

## 机械行业

## 新界泵业 (002532)

## 公司深度报告

评级：增持

首次覆盖

目标价：18.7元

收盘价 16.3

目标价 18.7

## 基本数据

52周最低/最高(元)	13.0-23.6
市盈率(x) ttm	32.94
市净率(x) lf	2.99
EV/EBITDA(x) 1yr	31.03
总股本(亿)	1.60
流通A股(亿)	0.45
流通B股/H股(亿)	0.00
总市值(亿元)	26.38
流通A股市值(亿元)	7.44
主要控股股东	许敏田
占总股本比重	22.0%

## 相对股价表现

	3个月	6个月	12个月
新界泵业	5.8%	-6.7%	-26.2%
沪深300	2.2%	-8.3%	-1.0%



## 相关研究

李项锋  
机械行业研究小组  
S0120511030002

研究助理  
蔡奕  
8621-68761616-8563  
caiyi@tebon.com.cn  
德邦证券有限责任公司  
上海市福山路500号城建国际中心26楼  
<http://www.tebon.com.cn>

## 多种因素驱动未来较快增长

## 投资要点:

- ❖ 全球粮食价格持续走高，预计未来三到五年全球农田灌溉投资可能将大幅增长，带动全球农业水泵需求提升。21世纪以来，全球农产品价格，剥离通胀因素，已经增长近100%，2011年，全球粮食价格创下来了90年代以来的新高。这种粮食价格持续高涨的情况预计将推动类似于上世纪70年代大规模农田灌溉投资的历程，带动全球农用水泵需求增长。
- ❖ 多种产品进入农机补贴范围，将催化提升未来三年产品渗透度。在《2012-2014年国家支持推广的农机产品目录》中，新界泵业的补贴种类大幅增长，达9大类，61个型号。补贴品种数量在各大排灌企业中排名第一。说明新界泵业在以下几大方面占据了优势：首先，新界泵业的多种产品均实现了规模化生产，并且得到了认可；第二，新界多种产品进入了补贴范围，有利于各种产品的联动效应，进一步推动销售，同时催化新界品牌的市场渗透；第三，有利于拉开与竞争对手差距，增加市场渗透力，提升公司内生性增长的动力。
- ❖ 2011年，新界泵业产品大幅进入各省市农机补贴范畴。产品进入补贴范围由2010年的7个省份大幅增加到2012年的16个省份，同时各省市的补贴产品型号总数也大幅增长。市场渗透潜力进一步提升。
- ❖ 农用水泵家庭自备率将提升。由于水资源是重要的农业生产要素，在排水、灌溉、洪涝以及干旱时期，急需便利、快速的排水和灌溉动力，保障农作物的种植。目前农业机械的集体所有制或租赁制，在排水灌溉的高峰时期，或者是干旱和洪涝时期，显得反应较为缓慢，资源分配不够快速及时。由于农用水泵价格较为低廉，又具备良好的便利性、灵活性和可靠性，农民将更加倾向于自备水泵。
- ❖ 随着农民收入的提高，农用水泵的需求将持续提升。我们对全国各省市2011年农用水泵百户农村家庭的拥有量和农民家庭年收入进行了比较。总体上，农村居民收入越高的地区，农用水泵保有量越高。
- ❖ 我们预计公司2012年至2014年的EPS为0.53元，0.77元和0.99元，对应的PE为31.5倍，21.7倍和16.8倍，给予“增持”评级。

## 主要财务指标

	单价:百万元					
	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
营业收入	447	567	765	977	1275	1643
收入增幅(%)	8%	27%	35%	28%	31%	29%
净利润	47	59	60	84	123	158
净利增幅(%)	71%	26%	2%	40%	45%	29%
毛利率(%)	25%	22%	21%	24%	24%	24%
ROE(%)	39.4%	12.9%	7.5%	10%	13%	15%
期末EPS(元)	0.78	0.99	0.38	0.53	0.77	0.99
PE(x)	0.0	50.0	55.7	31.5	21.7	16.8
PB(x)	0.0	3.8	4.0	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA(x)	0.0	29.9	40.0	20.6	14.0	10.9

## 目录

一、公司基本情况	4
1、基本情况	4
2、公司发展历程	4
3、公司基本主营情况	5
二、行业情况	6
1、泵的国内市场	6
2、全球泵业情况	8
三、公司情况	9
1、农机补贴政策将提升行业集中度	9
2、大幅进入各省市农机补贴范围，将催化提升未来三年产品渗透度	11
3、全球粮食价格持续走高，未来三到五年全球农田灌溉投资可能将大幅增长，带动全球农业水泵需求提升	12
4、旱、涝灾害造成的农作物损失对农民伤害较大，农用水泵在农业机械中的重要性将提高	13
5、农用水泵家庭自有率将提升	14
6、农村居民收入与农用水泵保有量的关系	15
7、大幅度的农村水利建设投资将增加农田有效灌溉面积，从而进一步提升农用水泵的需求	16
8、新界泵业产品配送中心逐步覆盖我国主要农用水泵使用地区	17
9、新界泵业同主要竞争对手相比，覆盖品种较全，综合销量较大	18
三、公司财务和生产模式	19
1、公司运营管理优于可比公司，现金管控良好，将有足够现金流支持长期发展	19
2、资本支出产出比略好于可比公司，满足产能扩张的资本需求较低，可持续增长能力较强	19
3、2013年逐步释放募投产能，估算仍有至少40%潜在产能可以在2014年释放	20
四、盈利预测及估值	21

## 图表目录

图 1：新界泵业主要股权构成	4
图 2：潜水电泵收入约占 2012 年上半年总收入的 53%	5
图 3：新界的主要产品潜水电泵毛利率最高	5
图 4：截止至 2010 年，我国农用水泵保留量为 6800 万台，年均保有量平均增长 5.5%左右	7
图 5：2010 年，国内农用水泵市场需求量约 2600 万台，按照 400 元/台估算，国内市场规模约 104 亿元	8
图 6：预计 2013 年全国农机购置补贴总额将达到 270 亿元	10
图 7：申报指南明确了单一型号离心泵产品的生产规模	10
图 8：申报指南对潜水泵的补贴产品的生产规模进行了进一步得规范	10
图 9：持续高涨的粮食价格，推高了全球农田灌溉的投资，农田灌溉面积增长加速	13
图 10：世界粮食价格指数（名义值）2011 年已经创出新高	13
图 11：即使扣减通胀因素，过去 10 年世界粮食价格也已经翻番	13
图 12：各年洪涝灾害受灾面积及经济损失情况	14
图 13：各年干旱灾害受灾面积及经济损失情况	14
图 14：中国各年旱涝灾害波动较大，且旱涝灾害各年有一定交替	14
图 15：预计到 2020 年，每百户农村家庭农用水泵拥有量将达到 40 台	15

图 16: 农村居民家庭年收入越高的地区, 农用水泵户均保有量越高 .....	16
图 17: 农村居民收入不断增长将带动农业水泵的需求 .....	16
图 18: 随着公司产能的逐步提升, 新界泵业进一步建设区域配送中心, 扩大产品覆盖地区 .....	18
图 19: 应收账款周转天数较好, 略好于同类农机公司 .....	19
图 20: 存货周转天数与可比公司相当, 可能是公司垂直整合生产锻件、电机等零部件的原因 .....	19
图 21: 新界泵业的投资性可扩张系数要高于其他可比公司, 高速增长的资本需求较低 .....	20
图 22: 房屋及建筑物/机器设备(原值, 未折旧)显示预留的厂房配置, 将为 2013 年后的需求扩张提供保证 .....	20
图 23: 新界泵业未来 12 个月 PE 与可比农机公司未来 12 个月 PE 比较, 新界泵业历史平均溢价 33.7%, 目前折价 12.7% .....	21
图 24: PE BAND .....	22
图 25: PB BAND .....	22
图 26: EV/EBITDA BAND .....	22
图 27: PS BAND .....	22
表格 1: 公司各子公司情况 .....	4
表格 2: 公司主要发展历程 .....	5
表格 3: 新界泵业各主营业务收入历年情况 .....	6
表格 4: 中国泵业总产值 .....	6
表格 5: 各农用水泵用途 .....	7
表格 6: 山东、河南、湖南、安徽、河北是农用水泵保有量最大的前 5 大省 .....	8
表格 7: 全球主要水泵生产国家及产量 .....	9
表格 8: 欧洲部分国家泵业市场规模 .....	9
表格 9: 新界泵业在《2012-2014 年国家支持推广的农机产品目录》新增了 3 个产品型号, 将进一步拓宽产品补贴品种 .....	10
表格 10: 2010 年, 约有 10%的潜水电泵产品质量抽检为不合格, 随着行业集中度的提升, 预计该 10%的不合格产品生产 企业将逐步被淘汰 .....	11
表格 11: 《2012-2014 年国家支持推广的农机产品目录》中排灌机械各公司补贴品种种类排名, 新界泵业排名第一 .....	11
表格 12: 新界泵业农机补贴各省市情况 .....	12
表格 13: 2010 年新界泵业补贴产品型号分省市统计 .....	12
表格 14: 2011 年新界泵业补贴产品型号分省市统计 .....	12
表格 15: 我国有效灌溉面积占灌溉面积比重依然有一定提升潜力 .....	17
表格 16: 水利财政支出占国家财政支出比例过去数年一直较低, 近年来占比一直下滑 .....	17
表格 17: 新界泵业及主要泵业生产企业产品种类 .....	18
表格 18: 相对估值表 .....	21
表格 19: 盈利预测表 1 .....	23
表格 20: 盈利预测表 2 .....	24

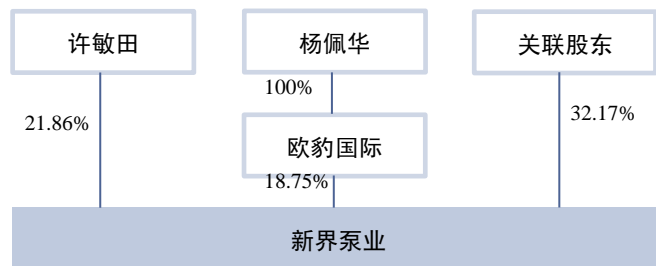
## 一、公司基本情况

### 1、基本情况

新界泵业是国内最大的农用水泵生产企业之一，位于中国的水泵之乡，浙江温岭大溪。2012年前三季度，公司实现销售收入7.1亿元，同比增长24.5%，归属母公司净利润7058万元，同比增长39.3%。公司成立于1984年，现有员工两千多人。公司主要产品包括潜水电泵、离心泵、深井泵、污水泵、旋涡泵等12个系列，2000多个品种。产品远销全球70多个国家和地区，产品出口占公司收入的45%左右。

公司为私营企业，主要控股股东为许敏田及杨佩华夫妇，其持有股份占总股份的40.71%，其他关联股东包括许鸿峰、王昌东、施召阳、王贵生、陈华青、王建忠和杨富正，合计持有股份达72.88%。公司目前共有8家子公司，15个区域配送中心，1100家一级经销商，3500余家二级经销商。产品基本覆盖全国主要水泵需求地区。

图 1：新界泵业主要股权构成



资料来源：公司年报、半年报

表格 1：公司各子公司情况

公司名称	主营产品	注册资本	持股比例	2011 年末总资产	2011 年末净资产	2011 年营业收入	2011 年净利润
1、台州新界机电有限公司	空压机	1,500	100%	4,892.53	2,781.65	8,006.17	125.16
2、江西新界机电有限公司	铸件	4800	95%	7,207.00	4,695.34	3,215.49	-81.84
3、江苏新界机械配件有限公司	配件	5000	100%	7,690.69	6,920.06	0	146.89
4、台州西柯国际贸易有限公司	进出口	100	100%	1,133.52	28.03	4,402.58	-68.49
5、浙江老百姓泵业有限公司	不锈钢泵	3,693	70%	6,281.76	4,808.36	1,636.52	123.28
6、杭州新界智泵科技有限公司	泵研发	100	80%	91.10	91.10	0	-8.90
7、温岭市方鑫机电有限公司	铸件	1500	70%				
8、浙江博华环境技术工程有限公司	污水处理工程	4,000	51%				

资料来源：公司年报、半年报

### 2、公司发展历程

新界泵业成立于1984年，经过20多年的发展，公司已经成为全国农用水泵产销量最大的企业之一。1987年，新界泵业开始生产螺杆机，成功填补国内空白。1997年，公司董事长徐敏田及5位自然发起人发起成立台州新界泵业有限公司。通过不到10年的时间，新界泵业的产销量跃居全国第一。

表格 2：公司主要发展历程

1984年	许敏田父亲的许善福和他人合伙创办了照洋家用电器厂,从此开始了创业之路。
1987年	生产螺杆泵,填补国内空白
1997年	许敏田等5位自然人发起设立台州新界泵业有限公司,注册资本共305万元。
1999年	公司更名为“浙江新界泵业有限公司”。注册资本由305万元增至1,008万元。
2002年	第二次增资,注册资本提高至1800万元。同时吸收合并“人民泵业”
2004年	第三次增资,注册资本提高至2835万元
2005年	第四次增资并变更为外商投资企业
2006年	农用水泵产销量跃居国内第一
2009年	成立股份有限公司
2010年12月	新界泵业上市
2011年	“新界牌”被国家工商总局认定为“中国驰名商标”。

资料来源：招股说明书

### 3、公司基本主营情况

公司的主营业务产品主要为农用水泵。2012年上半年,公司实现销售收入4.8亿元,同比增长24.5%。其中水泵业务实现收入4.09亿元,占比89%,空压机3935万元,占比9%。水泵业务中,潜水电泵实现收入2.57亿元,陆上泵1.2亿元。潜水电泵主要用于农田水利的灌溉、农畜牧业排污以及深井提水等领域。

公司收入约45%来自出口业务,其中亚非拉出口比重较大,2012年上半,公司出口业务实现收入2.2亿元,其中亚非拉地区的收入达1.8亿元。

新界农用水泵生产所需的主要原材料为硅钢片、铸铁件、漆包线、电缆线、铝锭等,这些原材料成本占营业成本的比例较大。这五类主要原材料成本占营业成本的60%左右。

产品的定价模式为成本和费用加合理利润。由于新界泵业具备一定的品牌和定价能力,这种定价模式一定程度上缓解了产品原材料价格上涨带来的成本压力。

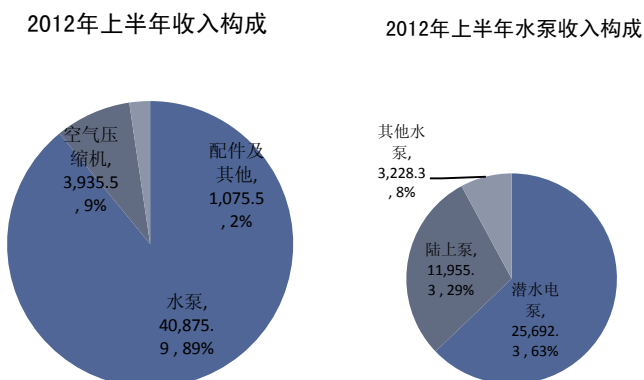
公司水泵产品的销售模式为分级经销商模式。其中,国内对经销商发货采用先全款后货模式,基本保障了应收款现金安全。国外为订单模式。

生产模式采取MTS(按库存生产)模式为主,MTO(按订单生产)模式为辅的生产模式。MTS方式即根据公司的销售情况和库存情况,安排生产。

图 2：潜水电泵收入约占 2012 年上半年总收入的 53%

2012 年上半年收入构成

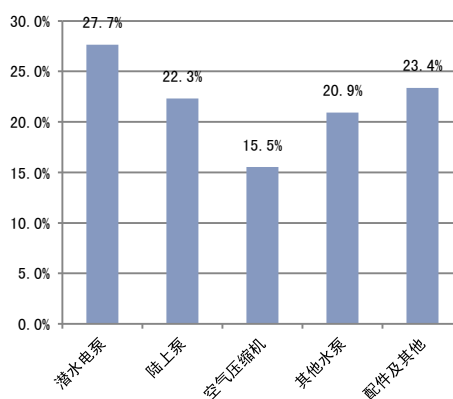
单位：万元



资料来源：德邦证券研究所

图 3：新界的主要产品潜水电泵毛利率最高

2012 年上半年公司各类产品毛利率情况



资料来源：德邦证券研究所

表格 3: 新界泵业各主营业务收入历年情况

单位: 万元	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-06-30
营业总收入	41,357.1	44,747.8	56,742.7	76,451.5	48,200.2
营业收入	41,357.1	44,747.8	56,742.7	76,451.5	48,200.2
产品	39,630.5	43,601.4	54,941.1	73,617.1	45,886.9
水泵	34,156.4	37,919.6	47,441.0	63,712.1	40,875.9
空压机	4,741.5	4,552.8	5,877.2	7,630.2	3,935.5
配件等其他产品	732.5	1,129.1	1,622.9	2,274.9	1,075.5
地区	39,630.5	43,601.4	54,941.1	73,617.1	45,886.9
国内	20,030.0	25,005.3	28,791.3	40,457.4	23,893.1
国外	19,600.5	18,596.2	26,149.8	33,159.7	21,993.8
亚非拉地区			20,402.4		18,113.1
欧美			4,189.7		3,880.7
其他国家			1,557.7		
毛利率 (%)					
水泵	19.8%	26.3%	23.5%	21.6%	25.6%
空压机	12.8%	17.2%	14.8%	12.1%	15.5%
配件等其他产品	32.8%	15.7%	20.9%	41.0%	23.4%
地区	19.2%	25.1%	22.5%	21.3%	24.6%
国内	22.0%	26.8%	25.6%	25.5%	26.9%
国外	16.4%	22.7%	19.0%	16.1%	22.2%
亚非拉地区					22.5%
欧美					20.8%
其他国家					
增速 (%)					
水泵		11.0%	25.1%	34.3%	35.9%
空压机		-4.0%	29.1%	29.8%	20.0%
配件等其他产品		54.1%	43.7%	40.2%	-7.9%
地区					32.9%
国内		24.8%	15.1%	40.5%	34.9%
国外		-5.1%	40.6%	26.8%	30.8%
亚非拉地区					47.6%
欧美					15.0%
其他国家					

资料来源: 德邦证券研究所

## 二、行业情况

### 1、泵的国内市场

2011年,我国泵的总产量达9739万台,同比增长20.29%。162家重点泵业生产企业实现工业总产值437亿元,同比增长23.3%。2011年,新界泵业总产值达7.65亿元,同比增长39.8%。排名由2010年的18位,上升到2011年的15位,占泵行业总产值的比重由2008年的1.3%上升到2011年的1.7%。

表格 4: 中国泵业总产值

	2008	2009	2010	2011
工业总产值	311.2	323.2	355.1	437.7
同比	17.60%	3.50%	10%	23.30%
新界泵业总产值	4.14	4.47	5.47	7.65
新界总产值排名	18	17	18	15
新界产值占泵业总值比	1.3%	1.4%	1.5%	1.7%

资料来源: 中国通用机械工业年鉴

农用水泵主要是指在农业生产、农村基础设施、农民生活取水中使用的水泵产品。农用水泵广泛用于 1、农田排灌；2、果园、林地、草地的浇灌和喷灌；3、水产养殖业的增氧和排水；4、畜牧业的污水污物排放；5、井用取水、水塔送水；6、沼气池和化粪池的污水污物排放等各农业子领域。

农用水泵大致可以分为 5 类，包括小型潜水电泵，污水污物潜水电泵，井用潜水电泵、自吸泵和旋涡泵。

表格 5：各农用水泵的运用

主要品种	主要应用领域
小型潜水电泵	农田、旱地、果林、草场浇灌或排水，养殖业增氧及补排水
污水污物潜水电泵	农业和畜牧业排污处理，农村道路和沼气池建设
井用潜水电泵	农村深井提水
自吸泵	管道增压、农村家庭用水和水井取水
旋涡泵	农村家庭供水（绝大多数出口海外）

资料来源：招股说明书

目前，我国生产农用水泵的企业 3000 多家，主要分布在浙江、江苏、山东、辽宁、山西、福建和广东等省，其中浙江省温岭市是全国最大的农用水泵生产基地，形成了我国最大农用水泵产业集群。

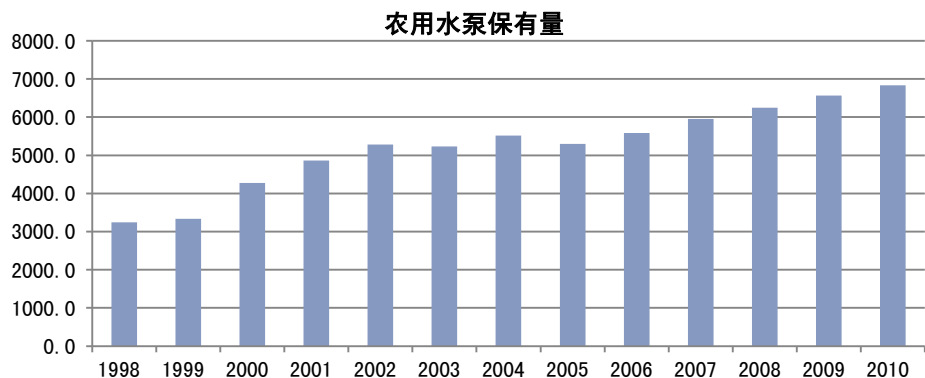
农用水泵约占泵业产量的 50%以上。新界泵业 80%左右的产品为农用水泵。根据我们的估算，2010 年我国农用水泵保有量约 6800 万台，年均保有量增长 5%左右。

另外，根据我们的测算，2010 年，我国农用水泵国内需求量约 2600 万台左右，新界泵业的国内市场占有率约为 2.7%。2011 年国内农用水泵需求量约 3100 万台，新界泵业市场占有率约 3.3%左右。

从农业水泵的保有量分布来看，山东、河南、湖南、安徽和河北这 5 大省市农用水泵保有量较高，这 5 大省市的农用水泵保有量约占全国保有量的 50%左右。

图 4：截止至 2010 年，我国农用水泵保留量为 6800 万台，年均保有量平均增长 5.5%左右

单位：万台



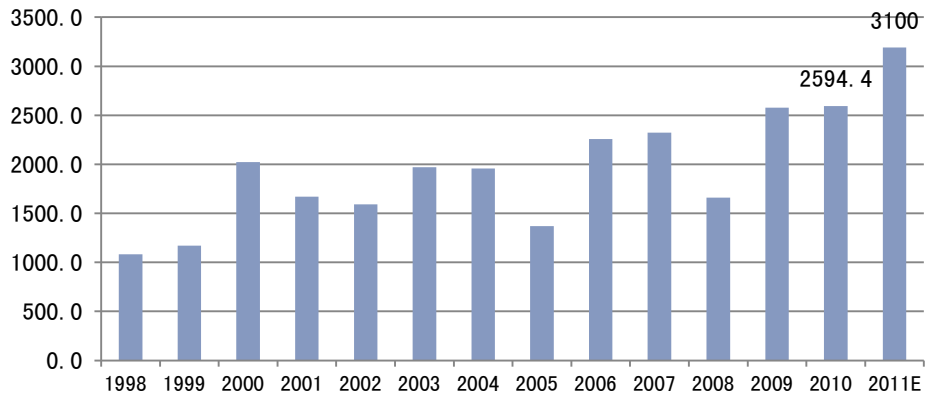
计算方法：农用水泵保有量=每百户农村家庭拥有的农用水泵数量×全国农村家庭户数

资料来源：国家统计局、德邦证券研究所

图 5：2010 年，国内农用水泵市场需求量约 2600 万台，按照 400 元/台估算，国内市场规模约 104 亿元

单位：万台

国内农用水泵需求量估算



计算方法：根据农用水泵保有量估算所得，农用水泵寿命约 3 年，计算起始年 1998 年

资料来源：国家统计局、德邦证券研究所

表格 6：山东、河南、湖南、安徽、河北是农用水泵保有量最大的前 5 大省

各省市农用水泵保有量情况

单位：万台

	全国	北京	天津	河北	山西	内蒙古	辽宁	吉林	黑龙江	上海	江苏	浙江	安徽	福建	江西	山东	河南
2008	1979.2	4.0	9.7	178.7	12.8	35.5	121.8	47.4	35.6	1.6	59.8	96.6	167.4	13.7	69.0	291.0	207.3
2009	2040.6	4.3	8.6	171.3	13.1	36.6	129.0	47.4	40.7	1.6	60.4	94.8	170.1	14.2	70.3	293.8	215.0
2010	2108.8	4.2	9.2	172.1	14.0	36.0	127.7	47.8	43.3	1.4	60.0	96.0	174.1	15.1	73.1	296.2	216.3

	湖北	湖南	广东	广西	海南	重庆	四川	贵州	云南	西藏	陕西	甘肃	青海	宁夏	新疆	新疆建设兵团
2008	87.7	170.4	59.4	68.7	17.5	76.3	56.4	26.2	17.1	0.1	29.5	9.2	0.2	3.5	3.5	1.6
2009	87.7	183.9	63.6	74.0	18.2	83.3	62.8	28.1	18.1	0.1	30.0	10.4	0.2	3.5	4.0	1.5
2010	85.5	210.0	68.5	83.4	19.2	90.4	62.9	28.9	21.7	0.1	30.2	11.5	0.3	3.6	4.4	1.9

注：由于统计口径不同，中国农业机械工业年鉴的农用水泵保有量较国家统计局计算数据低。

资料来源：中国农业机械工业年鉴、德邦证券研究所

## 2、全球泵业情况

根据 EIF 发布的《世界泵业市场报告》统计，2012 年全球泵业整机市场规模达 420 亿美元，其中欧洲 115 亿美元，非洲及中东地区 49 亿美元，亚洲 173 亿美元，美洲 83 亿美元。农用水泵市场规模约占泵业整体规模的 17%。同时 EIF 预测非洲及中东地区将成为泵业市场增速最快的地区。

新界泵业约 37.5% 的收入来自于亚非拉地区，非洲及亚洲市场的增长，将有助于新界出口业务保持稳定的增长。

从全球水泵的产量来看，欧洲是全球水泵生产最大的地区。仅西班牙 2008 年的产量就达 1.59 亿台，德国水泵的产量也非常巨大，达到 6168 万台。不完全统计，2008 年全球仅统计在内的国家水泵产量合计达 4 亿台左右。

从生产的分布布局来看，欧洲是全球泵类产品需求第二大的国家，同时，欧洲的水泵产量全球居首。新界泵业 2012 年上半年欧洲地区的收入仅 2880 万元，占总收入的 8%。由于欧洲不断提升水泵产品的行业能效标准以及环保标准，使得欧洲泵业整体行业门槛不断提升，



同时欧洲经济疲软导致总体需求的停滞，使我国出口到欧洲的水泵产品面临增速放缓的影响。中小型水泵生产厂商由于产品质量以及节能性能无法达到欧洲标准，将逐步退出欧洲市场。而我们预计，国内的大中型水泵生产厂由于可靠的产品质量以及能耗环保标准，将逐步替代原先国内中小型企业出口到欧洲的市场份额。

表格 7：全球主要水泵生产国家及产量

Pumps for liquids; liquid elevators

单位：万台

国家	2003	2004	2005	2006	2007	2008
西班牙 Spain	-	12,100.4	11,020.1	13,845.5	15,539.6	15,865.0
德国 Germany	3,990.9	4,474.9	4,619.6	5,986.7	6,241.9	6,168.1
中国 China	2,263.9	2,898.4	2,904.3	3,752.4	5,946.9	6,954.0
巴西 Brazil	496.8	558.2	596.1	526.1	6,906.3	9,074.2
爱尔兰 Ireland	3,365.9	1,096.4	-	-	-	-
美国 United States	1,214.3	-	-	-	-	-
丹麦 Denmark	484.9	480.6	477.7	483.8	502.1	-
匈牙利 Hungary	200.6	188.4	215.8	271.0	265.9	250.7
英国 United Kingdom	-	-	661.8	669.5	-	-
乌克兰 Ukraine	182.4	189.4	168.4	162.7	179.9	156.0
葡萄牙 Portugal	202.9	203.1	211.0	210.6	-	-
瑞典 Sweden	53.3	118.2	58.3	104.5	162.3	156.5
捷克 Czech Republic	17.9	-	-	-	321.5	301.5
波兰 Poland	71.4	68.7	30.5	33.8	54.6	51.3
白俄罗斯 Belarus	49.3	51.1	54.6	25.0	58.7	52.5
保加利亚 Bulgaria	32.5	37.0	44.3	53.7	59.7	52.6
越南 Viet Nam	76.9	47.0	59.9	28.4	26.1	-
俄罗斯 Russian Federation	22.9	22.6	23.7	28.2	29.9	29.9

资料来源：联合国 UN DATA、德邦证券研究所整理

表格 8：欧洲部分国家泵业市场规模

单位：百万欧元

Austria	Belgium	Czech Republic	Denmark	Finland	France	Germany	Italy	Netherlands	Poland	Russia	Spain	Sweden	Switzerland	Turkey	United Kingdom
307	155	58	371	125	680	2329	947	323	322	822	439	361	59	306	675

资料来源：EIF、德邦证券研究所整理

### 全球泵业集中度较高

我国农用水泵生产企业有 3000 多家，规模达到亿元以上的企业不足 1%，多数企业市场占有率不超过 2%。从国际市场的集中度来看，全球泵行业集中度正在进一步提升，并购重组步伐加快，泵制造厂商总数量不断减少。据不完全统计，全球 10 大泵制造企业（美国 4 家，德国 2 家，日本、英国、丹麦、瑞士各 1 家）的产值约占世界泵业总产值的 31%。

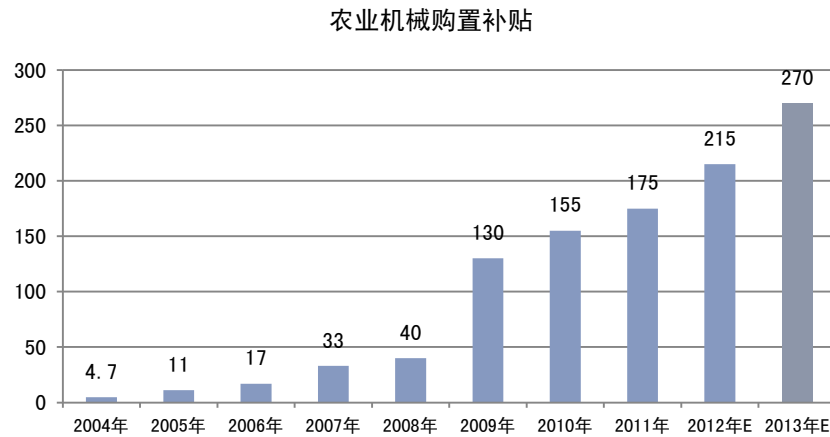
## 三、公司情况

### 1、农机补贴政策将提升行业集中度

自2010年7月国务院公布《关于促进农业机械化和农机工业又好又快发展的意见》以来，国家将水泵列入重点补贴范围，优先予以安排，同时积极加大灌排设备更新改造力度，加快节水灌溉和小型抗旱设备推广，提高灌排装备水平。

近年来，我国农机购置补贴力度不断加大，2012年全年农机购置补贴额将达到215亿元，同比增长23%。预计2013年到2014年，农机购置补贴依然会有较大提升。最近2013年的第一批4亿元农机购置补贴已经下达浙江省，同比增长42.86%。

图 6：预计 2013 年全国农机购置补贴总额将达到 270 亿元



资料来源：德邦证券研究所估算

在加大农机补贴力度的同时，国家同时对农机补贴的产品范围进行了进一步规范。农业部在2011年下半年公布的《2012-2014年国家支持推广的农机产品目录》申报指南中明确对农机产品的质量和性能指标进行了规范，同时限制了一些小型泵业生产企业进入农机补贴范围。而该规范并没有在《2009-2011年国家支持推广的农机产品目录》申报指南中出现。

申报指南明确了在性能、噪声、油耗、效率等方面的规范。同时明确单一补贴型号产品近两年销量的最低规模。由于农用水泵补贴力度较大，最高达到产品价格的30%左右，因此农机补贴政策的推广，将逐步淘汰小型水泵生产企业，提升行业集中度，建立行业进入门槛。

图 7：申报指南明确了单一型号离心泵产品的生产规模

配套动力额定功率	区段内单一型号销售量 (台)	备注
≤11kW	每个型号不少于 1000	
>11kW	每个型号不少于 500	

资料来源：《2012-2014 年国家支持推广的农机产品目录》申报指南

图 8：申报指南对潜水泵的补贴产品的生产规模进行了进一步规范

配套动力额定功率或井径	段内单一型号销售量 (台)	备注
小型潜水电泵 ≤3kW	每个型号不少于 1000	小潜
小型潜水电泵 3kW~11kW	每个型号不少于 600	小潜
小型潜水电泵 >11kW	每个型号不少于 400	小潜
污水污物潜水电泵 ≤5.5kW	每个型号不少于 600	污潜
污水污物潜水电泵 5.5kW~22kW	每个型号不少于 500	污潜
污水污物潜水电泵 >22kW	每个型号不少于 300	污潜
井用潜水电泵 ≤175mm	每个型号不少于 500	井潜
井用潜水电泵 175mm~250mm	每个型号不少于 300	井潜
井用潜水电泵 >250mm	每个型号不少于 150	井潜

资料来源：《2012-2014 年国家支持推广的农机产品目录》申报指南

表格 9：新界泵业在《2012-2014 年国家支持推广的农机产品目录》新增了 3 个产品型号，将进一步拓宽产品补贴品种

编号	类别	产品名称	型号	牌号	公司名称
1	排灌机械	充水式潜水电泵	QS20-30/2-3*	新界	浙江新界泵业股份有限公司
2	排灌机械	充油式潜水电泵	QY160-4-3*	新界	浙江新界泵业股份有限公司
3	排灌机械	干式潜水电泵	QD3-30/2-0.75*	新界	浙江新界泵业股份有限公司
		井用小型多级潜水电			
4	排灌机械	泵	QJD4/6-0.37*、QJDY2/14-1.1*	新界	浙江新界泵业股份有限公司
5	排灌机械	喷射式电泵	JET550*	新界	浙江新界泵业股份有限公司

			QDX1.5-17-0.37*、 QDX1.5-17-0.37(T)*、		
6	排灌机械	潜水电泵	QDX15-10-0.75*	新界	浙江新界泵业股份有限公司
7	排灌机械	潜水螺杆电泵	QGD1.2-50-0.37*	新界	浙江新界泵业股份有限公司
8	排灌机械	污水污物潜水电泵	WQD15-9-1.1*	新界	浙江新界泵业股份有限公司
9	排灌机械	自吸电泵	1AWZB-125*、1WZB-35A*	新界	浙江新界泵业股份有限公司

资料来源：《2012-2014年国家支持推广的农机产品目录》

**表格 10：2010年，约有10%的潜水电泵产品质量抽检为不合格，随着行业集中度的提升，预计该10%的不合格产品生产企业将逐步被淘汰**

	2004	2005	2007	2008	2009	2010
潜水电泵行业质量抽检达标率	80.20%	92.60%	90.20%	99.30%	93.30%	90.00%

资料来源：《中国农业机械工业年鉴》，德邦证券研究所整理

## 2、大幅进入各省市农机补贴范围，将催化提升未来三年产品渗透度

在《2012-2014年国家支持推广的农机产品目录》中，新界泵业的补贴种类大度增长，达9大类，61个型号。补贴品种数量在各大排灌企业中排名第一。说明新界泵业在几大方面占据了优势，首先，新界泵业的多种产品进入推广范围，说明产品均实现了规模化生产，并且得到了认可；第二，新界多种产品种类进入了补贴范围，有利于各种产品的联动效应，进一步推动销售，同时提升新界的产品渗透能力；第三，新界产品多种产品进入补贴，有利于拉开竞争差距，进一步增加市场渗透能力，提升公司内生性的增长动力。

**表格 11：《2012-2014年国家支持推广的农机产品目录》中排灌机械各公司补贴品种种类排名，新界泵业排名第一**

公司	补贴产品种类
浙江新界泵业股份有限公司	9
唐山市迁水泵业有限公司	7
浙江丰源泵业有限公司	5
山东华泰保尔水务农业装备工程有限公司	4
深圳市富巍盛科技有限公司	4
广东达华节水科技股份有限公司	4
漯河市四通泵业有限公司	4
现代农装科技股份有限公司	4
甘肃大禹节水集团股份有限公司	4
揭阳市福兴美节水设备工程有限公司	3
<b>总计</b>	<b>322</b>

资料来源：《2012-2014年国家支持推广的农机产品目录》，德邦证券研究所整理

与此同时，2011年，新界泵业产品大幅进入各省市农机补贴范畴。产品进入补贴范围由2010年的7个省份大幅增加到2012年的16个省份，同时各省市的补贴产品型号总数也大幅增长。

补贴品种和补贴省市的扩张，其积极意义有两层：一、从短期来看，新界泵业2012年到2014年销售收入受补贴的催化可以保持快速增长；二、从中长期来看，新界泵业的市场渗透能力将进一步提升，产品知名度和影响力将进一步提高。公司的市场潜力将受到农机补贴政策以及行业集中度提升两大催化因素，进一步提高。尤其是山东、湖南、湖北、安徽等农用水泵保有量较大的市场，新界进入补贴范围，受益明显。

另外，广东、黑龙江、青海、山西、四川等省市对还未对新界泵业给予补贴，这些都是广泛的市场潜力。预计未来新界泵业将进入这些省市的补贴范围。

表格 12：新界泵业农机补贴各省市情况

新界泵业各省市产品补贴型号数量	安徽省	甘肃省	广东省	广西	贵州省	河北省	河南省	黑龙江省	湖北省	湖南省	吉林省	江苏省	辽宁省
2011年	35	34		53	46	44	33		11	7	46	35	92
2010年				10		25			4				

新界泵业各省市产品补贴型号数量	内蒙古	青海省	山东省	山西省	陕西省	上海市	四川省	天津市	新疆	新疆兵团	云南省	浙江省	总计
2011年	22		46		6						30	92	632
2010年		9		20	6							45	119

资料来源：农机 360 网、德邦证券研究所整理

表格 13：2010 年新界泵业补贴产品型号分省市统计

行标签	离心泵	潜水泵	总计
广西		10	10
河北省		25	25
湖北省		4	4
青海省		9	9
山西省		20	20
陕西省		6	6
浙江省	12	33	45
<b>总计</b>	<b>12</b>	<b>107</b>	<b>119</b>

表格 14：2011 年新界泵业补贴产品型号分省市统计

行标签	离心泵	潜水泵	污水泵	总计
安徽省	9	26		35
甘肃省	10	24		34
广东省			2	2
广西	13	40		53
贵州省	13	33		46
河北省	11	33		44
河南省		33		33
湖北省	3	8		11
湖南省		7		7
吉林省	13	33		46
江苏省	10	25		35
辽宁省	26	66		92
内蒙古	10	12		22
山东省	13	33		46
陕西省	2	4		6
云南省	10	20		30
浙江省	26	66		92
<b>总计</b>	<b>169</b>	<b>463</b>	<b>2</b>	<b>634</b>

资料来源：农机 360 网、德邦证券研究所整理

资料来源：农机 360 网、德邦证券研究所整理

### 3、全球粮食价格持续走高，未来三到五年全球农田灌溉投资可能将大幅增长，带动全球农业水泵需求提升

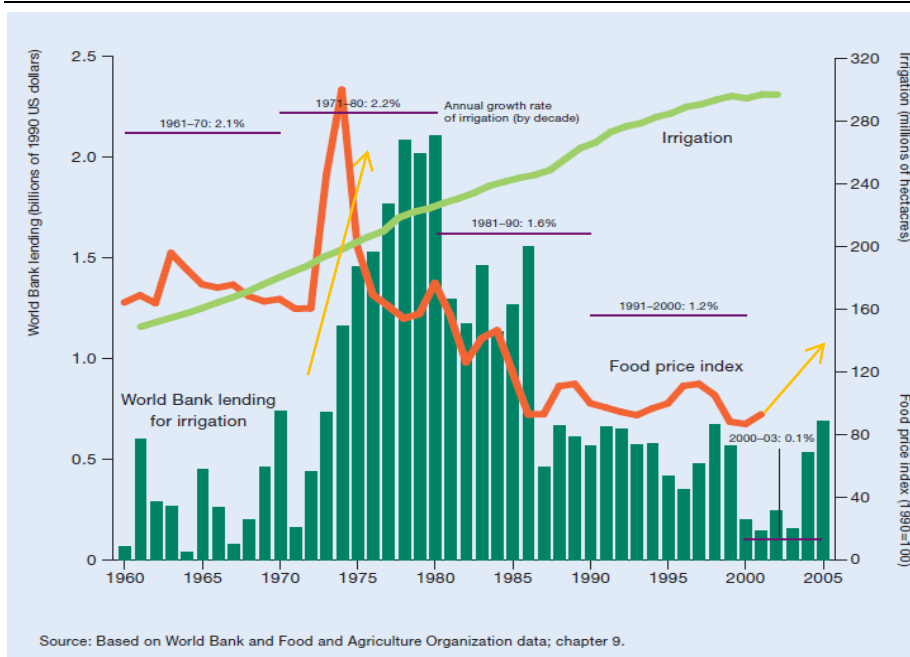
从全球范围来看，上一轮全球范围的农田灌溉大幅投资在上世纪 70 年代。主要原因是 70 年代的全球农产品价格大幅飙升。在之后的 5 到 8 年，世界银行对农田灌溉投资的贷款增长了 200%，达 21 亿美金。世界范围内农田灌溉面积年化增长 2.2%，增速较 60 年代的 2.1% 提升了 0.1 个百分点。

21 世纪以来，全球农产品价格，剥离通胀因素，已经增长近 100%，2011 年，全球粮食价格创下来了 90 年代以来的新高。这种粮食价格持续高涨的情况预计将推动类似于上世纪 70 年代大规模农田灌溉投资的历程，带动全球农用水泵需求提升。

从世界银行对农田灌溉贷款的情况来看，其对每年农田灌溉的贷款已经从 2003 年的 3 亿美金，增长到 2011 年的约 10 亿美金。按照上世纪 70 年代农田灌溉投资对粮食价格指数约 5 年的滞后效应，全球农田灌溉投资预计将在未来 3~5 年继续大幅增长。

图 9：持续高涨的粮食价格，推高了全球农田灌溉的投资，农田灌溉面积增长加速

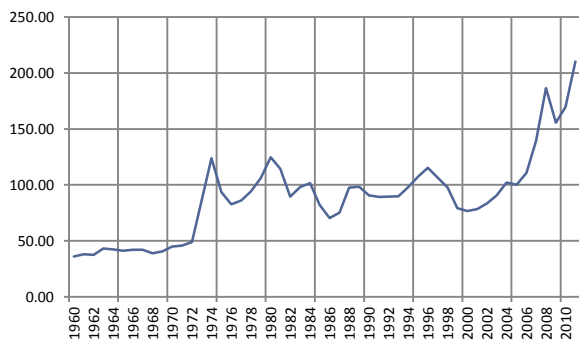
世界粮食价格、世界银行对农田灌溉投资的贷款、全球农田灌溉面积



资料来源：世界银行，联合国粮农组织

图 10：世界粮食价格指数（名义值）2011 年已经创出新高

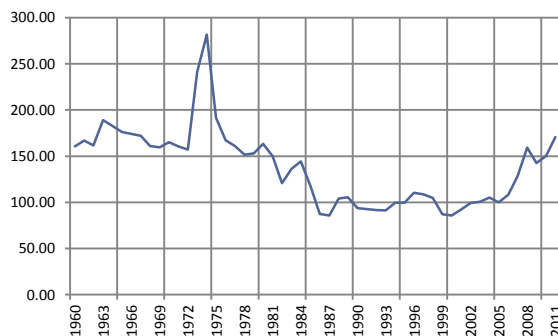
世界粮食价格指数，2005=100，以美金计价，名义数值  
World food price index, 2005=100, Nominal US dollar terms



资料来源：世界银行，FAO

图 11：即使扣减通胀因素，过去 10 年世界粮食价格也已经翻番

世界粮食价格指数，2005=100，以美金计价，通胀扣减  
World food price index, 2005=100, Real US dollar terms



资料来源：世界银行，FAO

#### 4、旱、涝灾害造成的农作物损失对农民伤害较大，农用水泵在农业机械中的重要性将提高

与国外农业生产不同的是，我国的农村经济主要以中小型农田承包制为主。农村家庭承包农田生产的模式决定了农民收入对农作物产出巨大的依赖性。中国地域辽阔，水资源分布不均，降水量时空分布差别较大，旱涝灾害频繁。尤其是近年来，极端气候变化对我国农作物影响以及经济损失逐年提高，使农民在种植农作物上面临着较大的风险。

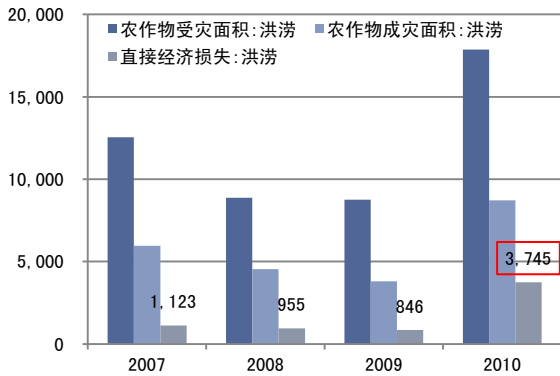
农用水泵在减少农作物旱、涝灾害有着积极的作用，相较于其它农业机械提高农作物产出的功能，农用水泵更具备防洪抗旱的功能。

近年来，虽然农作物产出不断增长，但旱涝灾害的受灾和成灾面积却在上升。2010年，

全国洪涝灾害导致的直接经济损失达3745亿元，干旱导致的直接经济损失达1509亿元。农用水泵及农田水利建设对农业的保产、增产有着重要的作用。对减少因天灾引起的农民收入减少或绝收有重要的意义。

图 12：各年洪涝灾害受灾面积及经济损失情况

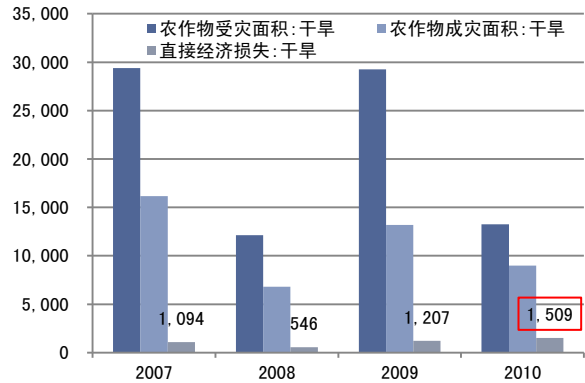
单位：千公顷/亿元



资料来源：国家统计局、德邦证券研究所整理

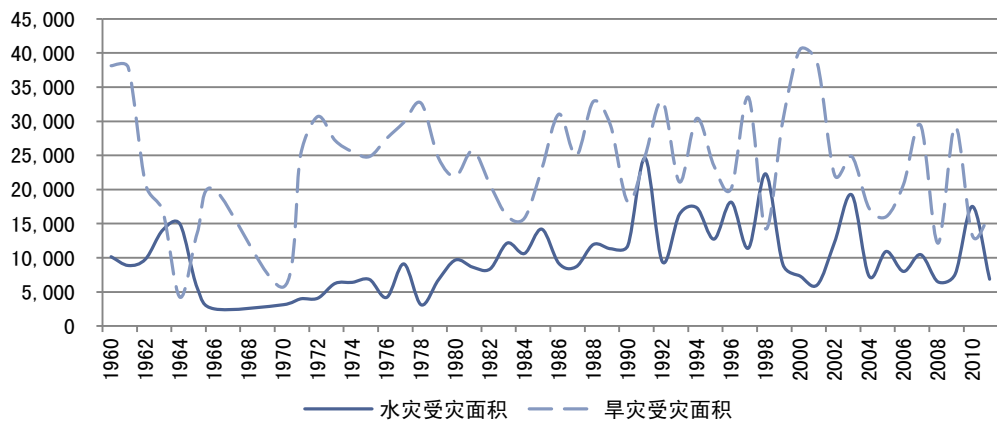
图 13：各年干旱灾害受灾面积及经济损失情况

单位：千公顷/亿元



资料来源：国家统计局、德邦证券研究所整理

图 14：中国各年旱涝灾害波动较大，且旱涝灾害各年有一定交替

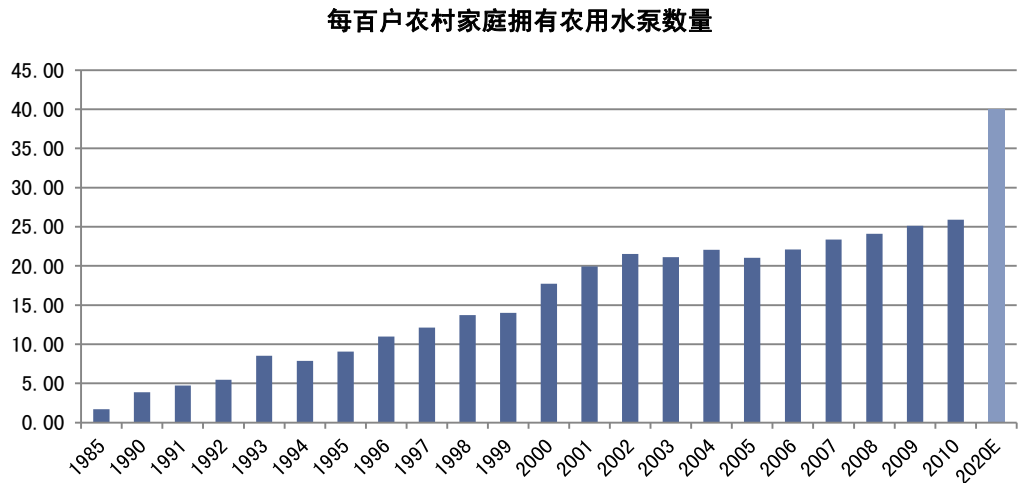


资料来源：国家统计局、德邦证券研究所

## 5、农用水泵家庭自有率将提升

农用水泵经过多年的发展，保有量逐步提升。截止到2010年，每百户家庭拥有的农用水泵数量约26台。我们预计2015年到2020年，每百户家庭的农用水泵拥有量将达到40台。其驱动的主要因素为，随着农民收入不断地增长以及水资源管理需求的提升，越来越多的农民选择为农田自行配备农用水泵，农村集体水泵所有制以及农用水泵租赁的比重将降低。

图 15：预计到 2020 年，每百户农村家庭农用水泵拥有量将达到 40 台



资料来源：国家统计局，德邦证券研究所估算

在亚洲，尤其是以水稻为主要种植作物的东南亚地区，农用水泵保有量增长迅猛。印度的农用水泵保有量过去 10 年大幅增长，目前的保有总量约 2400 万台。在泰国，根据不完全统计，泰国拥有一台及一台以上各类农业相关水泵的农村家庭超过 80%。这是一个较为明显的现象。泰国农民的种植方式和我国部分农田的种植方式有些相似，就是农田块状化，分散化，承包化或私有化较为明显。每个家庭农户都有自己的小型农田。

由于水资源是重要的农业生产要素，在排水、灌溉、洪涝以及干旱时期，急需便利、快速的排水和灌溉动力，以保障农作物的种植。而农业机械的集体所有制或租赁制，在排水灌溉的高峰时期，或者是干旱和洪涝时期，显得反应较为缓慢，资源分配不够快速及时。因此，农民家庭越来越多的选择自己购买农用水泵，同时由于农用水泵价格较为低廉，又具备良好的便利性、灵活性和可靠性，相对于其它大中型农业机械，农民有较强独自购买的消费能力。我们认为，农村家庭自备农用水泵将逐渐成为一个趋势。

与此同时，中国的城市化进程使中国的农村劳动力逐步短缺，农业从业人口将进一步老龄化。农用水泵相对于人工劳动力，具有较高的劳动力替代性。农村水泵的家庭渗透率将进一步提升。

基于上述考虑，农村家庭越来越多地购买自有农用水泵可能是未来的长期趋势。

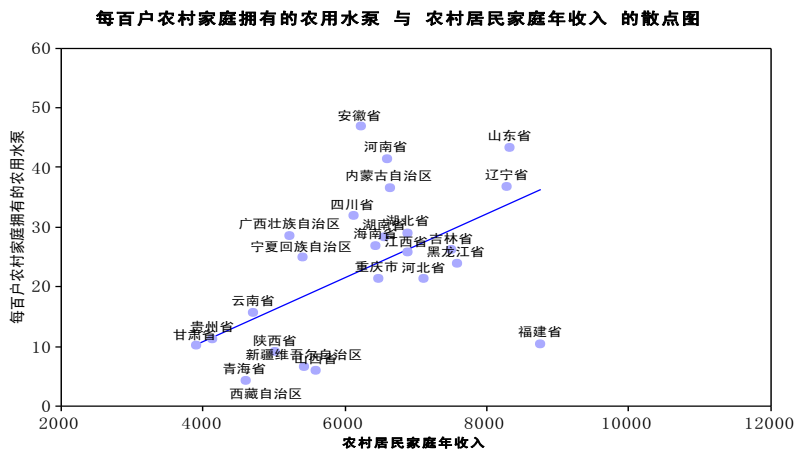
## 6、农村居民收入与农用水泵保有量的关系

虽然总体上各类农业机械在我国不同地域、不同的粮食种植地区有着不同的需求，但农用水泵属于水资源农业机械，具备一定的普遍性和通用性。比如在干旱和半干旱地区，浅井泵和深井泵有较大的需求。在临近河道、湖泊等地区，潜水泵具有较大需求。丘陵和山区需要用到离心水泵和深井泵。农业和畜牧业排污处理，农村道路和沼气池建设需要用到污水泵等。

我们对全国各省市 2011 年农用水泵百户农村家庭的拥有量和农民家庭年收入进行了比较。总体上，农村居民收入越高的地区，农用水泵保有量越高。我们相信，随着农民收入的提高，农用水泵的需求将持续提升。

图 16: 农村居民家庭年收入越高的地区, 农用水泵户均保有量越高

农村居民家庭年均纯收入的增长将带动农用水泵需求的提升

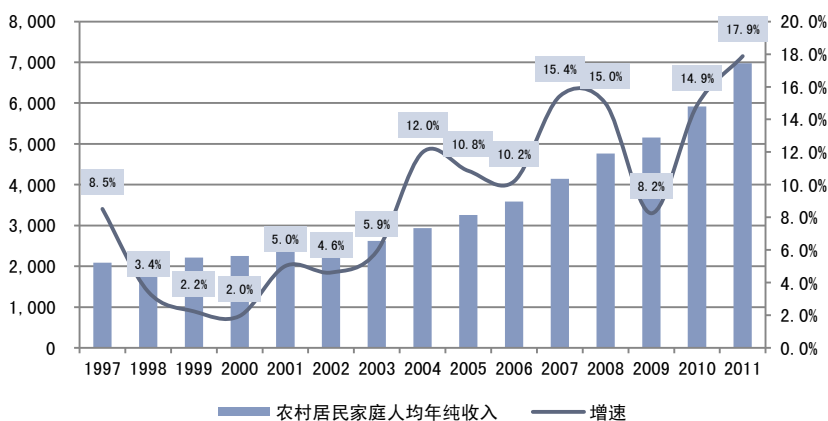


资料来源: 国家统计局, 德邦证券研究所整理

图 17: 农村居民收入不断增长将带动农业水泵的需求

农村居民家庭年均纯收入及增速

单位: 元



资料来源: 国家统计局, 德邦证券研究所

## 7、大幅度的农村水利建设投资将增加农田有效灌溉面积, 从而进一步提升农用水泵的需求

全国农村经济发展“十二五”规划中指出: 1、大力兴建农田水利建设, 因地制宜兴建中小型水利设施, 支持山丘区小水窖、小水池、小塘坝、小泵站、小水渠等“五小水利”工程建设。2、大规模建设旱涝保收高标准农田。完善农田灌排体系, 力争再建成4亿亩旱涝保收高标准农田。3、加快推进农业机械化。4、加强农业防灾减灾能力建设。

目前, 我国农村水利建设存在着洪涝灾害、干旱缺水、水污染严重以及农田水利建设滞等诸多问题。水利设施薄弱仍然是国家基础设施的明显短板。目前, 全国一半以上耕地缺少基本灌排条件, 40%的大型灌区骨干工程、50~60%的中小型灌区存在不配套和老化失修问题, 大型灌排泵站设备完好率不足60%, 农田灌溉“最后一公里”问题较为明显, 导致目前我国有效灌溉面积的占比近年来没有显著增长。



根据“十二五”水利发展规划以及《国家农业节水纲要（2012-2020年）》，预计到2015年，我国有效灌溉面积将新增4000万亩，到2020年，有效灌溉面积再增加4000万亩到10亿亩。

另外，新中国成立以来，我国水利财政支出占公共财政支出的比重一直较低，尤其是1997年以来，我国水利支出占公共支出的比重逐年下滑。按照水利“十二五”规划的1.8万亿元，年均3600亿元的投资规模，预计将占国家财政支出的6%~8%。大规模的水利投资预计将增加有效灌溉面积，提升灌溉用水泵需求。

按照新增4000万亩有效灌溉面积，农用水泵单位灌溉面积密度不变的情况下，我们预计，约可新增310万台市场需求。

**表格 15：我国有效灌溉面积占灌溉面积比重依然有一定提升潜力**

单位：千公顷

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2015年规划	2020年规划
灌溉面积	61,511.00	61,898.00	62,559.00	63,413.00	64,120.00	65,165.00	66,352.00			
农田(有效)灌溉面积	56,253.00	56,563.00	57,078.00	57,782.00	58,472.00	59,261.00	60,348.00	61,681.60	63,014.67	66,667.00
占灌溉面积比	91.5%	91.4%	91.2%	91.1%	91.2%	90.9%	91.0%			
有效灌溉面积当年新增		310.00	515.00	704.00	690.00	789.00	1,087.00	1,333.60		
机电排灌面积	36,983.00	37,869.00	37,563.00	38,715.00	39,277.00	40,016.00	40,751.00			
占灌溉面积比	60.12%	61.18%	60.04%	61.05%	61.26%	61.41%	61.42%			

资料来源：国家统计局，德邦证券研究所

**表格 16：水利财政支出占国家财政支出比例过去数年一直较低，近年来占比一直下滑**

时 期	1950~ 1952年	1953~ 1962年	1963~ 1965年	1966~ 1979年	1980~ 1984年	1985~ 1991年	1992~ 1997年	1998~ 2005年	2007~ 2010年	2011年~ 2020年E
水利财政支出占国家财政支出比例(%)	2.1%	4.4%	5.9%	5.1%	3.9%	2.8%	4.2%	3.7%	3.6%	6%~8%

资料来源：国家统计局，水利部

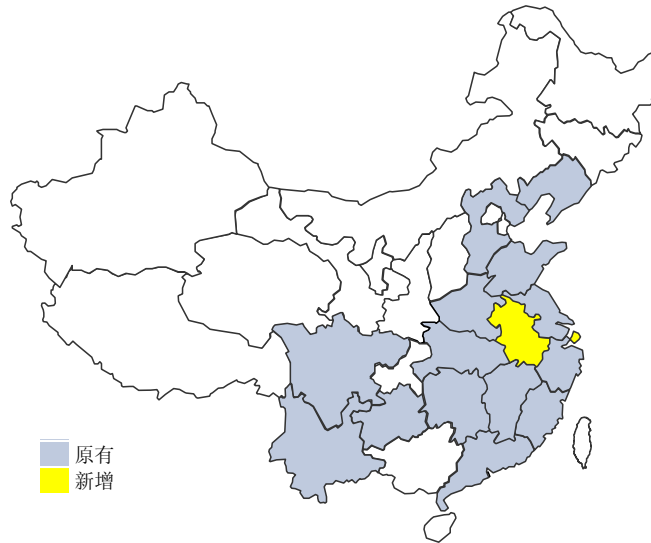
## 8、新界泵业产品配送中心逐步覆盖我国主要农用水泵使用地区

上市之初，公司在全国各主要省市设有13个区域配送中心。通过对接公司ERP系统，区域配送中心拥有完整的物流配送和物流管理等服务体系；实现总部集中订单，远程调控各区域配送中心的物流配送，确保信息流、物流、资金流的高效运营，顺应营销网络升级的需要。

2011年，公司进一步增加区域配送中心的建设力度。分别在安徽合肥以及上海嘉定新建了两家区域配送中心，使得新界泵业目前的区域配送中心总数达15家，基本覆盖了农用水泵的主要需求地区，保障了产品的及时供应。

图 18：随着公司产能的逐步提升，新界泵业进一步建设区域配送中心，扩大产品覆盖地区

新界泵业现有产品区域配送中心以及 2011 年新增的区域配送中心



资料来源：公司公告

## 9、新界泵业同主要竞争对手相比，覆盖品种较全，综合销量较大

从中国通用机械协会泵业分会 2011 年对主要泵业生产企业的统计情况来看，新界泵业的产品优势主要在两点，第一是产品覆盖种类较全。基本覆盖了离心泵、旋涡泵、潜水泵、污水泵、旋涡泵、屏蔽泵和管道泵等一系列农用相关水泵。第二，新界泵业的综合销量较大。

表格 17：新界泵业及主要泵业生产企业产品种类

(2011 年数据)	合计	浙江新界泵业股份有限公司	上海凯泉泵业(集团)有限公司	南方泵业股份有限公司	丰球集团有限公司	浙江利欧股份有限公司	君禾泵业股份有限公司
销售量(包括出口)							
合计	14,583,259	2,040,057	181,876	403,727	1,244,035	4,406,833	2,017,053
单级单吸清水离心泵	2,062,222	√	√	√			
单级双吸清水离心泵	104,077		√				
其中:800mm(32in)以上	7,241						
多级离心泵	656,471	√	√	√	√		
轴流泵	11,496		√				
混流泵	8,080						
斜流泵	461		√				
旋涡泵	1,609,055	√			√	√	
往复泵	2,381						
其中:隔膜泵	309						
齿轮泵	26,346						
螺杆泵	139,713	√			√		
锅炉给水泵	16,809		√				
热水泵	64,532		√				
冷凝泵	5,209		√				
除磷泵	44						
耐腐蚀泵	117,226	√	√	√			
其中:化工泵	28,532		√				
潜水电泵	3,499,183	√	√		√	√	√
液下泵	20,795		√				
深井泵	337,611	√			√	√	√
船用泵	14,033						√
污水泵	1,647,535	√	√	√	√		
泥浆泵	6,089						
其中:挖泥泵	125						

渣浆泵	29,083		✓				
脱硫泵	9,012						
喷灌泵	15,520						
微型泵	1,021,661	✓					✓
离心油泵	16,050			✓			
水环真空泵	12,587			✓			
机械真空泵	176,838	✓					
屏蔽泵	34,288	✓	✓				
计量泵	5,304				✓		
管道泵	176,654	✓			✓		✓
其他泵	2,736,894	✓				✓	✓
覆盖种类数量		13	17	7	5	5	5

资料来源：《中国通用机械工业年鉴 2012》

### 三、公司财务和生产模式

#### 1、公司运营管理优于可比公司，现金管控良好，将有足够现金流支持长期发展

我们认为，新界泵业是几大农机类上市公司中，现金流掌控和管理较好的公司之一。由于公司在国内的销售主要为先款后货的经销模式，新界泵业对经销商现金和货物的确认管理较为简单，财务也较为清晰，应收账款把控良好。因此，新界泵业将比同类农机上市公司，有更为良好的可持续发展资金，以满足新界泵业的高速增长。

图 19：应收账款周转天数较好，略好于同类农机公司

		应收账款周转天数			
		2009/12/31	2010/12/31	2011/12/31	2012/9/30
002532	新界泵业	22.7	17.7	16.2	19.4
002131	利欧股份	59.7	55.2	83.6	94.5
300022	吉峰农机	16.3	35.0	49.0	57.4
300159	新研股份	59.8	48.2	75.3	138.9

资料来源：德邦证券研究所

图 20：存货周转天数与可比公司相当，可能是公司垂直整合生产锻件、电机等零部件的原因

		存货周转天数			
		2009/12/31	2010/12/31	2011/12/31	2012/9/30
002532	新界泵业	90.98	89.80	95.36	96.67
002131	利欧股份	77.13	65.39	87.60	90.29
300022	吉峰农机	40.92	58.92	87.15	106.91
300159	新研股份	74.26	40.17	105.87	146.48

资料来源：德邦证券研究所

#### 2、资本支出产出比略好于可比公司，满足产能扩张的资本需求较低，可持续增长能力较强

从各类农机企业过去几年的投资效益来看，新界泵业的投资产出较其它可比公司要高。扩张性资本支出需求略低于可比公司，能保障公司高速增长的可持续性。

图 21：新界泵业的投资性可扩张系数要高于其他可比公司，高速增长的资本需求较低

		销售收入/固定资产原值		
		2009/12/31	2010/12/31	2011/12/31
002532	新界泵业	4.48	4.86	4.49
002131	利欧股份	2.24	2.55	2.15
300145	南方泵业	2.94	4.02	3.70
300159	新研股份	14.91	4.18	3.68

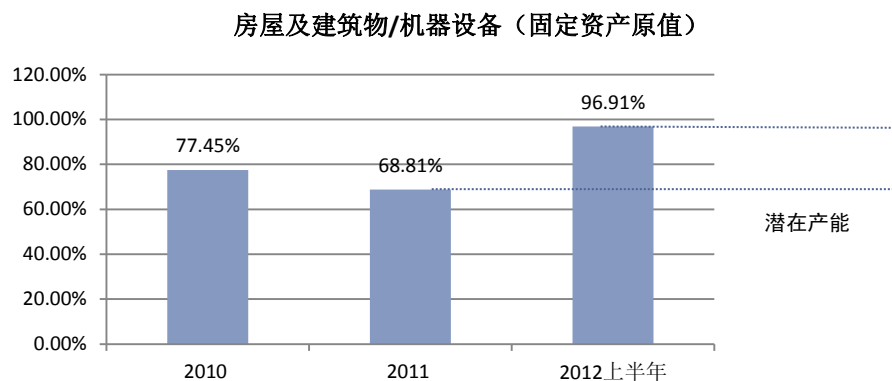
资料来源：德邦证券研究所

### 3、2013 年逐步释放募投产能，估算部分潜在产能可以在 2014 年释放

目前，新界泵业上市募投的 100 万台农用水泵产能已经进入生产调试阶段，并逐步释放产能，生产人员正在逐步配备。预计 2012 年，新界泵业的销量可达 240~250 万台，100 万台募投产能可在 2013 年集中释放。

不仅如此，我们 2012 年，公司固定资产中的厂房新增确认 5300 万元，较年初的 6100 万元规模扩大 87%。公司募投及超募资金的产能建设为未来产能进一步释放提供空间。从厂房与机器设备的比重来看，我们预计除了 100 万台农用水泵的产能将在 2013 年大幅释放外，公司现有厂房的预留位置，为公司未来产能的需求扩张提供保障，从而保证了公司的可持续快速增长。

图 22：房屋及建筑物/机器设备（原值，未折旧）显示预留的厂房配置，将为 2013 年后的需求扩张提供保证



资料来源：公司年报及半年报，德邦证券研究所整理

## 四、盈利预测及估值

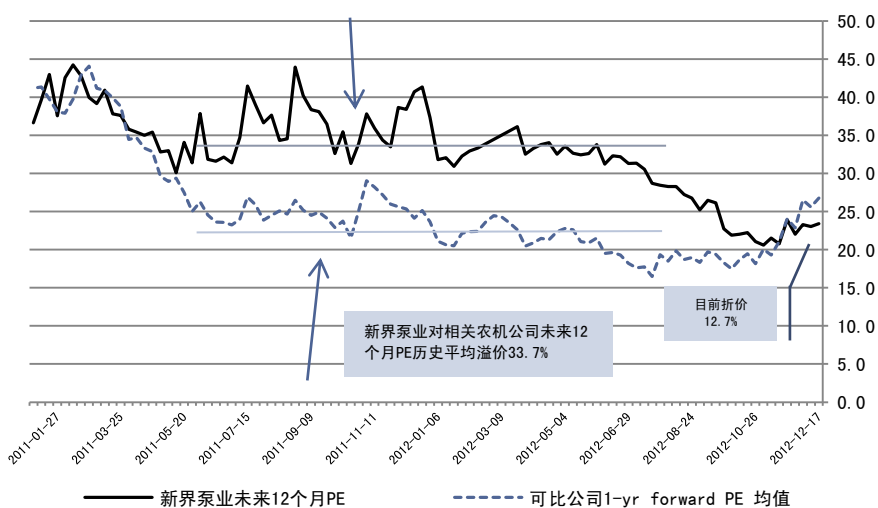
考虑到国内农用水泵需求量持续增长、行业集中度持续提高以及全球农用灌溉投资大规模增长带来水泵需求量的提升等几大因素,我们预计新界泵业未来两到三年将保持较快增长。我们预计公司2012年至2014年的EPS为0.53元,0.77元和0.99元,对应的PE为31.5倍,21.7倍和16.8倍。参照另外三家主要的农业机械公司2014年的PE估值,给予“增持”评级。

表格 18: 相对估值表

分析日期	Mkt Cap(亿)	PE					EV/EBITDA			
		PE(ttm)	2012	2013	2014	(LYR)	2012	2013	2014	
2012/12/18										
新界泵业	002532	26.6	33.18	31.49	21.69	16.79	31.29	20.58	14.01	10.86
利欧股份	002131	31.6	40.26	29.41	21.45	17.06	18.23	20.42	16.24	13.58
吉峰农机	300022	29.5	54.92	45.66	33.80	22.31	19.83	20.17	14.74	10.74
新研股份	300159	29.2	35.00	32.55	24.32	19.52	29.01	22.80	17.53	13.55
平均		30.12	40.84	34.56	25.69	19.31	22.36	21.13	16.17	12.62

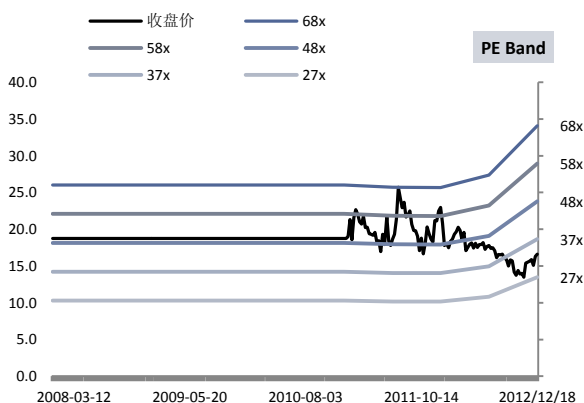
我们同时采用了可比公司历史估值溢价法进行估值,新界泵业对另外三家农机公司的未来12个月PE估值的溢价率为33.7%。目前,新界泵业对可比农机公司的未来12个月PE均值有12.7%的估值折价。

图 23: 新界泵业未来12个月PE与可比农机公司未来12个月PE比较,新界泵业历史平均溢价33.7%,目前折价12.7%



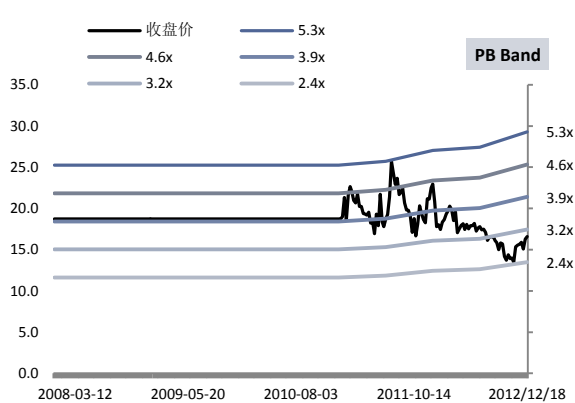
资料来源: 德邦证券研究所

图 24: PE BAND



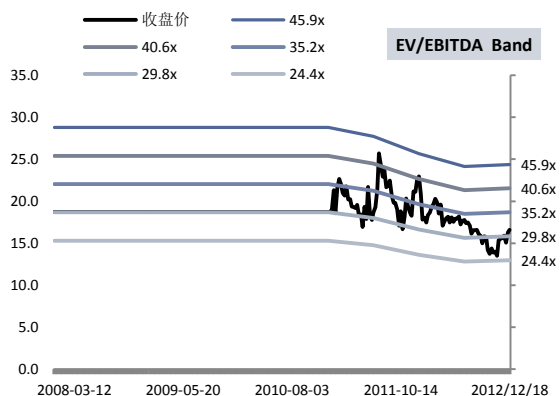
资料来源: 德邦证券研究所

图 25: PB BAND



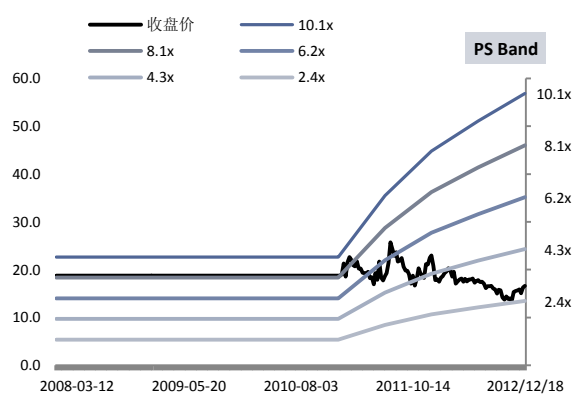
资料来源: 德邦证券研究所

图 26: EV/EBITDA BAND



资料来源: 德邦证券研究所

图 27: PS BAND



资料来源: 德邦证券研究所

表格 19: 盈利预测表 1

(单位: 万元)								
报告期	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入								
国内	20,030.0	25,005.3	28,791.3	40,457.4	52,594.6	71,002.8	94,433.7	122,763.8
国外	19,600.5	18,596.2	26,149.8	33,159.7	41,449.7	51,812.1	63,728.9	77,749.2
合计	39,630.5	43,601.4	54,941.1	73,617.1	94,044.3	122,814.8	158,162.5	200,513.0
		10.0%	26.0%	34.0%	27.7%	30.6%	28.8%	26.8%
增速								
国内		24.8%	15.1%	40.5%	<b>30%</b>	<b>35%</b>	<b>33%</b>	<b>30%</b>
国外		-5.1%	40.6%	26.8%	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>23%</b>	<b>22%</b>
毛利率								
国内(%)	22.0%	26.8%	25.6%	25.5%	<b>26.90%</b>	<b>26.90%</b>	<b>26.90%</b>	<b>26.90%</b>
国外(%)	16.4%	22.7%	19.0%	16.1%	<b>22.60%</b>	<b>22.20%</b>	<b>22.20%</b>	<b>22.20%</b>
主营利润								
国内	4,398.6	6,711.4	7,382.1	10,320.7	14,148.0	19,099.7	25,402.7	33,023.5
国外	3,210.6	4,215.7	4,976.3	5,322.1	9,367.6	11,502.3	14,147.8	17,260.3
合计	7,609.1	10,927.2	12,358.4	15,642.8	23,515.6	30,602.0	39,550.5	50,283.8
综合毛利率	19.2%	25.1%	22.5%	21.2%	25.0%	24.9%	25.0%	25.1%

表格 20: 盈利预测表 2

损益表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	567	765	977	1275	1643
营业成本	443	607	740	968	1245
毛利润	125	157	236	308	398
毛利润率	22.0%	20.6%	24.2%	24.1%	24.2%
营业税金及附加	0	2	3	4	5
销售费用	22	40	51	67	86
管理费用	41	58	74	96	124
财务费用	6	(5)	(7)	(8)	(9)
资产减值损失	0	1	3	3	3
公允价值变动净收益	3	(5)	(13)	0	0
投资净收益	1	6	6	7	9
EBIT	70	62	91	137	179
EBITDA	79	73	111	162	209
营业利润	60	62	94	139	181
营业利润率	10.6%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
营业内外收支	6.5	7.2	5.0	5.0	6.0
利润总额	67	70	99	144	187
减: 所得税	8	9	14	21	27
净利润	59	60	85	124	160
减: 少数股东损益	(0)	0	1	1	2
归属于母公司的净利润	59	60	84	123	158
每股收益 EPS-期末 (元)	0.99	0.38	0.53	0.77	0.99
<b>损益表增速</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
销售收入增速	26.8%	34.7%	27.7%	30.6%	28.8%
EBIT 增速	18.6%	-15.2%	47.8%	50.7%	30.3%
EBITDA 增速	23.1%	-7.8%	52.1%	46.9%	29.0%
营业利润增速	17.4%	3.7%	50.4%	48.7%	29.5%
净利润增速	25.7%	1.7%	40.2%	45.2%	29.2%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
净利润	59	60	85	124	160
折旧及摊销	9	11	20	25	31
运营资本增减	(8)	(47)	50	17	(16)
其它经营活动产生的现金流	4	1	(10)	29	4
经营活动产生的现金流	64	26	145	195	179
投资收益	1	6	6	6	6
资本支出	(44)	(162)	(150)	(80)	(100)
其他投资产生的现金流	1	2	(8)	(6)	(6)
投资活动产生的现金流	(43)	(154)	(152)	(80)	(100)
筹资活动产生的现金流	621	(105)	(28)	(22)	(32)
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
现金以及等价物	693	458	423	516	563
应收账款及票据	52	70	98	136	184
存货	129	193	196	256	330
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	874	729	717	909	1077
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	77	121	255	420	488
其他非流动资产	54	189	202	173	169
资产总计	1005	1039	1174	1394	1629
流动负债合计	222	190	263	381	489
非流动负债合计	5	5	6	8	9
负债合计	227	194	269	389	498
少数股东权益	1.8	17.2	18.4	20.4	23.0
归属母公司权益	776	828	896	996	1122
权益合计	778	845	915	1017	1146
负债及股东权益合计	1005	1039	1183	1406	1643
总股本 (百万)	80	160	160	160	160
每股净资产 BPS (元)	9.70	5.17	5.60	6.23	7.02
<b>其它</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
净资产回报率 (%)	12.9%	7.5%	9.8%	12.9%	14.9%
总资产回报率 (%)	9.1%	5.9%	7.6%	9.5%	10.5%
资产负债率 (%)	22.6%	18.7%	22.7%	27.6%	30.3%
ROIC (%)	11.2%	7.1%	8.7%	11.8%	13.6%
WACC (%)	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
存货周转天数	91	97	96	85	86
应收票据及账款周转天	29	29	31	34	36
EBIT 利息保障倍数 (X)	20	0	(13)	(17)	(21)
流动比率	3.94	3.84	2.73	2.39	2.20
速动比率	3.35	2.82	1.98	1.71	1.53
所得税率	11.36	13.12	14.30	14.30	14.30
<b>估值</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
市盈率 (X)	50.0	55.7	31.5	21.7	16.8
市净率 (X)	3.8	4.0	2.9	2.6	2.3
市销率 (X)	5.2	4.4	2.7	2.1	1.6
EV/EBITDA (X)	29.9	40.0	20.6	14.0	10.9
EV/EBIT (X)	33.6	47.2	25.0	16.6	12.7
EV/sales (X)	4.2	3.8	2.3	1.8	1.4
EV/IC (X)	2.7	3.5	2.5	2.3	2.0
股息率 (%)	0.27	0.48	0.60	0.84	1.21



## 分析师承诺

---

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级

---

### 一、行业评级

推荐-Attractive: 预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数

中性-In-Line: 预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平

回避-Cautious: 预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

### 二、股票评级

买入-Buy: 预期未来6个月股价涨幅≥20%

增持-Outperform: 预期未来6个月股价涨幅为10%-20%

中性-Neutral: 预期未来6个月股价涨幅为-10%~+10%

减持-Sell: 预期未来6个月股价跌幅>10%

## 特别声明

---

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。