

新界泵业 (002532.SH) 农用机械行业

评级：买入 首次评级

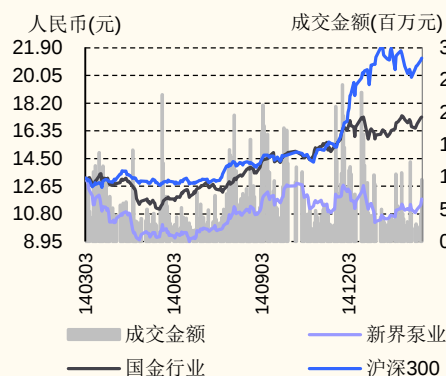
公司研究

市场价格(人民币): 12.09 元
目标价格(人民币): 16.00-18.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	226.14
总市值(百万元)	3,868.80
年内股价最高最低(元)	13.18/8.95
沪深 300 指数	3566.30
深证成指	11750.78



农用泵及污水泵双龙头，业绩迎来拐点

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.499	0.721	0.273	0.429	0.549
每股净资产(元)	5.17	5.63	6.31	6.76	7.52
每股经营性现金流(元)	0.97	0.83	0.58	0.85	1.07
市盈率(倍)	33.91	31.85	37.67	29.81	23.25
行业优化市盈率(倍)	36.62	30.05	40.37	44.89	44.89
净利润增长率(%)	47.67%	44.46%	-24.15%	57.02%	27.83%
净资产收益率(%)	8.87%	11.42%	8.09%	11.42%	12.89%
总股本(百万股)	160.00	160.00	320.00	320.00	320.00

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **水泵行业需求稳健增长。**全球泵业市场需求年均增长约 6.4%，到 2015 年产值将达到 708 亿美元，农用水泵产值约 60 亿美元。国内水泵销量约 1.2 亿台，年均增速约 10%。国内农业泵产值 255 亿元，国内需求 150 亿元。城市污水处理领域的泵类产品年均需求约 150 亿元。
- **农用水泵行业四大成长动力：**1、政策推动农用水泵行业发展。2、农民收入提高水泵自备率上升。3、农机补贴促进农用水泵行业规模扩大。4、土地规模化应用及节水农业提升水泵灌溉需求。
- **公司是农用水泵、污水泵双龙头。**公司产品包括潜水泵、陆上泵、污水泵等，收入占比超 85%。近几年出口业务占比均超过 40%，主业是亚非拉国家。公司连续 7 年农用水泵全国产销量排名第 1，行业占有率约 4%。近 4 年收入复合增长率超过 26.3%，毛利率逐年提升。
- **公司业绩的驱动因素：**1. 农业水利投资拉动，未来几年平均增速基本保持稳定。2. 保有量提升和产品更新换代推动的需求。3. 农机购置补贴政策推动。4. 国外市场回暖拉动需求。行业年均增速超 10%，公司品牌优势明显，将享受行业成长及市占率提升双利好。5. 公司在天猫开店，网络销售发力。

投资建议

- 我们预测公司 2015-2016 年的 EPS 分别为 0.43/0.55 元，目前股价对应 PE 分别为 29/23 倍。

估值

- 我们选取了同处于农机行业的南方泵业、利欧股份、一拖股份、新研股份做对比，以上 4 家上市公司 2015 年平均 PE 为 43.3 倍，按照行业平均 PE 计算新界泵业对应目标价为 18.5 元。我们考虑到新界泵业 2015-2017 年的高速增长，给予公司“买入”评级。

风险

- 公司的风险主要有：水十条等政策不达预期的风险、公司毛利率不能维持或提升的风险、行业竞争加剧的风险、出口形势变差的风险等。

后立尧

分析师 SAC 执业编号: S1130515020001
(8610)66216793
houliyao@gjzq.com.cn

内容目录

1、公司是农用水泵龙头，主业稳健增长	4
1.1、公司发展史	4
1.2、公司收入构成	4
1.3、公司财务分析	5
2、农用水泵行业现状	6
2.1、全球农业泵规模约 60 亿美元	6
2.2、国内水泵销量约 1.2 亿台，年均增速约 10%	6
2.3、农业泵竞争格局	7
3、 农用水泵行业四大成长动力	9
3.1、政策推动农用水泵行业发展	9
3.2、农民收入提高带动水泵自备率上升	10
3.3、农机补贴促进农用水泵行业规模扩大	10
3.4、土地规模化应用、节水农业提升水泵灌溉需求	11
4、 公司看点	11
4.1、渠道优势明显，将抢占更多市场蛋糕	11
4.2、行业洗牌，公司市占率将提升	12
4.3、人民币贬值刺激公司出口业务	12
4.4、“水十条”将出台 5 年投资两万亿，公司直接受益	13
4.5、收购博华环境进入环保工程新领域	14
4.6、公司在天猫开店，网络销售发力	14
4.7、14 年套期保值损失是黑天鹅事件，15 年业绩将大幅恢复	15
5、 盈利预测	15
5.1、主要假设	15
5.2、公司估值	15

图表目录

图表 1：公司营业收入保持较快增长	4
图表 2：公司净利润保持平稳增长	4
图表 3：公司历年主营业务收入拆分（万元）	4
图表 4：2013 年公司主营业务结构拆分	4
图表 5：公司拥有丰富的污水泵产品线	5
图表 6：公司营业收入快速增长	5
图表 7：公司整体毛利率水平逐渐提高	5
图表 8：新界泵业与南方泵业流动比率对比	6
图表 9：新界泵业与南方泵业 ROE 对比	6
图表 10：2008-2015 年全球农用水泵总产值预测	6
图表 11：2012-2014 年全国水泵产量	7

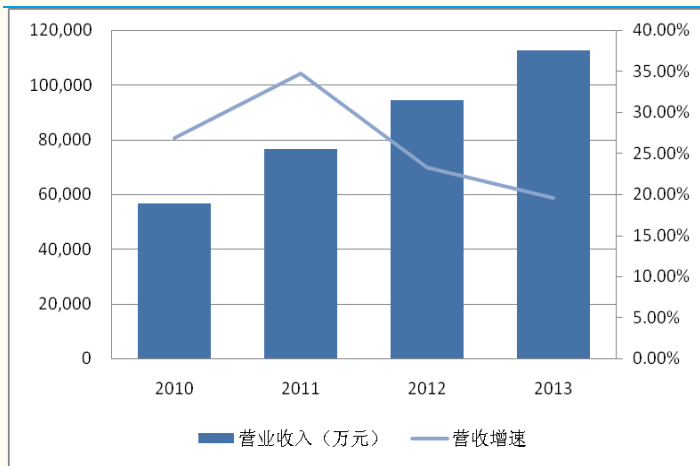
图表 12: 全国规模以上泵及真空设备企业收入 (亿元)	7
图表 13: 国内农用泵需求量预测 (万台)	7
图表 14: 国内农用泵产值及国内规模 (亿元)	7
图表 15: 国内水泵行业龙头公司收入 (2012 年)	8
图表 16: 全球水泵龙头公司 (2013 年)	8
图表 17: 南方泵业及新界泵业市值对比	8
图表 18: 南方泵业与新界泵业收入及净利润对比	8
图表 19: 入选农用水泵补贴企业名录	9
图表 20: 泵及真空水泵固定资产投资	9
图表 21: 水泵行业下游需求占比	9
图表 22: 历年中央一号文件均指向农业	10
图表 23: 国家农业节水纲要	10
图表 24: 农村居民家庭年收入提升后, 水泵保有量也在提升	10
图表 25: 中央农机购置补贴超过 250 亿元	11
图表 26: 农村居民家庭人均年纯收入 (元)	11
图表 27: 我国节水灌溉工程目标	11
图表 28: 2000-2013 年我国节水灌溉进展	11
图表 29: 新界泵业国内贸易网点	12
图表 30: 新界泵业央视广告	12
图表 31: 公司国外营业收入逐年增长 (单位: 万元)	13
图表 32: 人民币贬值将对公司出口构成实质性利好	13
图表 33: 全国环境污染治理投资总额 (单位: 亿元)	13
图表 34: 污水处理厂数量迅速增加 (单位: 座)	13
图表 35: 浙江博华-温州及丽水皮革厂废水处理工程	14
图表 36: 浙江博华青煤及华能集团污水废水处理项目	14
图表 37: 新界泵业天猫旗舰店界面	14
图表 38: 新界泵业热销产品	14
图表 39: 可比公司估值	15
图表 40: 公司主营业务预测 (单位: 百万元)	16

1、公司是农用水泵龙头，主业稳健增长

1.1、公司发展史

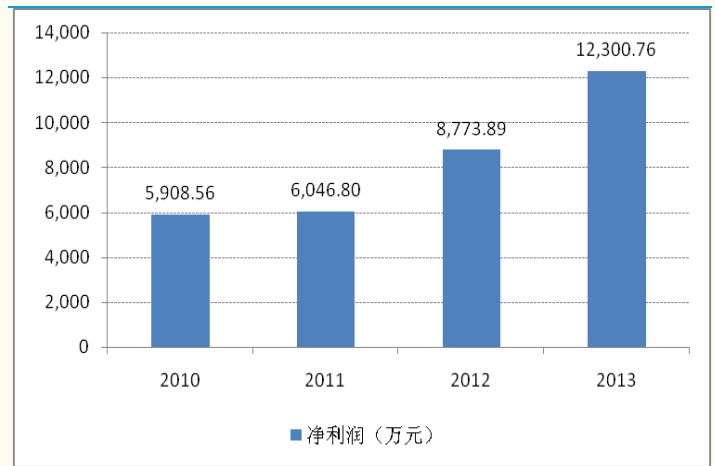
- 公司是农业水泵行业龙头。公司创建于 1984 年，位于中国水泵之乡——浙江温岭大溪。经过二十年发展，公司已经成长为国内最大的农用水泵生产企业，连续 7 年农用水泵全国产销量排名第一，2009-2013 年公司收入复合增长率约 26.3%。
- 公司通过并购切入环保新领域。2012 年 10 月，公司并购浙江博华环境技术工程有限公司，为自身在环境保护工程、废水废气环保处理领域带来新的利润增长点。

图表 1：公司营业收入保持较快增长



来源：wind、国金证券研究所

图表 2：公司净利润保持平稳增长

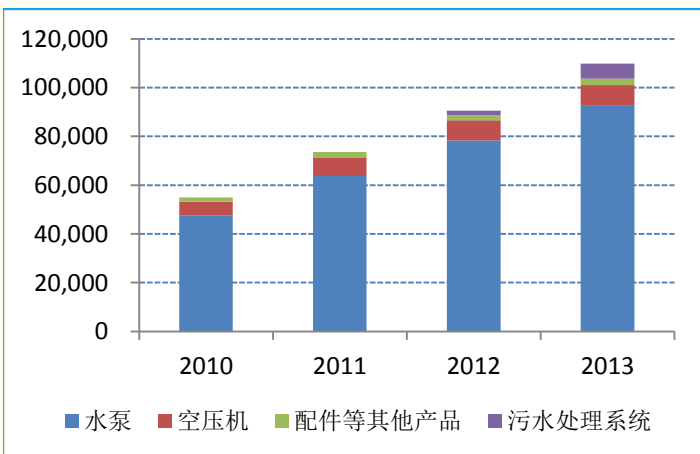


来源：wind、国金证券研究所

1.2、公司收入构成

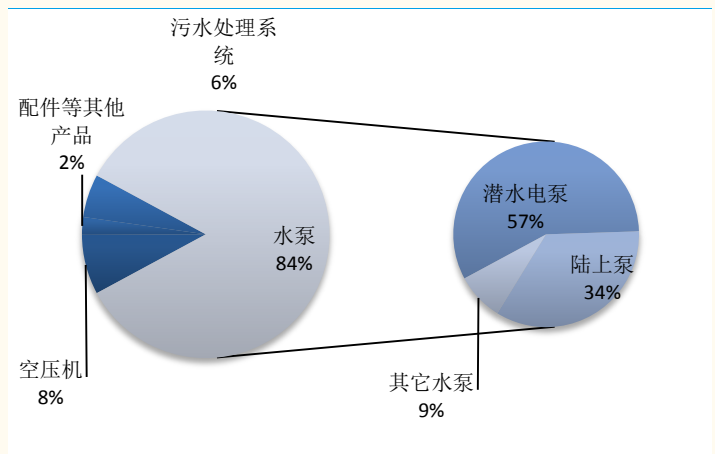
- 公司专注于农业泵，40%水泵出口海外。公司一直专注于农业水泵领域的拓展，形成了丰富的农用水泵产品线，包括潜水泵、陆上泵、污水泵等，收入占比超 85%。公司近几年出口业务占比超过 40%，主业是亚非拉国家。
- 污水泵及环保业务成为新的增长点能力强。随着国家在环保领域的不断重视和投入，公司水处理设备及子公司博华环境的污水处理业务迎来了全新的发展机遇。2012-2013 年公司污水处理系统销售收入分别为 1,827 万元、6,194 万元。

图表 3：公司历年主营业务收入拆分 (万元)



来源：国金证券研究所

图表 4：2013 年公司主营业务结构拆分



来源：国金证券研究所

- 新界泵业涵盖“治污、防洪、排涝、供水、节水”业务。新界泵业产品涵盖：污水处理、农田排灌、生活供水、工业应用等多种水泵，均可分别用

于治污、防洪、排涝、供水、节水。公司连续 7 年农用水泵全国产销量排名第 1，行业占有率约 4%。2012 年公司并购了浙江博华进入污水处理环保产业。公司定位是农村和小城镇的农业供水、排污及环保水处理，今后公司将继续在污水处理方面做大做强。

图表 5：公司拥有丰富的污水泵产品线



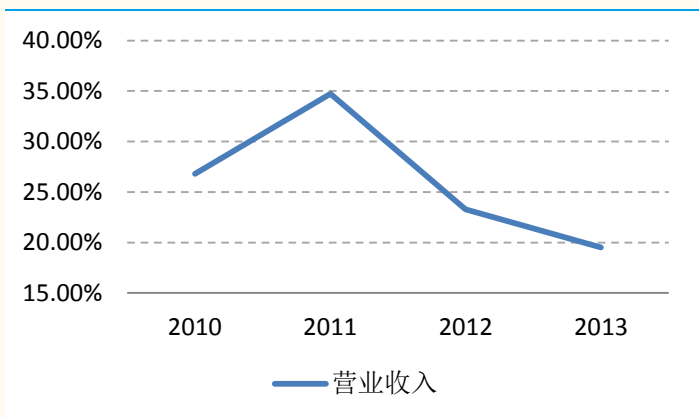
来源：国金证券研究所

- 公司产品以经销商为主，定价模式为成本加成。公司主要原材料为：硅钢片、铸铁、漆包线、电缆线和铝锭，以上 5 类原材料占到公司成本的 60%。公司产品定价模式是成本加成方式，由于公司品牌和定价能力强，在钢价下跌通道中，公司毛利率大幅上升。公司生产模式为：按库存生产为主，按订单生产为辅。

1.3、公司财务分析

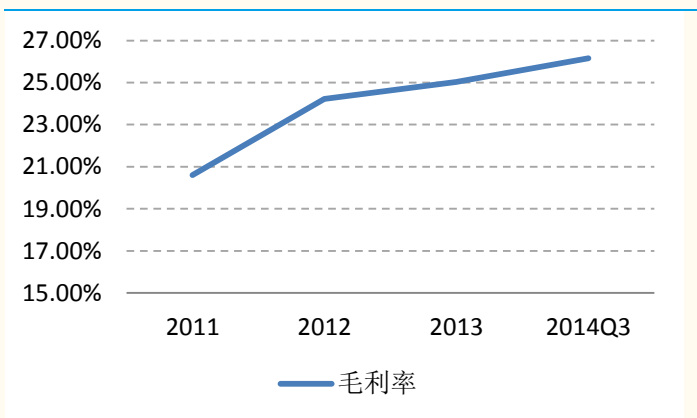
- 近 4 年收入复合增长率超过 26.3%，毛利率逐年提升。公司营业收入保持 20%左右的较快增长，2010-2013 年同比增长分别为：26.81%、34.73%、23.27%、19.51%，近 4 年收入复合增长率超过 26.3%。公司毛利率逐年提升，从 2011 年至 2014 年三季度分别为：20.60%、24.23%、25.03%、26.15%，毛利率逐渐提升。

图表 6：公司营业收入快速增长



来源：wind、国金证券研究所

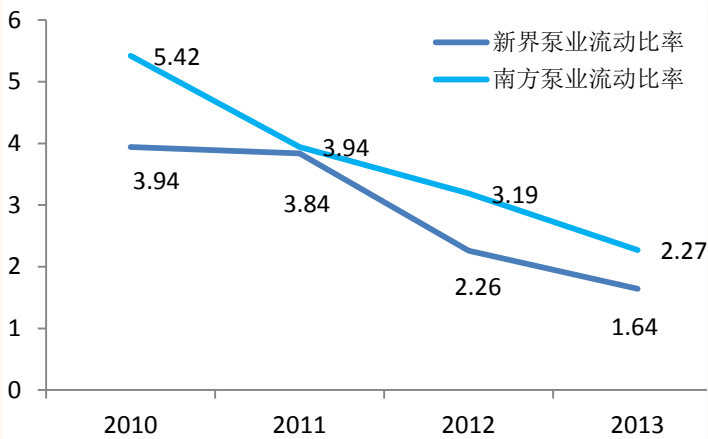
图表 7：公司整体毛利率水平逐渐提高



来源：wind、国金证券研究所

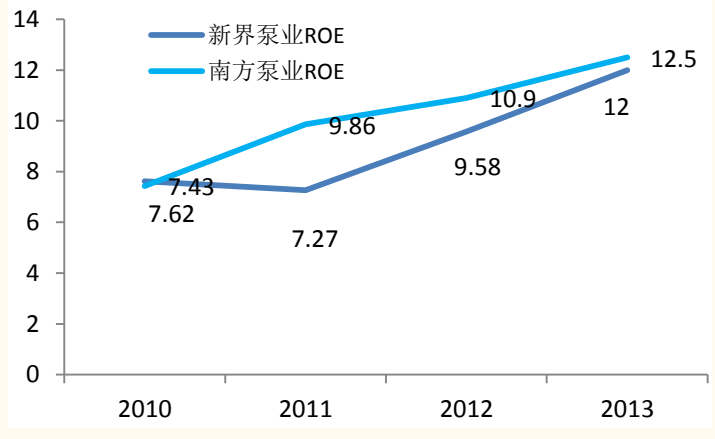
- 营运能力逐年提升，公司负债率低。2010-2013 年公司应收账款周转天数由 17.7 天上升至 29.2 天，存货周转率天数由 89.8 天上升至 94.8 天。从负债率来看，2010-2013 年公司资产负债率一直保持在 25%以下，主原因是公司产品销售大多是现款现货，现金流好，截止 2014 年前三季度，公司账面货币资金为 1.37 亿元。

图表 8：新界泵业与南方泵业流动比率对比



来源：wind、国金证券研究所

图表 9：新界泵业与南方泵业 ROE 对比



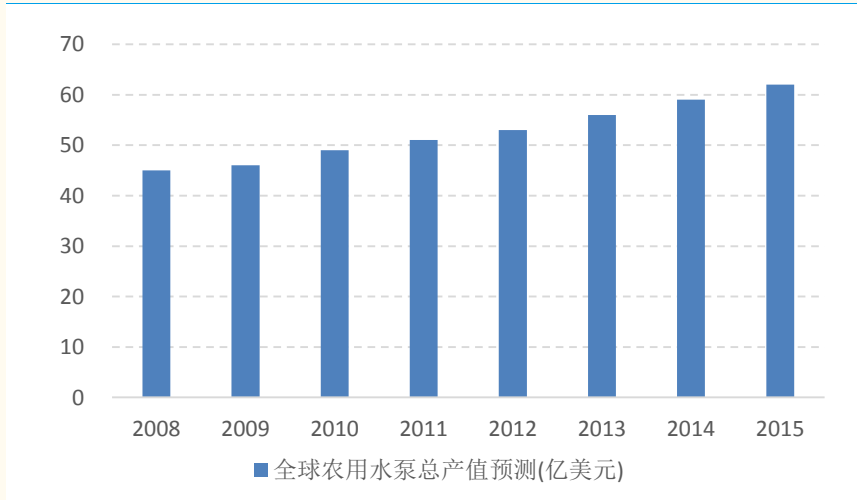
来源：wind、国金证券研究所

2、农用水泵行业现状

2.1、全球农业泵规模约 60 亿美元

- **全球农业泵市场规模巨大，增长稳健。**根据全球报告权威的市场预测机构 Mcllvaine 公司的 2013 年《世界泵业市场》报告显示，未来几年全球泵业市场需求年均增长约 6.4%，到 2015 年产值将达到 708 亿美元。农用水泵作为泵业的子行业，以其销售收入占泵行业 14% 计算，保守估计至 2015 年全球农用水泵需求将超过 60 亿美元。

图表 10：2008-2015 年全球农用水泵总产值预测

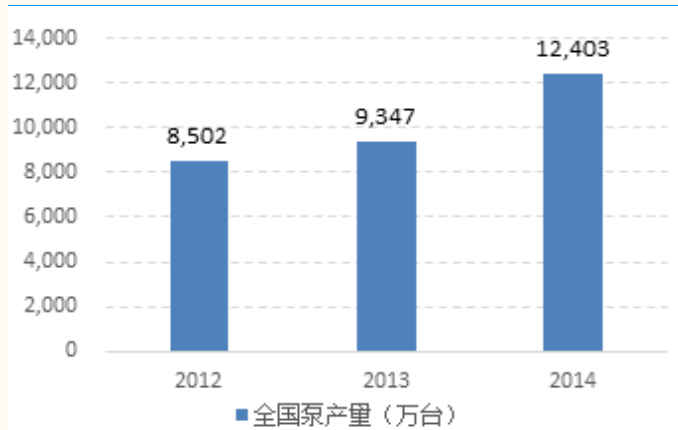


来源：世界泵业市场报告，国金证券研究所

2.2、国内水泵销量约 1.2 亿台，年均增速约 10%

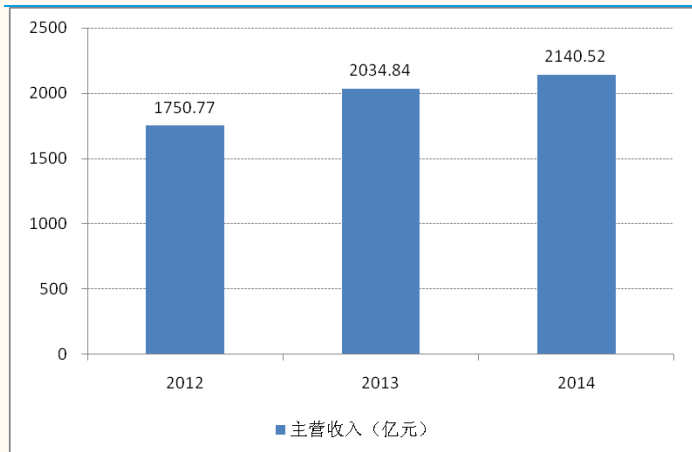
- **国内水泵产量逐年上升。**根据中经网统计数据，2012-2014 年全国水泵产量分别为：8502、9347、12403 万台。2014 年水泵产量相比 2012 年增长 45.9%，复合增长率 13.4%，水泵产量稳步上升。“十二五”期间我国泵及真空设备制造业将保持 20% 左右的市场增长速度，到 2015 年销售规模将在 1587 亿元左右。在撑城镇污水处理设备投入中，水泵类约占机械设备总投资的 15%，按照这一比例计算，“十二五”期间，城市污水处理领域的泵类产品需求量将在 600 亿元左右。

图表 11：2012-2014 年全国水泵产量



来源：wind、国金证券研究所

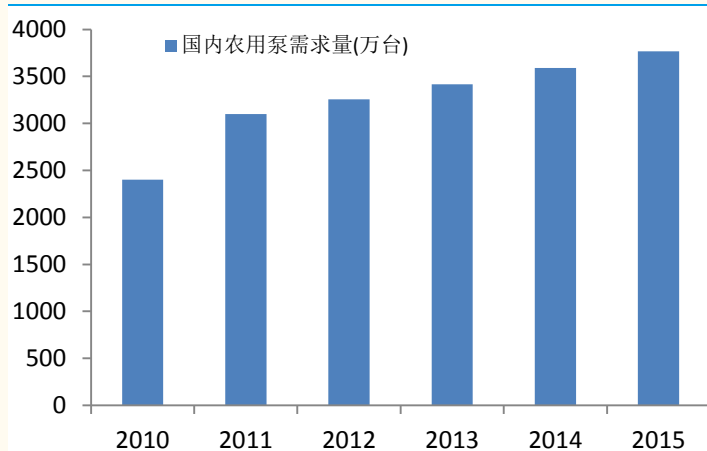
图表 12：全国规模以上泵及真空设备企业收入 (亿元)



来源：wind、国金证券研究所

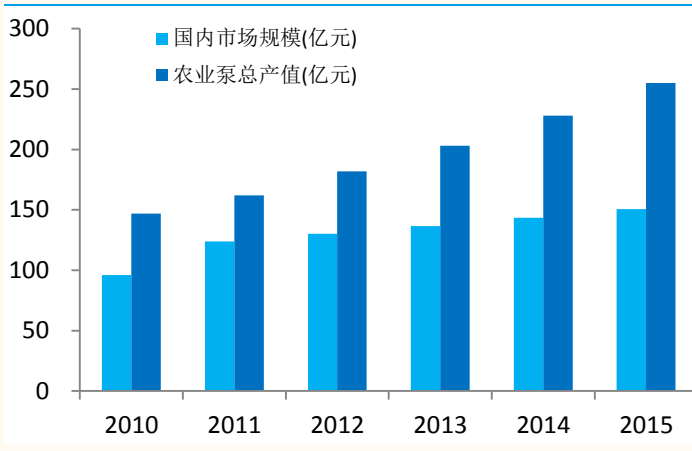
- 国内农业泵产值 255 亿元，国内需求 150 亿元。根据中国农业机械工业协会排灌机械分会分析预计，农用水泵产品正式进入国家农机补贴目录后，2010-2012 年我国农用水泵行业总产值有望保持 10% 以上的增长。在 2012 年农用水泵产品的农机补贴在全国各省市自治区落实后，未来几年，农用水泵行业将进入年产值 12% 以上的高速增长期。预测到 2015 年我国农业水泵行业产值为 255 亿元，其中大约 60% 供应国内，对应国内市场规模约 150 亿元，预测 2015 年国内农业泵需求量 3800 万台，加上出口全部需求量约 6300 万台，新界泵业 2015 年水泵销量为 275 万台，市场占有率约 4.3%。

图表 13：国内农用水泵需求量预测 (万台)



来源：中经网，国金证券研究所

图表 14：国内农用水泵产值及国内规模 (亿元)



来源：中经网，国金证券研究所

2.3、农业泵竞争格局

- 水泵下游主要是水处理、石化和电力。水泵主要的应用领域包括城市供水、污水、建筑、水利、电站、化工、石油、矿山冶金等，产销量与这些行业总投资量密切相关。从未来主要下游的投资来看，城市供水、水利、建筑、房地产是主要应用市场，需求占比超过 50%，从这几个行业的投资总量来看，未来几年基本仍然保持正增长，从而对水泵的总需求量也将基本稳定。2013 年，我国泵（包括水泵、油泵、泥浆泵等其他介质泵）的总产量超过 9300 万台。从水泵产销量来看，2012 年，我国水泵协会 166 家企业的总销量为 1375 万台，小幅下降 5%，收入 425 亿元，增长 1%，水泵的产销增速已经进入小幅增长的稳态。
- 全球水泵行业龙头公司介绍。从全球泵行业的格局来看，2013 年，全球的销售收入超过 360 亿美元，而丹麦格兰富、日本荏原 (Ebara)、美国 ITT、

德国威乐 (WILO)、德国 KSB 的收入总和超过 138 亿美元，可以认为，发达国家的泵市场基本被少数几家寡头垄断，市场集中度很高。

- 我国规模以上的泵生产企业有 1321 家，绝大多数规模较小。根据中国通用机械工业协会泵业分会的统计，2012 年，前 10 名企业的总收入为 154 亿元，占 166 家会员企业收入总量的 36.24%；规模最大的上海凯泉泵业集团收入为 28.57 亿元，仅占会员企业收入总量的 6.72%；相对全球最大的水泵企业——丹麦格兰富超过 250 亿元人民币，规模也小很多。随着泵行业进入成熟期，泵本身的标准化属性也有利于规模化生产，未来行业的兼并重组将很普遍，进而提高行业的集中度。我们将看到中国泵行业的“格兰富”。

图表 15：国内水泵行业龙头公司收入 (2012 年)

	主营业务收入 (万元)	利润总额 (万元)
上海凯泉泵业	285729	23549
上海东方泵业	216056	16272
上海熊猫机械	194728	23214
上海连成集团有限公司	180391	14812
丰球集团有限公司	140740	15461
上海凯士比泵有限公司	110573	-
浙江利欧股份有限公司	109118	8439
上海电力修造总厂有限公司	107464	-
南方泵业股份有限公司	104877	15239
安徽三联泵业股份有限公司	99313	12058
新界泵业集团股份有限公司	94245	10801

来源：产业信息网、国金证券研究所

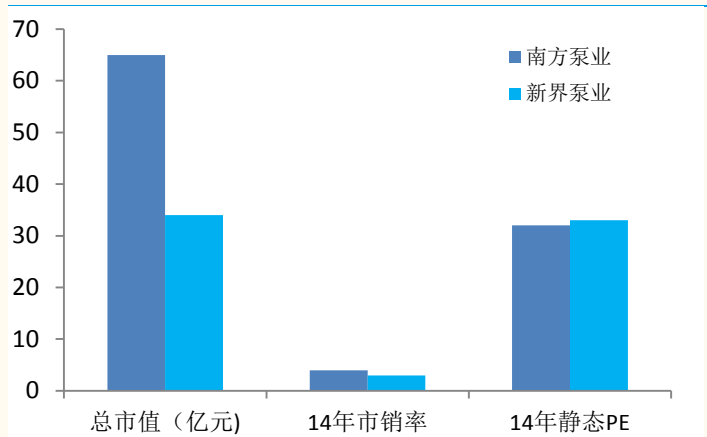
图表 16：全球水泵龙头公司 (2013 年)

	概况	2013 年在华销售额 (亿元)	2013 年总销售额 (亿美元)
格兰富 (Grundfos)	世界上最大的不锈钢冲压焊接离心泵生产厂家	22.7	41.7
德国威乐 (WILO)	供热、冷却和空调技术及供水和污水处理泵	9.9	17.0
日本荏原 (Ebara)	离心泵龙头	76.2 (中、韩、台湾)	45.3
美国 Xylem	2011 年从 IIT 集团剥离，水技术解决方案和	4.7 (亚太)	30.5
德国 KSB	世界著名的泵和阀门大公司	/	19.9

来源：产业信息网、国金证券研究所

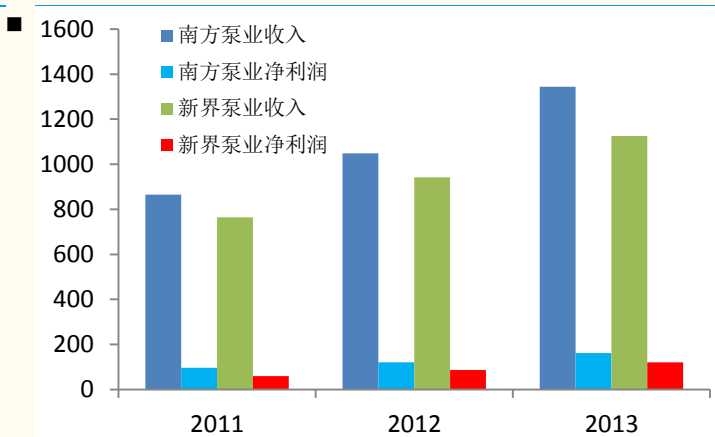
- 新界泵业与南方泵业对比。南方泵业产品是不锈钢冲压泵，用于楼宇供水和制药等清洁用水领域，销售方式为直销，行业有一定的门槛竞争格局较好，外资品牌占据 50% 市场，南方泵业市占率在不断提升。新界泵业主要产品是农业泵，材质多为铸铁，技术门槛较低，农用泵中低端产品竞争较激烈，而类似新界泵业等高端农业泵由于价格拉开档次竞争格局较好。

图表 17：南方泵业及新界泵业市值对比



来源：wind、国金证券研究所

图表 18：南方泵业与新界泵业收入及净利润对比



来源：wind、国金证券研究所

- 农业泵行业集中度低，龙头公司少。农用水泵行业的进入资金门槛较低，产品市场的需求量大。目前，行业规模达到亿元以上的企业不足 30 家，规模达到 3 亿元以上的更是屈指可数。大部分企业由于缺乏研发能力，主要靠采购通用零部件组装拼凑，技术含量不高，工艺水平有待提高。
- 制造商处于产业链中游，中小企业议价能力弱。从整条产业链价值来分析，农用水泵的上游主要是原材料销售商，主要原材料占营业成本的约 60%。

中游主要是零部件制造商和整机制造商等，而下游主要是经销商以及消费者。对于中游的水泵制造商来说，大的厂商拥有品牌并且可以自制配件进行生产，而中小厂商并没有资金实力去打造品牌，能做的也仅仅是组装加工一环。这种优势在下游渠道的力度上同样可以得到体现，中小厂商的渠道维系难度明显大于大厂商，导致了其议价能力的削弱。

- **行业龙头占据未来竞争占优势。**未来农用水泵行业将逐渐洗牌，中小企业制造商将在行业竞争中逐渐退出，具有广泛经销商渠道和向前整合能力的水泵制造商将获得产业链中的最大价值。以国外行业的发展趋势为参照，我国农用水泵行业的整合乃大势所趋，行业集中度将逐渐加大，龙头企业的市场竞争优势会进一步提高。行业集中度将有所提升，渠道广泛、产品齐全的行业龙头将进一步扩大市场份额。
- **农业支持政策强化龙头产品优势。**近年来，政府为支持农业的发展连续推出了农机购置补贴政策，对于入选品种的销量有十分重要的促进作用。根据最新的《2012-2014 年国家支持推广的农业机械产品目录》，共有 208 家大小农机企业的 322 种系列排灌产品入选补贴项目，新界泵业有 9 大系列产品入选，排名第一。

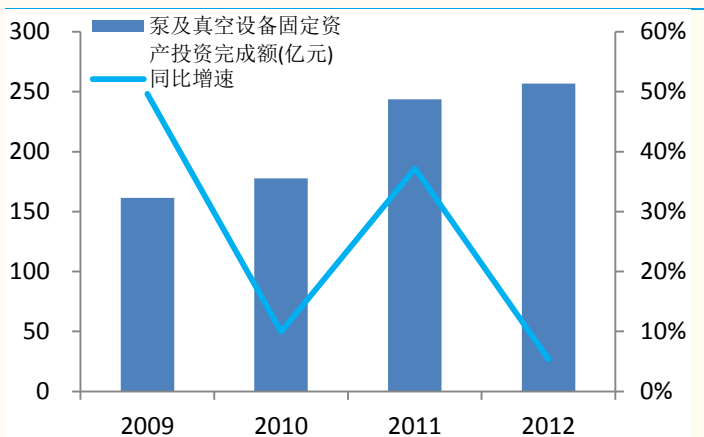
图表 19：入选农用水泵补贴企业名录

公司	牌号	入选系列数量	明细
浙江新界泵业股份有限公司	新界	9种	充水式潜水电泵，充油式潜水电泵，干式潜水电泵，井用小型多级潜水电泵，喷射式电泵，潜水电泵，潜水螺杆电
唐山市迁水泵业有限公司	迁水	7种	井用潜水电泵（7种）
浙江丰源泵业有限公司	增金	5种	井用潜水电泵，微型电泵，污水污物潜水电泵（2种），小型潜水电泵
漯河市四通泵业有限公司	农发	4种	井用潜水电泵，喷灌泵，潜水电泵，小型潜水电泵
富士特有限公司	FST	3种	柴油机水泵，汽油机水泵，水泵
海城三鱼泵业有限公司	三鱼	3种	井用潜水电泵，微型泵，自吸泵

来源：农机 360 网，国金证券研究所

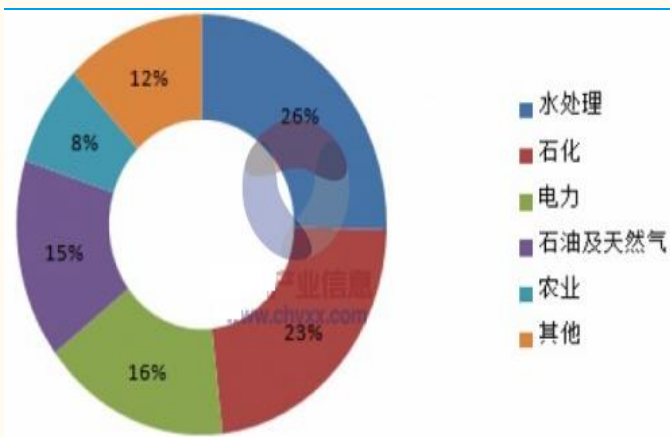
- **固定资产投资增速有所放缓。**2012 年泵及真空设备固定资产投资额为 257 亿元，同比增速为 5.4%。2009-2012 年期间固定资产投资额复合增速为 16.7%。

图表 20：泵及真空水泵固定资产投资



来源：wind、国金证券研究所

图表 21：水泵行业下游需求占比



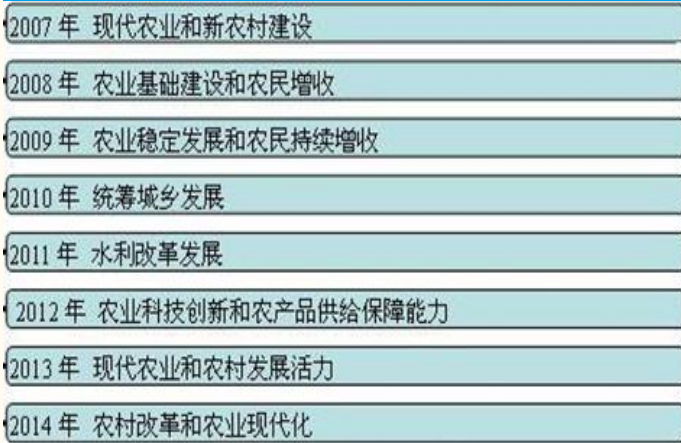
来源：wind、国金证券研究所

3、农用水泵行业四大成长动力

3.1、政策推动农用水泵行业发展

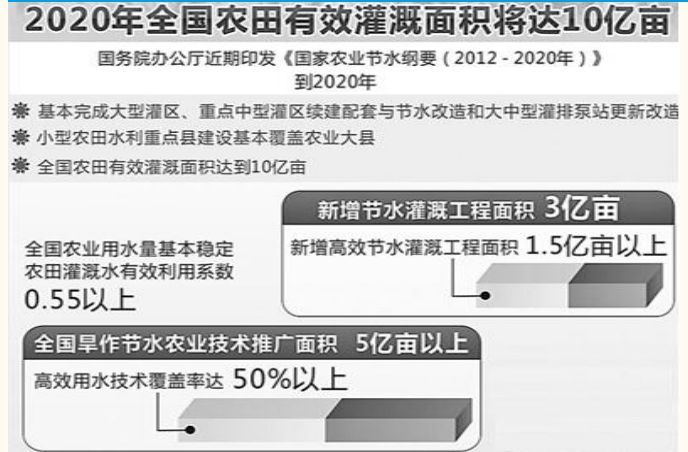
- **农业发展政策有利行业持续增长。**国务院办公厅于 2012 年 11 月印发了《国家农业节水纲要（2012-2020 年）》。明确到 2020 年，全国农田有效灌溉面积达到 10 亿亩，新增节水灌溉工程面积 3 亿亩。未来近十年里，每年的投资平均约为 1600 亿，农田水利投资将保持稳健的增长态势。

图表 22：历年中央一号文件均指向农业



来源：中经网，国金证券研究所

图表 23：国家农业节水纲要

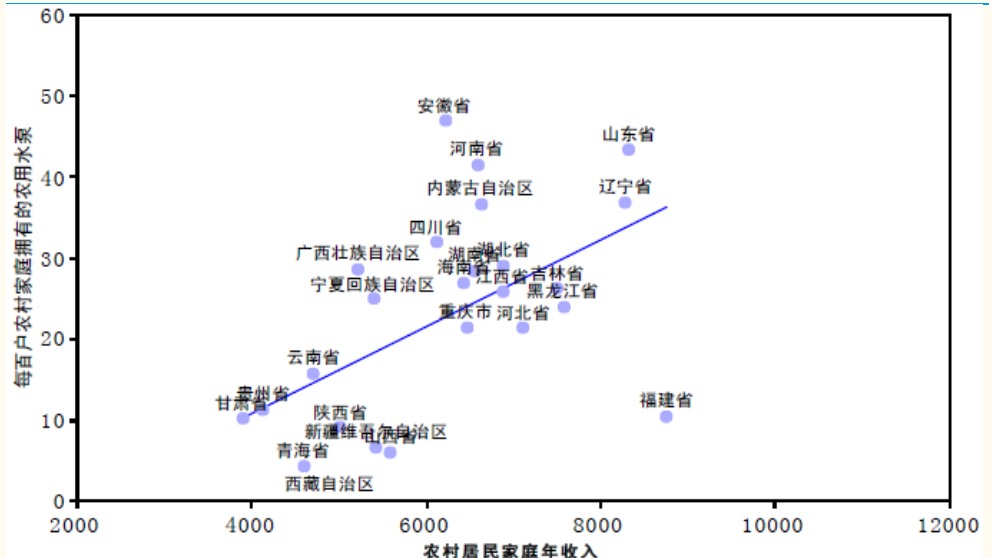


来源：中经网，国金证券研究所

3.2、农民收入提高带动水泵自备率上升

- **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。一般农村居民收入越高的地区，农用水泵保有量越高。

图表 24：农村居民家庭年收入提升后，水泵保有量也在提升



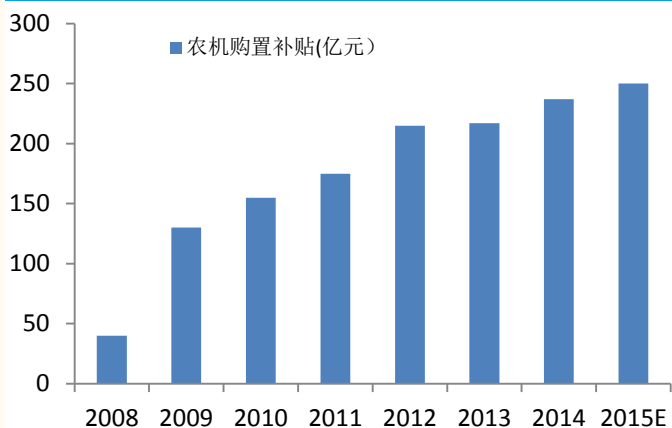
来源：国家统计局，国金证券研究所

3.3、农机补贴促进农用水泵行业规模扩大

- **据统计，2004—2014 年中央财政共安排农机购置补贴资金 1200 亿元，补贴购置各类农机具超过 3500 万台（套）。全国农作物耕种收综合机械化水平由 2003 年的 33% 提高到 2014 年的 61%，为保障我国粮食安全、加快农业现代化提供了坚实的支撑。**

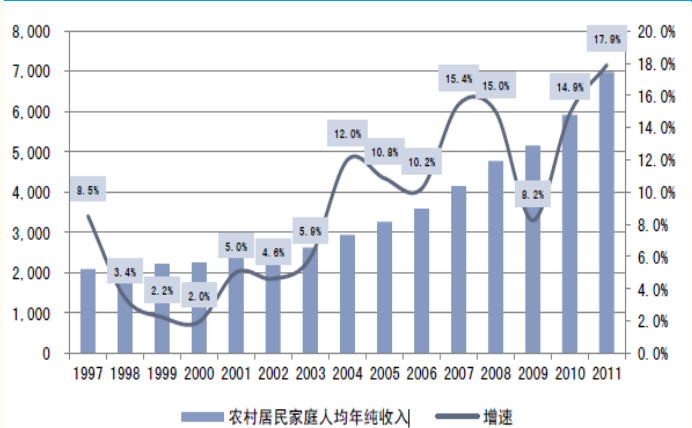
- 为了突出重点，加快推进粮棉油糖等主要农作物生产全程机械化，提高政策的指向性和精准性，2015-2017 年中央财政资金补贴机具范围由 2014 年 175 个品目压缩到 137 个，同时农机补贴对象范围扩大。

图表 25：中央农机购置补贴超过 250 亿元



来源：wind、国金证券研究所

图表 26：农村居民家庭人均年纯收入（元）

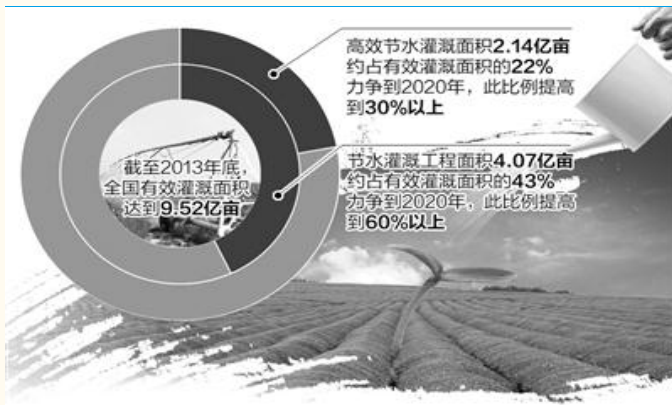


来源：wind、国金证券研究所

3.4、土地规模化应用、节水农业提升水泵灌溉需求

- 我国水资源利用效率较低，农村土地灌溉大都以渠灌方式为主，蒸发量较大。作物的水分利用效率平均为 $1\text{kg} / \text{m}^3$ ，远低于发达国家达 $2.32\text{kg} / \text{m}^3$ 的水平。节水农业势在必行，水泵灌溉相比渠灌有较好的节水性，国家对农业灌溉的资金和技术的持续投入将提升农用水泵的市场需求量。2015 年我国将新增高效节水灌溉面积 2000 万亩以上，水利部全面实施区域规模化高效节水灌溉行动，大力推广喷灌、滴灌、微灌、管道输水等节水灌溉技术，促进水资源节约集约高效利用。另外，我国土地改革总体方案已经成形，已报国务院审议有望近期出台，土地节约集约利用和农地入市将成为此次改革的重点。
- 农业规模化经营客观上也要求农业现代化发展，将大大利好农机行业的整体发展。农业规模化经营推动农机产业向技术化、大型化发展。土地流转政策不断深化，农业规模化经营程度持续提升，为高科技、大型化农机企业发展奠定基础。

图表 27：我国节水灌溉工程目标



来源：中经网、国金证券研究所

图表 28：2000-2013 年我国节水灌溉进展

	2000	2013
亩均用水量(立方米)	420	361
灌溉水有效利用系数	0.43	0.52
灌溉用水/社会总用水量	63%	55%
每立方水粮食产量(公斤)	1.33	1.75
节水灌溉面积(亿亩)	2.3	4.1
有效灌溉面积(亿亩)	8.1	9.5
节水灌溉/有效灌溉	23%	43%

来源：中经网、国金证券研究所

4、公司看点

4.1、渠道优势明显，将抢占更多市场蛋糕

- 公司通过精细化管理和技术研发投入打造“新界”品牌形象，在国内拥有 1100 多家一级经销商和 3000 多家二级经销商以及 15 个区域配送中心。在国际市场，经过多年大力海外市场拓展，目前公司拥有

300 多家稳定的海外客户群体，产品覆盖了亚洲、非洲、美洲、欧洲等 100 多个国家和地区，新界品牌具备一定的国际影响力和竞争力。发达完整的销售渠道奠定了公司产品销量处于行业领先地位。

- 公司销售网络的强化将带来高增长，农业水泵行业市场分散,主要靠品牌和渠道竞争,多数企业市场占有率不超过 2%。公司给每级经销商较好的利润空间,因此经销商对公司有较高忠诚度。

图表 29：新界泵业国内贸易网点



来源：国金证券研究所

图表 30：新界泵业央视广告



来源：国金证券研究所

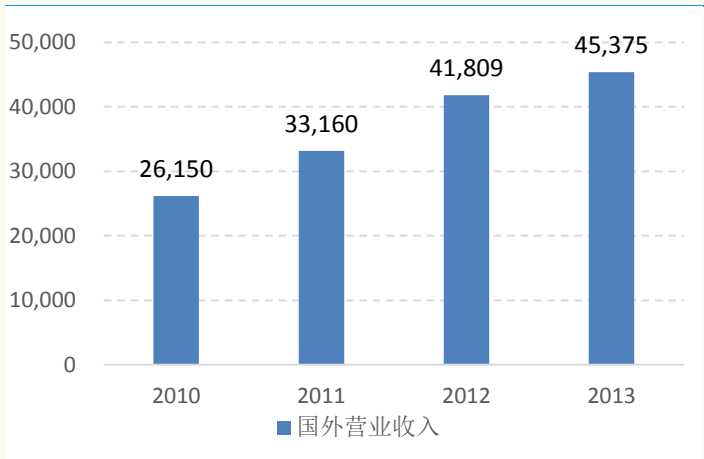
4.2、行业洗牌，公司市占率将提升

- 强势登陆央视，扩大品牌知名度。2013 年 4 月公司广告先后在央视 CCTV-7 农业频道和 CCTV-1 综合频道播出，向全国观众推介新界泵业“高科技含量好水泵”品牌，凸显了公司国内农用水泵行业龙头地位，增强了公司品牌的终端市场影响力，将进一步提升公司产品的市占率。
- 公司产品具有良好品质，作为在该领域持续经营 20 多年的公司，新界泵业的产品性价比得到广泛认可，新界水泵在国内 100%采用自主品牌，在国外 90%以上采用自主品牌，并在 70 多个国家和地区注册“SHIMGE”商标。在海外市场，尤其在发展中国家，新界水泵成为当地较强竞争力的知名品牌之一。
- 产业整合升级，公司市占率提升。农用水泵行业将逐渐洗牌，中小企业制造商将在行业竞争中逐渐退出。随着未来行业集中度的逐渐提升，具有广泛经销商渠道和向前整合能力的水泵制造商将获得产业链中的最大价值，公司作为行业龙头在未来竞争中占据了优势地位。

4.3、人民币贬值刺激公司出口业务

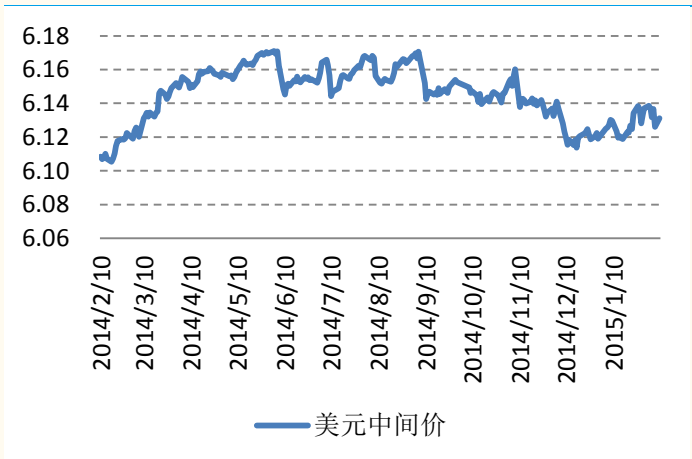
- 人民币贬值利好公司出口业务。公司产品销往全球 100 多个国家，2013 年国外营业收入达 4.5 亿元，国外营业收入占营业总收入的比例在 40%-50%之间。人民币贬值和国家鼓励出口的战略将进一步刺激公司的出口业务，实现国外营收的进一步增长。

图表 31：公司国外营业收入逐年增长（单位：万元）



来源：wind、国金证券研究所

图表 32：人民币贬值将对公司出口构成实质性利好

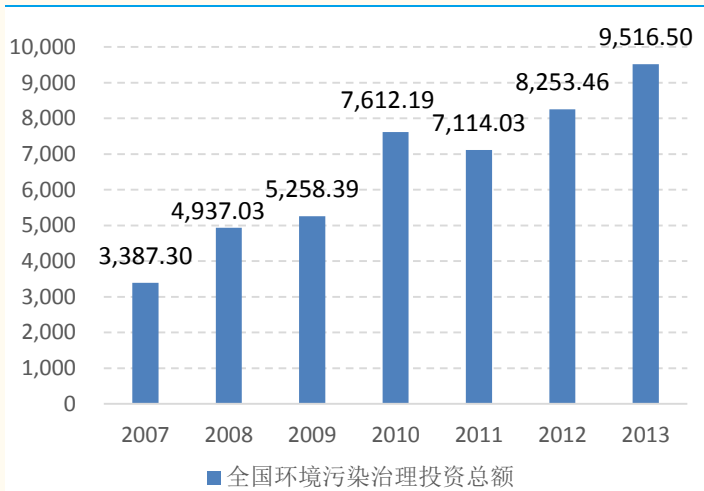


来源：wind、国金证券研究所

4.4、“水十条”将出台 5 年投资两万亿，公司直接受益

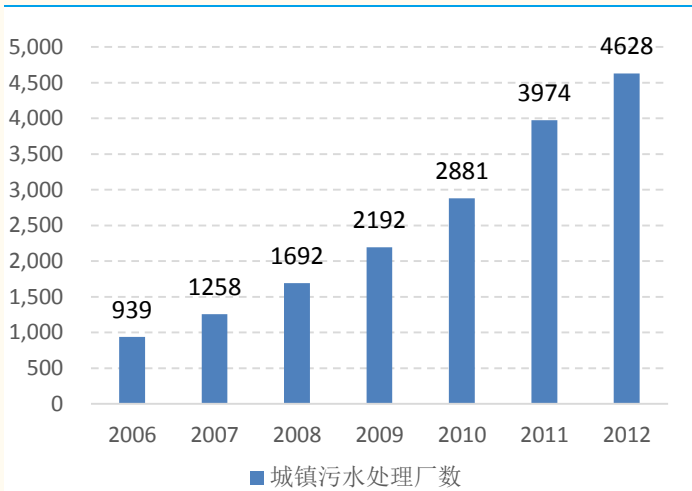
- 据中国证券报报道，“水十条”有望于近日公布。“水十条”将主要包括 6 个方面的内容，具体为：全面控制污染物排放，专项整治造纸、印染、化工等重点行业。加快水价改革，完善污水处理费、排污费和水资源费等收费政策，健全税收政策，加大政府和社会投入，促进多元投资。“水十条”的治理目标是到 2017 年前消灭劣五类水，总投资近两万亿元，这将为水处理市场带来极大机遇。我们认为 2015 年是污水处理大年，“水十条”的颁布将为行业提供新的发展机遇，公司的污水处理业务将直接受益。
- 公开资料显示，在污水处理设备投入中，水泵类约占机械设备总投资的 15%。按比例计算，“十二五”期间，城市污水处理领域的泵类产品需求量将在 600 亿元左右，未来三年还有近 400 亿的市场需求，离心泵市场前景良好。
- 公司布局水循环产业链，污水泵产品种类齐全。公司在水循环产业链中早有布局，根据行业资料，公司近年来污水泵销量市场占有率约为 10%。公司污水泵系列产品有 10 多种，巨大的污水处理市场为公司提供新的发展机会。

图表 33：全国环境污染治理投资总额（单位：亿元）



来源：wind、国金证券研究所

图表 34：污水处理厂数量迅速增加（单位：座）



来源：wind、国金证券研究所

4.5、收购博华环境进入环保工程新领域

- 公司于 2012 年 11 月完成了对浙江博华环境技术工程有限公司的收购。博华环境成立于 1997 年，主要从事环境工程咨询设计、设备制造与安装、工程调试、工程总承包、环保设施投资、运营服务及建设项目环境影响评价咨询等方面的业务，具有丰富的行业经验。此次收购是公司转型升级的里程碑，新界泵业借此切入水处理产业链，业务前景十分广阔。收购浙江博华是公司进入环保行业的重要一步。浙江博华在环境污染治理技术方面逐步形成并保持了强大的技术优势。先后研发并成功应用于工程实践的，有包括废水处理和废气处理两大领域数十项先进技术和工艺。

图表 35：浙江博华-温州及丽水皮革厂废水处理工程



来源：公司网站、国金证券研究所

图表 36：浙江博华青煤及华能集团污水废水处理项目



来源：公司网站、国金证券研究所

4.6、公司在天猫开店，网络销售发力

- 2013 年，新界泵业在天猫设立了旗舰店。网址是：<http://shimge.tmall.com/>。这是新界在销售渠道方面的一次延伸。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。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。

图表 37：新界泵业天猫旗舰店界面



来源：国金证券研究所

图表 38：新界泵业热销产品



来源：国金证券研究所

4.7、14 年套期保值损失是黑天鹅事件，15 年业绩将大幅恢复

- 2014 年公司对员工实施了股权激励，激励计划首次授予的股票期权的行权价格为 11.73 元，限制性股票的授予价格为 6.06 元。考虑到财务费用，一定程度上抑制了公司 2014 年业绩释放。公司股权激励行权条件是：2015 年扣非净利润增速不低于 18%。另一方面，由于公司 40% 产品出口海外，为了规避人民币汇率波动对公司收入影响，公司做了人民币套期保值。2013 年由于人民币升值，公允价值变动净收益为 3917 万元，而 2014 年开始人民币突然贬值，导致 2014 年前三季度公司公允价值净收益为-2984 万元，直接拖累了公司 2014 年业绩。我们认为随着公司套期保值合同到期，2015 年由于汇率波动导致的损失将减小。公司 2010-2013 年近 4 年收入复合增长率超过 26.3%，净利润复合增速超过 27.1%。2015 年公司业绩将迎来拐点，未来 3 年业绩增速有望恢复到往年的平均水平。

5、盈利预测

5.1、主要假设

- 基于公司的战略调整以及对于环保工程领域的布局情况来看，考虑到以污水泵为代表的水泵业务将会继续保持 20%左右的高增长，而以博华环境的污水处理系统业务将爆发式增长。因此，我们预计公司 2013-2015 年将获得较高增长。
- 我们认为未来两年公司毛利率仍然有提升空间，主要基于以下 2 点：
- 从成本角度来看，成本仍将处于低位：1.公司基本完成了前向整合，对于上游零配件供应商的有较强的定价权，可以有效地控制成本的增长；2.公司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，这五类主要原材料成本总额占比达 50%以上，目前仍然看不到国际大宗商品价格抬头迹象。
- 公司通过技术改进提升毛利率：公司在研发上的高投入将提高产品质量，增加产品溢价。水处理产业链中的产品完善有助于毛利率提升。
- 2013-2015 年毛利率情况进行预测：我们认为潜水电泵未来毛利率将维持 27%左右的水平，陆上泵的价值含量将提高，未来 3 年毛利率分别为 23%、24%、25%；空压机业务由于未来行业的竞争趋于激烈，毛利率会出现小幅下降；而污水处理系统我们通过比较污水处理行业设备与工程公司的毛利率，认为未来还有较大提升空间，未来 3 年的毛利率分别为 21%、24%、26%。

5.2、公司估值

- 我们预测公司 2015-2016 年的 EPS 分别为 0.43/0.55 元，目前股价对应 PE 分别为 29/23 倍。
- 我们选取了同处于农机行业的南方泵业、利欧股份、一拖股份、新研股份做对比，以上 4 家上市公司 2015 年平均 PE 为 43.3 倍，按照行业平均 PE 计算新界泵业对应目标价为 18.5 元。我们考虑到新界泵业 2015-2017 年的高速增长，给予公司“买入”评级。

图表 39：可比公司估值

	总市值	收入 14E (亿元)	净利润 14E (亿元)	EPS 14E	EPS 15E	EPS 16E	PE 14	PE 15	PE 16
南方泵业	68	16.1	1.9	0.75	1.02	1.31	34.6	25.5	19.8
利欧股份	111	31.2	1.8	0.47	0.76	1.02	60.2	37.5	27.9
一拖股份	96	96.3	1.6	0.17	0.18	0.25	80.5	72.2	52.5
新研股份	59	5.6	1.1	0.31	0.43	0.58	53.3	38.2	28.5
均值	83.5	37.3	1.6	0.43	0.60	0.79	57.2	43.35	32.2

来源：wind、国金证券研究所

图表 40：公司主营业务预测（单位：百万元）

项 目	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
水 泵					
销售收入（百万元）	925.00	943.50	1,141.64	1,427.04	1,740.99
增长率（YOY）	18.00%	2.00%	21.00%	25.00%	22.00%
毛利率	26.50%	26.00%	26.00%	26.60%	26.60%
销售成本（百万元）	679.88	698.19	844.81	1,047.45	1,277.89
增长率（YOY）	210.10%	2.69%	21.00%	23.99%	22.00%
毛利（百万元）	245.13	245.31	296.83	379.59	463.10
增长率（YOY）	202.29%	0.08%	21.00%	27.88%	22.00%
占总销售额比重	82.15%	82.01%	81.83%	82.19%	81.99%
占主营业务利润比重	87.13%	86.80%	86.31%	86.22%	85.76%
空 压 机					
销售收入（百万元）	86.00	87.72	96.49	106.14	116.76
增长率（YOY）	4.00%	2.00%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	16.80%	16.80%	16.80%	16.80%	16.80%
销售成本（百万元）	71.55	72.98	80.28	88.31	97.14
增长率（YOY）	-77.46%	2.00%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利（百万元）	14.45	14.74	16.21	17.83	19.61
增长率（YOY）	#DIV/0!	2.00%	10.00%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	7.64%	7.62%	6.92%	6.11%	5.50%
占主营业务利润比重	5.14%	5.21%	4.71%	4.05%	3.63%
配 件					
销售收入（百万元）	25.00	27.50	33.00	40.59	49.52
增长率（YOY）	19.00%	10.00%	20.00%	23.00%	22.00%
毛利率	24.20%	24.00%	24.00%	25.00%	25.00%
销售成本（百万元）	18.95	20.90	25.08	30.44	37.14
增长率（YOY）	-92.37%	10.29%	20.00%	21.38%	22.00%
毛利（百万元）	6.05	6.60	7.92	10.15	12.38
增长率（YOY）	-94.29%	9.09%	20.00%	28.13%	22.00%
占总销售额比重	2.22%	2.39%	2.37%	2.34%	2.33%
占主营业务利润比重	2.15%	2.34%	2.30%	2.30%	2.29%
污 水 处 理 系 统					
销售收入（百万元）	62.00	63.24	94.86	132.80	185.93
增长率（YOY）	229.00%	2.00%	50.00%	40.00%	40.00%
毛利率	22.10%	22.00%	22.00%	23.00%	23.00%
销售成本（百万元）	48.30	49.33	73.99	102.26	143.16
增长率（YOY）	13.03%	2.13%	50.00%	38.21%	40.00%
毛利（百万元）	13.70	13.91	20.87	30.54	42.76
增长率（YOY）	-9.63%	1.54%	50.00%	46.36%	40.00%
占总销售额比重	5.51%	5.50%	6.80%	7.65%	8.76%
占主营业务利润比重	4.87%	4.92%	6.07%	6.94%	7.92%
其 他 业 务 收 入					
	28.00	28.56	29.13	29.71	30.31
营 业 成 本					
	26.00	27	27	28	28
增长率（YOY）		2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
销售总收入（百万元）	1126.00	1150.52	1395.12	1736.29	2123.50
销售总成本（百万元）	844.68	867.92	1051.21	1296.05	1583.48
毛利（百万元）	281.33	282.60	343.91	440.24	540.03
平均毛利率	24.98%	24.56%	24.65%	25.36%	25.43%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	765	942	1,126	1,151	1,395	1,736	货币资金	458	320	150	222	332	458
增长率		23.3%	19.5%	2.2%	21.3%	24.5%	应收款项	49	119	85	146	177	221
主营业务成本	-607	-714	-844	-868	-1,051	-1,296	存货	193	202	243	238	288	355
% 销售收入	79.4%	75.8%	75.0%	75.4%	75.3%	74.6%	其他流动资产	29	43	66	21	25	30
毛利	157	228	282	283	344	440	流动资产	729	684	543	627	822	1,064
% 销售收入	20.6%	24.2%	25.0%	24.6%	24.7%	25.4%	% 总资产	70.1%	53.8%	38.3%	41.8%	48.4%	54.3%
营业税金及附加	-2	-4	-5	-5	-6	-8	长期投资	0	20	106	107	106	106
% 销售收入	0.2%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	242	463	527	512	509	524
营业费用	-40	-55	-69	-71	-86	-108	% 总资产	23.3%	36.4%	37.2%	34.1%	30.0%	26.8%
% 销售收入	5.2%	5.8%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	无形资产	65	102	232	253	258	264
管理费用	-58	-73	-101	-104	-126	-156	非流动资产	311	588	874	873	875	896
% 销售收入	7.5%	7.8%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	% 总资产	29.9%	46.2%	61.7%	58.2%	51.6%	45.7%
息税前利润 (EBIT)	58	96	106	103	126	169	资产总计	1,039	1,272	1,418	1,501	1,697	1,960
% 销售收入	7.6%	10.1%	9.5%	8.9%	9.0%	9.7%	短期借款	12	8	5	0	0	0
财务费用	5	5	-4	4	6	8	应付款项	165	259	291	303	368	455
% 销售收入	-0.6%	-0.5%	0.4%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	其他流动负债	13	36	36	54	61	72
资产减值损失	-1	-2	-10	-1	0	0	流动负债	190	303	332	357	429	527
公允价值变动收益	-5	0	39	-35	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	20	20	20	其他长期负债	5	11	16	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	18.5%	11.8%	9.2%	负债	194	313	347	357	429	528
营业利润	56	98	131	90	151	196	普通股股东权益	828	901	1,010	1,082	1,203	1,363
营业利润率	7.4%	10.4%	11.6%	7.8%	10.8%	11.3%	少数股东权益	17	58	60	62	65	69
营业外收支	7	3	10	18	18	20	负债股东权益合计	1,039	1,272	1,418	1,501	1,697	1,960
税前利润	63	102	141	108	169	216	比率分析						
利润率	8.3%	10.8%	12.5%	9.4%	12.1%	12.5%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-9	-20	-24	-19	-29	-37	每股指标						
所得税率	14.4%	20.0%	17.0%	17.2%	17.0%	17.0%	每股收益	0.338	0.499	0.721	0.273	0.429	0.549
净利润	54	81	117	89	140	180	每股净资产	5.173	5.628	6.313	6.760	7.519	8.516
少数股东损益	0	1	2	2	3	4	每股经营现金净流	0.165	0.973	0.828	0.581	0.854	1.072
归属于母公司的净	54	80	115	87	137	176	每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
净利润率	7.1%	8.5%	10.2%	7.6%	9.8%	10.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.53%	8.87%	11.42%	8.09%	11.42%	12.89%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	5.20%	6.28%	8.14%	5.83%	8.09%	8.96%
净利润	60	88	123	89	140	180	投入资本收益率	5.79%	7.87%	8.13%	7.43%	8.23%	9.77%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	12	24	52	47	47	50	主营业务收入增长率	34.73%	23.27%	19.51%	2.15%	21.26%	24.45%
非经营收益	0	-1	-35	-11	-38	-40	EBIT增长率	-7.07%	65.14%	11.28%	-3.55%	22.45%	34.19%
营运资金变动	-47	45	-8	-33	-13	-18	净利润增长率	-7.52%	47.67%	44.46%	-24.15%	57.02%	27.83%
经营活动现金净流	26	156	132	93	137	171	总资产增长率	3.41%	22.40%	11.42%	5.87%	13.10%	15.47%
资本开支	-162	-172	-223	-29	-31	-50	资产管理能力						
投资	0	-31	-16	34	0	0	应收账款周转天数	16.5	28.6	29.6	40.0	40.0	40.0
其他	8	2	-31	-15	20	20	存货周转天数	96.7	100.9	96.1	100.0	100.0	100.0
投资活动现金净流	-154	-200	-269	-10	-11	-30	应付账款周转天数	59.5	72.8	71.4	75.0	75.0	75.0
股权募资	6	16	0	0	0	0	固定资产周转天数	58.0	160.1	164.7	152.9	120.1	93.4
债权募资	-95	-37	-3	-10	0	1	偿债能力						
其他	-15	-58	-19	0	-16	-16	净负债/股东权益	-52.89%	-32.59%	-16.96%	-19.57%	-26.30%	-32.05%
筹资活动现金净流	-104	-80	-22	-10	-16	-15	EBIT利息保障倍数	-11.8	-21.2	24.4	-27.9	-21.9	-20.7
现金净流量	-231	-124	-159	72	110	126	资产负债率	18.71%	24.63%	24.50%	23.79%	25.29%	26.95%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	1
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	2.00	2.25

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-61620767

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD