

机械行业

新界泵业 (002532)

公司报告

评级: 买入

维持

目标价: 26.6 元

收盘价 19.8

目标价 26.6

基本数据

52 周最低/最高(元)	14.3-20.9
市盈率(x) ttm	24.96
市净率(x) lf	3.07
ROE(ttm)	12.1%
EV/EBITDA(x) 1yr	23.88
股息率	0.52%
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)	30.51
流通 A 股市值(亿元)	8.61
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	5.6%	14.3%	23.6%
沪深 300	-0.5%	-6.1%	3.9%



相关研究

《新界泵业：多种因素驱动未来较快增长》：
2012-12-20

《新界泵业：Q4 利润同比增长 114.8%，负债表有亮点》：
2013-2-25

《新界泵业：13 年高速增长，村镇污水处理前景广阔》：
2013-4-18

《新界泵业：水泵产品进入高速成长期》：
2013-7-29

蔡奕

S0120513030001

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>

试水电商，可持续增长动力强

投资要点：

- ❖ **试水电商，设立新界泵业天猫旗舰店，农用水泵正式开始网络销售。**2013年9月，新界泵业在天猫设立了旗舰店，这是新界在销售渠道方面的一次延伸。新界在天猫销售的产品，除了传统的农用水泵以外，还增加了污水处理泵、生活供水泵、增压泵以及暖通泵四大类别。新界网上商城销售的产品基本与经销商门店的产品品种类似。农用水泵依然是品种最多的产品品类。同时，由于包括生活用水泵在内的水泵的下游客户与农用水泵有所不同，因此，新界泵业网上销售的客户对象可能同步针对城镇用户。在网络电商领域，城镇用户从网络上购买水泵的便利性更高、成本更低。这种网上销售的模式可以进一步完善和延伸新界泵业现有的销售网络和市场覆盖。
- ❖ **未来毛利率提升将带动利润增速快于销售收入增速。**受新增折旧的影响，三季度母公司的毛利率略有下滑，但随着产能利用率的逐步上升，估算公司毛利率将持续回升。上半年，公司折旧约占主营业务成本的4%，较2012年全年上升1.3个百分点。随着未来折旧增长大幅放缓，假设单位人工成本和原材料成本随收入同步增长，预计2014年公司毛利率水平将从2013年前三季度的25.7%上升到27%左右。另外，江西和江苏零部件生产基地在2013年上半年投产，正在逐步释放产能。预计到2014年，零部件自制率的提升将同时带动公司毛利率水平的上升。
- ❖ **预计汇兑损益14年依然有较大利润贡献。**截止到2013年9月，公司与银行签订的《远期结汇/售汇、人民币与外币掉期总协议》尚未履行完毕的远期结汇金额共计11,380万美元，该合约截止日期为2014年底。协议约定公司向银行出售远期外汇（美元）。预计该外汇结算依然可以在2014年贡献较大的公允价值变动收益。具备一定的可预见性。三季度末，公司递延所得税负债1989万元，较二季度末的871万元增加了1118万元。
- ❖ **我们预测新界泵业2013年到2015年利润增速为43%、36%和35%。**2013年到2015年的EPS为0.77元，1.05元和1.41元，对应的PE为25.6倍，18.8倍和14.0倍。维持“买入”评级。

主要财务指标

单位: 百万元

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	567	765	942	1137	1422	1777
收入增幅(%)	27%	35%	23%	21%	25%	25%
净利润	59	60	86	123	168	226
净利增幅(%)	26%	2%	43%	43%	36%	35%
毛利率(%)	22%	21%	24%	26%	27%	28%
ROE(%)	12.9%	7.5%	10.0%	13%	16%	18%
期末 EPS(元)	0.99	0.38	0.54	0.77	1.05	1.41
PE(x)	50.0	55.7	31.4	25.6	18.8	14.0
PB(x)	3.8	4.0	3.0	2.9	2.6	2.2

EV/EBITDA (x)	29.9	40.0	19.5	15.5	12.3	9.6
---------------	------	------	------	------	------	-----

一、试水电商，设立新界泵业天猫旗舰店

由于新界泵业的水泵产品基本属于农用和生活用的消费品，其广泛的客户基础已经为新界积累了巨大的品牌效应。同时，新界广泛的经销商渠道也是它的核心竞争力之一。而新的网上销售渠道未来可能进一步提高公司产品渗透率。

农用水泵正式开始网上销售

2013年9月，新界泵业在天猫设立了旗舰店，这是新界在销售渠道方面的一次延伸。新界在天猫销售的产品，除了传统的农用水泵以外，还增加了污水处理泵、生活供水泵、增压泵以及暖通泵四大类别。新界网上商城销售的产品基本与经销商门店的产品品种类似。农用水泵依然是品种最多的产品品类。

同时，由于包括生活用泵在内的水泵的下游客户与农用水泵有所不同，因此，新界泵业网上销售的客户对象可能会同步针对城镇用户。在网络电商领域，城镇用户通过网络渠道获得水泵的覆盖可能更广。这种网上销售的模式可能可以进一步完善和延伸新界泵业现有的销售网络和市场覆盖。

当然，目前新界泵业刚刚开始进入电商领域，其推广和试水意义较大，未来的实际销售情况还有待于观察。

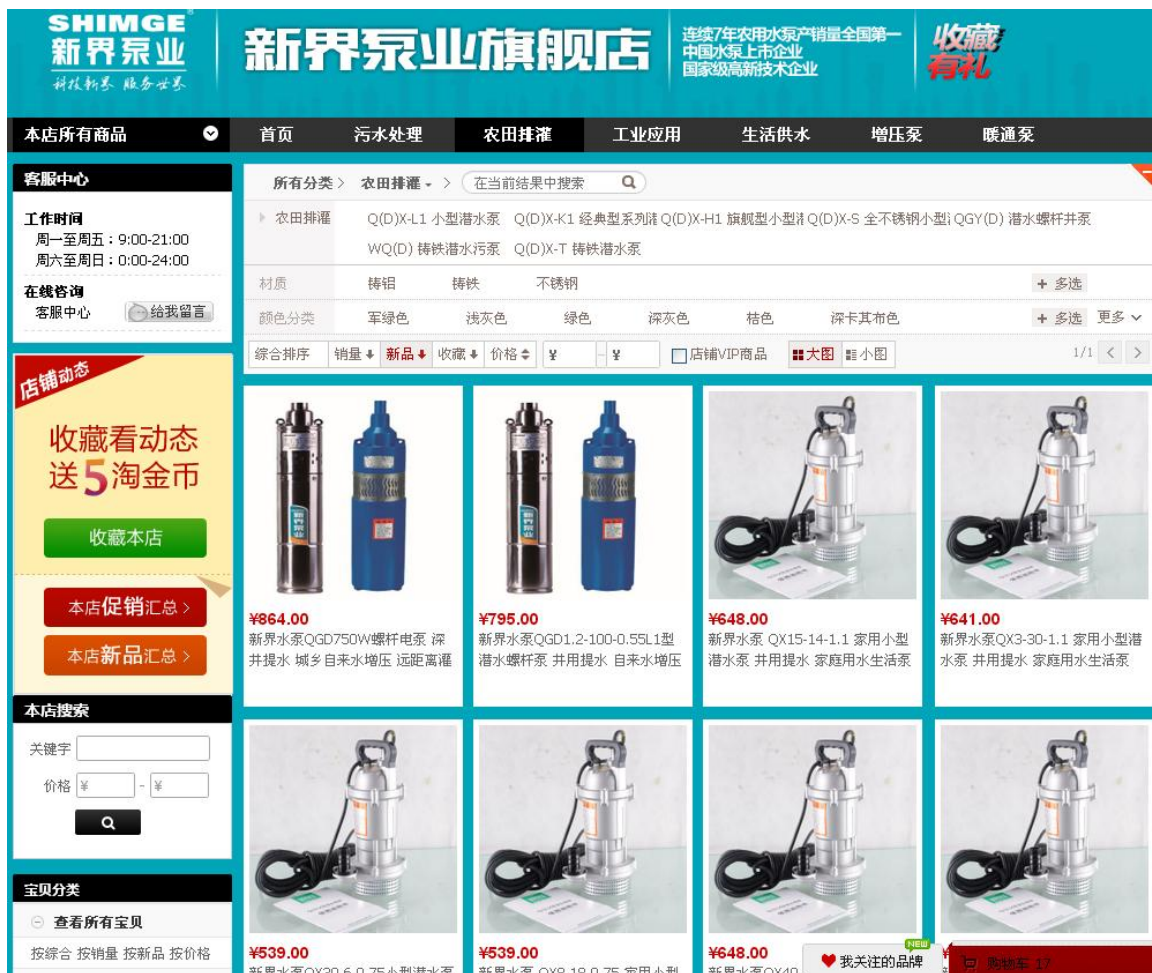
图 1：新界泵业旗舰店截图



资料来源：天猫

经过我们的粗略统计，新界在网上销售的水泵包括：1) 污水处理 5 个品种；2) 农田灌溉用 48 个品种；3) 工业应用 17 个品种；4) 生活供水 47 个品种；5) 增压泵 43 个品种；6) 通暖泵 29 个品种。

图 2：新界泵业农用水泵正式开始网上销售



资料来源：天猫

二、预计 2014 年公司毛利率水平提升带动利润增长

为什么新界泵业未来的利润增长是较为明确的？

2013 年，包括新总部大楼、年产 100 万台农泵建设项目，15 万台智能滑片空压机、江苏新界水泵配件加工建设项目以及江西新界水泵铸件加工技改项目均已经转入固定资产，预期未来新增固定资产折旧增长有限。

公司创新经营管理加大成本费用控制力度，虽然新增折旧，但三季度公司的毛利率仍略有上升，预计随着产能利用率的逐步提高，估算公司毛利率将持续上升。上半年，公司折旧约占主营业务成本的 4%，较 2012 年全年上升 1.3 个百分点。随着未来折旧增长大幅放缓，假设单位人工成本和原材料成本随收入同步增长，预计 2014 年公司毛利率水平将从 2013 年前三季度的 25.7% 上升到 27% 左右。

另外，江西和江苏零部件生产基地在 2013 年上半年投产，正在逐步释放产能。预计到 2014 年，零部件自制率的提升将同时带动公司毛利率水平的上升。

产能方面，三季度产能释放良好，生产较为饱满，存货周转较去年有所改观。但我们认

为公司仍有部分产能未能充分释放,生产效率还有提升的空间。如果生产效率得以完全释放,实际存货的周转速度应该比三季报的存货周转更快。

同时,在考虑公司新增铸件产能的背景下,存货周转速度已经好于去年的同期水平,显示出公司的生产流程进一步理顺,预计未来公司存货的占款增长将有限。

表格 1: 资产负债表-固定资产及在建工程。主要铸件和零部件产能正在逐步释放,带动毛利率上升。

资产负债表(万元)	2012-3-31	2012-6-30	2012-9-30	2012-12-31	2013-3-31	2013-6-30	2013-9-30
固定资产	12,518	20,057	19,898	41,349	42,076	47,986	49,934
销售收入/固定资产	150.05%	146.67%	113.27%	56.85%	47.47%	73.07%	61.07%
固定资产原值	-	25,762.4	-	48,034.2	-	56,303.1	-
Sales/gross PP&E	#DIV/0!	114.19%	#DIV/0!	48.94%	#DIV/0!	62.27%	#DIV/0!
工程物资	0	0	0	0	0	0	0
在建工程	15,804	14,642	17,441	4,945	4,739	967	852

资料来源:公司公告,德邦证券研究所

表格 2: 折旧占主营成本比重,预计未来折旧增长有限,带动公司毛利率提升

报告参数	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-6-30
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
营业成本	33,357.8	33,685.7	44,252.0	60,704.0	71,406.9	41,179.9
折旧占比	1.80%	2.00%	1.72%	1.61%	2.72%	4.01%

资料来源:公司公告,德邦证券研究所

表格 3: 利润及毛利率测算:较为有限的折旧增长以及上游原材料自产将带动公司产品毛利率稳步上升

报告参数	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013E	2014E	2015E	2016E
报表类型	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
营业收入	56,742.7	76,451.5	94,245.0	113,740.7	142,175.9	177,719.9	222,149.9
营业收入增幅	26.8%	34.7%	23.3%	20.7%	25.0%	25.0%	25.0%
主营业务成本	44,252.0	60,704.0	71,406.9	84,233.1	103,586.0	128,632.1	159,961.7
+折旧	763.0	978.4	1,945.2	3,876.4	3,951.4	4,088.9	4,282.6
折旧占比	1.72%	1.61%	2.72%	4.60%	3.81%	3.18%	2.68%
+人力成本-估算	6,190.88	8,786.31	11,804.22	15,451.7	19,314.7	24,143.3	30,179.1
人力成本占主营成本比	13.99%	14.47%	16.53%	18.34%	18.65%	18.77%	18.87%
+原材料及制造成本-估算	37,298.1	50,939.3	57,657.5	64,905.0	80,319.9	100,399.9	125,499.9
增速	31.9%	36.6%	13.2%	12.6%	23.8%	25.0%	25.0%
原材料及制造成本占比	84.29%	83.91%	80.74%	77.05%	77.54%	78.05%	78.46%
毛利润	12,490.6	15,747.5	22,838.1	29,507.6	38,590.0	49,087.8	62,188.2
毛利润率	22.0%	20.6%	24.2%	25.9%	27.1%	27.6%	28.0%

表格 4: 资产负债表-存货,精细化管理奏效,存货周转速度加速

资产负债表(万元)	2012-3-31	2012-6-30	2012-9-30	2012-12-31	2013-3-31	2013-6-30	2013-9-30
预付款项	1,535	1,917	1,311	2,305	5,830	4,214	3,837
环比%	-27.3%	24.9%	-31.6%	75.7%	153.0%	-27.7%	-8.9%
同比%	-36.1%	-45.8%	-56.7%	9.2%	279.7%	119.8%	192.6%
应收股利	0	0	0	0	0	0	0
应收利息	143	240	124	159	157	218	21
存货	21,126	19,141	19,070	20,220	24,586	22,651	22,811
环比%	9.6%	-9.4%	-0.4%	6.0%	21.6%	-7.9%	0.7%
同比%	41.5%	25.3%	16.8%	4.9%	16.4%	18.3%	19.6%
存货明细-原材料	-	3,903.0	-	4,458.1	-	3,568.2	-
原材料/收入	0.0%	20.4%	0.0%	22.0%	0.0%	15.8%	0.0%
存货明细-在产品	-	4,265.0	-	4,272.1	-	5,108.2	-

在产品/收入	0.0%	22.3%	0.0%	21.1%	0.0%	22.6%	0.0%
--------	------	-------	------	-------	------	-------	------

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

表格 5：现金流量表-支付给职工的现金，我们认为公司目前生产较为饱满。

报告参数	2012-03-31	2012-06-30	2012-09-30	2012-12-31	2013-03-31	2013-06-30	2013-09-30
支付给职工以及为职工支付的现金	2,748.81	3,162.70	2,876.65	3,016.06	3,403.80	4,127.30	3,975.43
环比%	21.5%	15.1%	-9.0%	4.8%	12.9%	21.3%	-3.7%
同比%	38.1%	38.7%	27.7%	33.3%	23.8%	30.5%	38.2%

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

三、预计汇兑损益 14 年依然有较大利润贡献

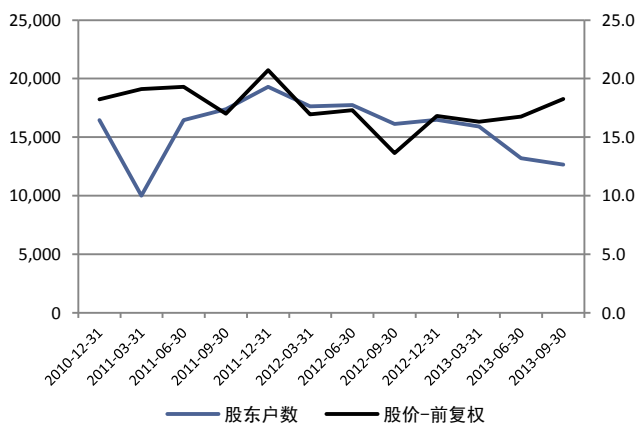
截止到 2013 年 9 月，公司与银行签订的《远期结汇/售汇、人民币与外币掉期总协议》尚未履行完毕的远期结售汇金额共计 11,380 万美元，该合约截止日期为 2014 年底。协议约定公司向银行出售远期外汇（美元）。预计该外汇结算依然可以在 2014 年贡献较大的公允价值变动收益。具备一定的可预见性。三季度末，公司递延所得税负债 1989 万元，较二季度末的 871 万元增加了 1118 万元。

四、盈利预测

我们维持了公司未来的利润增速预期，主要考虑因素在于：1) 农用水泵行业集中度大幅度提升，龙头企业受益明显。农用水泵目前行业正在经历变革，传统作坊式的小型水泵厂受到劳动力价格上升以及行业进入门槛的提升等因素影响，逐步退出市场。新界泵业由于率先引入了自动化柔性生产线，同时给予员工较为良好和稳定的工作环境及待遇，相对于小型水泵厂，竞争优势越来越明显；2)、农民消费正在升级。农民对农用水泵的消费倾向正在从无品牌水泵向有品牌水泵升级。近几年，随着农民收入的不断上升，农民选购质量良好，有品牌的农用水泵倾向性正在提升，并且这种消费升级的速度快于我们的预期。3)、公司智能型水泵的推出，将逐步提升公司的产品附加值，并且新产品推出速度也比我们想象的要快，预计毛利率有望持续改善。4)、公司三季报继续显示比较好的盈利质量。

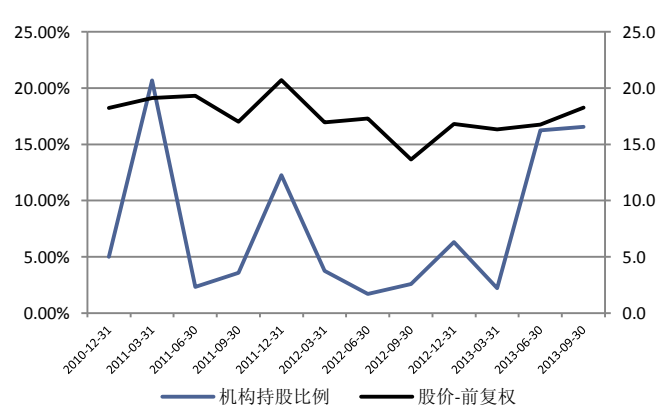
我们预测新界泵业 2013 年到 2015 年利润增速为 43%、36%和 35%。2013 年到 2015 年的 EPS 为 0.77 元，1.05 元和 1.41 元，对应的 PE 为 25.6 倍，18.8 倍和 14.0 倍。维持“买入”评级。

图 3：股东户数持续下滑



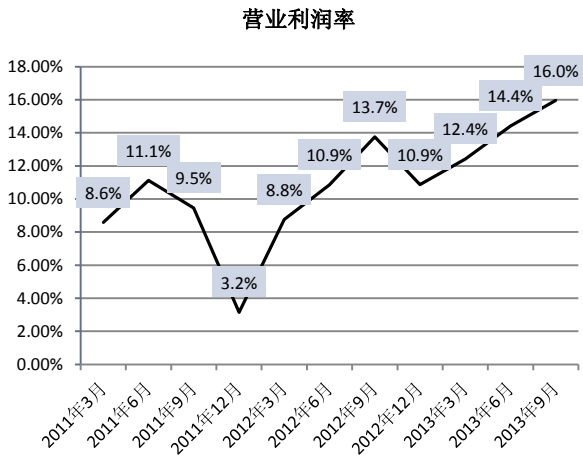
资料来源：公司公告，德邦证券研究所整理

图 4：可查询到的机构持股占总股本比重



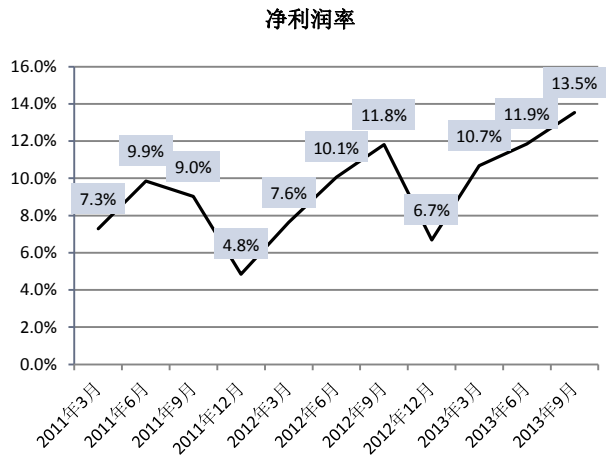
资料来源：公司公告，德邦证券研究所整理

图 5：上市以来，公司单季度营业利润率



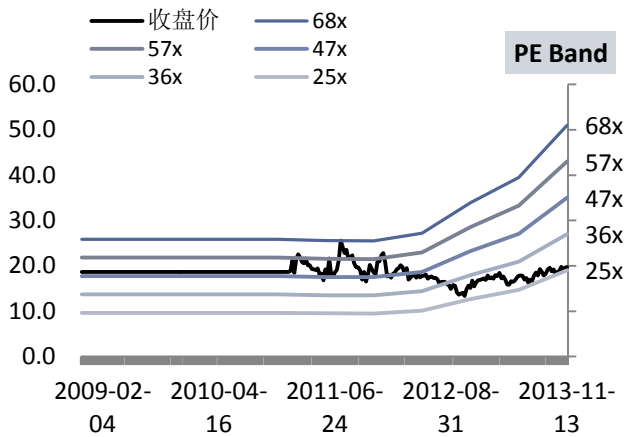
资料来源：公司公告，德邦证券研究所整理

图 6：上市以来，公司单季度净利润率



资料来源：公司公告，德邦证券研究所整理

图 7：PE band



资料来源：德邦证券研究所整理

图 8：PB Band



资料来源：德邦证券研究所整理

表格 6: 盈利预测表

损益表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	765	942	1137	1422	1777
主营业务成本	607	714	842	1036	1286
毛利润	157	228	295	386	491
毛利润率	20.6%	24.2%	25.9%	27.1%	27.6%
营业税金及附加	2	4	6	7	9
销售费用	40	55	67	84	110
管理费用	58	73	104	129	135
财务费用	(5)	(5)	13	9	10
资产减值损失	1	2	7	9	11
公允价值变动净收益	(5)	0	40	40	40
投资净收益	6	6	13	14	15
EBIT	62	101	153	205	272
EBITDA	73	123	196	248	317
营业利润	62	105	152	201	270
营业利润率	8.2%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%
营业内外收支	7.2	3.1	5.5	5.5	5.5
利润总额	70	108	157	207	275
减: 所得税	9	20	31	35	44
净利润	60	88	126	172	231
减: 少数股东损益	0	1	3	4	5
归属于母公司的净利润	60	86	123	168	226
每股收益 EPS-期末 (元)	0.38	0.54	0.77	1.05	1.41

损益表增速	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
销售收入增速	34.7%	23.3%	20.7%	25.0%	25.0%
EBIT 增速	-15.2%	79.0%	51.1%	33.6%	33.0%
EBITDA 增速	-7.8%	69.4%	59.4%	26.5%	27.7%
营业利润增速	3.7%	68.3%	44.7%	32.6%	34.0%
净利润增速	1.7%	43.4%	43.0%	36.1%	34.7%

现金流量表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利润	60	88	126	172	231
折旧及摊销	11	22	43	43	45
运营资本增减	(47)	42	(36)	(18)	(23)
其它经营活动产生的现金	1	4	84	(37)	(31)
经营活动产生的现金流	26	156	217	160	222
投资收益	6	6	13	13	13
资本支出	(162)	(172)	(201)	(30)	(40)
其他投资产生的现金流	2	(54)	(43)	(14)	(14)
投资活动产生的现金流	(154)	(220)	(231)	(31)	(41)
筹资活动产生的现金流	(105)	(79)	(24)	(23)	(31)

资产负债表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
现金以及等价物	458	320	183	289	439
应收账款及票据	70	142	198	238	289
存货	193	202	233	286	356
其他流动资产	0	18	20	29	36
流动资产合计	729	684	634	843	1119
长期投资	0	20	21	22	23
固定资产	121	413	576	582	593
其他非流动资产	189	155	102	114	125
资产总计	1039	1272	1333	1546	1833
流动负债合计	190	303	342	420	519
非流动负债合计	5	11	25	15	8
负债合计	194	313	367	435	527
少数股东权益	17.2	58.3	58.7	67.5	79.3
归属母公司权益	828	901	1008	1153	1348
权益合计	845	959	1073	1228	1435
负债及股东权益合计	1039	1272	1441	1663	1962
总股本 (百万)	160	160	160	160	160
每股净资产 BPS(元)	5.17	5.63	6.30	7.21	8.43

其它	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净资产回报率 (%)	7.5%	10.0%	12.9%	15.5%	18.1%
总资产回报率 (%)	5.9%	7.6%	9.5%	11.7%	13.4%
资产负债率 (%)	18.7%	24.6%	25.5%	26.2%	26.9%
ROIC (%)	7.1%	9.8%	12.2%	14.7%	16.9%
WACC (%)	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
存货周转天数	97	101	94	91	91
应收票据及账款周转天数	29	41	55	56	54
EBIT 利息保障倍数 (X)	0	0	12	23	26
流动比率	3.84	2.26	1.85	2.01	2.16
速动比率	2.82	1.59	1.17	1.33	1.47
所得税率	13.12	18.77	19.81	17.00	16.00

估值	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
市盈率(X)	55.7	31.4	25.6	18.8	14.0
市净率(X)	4.0	3.0	2.9	2.6	2.2
市销率(X)	4.4	2.9	2.8	2.2	1.8
EV/EBITDA(X)	40.0	19.5	15.5	12.3	9.6
EV/EBIT(X)	47.2	23.7	19.9	14.9	11.2
EV/sales(X)	3.8	2.5	2.7	2.1	1.7
EV/IC(X)	3.5	2.6	3.0	2.6	2.3
股息率 (%)	0.48	0.59	0.51	0.72	0.98

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，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。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。