

2011-04-08

汽车和汽车零部件

西泵股份 002536.SZ

水泵业务看新订单，进排气歧管看新产品

◇ 事件：公司公布年报和新项目投资公告

◆ 公司 2010 年业绩符合预期

公司 2010 年实现销售收入 9.99 亿元，同比增长 48.7%；实现利润总额 1.04 亿元，同比增长 63.1%；归属上市公司股东净利润 0.88 亿元，同比增长 66.8%；按发行后股本摊薄每股收益 0.92 元，上年同期同口径为 0.55 元。业绩符合此前市场预期。分配预案：每 10 股派送现金 2 元（含税），本年度不进行资本公积金转增股本。同日公司公告，计划投资 26996 万元（其中使用超募资金 10000 万元，其余由公司自筹）建设年产 300 万只涡轮增压排气歧管毛坯项目。

◆ 水泵业务提升单价与毛利率，大众 EA211 平台为未来最大看点

水泵和进、排气歧管是公司两大核心产品，其中水泵业务 2010 年营业收入增速为 30.2%，毛利率为 33.1%，较 2009 年提升 1.9 个百分点；我们认为，公司水泵毛利率从 2008 年的 28.1% 稳步提升至 2010 年 33.1% 的原因是公司近年来优化产品结构，重点开拓毛利率较高的乘用车水泵市场，而在传统的商用车水泵市场则逐步淘汰低毛利率产品。未来 3 年公司水泵业务最为重要的订单将 2010 年 10 月拿到的大众集团 EA211 发动机水泵的订单，EA211 是大众集团中小型发动机重要战略平台，未来将会有 0.9L、1.2L、1.4L、1.6L 四个排量，在欧洲、北美和中国三地生产。我们预计 EA211 将在 2012 年开始上量，当年全球产量达到 60 万台，此后有望在 2015 年达到年产 200 万台。

◆ 进排气歧管业务开发新产品涡轮增压排气管，投资解决毛坯瓶颈

公司进排气歧管业务 2010 年营业收入增速为 45.6%，毛利率为 26.4%，下降 0.6 个百分点。公司现有产能仍显不足，瓶颈在于水泵的压铸工序和进排气歧管的铸造工艺，因此公司计划投资 2.7 亿元新建 300 万只涡轮增压排气歧管毛坯。我们认为，随着原油价格的上涨和国家汽车燃油限值标准的提高，涡轮增压发动机在国内进一步发展，除南北大众、上海通用已上市涡轮增压车型外，未来还将推出涡轮增压发动机的包括神龙、北京现代、上汽、奇瑞、华晨、长城和北汽。

◆ 首次给予“增持”评级，目标价 38.08 元：

我们预计公司 2011~2013 年的 EPS 分别为 1.36 元、2.05 元和 2.72 元，首次给予“增持”评级，目标价 38.08 元，对应 2011 年 28 倍 PE。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	672	999	1,325	1,751	2,278
营业收入增长率	4.49%	48.72%	32.60%	32.14%	30.09%
净利润（百万元）	53	88	131	197	261
净利润增长率	115.79%	66.79%	47.58%	50.83%	32.54%
EPS（元）	0.55	0.92	1.36	2.05	2.72
ROE（归属母公司） （摊薄）	22.72%	28.77%	10.40%	13.56%	15.41%
P/E	61	37	25	16	12
P/B	14	11	3	2	2
EV/EBITDA	24	16	17	13	10

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

首次

增持

当前价格	33.64 元
目标价格	38.08 元
目标期限	6 个月

分析师：

于 特（执业证书编号：S0930510120015）

联系人：

奉 玮

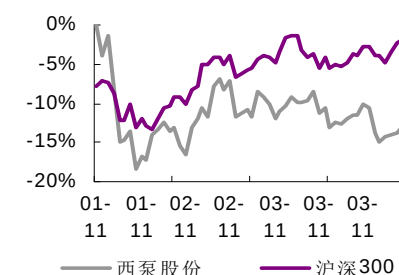
021-22169320

fengw@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	96
总市值(百万元)	3,229
流通比例(%)	25.00%
12 个月最高/最低(元)	43.00/31.03
近 3 月日均成交量(百万股)	1.64
主要股东	河南省宛西 制药股份有 限公司

股价表现(12 个月)



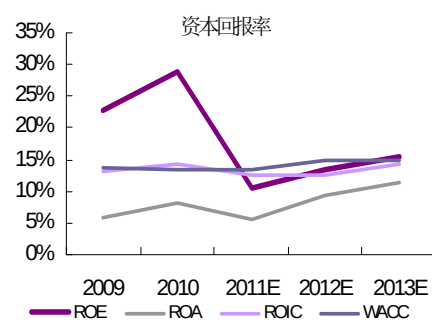
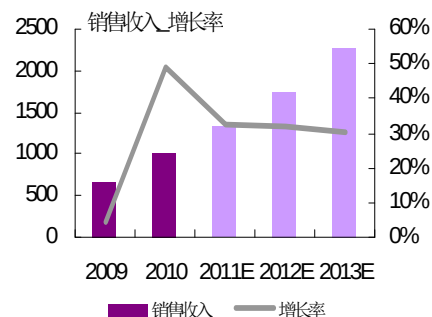
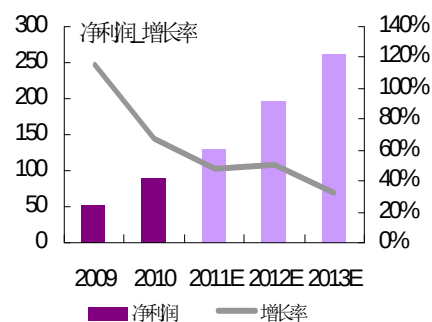
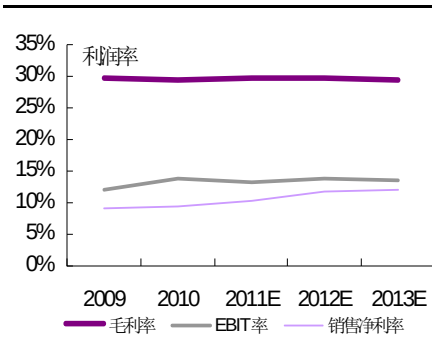
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-2.44	0.00	0.00
绝对收益	-2.75	0.00	0.00

相关报告：

两大核心产品 拓展两个市场

..... 2010-12-24

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	672	999	1,325	1,751	2,278
营业成本	473	704	931	1,233	1,606
折旧和摊销	36	50	13	29	37
营业税费	2	3	5	6	8
销售费用	30	42	56	79	102
管理费用	84	111	146	193	251
财务费用	23	40	29	14	3
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	58	99	147	226	307
利润总额	64	104	153	235	319
少数股东损益	7	6	6	7	17
归属母公司净利润	53.03	88.46	130.54	196.90	260.97

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,018	1,147	2,414	2,156	2,462
流动资产	568	579	1,487	1,008	1,301
货币资金	93	44	759	53	68
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	177	180	354	468	609
应收票据	38	67	106	140	182
其他应收款	6	7	17	21	25
存货	175	198	93	117	144
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	390	462	757	953	984
无形资产	55	71	67	64	61
总负债	763	815	1,128	666	715
无息负债	358	242	435	506	580
有息负债	405	573	693	160	135
股东权益	254	332	1,286	1,490	1,747
股本	72	72	96	96	96
公积金	47	55	861	877	877
未分配利润	114	181	298	479	720
少数股东权益	21	25	30	37	54

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	44	90	187	91	115
净利润	53	88	131	197	261
折旧摊销	36	50	13	29	37
净营运资金增加	102	198	10	169	219
其他	-147	-246	34	-303	-403
投资活动产生现金流	-134	-125	-380	-250	-50
净资本支出	134	125	380	250	50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-268	-250	-760	-500	-100
融资活动现金流	82	48	908	-548	-49
股本变化	0	0	24	0	0
债务净变化	158	168	120	-534	-25
无息负债变化	37	-117	193	71	75
净现金流	-8	13	715	-706	16

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	4.49%	48.72%	32.60%	32.14%	30.09%
净利润增长率	115.79%	66.79%	47.58%	50.83%	32.54%
EBITDA 增长率	33.35%	61.09%	-0.08%	42.15%	29.31%
EBIT 增长率	44.91%	70.55%	26.48%	36.24%	29.32%
估值指标					
PE	61	37	25	16	12
PB	14	11	3	2	2
EV/EBITDA	24	16	17	13	10
EV/EBIT	34	22	19	14	11
EV/NOPLAT	36	24	21	17	13
EV/Sales	4	3	2	2	2
EV/IC	5	3	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	29.61%	29.56%	29.72%	29.59%	29.51%
EBITDA 率	17.46%	18.91%	14.25%	15.33%	15.24%
EBIT 率	12.13%	13.91%	13.27%	13.69%	13.60%
税前净利润率	9.45%	10.36%	11.54%	13.41%	14.00%
税后净利润率 (归属母公司)	7.89%	8.85%	9.85%	11.25%	11.46%
ROA	5.95%	8.19%	5.64%	9.48%	11.27%
ROE (归属母公司) (摊薄)	22.72%	28.77%	10.40%	13.56%	15.41%
经营性 ROIC	13.25%	14.15%	12.42%	12.64%	14.33%
偿债能力					
流动比率	1.03	0.89	1.54	2.01	2.36
速动比率	71.41%	58.59%	144.61%	177.55%	209.93%
归属母公司权益/有息债务	0.58	0.54	1.81	9.09	12.58
有形资产/有息债务	2.37	1.88	3.38	13.09	17.84
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.55	0.92	1.36	2.05	2.72
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.21	0.29
每股经营现金流	0.46	0.94	1.95	0.95	1.19
每股自由现金流(FCFF)	-1.27	-1.53	-2.17	-1.88	0.41
每股净资产	2.43	3.20	13.08	15.13	17.63
每股销售收入	7.00	10.41	13.80	18.24	23.73

资料来源：光大证券、上市公司

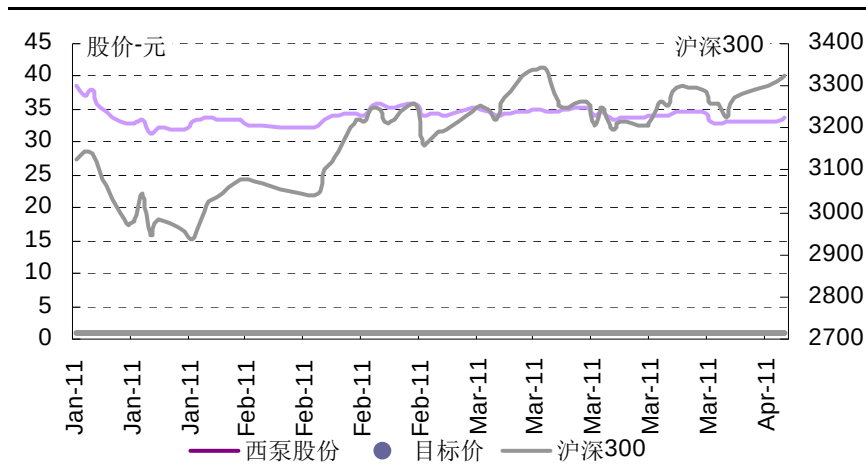
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

西泵股份（002536）

分析师：于特



日期	股价	目标	评级
2010-12-24	38.58	38.80	无评级

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。