

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751829 zhangcheng1@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

不锈钢泵增速稳定，水利泵具成长空间——调研纪要

事件描述

近日，我们前往南方泵业调研，与公司管理层就不锈钢水泵业务发展、水利泵业务拓展做了详细沟通。

主要观点如下：

1. 产能再扩张，未来三年不锈钢泵业务增速渐明；
2. 收购长河泵业，水利泵业务将成重要增长极；
3. 海水淡化泵研发推进速度符合预期，但贡献收入有待时日；
4. 预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 8.65 亿、11.80 亿，每股收益分别为 0.65 元、0.91 元，对应 9 月 2 日收盘价的 PE 分别为 28、20 倍。考虑到公司不锈钢水泵收入增长的稳定性、在水利泵领域的拓展潜力，维持“推荐”评级。

事件评论

第一， 产能再扩张，未来三年不锈钢泵业务增速渐明

房地产调控的负面影响较小，不锈钢水泵需求稳定，预计11年销量同比增长30%以上。据了解，目前公司不锈钢水泵的下游需求分布较广，具体为：水厂采购（用于城市供水管道建设）占26%，楼宇供水占25%，其余工业领域，如电子清洗、空调净水等，占约49%，房地产调控对今年水泵销售的负面影响较小。而且受益于国产不锈钢水泵的“两个替代”——替代传统铸铁泵及替代国外产品，公司产品需求覆盖的范围不断扩张，可进一步抵消房地产投资下滑的影响。预计，2011年公司不锈钢水泵销量有望同比增长30%以上。

受年初提价 5%及产品结构优化影响，全年毛利率将维持在 32%水平。11 年上半年公司整体毛利率为 32.4%，同比上升约 1 个百分点，主要原因是：（1）产品提价。公司年初对主要产品进行提价，整体提价幅度约 5%，基本覆盖原材料成本上涨的压力。（2）产品结构优化。高毛利率不锈钢水泵及成套供水设备销量占比的提高，推动整体毛利率上升。预计下半年公司毛利率下降概率较小，全年毛利率有望维持在 32%上下。

投资德清及临平生产基地、扩建营销网络，预计未来三年不锈钢泵销量增速约 30%。公司自上市后，致力于增强主业规模和竞争力，具体为：（1）扩建营销网络。公司计划投入 5,680 万元建设营销服务网络，以原有的销售网络架构为基础，提高硬件水平。我们认为，公司销售网络升级将有助于拓展不锈钢水泵新客户、提升售后服务的质量；（2）

增资湖州南丰铸造。公司将湖州德清县钟管镇投资精密铸造不锈钢项目，计划一期总投资为 1.5 亿元，主要用于购买辅助生产设备、质量检测设备和水电等公共配套工程设施。项目完成后，将形成年产 6,000 吨不锈钢、合金钢、球墨铸铁精密铸件及一定规模成套精密阀门的生产基地。铸件是不锈钢泵的关键组件，对水泵质量至关重要，本次增资湖州南丰将有助于公司控制产品质量；**(3) 新增 30 万台/年不锈钢水泵产能。**公司将在临平投资新建 30 万台/年不锈钢水泵产能，预计 2013 年完全达产，该项目的实施将基本消除其产能瓶颈。

整体来看，铸锻件、不锈钢水泵产能的扩张以及销售网络的升级，将有助于公司扩大不锈钢水泵业务规模、提升市场竞争力。预计公司未来三年不锈钢水泵销量增速约为 30%。

第二，收购长河泵业，水利泵业务将成重要增长极

收购长河泵业经营性资产，正式进军水利泵领域。公司公告收购长河泵业的经营性资产，收购金额为 750 万元。长河泵业具备水利泵（水电站泵及农用灌溉泵）的生产技术和品牌，有利于公司参与水利工程的竞标。

后续投资将有序推进，水利泵业务未来将成重要增长极。据了解，公司后续将借助资金、销售渠道优势扩大水利泵业务规模，主要计划是：**(1) 重新建设厂房、扩大长河泵业生产规模。**受制于场地、产能瓶颈，长河泵业 2008-2010 年的销售规模一直较小，未来公司将另选新址建设生产厂房，用于生产大功率、高毛利的水电站用泵和大型农用灌溉泵；**(2) 参与各水利工程的竞标，扩大销售规模。**我们认为，水利泵业务未来三年增速将保持较高水平，成为公司新的重要增长极。

第三，海水淡化泵研发推进速度符合预期，但贡献收入有待时日

小功率海水淡化泵已投入使用，2 万吨级产品仍处于研发状态。目前，公司生产的日处理能力 500 吨的海水淡化泵已应用于浙江舟山群岛，运行情况良好。2 万吨级别海水淡化泵尚处于研发阶段，研发进展符合预期。

需求缓慢释放，海水淡化泵贡献收入有待时日。据了解，公司已与杭州水处理中心合作，其生产的海水淡化泵未来将配套杭州水处理中心承接的海水淡化工程。但目前海水淡化成本较高（一般为 6 元/立方米），相关设备的需求尚未大量释放，预计海水淡化泵对公司收入产生实质性贡献还有待时日。

第四，维持“推荐”评级

预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 8.65 亿、11.80 亿，每股收益分别为 0.65 元、0.91 元，对应 9 月 2 日收盘价的 PE 分别为 28、20 倍。考虑到公司不锈钢水泵收入增长的稳定性、在水利泵领域的拓展潜力，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	865	1180	1599	货币资金	776	456	366	495
营业成本	438	586	799	1087	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	198	279	380	512	应收账款	61	80	107	144
% 营业收入	31.2%	32.2%	32.2%	32.0%	存货	110	148	202	275
营业税金及附加	4	5	7	9	预付账款	7	9	13	17
% 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	84	112	149	流动资产合计	956	695	691	934
% 营业收入	9.1%	9.7%	9.5%	9.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	55	72	98	133	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	-1	-1	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	128	477	664	666
资产减值损失	2	2	3	4	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	1
营业利润	77	117	162	219	其他非流动资产	-2	-2	-2	-2
% 营业收入	12.1%	13.5%	13.7%	13.7%	资产总计	1111	1196	1377	1622
营业外收支	7	0	0	0	短期贷款	45	0	0	0
利润总额	84	117	162	219	应付款项	66	88	120	164
% 营业收入	13.2%	13.5%	13.7%	13.7%	预收账款	26	35	48	66
所得税费用	13	18	26	35	应付职工薪酬	11	14	20	27
净利润	70	98	136	184	应交税费	12	16	23	31
归属于母公司所有者					其他流动负债	17	22	31	42
的净利润	67.4	94.1	130.4	176.3	流动负债合计	176	177	242	328
少数股东损益	3	4	6	8	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.47	0.65	0.91	1.22	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	106	153	205	负债合计	184	185	250	336
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	906	986	1097	1247
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	1011	1128	1286
固定资产投资	-38	-369	-224	-52	负债及股东权益	1111	1196	1377	1622
其他	-1	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-37	-369	-224	-52		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.468	0.654	0.905	1.224
股权融资	704	0	0	0	BVPS	11.33	12.33	7.62	8.66
银行贷款增加（减少）	-20	-45	0	0	PE	38.86	27.81	20.08	14.85
筹资成本	3	-13	-18	-25	PEG	1.03	0.74	0.53	0.39
其他	-18	0	0	0	PB	1.60	1.47	2.39	2.10
筹资活动现金流净额	669	-58	-18	-25	EV/EBITDA	20.63	15.79	11.31	7.92
现金净流量	732	-320	-89	128	ROE	7.4%	9.5%	11.9%	14.1%

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。