

新股报告

机械行业

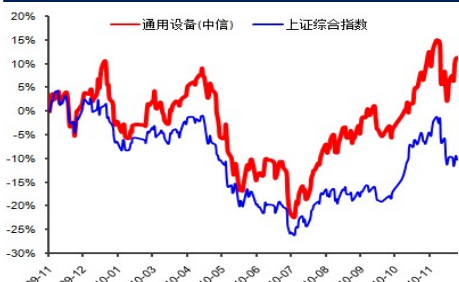
泵业中的民族品牌旗手

2010年11月27日

投资建议:

申购

所在行业最近52周走势:



发行相关数据:

发行数量: 2,000 万股
 网上发行数量: 1,601 万股
 网上申购简称: 南方泵业
 网上申购代码: 300145
 申购价格: 37.80 元
 单一帐户申购上限:

报告作者:

国联证券研究所低碳经济研究组
 组长: 赵心
 执业证书编号: S0590210020005

联系人:

赵心
 电话: 0510-82833217
 Email: zhaoxin@glsc.com.cn
 滕亚兰
 电话: 0510-82833337
 Email: tengyl@glsc.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。

南方泵业 (300145.SZ) 新股报告

摘要:

- 公司是国内不锈钢冲压焊接离心泵领域中的领先者, 是国内唯一可以与外资企业争锋的民族品牌。公司主要从事不锈钢冲压焊接离心泵和变频供水设备的研发制造, 其冲压泵的国内市场占有率约为12%, 是国内不锈钢冲压焊接离心泵领域中的龙头企业。
- 下游应用行业广泛, 未来消费升级及进口替代促就冲压泵行业的高增长。泵的下游应用广泛, 而不锈钢冲压焊接离心泵具有保证运输介质安全卫生且外形美观、节能、加工工艺环保的优点, 未来随着经济发展和生活水平提高、环保节能意识的不断增强, 越来越多的应用领域将采用不锈钢冲压泵, 对传统铸造泵形成替代效应。另外, 国内冲压泵产品技术水平和质量逐步提升接近国外产品, 而国内产品价格仅为外资产品价格的40%左右, 性价比优势明显, 内资产品将逐渐占领目前被外资产品占领的50%的市场份额, 进口替代空间巨大。因此, 国内不锈钢冲压焊接离心泵行业正处于快速成长期。
- 公司多方面优势保证其行业龙头地位。公司冲压泵产能在国内居首位, 且从事冲压泵研发生产历史悠久, 在行业内具有明显的领先地位; 公司具有良好的技术研发能力和优质的客户服务网络, 这些优势都是公司未来高增长的保证, 保证了公司的行业龙头地位。
- 募投项目扩大原有产能且开拓海水淡化新领域, 进一步提升公司盈利能力。公司三大募投项目一是扩大冲压泵产能达40万台, 解决产能瓶颈; 二是规模化生产无负压变频供水设备, 增强公司盈利能力; 三是深入海水淡化领域, 为公司长远发展打基础。
- 建议申购。我们预计公司10-12年营业收入增长率分别为48.47%、35.37%和30.27%, 发行摊薄后EPS分别为0.83元、1.23元和1.79元。公司发行价为37.80元, 考虑到公司良好的成长性及未来行业的良好前景以及新股发行溢价等因素, 建议投资者申购。
- 风险因素: 原材料价格大幅波动和市场竞争加剧的风险。

一、公司概况

1.1 不锈钢冲压焊离心泵领域中与外资品牌争锋的民族企业

南方泵业是国内规模最大的不锈钢冲压焊离心泵生产商，直接与外资企业争夺市场，彰显民族品牌。公司创建于1991年，是国内最早研发并规模化生产不锈钢冲压焊离心泵企业，是目前国内不锈钢冲压焊离心泵产品规模最大的生产企业，目前具有年产20余万台不锈钢离心泵的产能，冲压泵的市场占有率达12%。公司还生产变频供水设备，产品广泛应用于净水处理、楼宇供水、食品等领域。目前国内冲压泵市场主要分为以丹麦格兰富为首的外资企业阵营和以公司为首的内资企业阵营，公司是目前内资企业中唯一能与外资品牌争锋的企业，公司产品性能接近外资企业，但价格仅为其40%左右，具有明显的价格优势，与外资企业争锋，彰显民族品牌。

图表1：各种类型的离心泵专用泵



图表2：NFWG系列无负压变频供水设备

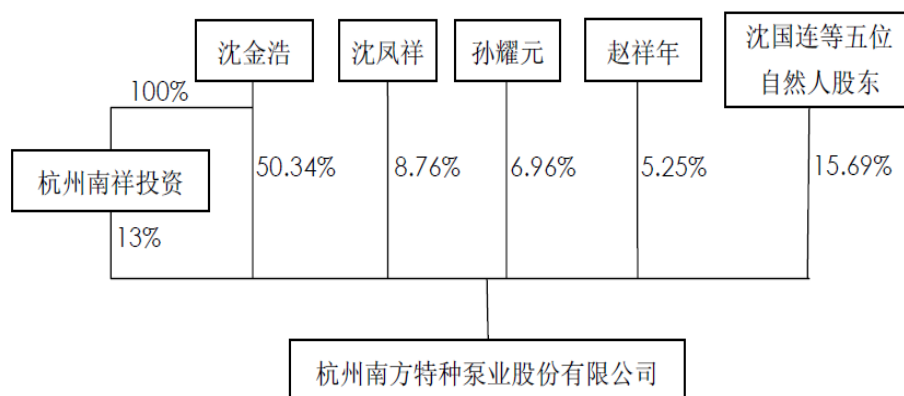


资料来源：公司招股说明书 国联证券研究所

1.2 股权结构合理 有利公司稳健发展

公司高管及核心技术和业务人员持有公司股份，股权结构已形成自然激励。公司的创始人兼董事长沈金浩先生是公司的第一大股东，持有公司发行前50.34%的股份，还通过杭州南祥投资间接持有公司13%的股权，是公司的实际控制人。另外，公司的其他高管及核心技术和业务人员都持有公司股份。管理团队对这个行业非常熟悉，专注且务实低调，对公司未来发展充满信心，长期利好公司发展。发行前，公司总股本为6000万股，此次向社会公开发行2000万股，发行后总股本8000万股，发行后社会公众股占总股本比例为25%。

图表3: 发行人及控股股东股权结构图

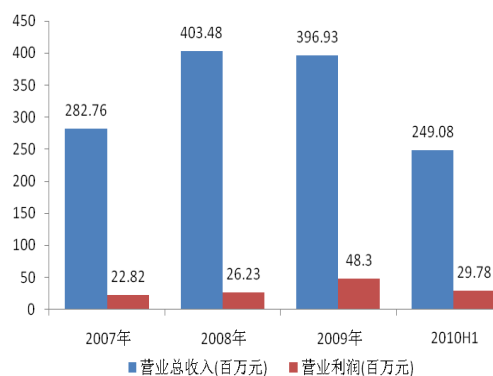


资料来源：公司招股说明书

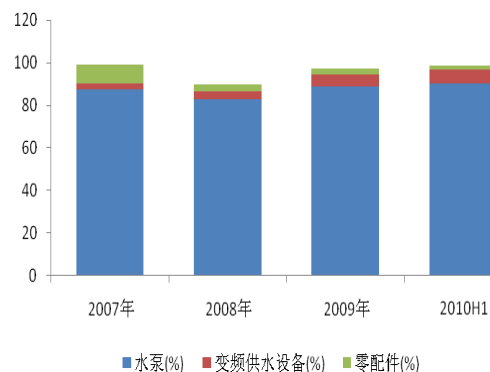
1.3 定位中高端产品 毛利率持续上升

公司主营定位中高端，毛利率持续上升。公司专注不锈钢冲压离心泵的生产，不断加大研发投入，生产设备设施投资和积极开拓市场，公司主营收入快速增长，从2000年的80万元增长到2009年的3.86亿元，年复合增长率达55%。且公司不锈钢冲压泵种类较多，产品价值较高的产品占比逐年提升，目前公司价值较高的不锈钢冲压焊接多级离心泵占比达92%以上，从而使得冲压泵的综合毛利率逐年提升。公司在专注传统业务之外，还在积极开发海水淡化高压泵、管道增压泵、城市排水泵、矿井专用泵等新产品。

图表4: 近几年主营收入及利润变化



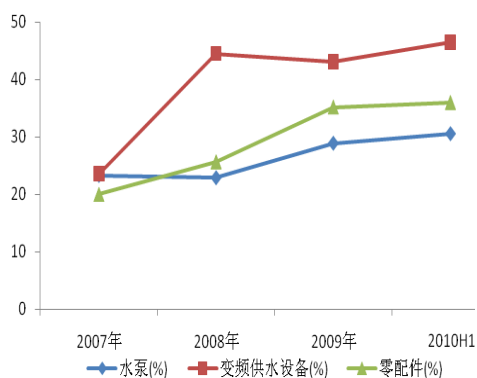
图表5: 公司主营收入构成



资料来源：Wind 国联证券研究所

无负压成套变频供水设备迅速发展，进一步提升公司盈利能力。除冲压泵之外，公司还开发生产了毛利率更高的NFWG系列无负压变频供水设备，该业务近几年发展势头迅猛，近三年的增长近5倍，未来随着2000套无负压变频供水设备募投项目的建成，该业务占比将进一步提升，公司盈利能力也将随之进一步提升。

图表6: 主营产品毛利率稳定增长



图表7: 成套变频供水设备增长迅速



资料来源: 公司招股说明书 国联证券研究所

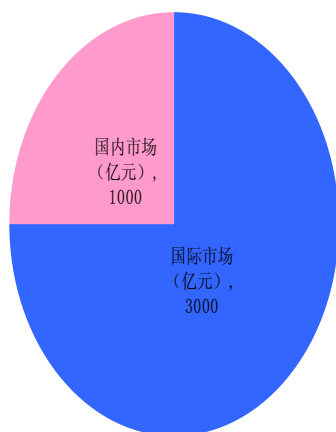
二、消费升级及进口替代推动行业未来发展空间

2.1 泵行业概况

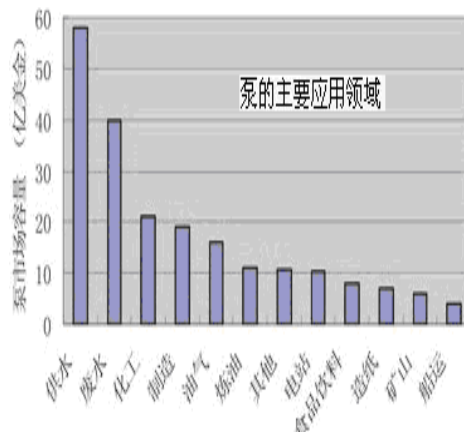
泵是把机械能转换成流体介质能量以实现流体介质输送的机械, 是国民经济中应用最为广泛的通用机械产品。泵按输送介质可分为水泵、油泵、化工泵等, 以水泵为主; 按照机械能转换方式可分为离心原理工作泵、容积变化原理工作泵以及其他原理工作泵, 以离心泵为主。而离心泵产品从产品加工工艺方面分又可以分为铸造泵和冲压泵。

泵的用途广泛, 市场需求巨大。泵作为一种能量转换的量面广通用机械, 广泛应用于农田水利、石油化工、电力、冶金煤碳、环保、造船、食品医药、市政民用、建筑等国民经济各个领域。根据中国通用机械协会泵业分会统计, 国内外总体销售市场的规模在4000亿元以上, 其中国外市场3000多亿元, 国内市场1000多亿元。未来随着国民经济的发展和科学技术水平的提高, 泵的应用范围会不断扩大, 新的用泵领域也会不断出现。

图表8: 国内国际泵市场需求规模



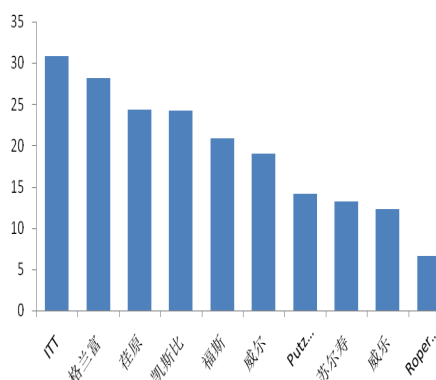
图表9: 泵的下游应用领域广泛



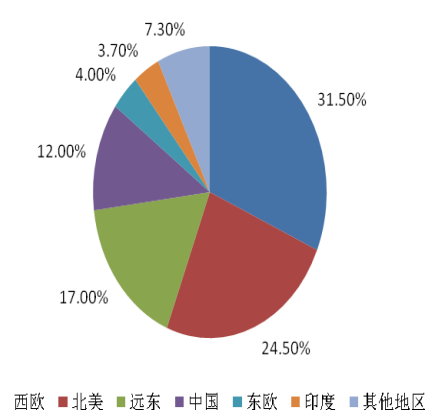
资料来源: 公司招股说明书 国联证券研究所

全球泵行业集中度不断提高，中国等发展中国家成重要新兴市场。全世界有1万多家泵企业，市场竞争激烈，但行业集中度很高，目前世界前十家泵业公司占世界泵业市场份额的50%左右，而在20世纪60年代，这十家企业只占世界市场的20%左右，因此，全球泵行业的市场集中度提升迅速。随着世界环境的变化，泵的供求也发生了重大的结构性变化，目前总体的发展变化为：西欧、北美、远东仍然是世界泵的主要销售市场，但所占份额呈下降趋势；中国和印度则呈上升趋势，特别是中国上升幅度较大，已经成为泵的主要市场。印度、巴西、俄罗斯和其他大多数发展中国家的增长速度将远远高于美国、西欧和日本。目前印度的泵业市场规模估计为中国的30%多。东欧占世界泵业市场份额的4%左右。

图表10: 07年全球前十大厂商泵销售额(亿元)



图表11: 全球泵市场需求份额占比情况



资料来源：相关公司年报 国联证券研究所

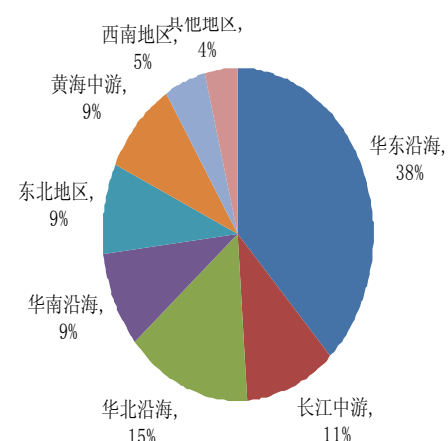
离心泵在泵行业中占比最高达70%以上。泵的品种繁多，约有5000余种。泵行业主要产品有各类离心泵、混流泵、轴流泵、旋涡泵、回转式容积泵、往复式容积泵和水环真空泵等。在这些泵类产品中，按台数计算，离心泵约占70%，回转式容积泵和往复式容积泵约占18%。据相关资料，2007年全球工业用泵的销售额为310亿美元，2009年全球泵的销售收入也将维持2008年320亿美元的水平。其中离心泵的销售收入占70%左右；旋转式泵的销售收入将略高于隔膜泵，高出的销售收入约为10亿美元；循环泵的销售收入则将略低于隔膜泵。预计到2015年，这一趋势才会由于循环泵的使用量加大而有所改变。

国内泵业市场发展迅速，但中高端产品依然靠进口。我国泵业市场的发展速度是全球最快的，是整个泵业市场的两倍以上，并高于我国经济增长速度，其中电力和污水处理行业的发展尤为迅猛。2003年，泵制造业的工业总产值超过220亿元，实现销售收入205亿元；据不完全统计，2007年中国泵产品的产值在400亿元以上，其中低端通用泵约占市场总量的70%，这部分劳动密集

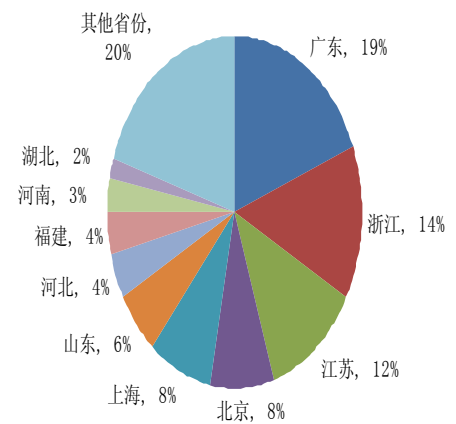
型和资金密集型产品多为国内制造，而高端泵产品却常年需要从国外进口。

国内泵企业众多，行业集中度逐渐提升。我国泵产品的制造厂家在6000家以上，具有一定规模的企业也有几百家。目前我国泵制造企业规模均较小，小型企业占绝大多数，离散度高，市场处于自由竞争的分散状态，行业内各企业的竞争十分激烈；但行业前列企业发展迅速，市场份额越来越向几个优势企业集中，行业集中度在不断提高。国内泵业主要集中在上海、浙江、山东、江苏、辽宁、湖南、河北等几个省区，形成了浙江的温州、台州，山东淄博的博山区，辽宁大连的泵业园区等几个产业带。江浙沪的泵年产值，则占到全国的60%左右。

图表12：国内泵行业主要产能分布情况



图表13：国内泵产品需求占比情况



资料来源：国家通用机械泵分协会 国联证券研究所

泵业发展变化趋势将使得行业内企业强者愈强。国内泵行业在多年的发展基础上，已经形成一定的规模，但由于目前国内泵行业企业众多，生产规模不大，泵的整体生产技术水平较弱，在国际上很难形成强有力的竞争，因此未来我国泵行业的发展必然会发生改革，行业内会出现并购重组热潮，使得整个行业向优势企业集中，形成优势企业参与国际竞争，夺回国内被外资企业占领的市场份额，未来行业内将出现强者愈强的现象。

图表14：泵行业未来发展方向

发展领域	发展方向
技术	大型化、高速化、高技术、高可靠性、长寿命和监控自控等方面发展
产业链	向机电仪一体化发展
零部件	向零件专业化生产的方向发展
设计	向设计水平提升与制造技术优化的有机结合的方向发展
产品的标准化与模块化	向基于产品的多元化基础上实现规模化的零部件生产的方向发展
材料应用	从铸铁到特种金属合金，从橡胶制品、陶瓷等典型非金属材料到工程塑料等进行了转变
销售	由单件销售为主，转向产品成套供应发展和针对大型大量用泵企业提供

扩张	泵类综合服务的发展方向 除了新建生产基地外,基于大量中小型泵企存在的现状和大量在某一泵业细分领域中处于前列地位的泵企,处于发展前列的泵企或产业链上的强势企业,将会越来越转向购并式发展
使用上	朝节能节材,降低噪声,防止泄漏,小型化,多功能化,电子化业方向发展

资料来源:招股说明书 国联证券研究所

2.2 国内不锈钢冲压焊接离心泵进入高速成长期

2.2.1 下游应用行业广泛 保证冲压泵需求增长

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,根据浙江省科技咨询中心的统计资料显示,不锈钢冲压焊接离心泵的主要应用领域的需求状况如下:

净水处理领域

上世纪90年代后期到本世纪初,国内以膜处理技术为特点的水净化产业发展迅速,从电子工业、医药工业发展到食品工业、电力工业、纺织工业、制冷空调及生活饮用等水净化,大多使用冲压焊接结构不锈钢冲压焊接离心泵。到目前为止,冲焊泵在国内水净化市场的应用仍然非常巨大。根据浙江省科技咨询中心出具的项目可行性研究报告,水净化技术用泵的国内市场大约为每年30万台左右。

楼宇供水领域

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冲压焊接不锈钢冲压焊接离心泵取代现有的铸造泵。根据浙江省科技咨询中心出具的项目可行性研究报告,建筑市场给水系统大约每年新建和改造用的各型号供水泵、消防泵、稳压泵等50万台左右。

空调水循环领域

随着国内居民生活水平和环保意识的提高,水冷式中央空调、供暖系统市场需求增长较快。中央空调系统、供暖系统对于循环泵的要求比较高,要求高效率、无泄漏、可靠性好、噪音低,所以此前国内高端中央空调都是采用进口循环泵产品,国内空调、供暖系统循环泵大都采用铸造离心泵。随着我国冲压焊接离心泵行业的发展,国产冲压焊接离心泵逐渐取代铸造离心泵,为中央空调系统、供暖系统所采用。国内空调供暖行业年需循环泵用量在30

万台以上。

工业清洗领域

工业清洗在电子行业应用普遍，主要是用于电路印刷板的清洗。清洗液中往往加有各类有机清洗剂，所以要求清洗泵不生锈、压力高、耐轻腐蚀，且流量较小。铸铁泵不能满足其使用要求，国内往往采用柱塞式容积泵，但存在成本高、维修困难等问题。而冲焊式多级离心泵正好符合清洗行业的需求，与柱塞式容积泵相比具有较高的性价比，所以目前使用比率逐年上升。

中低压锅炉给水领域

中低压锅炉给水泵以前也是采用铸造的节段式多级离心泵，不但占地面积大，而且可靠性低，维修困难，随着冲焊式多级离心泵的推广使用，中低压锅炉给水泵正逐步被冲焊式不锈钢冲压焊接离心泵所替代。该行业每年用泵大约8万台左右。

深井提水领域

目前国外250毫米口径及以下的井用潜水泵90%以上是冲压焊接式结构，利用冲焊结构，可以把泵的外径做得更小、更紧凑，较大幅度降低打井的成本。随着国内居民生活水平的提高，不锈钢冲焊结构潜水泵在国内的潜水电泵市场销量逐年扩大。

制药行业及食品领域

医药和精细化工用泵每年需求约1万台左右，食品饮料用泵，每年需求约3万台左右。此外，不锈钢冲压焊接离心泵将逐步替代用于农村供水、排水、城乡生活用水输送、工矿和建筑工地的供水等领域的中小型泵，据《我国泵业市场发展综述》（中国建设信息(水工业市场)，2009年10期）的资料显示，上述领域年用泵需求量达到1,200万-1,500万台，此需求量包含对不锈钢冲压焊接离心泵的需求。

综上所述，不锈钢冲压焊接离心泵市场需求大，发展前景广阔。

图表15：下游需求情况

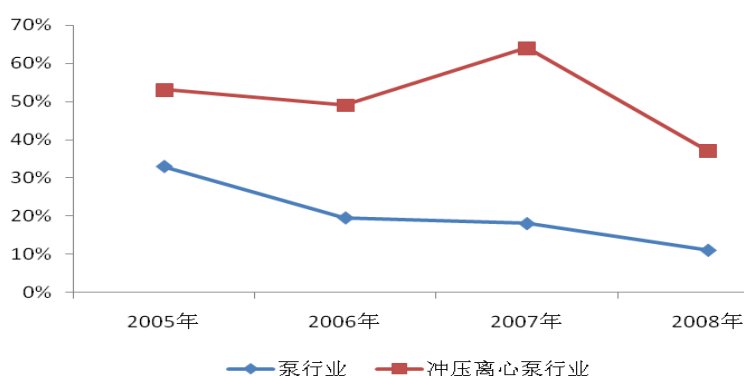
下游领域	年需求量（万台/年）	需求额
净水处理	30	6 亿
楼宇供水	50	20 亿
海水淡化	-	全球 12-15 亿美元， 国内 7.2 亿元
空气水循环	30	12 亿
中低压锅炉给水行业	8	3 亿
制药和精细化工	1	0.4 亿
食品饮料	3	1.2 亿

资料来源：招股说明书 国联证券研究所

2.2.2 不锈钢冲压焊接离心泵子行业增速高于泵行业

不锈钢冲压焊接离心泵子行业增速高于泵行业。未来不锈钢冲压焊接离心泵行业将快速发展，预计未来增速可达20-25%，而整个泵行业将随着行业规模的快速发展和市场竞争的激烈化程度的升高，其增长将趋于平稳，预计未来五年国内泵行业的发展速度在15-17%之间，因此，不锈钢冲压焊接离心泵子行业未来增速将高于泵行业的平均增速。另外，不锈钢冲压焊接离心泵符合节能环保概念，是国家重点支持发展的行业，国家先后出台了很多政策鼓励其发展，在国家政策的推动下，未来冲压泵行业将更好的得到发展。

图表16: 冲压焊接离心泵行业增速高于泵行业



资料来源：公司招股说明书 国联证券研究所

图表17: 相关政策一览

政府部门	时间	文件名称	文件内容
国务院、国家发改委、商务部	2000年7月	《当前国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录》	把海水淡化工程、高效输配水技术及设备制造列入了重点鼓励发展目录
国家发改委、海洋局、财政部	2005年9月	《海水利用专项规划》	制定了国内海水淡化发展规划
科学技术部、财政部	2006年	《中国高新技术产品出口目录2006》	把不锈钢冲压离心泵（海关商品编号84137090）列为该目录
国家质量监督检验检疫总局	2007年	《中华人民共和国工业产品生产许可证管理条例》	规定对生产重要工业产品的企业实行生产许可证制度，公司生产的水泵属于水工金属结构，应用于楼宇供水、深井提水和食品饮料行业，故也受本条例制约
科技部、财政部、国家税务局	2008年5月	《高新技术企业认定管理办法》及附件《国家重点支持的高新技术领域》	把在功能、结构上有重大创新的新型泵技术列为国家重点支持的高新技术领域
国家发改委	2009年2月	《装备制造业振兴规划》	泵行业作为装备制造业上游行业受到该振兴规划的带动作用
国务院	2010年	《国务院关于加强城市供水节水和污染防治工作的通知》	做好城市供水、节水和污染防治工作，有利拉动不锈钢冲压焊接离心泵发展

资料来源：招股说明书 国联证券研究所

2.3 消费升级促就不锈钢冲压泵成为未来泵行业发展趋势

不锈钢冲压焊接离心泵相对传统泵优势明显，未来随着消费升级，冲压泵必将替代传统泵，占领市场。冲压泵是丹麦格兰富公司所创，上世纪90年代开始进入国内市场，冲压泵相对国内传统的铸造泵优势明显，主要优势包括以下几个方面：

- **高效、节能。**泵是高耗能产品，不锈钢冲压离心泵的核心部件采用不锈钢板材，用模具冲压成型，流道非常光滑，精确度较高，水力效率较高，泵的功率可以比传统铸造泵高10%左右。
- **安全、卫生。**不锈钢冲压焊接离心泵所有与介质接触的零件全部采用标准的不锈钢SUS304材料制造，因此该类产品环保、卫生、对介质无污染。
- **低噪、环保。**不锈钢冲压焊接离心泵的核心部件叶轮用板材冲压、经模具保证焊接成型，其精确度高，平衡性能好，能保持运转的平稳性，故泵运行时振动小，噪音低，对输送液体不会造成污染，是理想的环保产品。
- **节材、轻巧。**采用薄壁不锈钢板材制成离心泵的全部关键零部件，重量仅相当于同类铸造泵的1/3-1/8，大大节省了材料，同事节约使用空间，外表面采用抛光等多种处理方法，外观光洁。
- **使用寿命长。**不锈钢冲压焊接离心泵主要采用不锈钢SUS304材料，因此产品的抗腐蚀性好，产品的使用寿命较长。

不锈钢冲压焊接离心泵的节能、环保以及不会形成二次污染的优点，将随着未来人们对生活品质要求的提升，消费升级的不断进展，将逐渐显现，未来存在铸造泵改造预期很大，未来泵行业的发展方向就是朝着新材料新工艺进展，因此未来不锈钢冲压焊接离心泵将代表泵业制造的发展防线，且符合政府产业导向，未来发展空间巨大。

图表18：不锈钢冲压焊接离心泵与传统的铸造泵



资料来源：公司招股说明书 国联证券研究所

图表19：冲压法和铸造法的工艺对比

工艺	制造方法对环境影响	使用时的噪音影响
----	-----------	----------

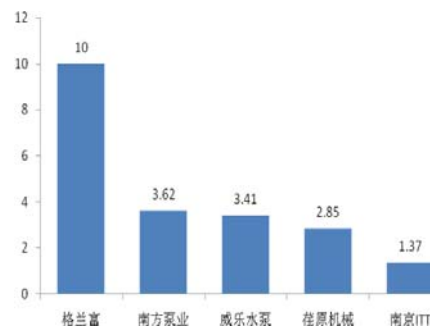
铸造工艺	铸造过程中会释放出CO、CO ₂ 、SO ₂ 、H ₂ S等气体，严重污染空气，影响人体健康，破坏生态环境	零件精度低，流道表面粗糙，振动较大，噪音高
冲压焊接工艺	生产过程机械化，属无废水、废气、废渣排放的“三无”方法。	零件精度高，流道表面光滑，流动平稳，噪音低

资料来源：招股说明书 国联证券研究所

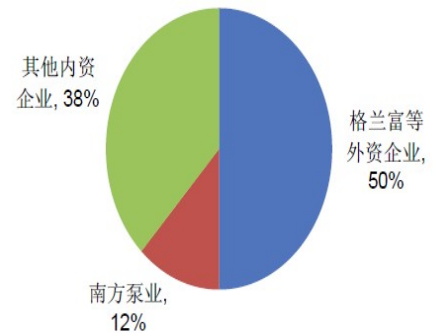
2.4 进口替代空间巨大 提升产品需求

国内市场外资份额占比较大，未来进口替代空间较大。目前由于国产泵产品技术和性能方面满足不了特殊需求，国家每年还需要进口大量的大型高压泵、特种高端泵、冲压焊接不锈钢离心泵产品。目前国内冲压离心泵的市场格局是主要以丹麦格兰富的在华独资公司为首的外资企业阵营和以南方泵业为首的内资企业阵营。其中丹麦格兰富及其它国外企业在国内的市场份额占50%左右；南方泵业占12%左右的市场份额，其它国内企业合计占30%。外资企业的产品价格昂贵，主要占据高端市场。南方泵业的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。

图表20: 国内冲压泵市场前五名销售额(亿元)



图表21: 南方泵业国内市场份额占12%左右



资料来源：公司招股说明书 国联证券研究所

2.5 行业进入壁垒较高 保证公司龙头地位

不锈钢冲压焊接离心泵行业壁垒较高，国内生产企业较少。不锈钢冲压焊接离心泵是丹麦格兰富于1965年首创，上世纪90年代开始进入国内市场，但由于不锈钢冲压焊接离心泵行业的进入壁垒较高，因此目前国内市场能生产和供应不锈钢冲压焊接离心泵的企业为数较少，目前国内生产不锈钢冲压焊接离心泵的厂商仅有30家左右。其主要行业壁垒包括以下几个方面：

- **技术壁垒和人才壁垒。** 不锈钢冲压焊接离心泵是通过CAD、CFD等设计手段、应用新材料和新工艺研发生产的新型离心泵。同时，不锈钢冲压焊接离心泵的制造涉及到大量模具的设计和制造。某些关键零部件从落料到成形，需要经过多达十余道工序，且需要加工十余副模具。

- **产品品质控制和品牌壁垒。**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、制药食品等领域，上述领域的用户对于产品材质、效率、环保等性能指标的要求很高。不锈钢冲压焊接离心泵的生产工艺复杂，产品品质控制的难度高。优良的产品品质和良好品牌形象能使企业获得客户认可、市场占有率得以提升，形成难以复制的核心竞争力。对于后进入企业来说，能否生产出高品质的产品、并树立起良好的品牌，是其进入行业的壁垒之一。
- **完善的营销网络壁垒。**产品营销网络是形成行业准入障碍的关键因素。第一，完善的营销网络和稳定优质的客户群体是企业在竞争中胜出的重要筹码；第二，营销网络的建立和完善、相当数量的优质客户资源的积累需要较长时间，业内现有企业在这方面已形成了较明显的先发优势；第三，营销网络的建立成本高，而维护成本相对较低。第四，营销网络的建立也需要大量营销和技术服务经验的人才。现有企业与客户建立了较稳定的合作关系，后进入企业将较难争夺其市场份额。

综上所述，不锈钢冲压焊接离心泵行业的较高的进入壁垒也在一定程度上保证了现有企业的市场份额，南方泵业凭借其多年的研发制造能力，在该领域中已形成一定的竞争力，目前主要竞争对手主要还是以丹麦格兰富为首的外资企业，较高的行业壁垒保证了其国内企业的龙头地位。

三、多方面的优势保证公司核心竞争力

3.1 公司产能国内领先 制造历史悠久

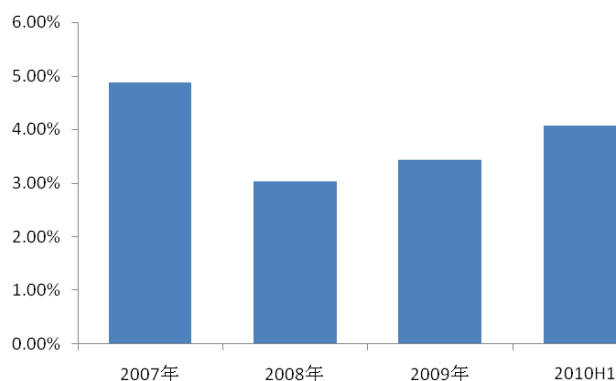
公司是国内不锈钢冲压焊接离心泵领域中的领先者。公司是国内最早开始研发和规模化生产不锈钢冲压焊接离心泵的企业，也是目前国内生产不锈钢冲压焊接离心泵产品规模最大的生产企业，具有年产20万台不锈钢冲压焊接离心泵的生产能力。公司在国内不锈钢冲压焊接离心泵市场具有一定的定价权。公司是全国泵标准化技术委员会轻型多级离心泵标准工作组的秘书处挂靠单位，参与不锈钢冲压焊接离心泵国家标准的制订和修订工作。公司是不锈钢冲压焊接离心泵行业的领先者，具备较强的综合竞争优势。

3.2 强大的研发技术优势，保证公司领先地位

公司重视研发，研发费用占比逐年提升，研发技术优势明显。公司目前已取得各类与泵有关的专利47项，其中发明专利3项。公司共研发出13大类产品，产品性能处于国内领先地位，已经接近国际水平。公司研发技术中心具有较强的研究开发设计能力和试验检测能力，2005年被认定为省级中小企业

业技术中心，2007 年被认定为省级企业技术中心。公司在2004 年起被认定为浙江省高新技术企业、浙江省技术创新优秀企业。2006 年公司承担了浙江省第一批重大科技专项重点项目之一“海水淡化高压泵的研究与开发”（与日产500 吨海水淡化装置配套）并于2009 年顺利完成。2009 年公司开始承担了国家科技支撑计划项目“日产10 万吨级膜法海水淡化国产化关键技术开发与示范”中的“海水淡化高压泵开发”课题。

图表22：公司近几年研发投入占主营收入比例



资料来源：公司招股说明书 国联证券研究所

3.3 较强的性价比提升进口替代空间

目前，公司不锈钢冲压焊接离心泵产品的性能接近国际先进水平，且价格仅为国外品牌同类产品国内销售价格的40%左右，具有较高的性价比，不但国内市场占有率不断提高，而且将逐步替代国外进口的同类产品。

随着公司不断研发创新、采用新进的加工工艺、引进先进的加工设备，公司产品的品质将进一步提升，产品的市场占有率不断提高。另外，公司凭借物美价廉的产品积极开拓海外市场，公司是国内泵行业为数不多的在国外销售具有自主知识产权、自主品牌泵产品的企业之一。未来公司将凭借其较强的性价比优势占领更多的进口替代市场及扩大其海外市场份额。

3.4 完善的销售服务体系进一步巩固公司行业地位

公司在全国建立了广泛的销售、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 余个销售服务中心。公司在全国泵行业率先实行了产品条码管理，并较早开通400 免费客户服务电话。公司制定了严格的售后服务制度与细则，提升公司服务的品质。

四、募投项目拓展新领域 提升盈利能力

公司将利用本次募集资金年新增20万台冲压离心泵生产线技改项目、年产2000套无负压变频供水设备建设项目、海水淡化高压泵研发项目，随着募投项目的建成，公司产品将进一步拓展到海水淡化领域，原有不锈钢冲压焊接离心泵产能将翻番，同时无负压变频供水设备占主营收入比重将进一步提升，从而进一步提升公司的盈利能力。

图表23：募投项目一览

序号	项目名称	使用资金	建设周期
1	年新增 20 万台不锈钢冲压焊接离心泵生产线技改项目	20525	3
2	年产 2,000 套无负压变频供水设备建设项目	5870	3
3	海水淡化高压泵研发项目	4492	2
4	其他与主营业务相关的营运资金项目	—	—

资料来源：公司招股说明书 国联证券研究所

冲压泵产能扩展，为未来增长打下基础。年新增20万台不锈钢冲压焊接离心泵生产线技改项目的建成后，公司冲压泵产能将超过40万台，目前公司冲压泵产能为20万台左右，从08、09年的产销量情况来看，公司的产能利用率已超出了极限，目前公司面临产能瓶颈，目前的销售收入增长主要依靠产品结构调整，技改项目完成后公司产能将提升到40万台以上，将为公司未来几年的增长打下基础。并且，公司泵产品技改后，产品结构将进一步调整，产品将进一步向中高端转移，售价和盈利能力都将得到提升。

无负压变频供水设备项目建成，提升附加值高的产品比重，进一步提升公司盈利能力。无负压变频供水设备主要是由多台多级离心泵、无负压稳流罐和变频控制器组成，其产品附加值高，08年以来该产品的毛利率均超过了40%，此次募投项目建成后，公司将实现该产品的规模化生产，其收入在主营收入中的占比将进一步提升，从而直接提升公司的盈利能力。

海水淡化前景广阔，公司进入该领域，拓展公司产品，为公司进一步发展打基础。目前海水淡化已成为沿海地区解决水资源缺乏的重要手段，有近130个国家和地区利用海水淡化技术。世界海水淡化工程额约80-100亿美元/年。全球海水淡化市场每年以20%的速度增长，预计至2020年，全球海水淡化总装机总量将达到1.19亿m³/d，市场价值预计在700亿美元以上。而我国国内的海水淡化技术仍处于萌芽期，未来在国家政策的扶持下，该领域发展前景广阔，公司海水淡化募投项目立足长远，项目建成后，公司将具备小批量生产日产淡水1万吨-2万吨间、压力为60kg/cm²、工作效率达80%-82%的海水反渗透系统中使用的水平中开式多级高压离心泵（代表产品为MHP540-120*5）的能力，利于企业长期发展，项目还将为公司进一步研制大型、高端海水淡化泵奠定基础。

五、盈利预测

假设条件:

- 1、公司未来三年营业收入增速分别为48.47%、35.37%和30.27%，且公司各主要产品毛利率保持稳定。
- 2、募投项目的新增产品的产能在建设期内逐步释放，且能顺利建成投产。
- 3、三项费用率基本保持稳定，未来三年仍享受税收优惠政策，保持15%的公司所得税率。
- 4、公司经营稳健，不发生影响重大的破坏性事件，如核心技术人员流失。

根据以上假设条件，我们预测公司2010-2012年分别实现主营收入589.32百万元、797.78百万元和1039.24百万元，实现净利润66.65百万元、98.37百万元和142.97百万元，按发行后股本计算分别实现每股收益0.83元、1.23元和1.79元。

图表24：公司盈利预测

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万）	396.93	589.32	797.78	1,039.24
营业成本	280.44	398.97	533.32	677.80
营业税金及附加	2.27	2.95	3.99	5.20
销售费用	34.60	53.04	70.20	91.45
管理费用	32.09	53.04	71.80	93.53
财务费用	3.58	3.01	1.30	1.33
资产减值损失	1.28	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.61	0.00	0.00	0.00
营业利润	48.30	78.32	117.17	169.93
营业外收入	4.48	1.76	0.00	0.00
营业外支出	1.64	0.62	0.00	0.00
利润总额	51.13	79.46	117.17	169.93
所得税	4.44	11.92	17.58	25.49
净利润	46.69	67.54	99.60	144.44
少数股东损益	0.89	0.98	1.22	1.47
归属母公司净利润	45.80	66.56	98.37	142.97
每股收益（元）（按发行后股本算）	0.57	0.83	1.23	1.79

资料来源：国联证券研究所

六、估值

考虑到目前A股市场上生产经营相关泵产品的利欧股份停牌太久其估值

已不具可比性，以及湘电股份中仅有一小部分业务是泵产品，其可比性也很差等原因，我们选取最近上市的机械类公司的估值进行参考。我们选择了金通灵、新筑股份、艾迪西、双环传动、锐奇股份以及山东墨龙等几家公司，这几家公司2011年的平均PE为38倍左右，考虑到南方泵业未来良好的成长性以及未来募投项目建成后公司业绩的增长，我们认为公司的合理估值区间在2011年35-40倍左右的动态PE，对应价格为43.05元-49.20元。公司发行价格为37.80元，我们建议投资者进行申购。

图表25：A股可比公司估值

证券代码	证券简称	EPS (2010E)	EPS (2011E)	PE (2010E)	PE(2011E)
300091.SZ	金通灵	0.98	1.41	50.20	34.89
002480.SZ	新筑股份	1.04	1.44	74.32	53.68
002468.SZ	艾迪西	0.46	0.55	60.67	50.75
002472.SZ	双环传动	1.01	1.28	45.31	35.99
300126.SZ	锐奇股份	0.79	1.15	47.33	32.51
002490.SZ	山东墨龙	0.69	0.93	29.88	22.17
平均值				62.91	38.33

资料来源：Wind 国联证券

风险因素：主要原材料价格波动风险；新产品新技术开发风险以及业内竞争加剧风险。

附：盈利预测表

资产负债表					单位：百万元					利润表					单位：百万元				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	164.89	890.75	996.10	1190.80	营业收入	396.93	589.32	797.78	1,039.24	营业收入	396.93	589.32	797.78	1,039.24	营业收入	396.93	589.32	797.78	1,039.24
现金	43.75	706.00	746.00	865.00	营业成本	280.44	398.97	533.32	677.80	营业成本	280.44	398.97	533.32	677.80	营业成本	280.44	398.97	533.32	677.80
应收账款	29.64	51.86	70.20	91.45	营业税金及附加	2.27	2.95	3.99	5.20	营业税金及附加	2.27	2.95	3.99	5.20	营业税金及附加	2.27	2.95	3.99	5.20
其它应收款	3.61	2.95	3.99	5.20	营业费用	34.60	53.04	70.20	91.45	营业费用	34.60	53.04	70.20	91.45	营业费用	34.60	53.04	70.20	91.45
预付账款	2.91	4.71	6.38	8.31	管理费用	32.09	53.04	71.80	93.53	管理费用	32.09	53.04	71.80	93.53	管理费用	32.09	53.04	71.80	93.53
存货	83.99	123.76	167.53	218.24	财务费用	3.58	3.01	1.30	1.33	财务费用	3.58	3.01	1.30	1.33	财务费用	3.58	3.01	1.30	1.33
其他	0.99	1.47	1.99	2.60	资产减值损失	1.28	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	1.28	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	1.28	0.00	0.00	0.00
非流动资产	130.82	243.94	272.17	256.47	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.11	0.11	0.11	0.11	投资净收益	5.61	0.00	0.00	0.00	投资净收益	5.61	0.00	0.00	0.00	投资净收益	5.61	0.00	0.00	0.00
固定资产	105.52	220.09	248.75	233.49	营业利润	48.30	78.32	117.17	169.93	营业利润	48.30	78.32	117.17	169.93	营业利润	48.30	78.32	117.17	169.93
无形资产	17.69	17.26	16.83	16.39	营业外收入	4.48	1.76	0.00	0.00	营业外收入	4.48	1.76	0.00	0.00	营业外收入	4.48	1.76	0.00	0.00
其他	7.50	6.48	6.48	6.48	营业外支出	1.64	0.62	0.00	0.00	营业外支出	1.64	0.62	0.00	0.00	营业外支出	1.64	0.62	0.00	0.00
资产总计	295.71	1134.69	1268.27	1447.27	利润总额	51.13	79.46	117.17	169.93	利润总额	51.13	79.46	117.17	169.93	利润总额	51.13	79.46	117.17	169.93
流动负债	131.49	161.74	196.13	230.78	所得税	4.44	11.92	17.58	25.49	所得税	4.44	11.92	17.58	25.49	所得税	4.44	11.92	17.58	25.49
短期借款	64.50	64.50	64.50	64.50	净利润	46.69	67.54	99.60	144.44	净利润	46.69	67.54	99.60	144.44	净利润	46.69	67.54	99.60	144.44
应付账款	32.13	70.72	95.73	124.71	少数股东损益	0.89	0.98	1.22	1.47	少数股东损益	0.89	0.98	1.22	1.47	少数股东损益	0.89	0.98	1.22	1.47
其他	34.86	26.52	35.90	41.57	归属母公司净利润	45.80	66.56	98.37	142.97	归属母公司净利润	45.80	66.56	98.37	142.97	归属母公司净利润	45.80	66.56	98.37	142.97
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	62.88	98.91	151.15	207.85	EBITDA	62.88	98.91	151.15	207.85	EBITDA	62.88	98.91	151.15	207.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.57	0.83	1.23	1.79	EPS (元)	0.57	0.83	1.23	1.79	EPS (元)	0.57	0.83	1.23	1.79
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					主要财务比率					主要财务比率				
负债合计	131.49	161.74	196.13	230.78	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	14.45	15.43	16.65	18.12	成长能力					成长能力					成长能力				
股本	60.00	80.00	80.00	80.00	营业收入	-1.62%	48.47%	35.37%	30.27%	营业收入	-1.62%	48.47%	35.37%	30.27%	营业收入	-1.62%	48.47%	35.37%	30.27%
资本公积	60.17	781.17	781.17	781.17	营业利润	84.14%	62.15%	49.61%	45.02%	营业利润	84.14%	62.15%	49.61%	45.02%	营业利润	84.14%	62.15%	49.61%	45.02%
留存收益	29.60	96.16	194.53	337.50	归属于母公司净利润	66.36%	45.33%	47.80%	45.33%	归属于母公司净利润	66.36%	45.33%	47.80%	45.33%	归属于母公司净利润	66.36%	45.33%	47.80%	45.33%
归属母公司股东权益	149.77	957.33	1055.70	1198.67	获利能力					获利能力					获利能力				
负债和股东权益	295.71	1134.50	1268.49	1447.57	毛利率	29.35%	32.30%	33.15%	34.78%	毛利率	29.35%	32.30%	33.15%	34.78%	毛利率	29.35%	32.30%	33.15%	34.78%
现金流量表					净利率	11.76%	11.46%	12.48%	13.90%	净利率	11.76%	11.46%	12.48%	13.90%	净利率	11.76%	11.46%	12.48%	13.90%
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	ROE	30.58%	6.95%	9.32%	11.93%	ROE	30.58%	6.95%	9.32%	11.93%	ROE	30.58%	6.95%	9.32%	11.93%
经营活动现金流	101.45	54.71	102.62	141.31	偿债能力					偿债能力					偿债能力				
净利润	46.69	67.54	99.60	144.44	资产负债率	44.47%	14.25%	15.46%	15.95%	资产负债率	44.47%	14.25%	15.46%	15.95%	资产负债率	44.47%	14.25%	15.46%	15.95%
折旧摊销	8.17	15.86	30.07	33.70	净负债比率	12.64%	-65.95%	-63.55%	-65.79%	净负债比率	12.64%	-65.95%	-63.55%	-65.79%	净负债比率	12.64%	-65.95%	-63.55%	-65.79%
财务费用	4.64	3.01	1.30	1.33	流动比率	1.25	5.51	5.08	5.16	流动比率	1.25	5.51	5.08	5.16	流动比率	1.25	5.51	5.08	5.16
投资损失	-5.61	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.62	4.74	4.22	4.21	速动比率	0.62	4.74	4.22	4.21	速动比率	0.62	4.74	4.22	4.21
营运资金变动	47.53	-32.49	-36.17	-41.89	营运能力					营运能力					营运能力				
其它	0.03	0.79	7.83	3.74	总资产周转率	1.32	0.82	0.66	0.77	总资产周转率	1.32	0.82	0.66	0.77	总资产周转率	1.32	0.82	0.66	0.77
投资活动现金流	-4.99	-130.00	-58.30	-18.00	应收账款周转率	12.59	14.46	13.07	12.86	应收账款周转率	12.59	14.46	13.07	12.86	应收账款周转率	12.59	14.46	13.07	12.86
资本支出	-19.02	-130.00	-58.30	-18.00	应付账款周转率	10.54	11.46	9.59	9.43	应付账款周转率	10.54	11.46	9.59	9.43	应付账款周转率	10.54	11.46	9.59	9.43
长期投资	-5.99	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					每股指标 (元)					每股指标 (元)				
其他	20.02	0.00	0.00	0.00	每股收益 (最新摊薄)	0.57	0.83	1.23	1.79	每股收益 (最新摊薄)	0.57	0.83	1.23	1.79	每股收益 (最新摊薄)	0.57	0.83	1.23	1.79
筹资活动现金流	-88.69	737.32	-3.91	-4.23	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.27	0.68	1.28	1.77	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.27	0.68	1.28	1.77	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.27	0.68	1.28	1.77
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产 (最新摊薄)	1.87	11.97	13.20	14.98	每股净资产 (最新摊薄)	1.87	11.97	13.20	14.98	每股净资产 (最新摊薄)	1.87	11.97	13.20	14.98
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					估值比率					估值比率				
普通股增加	20.00	0.00	0.00	0.00	P/E	66.03	45.43	30.74	21.15	P/E	66.03	45.43	30.74	21.15	P/E	66.03	45.43	30.74	21.15
资本公积增加	721.00	721.00	-721.00	0.00	P/B	20.19	3.16	2.86	2.52	P/B	20.19	3.16	2.86	2.52	P/B	20.19	3.16	2.86	2.52
其他	-829.69	16.32	717.09	-4.23	EV/EBITDA	122.75	12.22	7.21	9.09	EV/EBITDA	122.75	12.22	7.21	9.09	EV/EBITDA	122.75	12.22	7.21	9.09
现金净增加额	7.71	662.04	40.41	119.08															

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。