

南方泵业（300145）

2010 年 11 月 24 日

国内中高端不锈钢冲压离心泵领军企业

建议询价区间：30.47-34.13 元

机械行业首席分析师：龙华
SAC 执业证书编号：S0850207120499
longh@htsec.com
021-23219411
联系人：何继红
hejh@htsec.com
021-23219674

投资建议：公司专注于中高端不锈钢冲压离心泵的研发和制造，是行业内内资领军企业，市占率仅次于国际巨头丹麦格兰富。不锈钢冲压离心泵取代传统铸造离心泵是大势所趋，下游需求广阔。公司短期增长看楼宇领域客户开拓，长期增长看高端进口替代。募投项目有效平衡了中长期利益，公司未来增长动力十足。我们预计公司 2010-2012 年主营收入分别为 60227.87 万元、81906.49 万元和 109910.53 万元，归属于母公司所有者的净利润分别为 6829.14 万元、9750.17 万元和 14554.52 万元，按上市后总股本摊薄每股收益分别为 0.85 元、1.22 元和 1.82 元。综合考虑公司成长情况和近期创业板新股发行估值情况，我们认为选取 25-28 倍的 2011 年 PE 区间作为询价估值参考比较合理，得出询价区间为 30.47-34.13 元，对应 2009 年的发行后摊薄 PE 为 53.22-59.61 倍，对应 2010 年的 PE 为 35.69-39.98 倍。

风险提示：（1）新产品新技术开发风险。（2）原材料成本加速上行。

1. 不锈钢冲压离心泵取代传统铸造离心泵是大势所趋，下游需求广阔

泵是把机械能转换成流体介质能量以实现流体介质输送的机械，是国民经济中应用最为广泛的通用机械产品。泵按输送介质可分为水泵、油泵、化工泵等，以水泵为主；按照机械能转换方式可分为离心原理工作泵、容积变化原理工作泵以及其他原理工作泵，以离心泵为主；离心泵的市场需求量占泵类产品总需求的 80% 左右。

根据不同的制造工艺，可分为铸造工艺和不锈钢冲压焊接工艺。铸造离心泵是通过制模、浇铸、金加工等复杂工艺制造，制造过程耗电、耗材、劳动强度大，严重污染环境。不锈钢冲压离心泵是采用冲压、焊接工艺制造，可减少环境污染，减轻劳动强度，较易实现机械化与自动化大批量生产。

不锈钢冲压焊接离心泵为丹麦格兰富公司于 1965 年首创。上世纪 90 年代不锈钢冲压焊接离心泵开始进入国内市场。对比传统铸造离心泵，不锈钢冲压焊接离心泵具有高效节能、安全卫生、低噪环保、节材轻巧等特点。据统计各类泵每年的消耗电量总计占到每年国家总耗电量的 25%，在节能环保要求日益提高的今天，不锈钢冲压离心泵取代传统铸造离心泵是大势所趋。

不锈钢冲压焊接离心泵主要应用于净水处理、楼宇供水、空调水循环、工业清洗、中低压锅炉给水泵、深井提水、制药及食品等几大领域，其市场需求非常广阔。根据招股书披露，2008 年国外不锈钢冲压焊接离心泵市场销售额在 180 亿至 200 亿之间，国内市场销售额在 30 亿元左右。未来 3-5 年，预计不锈钢冲压焊接离心泵市场销售额将以 20-25% 的速度增长，高于泵行业平均增长速度。

2. 公司是内资不锈钢冲压离心泵领军企业，长期增长看中高端进口替代

由于不锈钢冲压焊接离心泵对于生产技术水平、企业的设计和研发能力以及资金投入的要求较高，目前国内市场上能生产和供应不锈钢冲压焊接离心泵的企业在 30 家左右。

国内不锈钢冲压焊接离心泵市场主要分为以丹麦格兰富在华独资公司为首的外资企业阵营和以本公司为首的内资企业阵营。外资企业的产品价格昂贵，主要占据高端市场。以海水淡化用高压泵为例，高压泵作为反渗透海水淡化装置中的关键设备，其电耗约占系统运行费用的 35%，是影响造水成本的主要因素之一，其投资造价占反渗透海水淡化装置造价的 20% 左右，目前全部依赖进口，导致海水淡化投资成本过高。

公司产品性能接近外资企业产品，主要占据中端市场，并逐渐向高端市场扩展。公司是国内最早研发并规模化生产不锈钢冲压焊接离心泵的厂家，是目前国内不锈钢冲压焊接离心泵领域产销量最大的专业生产厂家，主要产品为不锈钢冲压焊接离心泵，其中 CDL 系列立式多级离心泵和 CHL 系列卧式多级离心泵是公司的主导产品。为了提升产品附加价值，公司开发生产了 NFWG 系列无负压变频供水设备，该供水设备主要由多台 CDL 多级离心泵、无负压稳流罐和变频控制器组成，具有节能高效的特点。公司目前同类产品价格约为国外竞争对手同类产品市场价格的 40%。2008 年公司国内不锈钢冲压离心泵市场占有率排第二，仅次于格兰富。

表 1 公司主导产品及应用领域

主要产品	主要应用领域
CDL 系列立式多级离心泵	市政供水及增压、工业清洗系统、环保水处理、冷却和空调系统等
CHL 系列卧式多级离心泵	水处理、环境工程、工业清洗系统、小型中央空调循环冷却系统等
变频供水设备	市政楼宇供水、工业供水等

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

3. 公司全国性营销服务网络已初步建成，短期收入增长看楼宇供水领域客户拓展

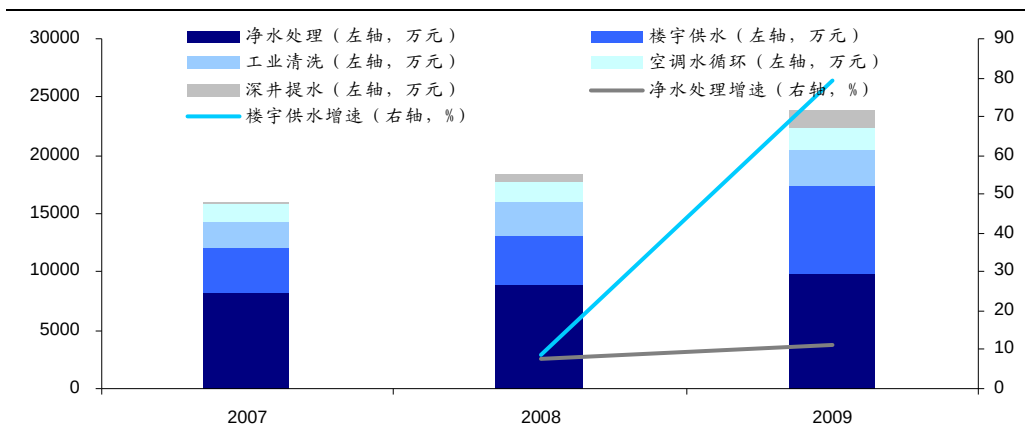
公司销售以直销为主，在国内建立了广泛的销售服务网络，在北京、上海、深圳、济南、南京、成都、武汉、郑州、长沙、西安、沈阳、广州等地建有 30 个销售服务中心。截至 2010 年 6 月底，公司在全国建立了近 40 个销售和服务网点。

公司产品下游领域按收入高低排序依次为净水处理、楼宇供水、工业清洗、空调水循环、深井提水、中低压锅炉给水、制药及食品等领域。净水处理领域是公司过去成长的基石，楼宇供水领域是公司短期增长的主要动力。公司各下游领域客户具有一定的重叠性，可以有效发挥公司的渠道优势。

饮用水质量和安全历来是国家和社会重点关注的大事。建筑行业中现有的给水系统用泵多为铸造泵，难以避免二次污染，无法满足净化给水的要求。随着大力推行节能、节水、节材、省地和卫生环保的新技术、新产品以及防止水质二次污染保障饮水安全意识的增强，在新的建筑设计中，其生活、生产及消防给水系统的二次供水领域中已经开始大规模地采用不锈钢冲压焊接离心泵取代现有的铸造泵。

公司近来加大力度开拓楼宇供水领域，依托自身在冲压泵领域的实力，开发生产了清洁环保、节能高效的 NFWG 系列无负压变频供水设备，以满足高速增长的一年百亿多规模的城市供水二次加压设备的升级和新建需求。

图 1 公司前五大应用领域收入及增长情况

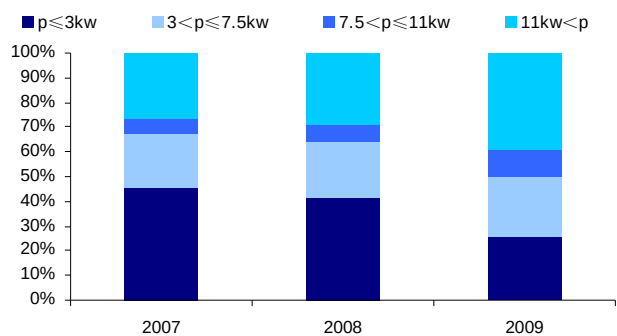


资料来源：公司招股书，海通证券研究所

4. 产品结构调整有效提升公司毛利率水平

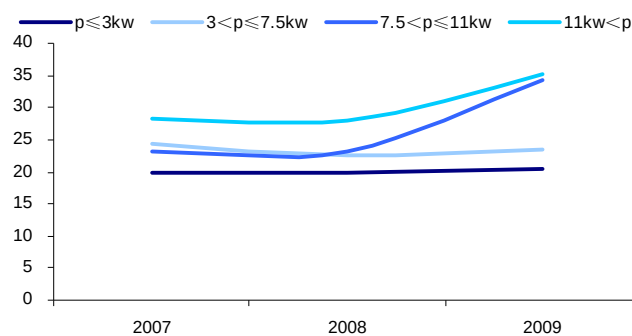
公司定位于中高端不锈钢冲压离心泵的研发和生产，重点提供一般企业没有能力制造的高端产品。产品结构的调整将有效提升公司综合毛利率水平。

图2 大功率产品收入占比逐步增加



资料来源：公司招股书，海通证券研究所

图3 大功率产品毛利率较高（%）



资料来源：公司招股书，海通证券研究所

5. 募投项目长短期结合，公司未来增长动力十足

公司2009年和2010年上半年主要财务数据如下。

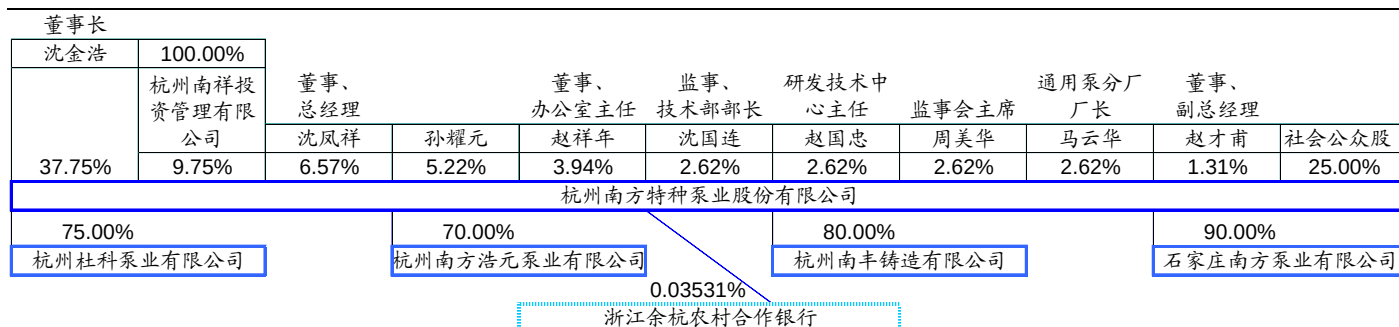
表2 公司最近一年一期主要财务数据

资产（万元）		负债（万元）		营业收入（万元）		净利润（万元）		资产负债率（%）		净利润/总收入（%）		净利润/净资产（%）	
2010H1	2010H1	2010H1	2010H1	2009	2010H1	2009	2010H1	2009	2010H1	2009	2010H1	2009	2010H1
37448.09	18392.22	39693.35	24908.14	4669.47	2634.02	44.47	49.11	11.76	10.57	28.43	13.82		

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

本次公司拟发行2000万股流通股，发行后总股本为8000万股。公司实际控制人为沈金浩，高管大多持股。

图4 发行后公司股权结构及子公司



资料来源：公司招股书，海通证券研究所

募投项目有效平衡了公司的长期和短期目标，为公司未来发展增添十足动力。

表3 募投项目一览

	总投资	达产后总产能	预计达产后新增收入	预计达产时间
年新增 20 万台不锈钢冲压焊接离心泵生产线技改项目	20525 万元	40 万台	40000 万元	2012 年
年产 2000 套无负压变频供水设备建设项目	5870 万元	2000 套	16000 万元	2012 年
海水淡化高压泵研发项目	4492 万元			2012 年
其他与主营业务相关的营运资金项目				

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

6. 盈利预测及估值

主要预测假设：（1）国内实体经济稳健复苏；（2）毛利率保持稳定；（3）不考虑可能的外延式扩张。

详细的分产品收入和毛利率预测如下表。

表4 分产品收入和毛利预测

分产品销售收入（万元）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
CDL 系列水泵	23532.56	26503.40	38429.93	49958.91	64946.58
CHL 系列水泵	6499.44	6364.09	9546.14	12887.28	16753.47
SJ 系列水泵	1326.71	857.57	1586.50	2141.78	2784.32
其他系列水泵	2553.38	2190.52	4819.14	6505.84	8457.60
成套变频供水设备	985.26	1589.76	3497.47	7694.44	13849.99
零配件	1294.36	1071.16	1231.83	1601.38	2001.73
合计主营业务收入	36191.71	38576.50	59111.02	80789.64	108793.68
分产品销售增长率（%）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
CDL 系列水泵	42.88	12.62	45.00	30.00	30.00
CHL 系列水泵	9.24	-2.08	50.00	35.00	30.00
SJ 系列水泵	269.22	-35.36	85.00	35.00	30.00
其他系列水泵	6.66	-14.21	120.00	35.00	30.00
成套变频供水设备	204.01	61.35	120.00	120.00	80.00
零配件	-49.46	-17.24	15.00	30.00	25.00
合计主营业务收入同比增长	28.99	6.59	53.23	36.67	34.66
分产品销售毛利率（%）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
CDL 系列水泵	25.62	31.61	32.52	33.00	33.50
CHL 系列水泵	21.89	25.62	29.30	29.00	29.50
SJ 系列水泵	15.37	17.20	28.42	28.00	28.50
其他系列水泵	6.64	8.13	25.29	25.00	25.50
成套变频供水设备	50.75	51.03	50.60	50.00	48.00
零配件	25.65	35.23	36.01	36.00	35.50
合计主营业务毛利率	23.92	29.87	32.44	33.26	34.02

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

根据以上的假设条件以及收入和毛利率预测，我们预测的利润表主要数据如下表。

表 5 利润表预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售费用率（%）	6.63	8.72	9.01	9.50	9.00
管理费用率（%）	5.92	8.08	8.62	9.00	8.50
	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	40347.74	39693.35	60227.87	81906.49	109910.53
营业成本（万元）	31526.52	28043.76	40578.16	54251.06	72120.53
营业税金及附加（万元）	186.09	226.85	293.77	399.51	536.11
销售费用（万元）	2676.25	3460.25	5426.44	7781.12	9891.95
管理费用（万元）	2387.43	3208.58	5189.20	7371.58	9342.39
财务费用（万元）	634.46	357.86	332.53	200.00	300.00
资产减值损失（万元）	-30.88	127.93	258.59	310.30	372.36
其他经营收益（万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润（万元）	2623.13	4829.60	8151.16	11592.91	17347.18
营业外收入（万元）	497.01	447.79	476.03	676.03	876.03
营业外支出（万元）	69.65	164.29	259.54	311.45	373.74
利润总额（万元）	3050.49	5113.10	8367.64	11957.48	17849.47
所得税（万元）	316.88	443.63	1248.75	1793.62	2677.42
净利润（万元）	2733.62	4669.47	7118.89	10163.86	15172.05
少数股东损益（万元）	-19.35	89.24	289.75	413.69	617.53
归属于母公司所有者的净利润（万元）	2752.96	4580.23	6829.14	9750.17	14554.52
基本每股收益(元)	0.53	0.76	1.14	1.63	2.45
完全摊薄每股收益(元)	0.34	0.57	0.85	1.22	1.82
销售净利率（%）	6.78	11.76	11.82	12.41	13.80
净利润增长率（%）	21.78	66.37	49.10	42.77	49.27

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

综合考虑公司成长情况和近期创业板新股发行估值情况，我们认为选取 25-28 倍的 2011 年 PE 区间作为询价估值参考比较合理，得出询价区间为 30.47-34.13 元，对应 2009 年的发行后摊薄 PE 为 53.22-59.61 倍，对应 2010 年的 PE 为 35.69-39.98 倍。

7. 风险提示

（1）新产品新技术开发风险。（2）原材料成本加速上行。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

龙华：机械行业首席分析师

何继红：联系人

重点研究上市公司：中国南车、时代新材、天马股份、华东数控、晋西车轴、昆明机床、晋亿实业、北方创业、三一重工、中联重科。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。