

深度报告

“替代空间” + “产业拓展” = 快速成长

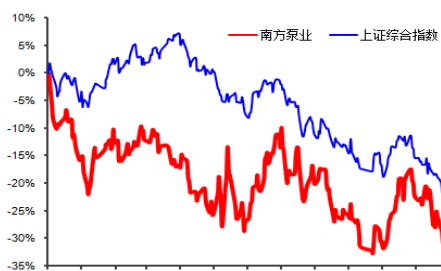
机械行业

2011年12月18日

投资建议:

推荐

所在行业最近52周走势:



相关报告:

2010/11/27 《泵业中的民族品牌旗手》

2011/4/27 《业绩持续快速增长》

2011/5/27 《借助高校研发力量, 实现战略发展》

2011/6/22 《超募资金合理化使用提升综合竞争力》

报告作者:

国联证券研究所低碳经济研究组
组长: 赵心

执业编号: 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。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

南方泵业 (300145.SZ) 跟踪报告

摘要:

- **“结构替代”和“进口替代”双重驱动保证国产不锈钢冲压焊接泵行业持续快速增长。**不锈钢冲压焊接泵凭借其在制造和使用过程中的突出优势, 未来存在对铸铁泵的“结构替代”和对国外产品的“进口替代”。两大驱动因素促使不锈钢冲压泵行业增速将远超前于泵行业增速水平, 未来五年行业的复合增长率可达25%以上, 市场发展空间巨大。
- **做强做大不锈钢冲压焊接泵业务, 为公司发展奠定基础。**公司不锈钢冲压泵收入占主营收入比例接近90%, 是公司最大的收入和利润来源。在行业高增长的背景下, 公司凭借技术、服务及性价比优势保持不锈钢冲压泵业务连续快速增长。随着公司募投产能的逐步释放, 我们预计未来三年, 公司的不锈钢冲压泵产品仍将保持30%左右的增速, 继续保持国内龙头地位, 为公司未来发展奠定基础。
- **横纵向的产业链双向延伸, 大大拓展公司发展空间, 为公司保持快速增长添加新动力。**公司利用已有泵技术优势, 不断向高端和其他泵类发展, 拓宽主业品种领域。以泵为核心, 不断向上下游产业延伸, 向上掌握电机等核心零部件的制造, 向下开发系列成套产品。目前公司在海水淡化泵、高端铸造泵领域都有涉足, 向产业链下游拓展的无负压变频供水设备业务增长迅速, 未来随着募投产能释放, 将成为公司未来新的利润增长点。
- **维持“推荐”评级。**我们预测公司2011年-2013年的EPS分别为0.67元、0.95元和1.32元。公司所处不锈钢冲压泵行业正处于快速成长期, 公司行业龙头地位明确, 多维度的产业链延伸为公司成长提供广阔空间, 快速稳定成长可期, 我们给予公司12年22-26倍的动态PE, 对应合理价格为20.9元-24.7元, 继续维持“推荐”评级。
- **风险提示:**原材料价格波动风险; 行业竞争加剧带来盈利能力下降风险; 进口替代进展缓慢及产品拓展低于市场预期。

前言

中国正处于经济转型的过渡阶段，传统经济增长模式的高峰已经过去，而新经济增长模式尚未成型。在这样的背景下，机械行业的方向在哪里？什么样的机械类公司会有更好的前景？从大方向来看，机械行业的发展必然是向高端装备制造发展。什么是高端装备制造？从我们的理解来看，不仅仅是航空、航天、海工等战略性的新兴产业，还包括了构成这些产业的基础装备、基础零部件行业。对于基础零部件、基础装备，也许没有大型成套装备那么光鲜，但却是构成高端装备制造的基础。在基础零部件、基础装备领域，蕴含了产业升级的方向，那些符合产业升级方向的基础零部件、基础装备制造企业将迎来新的发展机遇。南方泵业的不锈钢冲压焊接泵替代传统铸造泵的趋势明显，符合产业升级方向，以该产品为核心，公司进行多维度的业务拓展，未来发展前景广阔，这正是我们看好该公司的原因，也是本篇报告我们希望告诉投资者的——公司不仅仅是传统的泵制造商。

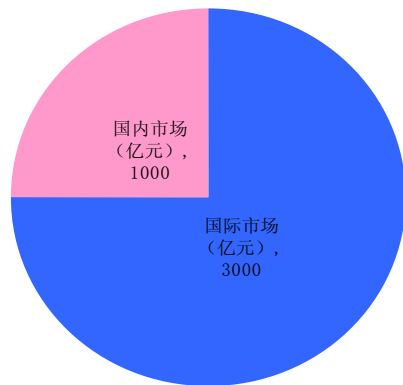
公司生产的不锈钢冲压焊离心泵不同于传统意义上的泵产品。国内不锈钢冲压焊离心泵相比传统泵产品及外资产品的优势明显，未来存在“结构性替代”和“进口替代”两大驱动因素。未来不锈钢冲压泵行业增速将明显高于传统泵行业增速。因此，公司所处行业发展空间较大。因此，我们研究公司时，不能单纯的将其归为传统的机械制造企业。公司作为国内唯一一家可以为外资品牌争锋的不锈钢冲压泵生产企业，未来将充分享受行业的高增长。公司内外兼修，不断延伸产业链，提升盈利能力，未来三年有望将保持30%以上的高增长。因此，我们认为公司完全有理由享受高于行业平均水平的高估值。

一、不锈钢冲压泵未来行业前景广阔

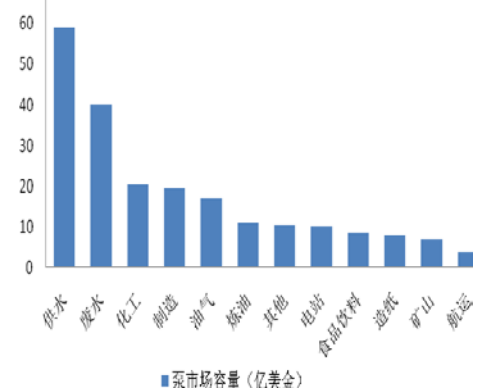
1.1 泵下游应用广泛 需求空间巨大

泵的用途广泛，市场需求巨大。泵作为一种能量转换的通用机械，其应用非常广泛。目前我国泵产品大约拥有450个系列5000多个规格，广泛应用于农田水利、建筑工业、石油化工、电力、冶金煤炭、环保、造船、食品医药、市政民用等国民经济各个领域。从下游应用行业的市场容量分布来看，其中供水及废水处理用泵空间最大。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1: 国内国际泵市场需求规模



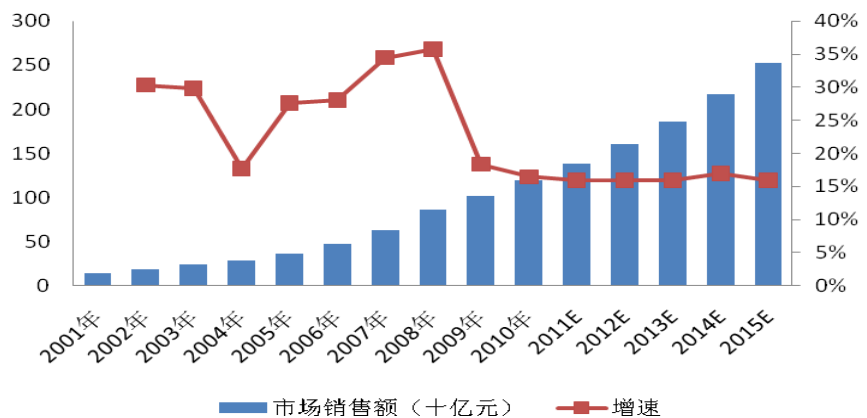
图表2: 泵的下游应用领域广泛



资料来源: 南方泵业招股说明书 国联证券研究所

泵产品市场需求稳定增长, 未来五年增速保持在15%-17%之间。在“十五”及“十一五”期间, 由于各行业尤其是流程工业的快速发展, 我国泵行业经历了高速发展, 2001年到2008年, 国内泵行业销售额的复合增长率达28%以上。2009年以来受全球金融危机影响, 销售额增速有所下降。根据浙江工业大学泵研究所的行业分析报告预测未来五年国内泵行业的发展速度在15-17%之间。

图表3: 泵及真空设备销售额及增速情况



资料来源: CEIC 国联证券研究所

1.2 不锈钢冲压焊接离心泵是泵业新军, 前景广阔

1.2.1 国内不锈钢冲压焊接泵仍处成长期 未来空间广阔

冲压泵历史较短, 未来发展空间较大。世界上首次采用冲焊技术生产离心泵的是20世纪60年代丹麦的格兰富(Grundfos), 于1965年推出了全部零件采用薄壁不锈钢板经冲压、焊接方法生产的井用潜水电泵, 80年代又推出了整体冲压成形的立式和卧式节段式多级离心泵。冲焊泵在我国则是在90年代才

开始出现，国内冲压泵行业发展历史远短于国外的发展历史，所以，目前国内冲压泵工业产值远远落后于国外。根据浙江工业大学工业泵研究所编著的《冲压泵行业现状及发展前景分析报告》，2008年国外不锈钢冲压离心泵市场销售额在180-200亿元之间，而国内市场销售额仅为30亿元左右。国内冲压泵行业尚处于成长期，未来成长空间较大。

1.2.2 不锈钢冲压焊接泵优势突出

不锈钢冲压泵制造工艺先进，节能优势明显。由于冲压泵加工方法采用的是冲压焊接成型，因此在生产制造过程中不会产生废水、废气及废渣，不造成环境污染。另外，冲压焊接属于节能制造方法，其所消耗的能源是铸造法的1/10。所以冲焊泵替代传统的铸造泵，对我国能源的节约具有双重深远的意义。

图表4： 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： 国联证券研究所

冲压泵的低噪环保、节材轻巧、清洁节能及使用寿命长优势显著。不锈钢冲压泵在使用效率、精度、外观、体积、材质、清洁及使用寿命方面明显优于传统的铸造泵。另外，在使用过程中能保证水利损失、容积损失小，水力效率较高，相比传统铸铁泵可以节能10%。符合国家的节能环保概念，受益国家政策扶持，未来发展前景良好。

图表5： 冲压离心泵与传统铸铁泵优势比较

	不锈钢冲压离心泵	传统铸铁泵
效率	比同类传统铸造泵高 10%左右	效率较低
精度	用模具冲压成型，精度高、平衡性能好，能保持运转的平稳性；运行时振动小、噪声低；	铸造而成，精度低；运行时振动较大、噪声高；
外观	抛光处理，表面光洁	流体表面粗糙
体积	采用薄壁不锈钢板材制造全部关键部件，重量相当于同类铸造泵的1/3—1/8，节约大量使用空间	重量较重，体积较大
材质	核心部件采用不锈钢板材，不会污染介质	核心部件采用铸铁，锈蚀易污染介质

使用寿命

抗腐蚀性强，使用寿命长

易锈蚀，使用寿命较短

资料来源：国联证券研究所

图表6：铸造泵与冲压焊泵对输送介质的影响比较

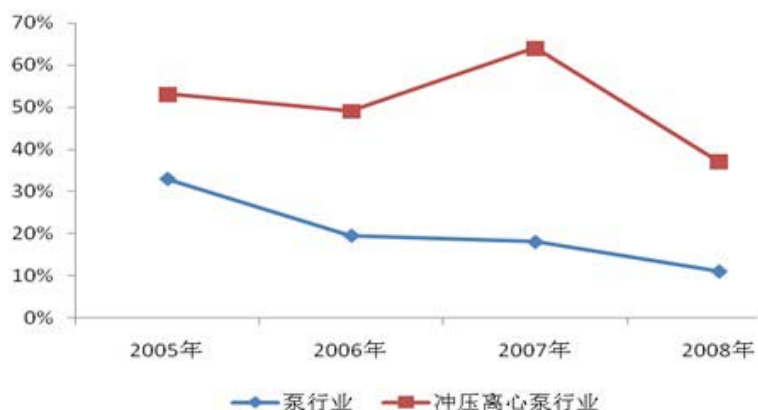
泵类型	零件生锈	结垢	对介质的污染
铸造泵	容易生锈	使用时容易结垢	严重
冲压焊泵	不生锈	不会结垢	没有

资料来源：国联证券研究所

1.2.3 替代铸铁泵及进口替代双重因素驱动行业高增长

消费升级驱动替代传统铸铁泵。不锈钢冲压泵安全、卫生及节能优势明显，随着经济水平的提高和对环保意识的增强，对水质的要求和节能的要求提升，市场逐渐从采购价格比较转向全寿命成本的比较，因此在很多领域不锈钢冲压泵代替铸铁泵成为趋势。从过去不锈钢冲压焊泵的发展趋势即可发现，其增速远远高于传统泵产品。我们判断这一趋势还将继续，国内不锈钢冲压焊泵对传统铸铁泵的替代仍有巨大空间。

图表7：冲压焊离心泵行业增速高于泵行业

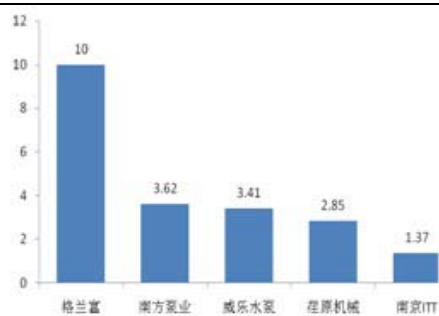


资料来源：《中国通用机械泵行业年鉴》 国联证券研究所

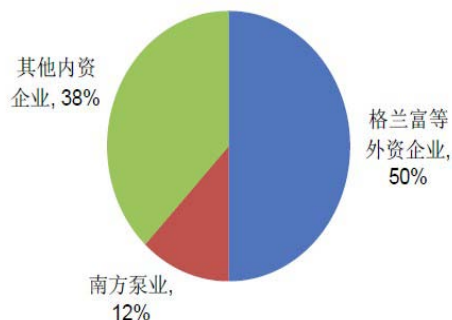
进口替代更为国内龙头企业增添增长动力。受不锈钢冲压焊离心泵行业壁垒的影响，目前国内市场上能生产和供应不锈钢冲压焊离心泵的企业仅有30家左右，竞争相对缓和。中高端产品基本被国外厂商垄断，国内冲压离心泵市场50%的份额被以丹麦格兰富为首的外资企业占领。国内优势企业正在崛起，如南方泵业占12%左右的市场份额，产品质量已经接近国外品牌。另外还有上海连成、熊猫、凯泉等泵企都有生产不锈钢冲压泵产品，但是市场份额相对南方泵业较低。从价格方面看，国内不锈钢冲压泵价格仅为外资品牌价格的40%左右，具有较高的性价比优势。另外，在售后服务方面，优势内资品牌具有完善快捷的优势，因此，进口替代的趋势仍将继续，并且随着国内产品的推广，性价比优势将进一步加速市场容量的扩张（较高的性价

比推动应用范围的扩张)。

图表8: 国内冲压泵市场前五名销售额(亿元)



图表9: 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

1.2.4 未来国内冲压泵行业有望保持 25%以上增速

冲压泵未来成长空间巨大, 其增速将高于泵行业平均水平。从不锈钢冲压泵下游需求行业对其需求方面分析看, 在楼宇供水、海水淡化、中低压锅炉给水、空调循环水以及制药精细化工等领域的普及程度较低, 其未来需求巨大。因此, 未来国内不锈钢冲压泵在结构替代和出口替代的双重驱动下, 其在未来3-5年内的行业复合增长率有望达到25%左右, 将远高于中国泵行业15%-17%的行业平均增速。优势企业则将更加受益于行业的增长和进口替代。

图表10: 部分下游需求情况

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

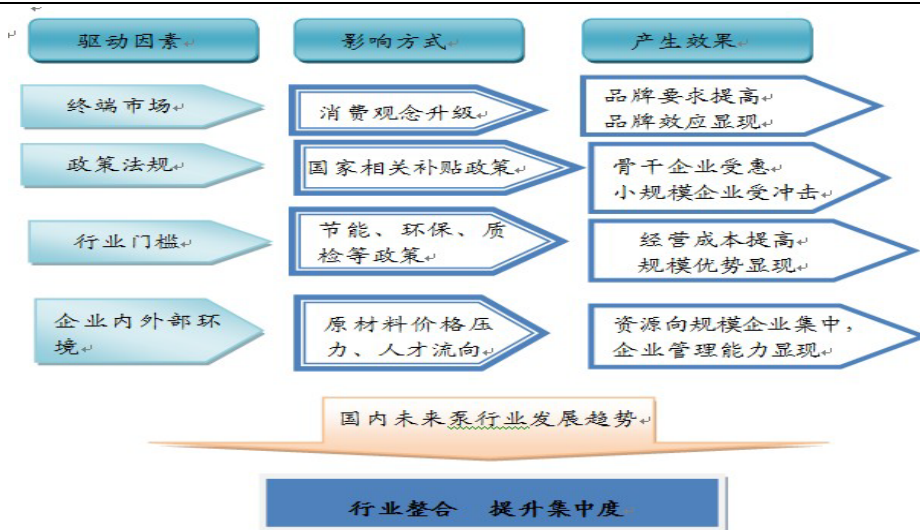
资料来源: 招股说明书 国联证券研究所

1.3 行业整合的必然趋势为优势龙头企业奠定壮大基础

泵行业集中度低, 未来行业整合是必经之路。在我国泵行业市场上, 具有一定规模的从业企业有3500多家。市场的离散度很高, 尚处于自由竞争的分散状态。整个泵业市场虽有一个相对较强的第一集团, 但没有绝对的行业老大。且目前国内泵业的整体技术水平相对较弱, 在国际上难以形成强有力的竞争, 因此未来我国泵行业的整合是必然发生的情况。我们认为整合不是

简单的价格战，随着经济的发展和观念的成熟，追求品牌和质量及综合成本优势成为趋势，因此行业中产品偏中高端的优势企业既有良好的经济实力、技术基础，又有广阔的整合空间，未来将呈现强者恒强的局面。

图表11: 泵行业整合的驱动因素



资料来源：国联证券研究所

二、不锈钢冲压焊接泵奠定公司发展基础，多维度拓展产品领域，公司稳健快速成长可期

凭借不锈钢冲压焊接泵行业的快速增长，公司传统主业将保持快速增长，以此为基础进行多维度产品扩展，不断提升公司成长空间。我们认为公司未来存在如下可能的发展路径。

1、做强做大原有主业——原有不锈钢冲压焊接泵领域是基础，未来几年享受行业高增长，持续做强做大，成为公司发展的坚实基础；

2、向高端和其他泵类发展，拓宽主业品种领域。

向高端拓展，掌握技术制高点——发展海水高压淡化泵，与高校合作研发，提升产品开发能力，特别是在品质、节能和关键技术领域保持领先；

向其他泵类产品拓展，将研发、技术和管理扩到其他产品，迎合下游客户追求质量、品牌的趋势——如发展铸造泵，但不是简单的模仿，而是在产品品质、服务等方面差异化竞争；

3、向上游拓展，掌握核心零部件；

4、向下游拓展，以泵为核心开发系统产品——目前是无负压变频供水设

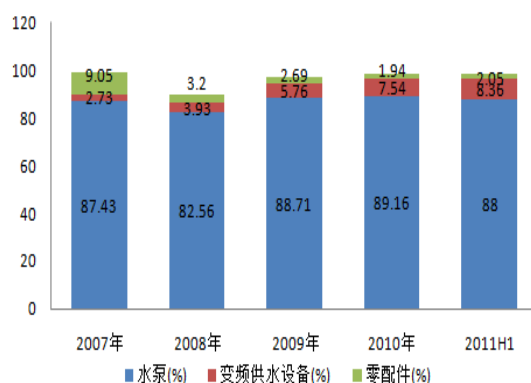
备。

我们判断公司在现有核心主业的基础上，通过相关领域的拓展，未来几年都将保持收入和利润的快速增长。

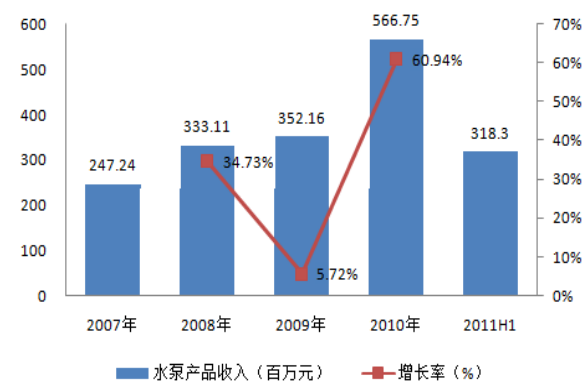
2.1 做强做大泵业务，奠定公司成长基础

不锈钢冲压焊接泵产品是目前公司最大的收入来源，是未来公司发展的基础产品。公司不锈钢冲压泵产品收入占主营收入比例接近90%，是目前公司最大的收入来源，且随着下游需求的不断增长，公司泵类产品收入增长迅速，2010年泵类产品实现566.75百万元的销售收入，实现同比增长60.94%。2011年上半年水泵产品实现营业收入318.3百万元，接近08年全年水泵产品收入。因此，泵类产品也公司未来发展的基础产品。

图表12: 公司泵产品收入占比情况



图表13: 公司泵产品收入增长迅速



资料来源: Wind 国联证券研究所

2.1.1 多重优势保证传统业务持续稳定增长

公司技术优势明显，产品质量接近国外产品。公司拥有强大的研发团队，产品技术在国内处于行业领先地位。目前是国内不锈钢冲压焊接离心泵领域中少数可以与外资企业抗衡的内资品牌。公司产品已经成功应用在国内知名的企业和工程，2010年6月公司的轻型立式多级离心泵（CDL系列）通过中国质量认证中心的认证，获得“中国节能产品认证证书”，且被列入“节能产品政府采购清单”。

图表 14: 公司主要成功应用案例

应用领域	中标企业和工程	备注
建筑供水、净水领域	上海环球金融中心、上海金贸大厦、世博会中国馆、泰山核电站、五棵松奥运篮球馆、济南奥体中心、济南国际会展中心、中央电视台塔、大庆油田	公司是上海环球金融中心中标的唯一一家国内泵企
食品饮料	燕京啤酒公司、杭州娃哈哈、青岛可口可乐公司	-

制药领域

江中药业公司

-

其他企业

沈阳风机工业集团有限公司、成飞集成

-

资料来源：公司网站 国联证券研究所

产品价格优势推动抢占外资市场份额。公司产品相对外资产品具有明显的价格优势，公司产品在质量上基本能接近外资产品，而公司产品价格仅为外资产品的40%左右，其价格优势十分明显，因此随着公司产品质量的提升，对外资品牌产品的替代空间不断打开，为公司发展提供了更加广阔的市场空间。

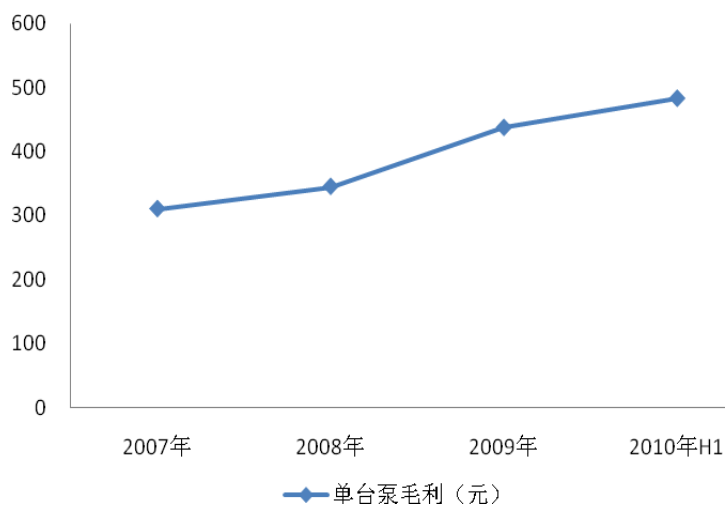
公司服务优势明显，在市场开拓中更占先机。公司在国内建立了广泛的销售、服务网络，直销模式保证服务品质。2010年公司重点完成销售网络的铺设，目前已经设有50多个销售服务中心，从东部沿海、沿江地区延伸到新疆、广西、云南等内陆地区。公司国内销售网点一律采用直销模式，这是国内其他同行所不能媲美的，直销模式保证了公司产品的售后服务质量和及时性。而相对于外资产品而言，国内产品各方面将更加贴近客户，其售后服务优势也更加明显。**公司服务规范，领先同行。**公司是国内泵业中较早开通400免费客户服务电话的企业，并且在行业中率先推行产品的条码管理，在产品质量控制、服务质量、及时性方面都有显著的优势。随着经济和工业发展，工业用品对于品牌、服务的质量越来越高，公司的服务优势将帮助公司更好地占领市场。

我们预计公司的不锈钢冲压焊接泵产品仍将保持较快的增长。我们预计由于公司的性价比、服务优势，公司不锈钢冲压焊接泵产品的增速将快于行业的增速，随着公司募投产能的逐步释放，我们预计未来三年，公司的不锈钢冲压焊接泵产品仍将保持30%左右的增速。

2.1.2 公司传统泵业务产品结构优化，盈利能力稳中有升

泵产品向中高端发展，平均单台毛利不断提升。公司不锈钢冲压泵种类较多，随着公司产品质量的提升和客户认可度的提升，公司产品结构中附加值较高的产品比重不断提升，因此公司的不锈钢冲压焊接泵产品的平均单台毛利水平逐年上升。从2007年-2009年的平均单台毛利水平分析，我们认为2009年的平均单台毛利率水平大幅上升有原材料价格下降因素的影响；但2010年，不锈钢价格及电机价格持续上涨的条件下，公司的平均单台毛利水平有所上升，显示出公司产品结构向高附加值倾斜的趋势。随着公司产品不断替代外资品牌以及不断提高高附加值产品比例，公司平均单台毛利水平仍有可能保持持续上升的趋势。因此，在对公司的盈利预测中，我们检验了对毛利率的预测，平均单台毛利保持了5%左右的年增幅，我们认为合理的。

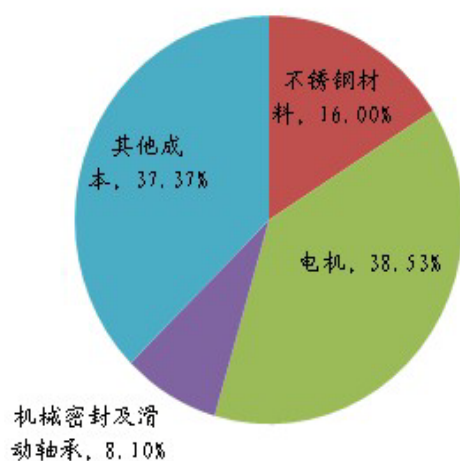
图表15: 公司泵产品平均单台毛利水平逐年提升



资料来源: 国联证券研究所

应对产品原材料价格波动具有一定能力。2011年3月1日,公司公告了上调部分产品价格,原因是原材料价格上涨,显示出公司具有一定的价格转嫁能力。我们观察了最近几年不锈钢价格的变动,并对比了原材料价格上涨对于同类公司(新界泵业)的影响,发现2010年原材料价格上涨对于公司毛利率的影响要小于其他两家泵业上市公司。我们判断这一方面原因是公司产品结构在不断优化,另一方面是公司具有一定成本转嫁能力。因此我们判断,未来只要不出现材料的暴涨暴跌,公司的毛利率将保持在合理的水平。

图表16: 南方泵业的成本构成



图表17: 新界泵业的成本构成

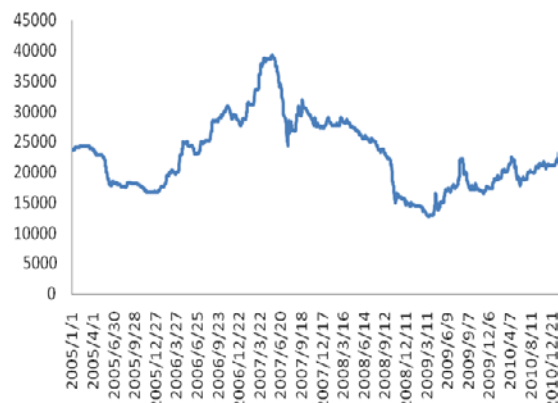


资料来源: 公司年报 国联证券研究所

图表18: 其他泵企原材料铸铁平均价格走势

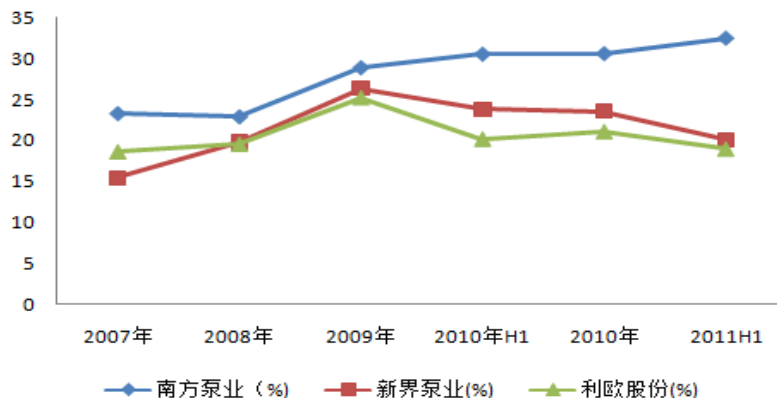


图表19: 南方泵业原材料不锈钢价格走势



资料来源: 国联证券研究所

图表20: 公司毛利率优势明显



资料来源: wind 国联证券研究所

2.2 以泵为核心横纵向延伸产业链, 大大拓展发展空间

2.2.1 借鉴国际经验, 延伸产业链, 为公司做大做强提供保障

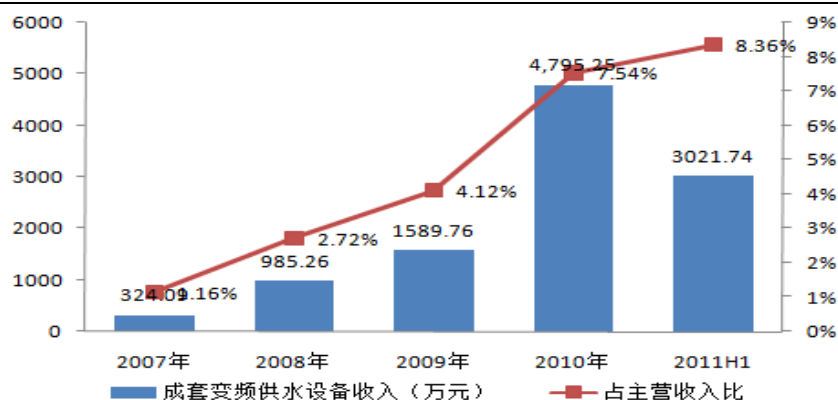
以泵为核心向下游发展是国际泵业巨头发展的普遍特征。全球泵行业中的龙头领军企业丹麦的格兰富及美国ITT公司, 其公司产品均是以泵为核心, 向上下游产品发展。目前格兰富的产品除了包括UP系列循环泵、SP系列井用潜水电泵、CR系列立式多级离心泵三大主导泵类产品之外, 还包括电机产品、变频控制系统产品以及泵产品下游的无负压变频供水设备、净水解决新方案、系统等。其他泵业中的国际巨头的产品结构也基本包含了泵及其上下游产品。因此以泵为核心开发系统产品, 向上下游发展是泵企发展壮大的共同路径。

2.2.2 发展无负压变频供水设备, 向下游发展迈出坚实一步

公司进军无负压变频供水成套设备领域, 业务快速发展。工作泵组是无负压变频供水设备中的核心零部件, 公司利用自身不锈钢冲压泵生产优势,

抓住市场发展机遇，积极向该业务拓展。公司从2007年开始涉足无负压变频供水设备领域，该业务快速增长，占主营收入比例迅速提升，2011上半年该业务收入占比上升到8.36%，且收入比09年全年收入增长了100%。未来随着募投项目的建成投产，该业务将进入快速发展通道，成为公司新的利润增长点，为进一步增强公司实力奠定坚实的基础。

图表21: 公司无负压变频成套供水设备收入及占比情况



资料来源: wind 国联证券研究所

无负压变频供水设备是新一代供水设备，具有环保、节能等优点。无负压变频供水设备是目前国内最先进的二次加压设备，是城市建筑楼宇供水的必须装备。它是以市政自来水管网为水源，在此基础上进行叠压供水，形成密闭的连续接力增压供水方式。整个系统由工作泵组、稳流装置和智能变频恒压装置组成。无负压变频成套供水设备相比前2代的增压供水设备具有明显的优势。

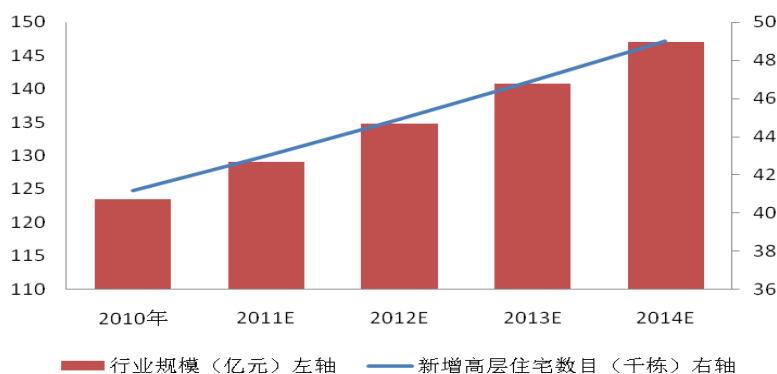
图表22: 无负压变频供水设备替代效应明显

比较项目	无负压变频供水设备	第二代产品
基础建设	不用建水池、水箱、建筑物基础投资小	需建低下水池或水箱，建筑物基础投资较大
水质污染	全封闭、无水质二次污染	地下水池或水箱存在二次污染
相同用户工作泵组功率	利用原管网余压，泵组运行功率小，节能	原管网余压不能利用，工作泵组运行功率偏大
供水流量	零星流量时，通过旁通阀组直供，无需启动泵。全封闭系统无渗漏，节水、无需维护水池	零星流量时，需启动泵，需维护水池
用电节能	无负压管网叠压，变频控制，较第一代产品节能 50%左右	变频恒压较第一代产品节能 30%左右
环保方面	全封闭，无二次污染	开放式水池，有二次污染
占地面积	结构简单紧凑，占地面积少，易安装	地下水池占地面积大，建设周期长

资料来源: 招股说明书 国联证券研究所

旧城改造、新建楼宇提升供水设备需求，未来行业前景良好。随着经济的发展，人们对于饮用水安全和节能环保的要求越来越高，以不锈钢泵为核心的无负压变频供水设备对于传统供水设备的替代将越来越广泛，具有广阔的市场前景。根据建设部目标，2020年城市人均住宅面积要达到35平方米，而根据专家预测，到2020年城市人口总数将达8亿，每年将保持2.4%的增长速度。按照城市人均建筑面积的增长速度，对人口密集是北京、上海、天津、广东、山东、江苏、浙江、重庆和湖南九大省市未来对二次供水设备的需求容量进行预测，预计这九大省市成套供水设备未来每年的市场规模在100亿以上，并且需求还将随着每年城市高层建筑物新建而快速扩大。预计到2014年，其市场规模可达150亿元左右。

图表23: 2010-2014年九大省市楼宇供水行业规模预测



资料来源: 公司招股说明书 国联证券研究所

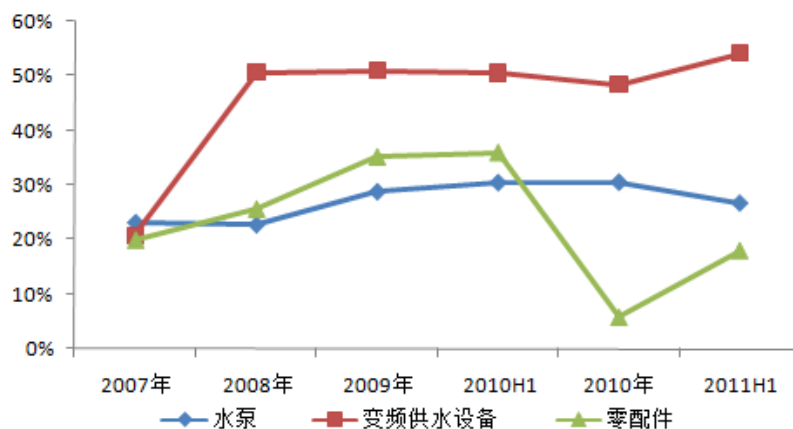
国内无负压变频供水设备行业处于成长期，行业尚是一片蓝海。从目前国内做的较好的供水设备企业来看，行业中仅有包括青岛三利、上海熊猫及北京威派格等几家企业做的相对较好，但其中销售规模最大的青岛三利的规模仅在6-7个亿左右。相对国内100亿以上的市场规模，其占比相对很小。因此，目前国内成套供水设备领域中还没有产生明显优势的龙头企业。这就为南方泵业提供了较大的发展机遇。

公司进军无负压变频成套供水设备领域优势明显。相对其他竞争对手，公司在该领域具有强大的竞争力，具体体现在：（1）供水设备用泵的自给率高，有效控制成本，且有利于产品质量的控制；（2）公司强大的直销网络，可为供水设备的销售提供良好的销售支持，节省市场开拓的时间和成本支出。

成套设备毛利率高于泵类产品，对公司业绩贡献将超过收入增速。无负压变频成套供水设备的毛利率远远高于泵类产品的毛利率，即使未来市场竞争加剧，毛利率有所下滑，但整体盈利能力仍可望高于泵类产品，成为公司

业绩增长的新的明星产品。

图表24： 成套设备毛利率高于泵类产品毛利率



资料来源：公司招股说明书 国联证券研究所

我们认为公司进入无负压变频成套供水设备领域具备较强的竞争优势。公司抓住行业发展机遇，借助募集资金建立年产2000套无负压变频供水设备生产线，该募投项目达产后，供水设备产能将增加7倍，保证公司该项业务的快速增长。该业务将成为公司未来新的利润增长点。

2.2.3 无负压变频成套供水设备只是一个开始

我们认为公司的无负压变频成套供水设备只是公司在尝试以泵为核心拓展系统产品，向产业链下游发展的一个重要尝试。随着公司的发展，相信会出现更多的类似发展可能。尽管站在目前的时点我们无法判断公司还会向什么领域拓展，但国外厂商的产品结构和产品发展方向能够为公司提供有益的参考。而通过与客户的接触和市场的分析，我们相信公司还有继续向下游拓展的可能。

2.3 拓展泵类产品，掌握技术制高点，丰富产品内容

2.3.1 向高端拓展，掌握技术制高点

发展海水高压淡化泵，提升产品开发和制造能力。海水淡化高压泵是指在海水反渗透系统中使用的水平中开式多级高压离心泵，泵体材料由耐海水腐蚀不锈钢材料制作，是海水淡化装置中的核心设备之一，目前基本都依赖进口。公司借助自身不锈钢泵的生产技术优势，成功研制出海水淡化高压泵，已取得阶段性成果。2000吨级以下产品已经正式生产，并在客户中使用，获得良好反馈。5000吨级处于在设计中，万吨级的海水淡化高压泵目前也已经在研究中，到12年将验收。我们认为，海水淡化泵的研发尽管在短期内不会对公司的业绩产生巨大的影响，但是公司在研究过程中积累的经验、技术和声誉将为公司未来的发展埋下伏笔，一方面有利于公司进入中高端产品的蓝

海，另一方面也为公司在其他领域的拓展做好了技术储备。

借助外部研究资源，推动公司研发实力不断提升。2011年5月26日，公司公告浙江大学合作成立研发中心，以期实现在离心泵、海水淡化及其它水系统节能技术及可靠性研究方面突破系列瓶颈技术。我们认为公司此举具有四两拨千斤的功效，借助外部强大的研发资源，撬动公司整体研发实力的提升和新产品的储备。

我们认为，未来的竞争将不仅仅是价格的竞争，而是创新能力、管理能力、营销能力等等能力的综合竞争，而创新能力是其中最为重要的能力之一，也是中国很多企业缺乏的。然而我们看到公司已经在从“中国制造”向“中国创造”的道路上迈出了坚实的一步，我们认为只有坚持这样走下去，才能在行业中不断积聚优势，在行业的整合中处于优势地位，并不断发展壮大。

2.3.2 开发其他泵类产品——技术、管理、销售的低成本扩散

公司正从不锈钢冲压焊接泵领域向其他泵类产品拓展。公司正在涉足铸造泵领域，目前产品已经实现销售，并且受到客户好评。

将技术、管理、销售低成本扩散到其他泵类产品，打开发展新空间。公司目前做的铸造泵产品并非简单的制造或仿制，而是将公司具有优势的技术、管理理念融入到新产品开发中，迎合了下游客户追求质量、品牌的趋势，在产品品质、服务等方面实现了差异化竞争。因此，同样类型的铸造泵产品，公司的售价要高出同行10%左右，但却能得到客户的认可和好评。同类产品在中高端领域竞争的策略能够充分发挥公司的技术、管理、销售优势，使得公司在新领域的开拓占据有利地位。

业务的扩展，从高技术、管理能力强、销售渠道优势的领域出发，至少可以获得两方面的优势，一是同向拓展高端领域的壁垒相对较小，二是将成功经验应用于相对较低要求领域的成本很低。因此，我们认为占据了技术、管理、销售优势地位的企业远比其他企业的扩张能力强，而南方泵业目前正处于这样的位置，我们看好公司未来在泵产品领域的持续扩张。

2.4 向上游拓展，掌握核心零部件

公司目前已经具备生产部分电机及变频器件的能力，显示出公司向上游核心零部件领域拓展的尝试。从国际经验来看，格兰富等泵业巨头也存在向上游控制核心零部件的情况，因此，我们认为，公司未来有可能会尝试扩大自身核心零部件的制造、研发能力。

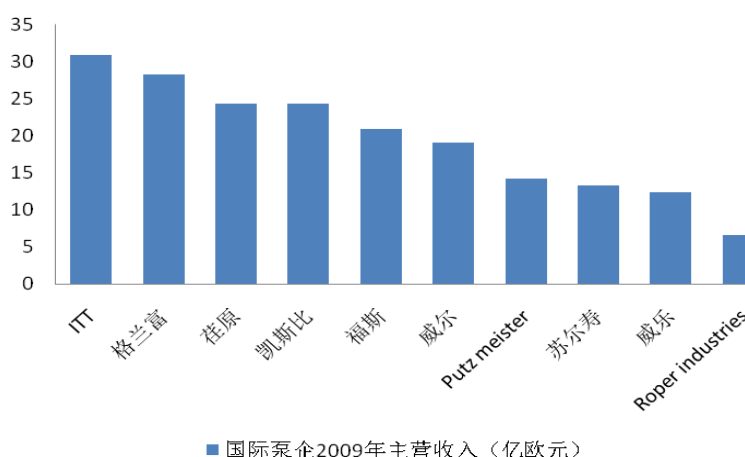
公司在行业中处于优势地位，通过产品品种拓展、产业链延伸、研发制

造能力提升等方式将大大推动公司发展，我们认为未来三年公司将处于快速成长期，加上资本市场的助力，公司正加速向行业龙头发展，我们看好公司发展前景，预测公司未来三年的收入、净利润增长将远远领先于行业平均水平。

三、国际巨头经验是否可助公司成长为行业巨头？

传统行业也有春天。泵是一个传统行业，在投资者的印象中，这个行业似乎技术含量不高，竞争激烈，企业具有足够的成长性吗？我们认为这是误解，对于不同的产品领域，竞争程度不一样，技术要求不一样，企业的发展空间也不一样。泵行业中也可以成长出伟大的公司。我们可以观察到的有格兰富、ITT、荏原、美国FLOWSERVE等国际泵业巨头都有庞大的销售规模。那么中国的泵行业中是否也有可能成长出这样的公司呢？

图表25：国际泵企2009年主营收入情况



资料来源：相关公司年报 国联证券研究所

国际泵业巨头的经验是否可以借鉴？考察格兰富的发展历程，我们发现，格兰富成功的经验有（1）**不断创新的技术优势**：格兰富的成功离不开持续的技术、产品创新，始终在自身的领域内走在行业的前列，其产品在高效节能领域不断改进、创新，积累了雄厚的优势；（2）**多维度拓展产品**，格兰富公司自1945年研制出FOSS后，相继持续开发了活塞泵、离心水泵、涡轮抽水泵、喷射泵、VP循环泵、潜水泵、太阳能水泵系统、排泄泵、监测泵MP1、循环泵UPE Series 2000、采用永磁电机的循环泵、数字定量泵等多种泵产品。（3）**产业链的上下延伸**：在上游产业链上，格兰富进入核心零部件领域，在1974年开始自己制造电动机，1985年开始自主制造电子控制系统，通过核心零部件的自主制造，公司进一步提升了竞争力；在产业链的下游，公司以泵为核

心，提供成套设备和系统解决方案，在供水、净水、污水处理等领域都有良好的拓展，大大提升了公司的发展空间和竞争优势。实际上，我们观察这些国外泵业巨头，发展模式都有相似之处。而我们可以看到公司目前的发展思路有类似之处，国际巨头的经验是否可以助力公司的成功？

不积跬步，无以至千里；不积小流，无以成江海。伟大的企业也是由小企业一步步发展而来。尽管站在现在的时点，我们无法断言公司未来一定能够成为中国的格兰富，但是格兰富的例子真实地向我们展示，泵行业也有大未来；而同时南方泵业的种种行动也在向我们展示公司从优秀向卓越发展的步步脚印。我们将持续跟踪公司发展，见证公司的辉煌或挫折。

四、盈利预测

我们根据公司2010年及2011年上半年季度业绩增长情况以及公司主营业务的分析，并在相关募投项目顺利达产的假设条件下，对公司的具体业务预测如下：

1) 不锈钢冲压焊接离心泵业务未来稳定增长

公司不锈钢泵系列产品2010年实现销量306349台，预期公司在今后泵类产品的销量保持稳定增长，随着产品结构的不断优化，产品价格略有上升。我们预计公司2011年、2012年和2013年公司泵系列产品销售收入的增长率分别为31.25%、32.37%和30.34%。

2) 无负压变频供水设备产能逐步释放，业绩快速增长

公司无负压变频供水设备的生产线在2011年6月底将进行试生产，假设其产能释放按公司进度进行，预计公司2011年、2012年和2013年供水设备的销量分别为550台、1,200台和2,000台，实现销售收入分别为86.25百万、135.00百万和195.00百万。

3) 其他零配件业务以15%的增长率增长。

4) 其他业务暂不作考虑。

5) 考虑到公司在10年大幅提升职工薪酬后，在今后一段时间内员工薪酬将处于当前的稳定状态，因此，未来销售费用中的员工薪酬的增加将主要是来自新招聘人员的薪酬增加，我们按照公司新增销售网点人员增加费用及固定资产折旧计算，预计2011年公司的销售费用率将保持在10%左右，未来随着营销网点建成盈利，费用逐渐摊薄，我们给予公司2012年和2013年销售费用率分别为9.5%和9.3%。未来由于研发费用的增加，我们预计公司未来2

年的管理费用率将较10年有所增加，我们预测公司未来三年管理费用率将保持在8.8%左右的水平。

根据以上预测，我们预测公司2011-2013年分别实现主营收入8.44亿元、11.35亿元和14.97亿元，实现净利润0.99亿元、1.41亿元和1.95亿元，按除权后股本计算分别实现每股收益0.67元、0.95元和1.32元。

图表26: 公司2011年-2013年主营收入预测

		2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
泵类产品	销售收入 (百万)	333.11	352.16	566.75	743.874	984.636	1283.326
	YOY	34.73%	5.72%	60.94%	31.25%	32.37%	30.34%
	毛利率	22.87%	28.85%	30.56%	30.50%	31.01%	31.67%
无负压变频供水设备	销售收入 (百万)	15.86	22.9	47.95	86.25	135	195
	YOY	105.10%	44.35%	109.40%	79.87%	56.52%	44.44%
	毛利率	50.75%	51.03%	48.48%	54.18%	52.00%	50.00%
零配件	销售收入 (百万)	9.62	6.94	11.63	10.62	12.22	14.05
	YOY	-53.06%	-27.91%	56.46%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	25.65%	35.23%	5.77%	18.01%	20.00%	22.00%
其他业务	销售收入 (百万)	41.56	11.17	8.61	-	-	-
	YOY	-	-	-	-	-	-
	毛利率	-5.55%	-35.72%	10.76%	-	-	-
营业收入总计	销售收入 (百万)	403.48	396.93	635.65	844.29	1135.93	1497.06
	YOY	42.69%	-1.62%	60.14%	32.82%	34.54%	31.79%
	毛利率	21.86%	29.35%	31.17%	32.52%	33.14%	33.74%

资料来源：国联证券研究所

图表27: 公司盈利预测

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万)	635.65	844.29	1,135.92	1,497.05
营业成本	437.55	569.72	759.52	991.94
营业税金及附加	3.71	5.07	6.82	8.98
销售费用	57.93	84.43	107.91	139.23
管理费用	55.26	74.30	99.96	131.74
财务费用	3.49	-5.06	-3.91	-4.58
资产减值损失	2.17	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	1.19	0.00	0.00	0.00
营业利润	76.75	115.83	165.62	229.74

营业外收入	8.44	1.76	0.00	0.00
营业外支出	1.55	0.62	0.00	0.00
利润总额	83.63	116.97	165.62	229.74
所得税	13.20	17.55	24.84	34.46
净利润	70.43	99.43	140.78	195.28
少数股东损益	3.07	3.38	4.22	5.07
归属母公司净利润	67.36	96.05	136.56	190.22
每股收益（元）（按除权后股本算）	0.47	0.67	0.95	1.32

资料来源：国联证券研究所

五、估值

公司不能视为传统的机械行业。我们认为至少有两点不同。第一，公司所处的细分行业与传统机械行业不同，尚处于成长期，增速要远远高于传统机械行业，并且该领域的竞争相对缓和，公司的龙头优势已经确立。第二，公司的成长空间要大于一般的机械类企业，也大于传统的泵类企业，原因一是通过产品、产业链的拓展，公司未来的发展空间巨大，如果比照国际泵业巨头，公司未来可能的规模将是目前的10倍甚至是20倍，原因二是公司的研发、技术、渠道实力较强，其产品、产业链的拓展相对其他泵类企业更有优势。因此，我们认为公司比传统的泵类企业应该享受更高的估值。我们预计公司未来两年（2012、2013年）利润的复合增长率将达到40%，参照2012年机械行业内企业的0.6-0.7的中枢PEG值来看，如果给予南方泵业0.7倍的PEG，则2012年合理PE水平为28倍；如果给予0.6倍的PEG，则2012年合理PE水平约为24倍。

我们考察了目前上市公司中泵类企业的估值水平，利欧股份12年的PE值为14.94倍，相对较低，主要是因为公司海外业务占比较高，受海外市场低迷影响，使得公司12年估值较低；新界泵业12年的PE值为33.26倍，相对较高，主要是因为新界泵业受农田水利建设政策因素的刺激，市场对公司的估值相对较高。而南方泵业的当前股价对应的12年的PE值为17.99倍，低于其他两家的平均值，这和公司的质地是不符的，我们认为公司的PE水平应该高于均值。问题是，现在是南方泵业被低估了还是新界泵业被高估了？

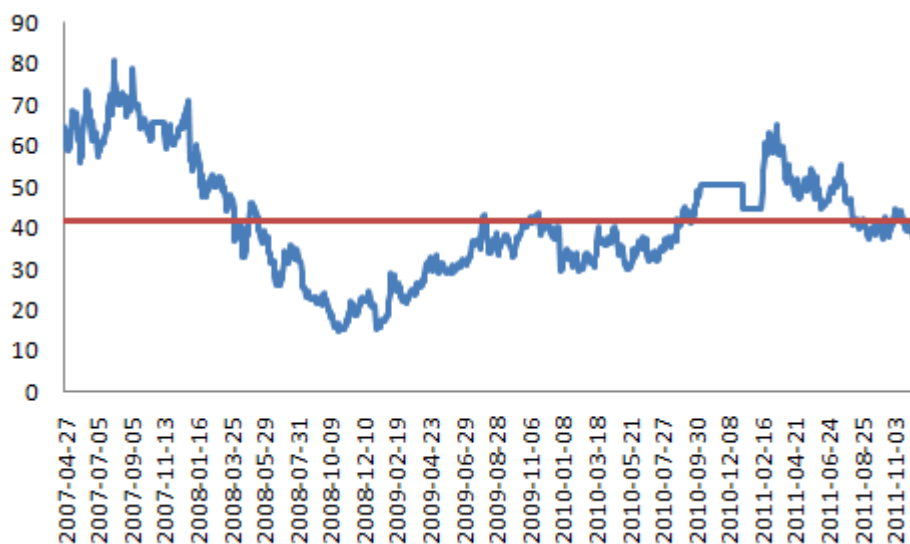
图表28 行业内可比公司估值

股票代码	股票名称	12月16日 收盘价（元）	EPS			PE		
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
002131	利欧股份	12.1	0.61	0.81	1.28	19.84	14.94	9.45
002532	新界泵业	22.62	0.5	0.68	-	45.24	33.26	-
平均						32.54	24.10	9.45
300145	南方泵业	17.09	0.67	0.95	1.32	25.51	17.99	12.95

资料来源：国联证券研究所 Wind

对于上面提到的问题，我们认为很难判断清楚。相反，我们以利欧股份的历史估值为参照系来看公司的估值。2008年到2010年的3年间，利欧股份的净利润复合增长率为32%，但在2008年-2010年的3年间，最低估值出现在2008年10月份的市场历史低点，为14.72倍，但这属于极端值。如果取平均的话，平均PE约在30倍，基本是PEG为1的水平。如果以2009年到2010年的2年时间来观察，利欧股份的净利润复合增长率约为25.5%，但公司在2009年、2010年的PE水平的底部却在30倍左右，这其中当然有市场环境的因素。参照利欧股份，我们认为南方泵业的估值中枢可以取PEG为0.8倍的水平，未来两年南方泵业的复合增长率达到40%，考虑市场环境，打个折，给予公司合理估值区间为2012年动态PE为22-26倍，则公司合理的股价对应约为20.9元-24.7元。

图表29：利欧股份历史估值情况



资料来源：Wind 国联证券研究所

如果我们假设市场再下调10%，公司股价较大盘调整相同幅度，相对当前股价下跌10%的幅度，即调整到16.2倍的PE水平，以12年EPS0.95元来计算，公司股价到2012年可以维持在15.4元左右的水平，下跌的空间是有限的。而如果公司估值水平维持在20倍PE，以2011年12月16日的收盘价计算，则可以获得11%的收益；如果估值能够达到25倍PE（我们可以看到，截至目前2011年的最低PE是23.5倍），则有39%的收益；如果市场向好，公司估值水平可能达到28倍，则有55.7%的收益。因此我们认为公司目前股价已经处于较低位置，加上公司身处创业板，弹性比较大一点，未来取得正收益的可能性较大。

我们给予公司“推荐”评级，考虑到公司短期经营仍然稳健，未受经济景气下行的明显影响，12年业绩维持较快增长的可能性较高；长期公司经营稳健，在中高端新产品拓展、成套设备领域、中部地区布局完善，长期投资

价值明显，维持公司2011年、2012年、2013年每股收益为0.67元、0.95元和1.32元的预测，给予公司合理估值区间为2012年22-26倍的动态PE，则对应的公司合理的股价约为20.9元-24.7元。并且从长期来看，公司发展空间较大，公司进取之意较足，战略布局稳步推开，是值得长期关注的投资标的。

六、风险因素

- 主要原材料价格波动风险；
- 公司受宏观经济影响超出预期的风险，这一风险始终存在，但是从公司2008年、2009年的表现来看，这种影响在可控的范围内，2009年公司收入的国内增速仍超过20%，我们认为随着公司横纵向产业链的延伸，抗宏观经济风险的能力在进一步提升；
- 业内竞争加剧风险，导致公司盈利能力下降的风险；
- 公司在进口替代进程中进展缓慢，造成公司业绩增长放缓风险；
- 公司未能在产业和产品上进行拓展，发展落后于市场预期风险。

附：盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	955.68	918.17	1043.94	1310.87	营业收入	635.65	844.29	1,135.92	1,497.05
现金	775.74	667.00	706.00	865.50	营业成本	437.55	569.72	759.52	991.94
应收账款	48.80	75.99	102.23	134.73	营业税金及附加	3.71	5.07	6.82	8.98
其它应收款	12.24	4.22	5.68	7.49	营业费用	57.93	84.43	107.91	139.23
预付账款	6.97	8.44	11.36	14.97	管理费用	55.26	74.30	99.96	131.74
存货	110.39	160.41	215.82	284.44	财务费用	3.49	-5.06	-3.91	-4.58
其他	1.54	2.11	2.84	3.74	资产减值损失	2.17	0.00	0.00	0.00
非流动资产	155.25	297.12	373.37	369.69	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	1.19	0.00	0.00	0.00
固定资产	119.47	187.50	346.96	343.77	营业利润	76.75	115.83	165.62	229.74
无形资产	27.26	26.78	26.30	25.81	营业外收入	8.44	1.76	0.00	0.00
其他	8.41	82.73	0.00	0.00	营业外支出	1.55	0.62	0.00	0.00
资产总计	1110.93	1215.29	1417.30	1680.56	利润总额	83.63	116.97	165.62	229.74
流动负债	176.18	193.86	252.18	316.93	所得税	13.20	17.55	24.84	34.46
短期借款	45.00	25.00	25.00	25.00	净利润	70.43	99.43	140.78	195.28
应付账款	65.88	92.87	124.95	164.68	少数股东损益	3.07	3.38	4.22	5.07
其他	65.30	75.99	102.23	127.25	归属母公司净利润	67.36	96.05	136.56	190.22
非流动负债	8.04	8.04	8.04	8.04	EBITDA	98.35	135.21	192.81	265.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS（元）	0.47	0.67	0.95	1.32
其他	8.04	8.04	8.04	8.04	主要财务比率				
负债合计	184.22	201.90	260.22	324.97	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	20.40	23.78	28.00	33.06	成长能力				
股本	80.00	80.00	80.00	80.00	营业收入	60.14%	32.82%	34.54%	31.79%
资本公积	729.34	729.34	729.34	729.34	营业利润	58.90%	50.92%	42.98%	38.72%
留存收益	96.96	193.01	329.57	519.78	归属于母公司净利润	47.07%	42.59%	42.17%	39.29%
归属母公司股东权益	906.30	1002.35	1138.91	1329.12	获利能力				
负债和股东权益	1110.92	1228.02	1427.13	1687.15	毛利率	31.16%	32.52%	33.14%	33.74%
现金流量表					净利率	11.08%	11.78%	12.39%	13.04%
单位：百万元					ROE	7.43%	9.58%	11.99%	14.31%
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
经营活动现金流	100.43	85.92	139.53	187.97	资产负债率	16.58%	16.61%	18.36%	19.34%
净利润	70.43	99.43	140.78	195.28	净负债比率	-78.85%	-62.57%	-58.36%	-61.70%
折旧摊销	11.23	16.20	25.61	33.68	流动比率	5.42	4.74	4.14	4.14
财务费用	3.82	-5.06	-3.91	-4.58	速动比率	4.80	3.91	3.28	3.24
投资损失	-1.19	0.00	0.00	0.00	营运能力				
营运资金变动	14.91	-36.47	-37.18	-46.04	总资产周转率	0.90	0.73	0.86	0.97
其它	1.23	11.82	14.24	9.63	应收账款周转率	16.21	13.53	12.75	12.64
投资活动现金流	-37.18	-160.00	-101.85	-30.00	应付账款周转率	12.97	10.64	10.43	10.34
资本支出	-38.83	-160.00	-101.85	-30.00	每股指标（元）				
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益（最新摊薄）	0.47	0.67	0.95	1.32
其他	1.65	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流（最新摊薄）	0.70	0.60	0.97	1.31
筹资活动现金流	669.23	-38.10	-1.58	-1.70	每股净资产（最新摊薄）	6.29	6.96	7.91	9.23
短期借款	-20.00	-20.00	0.00	0.00	估值比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	43.52	30.52	21.47	15.41
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	3.23	2.92	2.57	2.21
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	78.48	15.09	9.76	10.27
其他	689.23	-18.10	-1.58	-1.70					
现金净增加额	731.89	-112.18	36.10	156.26					

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%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	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:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写, 本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会, 还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。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。