

清洁采暖提振水泵，化工屏蔽泵孕育新增长极

■ **半年度业绩符合预期：**8月23日公司发布2017半年报，实现收入4.65亿元，同比增长35.82%；归母净利润7158.04万元，同比增长33.06%，EPS1.14元。

■ **屏蔽泵业务收入占比提升，农用泵稳步发展：**上半年公司收入增长明显提速，主要系“煤改气、煤改电”政策驱动热水屏蔽泵收入增幅较大。半年报显示，上半年全资子公司新沪屏蔽泵实现收入2.07亿元，贡献净利润3965.74万元；收入占比44.5%，同比2016年上升4.48%个pct。未来在北方清洁采暖政策的持续催化下，热水屏蔽泵市场广阔，据各省统计局数据，华北地区共有农村家庭3650万户左右，假设50%的区域进行煤改清洁能源改造，壁挂炉中的屏蔽泵单价约160元/个，北方清洁采暖孕育29.2亿元市场规模。同时南方零售市场上，消费者对壁挂炉的接受度正不断提升，热水屏蔽泵有望保持较快发展。上半年农用泵继续平稳增长，公司公告显示，我国巨大的淡水需求量将持续催生农用水泵需求，预计未来小型潜水电泵和井用潜水电泵将分别以超过7.5%和15%的年增速持续发展。

■ **毛利率基本稳定，期间费用控制良好：**公司上半年综合毛利率32.45%，同比基本稳定；产品结构的优化，是公司在原材料价格上涨周期中，毛利率继续稳定的重要原因。期间费用方面，上半年销售、管理、财务费用分别为2313.2万元、3451.9万元、294.04万元，费用率分别变动-0.95、-0.76、0.43个pct，期间费用控制良好，内部管理效率提升，财务费率上升系汇率变动致使汇兑损失增加。

■ **深度开拓热水屏蔽泵零售市场，化工屏蔽泵进口替代空间广阔：**在国内“煤改气、煤改电”政策推动以前，屏蔽泵业务以开拓海外零售市场为主；公告显示，海外壁挂炉龙头厂商德国威能历年来均为公司第一大客户，公司产品竞争力成熟，未来国内壁挂炉市场发展壮大后，公司将具有明显竞争优势。化工屏蔽泵技术壁垒高，公司进行持续的研发和投入，上半年进展喜人。公告预计，到2020年我国化工泵总市场规模将达到180亿元，其中化工屏蔽泵由于无泄漏等优良特性，渗透率将持续提升，市场空间广阔。当前国内使用化工屏蔽泵的大客户基本依赖进口，公司作为领先的国产品牌，发展前景广阔。

■ **投资建议：**预计公司2017-2019年净利润分别为1.79亿元、2.67亿元、3.71亿元，EPS分别为2.14元、3.19元、4.42元。公司作为国内屏蔽泵龙头，将充分受益近期的煤改清洁能源政策；未来，公司在壁挂炉零售市场及化工屏蔽泵进口替代市场前景广阔。首次覆盖给予买入-A评级，6个月目标价70.62元，相当于2017年33倍动态市盈率。

■ **风险提示：**汇率波动，行业竞争加剧，清洁采暖改革不及预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	636.8	767.4	1,055.2	1,471.0	1,973.3
净利润	64.7	122.9	179.4	267.2	370.6
每股收益(元)	0.77	1.47	2.14	3.19	4.42
每股净资产(元)	2.89	4.05	6.45	9.63	14.06

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	75.5	39.8	27.2	18.3	13.2
市净率(倍)	20.2	14.4	9.0	6.1	4.1
净利润率	10.2%	16.0%	17.0%	18.2%	18.8%
净资产收益率	26.8%	36.2%	33.2%	33.1%	31.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	30.2%	47.8%	60.6%	76.3%	86.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

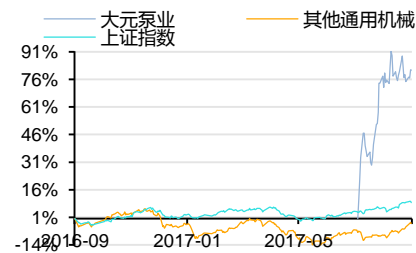
首次评级

6个月目标价：**70.62元**
 股价(2017-09-07) **58.30元**

交易数据

总市值(百万元)	4,885.54
流通市值(百万元)	1,224.30
总股本(百万股)	83.80
流通股本(百万股)	21.00
12个月价格区间	32.28/61.62元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.78	-7.17	-8.85
绝对收益	5.41		

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004
 wangsw@essence.com.cn
 021-35082037

李哲

报告联系人

lizhe3@essence.com.cn

李倩倩

报告联系人

liqq@essence.com.cn

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	636.8	767.4	1,055.2	1,471.0	1,973.3	成长性					
减:营业成本	455.2	507.8	685.1	932.7	1,228.0	营业收入增长率	9.2%	20.5%	37.5%	39.4%	34.1%
营业税费	4.6	5.3	7.4	11.0	15.8	营业利润增长率	19.6%	87.6%	48.3%	50.3%	41.2%
销售费用	39.8	52.1	71.8	98.6	134.2	净利润增长率	26.7%	89.8%	46.0%	49.0%	38.7%
管理费用	61.7	65.3	89.7	128.0	169.7	EBITDA 增长率	7.0%	67.6%	43.0%	47.5%	39.1%
财务费用	2.1	-0.8	-1.0	-0.8	-0.3	EBIT 增长率	6.9%	81.2%	48.4%	50.7%	41.5%
资产减值损失	1.8	3.3	3.0	2.0	3.0	NOPLAT 增长率	6.3%	79.0%	50.1%	49.8%	40.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	13.3%	18.4%	19.0%	24.0%	18.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	36.5%	40.4%	59.0%	49.5%	45.9%
营业利润	71.6	134.4	199.2	299.5	422.9	利润率					
加:营业外净收支	2.8	8.5	7.0	9.4	8.0	毛利率	28.5%	33.8%	35.1%	36.6%	37.8%
利润总额	74.4	142.9	206.2	308.9	430.9	营业利润率	11.2%	17.5%	18.9%	20.4%	21.4%
减:所得税	9.6	20.0	26.8	41.7	60.3	净利润率	10.2%	16.0%	17.0%	18.2%	18.8%
净利润	64.7	122.9	179.4	267.2	370.6	EBITDA/营业收入	14.1%	19.6%	20.4%	21.6%	22.3%
						EBIT/营业收入	11.6%	17.4%	18.8%	20.3%	21.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	95	87	70	51	39
						流动资产周转天数	18	26	30	35	38
						流动资产周转天数	156	158	182	198	208
						应收帐款周转天数	34	40	40	41	42
						存货周转天数	64	59	58	57	56
						总资产周转天数	277	265	266	261	257
						投资资本周转天数	128	123	106	93	84
						投资回报率					
						ROE	26.8%	36.2%	33.2%	33.1%	31.5%
						ROA	12.8%	19.7%	19.1%	22.3%	22.8%
						ROIC	30.2%	47.8%	60.6%	76.3%	86.6%
						费用率					
						销售费用率	6.2%	6.8%	6.8%	6.7%	6.8%
						管理费用率	9.7%	8.5%	8.5%	8.7%	8.6%
						财务费用率	0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%
						三费/营业收入	16.3%	15.2%	15.2%	15.3%	15.4%
						偿债能力					
						资产负债率	52.3%	45.4%	42.4%	32.5%	27.4%
						负债权益比	109.5%	83.1%	73.5%	48.1%	37.8%
						流动比率	1.27	1.49	2.01	2.49	3.11
						速动比率	0.78	0.95	1.42	1.79	2.30
						利息保障倍数	34.72	-176.33	-206.05	-376.84	-1,464.99
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	64.7	122.9	179.4	267.2	370.6	EPS(元)	0.77	1.47	2.14	3.19	4.42
加:折旧和摊销	16.0	16.8	16.8	18.4	18.4	BVPS(元)	2.89	4.05	6.45	9.63	14.06
资产减值准备	1.8	3.3	-	-	-	PE(X)	75.5	39.8	27.2	18.3	13.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	20.2	14.4	9.0	6.1	4.1
财务费用	3.3	1.2	-1.0	-0.8	-0.3	P/FCF	1,216.6	69.7	29.9	39.0	20.3
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	7.7	6.4	4.6	3.3	2.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	21.8	14.2	9.5
营运资金的变动	11.9	-15.2	-45.1	-67.1	-60.8	CAGR(%)	60.4%	44.5%	48.3%	60.4%	44.5%
经营活动产生现金流量	85.4	120.4	150.1	217.7	327.9	PEG	1.2	0.9	0.6	0.3	0.3
投资活动产生现金流量	-25.2	-42.8	-31.1	-28.4	-37.2	ROIC/WACC	2.9	4.6	5.9	7.4	8.4
融资活动产生现金流量	-43.0	-37.7	66.4	-64.6	-50.3	REP	-	-	2.4	1.5	1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

王书伟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034