

国际市场先强后大，乘用车市场多点开花

公司研究简报

◆公司正式进入戴姆勒全球配套体系，现有订单每年新增收入2500万元

28日晚公司发布提示性公告：公司和Daimler AG（戴姆勒股份公司）签署定点采购协议，正式进入戴姆勒全球工厂采购体系，从2013年开始将为戴姆勒配套发动机支架等多款产品。按照戴姆勒下达的生产订单和协议约定的年度价格，公司预计2013~2017年每年可实现销售收入2500万元左右。

◆“两抓两创”战略出成果，国际市场先强后大，5年内出口占比达30%

在公司“两抓两创”发展战略中，公司将依靠管理创新和技术创新，重点抓好乘用车市场和国际市场。与国内市场先大后强的市场策略不同，公司在国际市场的策略是先强后大，首先重点开拓奔驰和宝马等高端客户。我们认为，公司此次正式进入戴姆勒全球配套体系，既是公司严格执行发展战略的结果，也预示着公司未来在国际市场上还将赢得新客户。2010年公司出口营业收入7989万元，占公司营业收入8%。我们预计，5年内出口收入占公司营业收入的比重有望提升至30%。

◆乘用车水泵业务多点开花，三家自主品牌选择公司作为水泵独家供应商

此前公司在6月8日公告与大众汽车签署EA211发动机水泵开发协议；7月18日规划产能45万台、计划在2013年3月投产的成都一汽-大众EA211发动机项目奠基。而根据大众集团的规划，在欧洲、美洲和中国三地生产的EA211发动机，在2012年就将投入市场，预计2014年全球产量将达650万台，每年为公司带来超过4亿元的营业收入。此外，公司近期还成功中标长安汽车S系列发动机水泵，并成为广汽传祺、吉利帝豪和东风风神三家自主品牌的发动机冷却水泵独家供应商。

◆国内首家试制成功电子水泵，有望广泛应用于涡轮增压发动机

公司5月24日公告电子水泵研制成功。与传统的节温器和电子节温器相比，除了应用于纯电动和混合动力乘用车之外，电子水泵的两大优势使得其在传统内燃机乘用车亦有巨大的市场空间：1）可以更为精确地控制冷却水温，进而可以在很大程度上影响发动机的温度，降低发动机的摩擦损耗，并提高发动机的冷启动性能；2）对于涡轮增压发动机而言，使用电子水泵可以在发动机停转之后再持续冷却涡轮增压器一段时间，延长涡轮增压器工作寿命，而这一技术已在宝马和标致雪铁龙等公司的新发动机上得到应用。

◆维持“增持”评级，上调目标价至30元

我们认为，虽然今年公司业绩将受累于国内车市整体增速下滑，全年EPS预测下调至1.24元，但公司近期在国际市场和乘用车市场均取得较大突破，打开了长期增长空间，因此股价有望重新回到前期高点29元上方。

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	1,254	1,572	2,039
营业收入增长率	4.49%	48.72%	25.53%	25.32%	29.73%
净利润(百万元)	53	88	119	175	225
净利润增长率	115.79%	66.79%	34.41%	47.49%	28.38%
EPS(元)	0.55	0.92	1.24	1.83	2.34
ROE(归属母公司) (摊薄)	22.72%	28.77%	9.67%	12.48%	13.97%
P/E	47	28	21	14	11

敬请参阅最后一页特别声明

- 1 -

证券研究报告

增持(维持)

当前价/目标价：26.35/30.00元

目标期限：6个月

分析师

于特(执业证书编号：S0930510120015)

021-22169158

yute@ebcn.com

联系人

奉玮

021-22169320

fengw@ebcn.com

市场数据

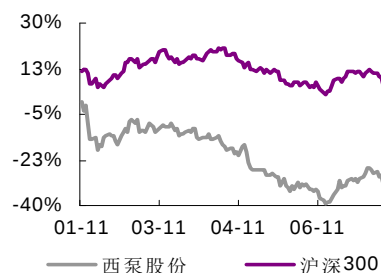
总股本(亿股)：0.96

总市值(亿元)：24.72

一年最低/最高(元)：23.02/43.00

近3月换手率：42.75%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	5.70	-9.83	0.00
绝对	3.87	-16.95	0.00

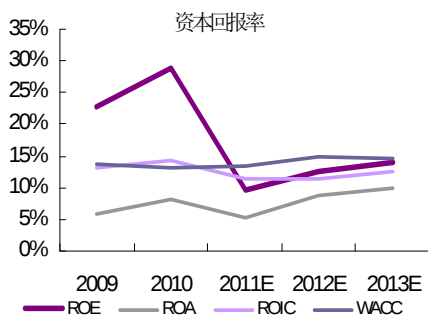
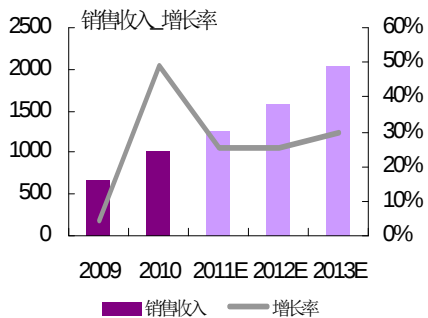
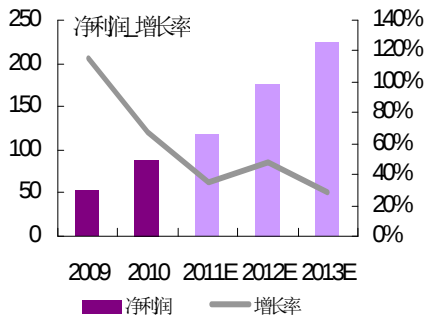
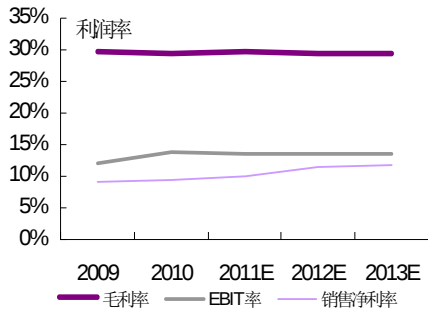
相关研报

水泵业务看新订单，进排气歧管看新产品

..... 2011-04-08

两大核心产品

..... 2010-12-24



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	672	999	1,254	1,572	2,039
营业成本	473	704	882	1,108	1,439
折旧和摊销	36	50	68	83	94
营业税费	2	3	4	5	7
销售费用	30	42	53	71	92
管理费用	84	111	138	173	224
财务费用	23	40	34	13	8
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	134	201	268
利润总额	64	104	140	209	275
少数股东损益	7	6	6	7	14
归属母公司净利润	53.03	88.46	118.89	175.35	225.11

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,018	1,147	2,371	2,114	2,434
流动资产	568	579	1,499	1,076	1,369
货币资金	93	44	663	47	61
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	177	180	335	420	545
应收票据	38	67	88	102	122
其他应收款	6	7	16	19	22
存货	175	198	246	299	374
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	703	843	874
无形资产	55	71	67	64	61
总负债	763	815	1,111	672	771
无息负债	358	242	418	466	531
有息负债	405	573	693	206	241
股东权益	254	332	1,260	1,442	1,663
股本	72	72	96	96	96
公积金	47	55	860	877	877
未分配利润	114	181	273	432	639
少数股东权益	21	25	30	37	51

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	44	90	111	134	126
净利润	53	88	119	175	225
折旧摊销	36	50	68	83	94
净营运资金增加	102	198	132	154	229
其他	-147	-246	-207	-279	-422
投资活动产生现金流	-134	-125	-380	-250	-120
净资本支出	134	125	380	250	120
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-268	-250	-760	-500	-240
融资活动现金流	82	48	889	-500	8
股本变化	0	0	24	0	0
债务净变化	158	168	120	-487	35
无息负债变化	37	-117	176	48	64
净现金流	-8	13	620	-616	14

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%	25.53%	25.32%	29.73%
净利润增长率	115.79%	66.79%	34.41%	47.49%	28.38%
EBITDA 增长率	33.35%	61.09%	24.65%	26.19%	24.23%
EBIT 增长率	44.91%	70.55%	20.73%	27.32%	28.98%
估值指标					
PE	47	28	21	14	11
PB	11	8	2	2	2
EV/EBITDA	19	13	11	9	8
EV/EBIT	27	18	15	13	10
EV/NOPLAT	29	20	17	15	12
EV/Sales	3	2	2	2	1
EV/IC	4	3	2	2	1
盈利能力 (%)					
毛利率	29.61%	29.56%	29.70%	29.49%	29.42%
EBITDA 率	17.46%	18.91%	18.78%	18.91%	18.11%
EBIT 率	12.13%	13.91%	13.38%	13.60%	13.52%
税前净利润率	9.45%	10.36%	11.14%	13.31%	13.50%
税后净利润率 (归属母公	7.89%	8.85%	9.48%	11.16%	11.04%
ROA	5.95%	8.19%	5.25%	8.61%	9.84%
ROE (归属母公司) (摊	22.72%	28.77%	9.67%	12.48%	13.97%
经营性 ROIC	13.25%	14.15%	11.26%	11.28%	12.60%
偿债能力					
流动比率	1.03	0.89	1.58	2.12	2.25
速动比率	0.71	0.59	1.32	1.53	1.64
归属母公司权益/有息债务	0.58	0.54	1.77	6.81	6.70
有形资产/有息债务	2.37	1.88	3.32	9.94	9.86
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.55	0.92	1.24	1.83	2.34
每股红利	0.00	0.15	0.00	0.19	0.25
每股经营现金流	0.46	0.94	1.15	1.40	1.31
每股自由现金流(FCFF)	-1.27	-1.53	-2.97	-1.39	-0.15
每股净资产	2.43	3.20	12.81	14.63	16.79
每股销售收入	7.00	10.41	13.07	16.37	21.24

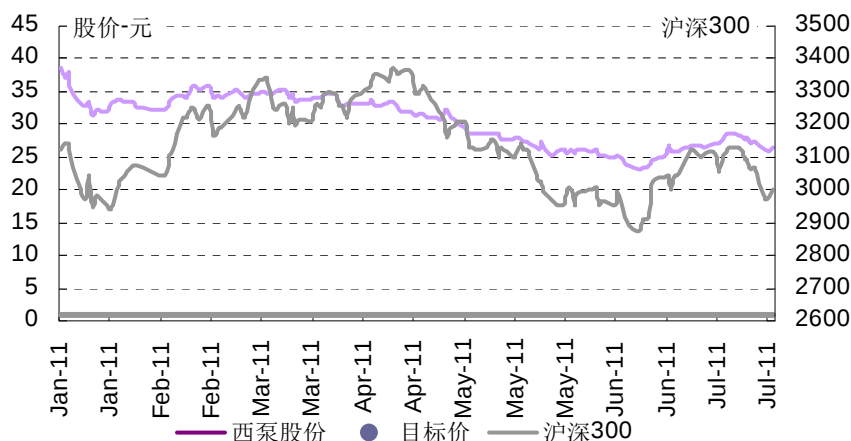
资料来源：光大证券、上市公司

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)



日期	股价	目标价	评级
2010-12-24	38.58	38.80	无评级
2011-04-08	32.72	38.08	增持
2011-06-13	25.00	28.00	增持

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。

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。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。

本证券研究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，仅供本公司的客户使用。

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。

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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com