

公司研究

新股研究

建议询价区间：29.06-34.87 元

国内最大的汽车水泵和排气歧管生产企业

——西泵股份(002536)新股研究

核心观点

询价结论：

根据我们的盈利预测，按发行后股本计算，预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.81、1.16、1.55 元。我们给予公司 2011 年每股收益 25-30 倍 PE 为询价依据，建议网下询价区间为 29.06-34.87 元。

主要依据：

国家产业政策积极扶持汽车零部件行业大力发展。根据《发展政策》，我国的汽车产业要成为国民经济的支柱产业，要培育一批有比较优势的零部件企业，实现规模生产并进入国际汽车零部件采购体系，积极参与国际竞争；同时国家倡导减少进口，提高汽车零配件的国产化率。

汽车行业的快速发展带动汽车零部件行业的飞速前进。未来几年我国汽车产销仍将保持较高的增长速度，汽车保有量也将持续增长，无论在 OEM 市场还是 AM 市场，行业都存在着巨大的发展空间。

全球化采购为汽车零部件行业提供了新的发展机遇。由于全球一体化，国外众多汽车制造企业及汽车零部件巨头纷纷在国内建厂投产。产能的转移带动了众多的下游供应商的迅速发展，技术的转移又提升了配套企业的生产能力。国内汽车零部件企业因此获得了历史性的发展机遇。

公司是国内最大的汽车水泵和排气歧管生产企业。2009 年及 2010 年 1~6 月公司乘用车水泵销售量分别占全国 OEM 市场容量的 18.10% 和 19.49%、AM 市场的 6.13% 和 2.09%；商用车水泵销售量分别占全国 OEM 市场容量的 29.77% 和 18.78%、AM 市场的 5.83% 和 2.34%；排气歧管销售量分别占全国 OEM 市场容量的 16.13% 和 19.98%、AM 市场的 5.49% 和 1.18%。在这次募集资金投资项目全面落实后，公司的生产能力将进一步增强，规模化程度将更高。在继续扩大 OEM 市场份额的基础上，公司将全面进入国内 AM 市场和海外市场，进一步扩大公司在行业的竞争优势。

风险提示：

政策风险；市场竞争的风险；行业风险。

基础数据

总股本(万股)	7200
流通A股(万股)	
总市值(亿元)	
总资产(亿元)	10.18
每股净资产(元)	3.24
建议询价区间(元)	29.06-34.87

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	672	9742	1315	1819
同比增速(%)	4.49%	45.00%	35.00%	38.33%
净利润(百万)	53	78	112	149
同比增速(%)	115.79%	47.06%	43.05%	33.58%
EPS(元)	0.74	0.81	1.16	1.55

研究员：李元

电话：010-84183369

Email：liyuan@guodu.com

执业证书编号：S0940207080086

联系人：刘芬

电话：010-84183215

Email：liufen@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。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。

一、本次发行一般情况

表 1：公司发行基本情况

公司	河南省西峡汽车水泵股份有限公司
公司简称	西泵股份
发行地	深圳证券交易所
发行日期	2010-12-29
申购代码	002536
发行股数	2400 万股
每股发行价	通过向询价对象询价方式确定发行价格
发行方式	网下与网上
发行后总股本	9600 万股
发行前每股净资产	3.24 元

资料来源：国都证券、公司招股意向书

二、公司基本情况

1、公司概况

公司主营业务为汽车、摩托车零部件（不含发动机）及其机械产品的加工、制造、销售；公司产品包括汽车水泵、发动机进/排气歧管、飞轮壳等，为汽车发动机的重要组成部分。公司先后通过 ISO/TS16949、ISO14001 和 OHSAS18001 “三标一体”认证，产品性能可靠，质量上乘，服务到位。公司汽车水泵产品市场占有率达 25%，居国内同行业首位；生产的“飞龙”牌汽车水泵分重、中、轻、轿、微五大系列 500 多个品种，排气管 200 多个品种，进气歧管 30 多个品种，产品广泛用于市场维修，畅销国内 30 个省市自治区。公司连续多年是中国汽车水泵行业的排头兵企业。

2、股权结构

表 2：发行前后公司股本结构

股东类别		发行前		发行后	
		持股数（万股）	持股比例	持股数（万股）	持股比例
有限售条件的股份	自然人股	3,055	42.43%	3,055	31.82%
	法人股	4,145	57.57%	4,145	43.18%
	限售股合计	7,200	100.00%	7,200	75.00%
无限售条件的股份		—	—	2,400	25.00%
所有股份合计		7,200	100.00%	9,600	100.00%

资料来源：公司招股意向书

三、公司经营分析

1、公司收入构成

表 3：公司主营业务收入构成（万元）

项 目	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	主营业务收入	比例	主营业务收入	比例	主营业务收入	比例
水泵	39,823.58	59.44%	33,749.80	52.76%	25,605.82	49.62
进/排气歧管	19,694.82	29.40%	22,847.30	35.72%	20,886.41	40.47
飞轮壳	4,800.96	7.17%	5,989.62	9.36%	3,205.32	6.21%
其他	2,675.15	3.99%	1,383.96	2.16%	1,905.78	3.69%
合计	66,994.52	100%	63,970.68	100%	51,603.33	100%

资料来源：国都证券、公司招股意向书

2、公司募集资金投向

表 4：公司募集资金投向（万元）

序号	项目名称	总投资	年均实现销售收入	年均实现净利润	投资利润率	投资回收期
1	新建年产 300 万只汽车水泵、300 万只排气歧管项目	28000	119658	12905	36.4	4.6
2	新建年产 300 万只乘用车水泵毛坯生产线项目	10000	21000	2549	33.89	4.47
	合计	38000				

资料来源：公司招股意向书

3、未来公司成长性

国家产业政策积极扶持汽车零部件行业大力发展。根据《发展政策》，我国的汽车产业要成为国民经济的支柱产业，要培育一批有比较优势的零部件企业，实现规模生产并进入国际汽车零部件采购体系，积极参与国际竞争；国家倡导减少进口，提高汽车零配件的国产化率。根据《结构调整通知》，国家支持零部件工业加快发展，建立开放的、有竞争性的、不同技术层次的零部件配套体系；支持发展汽车零部件产业集群，引导零部件排头兵企业上规模上水平。根据《零部件发展规划》，要形成面向国际国内两个市场，形成层次分明、比较稳定的专业化和规模化汽车零部件配套体系。

汽车行业的快速发展带动汽车零部件行业的飞速前进。近年来，我国国民经济持续快速发展，公路交通基础设施不断完善，城镇居民的可支配收入稳步增长，给我国汽车工业实现快速发展创造了有利条件。而汽车工业的快速发展也带动了汽车零部件行业的飞速前进。可以预见，未来几年我国汽车产销仍将保持较高的增长速度，汽车保有量也将持续增长，无论在 OEM 市场还是 AM 市场，行业都存在着巨大的发展空间。

全球化采购为汽车零部件行业提供了新的发展机遇。由于全球一体化，国外众多汽车制造企业及汽车零部件巨头纷纷在国内建厂投产。产能的转移带动了众多的下游供应商的迅速发展，技术的转移又提升了配套企业的生产能力。国内汽车零部件企业因此获得了历史性的发展机遇。

公司是国内最大的汽车水泵和排气歧管生产企业。根据中国汽车工业协会统计数据，2009 年及 2010 年 1~6 月公司乘用车水泵销售量分别占全国 OEM 市场容量的 18.10%和 19.49%、AM 市场的 6.13%和 2.09%；商用车水泵销售量分别占全国 OEM 市场容量的 29.77%和 18.78%、AM 市场的 5.83%和 2.34%；排气歧管销售量分别占全国 OEM 市场容量的 16.13%和 19.98%、AM 市场的 5.49%和 1.18%。在这次募集资金投资项目全面落实后，公司的生产能力将进一步增强，规模化程度将更高。在继续扩大 OEM 市场份额的基础上，公司将全面进入国内 AM 市场和海外市场，进一步扩大公司在行业的竞争优势。

四、风险因素

政策风险。汽车工业是国民经济的支柱产业，在我国的经济发展中具有重要的地位。由于国家政策的支持，我国汽车产业得到了快速发展，也为汽车零部件行业的发展提供了良好的政策环境。但近两年国家汽车产业政策发生了一定的变化，生产方面国家严格限制新的整车投资企业和项目，消费方面鼓励小排量汽车的消费。而未来如果宏观经济

过热导致汽车产业投资过度或者汽车消费导致环境污染加剧和城市交通状况恶化,将对汽车生产和消费市场产生较大影响,从而使汽车产业、汽车零部件生产企业的生产经营受到一定的影响。

市场竞争的风险。公司所生产的汽车水泵、发动机进/排气歧管、飞轮壳等产品市场竞争十分激烈。近年来国外著名汽车零部件企业也陆续在我国投资建厂,独资、合资、合作、技术转移的步伐加快,将进一步加剧市场竞争,因此公司受到现有跟进者和未来潜入者市场冲击的风险较大。

行业风险。汽车零部件行业的景气度主要取决于汽车行业的发展状况,目前我国汽车销量基数高,汽车销量的增速将逐步下降。下游行业的需求不足将有可能导致公司销量无法持续稳定增长。

五、公司盈利预测

表 6: 2010-2012 年盈利预测 (单位: 百万元)

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	671.92	974.28	1315.28	1819.47
营业成本	472.94	699.25	937.92	1300.25
营业税金及附加	2.13	3.38	4.43	6.19
营业费用	30.48	47.92	63.02	87.95
管理费用	83.84	97.43	131.53	181.95
财务费用	23.35	39.82	51.08	71.90
资产减值损失	1.00	0.90	1.46	1.90
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	58.18	85.58	125.85	169.34
营业外收入	5.71	5.95	5.87	5.90
营业外支出	0.39	0.74	0.62	0.66
利润总额	63.50	90.79	131.10	174.57
所得税	2.99	3.57	5.49	7.17
净利润	60.51	87.22	125.60	167.40
少数股东损益	7.48	9.22	14.03	18.37
归属母公司净利润	53.03	77.99	111.57	149.04
EBITDA	99.26	142.54	200.41	269.54
EPS (元)	0.74	0.81	1.16	1.55

资料来源: 国都证券

六、估值定价以及投资建议

根据我们的盈利预测,按发行后股本计算,预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.81、1.16、1.55 元。我们给予公司 2011 年每股收益 25-30 倍 PE 为询价依据,建议网下询价区间为 29.06-34.87 元。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	568.07	774.51	1087.64	1464.65	营业收入	671.92	974.28	1315.28	1819.47
现金	93.09	148.79	194.65	272.14	营业成本	472.94	699.25	937.92	1300.25
应收账款	176.96	188.53	320.14	376.34	营业税金及附加	2.13	3.38	4.43	6.19
其它应收款	6.33	10.22	12.35	18.76	营业费用	30.48	47.92	63.02	87.95
预付账款	78.96	134.23	157.99	244.18	管理费用	83.84	97.43	131.53	181.95
存货	175.04	254.61	334.76	476.16	财务费用	23.35	39.82	51.08	71.90
其他	37.70	38.13	67.74	77.06	资产减值损失	1.00	0.90	1.46	1.90
非流动资产	449.45	583.02	729.05	949.38	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	390.34	499.53	618.55	798.45	营业利润	58.18	85.58	125.85	169.34
无形资产	54.95	78.78	105.10	144.31	营业外收入	5.71	5.95	5.87	5.90
其他	4.16	4.71	5.40	6.62	营业外支出	0.39	0.74	0.62	0.66
资产总计	1017.52	1357.53	1816.69	2414.03	利润总额	63.50	90.79	131.10	174.57
流动负债	550.40	824.95	1194.56	1662.45	所得税	2.99	3.57	5.49	7.17
短期借款	225.08	262.23	511.55	650.78	净利润	60.51	87.22	125.60	167.40
应付账款	106.17	145.76	198.79	275.76	少数股东损益	7.48	9.22	14.03	18.37
其他	219.15	416.96	484.22	735.90	归属母公司净利润	53.03	77.99	111.57	149.04
非流动负债	212.93	205.57	198.86	199.00	EBITDA	99.26	142.54	200.41	269.54
长期借款	180.00	172.62	165.92	166.06	EPS（元）	0.74	0.81	1.16	1.55
其他	32.93	32.95	32.94	32.94	主要财务比率				
负债合计	763.32	1030.52	1393.42	1861.45		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	20.77	29.99	44.02	62.39	成长能力				
股本	233.43	297.02	379.24	490.19	营业收入	4.49%	45.00%	35.00%	38.33%
资本公积金	1017.52	1357.53	1816.69	2414.03	营业利润	163.20%	47.11%	47.05%	34.55%
留存收益					归属母公司净利润	115.79%	47.06%	43.05%	33.58%
归属母公司股东权益			单位:百万		获利能力				
负债和股东权益	2009	2010E	2011E	2012E	毛利率	29.61%	28.23%	28.69%	28.54%
					净利率	9.01%	8.95%	9.55%	9.20%
					ROE	23.81%	26.67%	29.67%	30.29%
					ROIC	9.01%	10.79%	11.00%	11.91%
					偿债能力				
					资产负债率	75.02%	75.91%	76.70%	77.11%
					净负债比率	53.07%	46.38%	52.37%	47.39%
					流动比率	1.03	0.94	0.91	0.88
					速动比率	0.71	0.63	0.63	0.59
					营运能力				
					总资产周转率	0.75	0.82	0.83	0.86
					应收帐款周转率	4.85	5.33	5.17	5.22
					应付帐款周转率	5.23	5.55	5.44	5.48
					每股指标(元)				
					每股收益	0.74	0.81	1.16	1.55
					每股经营现金	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!
					每股净资产	3.53	3.41	4.41	5.76
					估值比率				
					P/E	23.76	0.00	0.00	0.00
					P/B	5.40	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	16.38	2.75	3.05	2.62

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com