

机械行业

新界泵业 (002532)

公司报告

评级: 买入

维持

目标价: 31.8 元

收盘价 25.9

目标价 31.8

基本数据

52 周最低/最高(元)	14.7-30.6
市盈率(x) ttm	33.94
市净率(x) 1f-ROE (ttm)	4.09 -- 12.05%
EV/EBITDA(x) 1yr	32.76
总股本(亿)	1.60
流通 A 股(亿)	1.13
流通 B 股/H 股(亿)	0.00
总市值(亿元)	41.44
流通 A 股市值(亿元)	29.29
主要控股股东	许敏田
占总股本比重(2013Q3)	22.0%

相对股价表现

	3 个月	6 个月	12 个月
新界泵业	11.8%	37.8%	39.1%
沪深 300	-10.7%	-5.8%	-18.4%



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

《新界泵业 (002532)：试水电商，可持续增长动力强》：2013-11-14

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>

资产负债表可能有亮点

投资要点:

- ❖ **第四季利润没有惊喜，但资产负债表可能有亮点。**新界泵业全年业绩预告收入 11.3 亿元，同比增长 20.24%，与我们的预计基本一致，但归属于母公司净利润 1.22 亿元，同比增长 41.45%，略微低于我们 43% 的利润增速预期，但基本一致。第四季度，公司营业收入同比增长 18.2%；第四季度，归属母公司所有者的净利润同比增长 14.15%。2014 年 1 月初，公司公告，投资 1.4 亿元，实施 120 万台水平技改项目，项目完成后预计实现年销售收入 5.44 亿元，税前利润 7,573 万元。由此可见，公司扩张趋势依然较快。总体来看，我们认为第四季度，公司利润并没有惊喜，但也不应有过多担忧。
- ❖ **资产负债表值得期待。**从资产负债表来看，第四季度，公司资产环比增长速度快于归属于母公司股东的权益增速。假设第三季度公司的少数股东权益与第四季度相当，那么，估算公司第四季度的负债合计达到了 3.7 亿元，环比增长 12.8%，较三季度增长 4,200 万元。公司负债环比增长 12.8% 意味着什么？由于公司没有长期负债，短期借款三季度仅 1,000 万元。因此，公司的负债结构基本都是无息负债。从负债表的结构来看，公司负债的最大一项为应付账款，由于公司第三季度的应付账款同比增长 43.9%，总额达到了 1.74 亿元，占公司第三季度主营成本的 62%。因此，预计第四季度，公司应付账款增速将不会有前三季度那么快。另外看预收款增速，由于预收款为公司负债项的第二大项，如果应付款增速在第四季度下滑，那么预收款将成为公司负债增长的主要因素。我们预计公司 2014 年第一季度继续保持较快的增长。
- ❖ 我们预测新界泵业 2014 年到 2015 年利润增速为 36% 和 35%。2013 年到 2015 年的 EPS 为 0.76 元，1.04 元和 1.40 元，对应的 PE 为 33.9 倍，25.0 倍和 18.5 倍。维持“买入”评级。公司所处行业良好的行业集中度正在形成，新界泵业对行业的把控能力越来越强，长期竞争优势愈发明显。

主要财务指

单位:百万元

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	567	765	942	1133	1417	1771
收入增幅(%)	27%	35%	23%	20%	25%	25%
净利润	59	60	86	122	166	223
净利增幅(%)	26%	2%	43%	41%	36%	35%
毛利率(%)	22%	21%	24%	26%	27%	28%
ROE(%)	12.9%	7.5%	10.0%	13%	15%	18%
期末 EPS(元)	0.99	0.38	0.54	0.76	1.04	1.40
PE(x)	50.0	55.7	31.4	33.9	25.0	18.5
PB(x)	3.8	4.0	3.0	3.9	3.4	2.9

EV/EBITDA(x) 29.9 40.0 19.5 21.1 16.4 12.9

一、第四季利润没有惊喜，但资产负债表可能有亮点

新界泵业全年业绩收入 11.3 亿元，同比增长 20.24%，与我们的预计基本一致，但归属于母公司净利润 1.22 亿元，同比增长 41.45%，略微低于我们 43% 的利润增速预期，但基本一致。第四季度，公司营业收入同比增长 18.2%；第四季度，归属母公司所有者的净利润同比增长 14.15%。2014 年 1 月初，公司公告，投资 1.4 亿元，实施 120 万台水平技改项目，项目完成后预计实现年销售收入 5.44 亿元，税前利润 7,573 万元。由此可见，公司扩张趋势依然较快。

总体来看，我们认为第四季度，公司利润并没有惊喜，但也不应有过多担忧。

表格 1：单季度利润表

一般企业一简表：利润表单季度 (单位：万元)	2012-12-31	2013-3-31	2013-6-30	2013-9-30	2013-12-31
一、营业总收入	23,506.32	19,974.36	35,062.33	30,496.46	27,788.59
环比增速	4.3%	-15.0%	75.5%	-13.0%	-8.9%
同比增速	19.8%	6.3%	19.2%	35.3%	18.2%
营业收入	23,506.32	19,974.36	35,062.33	30,496.46	
二、营业总成本	22,530.24	17,839.89	31,436.71	27,395.15	
营业成本	17,870.04	14,603.78	26,576.08	22,365.94	
毛利率	24.0%	26.9%	24.2%	26.7%	
营业税金及附加	226.26	123.45	55.78	105.49	
销售费用	1,953.15	926.89	1,716.97	1,751.81	
销售费用%	8.3%	4.6%	4.9%	5.7%	
管理费用	2,476.84	2,102.52	2,755.93	2,521.22	
管理费用%	10.5%	10.5%	7.9%	8.3%	
财务费用	36.99	-61.10	36.11	663.84	
财务费用%	0.2%	-0.3%	0.1%	2.2%	
资产减值损失	-33.03	144.35	295.84	-13.15	
经营性收益	976.08	2,134.47	3,625.62	3,101.31	
同比增速%	-9.9%	22.9%	-11.7%	3.2%	
经营性收益（剥离财务费用后）	1,013.1	2,073.4	3,661.7	3,765.2	
同比增速%	-0.8%	32.5%	-7.3%	32.2%	
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	1,355.97	397.18	1,370.35	1,110.33	
投资净收益	221.48	-49.52	56.89	658.59	
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
EBIT	2,479.96	2,533.71	5,146.45	5,722.74	
EBIT yoy%	128.8%	68.7%	56.0%	86.4%	
EBIT margin%	10.55%	12.68%	14.68%	18.77%	
Adjusted EBIT	2,590.52	2,421.03	5,088.97	5,534.08	
Adjusted EBIT yoy%	365.2%	64.2%	67.6%	88.2%	
Adjusted EBIT margin%	11.02%	12.12%	14.51%	18.15%	
四、营业利润	2,553.54	2,482.13	5,052.86	4,870.24	1,857.07
营业利润率	10.86%	12.43%	14.41%	15.97%	6.68%
营业利润同比增速	312.41%	50.86%	58.21%	57.16%	-27.27%
加：营业外收入	95.38	159.38	121.17	222.37	
减：营业外支出	205.94	46.71	63.69	33.71	
五、利润总额	2,442.98	2,594.81	5,110.33	5,058.90	2,285.33
同比增速%					-6.5%

减：所得税	831.00	417.85	812.92	876.76	
所得税率	34.0%	16.1%	15.9%	17.3%	
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	
六、净利润	1,611.98	2,176.96	4,297.41	4,182.14	1,820.76
	66.5%	49.7%	44.2%	53.3%	
减：少数股东损益	38.60	44.94	141.12	56.85	
少数股东权益占比	2.39%	2.06%	3.28%	1.36%	
归属于母公司所有者的净利润	1,573.37	2,132.02	4,156.29	4,125.29	1,796.00
同比增速	65.4%	48.6%	40.4%	54.9%	14.1%
净利润率	6.7%	10.7%	11.9%	13.5%	6.5%

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

资产负债表依然值得期待

从资产负债表来看，第四季度，公司资产环比增长速度快于归属于母公司股东的权益增速。假设第三季度公司的少数股东权益与第四季度相当，那么，估算公司第四季度的负债合计达到了 3.7 亿元，环比增长 12.8%，较三季度增长 4,200 万元。

表格 2：资产负债表结构

资产负债表	2012-12-31	2013-3-31	2013-6-30	2013-9-30	2013-12-31	
资产总计	127,220	127,114	138,043	138,598	144,682	
环比		-0.1%	8.6%	0.4%	4.4%	
负债合计	31,339	28,929	36,727	32,970	37,176.6	预计
环比		-7.7%	27.0%	-10.2%	12.8%	
归属母公司股东的权益	90,056	92,315	95,210	99,466	101,342.90	
环比		2.5%	3.1%	4.5%	1.9%	
所有者权益合计	95,882	98,185	101,316	105,628	107,505.24	预计

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

公司负债环比增长 12.8%意味着什么？由于公司没有长期负债，短期借款三季度仅 1000 万元。因此，公司的负债结构基本都是无息负债。从负债表的结构来看，公司负债的最大一项为应付账款，由于公司第三季度的应付账款同比增长 43.9%，总额达到了 1.74 亿元，占公司第三季度主营成本的 62%。因此，预计第四季度，公司应付账款增速将不会有前三季度那么快。另外看预收款增速，由于预收款为公司负债项的第二大项，因此，预计公司负债的增长可能从一方面也反映出公司预收款的增长。预计公司 2014 年，第一季度继续保持较快增长。

表格 3：公司的负债表结构。公司负债总额预计有一定增长，预计公司在应付款项和预收款项上有一定增长，预计公司 1 季度依然将显示较快增长

单位：万元

负债表	2012-12-31	2013-3-31	2013-6-30	2013-9-30
短期借款	800	800	1,000	1,000
交易性金融负债	258	78	0	0
应付票据	500	500	500	500
应付账款	16,536	16,496	18,799	17,442
环比%	36.4%	-0.2%	14.0%	-7.2%
同比%	38.3%	24.8%	27.9%	43.9%
预收款项	8,227	6,400	11,415	8,123
同比%	103.4%	48.3%	99.0%	16.2%
环比%	17.7%	-22.2%	78.4%	-28.8%
应付职工薪酬	1,668	1,145	1,270	1,532

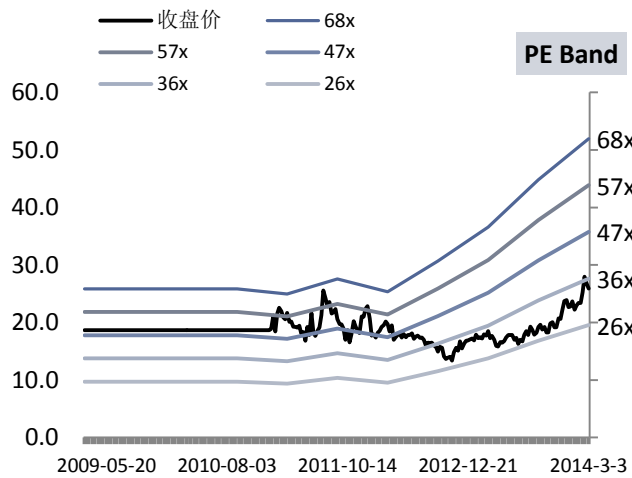
同比%	38.8%	-7.0%	2.4%	17.9%
应交税费	810	1,087	1,126	1,001
应付利息	0	35	7	11
应付股利	0	0	0	0
其他应付款	648	752	773	740
流动负债合计	30,271	27,851	35,449	30,555
递延所得税负债	639	660	871	1,989
递延收益-非流动负债	0	0	0	0
其他非流动负债	428	417	407	426
非流动负债合计	1,067	1,077	1,278	2,414
负债合计	31,339	28,929	36,727	32,970

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

四、盈利预测

我们预测新界泵业2014年到2015年利润增速为36%和35%。2013年到2015年的EPS为0.76元，1.04元和1.40元，对应的PE为33.9倍，25.0倍和18.5倍。维持“买入”评级。公司所处行业良好的行业集中度正在形成，新界泵业对行业的把控能力越来越强，长期竞争优势愈发明显。

图 1: PE band



资料来源：德邦证券研究所整理

图 2: PB Band



资料来源：德邦证券研究所整理

表格 4: 盈利预测表

损益表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	765	942	1133	1417	1771
主营业务成本	607	714	839	1033	1283
毛利润	157	228	294	384	488
毛利润率	20.6%	24.2%	25.9%	27.1%	27.5%
营业税金及附加	2	4	6	7	9
销售费用	40	55	69	85	103
管理费用	58	73	109	132	152
财务费用	(5)	(5)	13	10	13
资产减值损失	1	2	7	9	11
公允价值变动净收益	(5)	0	39	40	50
投资净收益	6	6	13	14	15
EBIT	62	101	150	204	269
EBITDA	73	123	192	247	313
营业利润	62	105	143	195	264
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	7.9	7.9	7.9
利润总额	70	108	150	203	272
减: 所得税	9	20	26	33	43
净利润	60	88	125	169	228
减: 少数股东损益	0	1	3	4	5
归属于母公司的净利润	60	86	122	166	223
每股收益 EPS-期末 (元)	0.38	0.54	0.76	1.04	1.40
损益表增速	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
销售收入增速	34.7%	23.3%	20.2%	25.0%	25.0%
EBIT 增速	-15.2%	79.0%	47.5%	36.1%	31.9%
EBITDA 增速	-7.8%	69.4%	55.6%	28.7%	27.0%
营业利润增速	3.7%	68.3%	35.9%	36.7%	35.4%
净利润增速	1.7%	43.4%	41.5%	35.7%	34.9%
现金流量表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利润	60	88	125	169	228
折旧及摊销	11	22	42	43	44
运营资本增减	(47)	42	(36)	(18)	(23)
其它经营活动产生的现金流	1	4	85	(46)	(30)
经营活动产生的现金流	26	156	215	149	220
投资收益	6	6	13	13	13
资本支出	(162)	(172)	(180)	(47)	(47)
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)	(210)	(48)	(48)
筹资活动产生的现金流	(105)	(79)	(24)	27	(31)
资产负债表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
现金以及等价物	458	320	198	326	468
应收账款及票据	70	142	198	238	288
存货	193	202	232	286	355
其他流动资产	0	18	19	28	36
流动资产合计	729	684	647	878	1146
长期投资	0	20	21	22	23
固定资产	121	413	556	587	605
其他非流动资产	189	155	102	123	132
资产总计	1039	1272	1326	1586	1871
流动负债合计	190	303	341	418	517
非流动负债合计	5	11	25	65	58
负债合计	194	313	366	484	576
少数股东权益	17.2	58.3	58.3	67.0	78.7
归属母公司权益	828	901	1007	1150	1343
权益合计	845	959	1072	1224	1429
负债及股东权益合计	1039	1272	1438	1708	2005
总股本 (百万)	160	160	160	160	160
每股净资产 BPS(元)	5.17	5.63	6.29	7.19	8.39
其它	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净资产回报率 (%)	7.5%	10.0%	12.8%	15.4%	17.9%
总资产回报率 (%)	5.9%	7.6%	9.4%	11.4%	12.9%
资产负债率 (%)	18.7%	24.6%	25.5%	28.3%	28.7%
ROIC (%)	7.1%	9.8%	12.3%	14.1%	16.2%
WACC(%)	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
存货周转天数	97	101	94	91	91
应收票据及账款周转天	29	41	55	56	54
EBIT 利息保障倍数 (X)	0	0	11	20	20
流动比率	3.84	2.26	1.90	2.10	2.22
速动比率	2.82	1.59	1.22	1.41	1.53
所得税率	13.12	18.77	17.09	16.50	16.00
估值	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
市盈率(X)	55.7	31.4	33.9	25.0	18.5
市净率(X)	4.0	3.0	3.9	3.4	2.9
市销率(X)	4.4	2.9	3.7	2.9	2.3
EV/EBITDA(X)	40.0	19.5	21.1	16.4	12.9
EV/EBIT(X)	47.2	23.7	26.9	19.8	15.0
EV/sales(X)	3.8	2.5	3.6	2.8	2.3
EV/IC(X)	3.5	2.6	4.0	3.4	2.9
股息率 (%)	0.48	0.59	0.39	0.55	0.74

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。