

订单回暖、出口复苏



东方证券
ORIENT SECURITIES

我们的观点：

- **感受到出口复苏暖风：**公司是国内微型水泵和园林机械出口龙头企业，目前产品出口占比达到 96%，主要出口目的地为欧洲（60%）、亚洲（20%）、南美洲等地区。受金融危机影响，公司上半年产品销量降幅较大，其中园林机械下降幅度在 45% 左右，水泵下降幅度在 20% 左右。进入下半年，尤其是 9 月份以来，公司订单逐步回暖，单月订单同比增幅在 15% 左右。我们认为基于公司产品的消费类机械属性，其需求恢复速度要快于资本品类机械，随着海外市场的逐步回暖，公司有望首先受益于需求复苏。我们预计公司 2010 年收入水平有望恢复到 2008 年同期水平。
- **全年毛利率水平有望维持：**公司主要原材料为硅钢片、漆包线、铝锭、PP 及 ABS 塑料等，合计占产品成本的 40% 左右，其毛利率水平与原材料价格敏感度较高，2009 年受益于原材料价格下降，公司综合毛利率水平大幅提升，前三季度达到 26.35%，这也是公司销量下降情况下盈利能力大幅提升的主要因素之一。公司具有较强的议价能力，有向下游客户部分转移成本压力的能力，另外，公司推行的自主品牌战略对维持、提升公司毛利率水平有较大帮助。综合来看，我们认为虽然公司综合毛利率水平将跟随原材料价格的波动而波动，但总体上有望继续维持相对高位。
- **北美和国内市场拓展是未来最大看点：**公司出口市场主要集中在欧洲和亚洲地区，未来公司在不断稳定欧洲市场份额的基础上，将大力开拓北美市场和国内市场。北美市场是微小型水泵和园林机械的主要需求地，由于产品类型和标准与欧洲市场不同，以及整体市场结构更加集中，目前公司对北美市场还处于开拓期，若北美市场开拓成功，公司在北美市场的销售有望呈现爆发性增长。随着农业基础设施建设投资增加，国内水泵的市场需求增长迅速，目前公司国内销售占比只有 3.65%，未来将不断加大国内市场的开拓，公司已在全国设立 100 多家一级经销商，基本建立了覆盖全国的销售网路，为国内市场的开拓打下了良好的基础。同时公司也在积极寻找在产品种类上具有互补优势或具有良好销售渠道的同业公司进行收购，以拓展产品链，向工业用泵等高端产品领域延伸，形成新的利润增长点。
- **催化剂和风险因素：**出口复苏、北美市场和国内市场的拓展、自主品牌战略的实施以及向工业用泵等产品链的拓展是公司未来高增长的主要驱动因素；原材料价格波动、国际市场需求波动的不确定性为公司面临的主要风险因素。我们预计公司未来三年的复合增长率为 37.70%。
- **估值和投资建议：**目前中小板 PE 平均估值水平 42.48 倍，历史最高水平 86.19 倍，历史最低水平 19.57 倍。鉴于公司的高增长逻辑，我们给予公司 25 倍 PE，对应 2010 年预测 EPS 股价为 23.75 元，目前股价存在低估，上调投资评级至买入。

周凤武、安倩、张帆

机械分析师

8621-63325888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (上调)

股价 (2009 年 11 月 2 日) 18.82 元

目标价格 (6 个月) 23.75 元

总股本/A 股 (万股) 15056/4587.92

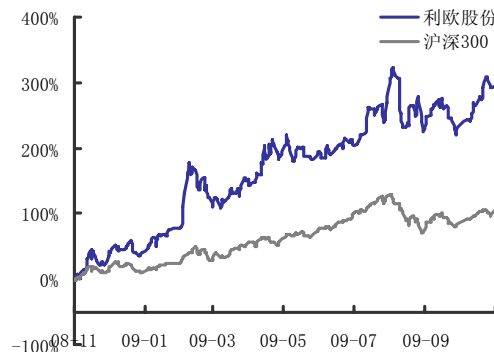
A 股市值 (百万元) 863.45

国家/地区 中国

行业 专用设备制造业

报告日期 2009 年 11 月 3 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	20.64	7.18	294.49
相对表现 (%)	7.21	13.02	153.70

资料来源：WIND

财务分析				
(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1041.	811.39	1004.7	1308.5
税前利润	92.05	137.04	175.71	224.94
归属母公司净	70.22	111.69	143.20	183.32
EBITDA	127.3	152.54	199.02	248.51
每股收益(元)	0.47	0.74	0.95	1.22
净资产收益率	14.27	20.04	22.57	24.89
每股经营现金	0.42	0.90	1.03	1.27
市盈率(X)	40.05	25.18	19.64	15.34
EV/EBITDA	7.74	17.27	12.75	9.71

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方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。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表（人民币百万元）					现金流量表（人民币百万元）				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	1041.60	811.39	1004.79	1308.51	税后利润	70.22	111.69	143.20	183.32
营业成本	832.45	599.08	747.04	978.86	经常性现金支出	39.24	32.44	35.50	37.79
主营业务税金及附加	4.21	2.91	3.70	4.85	非经常性现金支出	(2.84)	(0.36)	(0.94)	(1.54)
销售费用	59.02	24.34	30.14	39.26	营运资金变动	(45.40)	(13.69)	(28.64)	(36.92)
管理费用	47.55	56.80	50.24	62.81	少数股东损益	2.57	4.80	6.15	7.87
财务费用	(1.31)	2.12	0.70	(0.59)	经营活动现金净流	63.80	134.88	155.26	190.53
营业利润	99.67	126.15	172.96	223.31	资本开支	123.64	16.70	6.68	1.53
非经常性损益	(7.61)	10.89	2.75	1.63	其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	92.05	137.04	175.71	224.94	投资活动现金净流	(143.49)	(13.70)	(3.08)	2.79
所得税	19.26	20.56	26.36	33.74	贷款增加	3.00	0.00	0.00	0.00
净利润	72.79	116.48	149.35	191.20	支付股利利息	(6.02)	22.48	(54.31)	(66.64)
少数股东损益	2.57	4.80	6.15	7.87	其他融资	4.73	2.21	(1.86)	(2.24)
归属母公司净利润	70.22	111.69	143.20	183.32	筹资活动现金净流	(1.29)	24.69	(56.18)	(68.88)
EPS（元/股）	0.47	0.74	0.95	1.22	现金净流量	(80.98)	145.88	96.01	124.44
					现金期初余额	142.61	61.63	207.51	303.51
					现金期末余额	61.63	207.51	303.51	427.95
资产负债表（人民币百万元）					比率分析				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	55.60	201.48	297.48	421.93	增长能力				
应收账款票据	142.29	155.51	183.02	226.00	营收增长率(%)	33.02%	-22.10%	23.84%	30.23%
存货	131.95	89.10	114.12	153.53	EBITDA 增长率(%)	44.67%	19.81%	30.47%	24.86%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率(%)	36.22%	30.41%	35.39%	28.25%
流动资产合计	346.38	458.52	613.33	823.54	净利润增长率(%)	52.10%	60.03%	28.22%	28.02%
长期投资	21.26	21.26	21.26	21.26	盈利能力				
固定资产	265.09	241.38	230.09	210.61	毛利率(%)	20.08%	26.17%	25.65%	25.19%
在建工程	5.74	20.57	12.06	6.21	净利率(%)	6.99%	14.36%	14.86%	14.61%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 利润率(%)	12.22%	18.80%	19.81%	18.99%
非流动资产合计	342.17	328.61	307.44	280.64	ROA(%)	10.57%	14.80%	16.22%	17.32%
资产总计	688.56	787.13	920.76	1104.18	ROE(%)	14.27%	20.04%	22.57%	24.89%
					ROIC(%)	13.75%	20.30%	24.99%	29.12%
循环借款	23.00	23.00	23.00	23.00	偿债能力				
应付账款	134.96	99.51	131.08	180.60	资产负债率(%)	25.94%	25.78%	27.57%	29.79%
预收账款	8.66	7.77	9.61	12.25	流动比率(倍)	1.94	2.27	2.44	2.53
其他应付款	1.70	(6.87)	(7.51)	(8.12)	速动比率(倍)	1.11	1.77	1.91	1.99
流动负债合计	178.58	201.89	251.87	325.96	价值评估				
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B(倍)	5.87	5.15	4.53	3.91
负债合计	178.58	201.89	251.87	325.96	P/E(倍)	40.05	25.18	19.64	15.34
股本	150.56	150.56	150.56	150.56	EV/收入(倍)	0.95	3.25	2.53	1.84
资本公积	160.97	183.31	211.95	248.61	EV/EBITDA(倍)	7.74	17.27	12.75	9.71
未分配利润	141.26	179.86	218.39	271.22	EV/EBIT(倍)	10.02	20.54	14.61	10.84
股东权益	509.98	581.30	661.77	768.31					
负债和股东权益	688.56	783.18	913.64	1094.27					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

周凤武：机械行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

安倩：机械行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

张帆：机械行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6055

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn