构占比稳中有升, 从 2013 年的 31.5%, 提升至 2017 年的 43.9%, 发展势头良好, 对公司汽油泵产品形成利好。

图 7：国内 2010 年以来重卡销量（台）


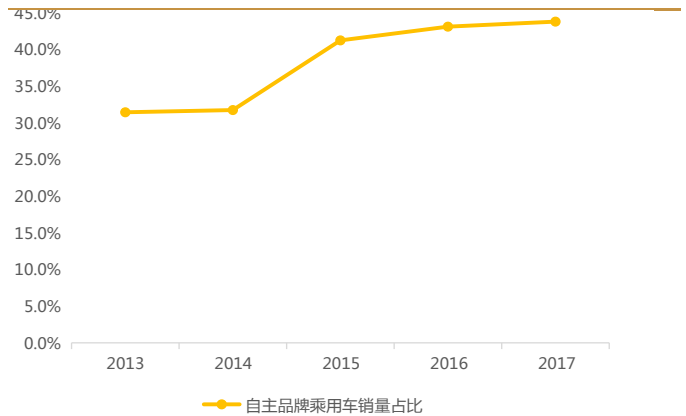
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司 2011 年以来海外收入情况（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：国内 2013 年以来乘用车销量（万台）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：国内 2013 年以来自主品牌乘用车销量占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

3 变排量机油泵“国产替代+自主品牌向上”双支撑

目前国内乘用车市场，合资品牌接近 80% 的机油泵已经标配变排量泵，自主合资品牌相对渗透率还处于较低水平。伴随国内乘用车市场整体销量增速放缓，中国零售车市进入存量博弈阶段。主机厂面临价格竞争较为激烈，对成本管控诉求明确。在汽车零部件诸多细分领域已经看到明显的国产替代化趋势。

其中变排量汽油发动机机油泵类产品超过 80% 以上的份额还被海外零部件供应商占据，公司作为国内首家拥有可变排量机油泵自主技术的公司，是行业内唯二两家可以在产品力上比肩海外变排量机油泵厂商的内资企业，并且在合资主机厂中已经实现了对神龙汽车的配套。

自主品牌方面，变排量泵替代定排量泵的整体趋势明确。公司配套和合作的客户涵盖上汽荣威、名爵；奇瑞、吉利、长安、长城、广汽乘用车、江淮等主要自主客户。变排量技术的应用，推动公司汽油泵产品量价齐升，有望在未来形成快速增长。

4 盈利预测与估值

关键假设:

- 1) 假设 2018-2020 年, 重型柴油机市场需求高位放缓, 销量整体维持在 2017 年水平。
- 2) 假设 2018-2020 年, 变排量汽油机油泵在自主品牌渗透率提高和合资品牌国产替代化趋势下, 保持 20% 的年复合增长率。
- 3) 假设 2018-2020 年, 公司模块集成化、水泵、减速机、输油泵等产品在 2017、2018 年高速增长后, 2019 年起由于销量基数高, 开始略有放缓。

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:

表 1: 分业务收入及毛利率 (百万元)

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
柴油机机油泵	收入	456.2	460.8	470.0	479.4
	增速	48.0%	1.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	37.9%	38.0%	38.0%	38.0%
汽油机油泵	收入	212.5	255.0	305.9	367.1
	增速	38.5%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	28.0%	29.0%	30.0%	30.0%
水泵、减速机、输油泵	收入	60.0	83.9	109.1	141.8
	增速	40.9%	40.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	22.8%	23.0%	23.0%	23.0%
模块集成产品	收入	77.5	77.3	100.5	150.7
	增速	60.5%	60.0%	30.0%	50.0%
	毛利率	25.9%	25.0%	25.0%	25.0%
其他业务	收入	7.6	11.4	112.0	168.0
	增速	57.2%	50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	6.7%	6.0%	6.0%	6.0%
合计	收入	813.7	888.3	1097.5	1307.1
	增速	46.0%	9.2%	23.5%	19.1%
	毛利率	32.8%	32.5%	29.8%	28.5%

数据来源: 公司公告, 西南证券

预计 2018-2020 年归母净利润 1.1 亿元、1.4 亿元、1.5 亿元, 对应 EPS 分别为 1.41 元、1.75 元、1.86 元, 对应估值 15 倍、12 倍、11 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 2: 可比公司估值情况 (2018/10/31)

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
000581.SZ	威孚高科	2.55	2.72	2.86	7	7	6
601799.SH	星宇股份	1.70	2.23	2.89	28	22	17
000338.SZ	潍柴动力	0.85	0.97	1.04	9	8	7
000559.SZ	万向钱潮	0.32	0.29	0.32	16	18	16
	平均值				15	14	12
603319.SH	湘油泵	1.37	1.41	1.75	15	15	12

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

重卡销量或持续低于预期; 变排量泵产品导入或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	813.74	888.35	1097.50	1307.06	净利润	110.52	113.74	141.56	150.35
营业成本	547.15	600.01	770.19	934.37	折旧与摊销	41.58	36.16	36.16	36.16
营业税金及附加	10.26	11.19	14.43	16.83	财务费用	13.63	7.32	5.39	4.65
销售费用	51.36	53.30	54.88	71.89	资产减值损失	8.15	0.00	0.00	0.00
管理费用	79.63	84.39	87.80	104.56	经营营运资本变动	-131.35	7.57	-83.41	-80.53
财务费用	13.63	7.32	5.39	4.65	其他	3.28	2.48	-3.08	1.71
资产减值损失	8.15	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	45.82	167.27	96.61	112.34
投资收益	0.16	0.00	0.00	0.00	资本支出	-115.64	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-27.04	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	-142.69	0.00	0.00	0.00
营业利润	130.11	132.14	164.82	174.76	短期借款	64.00	-98.78	-47.56	-29.67
其他非经营损益	-2.17	-0.99	-1.39	-1.26	长期借款	-22.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	127.94	131.15	163.43	173.50	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	17.42	17.40	21.87	23.16	支付股利	-12.14	-22.10	-22.75	-28.31
净利润	110.52	113.74	141.56	150.35	其他	-43.39	-7.48	-5.39	-4.65
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-14.23	-128.36	-75.69	-62.62
归属母公司股东净利润	110.52	113.74	141.56	150.35	现金流量净额	-113.80	38.91	20.92	49.72
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	49.92	88.83	109.75	159.47	成长能力				
应收和预付款项	360.16	387.38	483.07	575.45	销售收入增长率	45.98%	9.17%	23.54%	19.09%
存货	167.75	184.55	240.13	290.68	营业利润增长率	106.29%	1.56%	24.73%	6.03%
其他流动资产	8.98	9.80	12.11	14.42	净利润增长率	96.23%	2.91%	24.45%	6.21%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	65.35%	-5.24%	17.51%	4.46%
投资性房地产	2.94	2.94	2.94	2.94	获利能力				
固定资产和在建工程	446.16	417.27	388.39	359.50	毛利率	32.76%	32.46%	29.82%	28.51%
无形资产和开发支出	68.17	60.90	53.63	46.35	三费率	17.77%	16.32%	13.49%	13.86%
其他非流动资产	10.17	10.17	10.17	10.17	净利率	13.58%	12.80%	12.90%	11.50%
资产总计	1114.25	1161.85	1300.19	1458.97	ROE	15.87%	14.43%	15.61%	14.61%
短期借款	176.00	77.22	29.67	0.00	ROA	9.92%	9.79%	10.89%	10.31%
应付和预收款项	206.90	261.49	327.58	393.04	ROIC	16.64%	13.88%	16.61%	16.28%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.77%	19.77%	18.80%	16.49%
其他负债	34.97	35.12	36.11	37.07	营运能力				
负债合计	417.87	373.83	393.36	430.11	总资产周转率	0.79	0.78	0.89	0.95
股本	80.92	80.92	80.92	80.92	固定资产周转率	2.32	2.32	3.11	4.03
资本公积	202.38	202.38	202.38	202.38	应收账款周转率	3.55	3.15	3.34	3.28
留存收益	413.08	504.72	623.53	745.57	存货周转率	3.66	3.33	3.58	3.49
归属母公司股东权益	696.38	788.02	906.83	1028.86	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	64.01%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	696.38	788.02	906.83	1028.86	资产负债率	37.50%	32.18%	30.25%	29.48%
负债和股东权益合计	1114.25	1161.85	1300.19	1458.97	带息债务/总负债	42.12%	20.66%	7.54%	0.00%
					流动比率	1.52	1.96	2.34	2.61
					速动比率	1.08	1.42	1.67	1.88
					股利支付率	10.98%	19.43%	16.07%	18.83%
					每股指标				
					每股收益	1.37	1.41	1.75	1.86
					每股净资产	8.61	9.74	11.21	12.71
					每股经营现金	0.57	2.07	1.19	1.39
					每股股利	0.15	0.27	0.28	0.35
业绩和估值指标									
EBITDA	185.33	175.62	206.36	215.56					
PE	15.48	15.04	12.08	11.38					
PB	2.46	2.17	1.89	1.66					
PS	2.10	1.93	1.56	1.31					
EV/EBITDA	9.81	9.57	7.81	7.11					
股息率	0.71%	1.29%	1.33%	1.66%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn