



机械

2018-5-3

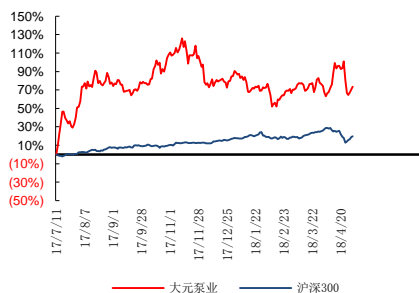
公司点评报告

买入/首次覆盖

大元泵业(603757)

屏蔽泵持续快速增长，农用泵影响有限

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	84/21
总市值/流通(百万元)	4,619/1,158
12个月最高/最低(元)	70.31/32.28

相关研究报告:

证券分析师: 刘国清

电话: 021-61372597

E-MAIL: liugq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517040001

事件

公司近期发布一季报, 报告期内, 营业收入 24044 万元, 同比增长 18.29%; 归母净利润 3707 万元, 同比增长 19.53%。

报告摘要

屏蔽泵快速增长, 农用泵拖累业绩。公司业务主要两块: 屏蔽泵和农用泵, 根据我们拆分测算, 公司最核心的屏蔽泵业务继续保持高速增长态势: 报告期内营收 1.3 亿元, 同比增长 50.7%, 净利润 2686 万元, 增大 72.4%, 净利率 20.7%, 同比提高约 2.6 个百分点, 规模效应凸显。但农用泵业务对一季度业绩产生了较大拖累, 报告期内, 农用泵实现收入 1.1 亿元, 同比减少 5.6%, 净利润 1021 万元, 同比大幅减少 33.8%, 一方面是由于原材料价格压力影响毛利, 一方面因为行业需求疲弱。

农用泵业务没有明显季节性 (2017Q1 收入占全年比重 23.8%), 而屏蔽泵一季度是明显淡季 (2017Q1 收入占全年比重 13.6%), 故农用泵 2017Q1 盈利高基数+屏蔽泵季节性淡季放大了农用泵的负面影响, 后面随着屏蔽泵逐步进入旺季, 营收增速有望速提升。

农用泵环比快速改善。农用泵虽不是公司核心看点, 但该业务也在快速回暖, 2017Q1~2018Q1 单季度净利率分别为 13.2%、11.6%、7.6%、5.9%、9.2%。农用泵去年下半年开始经营下滑, 但 2018Q1 净利率环比已大幅改善, 公司的管理层的管理初见成效, 后面农用泵有望环比逐季继续改善。

热水循环屏蔽泵市占率 50%, 受益煤改气政策。公司是国内屏蔽泵龙头企业, 热水循环屏蔽泵是壁挂炉、热水器、中央空调等的核心零部件。尤其是在壁挂炉领域, 公司国内市占率超过 50%。受益于煤改气和消费升级, 公司 2017 年热水循环屏蔽泵出货量 370 万套, 其中内销约 240 万套, 同比增长近 140%, 在国家坚定推荐煤改气政策的背景下, 公司有望持续受益。

海外市场空间广阔, 公司市占率有望快速提升。2017 年公司热水循环屏蔽泵出口量预计为 130 万台, 对应收入约 2 亿左右, 同比增长 80%。相较于国内市场十几亿的热水循环屏蔽泵市场, 近百亿的海外市场更值得期待。和丹麦格兰富、德国威乐等竞争对手相比, 公司产品

性能基本一致，但性价比优势突出。公司已先后进入威能、博世等国际一线壁挂炉企业的供应商体系，并积极开拓新客户和新区域，海外市场占有率有望快速提升。

拓展工业领域，化工屏蔽泵有望放量。除了家电领域，公司还积极开拓工业领域市场，其中化工屏蔽泵有望放量。化工屏蔽泵主要用于化工、核电、食品、电力等领域，具备高附加值、高技术壁垒等特点，但长期被外资品牌垄断。公司经过多年研发攻关和试制认证，可靠性已达到同行业领先水平，2017年首次进入中石油、中石化等大型央企业的采购名单，实现销售收入3100万，同比增长89%。我们认为化工屏蔽泵业务已步入快车道，并有望保持爆发式增长态势，赶超日本帝国、海密蒂克等海外竞争对手，实现国产替代。

盈利性预测与估值。农用泵对公司业绩影响有限，公司作为屏蔽泵龙头企业，国内受益于煤改气，海外出口以及化工屏蔽泵业务也有望快速增长。预计公司2018-2020年公司可实现净利润为2.55、3.38、4.39亿元，对应PE分别为18.06、13.66、10.53倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场需求下滑；产能投放缓慢，竞争加剧

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1123.23	1452.64	1829.82	2290.11
增长率	46.36%	29.33%	25.96%	25.16%
归属母公司净利润（百万元）	179.43	255.81	338.16	438.54
增长率	46.02%	42.57%	32.20%	29.68%
每股收益 EPS（元）	2.14	3.05	4.04	5.23
PE	25.74	18.06	13.66	10.53
PB	5.16	4.02	3.10	2.40

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1123.23	1452.64	1829.82	2290.11
营业成本	747.16	937.89	1161.77	1432.11
营业税金及附加	8.05	6.54	8.05	9.85
销售费用	69.87	88.61	109.79	137.41
管理费用	89.10	113.31	140.90	176.34
财务费用	4.92	10.26	17.15	24.45
资产减值损失	5.10	7.00	8.00	9.00
投资收益	1.48	1.48	1.48	1.48
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	201.95	290.52	385.64	502.44
其他非经营损益	6.62	5.68	6.97	6.45
利润总额	208.56	296.19	392.61	508.89
所得税	29.13	40.39	54.44	70.35
净利润	179.43	255.81	338.16	438.54
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	179.43	255.81	338.16	438.54
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	350.22	550.89	819.83	1167.71
应收和预付款项	226.60	289.84	366.64	458.53
存货	151.67	190.49	235.99	290.96
其他流动资产	162.68	210.39	265.02	331.68
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.89	0.89	0.89	0.89
固定资产和在建工程	235.71	209.43	183.15	156.86
无形资产和开发支出	23.35	20.39	17.43	14.47
其他非流动资产	21.94	21.94	21.94	21.94
资产总计	1173.06	1494.25	1910.88	2443.04
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	240.03	312.62	387.45	476.68
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	38.59	31.39	35.03	39.41
负债合计	278.63	344.01	422.48	516.10
股本	83.80	83.80	83.80	83.80
资本公积	492.51	492.51	492.51	492.51
留存收益	318.12	573.93	912.09	1350.63
归属母公司股东权益	894.43	1150.24	1488.40	1926.94
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	894.43	1150.24	1488.40	1926.94
负债和股东权益合计	1173.06	1494.25	1910.88	2443.04
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	227.02	330.02	432.03	556.13
PE	25.74	18.06	13.66	10.53
PB	5.16	4.02	3.10	2.40
PS	4.11	3.18	2.52	2.02
EV/EBITDA	18.74	12.25	8.74	6.16

现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	179.43	255.81	338.16	438.54
折旧与摊销	20.15	29.24	29.24	29.24
财务费用	4.92	10.26	17.15	24.45
资产减值损失	5.10	7.00	8.00	9.00
经营营运资本变动	-219.25	-74.04	-98.48	-119.90
其他	154.77	-8.52	-9.46	-10.48
经营活动现金流净额	145.12	219.74	284.61	370.85
资本支出	-60.41	0.00	0.00	0.00
其他	-155.86	1.48	1.48	1.48
投资活动现金流净额	-216.28	1.48	1.48	1.48
短期借款	-59.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-10.30	0.00	0.00	0.00
股权融资	431.73	0.00	0.00	0.00
支付股利	-56.52	0.00	0.00	0.00
其他	-10.50	-20.56	-17.15	-24.45
筹资活动现金流净额	295.41	-20.56	-17.15	-24.45
现金流量净额	221.27	200.66	268.94	347.88
财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	46.36%	29.33%	25.96%	25.16%
营业利润增长率	50.29%	43.86%	32.74%	30.29%
净利润增长率	46.02%	42.57%	32.20%	29.68%
EBITDA 增长率	50.91%	45.37%	30.91%	28.72%
获利能力				
毛利率	33.48%	35.44%	36.51%	37.47%
三费率	14.59%	14.61%	14.64%	14.77%
净利率	15.97%	17.61%	18.48%	19.15%
ROE	20.06%	22.24%	22.72%	22.76%
ROA	15.30%	17.12%	17.70%	17.95%
ROIC	35.40%	38.04%	44.75%	50.61%
EBITDA/销售收入	20.21%	22.72%	23.61%	24.28%
营运能力				
总资产周转率	1.25	1.09	1.07	1.05
固定资产周转率	5.24	6.89	9.91	14.46
应收账款周转率	9.49	9.09	9.04	8.97
存货周转率	5.13	5.47	5.44	5.43
销售商品提供劳务收	94.48%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	23.75%	23.02%	22.11%	21.13%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.40	3.79	4.15	4.50
速动比率	2.82	3.21	3.57	3.92
每股指标				
每股收益	2.14	3.05	4.04	5.23
每股净资产	10.67	13.73	17.76	22.99
每股经营现金	1.73	2.62	3.40	4.43

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyling@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。