

订单回暖、出口复苏趋势明显



东方证券
ORIENT SECURITIES

我们的观点：

- **订单回暖，复苏趋势明显：**此次调研我们重点了解了公司近期的订单情况，进入 2009 年 9 月份公司订单环比回升明显，2010 年 1 月份已恢复到 2008 年同期水平，这印证了我们前期对公司的判断：基于公司产品的消费类机械属性，公司海外需求恢复速度要快于资本品类机械，将首先受益于出口复苏。从区域来看需求复苏最主要来源于出口占比最大的欧洲地区，在这一地区公司产品新增需求主要与新建房地产相关，而占比较大的更新需求主要与人们的消费意愿相关，我们判断随着欧洲地区经济的复苏，人们的消费意愿不断上升，对水泵、园林机械等家庭消费类机械的需求将不断增强，公司未来需求复苏将加速。
- **北美市场拓展将成为公司爆发性增长的驱动因素：**世界水泵和园林机械最主要的需求地区为北美和欧洲，目前公司已成功进入欧洲地区，并且凭借在欧洲市场分额的增加实现了迅速成长，由于目前欧洲地区整体市场结构已趋于稳定，公司在这一地区将采取稳定市场分额的策略。北美市场是微小型水泵和园林机械需求量最大的地区，但目前公司北美市场销售占比不到 2%，针对北美地区产品类型和标准与欧洲市场不同，公司已开始针对性地开发适用于北美地区的系列产品。此外由于北美整体市场结构更加集中，若开拓顺利有望带来销量的爆发性增长，我们看好未来北美地区的发展。
- **国内市场的开拓以及产品链的延伸：**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% 左右，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。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，向工业用泵等高端产品领域延伸，以拓展产品链，形成新的利润增长点。
- **毛利率水平有望维持相对高位：**公司凭借较强的议价能力，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。
- **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。
- **估值和投资建议：**鉴于公司的高增长逻辑，我们给予公司 30 倍 PE，对应 2010 年预测 EPS 股价为 28.5 元，维持买入投资评级。

安信、周凤武、张帆

机械分析师

8621-63325888 × 6098

aj@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 1 月 14 日) 21.81 元

目标价格 (6 个月) 28.5 元

总股本/A 股 (万股) 15056/15056

A 股市值 (百万元) 3283.71

国家/地区 中国

行业 专用设备制造业

报告日期 2010 年 1 月 15 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	16.88	28.29	181.47
相对表现 (%)	18.46	15.07	81.17

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)	46.76	29.40	22.93	17.91
EV/EBITDA	7.74	20.36	15.12	11.61

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)	6.85	6.01	5.29	4.57
负债合计	178.58	201.89	251.87	325.96	P/E(倍)	46.76	29.40	22.93	17.91
股本	150.56	150.56	150.56	150.56	EV/收入(倍)	0.95	3.83	2.99	2.20
资本公积	160.97	183.31	211.95	248.61	EV/EBITDA(倍)	7.74	20.36	15.12	11.61
未分配利润	141.26	179.86	218.39	271.22	EV/EBIT(倍)	10.02	24.21	17.33	12.95
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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn