行业评级：

机械设备　　增持（维持）

章诚 研究员　执业证书编号：S0570515020001
021-28972071
zhangcheng@htsc.com

肖群稀 研究员　执业证书编号：S0570512070051
0755-82492802
xiaoqunxi@htsc.com

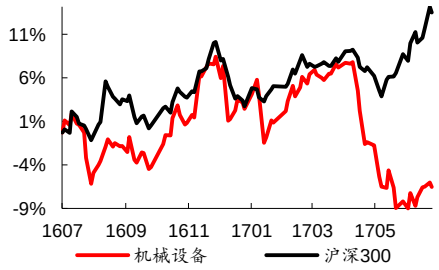
金榜 联系人　021-28972092
jinbang@htsc.com

关东奇来 联系人　guandongqilai@htsc.com

相关研究

1《星云股份(300648,增持)：领先的锂电池检测系统服务商》2017.06
2《机械设备：机械行业新锐系列报告之三十四》2017.06
3《机械设备：机械行业新锐系列报告之三十三》2017.06

行业走势图



资料来源：Wind

机械行业新锐系列报告之三十五

凌霄泵业(002884)

国内民用离心泵的主要制造商之一

民用离心泵属于通用设备，主要应用于水上康体及卫浴、楼宇暖通和给排水工程、农村及城镇饮水安全工程、污水处理及排洪防涝等市政工程、农业水利及商业配套等领域。公司主营业务为民用离心泵的研发、设计、生产及销售，其产品分为塑料卫浴泵、不锈钢泵和通用泵三个系列。公司拥有二十多年民用离心泵制造经验，是国内民用离心泵生产规模较大的主要制造商之一，是我国最大的水上康体及卫浴泵供应商之一。

近年收入稳定增长，毛利率水平逐年提高

2015~2016 年，公司营业收入分别较上年同期增长 6.54%和 2.79%，主要来源于民用离心泵的生产和销售。公司营业收入稳步增长主要原因包括：全球民用离心泵下游市场需求增加、个性化产品培育高质量客户、品牌优势和国内市场规模扩大。2014~2016 年公司毛利率分别为 31.55%、26.43%、27.55%，塑料卫浴泵和不锈钢泵产品的毛利率均呈稳定增长态势，而通用泵产品毛利率分别为 18.21%、14.04%和 21.16%。2016 年通用泵产品毛利率较 2015 年度增加 7.12 个百分点，主要系 2016 年原材料采购价格下降降低了平均单位成本所致。

民用离心泵市场前景广阔，国内企业行业集中度有待提高

离心泵按应用可分为民用离心泵和工业用泵，目前全球约 95%的离心泵应用于民用领域。根据 HIS 公司报告显示 2014 年全球民用离心泵市场规模已达到 332 亿美元，中国总市场规模约为 68 亿美元，随着全球民用离心泵需求量的增加以及制造基地转移，国内泵行业的产销水平维持在 95%左右。近年来全球泵行业集中度不断提升，前 200 家泵制造厂商销售额占世界总量已超 50%。目前国内泵行业规模以上工业企业为 1,308 家（绝大多数为工业泵生产企业），主要分布在华东、东北、中南等地区。我国泵行业制造商数量众多，但总体技术水平参差不齐，装备水平差距较大。

募投项目重点：扩大公司核心产能，加大基础研究投入力度

公司本次拟向社会公开发行股票 1,937 股，预计募集资金 56,386.11 万元，资金拟投向：不锈钢离心泵扩建项目、年产 60 万台塑料卫浴泵扩建项目年产 100 万台潜水泵及清水泵扩建项目、技术中心建设与信息管理系统升级项目、营销网络升级及建设项目。参考 Wind 一致预测，可比上市公司 2017 年对应 PE 处于 5~22 倍区间；2017 年通用机械行业的上市公司 PE 处于 13~633 倍区间，中位值为 41 倍，平均值为 60 倍。

风险提示：市场情绪变化，导致估值中枢下移。

凌霄泵业（002884.SZ）

国内民用离心泵的主要制造商之一

公司主营业务为民用离心泵的研发、设计、生产及销售，其产品分为塑料卫浴泵、不锈钢泵和通用泵三个系列。民用离心泵属于通用设备，主要应用于水上康体及卫浴、楼宇暖通和给排水工程、农村及城镇饮水安全工程、污水处理及排洪防涝等市政工程、农业水利及商业配套等领域。**公司以适配性研究开发为基础，形成了集民用离心泵的设计、生产、销售和售后服务为一体的完整服务体系，是我国最大的水上康体及卫浴泵供应商之一。**

图表1：公司主要产品一览

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

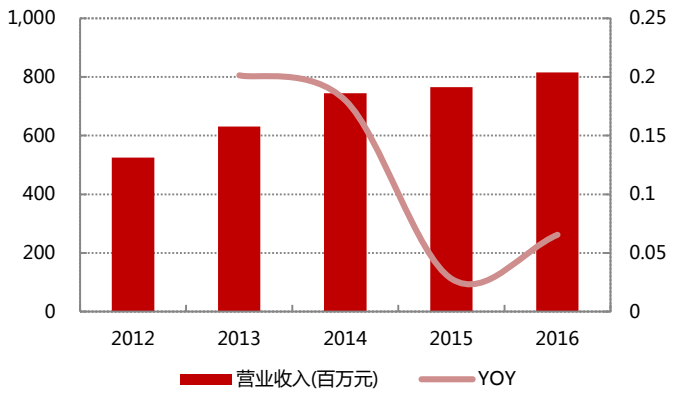
近年收入稳定增长，毛利率水平逐年提高

2016 年，公司实现营业收入 8.15 亿元，同比增长 6.54%，归属于母公司所有者净利润 1.5 亿元，同比增长 31.82%；**2014~2016 年，公司营业收入复合增长率为 3.08%，归母净利润复合增速为 9.26%。**

近三年公司营业收入呈稳定增长态势。2015~2016 年，公司营业收入分别较上年同期增长 6.54%和 2.79%，主要来源于民用离心泵的生产和销售。公司营业收入稳步增长主要原因包括：全球民用离心泵下游市场需求增加、个性化产品培育高质量客户、品牌优势和国内市场规模扩大。

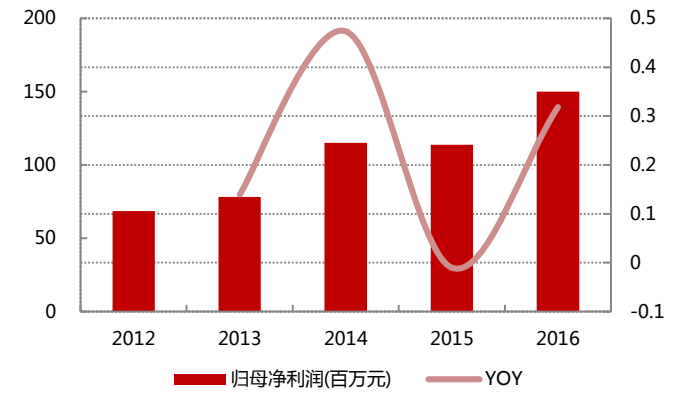
近三年公司毛利率水平略有波动。2014~2016 年公司毛利率分别为 31.55%、26.43%、27.55%，公司主营业务毛利占毛利总额比重在 96%以上，主营业务毛利主要来源于塑料卫浴泵、不锈钢泵及通用泵等产品。2014~2016 年度，塑料卫浴泵和不锈钢泵产品的毛利率均呈稳定增长态势，而通用泵产品毛利率分别为 18.21%、14.04%和 21.16%。2015 年度通用泵产品毛利率较 2014 年度下降 4.17 个百分点，系市场同质产品竞争下公司采用价格跟随策略以维持市场份额所致；2016 年度通用泵产品毛利率较 2015 年度增加 7.12 个百分点，主要系 2016 年度原材料采购价格下降降低了平均单位成本所致。

图表2： 公司历年营业收入及增速



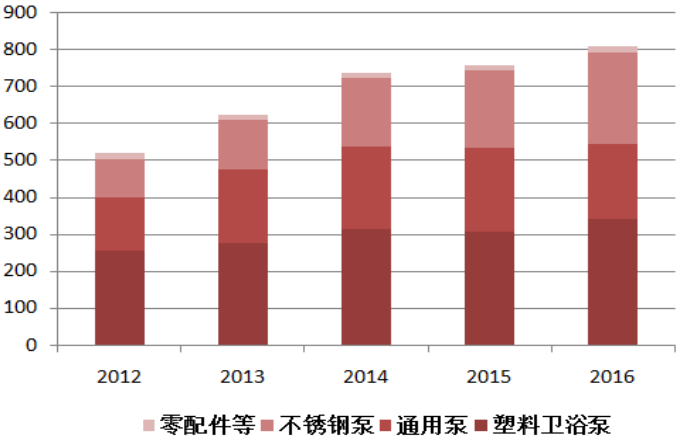
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3： 公司历年归母净利润及增速



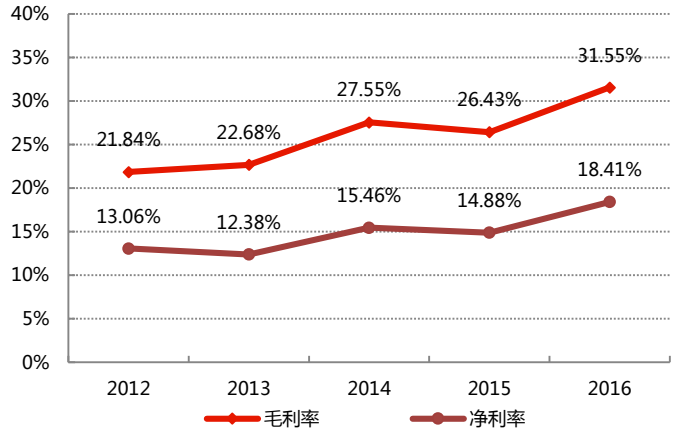
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4： 公司历年分产品营业收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5： 公司历年毛利率与净利率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

民用离心泵市场前景广阔，国内企业行业集中度有待提高

✓ **行业市场规模：**

作为一种能量转换设备，泵产品是国民经济中应用最为广泛的通用机械产品之一。离心泵按照应用领域可分为民用离心泵和工业用泵，目前全球约 95%的离心泵应用于民用领域。根据 HIS 公司报告显示：2014 年，全球民用离心泵市场规模已达到 332 亿美元，中国民用离心泵的总市场规模约为 68 亿美元。近年来，随着全球民用离心泵需求量的增加以及制造基地的转移，中国已成为世界最大的民用离心泵生产国，国内泵行业的产销水平维持在 95%左右。

✓ **行业竞争格局：**

国外企业扩张迅猛，行业集中度高。世界泵行业大约有 1 万家泵制造厂商。根据 Mcilvaine 公司发布的《Pumps: World Markets》的数据显示，随着近年来跨国泵企业不断加大全球收购和扩张力度，全球泵行业的集中度不断提升，前 200 家泵制造厂商的销售额占世界泵市场总量已超过 50%。前十大泵制造企业分别是美国 ITT 公司、日本荏原（EBARA）、丹麦格兰富（Grundfos）、美国福斯（Flowserve）、瑞士苏尔寿（Sulzer）、英国威尔（Weir）、德国凯士比（KSB）、德国威乐（WILO）、美国贝克休斯（Baker Hughes）和美国斯伦贝榭（Schlumberger）。

国内企业生产厂商众多，集中度较低。根据中国通用机械协会统计数据显示，目前国内泵行业规模以上工业企业为 1,308 家（其中绝大多数为工业泵生产企业），主要分布在华东、东北、中南等地区。由于泵行业进入资金门槛较低，产品市场需求量大，因此我国泵行业制造商数量众多，但总体技术水平参差不齐，装备水平差距较大，大多数企业没有形成品牌竞争力和规模化生产能力，产品的技术水平和质量稳定性较低。

✓ **公司行业地位：**

公司拥有二十多年民用离心泵制造经验，是国内民用离心泵生产规模较大的主要制造商之一，以适配性研究开发为基础，公司形成了集民用离心泵的设计、生产、销售和售后服务为一体的完整服务体系，是我国最大的水上康体及卫浴泵供应商之一，在行业内具有一定的市场地位。随着未来公司技术中心建设与信息管理系统升级等募集资金投资项目完成，标准化体系将更加细化，物流自动化水平进一步提高，营销网络更加完善，公司行业竞争地位将得到进一步的巩固和提升。

✓ **主要客户情况：**

公司直销模式下主要客户包括美国 Sundance Spas、美国 Watkins Manufacturing Corporation、广东爵士泳池水疗设备有限公司、佛山科勒有限公司、德国 Wilo Se 等；公司经销模式下主要客户包括济南诚进环保科技有限公司、广东联塑家居建材连锁经营有限公司、深圳市华清机电设备有限公司、深圳市三和鹏城五金机电有限公司、深圳市正广象五金有限公司等。

图表6： 2016 年公司直销模式下前五名客户

序号	客户名称	销售金额（万元）	销售占比（%）
1	美国 Sundance Spas	4,224.20	5.18
2	美国 Watkins Manufacturing Corporation	2,800.50	3.44
3	广东爵士泳池水疗设备有限公司	1,623.55	1.99
4	佛山科勒有限公司	1,224.80	1.50
5	德国 Wilon Se（含法国 Wilo Salmson France Sas）	1,194.18	1.46
合计		11,067.23	13.57

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7： 2016 年公司经销模式下前五名客户

序号	客户名称	销售金额（万元）	销售占比（%）
1	济南诚进环保科技有限公司	1,422.52	1.74
2	广东联塑家居建材连锁经营有限公司	1,181.86	1.45
3	深圳市华清机电设备有限公司	706.29	0.87
4	深圳市三和鹏城五金机电有限公司	708.70	0.87
5	深圳市正广象五金有限公司	691.64	0.85
合计		4,711.01	5.78

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

募投项目重点：扩大公司核心产能，加大基础研究投入力度

公司本次拟向社会公开发行人民币普通股，采取新股发行方式。发行上限为 1,937 万股，且不低于发行后总股本的 25%。公司本次公开发行预计募集资金 56,386.11 万元，募集资金在扣除发行费用后，将投资于以下项目：

图表8：募投项目概况

项目名称	投资预算（万元）	拟使用募集资金数额（万元）	项目备案
不锈钢离心泵扩建项目	17,231.78	17,231.78	2016-441781-34-03-000531
年产 60 万台塑料卫浴泵扩建项目	14,343.20	14,343.20	2016-441781-34-03-000533
年产 100 万台潜水泵及清水泵扩建项目	9,104.15	9,104.15	2016-441781-34-03-000527
技术中心建设与信息管理系统升级项目	4,967.16	4,967.16	2016-441781-34-03-000532
营销网络升级及建设项目	5,045.90	5,045.90	2016-441781-72-03-000526
合计	50,692.19	50,692.19	-

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

不锈钢离心泵扩建项目、年产 60 万台塑料卫浴泵扩建项目和年产 100 万台潜水泵及清水泵扩建项目：

随着全球经济复苏以及国内市场的逐步释放，公司现有产能无法满足客户所有的订单需求，故拟实施以上三个项目以缓解产能不足的现状，进一步优化公司现有产品结构，增强公司盈利能力和可持续发展能力，实现公司产品线的横向拓展和纵向延伸。

技术中心建设与信息管理系统升级项目：

技术中心项目将通过技术中心大楼建设、先进研发实验设备购置以及增加研发人员数量来满足研发部门的研发与办公需求，提升公司的自主研发能力，切实增强公司技术水平，提高产品质量，巩固并进一步提高公司在行业中的地位。信息管理系统升级项目将通过软硬件投资，对公司现有信息管理系统进行优化升级，通过科学的信息化管理理念，提高企业各部门协调配合能力，优化资源配置，进而更好的为企业决策者提供决策依据，提高现代化管理手段，增强公司综合竞争实力。

营销网络升级及建设项目：

项目将对公司现有东莞办事处、佛山办事处、武汉办事处、上海办事处、杭州办事处这五个区域办事处进行升级，同时在揭阳、南宁、海口、济南、哈尔滨、成都、北京、长沙、西安新建九个区域办事处，项目完成后将大大增强公司的区域营销管理和服务能力，协助增强公司品牌建设的力度，提高公司在通用泵领域和商业配套民用离心泵领域的全国市场覆盖度和市场开拓能力。

估值建议

公司的同行业可比上市公司主要包括新界泵业、中金环境、利欧股份和东音股份。中金环境主要产品为不锈钢立式离心泵，应用于净水处理、楼宇供水、工业清洗等领域；新界泵业主要产品为农用水泵，应用于农业灌溉、乡镇居民取水及输送、农村污水处理等领域；利欧股份主要产品为微型小型水泵，应用于家庭供水、家庭排水、园林浇灌等领域；东音股份主要产品为潜水泵，应用于农林灌溉、工业用水、市政工程等领域。上述公司均与凌霄泵业有较大程度的业务重叠，故作为可比对象。

同行业估值水平：

参考 Wind 一致预测，可比上市公司 2017 年对应 PE 处于 5~22 倍区间；2017 年通用机械行业的上市公司 PE 处于 13~633 倍区间，中位值为 41 倍，平均值为 60 倍。

图表9：可比上市公司估值一览表（参考 Wind 一致预测）

股票代码	股票简称	收盘价（元）	EPS 2016	EPS 2017E	EPS 2018E	EPS 2019E	P/E 2016	P/E 2017E	P/E 2018E	P/E 2019E	PB 当前
002532.SZ	新界泵业	8.11	0.23	0.33	0.39	0.50	36	25	21	16	3.09
300145.SZ	中金环境	16.92	0.42	0.60	0.78	0.99	40	28	22	17	4.89
002131.SZ	利欧股份	3.29	0.10	0.50	0.62	0.76	32	7	5	4	2.45
002793.SZ	东音股份	22.35	0.50	-	-	-	45	-	-	-	6.18
002884.SZ	凌霄泵业	-	2.58	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，华泰证券研究所；数据日期：2017 年 6 月 28 日

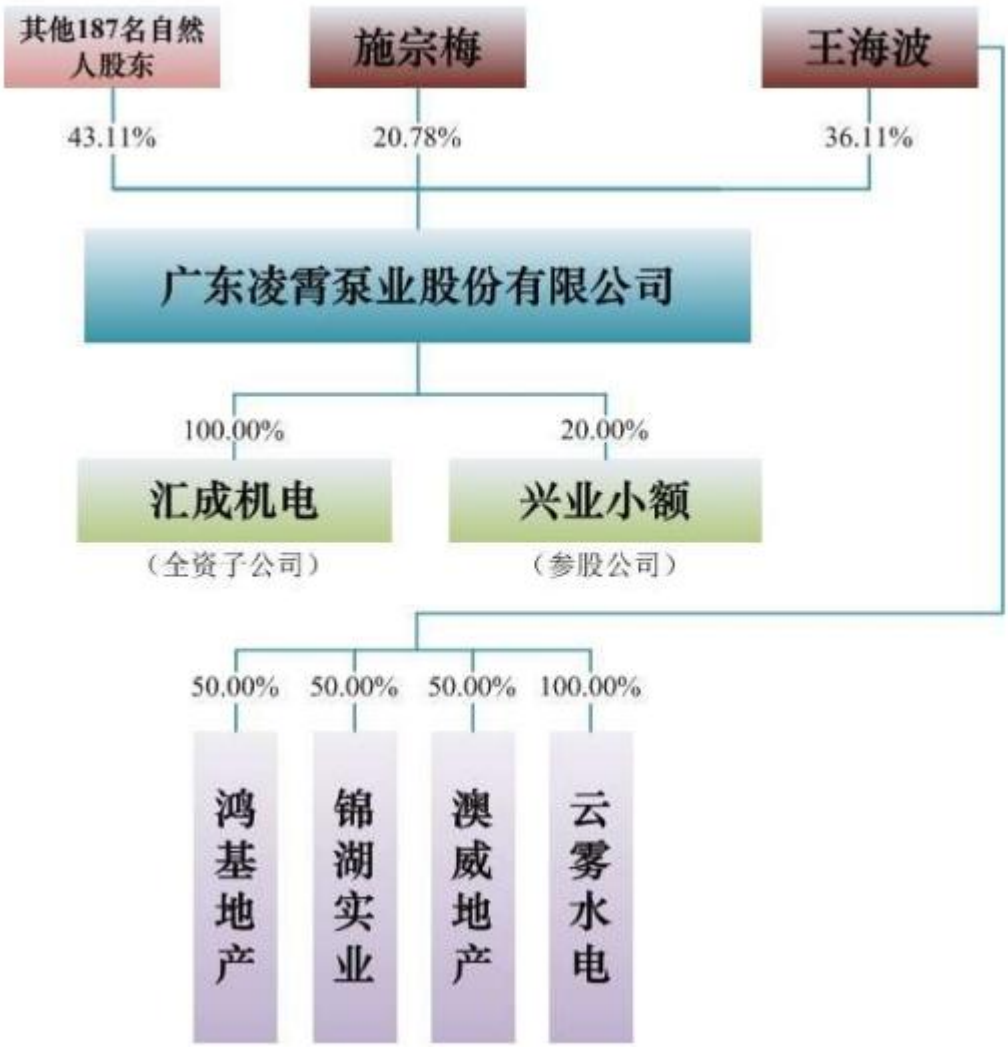
发行与股本概况

图表10： 本次发行概况

发行价格	**29.11 元**
发行股数	1,937 万股
发行后总股本	7,747 万股
发行后 EPS（2016）	1.77
发行市盈率（2016）	16.44

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表11： 发行前公司股权结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表12： IPO 时间表

发行进程	**时间**
招股	2017-06-27
路演及询价	--
发行公告	2017-06-28
网上申购	2017-06-29
公布中签	2017-06-30 至 07-03
待上市	2017-07-03
上市	--

资料来源：Wind，华泰证券研究所

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com