

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751765 liujun12@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 刘 军 (8621) 68751765 liujun12@cjsc.com.cn

章 诚 (8621) 68751829 zhangcheng1@cjsc.com.cn

不锈钢泵需求扩张，业绩稳步提升

事件描述

近日，我们前往南方泵业与公司管理层进行交流，重点沟通了2011年不锈钢离心泵销售、生产技改项目的进展等情况。主要结果如下：

1. 需求持续扩张，公司2011年不锈钢泵销量有望快速增长；
2. 供水成套设备产能瓶颈突破，11年销量或将翻番；
3. 提价消除成本上升压力，毛利率将维持高位；
4. 渠道优势增强，助力销售扩张；
5. “弹药”充足，外延式扩张步伐加速。

预计公司2011-2012年销售收入分别为8.9亿和11.6亿，EPS分别为1.25元和1.64元，对应4月14日收盘价的PE分别为28、22倍。考虑到公司未来几年不锈钢离心泵业务增长具有较高稳定性，维持“推荐”评级。

事件评论

第一，需求持续扩张，公司2011年不锈钢泵销量有望快速增长

1. 受益于泵“消费升级”和“进口替代”，不锈钢泵行业高速增长。不锈钢泵的主要需求来自于两个方面：（1）对传统铸铁泵的替代。不锈钢泵凭借不对水质产生二次污染和节能的优点，正逐步取代传统铸铁泵；（2）对国外品牌的替代。目前国产不锈钢泵与外国品牌质量差距正在缩小，但价差达50-60%，性价比更优，国产品牌的替代进口空间巨大。（目前格兰富等外资品牌市占率约50%，公司市占率约12%）。从公司处了解到，目前国内不锈钢泵行业的市场规模在50-60亿，行业未来3年增速约为25%。作为国内企业的龙头，公司的年均增速将高于行业，有望达到30%以上。

2. 下游需求分布广泛且在不断扩展，房地产调控对水泵需求的负面影响较小。公司产品的需求分布情况为：净水占26%，楼宇供水占25%，其余工业领域，如电子清洗、空调净水等，约占49%。需求分布较广泛。而且随着国产不锈钢泵替代外国品牌进程的推进，公司产品正得到越来越多原先使用进口泵的工业企业的认可，其产品应用向更多工业领域扩展，如锅炉水循环和电子清洗。

此外，公司表示，房地产调控对其产品的整体需求影响不大。原因主要有两点：（1）不锈钢泵的下游分布众多，楼宇供水需求只占总需求的约25%，其他下游需求如净水处理（市政饮用水工程、市政污水处理工程）增长稳定，总体来看离心泵需求的周期性波动较小；（2）楼宇供水需求包括小城镇新建、旧城改造和楼盘新建等多个领域，虽然房地产调控影响新开工面积，但小城镇新建、旧城改造、保障房建设等方面的需求仍可支持水泵行业销量的增长。

3. 公司不锈钢离心泵产能充足，11 年销量或达 45 万台。不锈钢离心泵生产技改项目正稳步进行，厂房布局的调整工作预计将于 11 年中期完成，整体产能充足。公司实行订单式生产，产销率保持在 95%-100%（单泵的生产交货周期最久为接到订单后的一个月），新增产能将根据市场需求稳步释放，不会造成大量库存。2011 年一季度公司销售状况良好，市场需求旺盛，我们预计，公司 2011 年不锈钢泵销量将达 45 万台左右，实现销售收入约 9 亿元（按平均售价 2000 元/台计算）。

第二、供水成套设备产能瓶颈突破，11 年销量或将翻番

1. 供水成套设备相对传统供水系统优势明显，市场规模在 10 亿以上。供水成套设备主要为无负压变频供水设备，该套设备可根据实际用水量的调节水泵使用情况，如在用水需求大，供水系统中水压变小时，该设备可增加工作水泵的台数提高水压保证所有用户的用水需求。该类设备目前主要用于楼宇供水，包括宾馆、写字楼、高层住宅等领域。预计国内成套供水设备的市场规模在 10 亿以上，并且需求随着每年城市高层建筑物新建而快速扩大。

2. 公司供水成套设备业务发展空间可观，11 年销售收入或增至 1 亿。公司 08 年初入成套设备领域，10 年实际销售 566 台，单价在 8 万元左右，同比增速约为 110%，且该类产品属于泵行业的高端品种，毛利率高达 50%，剔除较高销售费率（约 10 个百分点）的影响，其利润率仍大大高于传统单泵产品。

相对其他竞争对手，公司在该类产品领域具有强大的竞争力，具体为：（1）公司配备自产泵类产品，有利于产品质量的控制；（2）国内大量竞争对手配备的也是公司的泵，售价与公司无太大差异，但毛利率显著低于公司水平；（3）公司拥有的庞大直销网络，可提供成套设备解决方案的专业设计、售后跟踪服务，更符合客户的短、长期利益。

因此，我们认为公司在该领域具备竞争优势，发展空间可观，长期来看具备挑战行业龙头的条件和基础。随着成套供水设备产能的释放，预计 2011 年公司该类产品的销量有望增至 1200 台左右，按单价 8 万元计算，可实现销售收入 1 亿元。

第三、提价消除成本上升压力，毛利率将维持高位

不锈钢泵的成本主要由电机和不锈钢构成，分别占比为 50%和 20%。2010 年电机累计涨价 10%（占总成本 50%），造成产品整体成本上升约 5%。公司已通过提价 5%消化成本上升形成的压力。此外，目前不锈钢库存保持在 3 个月生产所需的水平。公司判断，未来主要原材料价格不会出现大幅上升，如果出现公司也有能力通过提价方式抵消成本压力。因此，公司未来几年的毛利率有望保持目前 30%左右的水平。

第四、渠道优势增强，助力销售扩张

目前公司已在国内设立 50 个办事处和服务中心，较 09 年末增加 26 个网点，销售网络完成对大部分一、二线城市的覆盖。公司拥有行业内唯一的直销网络（其他企业均采用代理商制），并且凭借直销网络较代理商制的优势进行销售的快速扩张，具体为：（1）实现销售目标的执行力强。销售办事处的工作人员均由公司直接派驻，能较好执行公司的销售目标。而经销商选择代理产品时“逐利”性非常强，造成其销售网络稳定性差，对公司销售扩张构成潜在风险；（2）服务技能和效率都优于经销商制。直销网络工作人员都经过公司培训，具备专业服务技能且服务的响应时间短，保证里公司后续服务质量，这也是公司产品与国外品牌竞争的利器。而经销商制下的售后服务由代理商完成，人员配备、专业技能和积极性上的欠缺很可能导致客户对产品满意度的降低。

公司计划在 2011 年新招聘 100 位销售人员，将销售队伍总人数扩充至约 500 人，进一步扩张销售网点数量，向二、三级城市市场延伸。销售网络的拓展有助于公司消化新增产能，实现销售的高速增长。

第五，“弹药”充足，外延式扩张步伐加速

公司目前超募资金达 4 亿，正积极寻找收购对象，有意通过合理使用超募资金加快其发展速度。目前国内水泵行业集中度较低，为公司的外延式扩张提供良好机遇，其扩张战略遵循“先横向，后纵向”的原则，即先通过收购进入其他高成长性和高毛利率的水泵子行业，如大型电站用泵和中开泵，之后再择机并购关键零部件（如电机）的生产企业，完善产业链。

第六，预计公司 2011-2012 年销售收入分别为 8.9 亿和 11.6 亿，EPS 分别为 1.25 元和 1.64 元，对应 4 月 14 日收盘价的 PE 分别为 28、22 倍。考虑到公司未来几年不锈钢离心泵业务增长具有较高稳定性，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	636	885	1157	1494	货币资金	776	653	605	716
营业成本	438	604	790	1023	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	198	281	367	471	应收账款	61	83	107	137
% 营业收入	31.2%	31.7%	31.7%	31.5%	存货	110	153	200	259
营业税金及附加	4	5	7	9	预付账款	7	10	13	16
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	58	78	102	131	流动资产合计	956	900	926	1130
% 营业收入	9.1%	8.8%	8.8%	8.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	55	73	96	124	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.7%	8.3%	8.3%	8.3%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	3	-2	-2	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	128	282	431	447
资产减值损失	2	2	2	3	无形资产	27	26	25	23
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	2	0	0	0
营业利润	77	124	163	206	其他非流动资产	-2	-2	-2	-2
% 营业收入	12.1%	14.0%	14.1%	13.8%	资产总计	1111	1207	1380	1599
营业外收支	7	0	0	0	短期贷款	45	0	0	0
利润总额	84	124	163	206	应付款项	66	91	119	154
% 营业收入	13.2%	14.0%	14.1%	13.8%	预收账款	26	36	47	61
所得税费用	13	20	26	33	应付职工薪酬	11	15	19	25
净利润	70	105	137	174	应交税费	12	17	23	29
归属于母公司所有者					其他流动负债	17	23	30	39
的净利润	67.4	100.2	131.1	166.2	流动负债合计	176	182	238	308
少数股东损益	3	5	6	8	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.84	1.25	1.64	2.08	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	8	8	8	8
经营活动现金流净额	100	105	143	183	负债合计	184	190	246	316
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	906	991	1103	1244
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	2	0	0	0	少数股东权益	20	25	31	39
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	927	1016	1134	1283
固定资产投资	-38	-169	-174	-49	负债及股东权益	1111	1207	1380	1599
其他	-1	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-37	-169	-174	-49		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.842	1.252	1.639	2.078
股权融资	704	0	0	0	BVPS	11.33	12.39	13.79	15.55
银行贷款增加 (减少)	-20	-45	0	0	PE	42.35	28.48	21.75	17.16
筹资成本	3	-13	-17	-23	PEG	1.21	0.81	0.62	0.49
其他	-18	0	0	0	PB	3.15	2.88	2.59	2.29
筹资活动现金流净额	669	-58	-17	-23	EV/EBITDA	23.20	15.80	12.04	8.96
现金净流量	732	-122	-48	111	ROE	7.4%	10.1%	11.9%	13.4%

分析师介绍

刘元瑞，长江证券分析师。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。