

# 南方泵业 (300145.SZ) 其它通用设备行业

评级: 增持 维持评级

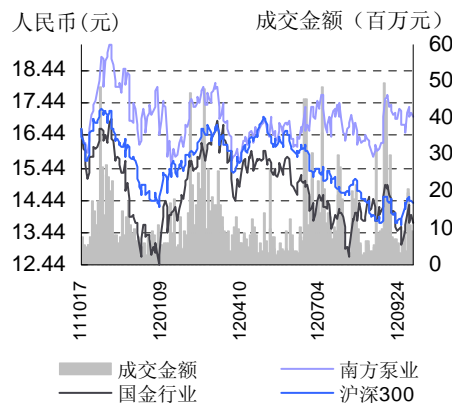
公司研究

市价 (人民币): 17.04 元  
目标 (人民币): 18.62-20.61 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 57.19  
总市值(百万元) 24.54  
年内股价最高最低(元) 19.25/15.45  
沪深 300 指数 2294.86



## 公司基本情况 (人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.842	0.676	0.846	1.031	1.217
每股净资产(元)	11.33	6.85	7.60	8.53	9.64
每股经营性现金流(元)	1.26	0.77	0.59	1.03	1.23
市盈率(倍)	46.08	26.62	20.13	16.54	14.00
行业优化市盈率(倍)	76.48	26.39	35.68	35.68	35.68
净利润增长率(%)	47.07%	44.45%	25.26%	21.76%	18.09%
净资产收益率(%)	7.43%	9.86%	11.14%	12.09%	12.62%
总股本(百万股)	80.00	144.00	144.00	144.00	144.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 公司主要从事不锈钢冲压焊接离心泵 (简称冲压泵) 和变频供水设备的研制和销售, 其冲压泵销量在内资企业中领先, 公司产品广泛应用于净水处理、楼宇供水、食品、医药等领域。
- **两个替代推动公司快速成长:** 随着经济发展、生活水平提高、节能环保意识增强, 冲压泵的应用领域不断扩展, 并对传统的铸造泵形成替代效应。公司的冲压泵产品性能接近国际先进水平, 但价格仅为国外品牌的 40% 左右, 高性价比推动其市场占有率不断提高。2007-2011 年, 公司水泵业务销售收入的复合增长率达到 31.9%, 而格兰富 (中国) 同期的销售收入复合增长率为 21.5%, 中国泵行业产量的复合增长率仅为 13.1%。
- **志存高远, “收购、合作、研发” 三路并进:** 我国泵行业规模庞大, 年产量接近 1 亿台, 产值超过 1,000 亿元, 但行业集中度非常低。近两年, 公司依靠在管理经验、研发体系、销售网络、资金等方面的综合优势, 在产品多元化方面积极布局, 例如 2011 年收购长沙长河泵业 (大中型中高端泵产品)、2012 年与日本鹤见制作所成立合资公司 (高品质污水泵及高效电机产品)。对于具有良好的产业化前景的细分领域, 例如海水淡化高压泵, 公司也积极承担国家的研发课题, 储备相关的技术和产品。

## 投资建议

- 我们预测公司 2012-2014 年销售收入分别为 1,036 百万元、1,232 百万元和 1,438 百万元, 净利润分别为 122 百万元、148 百万元和 175 百万元, 对应的 EPS 分别为 0.846 元、1.031 元和 1.217 元。
- 公司作为国内不锈钢冲压焊接泵领域的龙头企业, 并积极进行业务拓展, 结合业绩增长水平, 给予 6-12 个月的目标价为 18.62-20.61 元 (相当于 2012 年 22 倍 PE 和 2013 年 20 倍 PE), 给予 “增持” 的投资评级。

## 风险提示

- 国内不锈钢冲压焊接泵市场目前主要的竞争在公司和格兰富、威乐等外资企业之间展开, 如果国内其他企业也充分掌握冲压泵的设计制造能力, 产能释放较快, 将对行业竞争格局、公司的定价能力产生冲击。

罗立波 分析师 SAC 执业编号: S1130512010004  
(8621)61038326  
luolib@gjzq.com.cn

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130511030005  
(8621)61038289  
dongyaguang@gjzq.com.cn

## 内容目录

不锈钢冲压焊接泵的内资领军企业 .....	4
从铸造泵到冲压泵 .....	4
引领冲压泵国产化进程 .....	8
志存高远：全球泵业知名品牌 .....	11
全球泵业：两条成长路径 .....	11
中国泵业：高度分散、竞争激烈 .....	13
南方泵业：三路并进，推进产品多元化 .....	15
盈利预测、估值和定价 .....	18
风险提示 .....	19
附录：三张报表预测摘要 .....	20

## 图表目录

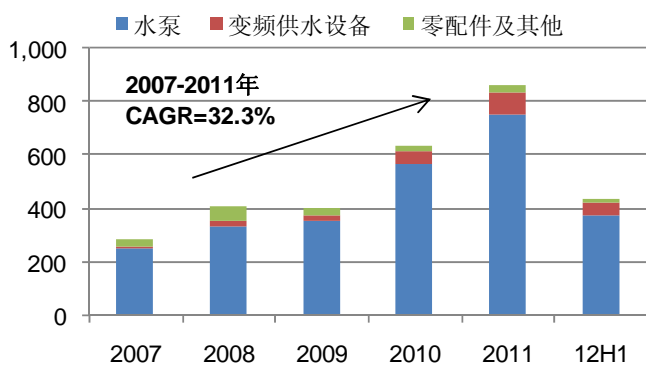
图表 1：公司的营业收入构成（百万元） .....	4
图表 2：公司与同行业的销售额/产量增长率对比 .....	4
图表 3：不锈钢冲压焊接泵与铸造泵的比较 .....	5
图表 4：铸造工艺与冲压焊接工艺的环境影响 .....	5
图表 5：南方泵业产品的应用领域分布 .....	6
图表 6：格兰富（中国）产品的应用领域分布 .....	6
图表 7：泵在膜法净水流程中的应用（以膜生物反应器 MBR 工艺为例） .....	6
图表 8：高压泵在津膜科技原材料采购中的价格与比重 .....	7
图表 9：净水处理领域的冲压泵（红圈表示） .....	7
图表 10：我国中央空调市场的产品构成 .....	7
图表 11：我国中央空调的市场容量及增长率 .....	7
图表 12：冲压泵主要应用领域的需求状况（浙江省科技咨询中心，2008 年） .....	8
图表 13：不锈钢冲压泵生产企业主营业务收入（亿元） .....	9
图表 14：不锈钢冲压泵市场份额分布 .....	9
图表 15：格兰富（中国）各领域的授权经销商数量（个） .....	9
图表 16：多级离心泵主要制造企业（2010 年，销量 1 万台以上） .....	10
图表 17：南方泵业与格兰富（中国）的销售收入比较（百万元） .....	10
图表 18：公司产品的代表性客户 .....	11
图表 19：全球泵业龙头企业的销售收入（百万美元） .....	11
图表 20：格兰富的主要产品 .....	12
图表 21：研发费用占营业收入的比重（2011 年） .....	12
图表 22：Xylem 公司的销售分布、主要品牌 .....	13
图表 23：中国泵的产量及增长率 .....	14

图表 24: 泵业协会会员企业的销售收入及利润率 .....	14
图表 25: 泵业协会 2010 年前 20 名企业销售收入及利润率 .....	14
图表 26: 泵业协会 2010 年前 20 名企业的人均产出 .....	14
图表 27: 南方长河泵业的主要产品 .....	16
图表 28: 鹤见制作所的销售收入及利润率 .....	16
图表 29: 海水淡化的成本 (美元/吨) .....	17
图表 30: 全球海水和咸水淡化装置建成能力 .....	17
图表 31: 我国重点缺水地区公布示意图 .....	17
图表 32: 分项业务预测 .....	18

## 不锈钢冲压焊接泵的内资领军企业

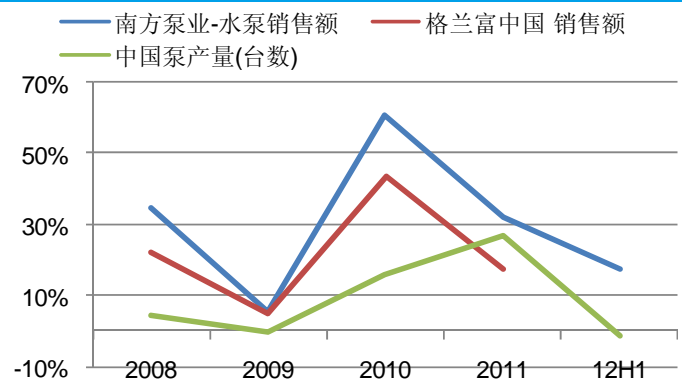
- 公司主要从事不锈钢冲压焊接离心泵（简称冲压泵）和变频供水设备的研制和销售，其冲压泵销量在内资企业中领先，公司产品广泛应用于净水处理、楼宇供水、食品、医药等领域。
- **中高端冲压泵国产化的代表（进口替代）：**国内冲压泵主要分为以丹麦格兰富为首的外资企业阵营和以公司为代表的内资企业阵营。外资企业主要占据中高端市场，而公司产品性能接近国际先进水平，而价格仅为国外品牌的 40% 左右，其高性价比推动市场占有率不断提高。
- **2007-2011 年，公司水泵业务销售收入的复合增长率达到 31.9%，而格兰富（中国）同期的销售收入复合增长率为 21.5%，中国泵行业产量的复合增长率仅为 13.1%。**变频供水设备作为公司水泵产品的延伸业务，2011 年销售收入达到 84 百万元，相当于 2007 年的 11 倍。

图表1：公司的营业收入构成（百万元）



来源：公司公告，国家统计局，国金证券研究所

图表2：公司与同行业的销售/产量增长率对比



## 从铸造泵到冲压泵

- 不锈钢冲压焊接离心泵为全球泵业巨头—丹麦格兰富（Grundfos）公司于 1965 年所创，上世纪 90 年代开始进入国内市场。根据浙江工业大学工业泵研究所的统计，2008 年冲压泵的海外市场规模为 180-200 亿元，国内市场约 30 亿元；而根据南方泵业、格兰富（中国）、威乐（中国）等企业近几年增长情况，我们估计目前国内冲压泵年需求达到 50 亿元左右。
- 不锈钢冲压焊接泵对于传统铸造泵的替代过程是用泵消费升级的表现：
  - **高效节能：**泵是能源消耗大户，根据通用机械工业协会统计，泵耗电量占我国发电量的 20% 左右，泵效率提升对于节能减排意义重大。对于用户而言，泵的用电成本能达到其寿命周期成本的 85% 甚至更高，例如，功率为 1.5kW 的离心泵，价格在 3,000 元左右，按平均每天开机 10 小时、电价为 0.8 元/kWh 计算，一年电费就达到 4,380 元。冲压泵的核心部件采用不锈钢板材，用模具冲压成型，流道光滑、精度较高，效率可比同类传统铸造泵高 5-10%，而价格高出 30% 左右，按上述案例，使用时间达到 1 万小时左右即可收回价差。
  - **安全卫生：**冲压泵所有与介质接触的零件全部采用标准的不锈钢材料制造，可以避免铸造泵对介质的二次污染问题。针对食品、制药等行业的要求，冲压泵还有泵腔无死角、易清洗等优点。
  - **低噪、耐久：**冲压泵的核心部件叶轮用板材冲压、经模具焊接成型，精度高，平衡性能好，能保持运转平稳性，故泵运行时振动小，噪声低。冲压泵的表面致密，抗菌耐腐蚀性强，产品使用寿命较长。

- 节材、轻巧：冲压泵采用薄壁不锈钢板制成关键部件，其重量相当于同类铸造泵的 1/3 至 1/2，节省了空间和材料，外表可采用抛光等多种处理方法，外观光洁。

图表3：不锈钢冲压焊接泵与铸造泵的比较



激光焊接叶轮

内部结构

左图：冲焊式立式多级泵

制造过程：冲压(包括落料/拉伸/胀形/整形等)→焊接→抛光→装配→总检

效率：
冲压泵可以比同类铸造泵高5-10%
重量：
冲压泵的重量相当于同类铸造泵的1/3-1/2
占用空间：
冲压泵占用空间比同类铸造泵节约1/2

右图：铸造立式多级泵

制造过程：铸造→检验→金加工→  
检验→装配→校泵→油漆→总检



来源：国金证券研究所

- 不锈钢冲压焊接离心泵对于传统铸造泵的替代过程，也是制泵工业的升级。冲压泵相对于铸造泵，其生产能耗仅为后者的十分之一，并且可以避免铸造带来的诸多污染。此外，冲压泵生产的工效较高，特别适宜小流量、高扬程离心泵的大批量制造。

图表4：铸造工艺与冲压焊接工艺的环境影响

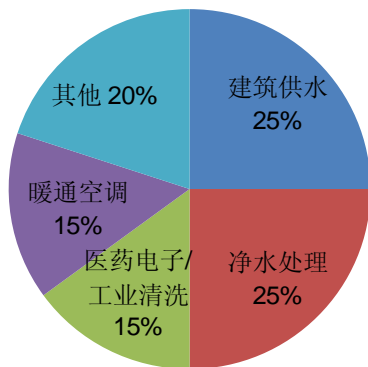
工艺类别	制造方法对环境的影响	使用时的噪音影响
铸造工艺	铸造过程中会释放出CO、CO <sub>2</sub> 、SO <sub>2</sub> 、H <sub>2</sub> S等气体，严重污染空气，影响人体健康，破坏生态环境。	零件精度低，流道表面粗糙，振动较大，噪音高。
冲压焊接工艺	生产过程机械化，属无废水、废气、废渣排放的“三无”方法。	零件精度高，流道表面光滑，流动平稳，噪音低。

来源：国金证券研究所

- 离心泵是泵应用最为广泛的类型，根据市场调研机构 Mcllvaine 公司的报告，离心泵约占全部泵的 70%左右。而冲压泵作为离心泵的中高端产品，主要应用于净水处理、民用和商用建筑供水、市政工程、暖通空调等。在上述领域，由于对泵送能力（压力/效率等）、价格、卫生清洁等要求各有差异，因此其对于传统铸造泵的替代性或渗透率各不相同。

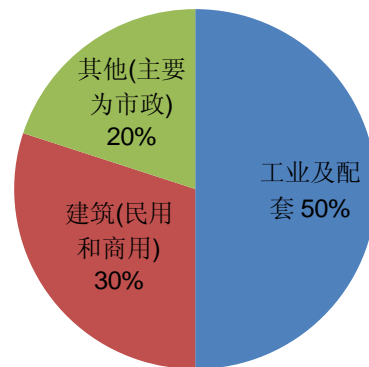


图表5：南方泵业产品的应用领域分布



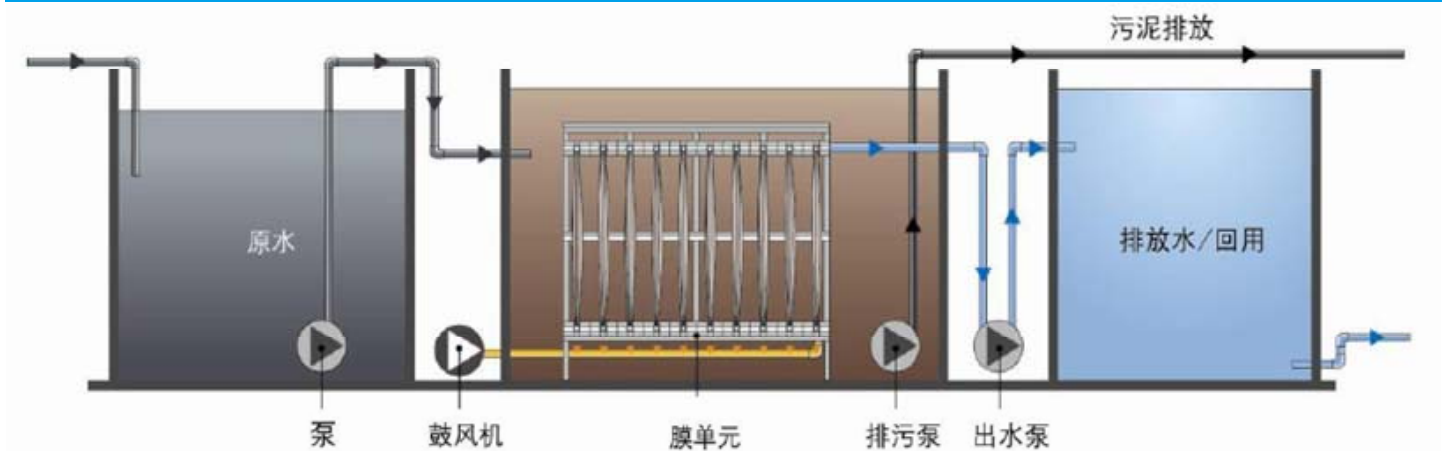
来源：公司资料，国金证券研究所

图表6：格兰富（中国）产品的应用领域分布



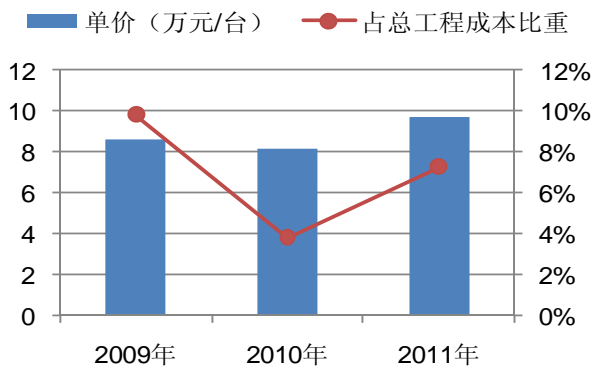
- **净水处理：**国内以膜处理技术为特点的水净化产业发展非常迅速，从电子、医药、食品、电力到生活用水，多数使用冲压焊接结构的多级离心泵。膜法净水的各种工艺，包括连续膜过滤、膜生物反应器等工艺，均需要通过高压水泵在膜的两侧制造压差，而整个净水装置的处理能力与膜的面积、泵的功率成正比例。由于净水处理对于水泵的压力、效率（水泵是其主要能耗）、清洁卫生等要求高，因此冲压焊接结构的多级离心泵在该领域得到广泛应用。根据膜工业协会的预测，2010年我国膜市场的价值在300亿元人民币左右，假设高压泵占其中的5%左右，则对高压泵的需求量达到15亿元（以津膜科技为例，高压泵占其膜法水资源化整体解决方案近三年平均成本达到6.9%）。

图表7：泵在膜法净水流程中的应用（以膜生物反应器MBR工艺为例）



来源：津膜科技，国金证券研究所

图表8：高压泵在津膜科技原材料采购中的价格与比重



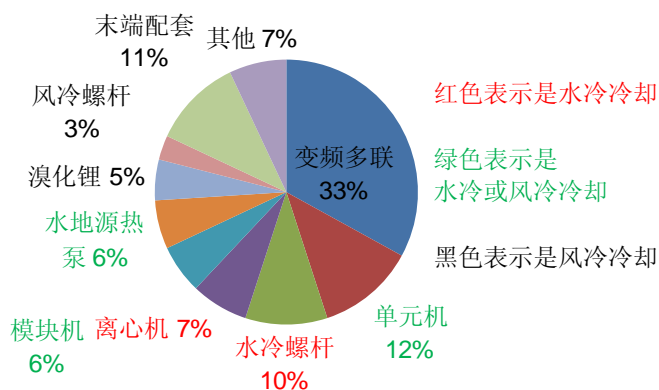
来源：津膜科技，国金证券研究所

图表9：净水处理领域的冲压泵（红圈表示）



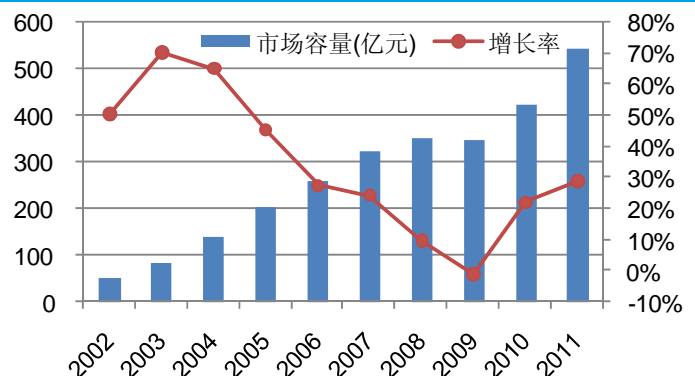
- **楼宇供水：**建筑行业中现有的给水系统用泵多为铸造结构，无法满足净化给水的要求。而在新建筑设计中，其给水系统已经开始用冲压泵取代现有的铸造结构泵。按浙江省科技咨询中心的研究报告，建筑市场给水系统大约每年新建和改造用的各型号供水泵、消防泵、稳压泵等 50 万台左右，20 亿元以上的销售额，且用量还在逐年增加。考虑应用领域的相似性，我们也可以参照电梯的产量进行估算：2011 年我国电梯的年产量已达到 45 万台，简单按居民楼电梯处理，按 60 户/梯计算，对应 2700 万户，按户均日耗水 0.7 立方米、每日开机 5 小时（考虑用水量波动）、扬程 30 米左右配备给水泵，则给水系统的总功率约 75 万 kW，按每台 1kW 均价 2500 元计算，则单是给水系统用泵的市场容量接近 20 亿元，而考虑消防泵及其他附属设备市场容量要超过 20 亿元。
- **空调水循环：**随着城镇化的进程和居民生活水平的提高，我国中央空调市场增长较快。水冷式中央空调、供暖系统对于循环泵要求高效率、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，而中低端空调、供暖系统大都采用铸造离心泵。随着国内厂商在中央空调领域逐步扩大市场份额，同时以南方泵业为代表的水泵厂商逐步实现冲压泵的国产化，中央空调、供暖系统对于冲压泵的需求提升很多，年需求量达到 30 万台以上。

图表10：我国中央空调市场的产品构成



来源：艾肯空调制冷网，国金证券研究所

图表11：我国中央空调的市场容量及增长率



- **制药、食品&工业清洗：**根据浙江省科技咨询中心的报告，医药和精细化工领域用泵每年需求约 1 万台左右，食品饮料领域每年需求约 3 万台左右，清洁卫生的要求使上述领域一般都优先选择冲压泵。工业清洗主要是在电子、汽车等制造业领域，而清洗液往往添加各类有机清洗剂，所以要求清洗泵不生锈、压力高、耐轻腐蚀，且流量一般较

小。传统上铸铁泵不能满足工业清洗的要求，因此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，而冲压泵不仅符合清洗的需求，而且性价比较高，因此使用比率逐年上升。

- **中低压锅炉给水、深井提水等：**中低压锅炉给水泵每年需求量 8 万台左右，以往多采用铸造多级离心泵，但其占地面积大，可靠性较低，而随着冲压泵的推广使用，对铸造泵形成替代。对于深井提水，由于冲压焊接泵可以将泵的外径做得更小、更紧凑，因此国外 250 毫米口径以下的井用潜水泵 90%以上已经是冲压焊接结构，而随着居民生活水平的提高，国内不锈钢冲压结构的潜水泵销量逐渐扩大。
- **需求预测：**不锈钢冲压焊接泵作为通用产品，其应用领域广泛，其发展驱动力包括环保、卫生、建筑地产、消费、工业投资等。根据南方泵业、格兰富（中国）、威乐（中国）等企业的销售情况，我们估计目前国内冲压泵的年需求量达到 50 亿元左右。考虑国内泵行业每年上千亿元的销售规模、近亿台的产量，而冲压泵综合优势鲜明、应用领域不断拓展，其发展空间仍然非常巨大。

图表12：冲压泵主要应用领域的需求状况（浙江省科技咨询中心，2008 年）

下游领域	年需求量 (2008年测算)	市场容量 (2008年测算)	冲压泵普及率	驱动力
净水处理	30万台/年	6亿元	较高	环保卫生
楼宇供水	50万台/年	20亿元	较低	建筑地产
空调水循环	30万台/年	12亿元	中等	建筑地产
中低压锅炉给水行业	8万台/年	3亿元	较低	工业投资
制药和精细化工	1万台/年	0.4亿元	中等	卫生消费
食品饮料	3万台/年	1.2亿元	较高	卫生消费

来源：公司公告，国金证券研究所

### 引领冲压泵国产化进程

- 作为新兴的细分市场，国内冲压泵行业形成了以丹麦格兰富为首的外资企业阵营和以南方泵业为首的内资企业阵营。外资企业中，格兰富、威乐、荏原、赛莱默（Xylem）均为全球泵业排名前十的企业，并在国内建立了组装基地和销售渠道。而内资企业目前能够生产和供应不锈钢冲压泵的较少，总数在 30 家左右，产量达到规模效应的就更少了。

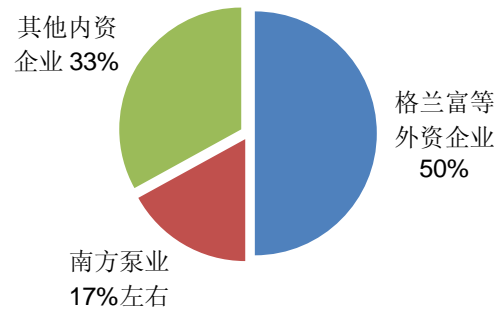


图表13：不锈钢冲压泵生产企业主营业务收入（亿元）

企业名称	2008年	2009年	2010年	2011年	员工人数
格兰富	10.0	10.6	15.3	18.0	1,500人
南方泵业	3.6	3.9	6.3	8.5	1,460人
威乐水泵	3.4	4.2	5.4	6.8	400人
荏原机械	2.9				
南京ITT	1.4				

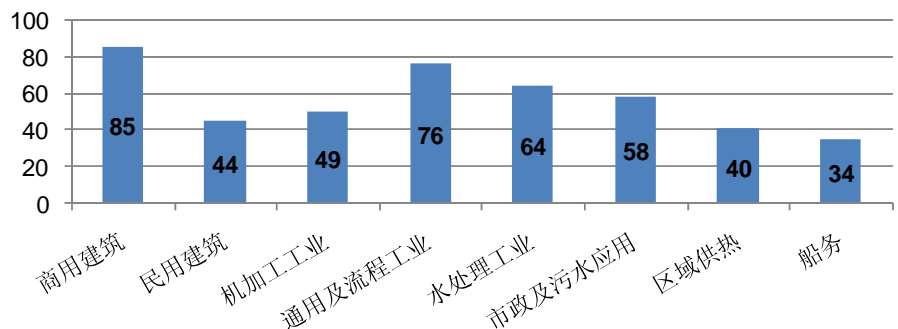
来源：通用机械工业年鉴，国金证券研究所

图表14：不锈钢冲压泵市场份额分布



- **外资企业主导市场：**作为新兴的产品，技术实力雄厚的外资企业占据国内冲压泵市场的半壁江山，并以中高端产品市场为主，而其中以格兰富最为领先。目前，格兰富在国内已建立了 18 个销售办公室，各应用领域的授权经销商则多达 450 个。

图表15：格兰富（中国）各领域的授权经销商数量（个）



来源：格兰富，国金证券研究所

- **冲压泵的技术壁垒：**由于不锈钢冲压泵的生产工艺与传统铸造泵的差异很大，对于新进入者而言，要充分掌握设计要求、制造流程有一定的难度。例如，冲压泵制造涉及到大量模具的设计和制造，而冲压模具要求一次定型且精度高（铸造模具可以根据试制结果修改），因此对于产品设计和模具设计人员的水平和经验要求高。冲压泵的关键水力部件全部是在冲床、油压机、自动激光焊机等加工设备上完成，与铸造泵相比，冲焊件是属于少切削或无切削加工。
- **国内有效竞争者不多：**目前，内资企业能够充分掌握冲压泵的设计制造能力、产品性能优良并且稳定，并实现批量化生产冲压泵的不多。考虑到多级离心泵是不锈钢冲压泵最为主流的产品类型，可以对泵业协会 2010 年多级离心泵销量超过 1 万台的企业进行分析：南方泵业以 28.8 万台居首，而排名第二的凌霄泵业以生产按摩浴缸泵、泳池泵、SPA 泵为特色，而其他企业的多级离心泵产量均在 5 万台以下。

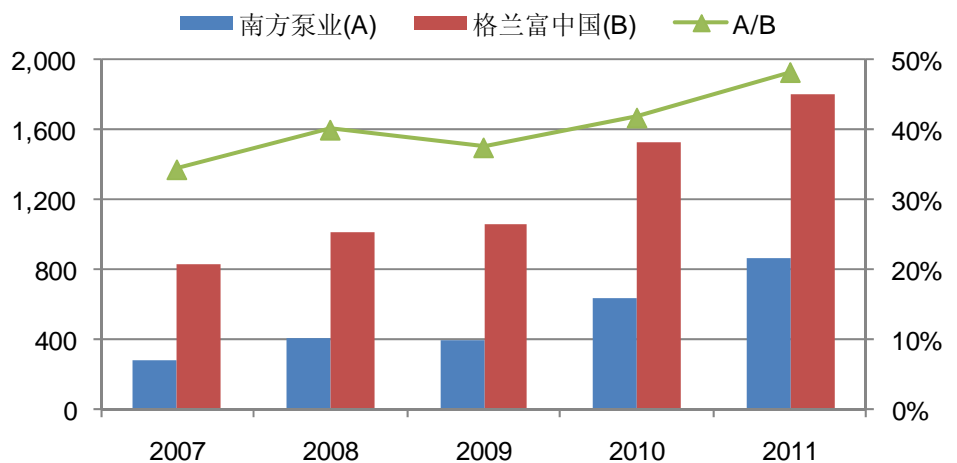
图表16：多级离心泵主要制造企业（2010年，销量1万台以上）

企业名称	多级离心泵销量/万台	主营业务收入/亿元	主营业务利润/亿元	全部泵销量/万台	平均单价元/台	核心产品
南方泵业	28.8	6.3	1.7	33.0	1,915	不锈钢冲压焊接泵、供水设备
凌霄泵业	19.1	4.1	0.4	125.1	331	按摩浴缸泵、泳池泵、SPA泵
威乐中国	4.1	5.4	1.8	61.2	884	不锈钢冲压焊接泵、锅炉给水泵
上海熊猫	3.5	11.9	4.0	18.6	6,418	建筑楼宇用泵及供水设备、污水泵
丰球集团	3.1	12.0	2.2	123.5	974	潜水电泵、污水泵
东方泵业	2.4	16.2	5.0	17.8	9,110	单级清水离心泵、潜水电泵、污水泵
白云泵业	2.2	4.6	1.0	10.2	4,521	单级清水离心泵、潜水电泵、多级离心泵
新界泵业	1.6	4.9	1.1	156.7	315	潜水电泵、农用水泵
上海凯泉	1.4	22.4	7.1	16.1	13,875	综合性泵企，产品类别较全
其他企业	7.3	256.5				
会员合计	73.4	344.4	26.0	787.9	4,371	

来源：通用机械工业年鉴，国金证券研究所

- 公司是全国最早研发并规模化生产不锈钢冲压焊接离心泵的企业，凭借多年积累的创新能力和生产经验、销售网络和品牌形象，不断扩大市场份额，成为冲压泵领域国产化的领军企业：

图表17：南方泵业与格兰富（中国）的销售收入比较（百万元）



来源：公司资料，国金证券研究所

- **业务基础扎实：**公司对研发保持较高的投入水平，研发费用与营业收入保持了同步增长，其比例在 3.3% 左右；目前公司已取得各类与泵相关的专利 68 项，产品性能处于国内领先水平，已经接近国际同类产品水平。在生产方面，公司在模具精密成型、激光焊接技术等方面积累了丰富的经验，保证了产品的品性和稳定性。而在销售方面，公司主要采用直销的形式，在全国建立了 64 个销售中心/办事处，销售人员达到 630 人，为客户提供咨询、选型、安装、维修、保养等服务。
- **逐渐向上扩张份额：**目前外资企业主要占据冲压泵的高端市场，而公司产品性能接近外资企业，但价格仅为其 40% 左右，正逐渐从中端市场向上拓展。公司产品的高性价比受到了客户的青睐，已成功应用于

国内的知名企业和工程项目中，如中南海、上海环球金融中心、金茂大厦、世博会中国馆、秦山核电站、杭州娃哈哈等。公司今年还成立了大客户业务部，针对重点客户在产品、价格、服务等方面提供量身定制的综合解决方案。

图表18：公司产品的代表性客户



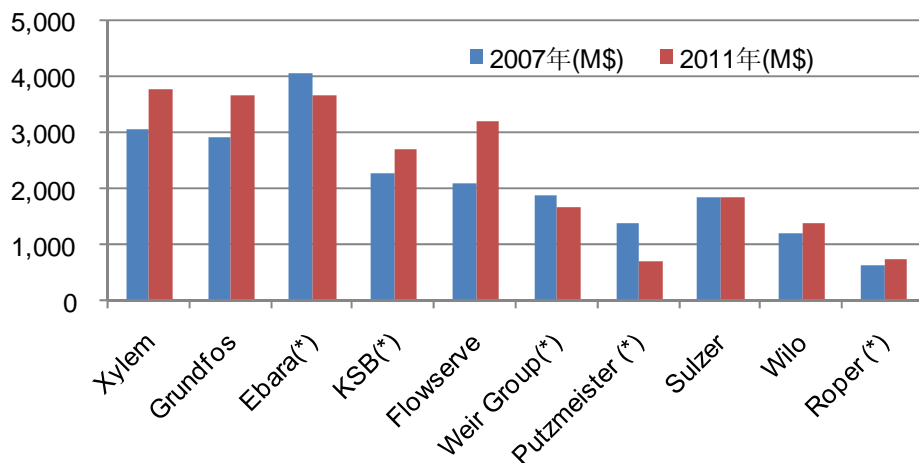
来源：国金证券研究所

## 志存高远：全球泵业知名品牌

### 全球泵业：两条成长路径

- 泵是种类繁多、应用广泛、需求量巨大的产品。根据 McIlvaine 公司发布的全球泵市场报告，全球每年包括工业泵、住宅泵、液压系统用泵等在内的广义泵市场需求超过 600 亿美元。按服务领域来分，水泵是最大的品类，根据全球泵业龙头企业赛莱默（Xylem）公司的估算，供水端的泵和相关服务（输送、处理、检测等）需求达到 160 亿美元，用水端的泵和相关服务（建筑、工业、灌溉等）需求达到 140 亿美元。
- 全世界泵行业有约 1 万家制造厂商，但经历多年的竞争发展，其市场集中度已达到较高的水平。全球前 10 名的泵厂商年销售额超过 200 亿美元，其中，龙头企业赛莱默、格兰富的年销售收入超过 30 亿美元。

图表19：全球泵业龙头企业的销售收入（百万美元）



来源：国金证券研究所（注：标\*表示统计的还包括阀门或其他流体机械）

- **产品和业务特点：**泵企业按产品可以分为两类，一类是专门制造泵，特别是以水泵为主的企业，典型的如赛莱默、格兰富、威乐等；另一类是扩展到其他流体机械或成套产品的企业，比如伟尔（Weir）、福斯（Flowserve）有阀门等业务，而荏原（Ebara）、罗珀工业（Roper）就更加多元化了，还包括大量的工业和民用的成套设备。尽管在产品上有差异，但泵业龙头企业都拥有系列较全的产品线，其应用领域宽广，并在经营上实现了全球化。

图表20: 格兰富的主要产品



1959年推出循环泵产品



1952年推出多级离心泵



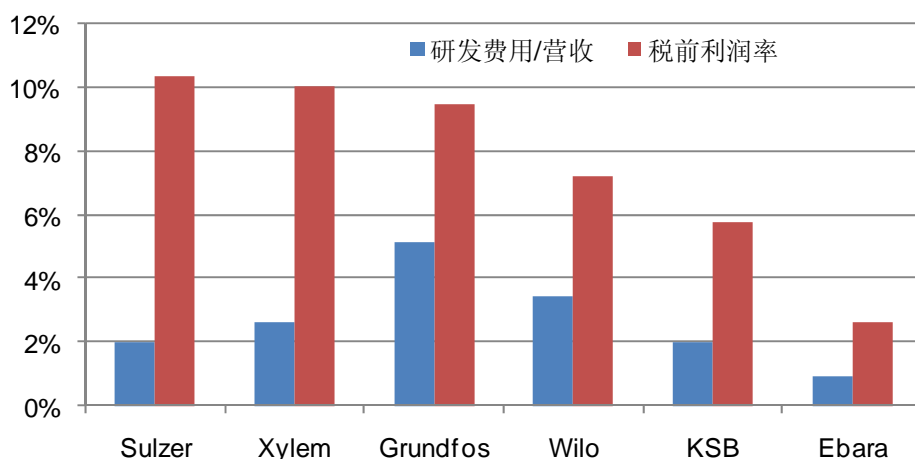
1965年推出不锈钢潜水泵

来源: 格兰富, 国金证券研究所

#### ■ 发展路径和战略:

- 泵制造厂商的成长主要有两种方式, 第一种是通过持续的研发投入, 以产品的创新性和高性能树立品牌地位的企业, 典型的如格兰富, 其主导产品包括循环泵、离心泵、潜水泵, 同时还提供配套的高效电机。自 1945 年成立以来, 格兰富始终围绕着提高产品性能进行研究开发, 包括不锈钢冲压泵的发明, 而研发费用通常占其营业收入的比重达到 4% 以上。

图表21: 研发费用占营业收入的比重 (2011 年)



来源: 各公司公报, 国金证券研究所

- 第二种是通过产业整合建立的多品牌或多元化企业, 例如赛莱默 (Xylem) 公司通过收购形成了覆盖完整的产品线, 并以十几个细分品牌进行运作。

图表22: Xylem 公司的销售分布、主要品牌

供水端市场	用水端市场
2011年销售收入：24亿美元	2011年销售收入：14亿美元
分布：输送73%、处理18%、检测9%	分布：建筑51%、工业42%、灌溉7%
	
销售模式：70%以上直销，其他为经销	销售模式：70%以上为经销，其他为直销

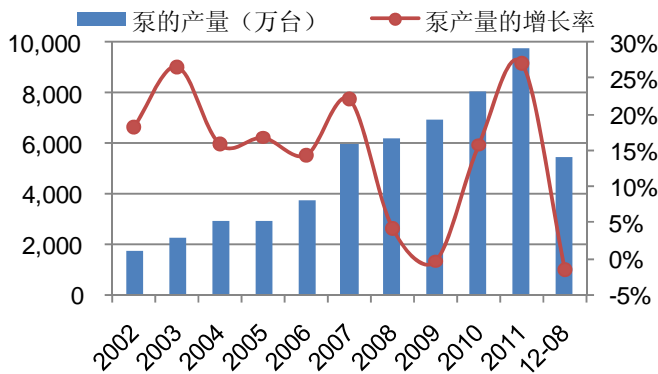
来源：Xylem，国金证券研究所

### 中国泵业：高度分散、竞争激烈

- 我国泵行业规模庞大，但高度分散，其竞争激烈。目前，国内泵行业规模以上的企业达到 3,500 家以上，年产量接近 1 亿台，产值超过 1,000 亿元。其中，泵业协会 138 家会员企业 2010 年合计销售收入为 344 亿元，销售规模超过 5 亿元的企业仅有 15 家。从人均销售额、人均创造利润来看，国内泵行业的整体发展还处于较低的水平。

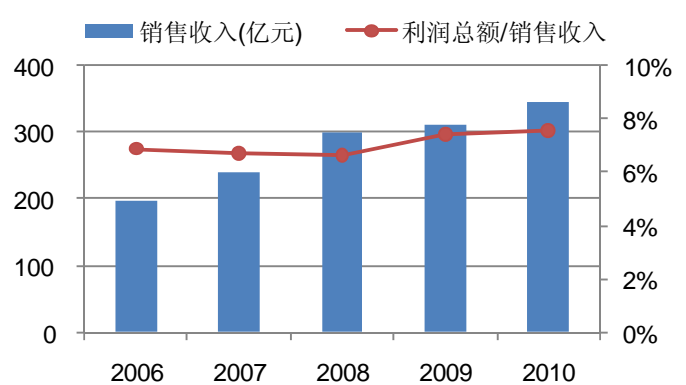


图表23：中国泵的产量及增长率

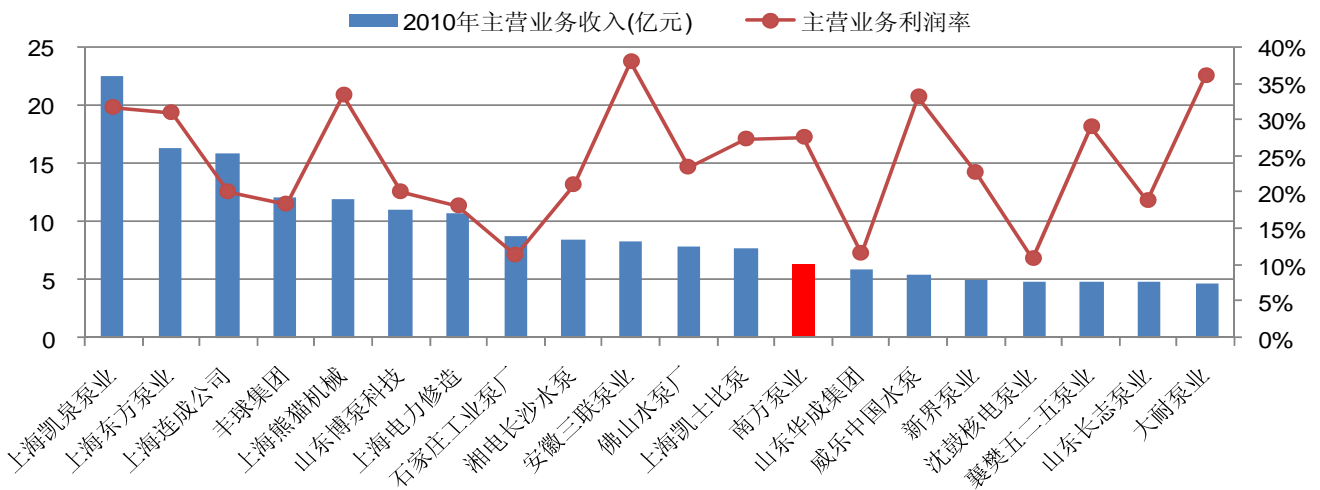


来源：国家统计局，通用机械工业年鉴，国金证券研究所

图表24：泵业协会会员企业的销售收入及利润率

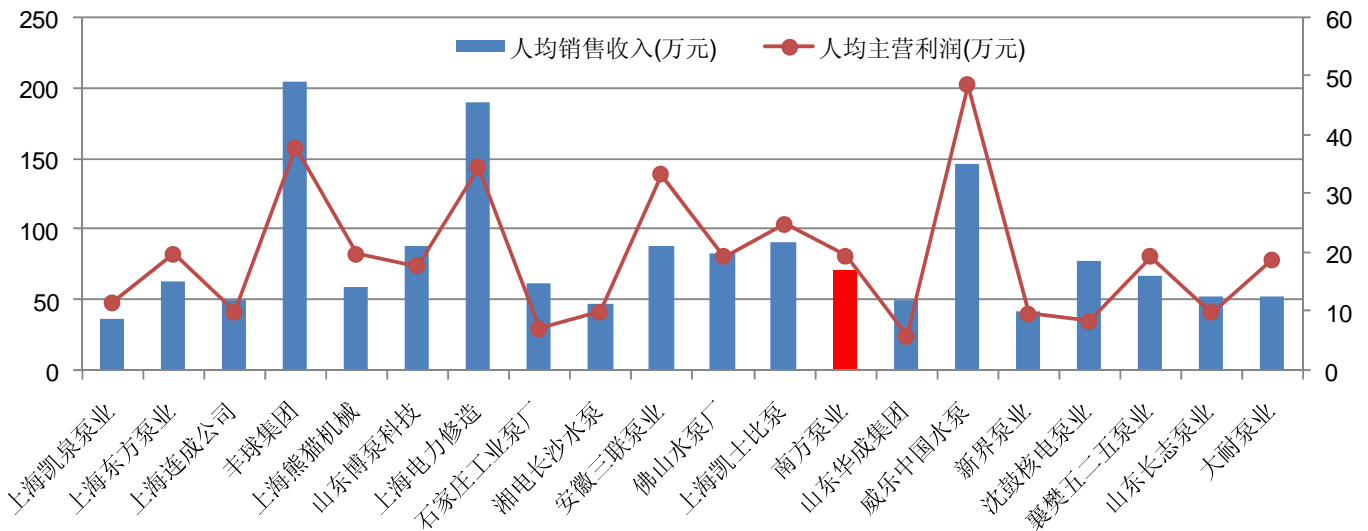


图表25：泵业协会2010年前20名企业销售收入及利润率



来源：通用机械工业年鉴，国金证券研究所

图表26：泵业协会2010年前20名企业的人均产出



来源：通用机械工业年鉴，国金证券研究所

- 目前，国内泵业还没有市场地位显著突出的综合性泵业集团，但在一些细分领域出现市场份额逐渐向少数优势企业集中的情况，例如核用泵领域的沈鼓集团、管道泵领域的上海凯泉泵业、潜污泵领域的江苏亚太泵阀、电站泵领域的上海 KSB 和上海电力修造厂以及在不锈钢冲压泵领域的南方泵业等。要实现从细分领域的优势企业向综合性行业龙头发展，我们认为企业必须在产品技术方面有优势、能够与国际同行竞争——全球泵业排名靠前的企业基本上都在中国设立了子公司或生产基地，并占据了部分中高端市场。要脱离简单而又激烈的价格竞争，对于企业而言其突破的方向就是提升产品档次，往中高端发展，能够与外资企业竞争。

#### 南方泵业：三路并进，推进产品多元化

- 公司以“打造中国泵业强企和世界泵业知名品牌”为目标，除了继续巩固在不锈钢冲压焊接式离心泵领域的优势以外，还通过收购整合、技术合作、研发储备这三种方式推进产品的多元化，提高持续发展能力。
- **收购整合：**为了发展大中型中高端泵产品，2011 年，公司将全资子公司湖南南方长河泵业的注册资本增加至 3,000 万元，并以 780 万元收购长沙长河泵业的生产经营性资产。
  - **良好的互补性：**长沙长河泵业的主要产品包括单级双吸中开离心泵、卧式多级中开离心泵、蜗壳式混流泵及污水泵等，应用于水利、市政、石油化工、消防、电力、冶金等领域。2011 年截至 6 月底，长沙长河泵业的营业收入为 1,108 万元，资产账面价值为 999 万元。
  - **整合效应初显：**收购完成后，长沙长河泵业的相关资产、业务渠道、技术人员管理人员纳入了湖南南方长河泵业。通过增资，南方长河泵业在产品开发、批量生产等方面得到快速提升。2012 年 8 月，在伊拉克水利部农业灌溉项目水泵产品的招标中，南方长河泵业一举获得了价值约 5,000 万元人民币的 400 台中开泵订单。2012 年 9 月，两年一度的南方泵业海外客户代表年会在中国举行，而长河泵业自然成为 26 个国家的 48 位客户代表此行备受瞩目的一站。“长河泵业的技术/产品+南方泵业的管理/资金/渠道”相结合，其效果可谓显著。
  - **行业整合空间巨大：**国内泵行业高度分散，当前由于经济增长放慢，泵产品的需求回落明显，不少企业出现经营上的困难，而这正蕴含着收购整合的空间。公司作为不锈钢冲压泵的龙头企业，拥有优秀的管理团队和丰富的行业经验，并在海内外形成了较为完善的销售网络，账上的货币资金超过 6 亿元，其在收购整合方面大有可为之地。

图表27：南方长河泵业的主要产品

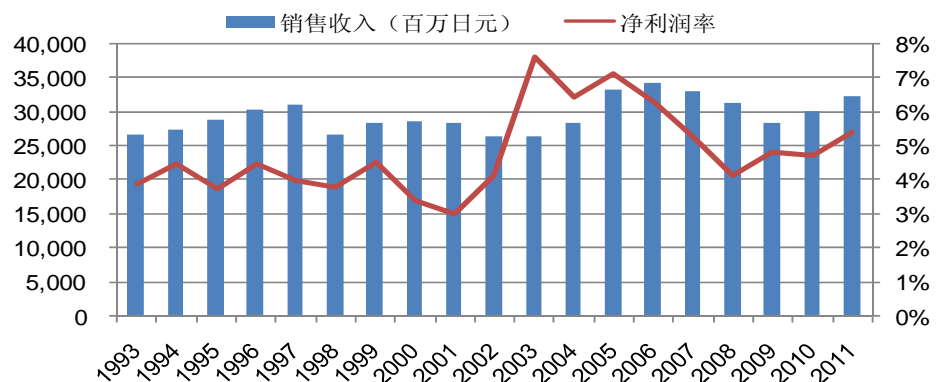


左图：参加南方泵业海外客户年会的代表们前往长沙参观长河泵业

来源：公司网站，国金证券研究所

- **技术合作：**2011年8月，公司与自然人刘卫国、罗志平三方共同出资设立中山市润枝油泵科技公司（公司出资408万元，占51%股份），专门从事各类机械设备系统自动加油泵产品的研发和制造。2012年11月，公司与日本鹤见制作所签署协议成立合资公司，吸收和引进鹤见制作所在中小型污水泵及电机等水泵配件领域的优良技术。未来，随着高品质的污水泵产品及低能耗电机产品的面世，将为公司带来新的利润增长点。
- 日本鹤见制作所是世界知名的泵制造企业，其在中小型铸造污水泵领域积累深厚，技术领先。尽管日本经济低迷多年，企业普遍效益不佳，但鹤见制作所凭借其产品优势，保持较为稳定的利润水平。2011年，鹤见制作所的销售收入达到322亿日元，净利润为17亿日元。

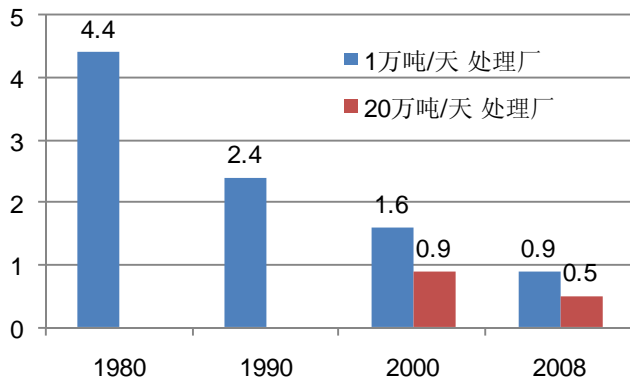
图表28：鹤见制作所的销售收入及利润率



来源：鹤见制作所，国金证券研究所

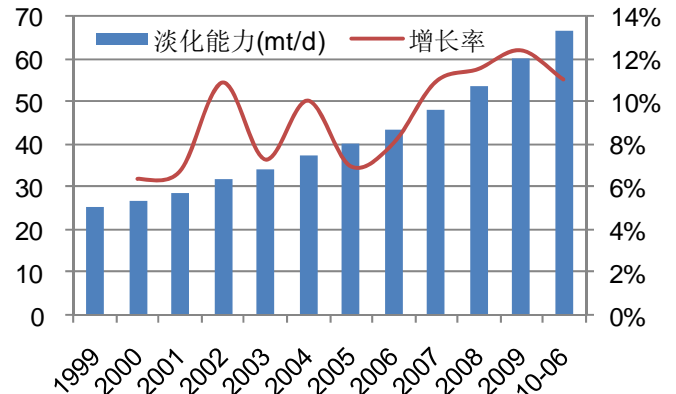
- **研发储备：**对于具有良好发展前景、但目前尚未实现产业化的细分领域，例如海水淡化，公司也积极关注，并承担了国家研发课题，储备相关的技术和产品。因此，一旦市场启动，公司将具有良好的先发优势。
- **全球海水淡化规模庞大：**根据 IDA 的统计，截止 2010 年中，全球已有 150 多个国家建成海水和咸水淡化装置 1.6 万个，总淡化能力达到 6,650 万吨/天，为接近 3 亿人提供淡水服务。而随着装置大型化和膜技术的应用，海水淡化的成本已降至 0.5-0.9 美元/吨，而国内已建成的示范工程的制水成本也可以控制在 6 元人民币/吨以内。

图表29：海水淡化的成本（美元/吨）



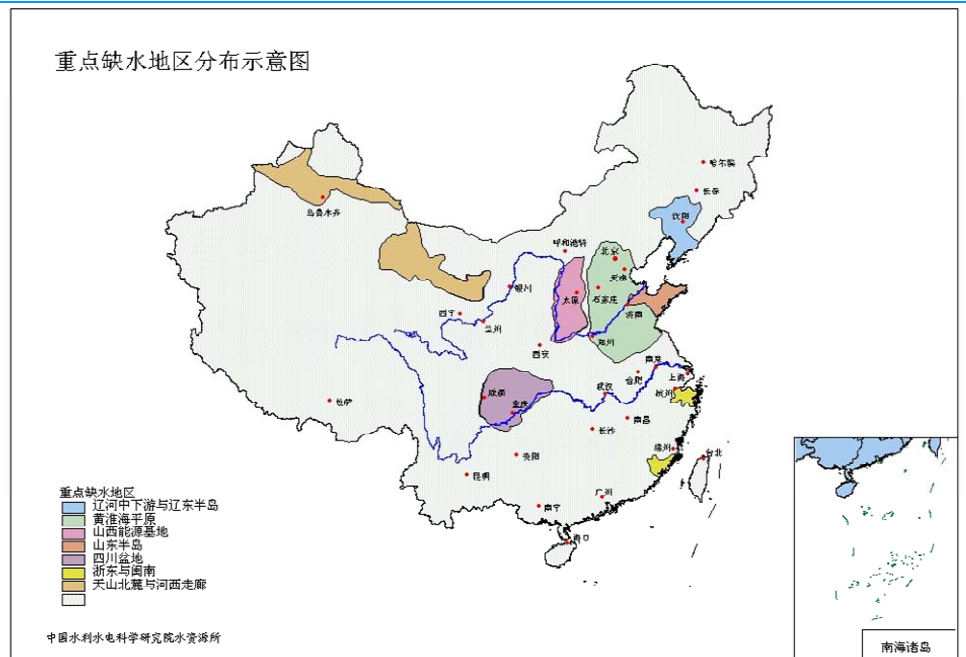
来源：IDA，国金证券研究所

图表30：全球海水和咸水淡化装置建成能力



- **海水淡化作为战略选择：**考虑沿海城市人口密集、水资源不足，特别是对于环渤海地区、东部岛屿，海水淡化已成为解决水资源匮乏的一种战略选择。根据国家发改委和科技部发布的《海水淡化科技发展“十二五”专项规划》，我国海水淡化总规模有望从 2011 年的 66 万吨/天提升至 2015 年的 220-260 万吨/天，相当于解决 1,500 万以上城镇人口的生活用水量。根据上述规划的估计，2015 年国内海水淡化装备制造产值将达到每年 75-100 亿元，如果假设泵占其中的 15%，则每年的需求可达 11-15 亿元。

图表31：我国重点缺水地区公布示意图



来源：国金证券研究所



- **积极储备，厚积待发：**作为国内最早进入海水淡化高压泵领域的企业之一，公司目前已完成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”中的子课题“海水淡化高压泵开发（1.25万吨级单机）”，经测试各项性能指标符合要求，现正等待2013年下半年项目验收。同时，公司与浙江大学共建的研发中心也已完成了试验平台的搭建工作，模型样机正在试制阶段。

## 盈利预测、估值和定价

- **行业形势：**今年以来，随着经济增长放缓，泵行业需求疲软，1-8月，全国泵的产量同比下滑1.5%，较2011年全年27.0%的增长水平回落明显。而在“产品升级、进口替代”的推动下，公司上半年实现营业收入同比增长20.6%，继续大幅超越泵行业的平均水平。从下游来看，受益于环保、消费升级的净水处理用泵、变频供水设备等需求有望保持平稳增长，而建筑楼宇、暖通空调等领域与宏观投资环境关系较为密切。
- **业务表现：**在产品多元化方面，今年变频供水设备继续保持快于水泵业务的增长率，全年销售收入有望超过100百万元；而在伊拉克项目等大订单的支持下，南方长河今年有望完成50百万元左右的销售额，相当于公司2011年销售收入的7%左右。展望明后年，与鹤见制作所合资的污水泵和高效电机产品将陆续面世，为公司添加新的增长点；如果海水淡化设备市场启动，作为海水淡化高压泵国产化的代表，公司将受益明显。

图表32：分项业务预测

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>水泵</b>						
销售收入（百万元）	352.16	566.75	748.77	891.11	1,052.04	1,220.36
增长率（YOY）	5.72%	60.94%	32.11%	19.01%	18.06%	16.00%
毛利率	28.85%	30.56%	36.10%	35.60%	35.60%	35.50%
销售成本（百万元）	250.56	393.53	478.44	573.87	677.51	787.13
增长率（YOY）	-2.48%	57.06%	21.58%	19.95%	18.06%	16.18%
毛利（百万元）	101.59	173.23	270.33	317.23	374.53	433.23
增长率（YOY）	33.34%	70.51%	56.05%	17.35%	18.06%	15.67%
占总销售额比重	88.72%	89.16%	86.56%	86.03%	85.42%	84.89%
占主营业务利润比重	87.21%	87.44%	86.90%	86.53%	85.54%	84.67%
<b>变频供水设备</b>						
销售收入（百万元）	22.90	47.95	83.76	110.56	143.72	179.65
增长率（YOY）	44.35%	109.43%	74.66%	32.00%	30.00%	25.00%
毛利率	43.12%	48.49%	46.04%	42.50%	42.30%	42.20%
销售成本（百万元）	13.02	24.70	45.19	63.57	82.93	103.84
增长率（YOY）	47.96%	89.65%	82.96%	40.67%	30.45%	25.22%
毛利（百万元）	9.87	23.25	38.56	46.99	60.80	75.81
增长率（YOY）	39.84%	135.53%	65.85%	21.84%	29.39%	24.70%
占总销售额比重	5.77%	7.54%	9.68%	10.67%	11.67%	12.50%
占主营业务利润比重	8.47%	11.74%	12.40%	12.82%	13.89%	14.82%
<b>零配件及其他</b>						
销售收入（百万元）	21.88	20.95	32.50	34.13	35.84	37.63
增长率（YOY）	-59.86%	-4.26%	55.17%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	22.99%	7.77%	6.73%	7.00%	7.00%	7.00%
销售成本（百万元）	16.85	19.32	30.32	31.74	33.33	34.99
增长率（YOY）	-65.99%	14.66%	56.92%	4.69%	5.00%	5.00%
毛利（百万元）	5.03	1.63	2.19	2.39	2.51	2.63
增长率（YOY）	1.33%	-67.66%	34.42%	9.26%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	5.51%	3.30%	3.76%	3.30%	2.91%	2.62%
占主营业务利润比重	4.32%	0.82%	0.70%	0.65%	0.57%	0.51%
销售总收入（百万元）	396.93	635.65	865.03	1035.79	1231.60	1437.65
销售总成本（百万元）	280.44	437.55	553.95	669.18	793.77	925.97
毛利（百万元）	116.50	198.11	311.08	366.61	437.83	511.68
平均毛利率	29.35%	31.17%	35.96%	35.39%	35.55%	35.59%

来源：公司资料，国金证券研究所



- **盈利预测：**我们预测公司 2012-2014 年销售收入分别为 1,036 百万元、1,232 百万元和 1,438 百万元，净利润分别为 122 百万元、148 百万元和 175 百万元，对应的 EPS 分别为 0.846 元、1.031 元和 1.217 元。
- **估值和定价：**公司作为国内不锈钢冲压焊接泵领域的龙头企业，产品拓展的空间巨大，我们给予 6-12 个月的目标价为 18.62-20.61 元（相当于 2012 年 22 倍 PE 和 2013 年 20 倍 PE），给予“增持”的投资评级。

### 风险提示

- 不锈钢冲压焊接泵领域竞争加剧的风险。目前，冲压泵的主要生产企业为公司和格兰富、威乐等外资企业。从产量来看，公司遥遥领先于其他内资企业，同时性能与外资企业接近、价格又有较大差距，这种高性价比实际上蕴含着较强的定价能力。如果国内其他企业也充分掌握冲压泵的设计制造能力，产能释放较快，将对行业竞争格局、公司的定价能力产生冲击。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	397	636	865	1,036	1,232	1,438
增长率		60.1%	36.1%	19.7%	18.9%	16.7%
主营业务成本	-280	-438	-554	-669	-794	-926
%销售收入	70.7%	68.8%	64.0%	64.6%	64.5%	64.4%
毛利	116	198	311	367	438	512
%销售收入	29.3%	31.2%	36.0%	35.4%	35.5%	35.6%
营业税金及附加	-2	-4	-6	-6	-7	-9
%销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-35	-58	-107	-124	-142	-162
%销售收入	8.7%	9.1%	12.3%	12.0%	11.5%	11.3%
管理费用	-32	-55	-81	-97	-116	-135
%销售收入	8.1%	8.7%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%
息税前利润（EBIT）	48	81	117	139	173	205
%销售收入	12.0%	12.8%	13.6%	13.4%	14.0%	14.3%
财务费用	-4	-3	12	12	13	16
%销售收入	0.9%	0.5%	-1.4%	-1.1%	-1.1%	-1.1%
资产减值损失	-1	-2	-5	-4	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	1	0	1	1	1
%税前利润	11.0%	1.4%	0.0%	0.6%	0.5%	0.4%
营业利润	48	77	124	147	182	217
营业利润率	12.2%	12.1%	14.4%	14.2%	14.8%	15.1%
营业外收支	3	7	1	8	7	7
税前利润	51	84	125	155	189	224
利润率	12.9%	13.2%	14.5%	15.0%	15.4%	15.6%
所得税	-4	-13	-25	-30	-37	-44
所得税率	8.7%	15.8%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%
净利润	47	70	101	125	152	180
少数股东损益	1	3	4	3	4	5
归属于母公司的净利润	46	67	97	122	148	175
净利率	11.5%	10.6%	11.2%	11.8%	12.0%	12.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	47	70	101	125	152	180
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	9	13	20	20	22	25
非经营收益	-2	2	3	-7	-8	-8
营运资金变动	48	15	-13	-53	-18	-19
经营活动现金净流	101	100	111	85	148	177
资本开支	-18	-38	-145	-36	-33	-34
投资	7	2	-4	-1	0	0
其他	6	-1	5	1	1	1
投资活动现金净流	-5	-37	-144	-36	-32	-33
股权募资	0	704	7	0	0	0
债权募资	-44	-20	-45	-8	0	1
其他	-45	-15	-17	0	-14	-14
筹资活动现金净流	-89	669	-56	-8	-14	-13
现金净流量	8	732	-89	41	102	131

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	44	776	687	728	830	961
应收款项	34	62	96	107	124	141
存货	84	110	160	183	217	254
其他流动资产	3	7	40	42	50	58
流动资产	165	956	983	1,061	1,221	1,413
%总资产	55.8%	86.0%	77.2%	77.0%	78.3%	79.7%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	112	126	218	245	269	291
%总资产	37.9%	11.3%	17.1%	17.8%	17.2%	16.4%
无形资产	18	27	69	68	68	68
非流动资产	131	155	290	317	339	361
%总资产	44.2%	14.0%	22.8%	23.0%	21.7%	20.3%
资产总计	296	1,111	1,273	1,378	1,560	1,774
短期借款	65	45	0	0	0	0
应付款项	51	109	218	217	257	300
其他流动负债	16	23	32	36	40	44
流动负债	131	176	250	253	297	344
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	8	8	0	0	0
负债	131	184	258	253	297	345
普通股股东权益	150	906	986	1,094	1,228	1,389
少数股东权益	14	20	28	31	35	40
负债股东权益合计	296	1,111	1,273	1,378	1,560	1,774

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.763	0.842	0.676	0.846	1.031	1.217
每股净资产	2.496	11.329	6.850	7.596	8.527	9.644
每股经营现金净流	1.691	1.255	0.768	0.587	1.029	1.232
每股股利	0.000	0.200	0.150	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	30.58%	7.43%	9.86%	11.14%	12.09%	12.62%
总资产收益率	15.49%	6.06%	7.65%	8.84%	9.51%	9.88%
投入资本收益率	18.98%	7.04%	9.30%	9.92%	11.03%	11.57%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.62%	60.14%	36.08%	19.74%	18.90%	16.73%
EBIT增长率	33.11%	70.84%	44.46%	18.25%	24.72%	18.74%
净利润增长率	66.37%	47.07%	44.45%	25.26%	21.76%	18.09%
总资产增长率	-3.42%	275.69%	14.56%	8.28%	13.23%	13.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	29.0	22.5	26.7	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	101.7	81.1	89.1	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	49.0	40.9	66.1	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	97.0	68.6	77.4	70.3	63.3	57.3
偿债能力						
净负债/股东权益	12.64%	-78.85%	-67.72%	-64.72%	-65.71%	-67.18%
EBIT利息保障倍数	13.3	23.3	-9.6	-11.9	-13.2	-13.3
资产负债率	44.47%	16.58%	20.26%	18.34%	19.04%	19.45%

#### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	7	11	25
增持	0	1	2	5	12
中性	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.50	1.54	1.53

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

#### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

#### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

#### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-20%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以下。

## 特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

### 上海

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

### 北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 5599-8803

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

### 深圳

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518026

地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B