

分析师：方炬

执业证书编号：S0050511040001

Tel: 010-59355738

Email: fangj@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)

交运设备

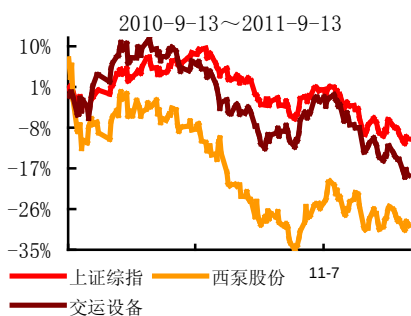
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	未评级
目标价格：	28

市场数据

市价(元)	25.08
上市的流通A股(亿股)	0.24
总股本(亿股)	0.96
52周股价最高最低(元)	23.02-43.0
上证指数/深证成指	2497.75/10892.39
2010年股息率	0.00%

52周相对市场表现



相关研究

西泵股份 (002536.SZ)

积蓄力量，静待跨越

投资要点

● **受行业下滑影响，公司收入及盈利增速放缓。**上半年，公司实现营业收入 52405.60 万元，同比增长 4.52%；营业成本 38460.38 万元，同比增长 7.34%，实现利润总额 5848.89 万元，同比减少 0.87 %；实现净利润 5210.48 万元，同比减少 4.02 %，其中归属于母公司所有者的净利润 5161.80 万元，同比增长 2.15%。收入的增幅略高于汽车行业整体水平，而利润下滑较为明显。同时，由于人力资源和原材料成本大幅上涨使公司毛利率同比减少 2.33%。

● **“两抓两创”初见成效。**通过抓好乘用车市场和国际市场，使公司产品结构和市场结构得到优化。使公司逐步摆脱对商用车市场的依赖，同时公司海外业务收入大幅增长，在销售收入中的占比，已由 2010 年的 8% 提升至 2011 年上半年的 16%。海外市场将成为公司未来新的增长点。而通过实施管理创新和技术创新的“两创”活动，公司降低了生产成本，深挖了内部潜力，提升了产品的技术含量。

● **募投项目进展顺利。**与国内外主机厂开展广泛合作，积极拓展公司未来发展空间。已经与多家知名企业签订了战略合作协议，未来公司将着力打造销售额超亿元的第一方阵客户群。

● 估值及投资建议

参考同类型上市公司的市盈率水平，考虑到公司未来的成长性，我们给予公司 28-30 倍市盈率，公司未来 6 个月的合理价格区间为 26.35-28.23。给予“增持”评级。

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	999.26	1041.79	1313.12	1664.72
增长率(%)	48.71	4.26	26.04	26.78
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	88.46	90.35	144.05	191.46
增长率(%)	66.79	2.14	59.44	32.91
毛利率(%)	29.55	25.02	26.57	26.93
净资产收益率(%)	28.77	25.92	31.39	31.62
EPS(元)	1.23	0.94	1.50	1.99
P/E(倍)	27.22	27.68	17.36	13.06
P/B(倍)	6.16	6.04	4.59	3.48

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、受行业下滑影响，公司收入及盈利增速放缓	3
二、“两抓两创”初见成效	3
三、募投项目进展顺利，产能瓶颈将被打破	4
四、与国内外整车及零部件厂商开展广泛合作，积极拓展市场空间.....	4
五、公司未来收入及盈利预测	5
六、公司估值及投资建议	6
七、风险因素	6

图表目录

图 1：2010 年公司国内外收入占比情况	4
图 2：2011 年公司国内外收入占比情况.....	4
表 1：2011 年 1-6 月份公司主营业务分产品情况	3
表 2：目前项目进展情况及盈利能力预测	4
表 3：公司未来三年收入预测	5
附录：财务预测表	7

一、受行业下滑影响，公司收入及盈利增速放缓

公司作为发动机水泵和排气歧管的生产商，产品覆盖重、中、轻、微、轿五大类，占据行业细分市场近 20% 的市场份额。进入 2011 年，我国汽车行业产销量大幅下滑，1-6 月份，累计完成汽车产销量分别为 915.60 万辆和 932.52 万辆，同比仅增长 2.48% 和 3.35%。受汽车行业整体产销量大幅下滑的影响，公司上半年收入及盈利情况均不理想，半年报显示，公司实现营业收入 52405.60 万元，同比增长 4.52%；营业成本 38460.38 万元，同比增长 7.34%，实现利润总额 5848.89 万元，同比减少 0.87%；实现净利润 5210.48 万元，同比减少 4.02%，其中归属于母公司所有者的净利润 5161.80 万元，同比增长 2.15%。收入的增幅略高于汽车行业整体水平，而利润下滑较为明显。同时，由于人力资源和原材料成本大幅上涨使公司毛利率同比减少 2.33%。如表 1 所示。

表 1：2011 年 1-6 月份公司主营业务分产品情况

主营业务分行业情况						
分行业或分产品	营业收入	营业成本	毛利率（%）	营业收入比上年同期增减（%）	营业成本比上年同期增减（%）	毛利率比上年同期增减（%）
汽车零部件	51,701.39	38,157.59	26.20%	3.31%	6.69%	-2.33%
主营业务分产品情况						
水泵	27,437.81	19,435.77	29.16%	3.73%	6.82%	-2.05%
进/排气歧管	20,821.70	16,166.78	22.36%	8.24%	12.07%	-2.65%
飞轮壳	2,464.22	1,909.54	22.51%	-28.32%	-25.83%	-2.60%
其他	977.67	645.50	33.98%	6.34%	12.94%	-3.86%

数据来源：公司半年报，民族证券

二、“两抓两创”初见成效

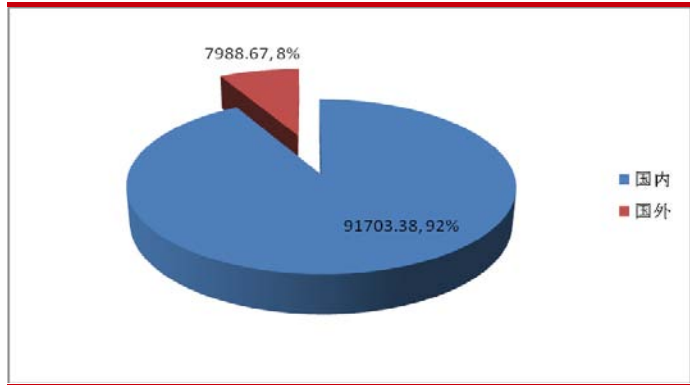
上市之初，公司就提出了坚持抓好国内乘用车市场，抓好国际贸易，坚持管理创新，坚持技术创新的“两抓两创”经营方针，“两抓”使公司产品结构和市场结构得到优化。

抓好乘用车市场，使公司逐步摆脱对商用车市场的依赖，尽管上半年我国商用车同比下降了 3.67%，而公司营业收入依然保持 4.52% 的增长，抓乘用车市场的效果已经逐步显现。我们认为，未来我国汽车行业的增长点应在乘用车市场，而商用车市场增速将放缓，公司抓乘用车市场的经营方针是找对了方向，选对了路。

通过抓好国际市场，公司海外业务收入大幅增长，1-6 月份实现销售收入 8,264.28，同比增长 104.23%。超过 2010 年全年海外收入总和，海外收入占总收入的比重不断增加，由 2010 年的 8% 提升至 2011 年上半年的 16%。海外市场将成为公司未来新的增长点，如图 1、2 所示。

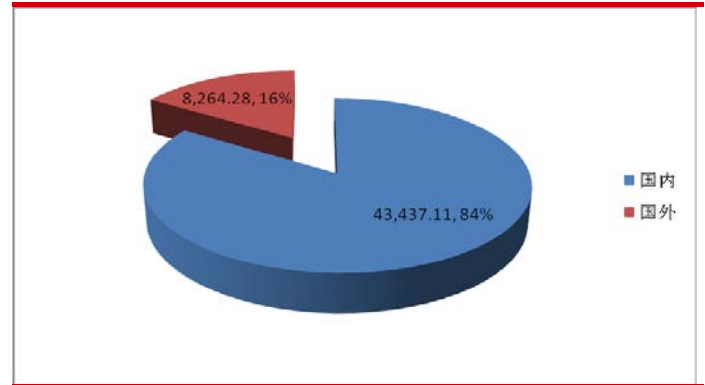
管理创新和技术创新是企业打造持续核心竞争力的关键。通过实施管理创新和技术创新的“两创”活动，公司降低了生产成本，深挖了内部潜力，提升了产品的技术含量。公司推行精益生产方式和 TPM 管理，实现了“一个流”的生产模式，使产品质量问题得到及时发现与纠正，产品优良品率大幅提升。同时，在对“零库存”的不断追求中，实现了自身管理的升华与飞跃。

图 1：2010 年公司国内外收入占比情况



资料来源：公司年报，民族证券

图 2：2011 年公司国内外收入占比情况



资料来源：公司半年报，民族证券

三、募投项目进展顺利，产能瓶颈将被打破

伴随着我国汽车行业高速发展，公司近年来一直处于超负荷生产状态，本次上市的三个募投项目——年产 300 万只排气歧管和汽车水泵项目、年产 300 万只乘用车水泵毛坯生产线项目、年产 300 万只涡轮增压排气歧管毛坯项目——进展顺利，项目达产后将从根本上解决公司的产能瓶颈问题，公司的汽车水泵、排气歧管年产能分别达到 643、725 万只，为主机厂配套能力将得到大幅提升。

节能减排已经成为未来汽车行业发展的主旋律，而发动机的节能减排效果将直接影响整车的节油与排放效果，目前，发动机的节能减排技术主要包括可变气门技术、涡轮增压技术和缸内直喷技术等，其中，涡轮增压技术以其良好的动力性和排放性，已经成为未来发动机节能减排的主流技术路线。公司正式看到了这块市场潜在的巨大商机，利用本次超募资金，投资建设年产 300 万只涡轮增压排气歧管毛坯项目，目前，厂房主体工程已经完工，预计在年底将投入生产。这必将进一步丰富公司的产品线，提升公司的盈利能力。

表 2：目前项目进展情况及盈利能力预测

序号	项目名称	总投资 (亿元)	项目达到预定可使用状态	项目进度	销售收入预测 (亿元/年)	盈利预测 (亿元/年)	投资收益率	投资回收期 (年)
1	年产 300 万只排气歧管和汽车水泵项目	2.80	2011 年 10 月 1 日	95%	11.96	1.29	37.80%	5.3
2	年产 300 万只乘用车水泵毛坯生产线项目	1.00	2011 年 11 月 1 日	80%	2.1	0.25	33.89%	5.12
3	年产 300 万只涡轮增压排气歧管毛坯项目	2.7	2012 年第一季度	30%	5.25	0.65	24.765	5.24

资料来源：公司年报，民族证券

四、与国内外整车及零部件厂商开展广泛合作，积极拓展市场空间

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。而排气歧管是汽车发动机排气系统的重要部件，其作用是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。

西泵股份是目前国内最大的汽车水泵和排气歧管生产企业。汽车水泵和排气歧管占国内近 20% 市场份额，汽车水泵和排气歧管行业是典型的规模经济，企业产销规模与企业效益高度正相关，因此，西泵股份一直致力于国内外市场的开发，不提升公司产品的市场占有率。通过调研我们了解到，公司在巩固原有市场的基础上，不断开拓新的国内外市场。目前正与广汽集团、长安集团、江淮集团、奇瑞集团、上海通用、东风乘用车公司、东风轻型发动机有限公司、长丰汽车等联合开发自主研发水泵和发动机排气歧管产品。另外，在国际市场上也大有斩获，已先后与奥迪公司、德国大众、意大利菲亚特、美国康明斯全球工厂、道依茨公司等签订了战略合作合同，联合同步开发多款汽车水泵、排气歧管、飞轮壳，空气管、节温器壳、发动机支架等产品。

公司正着力打造 5-6 家的年销售额超亿元的第一客户群方阵，同时，积极开拓 6-7 家年销售额在 5000 到一个亿的第二客户群方阵，伴随着核心客户群的高速成长，公司将实现跨越式发展。

五、公司未来收入及盈利预测

去年年底我们就提出 2011 年汽车行业将整体大滑坡，增长率不会超过 5%，今年 4 月份我们又提出负增长将成为中国汽车行业的主旋律。从 1-7 月份的产销数据来看，我们的判断是正确的，1-7 月份，累计完成汽车产销量分别为 1046.24 万辆和 1060.18 万辆，同比增长 2.33% 和 3.22%，增速进一步放缓。目前，汽车行业还没有走出下滑的态势，我们仍然坚持以前的判断，2011 年汽车行业增长率不会超过 5%，很可能出现负增长，这主要要看 9 月、10 月的销售情况。2012 年中国的汽车行业将呈现恢复性增长，能够到 15% 左右，而 2013 年中国的汽车行业将再次迎来高速增长期，预计增速会超过 20% 以上。

鉴于上述判断，结合公司自身情况，我们认为，公司今年的收入增长率应该与行业同步，在 5% 左右，而 2012、2013 年营业收入大幅增长 26% 以上。而毛利率会有所下降，见表 3。

表 3：公司未来三年收入预测

产品	项目	2010A	2011E	2012E	2013E
汽车水泵	营业收入（万元）	51847.08	57031.79	74141.32	96383.72
	同比增长率	30.19%	10%	30%	30%
	营业成本（万元）	34663.59	39922.25	51157.51	66504.77
	毛利率	33.14%	30%	31%	31%
进/排气歧管	营业收入（万元）	28674.00	31541.40	41003.82	53304.97
	同比增长率	45.59%	10%	30%	30%
	营业成本（万元）	21108.44	24286.88	30752.87	39978.72
	毛利率	26.38%	23%	25%	25%
飞轮壳	营业收入（万元）	5605.95	5605.95	6166.55	6783.20
	同比增长率	16.77%	0.00%	10%	10%
	营业成本（万元）	4055.28	4316.58	4748.24	5223.06
	毛利率	27.66%	23%	23%	23%
其他	营业收入（万元）	13565.02	10000	10000	10000

	同比增长率	407.08%	-26.28%	0%	0%
	营业成本（万元）	10335.52	7700.00	7700.00	7700.00
	毛利率	23.81%	23%	23%	23%
合计	营业收入（万元）	99692.05	104179.14	131311.69	166471.89
	同比增长率	48.81%	4.50%	26.04%	26.78%

资料来源：公司年报，民族证券

六、公司估值及投资建议

根据对未来三年的收入及盈利预测，预计公司 2011、2012、2013 年 EPS 分别为 0.94、1.50、1.99，以目前价格计算，对应 PE 分别为 27.68、17.36 和 13.06，

采用相对估值法，参考同类型上市公司的市盈率水平，考虑到公司未来的成长性，我们给予公司 28-30 倍市盈率，公司未来 6 个月的合理价格区间为 26.35-28.23。给予“增持”评级

七、风险因素

1、公司主要风险因素在于汽车行业产销量继续行业，这将直接影响公司的上游主机厂的产销水平，导致公司产品需求波动，订单下滑；

2、募投项目产能不能按时投入生产；

3、主要原材料及人力资源成本上涨过快，导致公司成本上升，毛利率下滑严重。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	57,911	62,034	84,322	113,760
现金	4,359	20,633	32,421	47,999
应收账款	24,709	17,125	21,585	27,365
其它应收款	650	678	855	1,084
预付账款	8,439	11,067	13,949	17,684
存货	19,754	12,530	15,511	19,628
其他	0	0	0	0
非流动资产	56,790	57,465	57,939	58,199
长期投资	0	0	0	0
固定资产	49,669	57,367	57,815	58,042
无形资产	7,073	0	0	0
其他	47	98	123	156
资产总计	114,701	119,499	142,260	171,959
流动负债	65,124	59,415	66,708	76,614
短期借款	39,330	30,000	30,000	30,000
应付账款	16,215	19,461	24,091	30,486
其他	9,579	9,954	12,617	16,128
非流动负债	16,373	18,657	21,016	23,383
长期借款	12,000	13,654	14,711	15,389
其他	4,373	5,003	6,305	7,994
负债合计	81,497	78,072	87,724	99,997
少数股东权益	2,455	2,547	2,692	2,885
股本	7,200	7,200	7,200	7,200
资本公积金	3,559	0	0	0
留存收益	19,989	0	0	0
归属母公司股东权益	30,749	38,880	51,845	69,076
负债和股东权益	114,701	119,499	142,260	171,959

现金流量表

单位：万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	(392)	35,211	15,043	19,342
净利润	9,397	9,126	14,551	19,340
折旧摊销	4,989	1,890	2,066	2,242
财务费用	3,964	2,825	2,011	2,094
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(18,784)	21,421	(3,559)	(4,300)
其它	42	(51)	(26)	(33)
投资活动现金流	(16,883)	(2,514)	(2,514)	(2,469)
资本支出	(16,883)	(2,514)	(2,514)	(2,469)
长期投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	12,767	(16,422)	(741)	(1,296)
短期借款	22,508	39,330	30,000	30,000
长期借款	18,000	12,000	13,654	14,711
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	(27,741)	(67,752)	(44,395)	(46,006)
现金净增加额	(4,508)	16,275	11,788	15,578

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	99,926	104,179	131,312	166,472
营业成本	70,392	78,116	96,425	121,649
营业税金及附加	329	0	0	0
营业费用	4,218	4,167	5,252	6,659
管理费用	11,090	8,334	10,505	13,318
财务费用	3,964	2,825	2,011	2,094
资产减值损失	(8)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	9,941	10,737	17,118	22,753
营业外收入	614	0	0	0
营业外支出	200	0	0	0
利润总额	10,354	10,737	17,118	22,753
所得税	957	1,610	2,568	3,413
净利润	9,397	9,126	14,551	19,340
少数股东损益	551	91	146	193
归属母公司净利润	8,846	9,035	14,405	19,146
EBITDA	18,885	15,452	21,196	27,089
EPS（元）	0.92	0.94	1.50	1.99

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	99,926	104,179	131,312	166,472
营业利润	9,941	10,737	17,118	22,753
归属母公司净利润	8,846	9,035	14,405	19,146
获利能力				
毛利率	29.56%	25.02%	26.57%	26.93%
净利率	9.40%	8.76%	11.08%	11.62%
ROE	31.18%	25.92%	31.39%	31.62%
ROIC	12.45%	17.26%	20.73%	22.63%
偿债能力				
资产负债率	71.05%	65.33%	61.66%	58.15%
净负债比率	40.74%	53.06%	62.17%	71.96%
流动比率	0.89	1.04	1.26	1.48
速动比率	0.59	0.83	1.03	1.23
营运能力				
总资产周转率	0.87	0.87	0.92	0.97
应收帐款周转率	4.04	6.08	6.08	6.08
应付帐款周转率	6.16	5.35	5.45	5.46
每股指标(元)				
每股收益	0.92	0.94	1.50	1.99
每股经营现金	0.00	0.37	0.16	0.20
每股净资产	3.46	4.32	5.68	7.50
估值比率				
P/E	28.27	27.68	17.36	13.06
P/B	7.53	6.04	4.59	3.48
EV/EBITDA	17.33	19.90	14.41	11.15

分析师简介

2005 年 12 月吉林大学商学院数量经济专业毕业，获得经济学博士学位，2007 年 3 月至 2009 年 3 月进入清华大学汽车系博士后流动站从事汽车产业经济研究工作，2009 年 9 月进入中国民族证券有限责任公司，供职于研究发展中心，负责汽车及零部件行业研究，本人具有 10 年汽车行业从业经验，3 年私募股权投资基金直接投资经验，先后为一汽集团、一汽夏利、上汽集团、南方汽车等多家汽车企业做过咨询，多年的汽车行业研究和从业经验，使我对汽车行业的发展规律有较深刻的理解，具有数量分析、建模和财务分析特长，先后在著名媒体上发表多篇文章。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn