

优势明显的汽车零部件细分行业龙头

——西泵股份上市点评

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

投资要点

- Ø 汽车水泵和排气歧管细分行业龙头。公司主导产品为汽车水泵、发动机进/排气歧管等，汽车水泵产品市场占有率居国内同行业首位。在公司的收入和利润构成中，汽车水泵和进排气歧管占据了前两位。两者既是公司的收入支柱，也是主要的盈利来源。
- Ø 品牌和规模优势突出。公司汽车水泵产品具有较强的品牌优势，已成为国内整车厂商和主机厂商的首选配套品牌。同时，公司又是国内规模最大的汽车水泵、排气歧管生产厂商，专业化和规模化优势奠定了公司在行业内的领先地位。
- Ø 研发实力在业内领先。公司是高新技术企业，设有行业内唯一博士后科研工作站。2009年11月7日公司技术中心经中国合格评定国家认可委(CNAS)审核，顺利通过ISO/IEC17025实验室认证。2009年6月19日，经河南省科学技术厅审核，批准公司建立河南省工程技术研究中心。
- Ø 新增产能即将进入快速释放阶段。公司IPO募资主要用于新建年产300万只汽车水泵、300万只排气歧管项目和新建年产300万只乘用车水泵毛坯生产线项目，投资额分别为2.8亿和1亿元。实际上截至2010年6月30日，公司已经对第一个项目自行投入了约1.64亿元，部分产能已开始释放，总体新增产能的释放进程可能会快于市场预期。

盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	672.00	969.90	1112.75	1251.00
同比(%)	2.12	44.33	14.73	12.42
净利润	53	88	105	118
同比(%)	115.79	66.04	19.32	12.38
每股收益(元)	0.74	0.92	1.09	1.23

风险提示:

- 1、产能释放进程可能低于预期
- 2、2011年实际订单需求可能低于预期

西泵股份 002536

2011-01-11

评级 暂无

目标价格 暂无

发行价格 36

基础数据

总市值(百万)	3456
总股本/流通股本(百万)	19.20/96
流通市值(百万)	691.2
每股净资产(元)	11.53
净资产收益率(%)	24.29

交易数据

市盈率(2010E)	39.13
市净率	3.12

研究员: 张志鹏

(执业证书 S0820209120024)

联系人: 张宇

电话 021-32229888-3502

E-mail zhangyu@ajzq.com

相关报告

1、股票上市概况

表1 公司本次发行基本情况

上市地点	深圳证券交易所
上市时间	2011年1月11日
首次公开发行后总股本	9600万股
首次公开发行股票增加股份	2400万股
其中，网下配售	480万股
网上定价发行	1920万股
发行价格	36元/股

资料来源：公司公告

表2 公司股份可上市交易时间

分类	股东名称	持股数量(股)	发行后持股比例	可上市交易时间
首次公开发行前已发行的股份	河南省宛西制药	41,450,000	43.18%	2014年1月11日
	孙耀忠	7,880,000	8.21%	2014年1月11日
	其他192名自然人	22,670,000	23.61%	2012年1月11日
	小计	72,000,000	75.00%	——
首次公开发行的股份	网下询价发行股份	4,800,000	5.00%	2011年4月11日
	网上定价发行股份	19,200,000	20.00%	2011年1月11日
	小计	24,000,000	25.00%	——
	合计	96,000,000	100.00%	——

数据来源：公司公告

2、公司简介

公司是国内生产汽车配件的重要基地，具有40多年生产汽车水泵的历史，公司主导产品为汽车水泵、发动机进、排气歧管等，汽车水泵产品市场占有率居国内同行业首位。公司生产的“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，与国内上海大众、一汽一大众、上海通用等三十余家企业配套。同时产品广泛用于市场维修，畅销国内30个省市自治区。并出口美国、德国、意大利、韩国、英国等国家和地区，进入美国康明斯、德国道依茨、意大利菲亚特、韩国斗山等汽车公司的全球采购体系。

表3 公司产品市场占有率一览 单位：万只

	时间	OEM 市场			AM 市场		
		公司	占比		公司	占比	
乘用车水泵	2010年H1	672	131	19.49%	383	8	2.09%
	2009年	1033	187	18.10%	359	22	6.13%
	2008年	675	100	14.81%	266	14	5.26%
	2007年	630	92	14.60%	201	12	5.97%
商用车水泵	2010年H1	229	43	18.78%	128	3	2.34%
	2009年	262	78	29.77%	120	7	5.83%
	2008年	263	82	31.18%	89	5	5.62%
	2007年	249	73	29.32%	37	4	5.97%
排气歧管	2010年H1	901	180	19.98%	187	2.2	1.18%
	2009年	1364	220	16.13%	162	8.9	5.49%
	2008年	938	191	20.36%	142	5.8	4.08%
	2007年	879	164	18.66%	125	7	5.60%

数据来源：招股说明书

请务必阅读正文之后的重要声明

3、公司经营简析

汽车水泵是汽车发动机冷却系统的重要部件，主要用来使冷却系统内的冷却液循环流动，保持发动机处于正常工作状态。排气歧管是汽车发动机排气系统的重要部件，作用为把发动机汽缸内燃烧的废气集中收集起来，转入催化器清洁净化，消音器降低噪音，以便达到排放标准。

在公司的收入和利润构成中，汽车水泵和进排气歧管占据了前两位，两者既是公司的收入支柱，也是主要的盈利来源。

图1 公司产品收入占比(2009年)

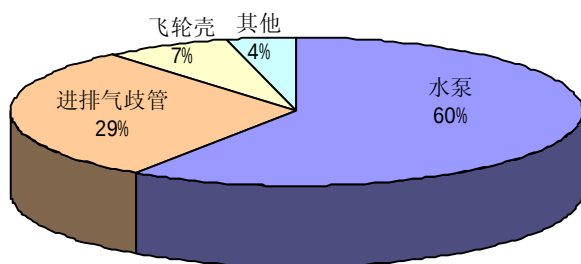
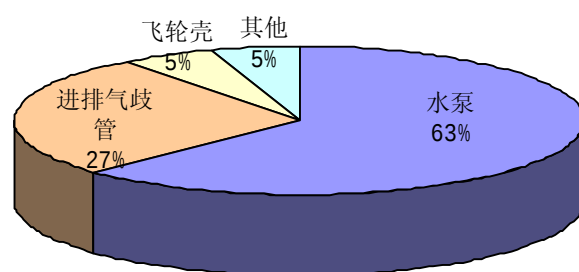


图2 公司产品毛利占比(2009年)



数据来源：招股说明书

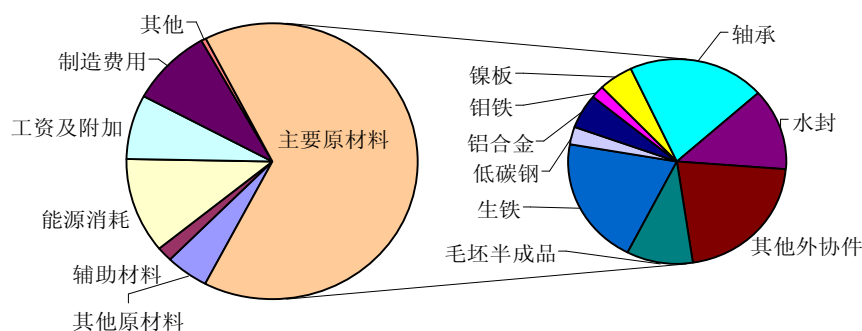
数据来源：招股说明书

表4 公司产品毛利率情况(2007-2010H1) 单位：%

产品	2007 年报	2008 年报	2009 年报	2010 中报
水泵	31.53	28.05	31.23	31.21
进、排气歧管	29.82	23.92	27.03	25
飞轮壳	19.82	15.95	21.75	25.11
其他	9.85	27.44	37.03	37.83

资料来源：WIND

图3 公司营业成本构成(2009年)



数据来源：招股说明书 爱建证券整理

请务必阅读正文之后的重要声明

4、公司亮点

1 品牌和规模优势突出

公司的“飞龙”牌商标目前是本行业国内知名度最高的品牌，“飞龙”牌各系列汽车水泵已经成为国内整车厂商和主机厂商的首选配套品牌。同时，公司又是国内规模最大的汽车水泵、排气歧管生产厂商，规模化和专业化优势奠定了公司在行业内的影响力和品牌认知度。

1 研发实力领先

公司是高新技术企业，设有行业内唯一博士后科研工作站。2009年11月7日公司技术中心经中国合格评定国家认可委(CNAS)审核，顺利通过ISO/IEC17025实验室认证。2009年6月19日，经河南省科学技术厅审核，批准公司建立河南省工程技术研究中心。

表5 公司在技术研发方面获得的主要荣誉

时间	所获荣誉	颁发机构
2009年	最佳VPI项目开发支持奖	美国康明斯
2007年	最佳持续改进奖	美国康明斯
2007年	河南省高新技术产品	河南省科技厅
2006年	新产品开发贡献奖	江淮汽车
2006年	2005年度最佳研发奖	保定长城内燃机
2005年	国家火炬计划项目	国家科技部
2004年	河南省高新技术企业	河南省科技厅
2001年	省级技术中心	河南省科技厅

资料来源：招股说明书

1 具备一定的议价能力

尽管近两年上游原材料价格持续上涨，但公司作为行业龙头，对主机配套厂商及整车厂商具有较强的议价能力，对国内汽车水泵和排气歧管产品定价具有一定的主导作用。公司可以适时地通过对产品提价，与主机配套厂商及整车厂商共同分担成本上涨的压力。对于通过协商无法接受产品提价的主机配套厂商及整车厂商，公司会根据客户的重要性和合作关系，从战略角度进行主动筛选。

1 产能快速放大

公司IPO募资主要用于新建年产300万只汽车水泵、300万只排气歧管项目和新建年产300万只乘用车水泵毛坯生产线项目，投资额分别为2.8亿和1亿元。实际上截至2010年6月30日，公司已经对第一个项目自行投入了约1.64亿元，部分产能已开始释放，总体新增产能的释放进程可能会快于市场预期。

排气歧管产品升级也值得关注。公司募集资金项中包括年产50万只不锈钢排气歧管生产线，不锈钢排气歧管相比铁铸排气歧管，具有轻质、低比热容、节油减排等优势。公司已经与部分主机厂达成意向性订单，标志着公司已经成功打开了高端排气歧管的市场。

表6 IPO募投项目新增产能计划

产品	原产能	募投项目新增产能	竣工后总产能
乘用车水泵	110	300	410
商用车水泵	90	0	90
铸铁排气歧管	245	250	495
不锈钢排气歧管	0	50	50

数据来源：招股说明书 爱建证券整理

5、盈利测算

表7 主要假设

产能(万只)						
产品	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
乘用车水泵	110	110	180	250	320	410
商用车水泵	70	90	90	90	90	90
排气歧管	200	245	245	425	475	495
销量(万只)						
产品	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
乘用车水泵	104	115	209	270	315	420
商用车水泵	44	88	85	90	90	100
排气歧管	204	238	253	400	475	500
售价(元/只)						
产品	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
乘用车水泵	106.61	121.06	100.24	108	110	105
商用车水泵	188.34	225.83	221.51	247	250	240
排气歧管	97.9	103.39	82.13	93	95	98
收入(亿元)						
产品	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
乘用车水泵	1.11	1.39	2.10	2.92	3.47	4.41
商用车水泵	0.83	1.99	1.88	2.22	2.25	2.40
排气歧管	2.00	2.46	2.08	3.72	4.51	4.90

数据来源：爱建证券

表8 收入及毛利预测

营业收入(亿元)						
产品	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
水泵	1.94	3.38	3.98	5.14	5.72	6.81
排气歧管	2.00	2.46	2.08	3.72	4.51	4.90
飞轮壳	0.32	0.60	0.48	0.65	0.70	0.60
其他	0.19	0.14	0.27	0.19	0.20	0.20
合计	4.44	6.58	6.81	9.70	11.13	12.51
毛利率						
产品	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
水泵	31.53%	28.05%	31.23%	31.21%	31.15%	31.21%
排气歧管	29.82%	23.92%	27.03%	25.00%	27.00%	27.00%
飞轮壳	19.82%	15.95%	21.75%	25.11%	23.00%	23.00%
其他	9.85%	27.44%	37.03%	37.83%	35.00%	35.00%
毛利(万元)						
产品	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
水泵	6108.75	9479.48	12422.83	16038.82	17802.23	21254.01
排气歧管	5955.53	5885.95	5616.53	9300.00	12183.75	13230.00
飞轮壳	634.24	957.00	1044.00	1632.15	1610.00	1380.00
其他	187.15	384.16	999.81	718.77	700.00	700.00
合计	12885.67	16706.59	20083.17	27689.74	32295.98	36564.01

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。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

请务必阅读正文之后的重要声明

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。