



东兴证券
DONGXING SECURITIES

屏蔽泵龙头受益煤改气

——大元泵业（603757）2017 半年报点评

2017 年 08 月 23 日

强烈推荐/维持

大元泵业

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
任天辉	联系人		
	rentianhui1989@hotmail.com	010-66554037	
陈皓	联系人		
	chenhao_@dxzq.net.cn	010-66555446	
龙海敏	联系人		
	longhm@dxzq.net.cn	010-66555481	

事件：

公司发布 2017 半年度报告，报告期内公司实现营业收入 4.65 亿元，同比增长 35.82%；归属于上市公司股东扣非净利润 7111 万元，同比增长 44.23%；扣除非经常性损益后的基本每股收益为 1.13 元，同比增长 43.04%。

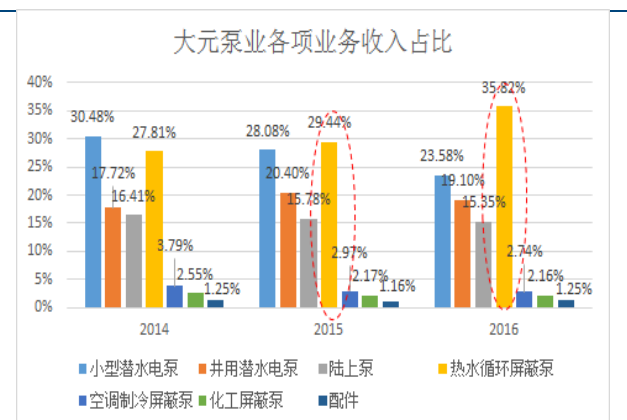
公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	203.27	262.17	150.22	159.73	208.48	175.88	367.87
增长率（%）	-	-	47.90%	83.12%	85.99%	114.71%	144.89%
毛利率（%）	31.02%	33.57%	39.39%	38.39%	38.12%	37.43%	37.84%
期间费用率（%）	12.11%	13.73%	27.14%	28.38%	23.64%	24.45%	17.72%
营业利润率（%）	17.76%	17.78%	11.35%	11.88%	16.42%	13.20%	18.24%
净利润（百万元）	31.01	40.57	17.90	19.04	33.85	21.65	60.06
增长率（%）	-	-	20.90%	164.25%	116.86%	958.01%	235.51%
每股盈利（季度，元）	0.49	0.48	0.10	0.11	0.19	0.11	0.30
资产负债率（%）	47.93%	45.36%	20.12%	18.73%	25.76%	26.65%	29.39%
净资产收益率（%）	9.87%	11.43%	1.57%	1.64%	2.94%	1.20%	3.20%
总资产收益率（%）	5.14%	6.25%	1.26%	1.33%	2.19%	0.88%	2.26%

观点：

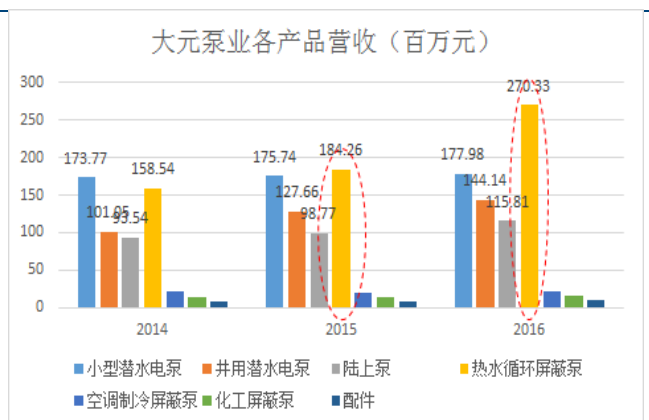
- 公司主要从事各类泵的研发、生产和销售。公司产品主要分为两大类：小型潜水电泵、井用潜水电泵、陆上泵等农用水泵和应用于热水循环、制冷、化工等领域的屏蔽泵。受政府大力推进煤改气或煤改电政策影响，2016年公司热水循环屏蔽泵营收迅速增加，由2015年184.26百万元猛增至2016年270.33百万元，热水循环屏蔽泵占营收比重也由29.44%上升至35.82%，进一步替代小型潜水电泵成为公司最主要的产品。

图 1:公司各项业务收入占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

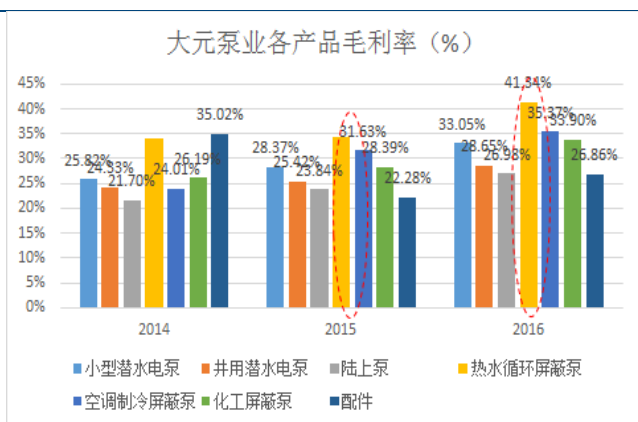
图 2:公司各产品营收



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

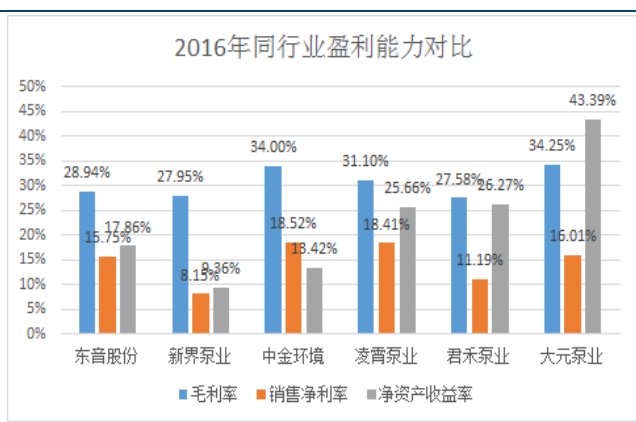
- 公司综合销售毛利率高达34.25%，销售净利率达16.01%，均显著高于同行业泵类公司。其中公司热水循环屏蔽泵产品毛利率由2015年的31.63%增长至41.54%。自2014年开始，大元泵业不断提升热水循环泵市场份额，目前已经成为国内龙头企业。其单价低于格兰富（Grundfos）、威乐（Wilo）等海外品牌，在2015年陆续开始的“煤改气”工程市场具有绝对领先性，2016年下半年高速增长。国内壁挂炉销售渠道分为零售渠道和煤改气工程改造渠道，国外品牌集中于毛利率较高的零售渠道，国产品牌则以政府推动的工程改造渠道为主。公司抓准政府大力推行煤改气有利时机，利用热水循环泵生产成本优势迅速抢占工程安装渠道下流通市场份额，目前已经成为小松鼠（迪森股份）和海尔的主要供应商。

图 3: 大元泵业各产品毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

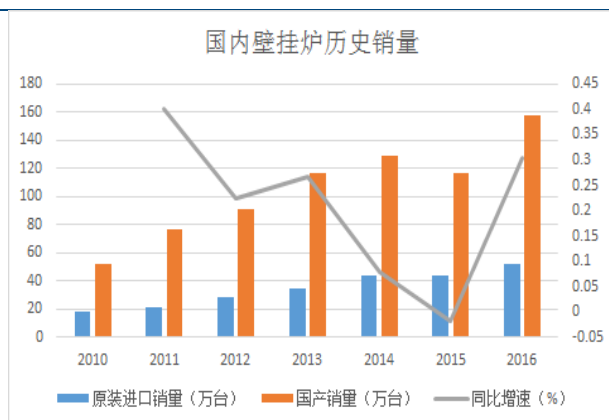
图 4: 大元泵业同行业盈利能力对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

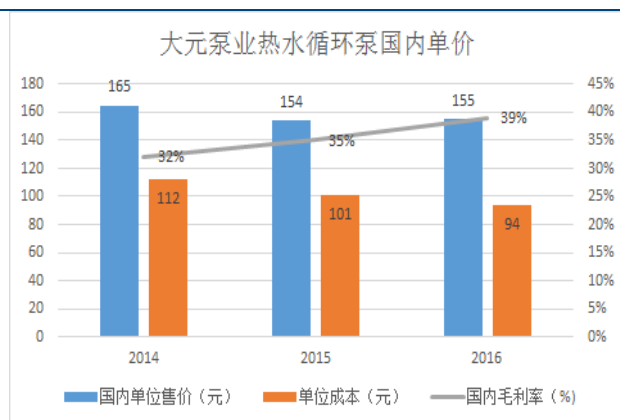
- 2017年3月《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》实施，环保部等四部委、六省市北京、天津及河北、山西、山东、河南等26个城市列为北方地区冬季清洁取暖首批实施范围，其中北京、天津、廊坊、保定列入禁煤炭区。要求每个城市10月底前完成5-10万户以气代煤或以电代煤工程。据统计资料显示，北京、天津、河北、河南、山西、山东农村用户6000万户左右，按照保守测算50%采用煤改气（电）清洁供暖，潜在市场高达3000万户，2017年以河北省为试点，招标数量超过300万台，预计2020年全国有1000万台壁挂炉实际需求。按照每台壁挂炉招标补贴价格2700元测算，2020年市场规模达270亿元。对于壁挂炉厂商而言，政府强推煤改气是扩大市场份额绝佳良机，纷纷扩张产能，并且投标价格大幅低于补贴上限，因此壁挂炉厂商纷纷压缩生产成本，进而选择价格较低的国产热水循环泵部件。下游壁挂炉厂商竞争加剧转向采购国产部件，大元泵业成为最收益的“卖水人”。

图 5:国内壁挂炉历史销量



资料来源：土木工程协会燃气供热委员会，东兴证券研究所

图 6:大元泵业热水循环泵国内单价



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

投资建议与评级：

我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 10.41 亿元、12.78 亿元和 15.67 亿元，每股收益分别为 2.19 元、2.66 元和 3.20 元，对应 PE 分别为 26X、21X 和 18X，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

煤改气力度不及预期，公司业绩高增长持续性低于预期。

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	288	383	523	740	1068	营业收入	637	767	1041	1278	1567
货币资金	87	131	215	353	590	营业成本	455	508	689	825	1024
应收账款	69	95	107	143	177	营业税金及附加	5	5	5	8	10
其他应收款	2	3	4	4	5	营业费用	40	52	52	77	93
预付款项	5	8	12	17	23	管理费用	62	65	83	112	132
存货	112	139	170	203	252	财务费用	2	-1	3	2	2
其他流动资产	0	1	1	1	1	资产减值损失	1.76	3.34	-0.55	1.52	1.44
非流动资产合计	219	239	258	231	204	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	165.91	204.87	181.07	156.67	132.27	营业利润	72	134	208	253	306
无形资产	25	24	22	20	17	营业外收入	4.38	11.70	7.77	7.95	9.14
其他非流动资产	1	4	50	50	50	营业外支出	1.62	3.20	3.05	2.62	2.96
资产总计	507	622	781	971	1273	利润总额	74	143	213	259	312
流动负债合计	227	257	312	364	498	所得税	10	20	28	35	42
短期借款	63	59	0	0	0	净利润	65	123	185	224	270
应付账款	82	96	189	226	251	少数股东损益	0	0	1	0	1
预收款项	13	17	26	36	48	归属母公司净利润	65	123	184	224	269
一年内到期的非流	5	16	16	16	16	EBITDA	114	174	239	282	334
非流动负债合计	38	25	14	14	14	BPS（元）	1.03	1.96	2.19	2.66	3.20
长期借款	26	10	14	14	14	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	265	282	326	378	512	成长能力					
少数股东权益	0	0	1	2	2	营业收入增长	9.16%	20.52%	35.64%	22.77%	22.61%
实收资本(或股本)	63	63	84	84	84	营业利润增长	19.63%	87.63%	55.15%	21.47%	20.64%
资本公积	82	82	82	82	82	归属于母公司净利润	49.69%	21.56%	49.69%	21.56%	20.33%
未分配利润	92	184	255	374	523	获利能力					
归属母公司股东权	242	340	455	591	758	毛利率(%)	48.47%	48.11%	38.39%	38.21%	38.18%
负债和所有者权	507	622	781	971	1273	净利率(%)	10.17%	16.01%	17.80%	17.53%	17.21%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	12.77%	19.75%	23.54%	23.02%	21.14%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	26.75%	36.16%	40.47%	37.81%	35.48%
经营活动现金流	85	120	272	229	342	偿债能力					
净利润	65	123	185	224	270	资产负债率(%)	52%	45%	42%	39%	40%
折旧摊销	40.51	40.65	0.00	26.85	26.85	流动比率	1.27	1.49	1.68	2.03	2.14
财务费用	2	-1	3	2	2	速动比率	0.78	0.95	1.13	1.47	1.64
应收账款减少	0	0	-12	-36	-34	营运能力					
预收帐款增加	0	0	9	10	12	总资产周转率	1.30	1.36	1.48	1.46	1.40
投资活动现金流	-25	-43	-46	-2	-1	应收账款周转率	11	9	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.99	8.63	7.30	6.16	6.57
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.03	1.96	2.19	2.66	3.20
筹资活动现金流	-43	-38	-143	-88	-104	每股净现金流(最新	0.27	0.64	0.99	1.65	2.82
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.85	5.41	5.41	7.04	9.03
长期借款增加	0	0	3	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	21	0	0	P/E	54.83	28.82	25.79	21.22	17.63
资本公积增加	62	0	0	0	0	P/B	14.65	10.44	10.44	8.02	6.26
现金净增加额	17	40	83	139	237	EV/EBITDA	31.10	20.09	19.09	15.69	12.53

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。央视财经频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015 年加入东兴证券，从事机械行业研究。

陈皓

机械行业研究员，清华大学测控技术与仪器学士，清华大学机械工程硕士，2016 年加入东兴证券研究所，从事机械行业研究。

龙海敏

机械行业研究员，华中科技大学材料成型及控制工程学士，清华大学机械工程硕士，5 年项目运营及企业管理经验，2017 年加入东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。