

机械行业

新界泵业 (002532)

公司点评报告

评级: 买入

上调

目标价: 22.62 元

收盘价 17.4

目标价 22.6

基本数据

52 周最低/最高(元)	13.0-21.7
市盈率(x) ttm	34.80
市净率(x) lf	3.16
EV/EBITDA(x) 1yr	33.08
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)	27.87
流通 A 股市值(亿元)	7.86
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	3.6%	9.9%	-13.1%
沪深 300	18.4%	14.1%	-1.9%



相关研究

《新界泵业: 多种因素驱动未来较快增长》, 2012-12-20

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>

Q4 利润同比增长 114.8%，资产负债表有亮点

主要事项:

❖ 公司发布2012年4季度业绩快报, 2012年全年实现销售收入9.36亿元, 同比增长22.45%。营业利润1.05亿元, 同比增长68.56%。利润总额1.08亿元, 同比增长55.47%。归属于上市公司股东的净利润8638万元, 同比增长43.51%。基本每股EPS为0.54元, 对应2012年的PE为32倍。

投资要点:

- ❖ 从已经公开的快报数据来看, 有两个亮点: 一、营业利润和净利润大幅提升, 增速均快于销售收入增速。二、资产负债率上升。负债环比大幅上升, 我们认为主要驱动因素可能为应付款和预收款的大幅上升。
- ❖ 从单季度来看, 公司4季度实现销售收入2.29亿元, 同比增长16.6%, 环比增长1.5%。但是, 营业利润4季度实现同比大幅增长。4季度, 公司营业利润2572万元, 同比增长315.48%。加上营业外收支后, 公司4季度共实现利润2462万元, 同比增长114.8%。归属母公司利润4季度达1580万元, 同比增长66.1%。12年EPS为0.54元, 高于我们预期的0.53元。
- ❖ 4季度, 公司总资产12.88亿元, 环比增长11.8%。负债3.26亿元, 环比增长35.4%。资产负债率由3季度的21%上升到4季度的25.3%。由于公司长期负债较少, 4季度负债数据大幅增长应主要归结于流动负债。从公司3季度数据来看, 应付账款占流动负债的51%, 预收款占流动负债的30%。我们估算, 4季度负债增长的驱动因素, 可能主要在应付账款和预收款的大幅增长, 显示公司经营情况可能在四季度有大幅改善。尤其是我们预计4季度公司预收款可能继续保持100%以上的同比增速。
- ❖ 我们略微调整了公司2013年至2014年的EPS为0.77元和0.99元, 对应2013年到2014年的PE为23.1倍, 和17.9倍, 上调评级至“买入”, 上调目标价至22.62元。主要考虑因素是新界泵业相对于主要可比农机公司有30%的估值折价, 而公司2013年的经营情况和增速预期均可能较好。

主要财务指标

单价: 百万元

	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
营业收入	447	567	765	936	1222	1572
收入增幅(%)	8%	27%	35%	22%	31%	29%
净利润	47	59	60	86	120	156
净利增幅(%)	71%	26%	2%	44%	39%	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	0.54	0.75	0.97
PE(x)	0.0	50.0	55.7	32.3	23.1	17.9
PB(x)	0.0	3.8	4.0	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA(x)	0.0	29.9	40.0	20.1	15.1	11.7

一、公司 2012 年主要经营数据

公司 2012 年共实现销售收入 9.36 亿元，同比增长 22.45%。略低于我们之前预测的 9.76 亿元。但公司营业利润 2012 年共实现 1.05 亿元，同比增长 68.56%。高于我们之前预测的 9377 万元。归属母公司净利润 8638 万元，同比增长 43.51%。高于我们预测的 8439 万元。

从单季度来看，公司 4 季度实现销售收入 2.29 亿元，同比增长 16.6%，环比增长 1.5%。但是，营业利润 4 季度实现同比大幅增长。4 季度，公司营业利润 2572 万元，同比增长 315.48%。加上营业外收支后，公司 4 季度共实现利润 2462 万元，同比增长 114.8%。归属母公司利润 4 季度达 1580 万元，同比增长 66.1%。

表格 1：新界泵业 2012 年营业利润超出我们预期 12.1%，归属母公司净利润超出预期 2.4%

单位 (万元)	我们的预测	实际	超预期百分比
营业收入	97,665	93,613	-4.1%
营业利润	9,377	10,511	12.1%
利润总额	9,947	10,820	8.8%
归属于母公司的净利润	8,440	8,638	2.4%
EPS	0.53	0.54	1.9%

资料来源：德邦证券研究所

表格 2：新界泵业各季度利润情况. 4 季度营业利润同比增长 315.48%。

一般企业—简表：利润表单季度 (单位：万元)	2011-6-30	2011-9-30	2011-12-31	2012-3-31	2012-6-30	2012-9-30	2012-12-31	2012 全年
一、营业总收入	21,769.22	21,092.87	19,614.91	18,783.14	29,417.09	22,538.50	22,873.80	93,612.53
环比增速	55.8%	-3.1%	-7.0%	-4.2%	56.6%	-23.4%	1.5%	
同比增速	30.3%	37.7%	32.8%	34.4%	35.1%	6.9%	16.6%	
营业收入	21,769.22	21,092.87	19,614.91	18,783.14	29,417.09	22,538.50	22,873.80	
二、营业总成本	19,706.59	19,268.10	18,531.40	17,047.02	25,310.10	19,532.76	0.00	
营业成本	17,382.03	16,822.93	15,316.07	14,405.30	22,145.07	16,986.53		
毛利率	20.2%	20.2%	21.9%	23.3%	24.7%	24.6%		
营业税金及附加	24.97	79.16	58.02	37.61	78.94	95.74		
销售费用	1,001.44	887.89	1,466.38	1,060.05	1,332.20	1,154.60		
销售费用%	4.6%	4.2%	7.5%	5.6%	4.5%	5.1%		
管理费用	1,384.61	1,507.08	1,723.27	1,638.47	1,745.13	1,474.43		
管理费用%	6.4%	7.1%	8.8%	8.7%	5.9%	6.5%		
财务费用	-109.41	-103.23	-62.25	-171.00	-157.83	-158.62		
财务费用%	-0.5%	-0.5%	-0.3%	-0.9%	-0.5%	-0.7%		
资产减值损失	22.94	74.25	29.92	76.59	166.60	-19.91		
经营性收益	2,062.63	1,824.77	1,083.51	1,736.12	4,106.99	3,005.73		
同比增速%	11.0%	-11.0%	35.7%	46.5%	99.1%	64.7%		
经营性收益 (剥离财务费用后)	1,953.2	1,721.5	1,021.3	1,565.1	3,949.2	2,847.1		
同比增速%	-1.7%	-22.0%	6.5%	61.6%	102.2%	65.4%		
三、其他经营收益								
公允价值变动净收益	131.38	24.27	-703.00	-294.62	-1,044.65	2.91		
投资净收益	226.34	147.33	238.67	203.83	131.51	90.21		
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
EBIT	2,337.45	2,052.60	1,083.69	1,501.62	3,298.78	3,070.44		
EBIT yoy%	15.7%	-26.5%	-17.8%	51.0%	41.1%	49.6%		
EBIT margin%	10.74%	9.73%	5.52%	7.99%	11.21%	13.62%		
Adjusted EBIT	2,310.95	1,893.14	556.92	1,474.34	3,036.03	2,940.23		
Adjusted EBIT yoy%	15.2%	-13.8%	-57.4%	50.0%	31.4%	55.3%		
Adjusted EBIT margin%	10.62%	8.98%	2.84%	7.85%	10.32%	13.05%		
四、营业利润	2,420.36	1,996.36	619.17	1,645.33	3,193.85	3,098.85	2,572.52	10,510.55
营业利润率	11.1%	9.5%	3.2%	8.8%	10.9%	13.7%	11.2%	
营业利润同比增速	28.88%	-2.17%	-46.08%	37.14%	31.96%	55.22%	315.48%	
加：营业外收入	104.59	123.09	607.38	52.97	302.87	160.12		
减：营业外支出	78.09	-36.37	80.62	25.68	40.12	29.92		
五、利润总额	2,446.86	2,155.83	1,145.94	1,672.62	3,456.60	3,229.05	2,461.96	10,820.23
同比%		-18.2%	-1.0%	38.1%	41.3%	49.8%	114.8%	
减：所得税	302.94	234.33	178.00	218.54	477.02	500.81		

所得税率	12.4%	10.9%	15.5%	13.1%	13.8%	15.5%	
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
六、净利润	2,143.92	1,921.49	967.94	1,454.08	2,979.58	2,728.25	
	28.1%	-19.4%	-2.8%	43.5%	39.0%	42.0%	
减：少数股东损益	-0.92	16.59	16.89	19.63	19.55	64.55	
少数股东权益占比	-0.04%	0.86%	1.75%	1.35%	0.66%	2.37%	
归属于母公司所有者的净利润	2,144.84	1,904.90	951.05	1,434.45	2,960.03	2,663.70	1,580.15
同比增速	27.9%	-20.2%	-4.5%	40.8%	38.0%	39.8%	66.1%

资料来源：公司公告，德邦证券研究所整理

4 季度，公司总资产 12.88 亿元，环比增长 11.8%。**负债 3.26 亿元，环比增长 35.14%，同比增长 67.87%。**资产负债率由 3 季度的 21% 上升到 4 季度的 25.3%。由于公司长期负债较少，4 季度负债数据大幅增长应主要归因于流动负债。**从公司 3 季度数据来看，应付账款占流动负债的 51%，预收款占流动负债的 30%。**我们估算，4 季度负债增长的主要驱动在应付账款和预收款的环比大幅增长，显示了公司经营情况在四季度有较大改善。

其中预收款在 2 到 3 季度的财报均显示了同比 130% 以上的同比增长和 20% 以上的环比增长。由于新界泵业的预收款控制严格，具有较强的前瞻性。因此，4 季度负债大幅提升，可以预示着公司 1 季度销售收入及利润均将保持较快增长。

鉴于 4 季度负债环比增长 35.14%，以及公司长期负债较少的考虑，我们假设在 4 季度应付账款和预收款均环比增长 35.14%，则公司 4 季度末预收款可达到 9440 万元，同比增长 133%。投资者同时可以考虑，应付账款在 4 季度环比大幅增长 35% 的可能性。如果应付账款环比增速没有 35.14%，而仅仅与销售收入的环比增速 (+1.5%) 相当，那么公司 4 季度预收款的增长可能会再更高一些。

表格 3：新界泵业 4 季度开始提升杠杆，资产负债率由 3 季度的 21% 上升到 4 季度的 25.3%。负债环比增长 35.14%，同比增长 67.87%。我们猜测应付账款和预收款为主要负债大幅上升的主要驱动因素，显示了公司 4 季度经营情况大幅提升。预计 2013 年 1 季度公司利润将保持较快增长。

	2011-03-31	2011-06-30	2011-09-30	2011-12-31	2012-03-31	2012-06-30	2012-09-30	2012-12-31
	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
资产总计	98,440	97,479	102,752	103,936	113,430	114,092	115,203	128,845
环比%		-1.0%	5.4%	1.2%	9.1%	0.6%	1.0%	11.8%
同比%		194.5%	186.3%	3.4%	15.2%	17.0%	12.1%	24.0%
短期借款	4,450	2,800	4,950	1,150	7,655	1,601	804	
交易性金融负债	0	0	0	245	540	1,584	1,581	
应付票据	0	0	0	0	0	0	0	
应付账款	9,168	10,306	9,607	11,959	13,220	14,694	12,125	
环比%	17.0%	12.4%	-6.8%	24.5%	10.6%	11.1%	-17.5%	
同比%	#DIV/0!	39.6%	27.9%	52.6%	44.2%	42.6%	26.2%	
预收款项	3,839	2,422	3,001	4,045	4,315	5,737	6,989	
同比%	#DIV/0!	46.7%	44.8%	28.5%	12.4%	136.8%	132.9%	
环比%	21.9%	-36.9%	23.9%	34.8%	6.7%	32.9%	21.8%	
应付职工薪酬	686	684	888	1,201	1,232	1,240	1,300	
流动负债合计	19,095	16,706	18,735	18,981	28,620	25,274	23,664	
负债合计	19,579	17,222	19,256	19,449	29,088	25,777	24,160	32,649
环比%		-12.04%	11.81%	1.00%	49.56%	-11.38%	-6.27%	35.14%
同比%							25.47%	67.87%
少数股东权益	173	256	1,591	1,716	1,735	2,757	2,822	6,394
归属母公司股东的权益	78,689	80,001	81,906	82,772	82,606	85,558	88,222	89,802
所有者权益合计	78,861	80,256	83,497	84,487	84,342	88,315	91,043	96,196
负债和股东权益总计	98,440	97,479	102,752	103,936	113,430	114,092	115,203	128,845
资产负债率	19.9%	17.7%	18.7%	18.7%	25.6%	22.6%	21.0%	25.3%

资料来源：公司公告，德邦证券研究所整理

二、盈利预测

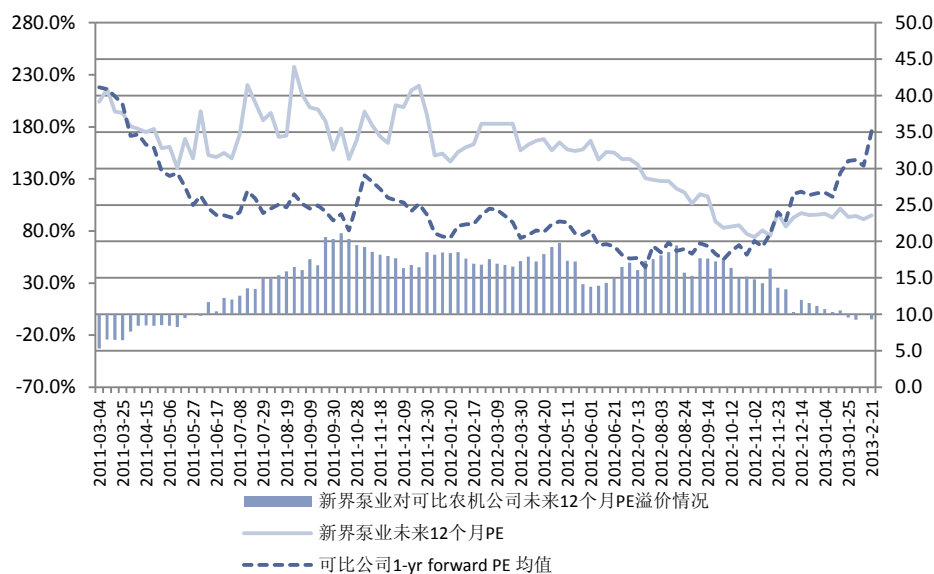
由于公司 2012 年报尚未披露，我们略微调整了公司 2013 年至 2014 年的 EPS 为 0.77 元和 0.99 元，对应的 2013 年到 2014 年的 PE 为 23.1 倍，和 17.9 倍，上调评级至“买入”，上调目标价至 22.62 元。主要考虑因素是新界泵业相对于主要可比农机公司有 30% 的估值折价。

表格 4：可比公司估值表

分析日期 2013-2-25	Mkt Cap(亿)	PE				PB				
		PE(ttm)	2012	2013	2014	PB 最新	2012	2013	2014	
新界泵业	002532	27.9	34.80	32.27	22.70	17.92	3.16	3.10	2.79	2.49
利欧股份	002131	30.8	39.24	51.47	37.65	28.07	2.92	2.86	2.66	2.43
吉峰农机	300022	30.3	56.45	71.11	45.28	32.63	4.73	4.74	4.38	3.93
新研股份	300159	29.8	35.70	34.63	25.59	20.84	3.17	3.11	2.83	2.55
平均		30.32	41.55	47.35	33.10	25.08	3.61	3.57	3.29	2.97

我们同时选取了利欧股份、新研股份和吉峰农机三家企业进行 1-year forward PE 估值比较。新界泵业目前的未来 12 个月 PE 相较于可比农机公司折价 30% 以上。

图 1：新界泵业对主要可比农机公司估值折价约 30%



注：可比公司包括利欧股份、吉峰农机和新研股份

资料来源：德邦证券研究所

表格 5: 盈利预测表

损益表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	567	765	936	1222	1572	现金以及等价物	693	458	426	518	562
营业成本	443	607	710	925	1192	应收账款及票据	52	70	95	131	177
毛利润	125	157	226	297	380	存货	129	193	188	245	316
毛利润率	22.0%	20.6%	24.2%	24.3%	24.2%	其他流动资产	0	0	0	0	0
营业税金及附加	0	2	3	4	5	流动资产合计	874	729	709	895	1056
销售费用	22	40	49	64	82	长期投资	0	0	0	0	0
管理费用	41	58	68	89	115	固定资产	77	121	255	420	488
财务费用	6	(5)	(7)	(8)	(8)	其他非流动资产	54	189	202	173	168
资产减值损失	0	1	3	3	3	资产总计	1005	1039	1165	1380	1608
公允价值变动净收益	3	(5)	11	0	0	流动负债合计	222	190	253	365	469
投资净收益	1	6	6	7	9	非流动负债合计	5	5	6	8	9
EBIT	70	62	100	136	174	负债合计	227	194	390	372	477
EBITDA	79	73	120	162	205	少数股东权益	1.8	17.2	15.7	20.5	23.0
营业利润	60	62	105	138	176	归属母公司权益	776	828	898	998	1121
营业利润率	10.6%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	权益合计	778	845	917	1019	1145
营业内外收支	6.5	7.2	5.0	5.0	6.0	负债及股东权益合计	1005	1039	1307	1391	1622
利润总额	67	70	108	143	182	总股本 (百万)	80	160	160	160	160
减: 所得税	8	9	21	19	25	每股净资产 BPS(元)	9.70	5.17	5.61	6.24	7.01
净利润	59	60	87	124	157						
减: 少数股东损益	(0)	0	1	1	2	其它	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
归属于母公司的净利润	59	60	86	123	156	净资产回报率 (%)	12.9%	7.5%	10.0%	12.9%	14.7%
每股收益 EPS-期末 (元)	0.99	0.38	0.54	0.77	0.97	总资产回报率 (%)	9.1%	5.9%	7.8%	9.6%	10.4%
						资产负债率 (%)	22.6%	18.7%	29.9%	26.8%	29.4%
损益表增速	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	ROIC (%)	11.2%	7.1%	7.8%	11.8%	13.4%
销售收入增速	26.8%	34.7%	22.4%	30.5%	28.7%	WACC(%)	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
EBIT 增速	18.6%	-15.2%	62.6%	36.2%	27.6%	存货周转天数	91	97	98	85	86
EBITDA 增速	23.1%	-7.8%	64.6%	35.1%	26.7%	应收票据及账款周转天	29	29	32	34	36
营业利润增速	17.4%	3.7%	68.6%	31.6%	27.0%	EBIT 利息保障倍数 (X)	20	0	(14)	(18)	(21)
净利润增速	25.7%	1.7%	43.5%	42.1%	26.7%	流动比率	3.94	3.84	2.81	2.45	2.25
						速动比率	3.35	2.82	2.06	1.78	1.58
						所得税率	11.36	13.12	19.36	13.50	13.50
现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	估值	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	59	60	87	124	157	市盈率(X)	50.0	55.7	32.3	22.7	17.9
折旧及摊销	9	11	20	25	31	市净率(X)	3.8	4.0	3.1	2.7	2.4
运营资本增减	(8)	(47)	51	17	(15)	市销率(X)	5.2	4.4	3.0	2.3	1.8
其它经营活动产生的现金流	4	1	(11)	29	4	EV/EBITDA(X)	29.9	40.0	20.1	14.9	11.7
经营活动产生的现金流	64	26	148	195	177	EV/EBIT(X)	33.6	47.2	24.0	17.6	13.8
投资收益	1	6	6	6	6	EV/sales(X)	4.2	3.8	2.6	2.0	1.5
资本支出	(44)	(162)	(150)	(80)	(100)	EV/IC(X)	2.7	3.5	2.3	2.4	2.1
其他投资产生的现金流	1	2	(8)	(6)	(6)	股息率 (%)	0.27	0.48	0.57	0.82	1.16
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)	(23)	(32)						

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，我公司就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。