

公司调研点评

大元泵业 (603757)

机械设备 | 通用机械

工业泵需求旺盛，节能泵有望逐步放量

2019年11月18日

评级 **推荐**

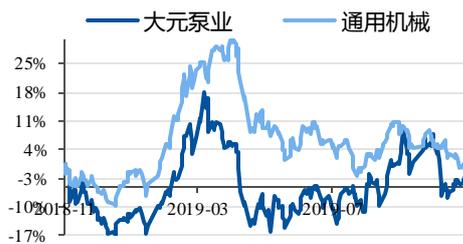
评级变动 维持

合理区间 **16.8-19.2 元**

交易数据

当前价格 (元)	15.39
52 周价格区间 (元)	13.11-27.30
总市值 (百万)	2527.78
流通市值 (百万)	754.11
总股本 (万股)	16424.80
流通股 (万股)	4900.00

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
大元泵业	-7.18	9.62	4.54
通用机械	-4.59	0.2	0.15

何晨

执业证书编号: S0530513080001
hechen@cfzq.com

黄红卫

执业证书编号: S0530519010001
huanghw@cfzq.com

刘崇武

liucw@cfzq.com

分析师

0731-84779574

分析师

0731-89955704

研究助理

0731-88954679

相关报告

1 《大元泵业：大元泵业 (603757.SH) 公司点评：盈利能力持续改善，工业屏蔽泵维持高增长》
2019-10-29

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (百万元)	1123.23	1113.60	1169.28	1315.44	1512.75
净利润 (百万元)	179.43	167.52	174.89	200.04	232.14
每股收益 (元)	1.09	1.02	1.06	1.22	1.41
每股净资产 (元)	5.45	6.13	7.10	8.08	9.21
P/E	13.41	14.36	13.76	12.03	10.37
P/B	2.69	2.39	2.06	1.81	1.59

资料来源：贝格数据，财富证券

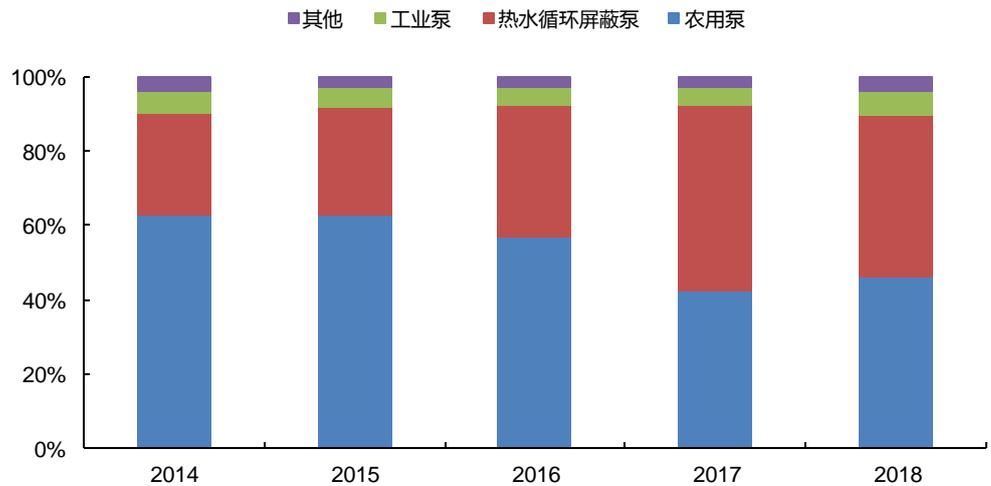
投资要点：

- 工业用屏蔽泵有望保持快速发展。**过去国内工业用屏蔽泵的技术优势主要被大连帝国和海密蒂克等外资品牌占有，随着公司工业用屏蔽泵技术实力的不断提升，已逐步打破本行业的传统竞争格局。2019年上半年公司工业屏蔽泵实现收入 5311 万元，同比增长 74.40%，我们预计公司工业屏蔽泵全年收入有望突破一亿元。目前，公司工业用屏蔽泵在手订单充足，但是产能还处于逐步爬坡的阶段，未来有望继续保持较为快速的增长。
- 高效节能泵 (high efficiency circulation pump) 的产品研发有望在 2020 年取得进展并带动在海外市场的突破。**目前，欧盟地区已经强制要求壁挂炉使用节能泵，但是公司节能泵的研发略有不及预期，2019 年市场进展较为缓慢。目前，公司正在加大研发投入，2020 年有望在第三代高效节能泵产品的研发上取得突破。海外节能泵市场需求巨大，存量市场将有望形成年千万台的规模，我们预计未来 3 年内公司节能泵有望实现较快增长。
- 横向拓宽品类，新产品有望成为未来业绩新的增长点。**公司深耕家庭场景下的其他热水循环屏蔽泵需求，正积极横向拓宽产品品类，有望为公司未来 3 年的家庭用热水循环屏蔽泵市场的持续增长形成基础。其中，“零冷水热水器”用泵已形成小批量出货，“零冷水热水器”就是普通热水器内置或外置一个热水循环屏蔽泵，“龙头一开，热水即来”，给国民生活带来更好的消费升级体验。
- 农用水泵成长空间广阔。**公司农用泵产品品类齐全，有传统的品牌和市场优势，近 5 年公司农用水泵年复合增速达到 8%，但是参考新界泵业、利欧股份和东音股份等企业农用泵市场份额，公司还有很大的成长空间。目前农用泵行业也处于一个行业出清的状态，未来公司等农用泵龙头企业市占率有望持续提升。
- 盈利预测：**预计 2019-2021 年，公司实现营收 11.69 亿元、13.44 亿元、15.46 亿元，实现归母净利润 1.74 亿元、1.97 亿元、2.29 亿元，对应 EPS 1.06 元、1.20 元、1.39 元，对应 PE 14 倍、12 倍、10 倍，参考同行业估值，给予公司 2020 年底 14-16 倍 PE。对应合理区间为 16.8~19.2 元，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**工业屏蔽泵销量不及预期，节能泵研发不及预期。

1 公司业绩环比持续好转

屏蔽泵（热水循环屏蔽泵和工业泵）占比不断提升。公司主营业务包括农用泵、热水循环屏蔽泵和工业泵，其中农用泵主要由大元泵业母公司负责生产，热水循环屏蔽泵和工业泵主要由子公司合肥新沪负责生产。目前子公司合肥新沪生产的屏蔽泵（热水循环屏蔽泵和工业泵）在公司营收中的占比已经超过农用泵，并且占比有进一步扩大的趋势。工业泵目前虽然在营收中的占比较小，但是增速很快，占比也在保持逐年增长的状态。截止至 2018 年年底，农用泵、热水循环屏蔽泵和工业泵在营收中的占比分别为 46.11%、43.51% 和 6.87%。

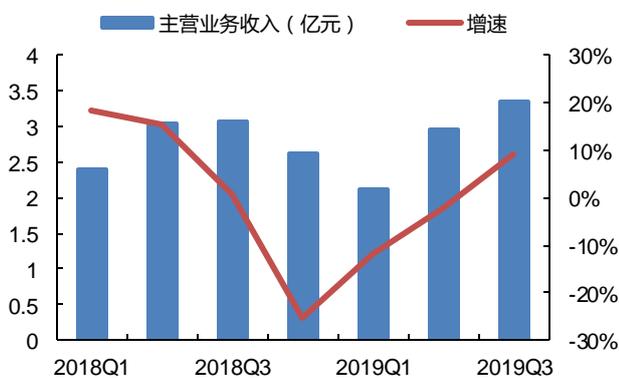
图 1：公司主营业务占比



资料来源：Wind，财富证券

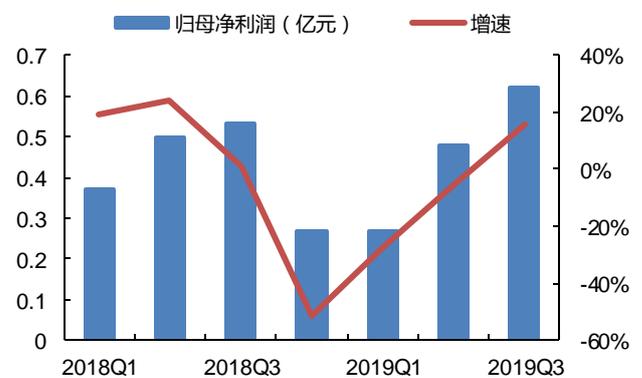
经营情况环比持续好转。2019 前三季度公司实现营业收入 8.43 亿元，同比下降 0.98%；实现归母净利润 1.36 亿元，同比下降 3.30%。第三季度实现营业收入 3.36 亿元，同比增长 8.91%；实现归母净利润 0.62 亿元，同比增长 15.85%。公司经营情况环比持续好转，2019 年 Q1、Q2 和 Q3 营收增速分别为 -11.94%、-2.34% 和 8.91%，净利润增速分别为 -27.76%、-5.59% 和 15.85%。

图 2：公司主营业务收入



资料来源：Wind，财富证券

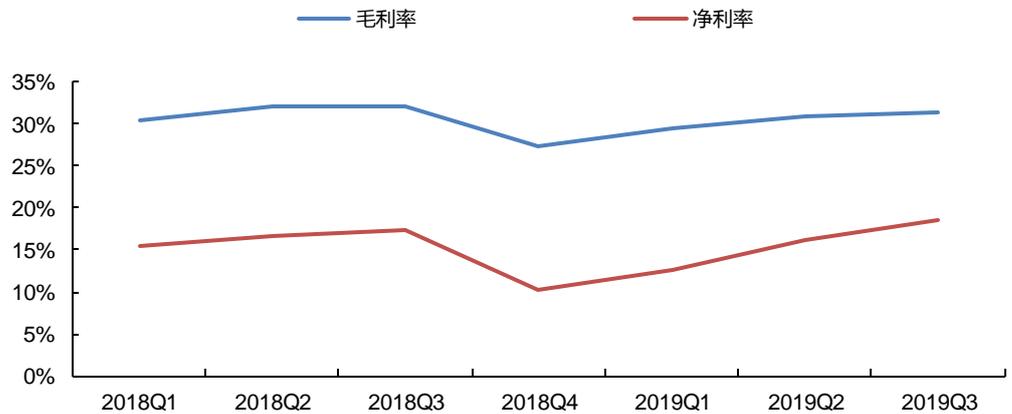
图 3：公司归母净利润



资料来源：Wind，财富证券

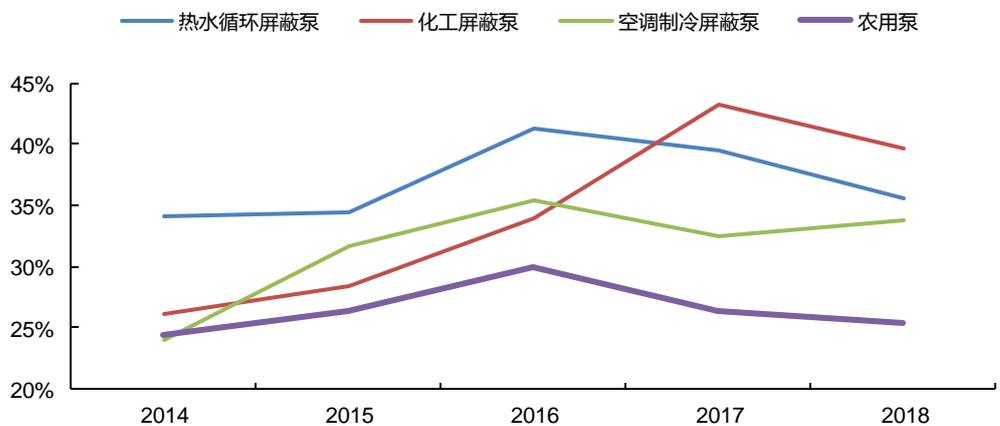
盈利能力逐步好转。公司毛利率从2019年一季度的29.39%提升至三季度的31.35%，净利率从一季度的12.65%提升至三季度的18.44%。毛利率提升主要为高毛利率的化工屏蔽泵在营收中的占比不断提升。此外，前三季度，农用泵的毛利率也有一定的提升。净利率的提升，一方面是由于毛利率在逐步提升，另一方面是由于投资收益增加以及资产减值降低。

图 4：公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，财富证券

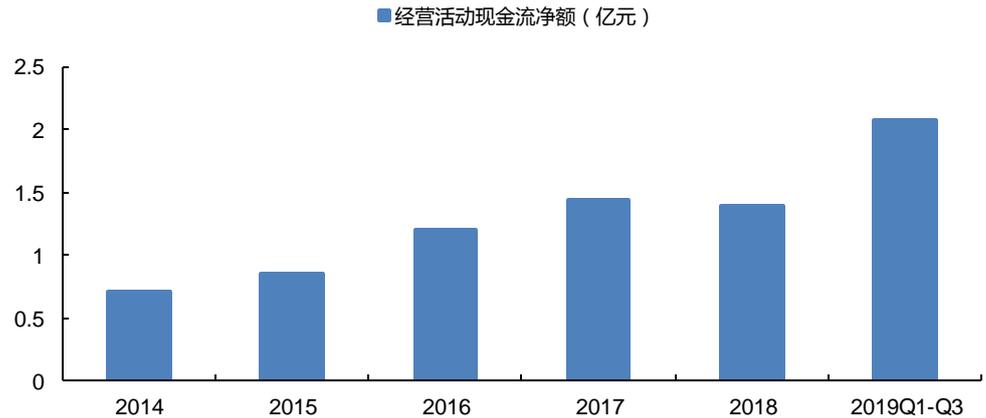
图 5：公司主要产品毛利率



资料来源：Wind，财富证券

现金流情况良好。泵是一个比较传统的行业，行业每年保持比较稳定的增速，行业的现金流也保持比较好，多年来公司经营活动现金流净额都是为正。2019年前三季度公司经营活动现金流量净额为 2.08 亿元，同比显著提升。

图 6：公司经营活动现金流量净额



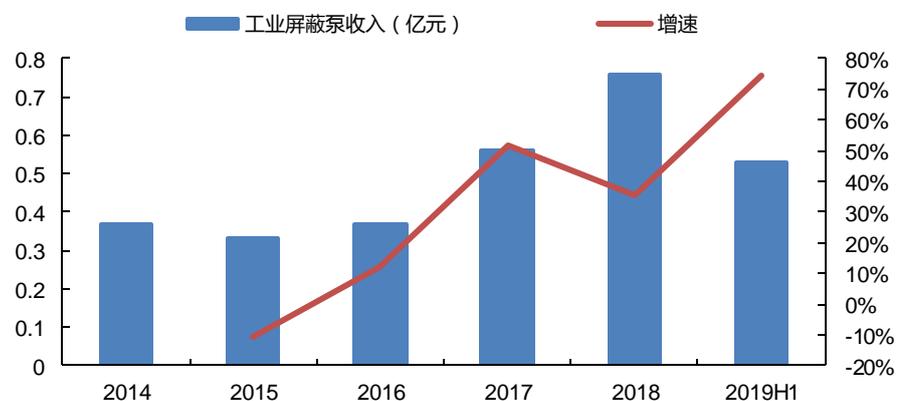
资料来源：Wind，财富证券

2 公司投资要点

工业用屏蔽泵应用领域广阔。公司工业用屏蔽泵下游应用行业包括高端石化、空调制冷、航天工业、轨道交通、电子半导体、医疗器械、清洁能源（风电、光伏发电、氢能、核电工业）、环保与水处理行业，应用领域非常广泛。公司工业用屏蔽泵下游客户包括中石化、中海油、俄罗斯天然气公司、神华集团、远大空调、万华集团等众多大型央企和行业龙头企业，公司自主研发的火箭燃料加注屏蔽泵成为总装备部地面加注的核心设备，应用于海南文昌、太原等火箭发射场，成功执行了长征系列火箭燃料的加注任务，此外，其自主研发的应用于核电辅助设备的高温高压去离子水泵和超低温乙烯泵等已被列为安徽省首台（套）产品。

工业用屏蔽泵有望保持快速发展。过去国内工业用屏蔽泵的技术优势主要被大连帝国和海密蒂克等外资品牌占有，随着公司工业用屏蔽泵技术实力的不断提升，已逐步打破本行业的传统竞争格局。2019 年上半年公司工业屏蔽泵实现收入 5311 万元，同比增长 74.40%，我们预计公司工业屏蔽泵全年收入有望突破一亿元。目前，公司工业用屏蔽泵在手订单充足，但是产能还处于逐步爬坡的阶段，未来有望继续保持较为快速的增长。

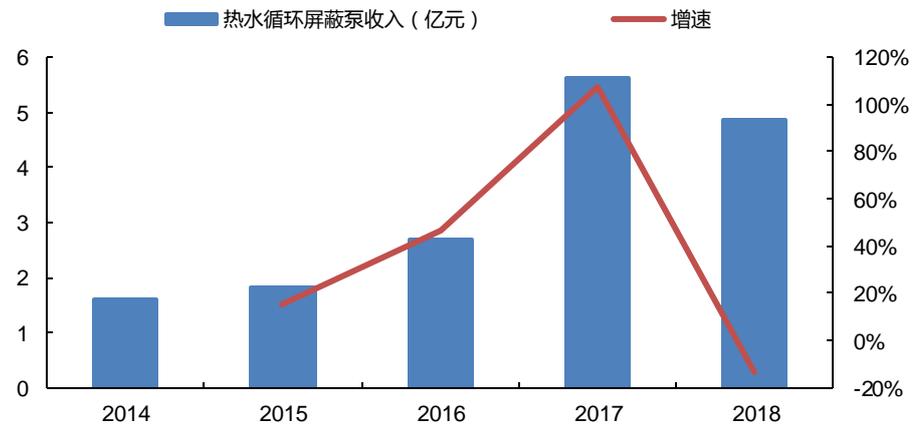
图 7：公司工业屏蔽泵收入



资料来源：Wind，财富证券

高效节能泵（high efficiency circulation pump）的产品研发有望在 2020 年取得进展并带动在海外市场的突破。目前，欧盟地区已经强制要求壁挂炉使用节能泵，但是公司节能泵的研发略有不及预期，2019 年市场进展较为缓慢。目前，公司全资子公司合肥新沪已整合研发资源，加大研发投入，2020 年有望在第三代高效节能泵产品的研发上取得突破。海外节能泵市场需求巨大，存量市场将有望形成年千万台的规模，基于目前公司节能泵产销量尚在起步阶段，叠加公司与国际主流壁挂炉整机厂商的既往优良合作关系，我们预计未来随着公司在此领域产品和技术的持续突破，未来 3 年内节能泵有望实现较快增长。节能泵的价格约为普通热水循环屏蔽泵价格的两倍左右，所以有望带动海外收入较快增长。

图 8：公司热水循环屏蔽泵收入

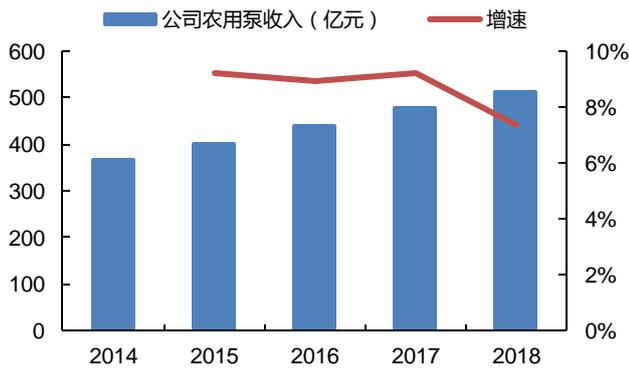


资料来源：Wind，财富证券

横向拓宽品类，新产品有望成为未来业绩新的增长点。公司深耕家庭场景下的其他热水循环屏蔽泵需求，正积极横向拓宽产品品类，有望为公司未来 3 年的家庭用热水循环屏蔽泵市场的持续增长形成基础。其中，“零冷水热水器”用泵已形成小批量出货，“零冷水热水器”就是普通热水器内置或外置一个热水循环屏蔽泵，“龙头一开，热水即来”，给国民生活带来更好的消费升级体验。2018 年中国家用燃气热水器产量达 1950 万台，如果所有热水器全部安装热水循环屏蔽泵，该领域市场规模将达到 20 亿元左右。公司在热水器用热水循环屏蔽泵已经实现小批量供货，未来有望成为业绩新的增长点。

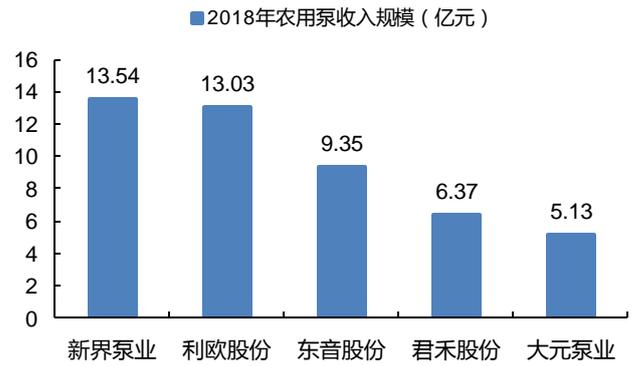
农用水泵成长空间广阔。公司农用泵产品品类齐全，有传统的品牌和市场优势，近 5 年公司农用水泵年复合增速达到 8%，但是参考新界泵业、利欧股份和东音股份等企业农用泵市场份额，公司还有很大的成长空间。目前农用泵行业也处于一个行业出清的状态，未来公司等农用泵龙头企业市占率有望持续提升。

图 9：公司农用泵收入



资料来源：Wind，财富证券

图 10：主要企业农用泵收入规模对比



资料来源：Wind，财富证券

3 盈利预测

盈利预测：预计 2019-2021 年，公司实现营收 11.69 亿元、13.44 亿元、15.46 亿元，实现归母净利润 1.74 亿元、1.97 亿元、2.29 亿元，对应 EPS 1.06 元、1.20 元、1.39 元，对应 PE 14 倍、12 倍、10 倍，参考同行业估值，给予公司 2020 年底 14-16 倍 PE。对应合理区间为 16.8~19.2 元，维持“推荐”评级。

4 风险提示

工业屏蔽泵销量不及预期，节能泵研发不及预期，农用泵出现恶性竞争。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438