

南方泵业 (300145.SZ)

其它通用设备行业

评级：买入首次评级

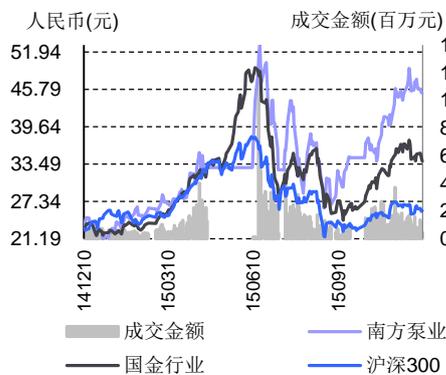
公司研究

市场价格 (人民币): 45.17 元  
 目标价格 (人民币): 56.80-56.80 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) 178.65  
 总市值(百万元) 15,049.89  
 年内股价最高最低(元) 53.08/21.19  
 沪深 300 指数 3635.94



## 环保大平台初现雏形，市值空间有望打破

## 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	1.097	0.750	0.702	1.418	1.846
每股净资产(元)	8.75	5.52	10.45	11.87	13.72
每股经营性现金流(元)	1.31	0.68	-0.16	0.80	1.70
市盈率(倍)	34.34	28.85	64.30	31.84	24.45
行业优化市盈率(倍)	30.05	40.37	66.91	66.91	66.91
净利润增长率(%)	31.60%	23.66%	18.89%	101.92%	30.25%
净资产收益率(%)	12.54%	13.58%	6.74%	11.97%	13.49%
总股本(百万股)	145.09	262.31	333.18	333.18	333.18

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **公司战略转型，有望从国内泵业龙头向环保产业新贵转变，打开市值空间：**公司是国内不锈钢泵龙头企业，在传统主业基数已大、增速趋缓时全面转型环保。公司作价 17.94 亿元收购金山环保 100% 股权，承诺 2015-2017 年净利润不低于 1.2/1.9/3.0 亿元，有望在未来几年帮助上市公司实现业绩的快速增长，从而打开市值空间。
- **环保水处理产业空间巨大，机会众多，实力厂商有望脱颖而出：“十三五”期间，污水处理行业增长前景仍然向好，空间达千亿。**受 PPP 模式快速推进利好，环保水处理项目机会众多，具备技术、项目经验、资金和渠道等方面实力的厂商将持续受益。
- **收购金山环保是成功转型的第一步，公司后续有望加速成长：**通过收购金山环保后，公司快速搭建起拓展环保行业的优秀团队，打破金山环保发展的资金束缚。短期内，公司又公告拟收购中咨华宇介入环评领域，我们预计公司将在环保产业链有持续收购，预计后续有望加速成长。
- **激励到位，上下一心打造环保新贵。**金山环保成为南泵第二大股东，与上市公司利益深度绑定。此外，公司近期启动了第二期员工持股计划，覆盖面广，平均购买价格为 44.46 元/股，预计将会带来很好的激励效果。

## 盈利预测

- 我们预测公司 2015-2017 年的收入分别为 17.1 亿元、25.6 亿元和 29.8 亿元，分别同比增长 8.8%、49.7%和 16.4%；净利润分别为 2.34 亿元、4.72 亿元和 6.15 亿元，分别同比增长 18.89%、101.92%和 30.25%；EPS 分别为 0.70 元、1.42 元和 1.85 元。

## 估值与投资建议

- 我们认为公司从泵制造转型环保，有望打开市值成长空间。考虑到公司收购金山环保仅仅是其转型的第一步，而在短期内又选择并购中咨华宇说明其转型决心很足且执行力高，我们预计公司后续仍将不断做外延布局。
- 公司当前股价对应 2015-2017 年 PE 为 64 倍、32 倍和 24 倍，我们认为公司业绩增长的确定性较高，同时存在较大的超预期可能性，给与公司“买入”评级，6-12 个月目标价为 56.8 元，对应 2015 年 PE 为 40 倍。

## 风险

- 环保工程坏账问题；收购中咨华宇失败；外延不达预期。

沈伟杰 联系人  
 (8621)60870933  
 shenweijie@gjzq.com.cn

徐才华 联系人  
 (8610)66216932  
 xucaihua@gjzq.com.cn

潘贻立 分析师 SAC 执业编号：S1130515040004  
 (8621)60230252  
 panyili@gjzq.com.cn

## 内容目录

水泵行业龙头，打造国内环保行业大平台 .....	4
公司是水泵行业龙头，拥有优秀企业基因 .....	4
战略转型，定位国内环保行业大平台 .....	5
环保产业景气度高，资本平台助力企业成长 .....	7
水处理行业市场巨大，模式创新助力企业成长 .....	7
政策、资本助力环保行业模式创新，PPP 模式带来大机会 .....	12
金山环保成长性优秀，南泵市值成长空间仍然广阔 .....	16
金山环保竞争力突出，发展前景广阔 .....	16
借助南泵上市平台，金山环保有望实现爆发式增长 .....	18
拟并购中咨华宇完善产业链布局，环保全产业链布局意图逐步清晰 .....	19
传统主业稳健增长，绿色水动力专家再次起航 .....	20
产品线布局日渐齐全，未来稳健增长仍可期待 .....	20
激励到位，上下一心打造环保新贵 .....	22
金山环保与南泵深度绑定，打造环保新贵 .....	22
二期员工持股计划完成购买，或有良好激励效果 .....	22
盈利预测、估值与投资建议 .....	23
关键假设 .....	23
盈利预测 .....	23
估值与投资建议 .....	23

## 图表目录

图表 1：公司的发展历程 .....	4
图表 2：公司主要产品 .....	4
图表 3：营业收入及其增速 .....	5
图表 4：归属于母公司净利润及其增速 .....	5
图表 5：公司主要产品情况 .....	5
图表 6：公司盈利能力 .....	5
图表 7：金山环保与公司具备较强的协同性 .....	6
图表 8：废水排放及处理量(亿吨) .....	7
图表 9：水处理行业相关政策 .....	7
图表 10：污染治理设施运行费用—污水处理厂 .....	8
图表 11：“十二五”污水处理相关投入 .....	8
图表 12：我国城镇污水处理设施历年投运情况 .....	9
图表 13：新旧标准关于水处理的重点区别 .....	9
图表 14：主要基本控制指标对比（单位：mg/L） .....	10
图表 15：提标前后污水处理各标准规模对比 .....	10
图表 16：中国现行水处理行业所用方法比例(按水量计算) .....	11

图表 17: 水处理市场容量测算 .....	11
图表 18: 近年来重要的节能环保产业政策和法规总结 .....	12
图表 19: 国家财政环境保护支出及其增速 .....	13
图表 20: 全社会环保投入连年增加 .....	13
图表 21: 中国政府推进 PPP 模式关键事件 .....	14
图表 22: 上市公司近年来接的 PPP 项目情况概览 .....	14
图表 23: 金山环保公司主要业务 .....	16
图表 24: 金山环保技术研发成果 .....	16
图表 25: 公司的太阳能集成处理污泥、蓝藻无害化、资源化新工艺属于颠覆性技术 .....	17
图表 26: 金山环保的创新平台 .....	17
图表 27: 金山环保近 3 年执行的重要合同概况 .....	18
图表 28: 金山环保营业收入及其增速 .....	18
图表 29: 金山环保净利润及其增速 .....	18
图表 30: 中咨华宇公司资质及相关情况 .....	19
图表 31: 公司的泵类主要产品系列以及所对应的应用领域情况 .....	20
图表 32: 公司供水设备系列产品 .....	21
图表 33: 房地产整体投资增速下滑 .....	21
图表 34: 公司研发投入增长及占比情况 .....	21
图表 35: 金山环保并入上市公司体系内后的股权示意图 .....	22
图表 36: 可比公司估值情况 (Wind 一致预期) .....	23
图表 37: 公司主营业务预测——按产品拆分 .....	24

## 水泵行业龙头，打造国内环保行业大平台

### 公司是水泵行业龙头，拥有优秀企业基因

- 南方泵业创建于 1991 年创建，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。2010 年 12 月，公司股票在深圳交易所创业板上市。上市之后，公司通过多次资本运作和完善产业布局走上快速发展轨道，巩固了在水泵行业的龙头地位。

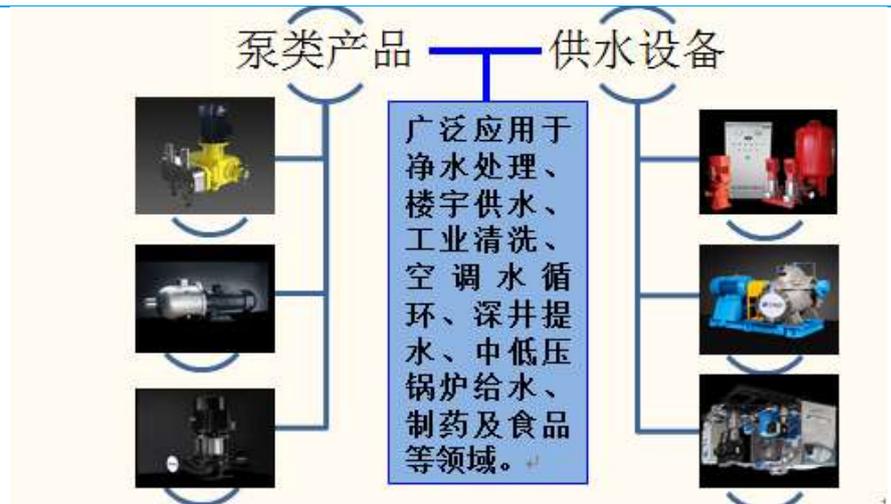
图表 1：公司的发展历程



来源：公司资料，国金证券研究所

- 公司目前已经成为国内不锈钢冲压焊接离心泵领域产销量最大的专业生产厂家之一，主营不锈钢冲压焊接离心泵及无负压变频供水设备等的研发、制造和销售，产品广泛应用于净水处理、楼宇供水、工业清洗、空调水循环、深井提水、中低压锅炉给水、制药及食品等领域。此外，公司不断拓展产品应用领域，逐步增强高端水利泵、污水泵、海水淡化泵等市场参与度。公司建立了完善的营销服务网络，在不断满足国内市场需求的同时积极出口海外市场。

图表 2：公司主要产品



来源：公司资料，国金证券研究所

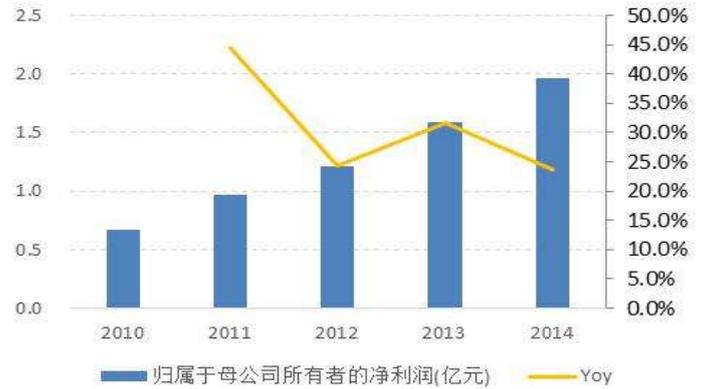
- 公司上市五年来，业绩保持较快增长。公司 2010-2014 年，营业收入从 6.36 亿元增长至 15.71 亿元，复合增长率达 25%；归属母公司的净利润从 0.67 亿元增长至 1.97 亿元，复合增长率达 31%。

图表 3: 营业收入及其增速



来源: Wind, 国金证券研究所

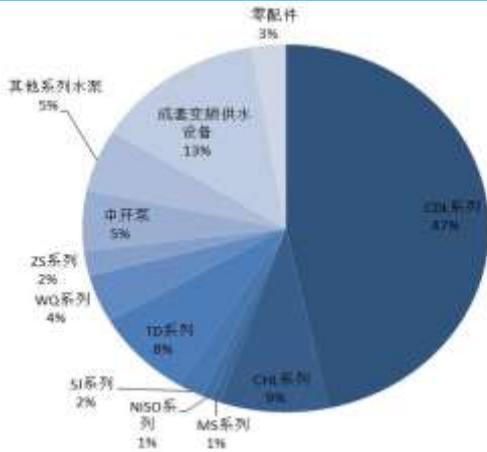
图表 4: 归属于母公司净利润及其增速



来源: Wind, 国金证券研究所

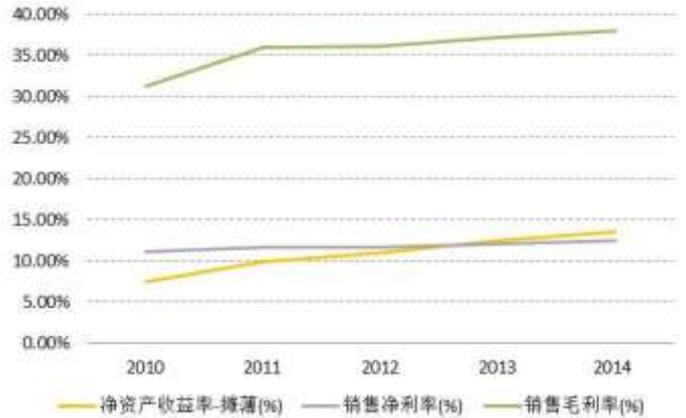
- **公司主要产品情况和盈利能力。**公司主要产品为不锈钢冲压焊接离心泵和无负压变频供水设备。其中 CDL 系列立式多级离心泵, 营业收入占比达 47%, 其次为成套变频供水设备, 占比为 14%。公司整体盈利能力较强, 其毛利率高于 30%, 且自上市逐步提升; 此外, 公司净利率始终保持在 10% 以上, ROE 从 2010 年的 7% 上升至 2014 年的 14%。

图表 5: 公司主要产品情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 公司盈利能力



来源: Wind, 国金证券研究所

- **为什么我们认为南方泵业是一家优秀企业?**公司紧紧抓住了不锈钢冲压离心泵对传统铸铁泵结构替代和进口替代的市场机会, 利用上市后的资金优势, 巩固了其在不锈钢焊接冲压泵领域的龙头地位。我们认为, 公司对于产业机会的良好把握来自于其管理团队对于产业发展规律的深刻认识、在企业运营方面的较强执行能力以及在资本运作方面的积极态度。

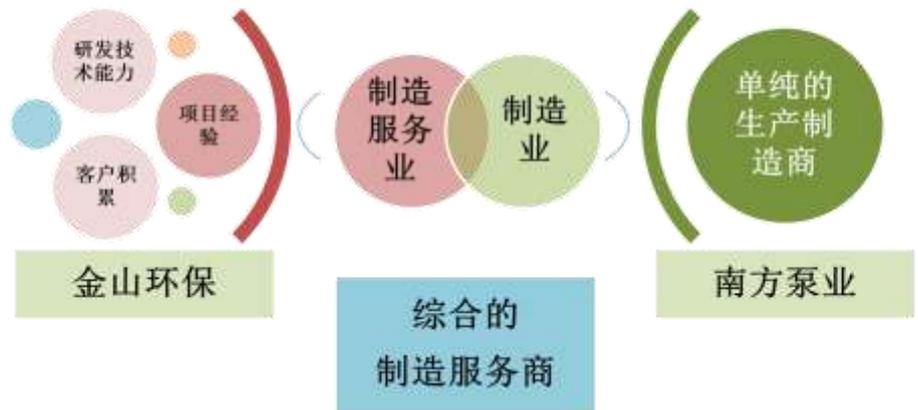
**战略转型, 定位国内环保行业大平台**

- **拓展环保行业——核心管理层做大企业的期许。**截止 2014 年, 公司的营业收入和净利润分别已达到 15.71 亿元和 1.96 亿元, 基数已大, 且整体增速相比过去几年有较大幅度下滑。在新的经济形势下, 基于继续做大产业的期许, 公司 2014 年底在年度报告中提出了利用资本市场加快企业转型升级的规划, 从单纯的生产制造商向综合的制造服务领域拓展, 推进投资并购的整合升级, 形成“制造业+制造服务业+投资发展”的战略模式。此外, 公司还提出抓住环保行业特别是水处理行业的发展契机, 加快在环保领域的布局。
- **收购金山环保, 转型环保迈出坚实一步。**2015 年 6 月, 公司通过收购金山环保在拓展环保领域上迈出了实质性的第一步, 金山环保作为国内优秀的

环保工程企业，在研发能力、技术实力、项目经验及客户积累等方面均有一定的优势。

- 2015年6月，公司公告拟发行股份6,830.9万股筹集资金17.94亿元购买江苏金山环保科技股份有限公司100%股权，并向公司董事长沈金浩、总经理沈凤祥募集配套资金不超过5000万元。
- 金山环保2014年末归属母公司股东权益为7.3亿元，归母净利润为8771万元，对应2014年静态P/E分别为20.5x；金山环保同时承诺2015~17年净利润分别不低于1.2/1.9/3.0亿元，收购对价对应2015年动态P/E14.9x。
- 金山环保是一家集投资、设计、制造、施工等于一体，具有总承包能力的大型水处理综合性公司，主要从事工业及市政污水处理相关业务，以及相关污水处理设备的研发生产和销售。金山环保的优势在于全面掌握了污水处理的多种工艺和技术，技术优势明显，高度重视研发和技术创新以及为客户量身定制最合适的污水处理配套方案。公司资质全面，在水处理业领域属于经验丰富、品牌知名度较高的污水处理企业之一。

图表7：金山环保与公司具备较强的协同性



来源：国金证券研究所

- **公司的环保产业布局——通过持续收并购完善产业链布局。**收购金山环保仅仅是公司迈出的第一步，公司通过吸收经验丰富的金山环保团队迅速搭建起拓展环保领域的核心团队，弥补自身原先在此领域积累相对不足的缺陷。公司在环保领域拓展有清晰规划，未来将通过持续的收并购完善其产业链布局。

## 环保产业景气度高，资本平台助力企业成长

### 水处理行业市场巨大，模式创新助力企业成长

- **我国污水处理总量稳定攀升，市场开阔。**随着城镇化进程的推进，我国污水总量不断提升，使得污水处理市场日益扩大。相关政策的不断推出，也使得市场资金的加快涌入。
- **全国污水总量稳定攀升。**水处理行业主要市场在于生活污水和工业废水两方面，污水处理率增长紧追城镇化速度。2003年—2012年，我国生活污水排放及处理量由247.6亿吨增长到462.7亿吨，年复合增长率为7.19%。而工业污水排放及处理量在升高后便逐渐下降，有趋于稳定的趋势。

图表 8：废水排放及处理量(亿吨)



来源：环保部，国金证券研究所

- **污水处理日益受重视，政策频出。**随着我国经济发展水平提高，以水资源为代表的环境问题日益突出，对环境保护的诉求也越来越多。近年来，我国对环境保护的重视程度日渐加深，水处理的行业政策频出，并不断升级。

图表 9：水处理行业相关政策

时间	相关文件	政策要点
2002年	建设部《关于加快市政公用事业市场化进程的意见》	公用事业转变政府管理方式、推进市场化进程，建立公平竞争机制及良好的市场秩序，允许国内外各种资本参与公用设施建设。
2007年	国家发改委、水利部、建设部《节水型社会建设“十一五”规划》	扩大水务领域投资，逐步提高水资源使用价格，全面建设节水型社会。预计“十一五”期间水务行业总投资将达到一万亿元，其中供水领域7000亿元，污水处理领域3000亿元。
2008年	国家发改委《关于水利部“全国中型水库建设规划”的批复》	加快水价改革，促进水资源可持续利用的水价机制；全面开征污水处理费。
2009年	国家发改委和住房城乡建设部《关于做好城市供水价格管理等有关问题的通知》	要求水价调整要以建立有利于促进节约用水、合理配置水资源和提高用水效率为核心的水价形成机制，促进水资源的可持续利用为目标，重点缓解污水处理费偏低的问题。
2012年	国务院《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》	加快建设全国城镇污水处理设施。“十二五”期间，新增城镇污水处理能力投资1040亿元，升级改造城镇污水处理厂投资137亿元，污泥处理处置设施投资建设347亿元，再生水利用设施投资建设304亿元。
2013年	国务院《城镇排水与污水处理条例》	吸引社会资金参与投资、建设和运营城镇排水与污水处理设施；明确了污水处理费征收标准的制定原则。

2014年 国务院《国家新型城镇化规划(2014-2020)》

加强城镇污水处理及再生利用设施建设,推进雨污分流改造和污泥无害化处理。到2020年,中国城市污水处理率达到95%,实现县城污水处理率达到85%左右,重点镇达到70%左右

2015年 国务院《水污染防治行动计划》

对污水处理厂的升级改造提出了新要求。

来源:国金证券研究所

- 国家污水处理设施投入连年增加,数额巨大,“十二五”期间污水处理新建+改造投资总额达1177亿元。近年来城镇污水设施的投入日益增加。污水处理运营的费用投入从2005年73亿增加至2013年的393亿,年复合增长率23.4%。“十二五”期间,全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划投资近4300亿元。其中,各类设施建设投资4271亿元,设施监管能力建设投资27亿元。设施建设投资中,包括完善和新建管网投资2443亿元,新增城镇污水处理能力投资1040亿元,升级改造城镇污水处理厂投资137亿元,污泥处理处置设施建设投资347亿元,以及再生水利用设施建设投资304亿元。

图表10: 污染治理设施运行费用—污水处理厂



来源: 环保部《环境统计年报》, 国金证券研究所

图表11: “十二五”污水处理相关投入



来源: 环保部, 国金证券研究所

- 水处理市场增量需求与存量改造并重。水处理市场的增量来源于两部分, 一是污水排放和处理总量的逐步提升, 二是污水排放标准提升带来的提标改造市场。
- 现有污水处理率高, 污水处理设施投运量下降。我国第一座污水处理设施建于1961年, 90年代前后建设增速迎来高峰。2008-2009年是污水处理设施投运的高峰。自2010年后, 我国每年新投入运营的污水处理设施不断减少, 主因新建污水处理厂的成本较高、选址困难。根据住建部2014年发布的, 《关于全国城镇污水处理设施2013年第四季度建设和运行情况的通报》, 我国99.1%的设市城市及82.6%的县城均已建成城镇污水处理厂。另外, 据《2013中国环境状况公报》数据, 截止2013年底, 我国城市污水处理率已达到89.21%, 已经接近发达国家90%左右的污水处理率。

图表 12: 我国城镇污水处理设施历年投运情况



来源：环保部 2014《全国投运污水处理设施清单》，国金证券研究所

- **“十三五”期间将大力投入，新建污水处理设施增加近 40%，以满足新增需求。**据环保部 2015 年 11 月 13 日出台的《城镇污水处理厂污染物排放标准》（征求意见稿）编制说明，为满足未来城镇人口增加及生活废水排放量的增加，我国还需新增约 0.55 亿吨/日的处理能力。

截止 2014 年，根据环保部发布的《全国投运污水处理设施清单》，我国污水设计处理能力为 1.70 亿吨/日，其中从 2011 到 2014 年投入运营的处理能力为 0.28 亿吨/日，根据城市环境基础设施建设投资计算，预计“十二五”期间的新增污水处理能力可达到 0.38 亿吨/日，到 2015 年底，预计我国污水设计处理能力达 1.80 亿吨/日。

为实现新增 0.55 亿吨/日的污水处理能力目标，我们预计国内污水处理设施将增加近 40%，到“十三五”末，将实现 2.55 亿吨/日的设计处理能力。

- **污水处理厂排放标准大幅提高，引发市场提标改造需求。**根据 2015 年 11 月 13 日国家环保部门颁布了《城镇污水处理厂污染物排放标准》（征求意见稿），在原标准的基础上，不仅增加了污染物项目，还提高了部分污染物项目排放控制要求；增加了水污染物特别排放限值，同时还调整标准适用范围，对为两家以上排污单位（同行业类型的除外）提供废水处理服务的企业或机构污染物的排放进行了规定。具体标准变动见下表所示。

图表 13: 新旧标准关于水处理的重点区别

	旧标准	新标准
基本控制项目	19 项	21 项，增加总镍、苯并(a)芘两项
选择控制项目	43 项	保留全部，并补充金属类项目 11 项，无机类项目 1 项，有机物类项目 20 项，农药类项目 7 项，综合毒性指标 1 项，达 82 项
按污水去向分级控制	有	无
水污染物特别排放限值	无	有

来源：环保部 2014《全国投运污水处理设施清单》，国金证券研究所

图表 14: 主要基本控制指标对比 (单位: mg/L)

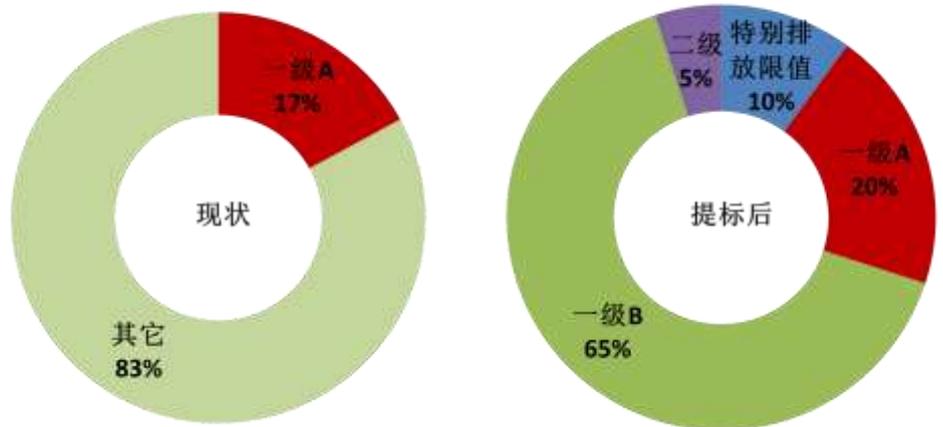
基本控制项目	特别排放限值	一级				二级标准	
		A 标准		B 标准		征求意见稿	旧标准
		征求意见稿	旧标准	征求意见稿	旧标准		
化学需氧量	30	50	50	60	60	80	100
五日生化需氧量	6	10	10	20	20	30	30
悬浮物	5	10	10	20	20	30	30
氨氮	1.5(3)/3(5)	5(8)	5(8)	8(15)	8(15)	15(20)	25(30)
总氮	10/15	15	15	20	20	25	
总磷	0.3	0.5	0.5	1	1	1	3

注: 括号外数值为水温>12℃ 时的控制指标, 括号内数值为水温≤12℃ 时的控制指标。

来源: 国金证券研究所

- “十三五”期间污水处理厂新建+提标投资额达 1326 亿元, 比“十二五”期间增长 13%。根据环保部预测, 在“十三五”期间, 新建污水厂需 990 亿元投入, 而提标改造需投入 336 亿元, 总计未来五年将有 1326 亿元投入。
  - 新建污水处理厂: 共需 990 亿元投入。根据 2015 年 11 月 13 日国家环保部门颁布了《城镇污水处理厂污染物排放标准》(征求意见稿), 新标准要求新建的污水处理厂均达到一级 A 标准。据环保部测算, 一级 A 标准的污水处理厂, 吨水投资按 1800 元计, 总投资为 990 亿元。
  - 污水处理企业提标改造需全面升级。根据 2015 年 5 月 25 日, 环保部公布的《全国投运污水处理设施清单》, 全国共有城镇污水处理设施 4436 座, 平均日处理水量 1.35 亿吨。根据环保部数据, 在现行状态下, 能达到一级 A 标准的企业处理量不到 20%。若按照新标准进行计算, 达到新的排放标准的企业占比应分别为: 特别排放限值(10%)、一级 A(20%)、一级 B(65%)和二级(5%)。所以, 需要升级改造的企业, 量相当大。

图表 15: 提标前后污水处理各标准规模对比

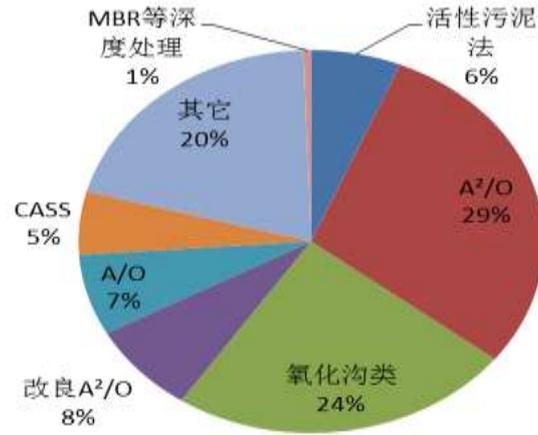


来源: 环保部, 国金证券研究所

- 提标改造重点在于污水处理方法提升, 现行企业所用污水处理方法陈旧, 提标改造需大动干戈。不同的企业, 处理污水的方法大不相同。常用的基础方法有活化污泥法和膜工艺。首先, 对于现行的 6%利用活化污泥法的企业, 均无法达到一级 A 标准。其次, 在活化污泥的基础上进行改造而成的 A<sup>2</sup>/O、氧化沟等, 几乎占据了其它大部分的处理工

艺。这些方法在理论上可达到一级 A 标准，却实际过程中因水质、设备工艺、运营等因素，达到的量不足预期。最后，要达到特别排放限值，传统工艺难以达到，膜工艺（如 MBR）等深度处理方法则显得极其必要，而深度处理目前处理的水量仅占不到 2%。从方法工艺上，现行的污水处理设备完全无法满足新标准的要求。因此，将污水处理设备从整体上进行全面的设备工艺提升非常必要，污水处理设备市场也因提标而打开了巨大的市场空间。

图表 16：中国现行水处理行业所用方法比例(按水量计算)



来源：环保部 2014《全国投运污水处理设施清单》，国金证券研究所

- 提标改造新增 336 亿市场空间。**从二、三级标准提升至一级 A 或一级 B，从污水处理提标改造过程分析，出水量、原先处理方法、水质以及新标准的差异，均会引起提标改造费用的差异。若标准提升太多，比如出水部分变化太大，则需从工程角度出发改造，相当于重建。仅部分提升标准，比如氮、磷的浓度，则需要部分设备改造，如鼓风机、生化反应、曝气的相关设备。而提升至特别排放限制，从技术角度，一定需要膜工艺。根据环保部测算，敏感区域外约有 30%的污水处理厂需要改造，敏感区域内约有 53%的污水处理厂改造到一级 A 标准。此外，约有 10%的污水处理厂需要改造到特别排放限值要求，总计投资改造费用 336 亿元。

图表 17：水处理市场容量测算

提标前	提标后	需改造部分占比	改造设计处理能力 (万吨/日)	吨水改造所需费用 (元)	总费用 (亿元)
敏感区域外二、三级	一级 B、一级 A	16%	2780	500	139
敏感区域内	一级 A	8%	1400	500	70
其它	特别排放限值	7%	1270	1000	127
新建污水处理厂			5500	1800	990
合计					1326

来源：环保部《城镇污水处理厂污染物排放标准》(征求意见稿)编制说明，国金证券研究所

- 若考虑包括完善和新建管网投资、污泥处理设施建设投资、再生水利用设施建设投资、河道流域水环境治理等内容，则“十三五”期间的投资额至少在万亿级别。

### 政策、资本助力环保行业模式创新，PPP 模式带来大机会

- **环保行业受政策扶持力度巨大，大量资金需求仅靠政府投入无法解决。**自 2009 年底国家将节能环保产业列入“七大战略性新兴产业”首位以来，政策对于节能环保产业的支持一直非常大，近年来更是陆续出台“水十条”、《新环保法》等，从各个方面支持环保产业的发展。然而，财政预算资金缺口成为了制约环保产业发展的最大问题，据相关资料表明，我国用于环境保护财政预算在 2000 亿左右，而十二五期间《大气污染防治行动计划》与《水污染防治行动计划》所需要的财政预算就已接近 8 万亿。据环保部规划财务司司长赵华林估算，“十三五”期间，我国环保产业的全社会投资有望达到 17 万亿元，显然如此大的资金投入单靠财政资金投入将无法满足。
- **政策对于节能环保产业的扶持力度大。**近年来，国家出台了一系列的节能环保政策，包括顶层设计和对应的产业支持发展政策，对包括大气、水、土壤在内的全方位环境治理提出了具体的要求和支持政策。

图表 18：近年来重要的节能环保产业政策和法规总结

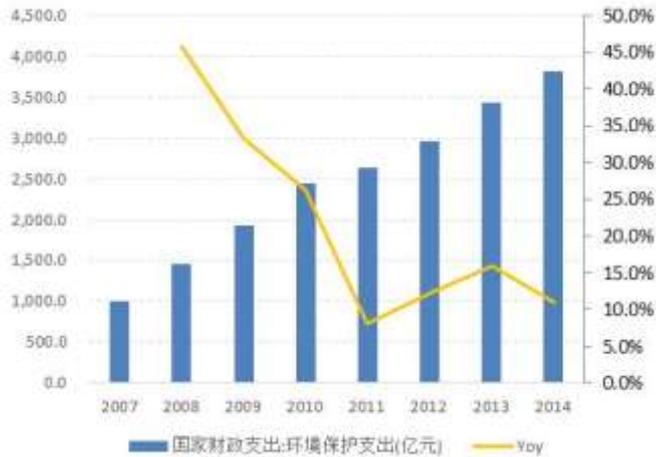
政策名称	发布部门	发布时间	相关内容
《关于推进大气污染联防联控工作改善区域空气质量指导意见的通知》（国办发〔2010〕33 号）	国务院办公厅 转发环境保护部、国家发改委、科技部等	2010 年 5 月	提出新大气污染联防联控的重点污染物，增添部分行业为大气污染联防联控的重点行业。
《国家环境保护“十二五”规划》（国发〔2011〕42 号）	国务院	2011 年 12 月	深化颗粒物污染控制。加强工艺过程除尘设施建设。加强施工工地、渣土运输及道路等扬尘控制。
《环保装备“十二五”发展规划》（工信部联规〔2011〕622 号）	工信部、财政部	2011 年 12 月	重点对加快脱硫脱硝、工业烟粉尘、挥发性有机物、有毒废气等污染控制。
《“十二五”节能环保产业发展规划》（国发〔2012〕19 号）	国务院	2012 年 6 月	产业规模快速增长。节能环保产业产值年均增长 15%以上。
《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》（国发〔2012〕28 号）	国务院	2012 年 7 月	重点发展方向和主要任务的第一项即足大力发展节能环保产业。
《节能减排“十二五”规划》（国发〔2012〕40 号）	国务院	2012 年 8 月	加强重点行业污染预防。推进大气中细颗粒污染物（PM2.5）治理。加大工业烟粉尘污染防治力度。
《重点区域大气污染防治“十二五”规划》（环发〔2012〕130 号）	环境保护部、国家发改委、财政部	2012 年 10 月	实施特别排放限值，重点控制区内重污染项目必须满足大气污染物排放标准中特别排放限值要求。
《国务院关于印发大气污染防治行动计划的通知》（国发〔2013〕37 号）	国务院	2013 年 9 月	提出新的大气环境治理要求。
《城镇排水与污水处理条例》正式施行		2014 年 1 月	进一步加大对违法行为的处罚力度，城镇排水与污水处理迎来有法可依的时代。
《关于同意开展环保服务业试点的通知》	环保部	2014 年 4 月	规范环保服务业试点工作的开展。政府采购环境服务的指导意见也有望近期出台，环境服务业正逐渐步入正轨。
《关于调整排污费征收标准等有关问题的通知》	国家发改委、财政部、环保部	2014 年 9 月	调整排污费征收标准，为推动企业排污减排建立有效的约束和激励机制，让企业更加自主地治理污染。
《国务院关于创新重点领域投融资机制社会投资的指导意见》	国务院	2014 年 11 月	促进地方市政环保投资引入社会资本，拓宽环境企业的融资渠道，推进专业化运营、深化排污权交易等，为环境产业带来发展机遇。
《关于加快推进生态文明建设的意见》	国务院	2015 年 4 月	顶层设计，具体任务部署，是今后一个时期指导我国生态文明建设的纲领性文件。

《生态环境监测网络建设方案》	国务院	2015年8月	统一生态环境监测规划布局、标准规范与信息发布，对监管、监督等提出具体要求。
《生态文明体制改革总体方案》	国务院	2015年9月	加快建立系统完整的生态文明制度体系，加快推进生态文明建设，增强生态文明体制改革的系统性、整体性、协同性。

来源：国金证券研究所

- **环保产业投入资金需求量大，社会资金投入是主要来源。**“十二五”以来，我国在环保方面的投入力度不断加大，公共财政的节能环保支出从2011年的2641亿元增至2014年的3816亿元；全社会环保投入也逐渐增加：2011和2012年，全社会环保投入分别为6026亿元和8253亿元，占国内生产总值的1.59%左右；而2013年和2014年的全社会环保投入均在1万亿以上，“十二五”期间全社会环保投入预计将超过5万亿元。

图表 19：国家财政环境保护支出及其增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 20：全社会环保投入连年增加



来源：国金证券研究所

- **PPP模式受青睐，将成为环保行业未来发展的核心模式。**2014年11月26日，国务院颁布了《国务院关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》，明确了创新生态环保投资运营机制、推进市政基础设施投资运营市场化等要求。政府将积极推动社会资本参与市政基础设施建设运营，完善推广PPP模式，以撬动社会资本进入环保领域，解决资金难题。
- **从近两年的情况来看，PPP融资项目已达数千亿，水处理项目融资是热点。**

2014年以来国家密集出台政策推广PPP模式，财政部于2014年11月公布第一批30个示范项目，总计投资1800亿元，标志着新一轮PPP大潮正式开启。

2015年5月25日，发改委上线的PPP项目库共收纳了1043个项目，总投资额度为1.97万亿。其中，环保类PPP项目总计365个，总投资额为1680亿元。环保PPP项目中水务PPP项目数量居首，且多为新增项目，单个项目的投资额度不大，平均投资额度在3亿元左右，还有大量几千万规模的小项目。

财政部于2015年9月29日正式公布了第二批PPP示范项目，共计206个项目涉及总投资金额6589亿元。此次示范项目涵盖地下综合管廊项目、固废处理、生态工程、水务项目等大部分市政环保领域，覆盖了28个省或自治区，几乎覆盖全国所有域，相比第一批项目范围有大幅增长。至此，财政部两批共公布逾230个PPP示范项目，投资总额近8400亿。

图表 21: 中国政府推进 PPP 模式关键事件

时间	部门	事件
2013 年 11 月		《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》经十八届三中全会表决通过。《决定》明确提出：允许地方政府通过发债等多种方式拓宽城市建设融资渠道，允许社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资和运营。
2014 年 9 月	国务院	颁布《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43 号，简称“43 号文”)，确定通过公益性事业特许经营改革解决地方政府性债务管理问题，并对 PPP 模式的概念进行了清晰的界定。
2014 年 9 月	财政部	下发《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》(财金[2014]76 号)，正式确定实施 PPP 模式。
2014 年 11 月	财政部	下发《关于政府和社会资本合作示范项目实施有关问题的通知》(财金(2014)112 号)，公布了合肥市轨道交通 2 号线等 30 个 PPP 示范项目名单。
2014 年 12 月	财政部	牵头成立了政府和社会资本合作中心(PPP 中心)，主要承担政府和社会资本合作(PPP)相关的政策研究、咨询培训、能力建设、融资支持、信息统计和国际交流等工作，以期深入推进 PPP 模式的落实。
2015 年 2 月	财政部、住房城乡建设部	下发《关于市政公用领域开展政府和社会资本合作项目推介工作的通知》(财建(2015)29 号)。
2015 年 3 月	发改委、财政部、水利部	下发《关于鼓励和引导社会资本参与重大水利工程建设运营的实施意见》(发改农经[2015]488 号)。

来源：国金证券研究所

- **PPP 模式大力推广的背景下，上市环保企业迎来快速发展期。**尽管 PPP 模式多种多样，但其核心无非是解决了地方政府（融资主体）短时间内的融资困难问题，放开对于公共事业收费权的垄断，引入社会资本参与到相关项目的运作中来。从短期来看，PPP 模式盛行释放出大量的项目融资需求，对于环保领域更是如此。近年来，上市环保企业获得的 PPP 项目订单呈现快速增长态势。

图表 22: 上市公司近年来接的 PPP 项目情况概览

公司	项目
巴安水务 (300262)	2015 年三季度，公司订单多为 BOT、BT、EPC、PPP 等项目，总额近 30 亿元。参与贵州 PPP 项目为国内首个省级项目，有望向其他省级或市级区域进行复制扩张。
碧水源 (300070)	2015 年年初以来，公司接到 PPP 项目 8 个，合同金额达到 68 亿元，公司签订的 PPP 框架协议总额超过 500 亿元。
聚光科技 (300203)	2015 年，先后和山东章丘、安徽黄山、河南鹤壁、浙江江山四个个城市签署了 PPP 战略合作框架协议，在“智慧环境”、“海绵城市”等领域展开合作，除河南鹤壁外，其他三个项目预计合同金额为 17 亿元。
神雾环保 (300332)	2014 年 5 月以来，公司先后获得多个 EMC、PC 等类 PPP 项目合同，累计合同金额约为 24 亿元。
盛运环保 (300090)	2015 年，先后于 14 个城市签订了城市生活垃圾发电、生物质能源发电等 BOT 项目。
万邦达 (300055)	2015 年先后签约安徽芜湖和内蒙古乌兰察布市政环保重大订单，均为 PPP 订单，合约总金额近 90 亿元。

来源：国金证券研究所

- **什么才是环保企业的核心竞争力？——项目经验和资本实力缺一不可。**从地方政府招标的角度来看，在市场化运作的条件下，更看中环保企业的综

合能力，包括环保资质、技术水平、项目经验、资金能力等，具备以上条件的环保企业在市场竞争中显得更有竞争力。从企业的角度来看，环保企业特别是环保工程企业需要垫资，大型工程周期一般在一年以上，其项目回款周期往往更长，因此要求其具备较强的资金实力和融资能力。如果企业同时开展多个项目，则其资金垫付的压力更加凸显。

- **污水处理市场巨大，国内行业竞争格局仍然分散，短期内难以固化。**国内水处理产业市场空间巨大，“水十条”将带来近两万亿的投资。不过，由于历史长期以来的政府管制形成的地方自然垄断及市场割据，目前我国水务行业的市场化程度和行业集中度仍然较低，据国家统计局数据显示，截止2014年我国污水处理行业规模以上企业数量为281家。当前市场仍然较为分散，以行业龙头--北控水务为例，其2014年的市场份额（按照当年参与的污水处理设计能力估算）仍不超过6%。我们预计短期内，这种竞争格局难以固化，水处理市场机会仍然众多。

## 金山环保成长性优秀，南泵市值成长空间仍然广阔

### 金山环保竞争力突出，发展前景广阔

- **金山环保综合性的水处理环保公司。**金山环保是一家集投资、设计、制造、施工、运营于一体，具有总承包能力的大型水处理综合性公司，主要从事工业及市政污水处理相关业务，专注于为客户提供成熟有效的污水处理整体解决方案。
- 金山环保主营工业废水处理与回用、城市污水处理与回用、城市污泥深度处理以及环保设备设计、制造、安装调试，环境污染治理工程承包与运营、市政公用工程总承包与运营。

图表 23：金山环保公司主要业务



来源：国金证券研究所

- **金山环保具备较强项目开发能力，能够满足客户多方位要求。**作为一家污水处理整体解决方案提供商和环保水处理服务商，金山环保最大的优势在于全面掌握了污水处理（特别是工业污水处理）的多种工艺和技术，根据客户的不同需求研发、设计适应不同工况的污水处理整体解决方案。
- **公司技术实力强劲，部分技术储备国际领先。**公司主要从事工业污水处理、市政污水以及污泥处理等工程业务、环保装备制造业务以及环保新材料研发和生产业务，在特种膜研发方面有较强的技术实力。公司先后申请国际专利 10 项，国家发明和实用性专利 121 余项，授权专利 73 项，并且承担了国家 863 计划多项重大科研项目。**值得注意的是，公司的太阳能集成处理污泥、蓝藻无害化、资源化新工艺属于颠覆性技术，属于国内首创并填补了国际空白，表明公司在技术创新上走在环保企业的前沿。**

图表 24：金山环保技术研发成果



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 25: 公司的太阳能集成处理污泥、蓝藻无害化、资源化新工艺属于颠覆性技术

凝聚15项自主研发专利技术  
跨越污泥及蓝藻治理技术新巅峰

无需添加任何药剂  
只占空间不占地  
运行费用极低  
几乎无臭味



江苏省环境保护厅

江苏省环境保护厅公告  
苏环办〔2015〕10号  
关于公布江苏省环境保护厅  
认定的江苏省环境保护水处  
理(膜)工程技术中心  
名单的公告  
根据《江苏省环境保护水处  
理(膜)工程技术中心认定  
办法》(苏环办〔2014〕10  
号)的规定,经专家评审,现  
将江苏省环境保护水处  
理(膜)工程技术中心  
认定名单公告如下:  
一、认定名单  
1. 江苏中水环境工程有限公  
司  
2. 江苏中水环境工程有限公  
司  
3. 江苏中水环境工程有限公  
司  
4. 江苏中水环境工程有限公  
司  
5. 江苏中水环境工程有限公  
司  
6. 江苏中水环境工程有限公  
司  
7. 江苏中水环境工程有限公  
司  
8. 江苏中水环境工程有限公  
司  
9. 江苏中水环境工程有限公  
司  
10. 江苏中水环境工程有限公  
司  
11. 江苏中水环境工程有限公  
司  
12. 江苏中水环境工程有限公  
司  
13. 江苏中水环境工程有限公  
司  
14. 江苏中水环境工程有限公  
司  
15. 江苏中水环境工程有限公  
司  
二、认定标准  
1. 具有独立法人资格,注册  
资本在1000万元以上,且  
净资产在1000万元以上;  
2. 具有从事环境保护水处  
理(膜)工程技术的专业  
技术人员,其中具有高级  
职称人员不少于10人;  
3. 具有从事环境保护水处  
理(膜)工程技术的研发  
经费,且不少于100万元;  
4. 具有从事环境保护水处  
理(膜)工程技术的研发  
设备,且不少于100万元;  
5. 具有从事环境保护水处  
理(膜)工程技术的研发  
场所,且不少于1000平方  
米;  
6. 具有从事环境保护水处  
理(膜)工程技术的研发  
成果,且不少于10项;  
7. 具有从事环境保护水处  
理(膜)工程技术的研发  
业绩,且不少于10项;  
8. 具有从事环境保护水处  
理(膜)工程技术的研发  
信誉,且不少于10项;  
9. 具有从事环境保护水处  
理(膜)工程技术的研发  
能力,且不少于10项;  
10. 具有从事环境保护水处  
理(膜)工程技术的研发  
水平,且不少于10项;  
11. 具有从事环境保护水处  
理(膜)工程技术的研发  
质量,且不少于10项;  
12. 具有从事环境保护水处  
理(膜)工程技术的研发  
效益,且不少于10项;  
13. 具有从事环境保护水处  
理(膜)工程技术的研发  
社会效益,且不少于10项;  
14. 具有从事环境保护水处  
理(膜)工程技术的研发  
环境效益,且不少于10项;  
15. 具有从事环境保护水处  
理(膜)工程技术的研发  
经济效益,且不少于10项;  
三、认定程序  
1. 申报:符合条件的企业,应  
于2015年10月15日前,向  
江苏省环境保护厅申报;  
2. 受理:江苏省环境保护厅  
收到申报材料后,将进行  
受理;  
3. 评审:江苏省环境保护厅  
将组织专家进行评审;  
4. 公示:江苏省环境保护厅  
将对评审结果进行公示;  
5. 认定:江苏省环境保护厅  
将对公示无异议的企业进  
行认定;  
6. 公告:江苏省环境保护厅  
将对认定结果进行公告;  
四、其他事项  
1. 本公告自发布之日起施行;  
2. 本公告解释权归江苏省  
环境保护厅所有;  
3. 本公告未尽事宜,请参  
阅《江苏省环境保护水处  
理(膜)工程技术中心认  
定办法》;  
4. 本公告附件:《江苏省环  
境保护水处理(膜)工程  
技术中心认定申请表》;  
5. 本公告附件:《江苏省环  
境保护水处理(膜)工程  
技术中心认定申请表》;  
6. 本公告附件:《江苏省环  
境保护水处理(膜)工程  
技术中心认定申请表》;  
7. 本公告附件:《江苏省环  
境保护水处理(膜)工程  
技术中心认定申请表》;  
8. 本公告附件:《江苏省环  
境保护水处理(膜)工程  
技术中心认定申请表》;  
9. 本公告附件:《江苏省环  
境保护水处理(膜)工程  
技术中心认定申请表》;  
10. 本公告附件:《江苏省  
环境保护水处理(膜)工  
程技术中心认定申请表》;  
11. 本公告附件:《江苏省  
环境保护水处理(膜)工  
程技术中心认定申请表》;  
12. 本公告附件:《江苏省  
环境保护水处理(膜)工  
程技术中心认定申请表》;  
13. 本公告附件:《江苏省  
环境保护水处理(膜)工  
程技术中心认定申请表》;  
14. 本公告附件:《江苏省  
环境保护水处理(膜)工  
程技术中心认定申请表》;  
15. 本公告附件:《江苏省  
环境保护水处理(膜)工  
程技术中心认定申请表》;  
江苏省环境保护厅  
2015年10月15日

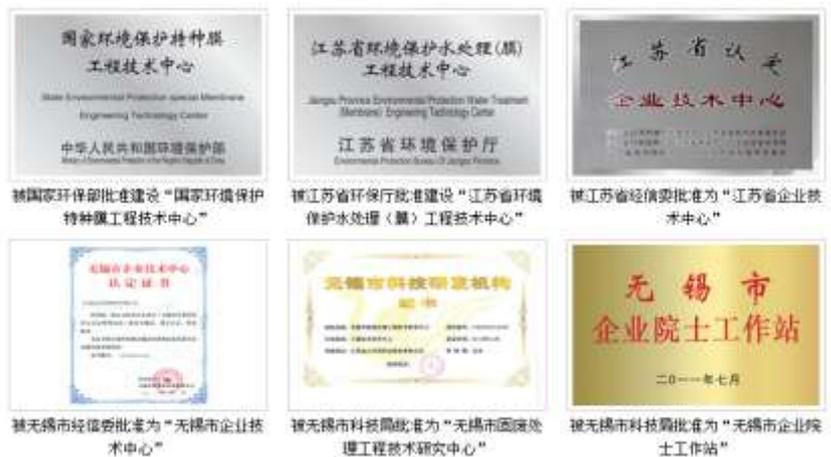
显著优势

- 大幅减量化** → 将含水率80%—90%的污泥或85%—90%的蓝藻,利用太阳能作为能源,采用复合膜技术低温蒸发干燥,固液(水)分离效果好,处理后干渣含水率<8%。
- 处理无害化** → 在密闭的膜箱内,利用太阳光紫外线杀灭污泥中的寄生虫卵及病原微生物,处理后的干泥基本无臭味,污泥干化过程无需添加任何药剂,污泥有机质高且无二次污染。
- 高效资源化** → 处理后的污泥干渣可直接用来制作活性炭,活性炭制作过程中不需添加任何药剂,吸附效率高且无重金属污染;处理后的蓝藻干渣可直接用于制作可降解的生物质塑料;出水COD小于30mg/L,氨氮小于1mg/L,蒸发后出水可作为再生水直接回用。
- 运行成本极低** → 利用太阳能作为能源,污泥干化过程无其它能源消耗,无需添加任何药剂,节能环保;结合太阳能光伏发电配套污泥泵动力,运行过程中没有电费。
- 高效利用土地资源** → 太阳能低温复合膜安装于地面两米以上,下面采用大棚形式种植农作物,只占空间不占地;大棚内可作为旅游观光生态农业示范园,也可作为农业种植科普基地。

来源: 公司网站, 国金证券研究所

- 公司项目经验丰富, 客户资源广阔, 科技成果转化和产业化走在前沿。公司的产品涵盖九大系列, 300 多个品种, 广泛应用于市政、冶金、汽车、石油、化工、电力、纺织、机械制造等多个行业。公司承建了宝钢集团、哈药集团、大唐电力、一汽集团、重汽集团、丰田汽车、中国石化、中国石油、山东核电等国家重点工程项目, 多项工程被国家及省市政府评定为“国家高新技术示范工程”和“优秀环保工程”, 被国家环保产业协会评为“国家鼓励发展的重大环保技术装备依托单位”, 被国家科技部批准为我国目前唯一一个环保装备制造及服务特色产业基地的骨干企业。

图表 26: 金山环保的创新平台



来源: 国金证券研究所

### 借助南泵上市平台，金山环保有望实现爆发式增长

前文我们重点分析了“十三五”期间水处理行业仍然存在较多发展机遇，我们认为金山环保并入上市公司体内后，有望打破资金束缚，实现快速发展。

- **资金束缚打破，金山订单有望快速增长。**金山环保的发展战略选择较大型项目，主要承接高标准、高难度等毛利率和技术要求较高的项目，坚持走一条定位差异化、技术领先型的环保企业发展之路。被南方泵业收购之后，金山环保打破了此前制约其快速发展的资金束缚，在未来具备了持续的融资能力，融资方式更趋多样化。
- **金山往年销售收入并无明显增长，主要受制于垫资压力。**公司过去几年收入维持在 3 亿元左右的水平，并无太大增长。其中主要原因是因为受制于大型项目的资金垫付压力。以长春城投建设投资北郊项目为例，其合同总金额达 3.16 亿元，历时近 3 年才完成，公司每年至少需垫付几千万元的资金，这对于每年净利润不到 1 亿元的公司而言，压力不言而喻。

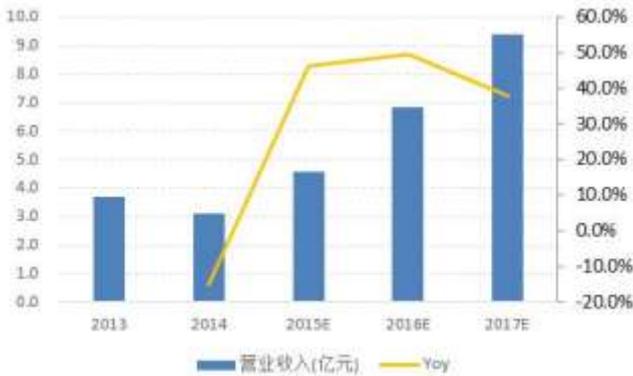
图表 27：金山环保近 3 年执行的重要合同概况

主要项目	合同金额 (万元) (含税)	实施地点
长春城投建设投资北郊项目	31,614	长春
长春城开水务有限责任公司	9,655	长春
中铁一局集团有限公司	12,500	长春
彭泽县工业园区管理委员会	9,780	江西
贵州筑信水务环境产业有限公司	2,115	贵州
机械工业第四设计研究院有限公司	1,740	重庆、北京

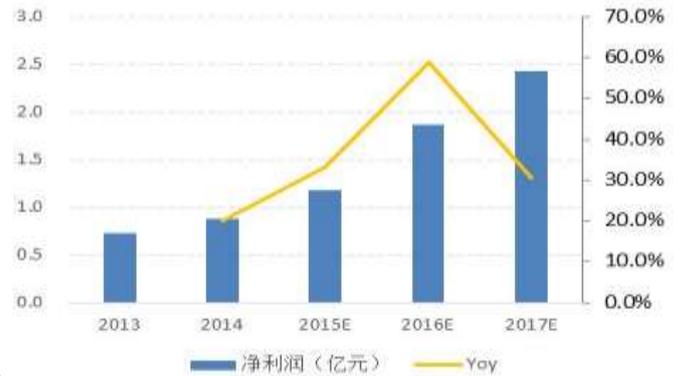
来源：公司资料，国金证券研究所

- **资金束缚打破后，项目承接能力大增，爆发式增长值得期待。**公司此前经营模式包括 EPC、BOT、BT 等，且以 EPC 为主。进入南泵上市平台后，公司具备承接了更大型项目的的能力，在各地 PPP 项目快速推进的背景下，我们认为公司未来几年的爆发式增长值得期待。
- **未来三年承诺利润高增长。**基于对水处理行业趋势的看好以及对于国内同行近年来增长情况的比较，同时由于具备了更强的融资能力，公司预测未来几年收入和净利润将保持快速增长。根据公司收购金山环保的交易报告书预测（据现有订单及可预期的接单情况预测），公司 2015-2017 年的营业收入分别可达 4.5 亿、6.8 亿和 9.4 亿元，净利润分别可达 1.17 亿元、1.86 亿元和 2.44 亿元。

图表 28：金山环保营业收入及其增速



图表 29：金山环保净利润及其增速



来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

- **第一单 PPP 项目签订框架协议，后期或承接更多 PPP 项目订单。**2015 年 11 月 23 日，公司与隆化县人民政府签订了《河北省承德市隆化县自来水

及污水厂 PPP 项目合作框架协议》及《河北省承德市隆化京津水源涵养地七家茅荆坝区域环境综合治理 PPP 项目合作框架协议》，项目投资总额约为 5 亿元。这是金山环保并入南泵体系内后获得的第一个 PPP 项目意向合同，也是近年来获得的最大意向合同。此次 PPP 项目具备里程碑意义，公司后续在 PPP 项目上获得签订更多合同值得期待。

**拟并购中咨华宇完善产业链布局，环保全产业链布局意图逐步清晰**

- **公司外延进展迅速，公告拟收购中咨华宇。**2015 年 11 月 9 日晚间公告称，公司拟通过支付现金方式分步购买北京中咨华宇环保技术有限公司股东郭少山、朱安敏所持有的标的公司 100% 股权，本次第一期收购 30% 的股权，交易金额为 21,600 万元。北京中咨华宇环保技术有限公司剩余 70% 股权的对应价值为不超过 80,563 万元，预计于 2016 年 9 月进行收购。
- 北京中咨华宇环保技术有限公司创立于 2005 年，是目前国内环境评价与规划企业龙头，专业从事建设项目全过程环境保护技术咨询与运营管理的综合性服务，持有建设项目环境影响评价甲级资质、水土保持监测及环境污染治理设施运营等证书。公司成立以来，完成了几千项遍布全国的环保咨询项目，业务涉及交通运输、化工石化医药、建材火电、输变电及广电通讯、社会区域、冶金机电、轻工纺织化纤、采掘、园区规划等众多领域，积累了丰富的经验。

**图表 30：中咨华宇公司资质及相关情况**



来源：国金证券研究所

- **外延路径逐步清晰，公司环保业务发展潜力十足。**公司通过对金山环保和中咨华宇的收购布局，迅速弥补自身在环保领域积累不足的缺陷，在环保产业链上拥有了水处理工程和环境评价两个环节的资质。未来，公司将围绕环保产业链继续布局，通过外延并购方式切入更多环保业务领域。

## 传统主业稳健增长，绿色水动力专家再次起航

### 产品线布局日渐齐全，未来稳健增长仍可期待

- 公司过往在水泵业务经营业绩上的优异表现吸引了众多投资者关注，对于公司过往业绩快速增长的原因，我们归因于“内生+外延”的发展模式，内生主要依靠可靠的产品质量、全面的销售网络和及时的售后服务等，外延主要依靠持续完善的产品线布局。尽管公司快速转型环保，但市场对于公司原有的泵业务是否能够继续增长有较大的疑惑，我们认为未来公司依靠新产品的不断拓展和老产品平稳增长，原有业务将保持稳健增长。
- 公司通过多次收购，建立起十分丰富的产品线。公司当前的泵业务主要涵盖清水泵、污水泵以及工业泵三大类，应用领域十分广阔，包括城镇楼宇供水、污水处理、工业、消防等领域。公司立足于不锈钢泵行业，同时逐步向水利泵、暖通泵等细分子行业进军，构建起较为完善的水泵产品系列。
- 新产品不断获得市场认可，成为拉动业绩的主要动力。公司的新产品主要有两类：1)、新开发的水泵，包括WQ系列、NISO系列、MS系列及中开泵、TD管道泵、海水高压泵等；2)、成套供水设备。基于公司较强的技术实力和广阔的销售渠道，这些新产品的推出后较快获得市场认可。

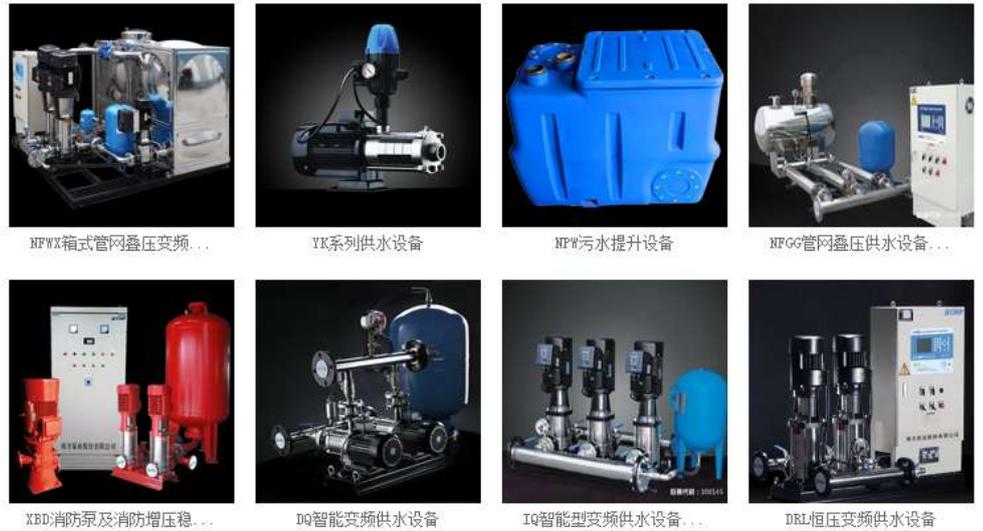
图表 31：公司的泵类主要产品系列以及所对应的应用领域情况

系列	主要应用领域	2014 年 收入(增速)	2014 年 毛利率
CDL 系列	供水系统、水处理系统、锅炉给水系统、空调系统、消防系跌等	7.59(13.21%)	42.66%
CHL 系列	工业清洗、水处理、供水和增压、空调系统、冷却系统等	1.37(5.16%)	37.30%
中开泵	城市自来水、热网循环、给搏水：化工、钢铁、造纸、印染、冶炼行业的循环水；消防用泵、少量杂质的污水、高压锅炉给水、长距离的液体输送；渗透法海水淡化工程等	0.54(-7.67%)	22.90%
WQ 泵	工厂污水排放、供炉给水和冷凝系统、市政排污工程、雨水排放等	0.27(93.87%)	37.49%
TD 泵	空调系统、供水系统等	1.82(30.17%)	31.45%

来源：Wind,国金证券研究所

- 泵类新产品延续制造优势，市场空间广阔。水泵产品生产具备一定的规模经济效应，公司作为不锈钢泵行业龙头，拥有多年积累的制造经验，因而在产品质量和成本控制上具备一定的竞争力。此外，由于泵行业市场空间巨大，市场较为分散，从长期来看，具备技术研发实力和销售能力的企业将逐步成长。根据中国工业机械协会数据，2014 年产泵超过 9000 万台，产值超过 1500 亿元，但前 10 名企业合计的市场份额尚不足 10%。通过不断开发、推广新产品，公司正逐步向多个细分泵业迈进，未来的市场空间非常广阔。
- 成套供水设备有较大增长空间。公司的成套供水设备产品系列丰富，适用于工业水处理、建筑给水、消防、市政给排水等领域，在全国范围内同样具备广阔的销售网络（与泵的销售网络有一定的协同性，近年来在销售渠道上有较大的投入）。同时，公司与霍尼韦尔合作开发可智能化管理的中央供水净水设备，进入“直饮水”和“二次供水”改造市场，拓宽了产品的应用领域。

图表 32：公司供水设备系列产品



来源：国金证券研究所

- **传统产品龙头地位稳固，平稳增长仍然可期。**公司在不锈钢泵领域（主要指 CDL 和 CDH 两个系列）的竞争优势较为明显，其市场份额高达 15%，目前居国内第一。当前，公司的产品销售下游较广，包括水处理、楼宇供水、暖通空调、水循环以及工业供水，受房地产周期的影响相对减弱。此外，公司十分重视技术方面和营销方面的投入，在不断提高现有产品性能的同时，持续完善营销网络、提升售后服务能力，从而提升公司的品牌知名度。通过一系列的投入，预计公司的传统产品在较为激烈的市场竞争中仍能维持平稳增长。

图表 33：房地产整体投资增速下滑



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 34：公司研发投入增长及占比情况



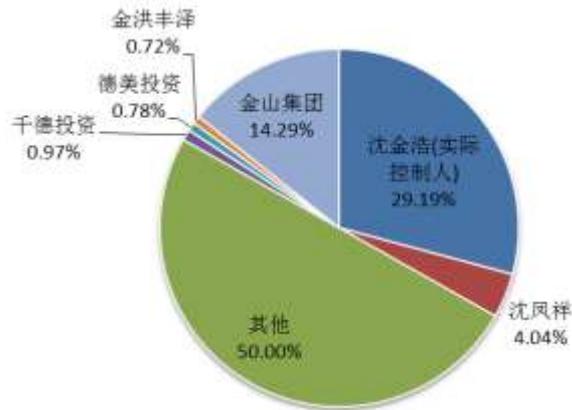
来源：公司资料，国金证券研究所

## 激励到位，上下一心打造环保新贵

### 金山环保与南泵深度绑定，打造环保新贵

- 金山环保集团成为南泵第二大股东，除业绩承诺外更重要的是环保行业经验。金山环保并入南方泵业体内之后，将持有上市公司 17% 的股权，成为其第二大股东。除业绩承诺外，对于南泵而言，收购金山环保最大的意义在于其提出的向环保领域拓展的战略规划迈出了实质性的第一步，通过整合金山环保的团队和资源，公司迅速建立起了在环保领域的竞争优势。通过换股收购的方式，金山环保在上市公司体内获得了较多的话语权，激励效果十足，对于未来完成业绩承诺和帮助上市公司市值实现进一步的增长都有十分重要的作用。

图表 35：金山环保并入上市公司体系内后的股权示意图



来源：国金证券研究所

### 二期员工持股计划完成购买，或有良好激励效果

- 公司注重员工激励，二期员工持股计划顺利实施。公司十分注重员工激励，早在一年之前就实现了第一期员工持股计划，购买均价为 24.31 元/股，持股数量达 562 万股，出售价为 44.45 元/股，获利超过 80%。同时，公司二期员工持股计划于 2015 年 11 月 23 日-2015 年 11 月 25 日期间通过深圳证券交易所大宗交易及竞价交易的方式购买南方泵业股票共计 442 万股，其中员工认购部分超过 90%（董监高认购不到 10%），购买均价为 44.46 元。在公司转型环保产业的关键时间节点上进行全方位的员工激励，彰显出管理层对于公司实现进一步发展、市值更上一层楼的强烈信心和决心。

## 盈利预测、估值与投资建议

### 关键假设

- 传统主业方面，我们认为公司在泵制造和销售业务方面已经具备较强的竞争实力，且其产品系列近年来持续丰富，与地产周期的关联度较以往几年有较大幅度下降，预计未来仍能保持稳健增长。
- 环保业务方面，我们预计金山环保并入南泵体内后，将得到充分的资金支持，在项目承接上有望呈现爆发式增长；此外，公司拟收购的中咨华宇有望在明年并表，将为公司带来较大的业绩增量。参考公司收购金山环保资产交易报告书里的预测，我们预测公司 2015-2017 年的环保业务收入分别为 4.5 亿元、7 亿元和 9 亿元。
- 公司于 2015 年 12 月完成对金山环保的收购，我们假设从明年开始金山环保报表将并表。此外，我们暂不考虑中咨华宇的并表。

### 盈利预测

- 根据以上假设，我们预测公司 2015-2017 年的收入分别为 17.1 亿元、25.6 亿元和 29.8 亿元，分别同比增长 8.8%、49.7%和 16.4%；净利润分别为 2.34 亿元、4.72 亿元和 6.15 亿元，分别同比增长 18.89%、101.92%和 30.25%；EPS 分别为 0.70 元、1.42 元和 1.85 元。

### 估值与投资建议

- 我们认为公司从泵制造转型环保，有望打开市值成长空间。考虑到公司收购金山环保仅仅是其转型的第一步，而在短期内又选择并购中咨华宇说明其转型决心很足且执行力高，我们预计公司后续仍将不断做外延布局。
- 公司当前股价对应 2015-2017 年 PE 为 64 倍、32 倍和 24 倍，我们认为公司业绩增长的确定性较高，同时存在较大的超预期可能性（主要来自于 PPP 项目订单超预期、中咨华宇的业绩并表增厚业绩、外延收购的超预期等几个方面），给与公司“买入”评级，6-12 个月目标价为 56.8 元，对应 2015 年 PE 为 40 倍。

图表 36：可比公司估值情况（Wind 一致预期）

证券代码	证券简称	总市值	收盘价	EPS			PE		
				2015E	2016E	2017E	2015PE	2016PE	2017PE
300070.SZ	碧水源	621.74	50.57	1.23	1.83	2.51	41	28	20
300266.SZ	兴源环境	221.87	53.59	0.38	1.00	1.63	132	51	31
600292.SH	中电远达	176.93	22.66	0.48	0.41	0.48	106	123	106
300055.SZ	万邦达	162.84	22.15	0.49	0.68	1.03	103	75	49
300145.SZ	南方泵业	150.77	45.25	0.85	1.33	1.79	60	38	28
600874.SH	创业环保	136.44	10.99	0.29	0.34	0.38	173	148	132
300388.SZ	国祯环保	99.39	35.67	0.26	0.42	0.58	195	121	87
300262.SZ	巴安水务	72.80	19.49	0.37	0.66	1.05	138	77	48

来源：Wind，国金证券研究所

图表 37: 公司主营业务预测——按产品拆分

项 目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>水泵</b>					
销售收入 (百万元)	1,141.90	1,344.41	1,400.00	1,500.00	1,620.00
增长率 (YOY)	28.59%	17.73%	4.13%	7.14%	8.00%
毛利率	37.40%	38.42%	39.32%	40.00%	40.00%
销售成本 (百万元)	714.83	827.89	849.52	900.00	972.00
增长率 (YOY)	25.49%	15.82%	2.61%	5.94%	8.00%
毛利 (百万元)	427.07	516.52	550.48	600.00	648.00
增长率 (YOY)	34.15%	20.95%	6.57%	9.00%	8.00%
占总销售额比重	86.31%	86.97%	81.87%	58.59%	54.36%
占主营业务利润比重	85.87%	86.53%	81.63%	56.68%	52.38%
<b>成套变频供水设备</b>					
销售收入 (百万元)	146.46	164.29	210.00	280.00	360.00
增长率 (YOY)	17.43%	12.17%	27.82%	33.33%	28.57%
毛利率	46.20%	46.47%	47.00%	47.00%	47.00%
销售成本 (百万元)	78.80	87.94	111.30	148.40	190.80
增长率 (YOY)	15.67%	11.61%	26.56%	33.33%	28.57%
毛利 (百万元)	67.66	76.35	98.70	131.60	169.20
增长率 (YOY)	19.55%	12.83%	29.28%	33.33%	28.57%
占总销售额比重	11.07%	10.63%	12.28%	10.94%	12.08%
占主营业务利润比重	13.60%	12.79%	14.64%	12.43%	13.68%
<b>环保业务</b>					
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	40.00	700.00	900.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	1650.00%	28.57%
毛利率	0.00%	0.00%	45.00%	45.00%	45.00%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	22.00	385.00	495.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	1650.00%	28.57%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	18.00	315.00	405.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	1650.00%	28.57%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	2.34%	27.34%	30.20%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	2.67%	29.76%	32.74%
<b>零配件</b>					
销售收入 (百万元)	34.63	37.16	60.00	80.00	100.00
增长率 (YOY)	51.22%	7.31%	61.46%	33.33%	25.00%
毛利率	7.59%	10.88%	12.00%	15.00%	15.00%
销售成本 (百万元)	32.00	33.12	52.80	68.00	85.00
增长率 (YOY)	57.73%	3.49%	59.43%	28.79%	25.00%
毛利 (百万元)	2.63	4.04	7.20	12.00	15.00
增长率 (YOY)	0.68%	53.82%	78.09%	66.67%	25.00%
占总销售额比重	2.62%	2.40%	3.51%	3.13%	3.36%
占主营业务利润比重	0.53%	0.68%	1.07%	1.13%	1.21%
销售总收入 (百万元)	1322.99	1545.86	1710.00	2560.00	2980.00
销售总成本 (百万元)	825.63	948.95	1035.62	1501.40	1742.80
毛利 (百万元)	497.36	596.91	674.38	1058.60	1237.20
平均毛利率	37.59%	38.61%	39.44%	41.35%	41.52%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,049</b>	<b>1,345</b>	<b>1,571</b>	<b>1,710</b>	<b>2,560</b>	<b>2,980</b>	货币资金	664	557	567	509	550	748
增长率		28.2%	16.9%	8.8%	49.7%	16.4%	应收款项	112	169	256	529	900	1,032
主营业务成本	-670	-845	-974	-1,036	-1,501	-1,743	存货	204	258	325	397	494	573
%销售收入	63.9%	62.9%	62.0%	60.6%	58.6%	58.5%	其他流动资产	21	10	10	142	161	171
毛利	379	499	598	674	1,059	1,237	流动资产	1,000	995	1,158	1,578	2,104	2,524
%销售收入	36.1%	37.1%	38.0%	39.4%	41.4%	41.5%	%总资产	67.6%	56.2%	56.4%	37.4%	42.6%	44.4%
营业税金及附加	-7	-9	-11	-12	-18	-21	长期投资	0	0	0	401	400	400
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	351	632	725	947	1,136	1,465
营业费用	-125	-166	-198	-215	-271	-283	%总资产	23.7%	35.7%	35.4%	22.5%	23.0%	25.7%
%销售收入	11.9%	12.4%	12.6%	12.6%	10.6%	9.5%	无形资产	108	137	134	1,287	1,292	1,297
管理费用	-108	-148	-173	-193	-236	-238	非流动资产	480	777	894	2,638	2,831	3,164
%销售收入	10.3%	11.0%	11.0%	11.3%	9.2%	8.0%	%总资产	32.4%	43.8%	43.6%	62.6%	57.4%	55.6%
息税前利润 (EBIT)	139	176	216	254	534	695	<b>资产总计</b>	<b>1,480</b>	<b>1,772</b>	<b>2,052</b>	<b>4,216</b>	<b>4,935</b>	<b>5,688</b>
%销售收入	13.2%	13.1%	13.7%	14.8%	20.9%	23.3%	短期借款	0	13	14	0	2	0
财务费用	14	7	7	1	1	2	应付款项	267	369	422	548	740	853
%销售收入	-1.3%	-0.5%	-0.4%	-0.1%	0.0%	-0.1%	其他流动负债	47	56	79	110	162	189
资产减值损失	-6	-3	-9	-5	-14	-18	流动负债	314	439	515	658	905	1,042
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	22	22	22	23
投资收益	0	0	0	5	10	15	其他长期负债	9	5	4	1	1	1
%税前利润	0.0%	0.0%	0.1%	1.8%	1.8%	2.1%	<b>负债</b>	<b>323</b>	<b>443</b>	<b>541</b>	<b>681</b>	<b>927</b>	<b>1,065</b>
营业利润	146	179	214	255	531	694	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,107</b>	<b>1,269</b>	<b>1,448</b>	<b>3,472</b>	<b>3,944</b>	<b>4,560</b>
营业利润率	14.0%	13.4%	13.6%	14.9%	20.7%	23.3%	少数股东权益	51	60	63	63	63	63
营业外收支	6	13	16	20	25	30	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,480</b>	<b>1,772</b>	<b>2,052</b>	<b>4,215</b>	<b>4,934</b>	<b>5,688</b>
税前利润	152	192	230	275	556	724	<b>比率分析</b>						
利润率	14.5%	14.3%	14.6%	16.1%	21.7%	24.3%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-29	-30	-34	-41	-83	-109	<b>每股指标</b>						
所得税率	19.3%	15.7%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.840	1.097	0.750	0.702	1.418	1.846
净利润	123	162	196	234	472	615	每股净资产	7.684	8.745	5.522	10.449	11.870	13.721
少数股东损益	2	3	-1	0	0	0	每股经营现金净流	1.186	1.310	0.682	-0.160	0.796	1.703
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>121</b>	<b>159</b>	<b>197</b>	<b>234</b>	<b>472</b>	<b>615</b>	每股股利	0.150	0.200	0.100	0.000	0.000	0.000
净利率	11.5%	11.8%	12.5%	13.7%	18.4%	20.6%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	10.93%	12.54%	13.58%	6.74%	11.97%	13.49%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	8.17%	8.98%	9.59%	5.55%	9.57%	10.81%
							投入资本收益率	9.67%	11.03%	11.93%	6.06%	11.26%	12.72%
净利润	123	162	196	234	472	615	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	21.24%	28.20%	16.88%	8.81%	49.71%	16.41%
非现金支出	29	38	52	57	81	95	EBIT 增长率	18.22%	26.64%	22.71%	17.72%	110.39%	30.17%
非经营收益	0	-4	-4	-19	-33	-43	净利润增长率	24.25%	31.60%	23.66%	18.89%	101.92%	30.25%
营运资金变动	18	-6	-65	-325	-255	-101	总资产增长率	16.30%	19.72%	15.80%	105.44%	17.06%	15.26%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>171</b>	<b>190</b>	<b>179</b>	<b>-53</b>	<b>264</b>	<b>566</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-213	-320	-175	-1,381	-234	-380	应收账款周转天数	29.3	26.7	31.4	100.0	90.0	90.0
投资	13	1	0	-401	0	0	存货周转天数	99.0	99.8	109.4	140.0	120.0	120.0
其他	1	-114	-25	5	10	15	应付账款周转天数	77.9	76.0	79.1	82.0	100.0	100.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-199</b>	<b>-434</b>	<b>-200</b>	<b>-1,777</b>	<b>-224</b>	<b>-365</b>	固定资产周转天数	93.4	104.9	133.5	165.6	116.1	115.5
股权募资	27	23	17	1,785	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	0	13	10	-12	2	-1	净负债/股东权益	-57.35%	-40.93%	-35.61%	-13.79%	-13.13%	-15.70%
其他	-25	-24	-30	-2	-2	-2	EBIT 利息保障倍数	-10.1	-25.4	-31.7	-223.5	-493.2	-422.2
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2</b>	<b>13</b>	<b>-2</b>	<b>1,772</b>	<b>1</b>	<b>-3</b>	资产负债率	21.83%	25.02%	26.37%	16.15%	18.80%	18.74%
<b>现金净流量</b>	<b>-26</b>	<b>-231</b>	<b>-24</b>	<b>-58</b>	<b>41</b>	<b>198</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

**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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

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：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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作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：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD