

2022年05月03日

凌霄泵业 (002884.SZ)

高原材料价格下依然稳健增长，塑料卫浴泵龙头韧性强劲

■事件：公司发布2021年年报及2022年一季报，2021年全年公司实现营业收入20.63亿元，同比增长43.72%，扣非归母净利润4.72亿元，同比增长44.66%；2022年一季度，实现营业收入4.55亿元，同比增长5.47%，扣非归母净利润1.11亿元，同比增长29.23%，业绩维持稳健增长。

■收入稳健增长，高原材料价格带来成本端压力：据公司年报，2021年，受益于泵业制造向亚洲转移的趋势，公司核心产品塑料卫浴泵、不锈钢泵分别同比增长79.67%和15.62%，海外销售同比增长67.6%。但由于原材料价格的大幅上涨，导致直接材料成本同比上升51.42%，公司虽然对产品进行提价，但未能完全抵消成本增加，塑料卫浴泵毛利率下降3.98%、不锈钢泵毛利率下降2.45%、通用泵毛利率下降0.05%，导致公司整体毛利率下滑1.94%。依靠需求端的大幅增长，在毛利率下滑的背景下，公司仍然维持较快的增长。2022年一季度，由于去年同期高收入基数，以及国内市场较为低迷，公司收入端实现5.47%的小幅增长，但受益于产品提价和原材料价格的控制，公司一季度毛利率回升至33.81%，利润端增速表现依然强劲。目前，国内原材料价格依然维持高位，漆包线、铝锭、不锈钢板等重要原材料仍然会对公司上半年经营产生一定压力，但是我们预计若下半年原材料价格若有明显下行，则公司有望在低收入增速前提下，实现较好的利润增长。

■财务报表优异，持续维持高分红：公司各项财务指标依然维持优异的表现。截止2022年一季度，公司资产负债率仅7.46%，无带息负债，净资产22.6亿元，其中货币资金和交易性金融资产13.77亿元。2021年全年和2021年一季度，公司经营性现金流净额分别为2.74亿元和7472万元。上市以来，公司维持高分红，2018-2020年，现金分红1.81、2.52、3.30亿元，分红比例高达80.94%、92.68%、92.10%；2021年，公司计划现金分红3.57亿元，分红比例73.86%。

■水泵制造业转移和基建发力保障公司长期增长潜力：近年来，泵业制造基地不断向中国等亚洲各国转移，目前中国已形成了具备相当生产规模和技术水平的生产体系，成为全球泵产品的重要生产基地，公司作为塑料卫浴泵龙头，有望充分享受海外订单的增长。随着农村居民大规模向城镇和城市迁移以及农村现代化不断发展，水利设施、农业

公司快报

证券研究报告

其他通用机械

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：28.0元
股价(2022-04-29) 19.30元

交易数据

总市值(百万元)	6,900.68
流通市值(百万元)	5,265.89
总股本(百万股)	357.55
流通股本(百万股)	272.84
12个月价格区间	18.20/31.83元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.49	-3.39	6.37
绝对收益	-10.85	-19.52	-11.46

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoli@essence.com.cn
021-35082107

周喆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060003
zhouzhe@essence.com.cn
021-35082029

朱心怡

报告联系人

zhuxy@essence.com.cn

相关报告

- 凌霄泵业：卫浴泵龙头砥砺前行，需求旺盛带动业绩高速增长/邵琳琳 2021-10-28
- 凌霄泵业：塑料泵需求旺盛，原材料涨价背景下业绩维持高增长/邵琳琳 2021-08-31
- 凌霄泵业：深耕细作砥砺前行，民用泵龙头展凌霄之志/邵琳琳 2021-05-28

灌溉等民用领域的大规模投资和建设将带来大规模的离心泵需求。公司不锈钢泵系列产品已经站在国内同行业第一梯队位置。据年报披露，公司规划未来五年民用离心泵年产能将达到 800 万台套，较 2021 年 463.15 万台的产量有较大的提升，保障公司长期增长潜力。

■**投资建议：**我们预计公司 2022 年-2024 年的收入分别为 22.43、27.07、32.73 亿元；净利润分别为 5.9、7.13、8.76 亿元，同比增长 22.2%、20.7%、22.8%；EPS 分别为 1.65 元、1.99 元、2.45 元，对应 PE 为 11.7x、9.7x 和 7.9x，维持买入-A 评级，6 个月目标价 28 元。

■**风险提示：**原材料价格上涨，海外销售不及预期，市场竞争加剧

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,435.4	2,062.9	2,243.3	2,707.3	3,272.6
净利润	358.5	483.3	590.3	712.9	875.8
每股收益(元)	1.00	1.35	1.65	1.99	2.45
每股净资产(元)	5.52	5.99	6.32	6.72	7.21

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	19.2	14.3	11.7	9.7	7.9
市净率(倍)	3.5	3.2	3.1	2.9	2.7
净利润率	25.0%	23.4%	26.3%	26.3%	26.8%
净资产收益率	18.1%	22.6%	26.1%	29.7%	34.0%
股息收益率	4.8%	0.0%	6.8%	8.3%	10.2%
ROIC	110.0%	98.4%	70.4%	120.4%	85.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,435.4	2,062.9	2,243.3	2,707.3	3,272.6	成长性					
减:营业成本	954.9	1,412.5	1,498.5	1,791.9	2,144.4	营业收入增长率	26.4%	43.7%	8.7%	20.7%	20.9%
营业税费	8.3	10.9	13.4	15.4	18.5	营业利润增长率	30.5%	34.0%	22.2%	20.7%	22.8%
销售费用	17.5	21.4	22.4	27.1	32.7	净利润增长率	31.6%	34.8%	22.1%	20.8%	22.8%
管理费用	23.2	28.9	29.2	32.5	36.1	EBITDA 增长率	39.5%	28.6%	15.8%	23.3%	23.4%
研发费用	46.6	64.2	67.6	78.9	92.1	EBIT 增长率	40.8%	28.6%	17.8%	23.7%	23.8%
财务费用	5.6	-25.6	-42.9	-33.0	-33.4	NOPLAT 增长率	34.8%	26.9%	20.0%	23.7%	23.8%
资产减值损失	-	-4.3	-2.1	-3.2	-2.7	投资资本增长率	41.8%	67.6%	-27.7%	75.2%	-18.0%
加:公允价值变动收益	12.8	9.2	-	-	-	净资产增长率	41.9%	8.4%	5.5%	6.3%	7.3%
投资和汇兑收益	22.4	1.9	22.0	22.0	22.0	利润率					
营业利润	414.7	555.8	679.1	819.6	1,006.9	毛利率	33.5%	31.5%	33.2%	33.8%	34.5%
加:营业外净收支	-0.2	-0.4	-0.9	-0.5	-0.6	营业利润率	28.9%	26.9%	30.3%	30.3%	30.8%
利润总额	414.5	555.3	678.2	819.1	1,006.3	净利润率	25.0%	23.4%	26.3%	26.3%	26.8%
减:所得税	56.0	72.0	88.0	106.2	130.5	EBITDA/营业收入	30.5%	27.3%	29.1%	29.7%	30.3%
净利润	358.5	483.3	590.3	712.9	875.8	EBIT/营业收入	29.3%	26.2%	28.4%	29.1%	29.7%
资产负债表						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	43	37	36	30	25
货币资金	497.2	747.6	1,082.6	797.7	1,151.8	流动营业资本周转天数	59	69	65	67	69
交易性金融资产	1,000.2	574.2	574.2	574.2	574.2	流动资产周转天数	412	347	339	300	268
应收帐款	109.0	209.7	136.8	281.4	224.2	应收帐款周转天数	22	28	28	28	28
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	63	62	61	60	60
预付帐款	33.3	54.1	38.6	72.2	60.4	总资产周转天数	463	396	392	345	305
存货	286.2	428.4	329.7	576.8	508.1	投资资本周转天数	100	109	109	104	100
其他流动资产	11.0	25.0	25.0	25.0	25.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	18.1%	22.6%	26.1%	29.7%	34.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	16.5%	20.4%	23.4%	26.7%	30.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	110.0%	98.4%	70.4%	120.4%	85.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	210.0	219.2	223.9	227.2	229.2	销售费用率	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
在建工程	7.9	66.8	66.8	66.8	66.8	管理费用率	1.6%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%
无形资产	6.3	8.1	9.2	10.3	11.2	研发费用率	3.2%	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%
其他非流动资产	9.0	34.4	34.4	34.4	34.4	财务费用率	0.4%	-1.2%	-1.9%	-1.2%	-1.0%
资产总额	2,170.1	2,367.5	2,521.3	2,666.0	2,885.2	四费/营业收入	6.5%	4.3%	3.4%	3.9%	3.9%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	105.0	80.0	116.3	118.4	162.4	资产负债率	9.0%	9.5%	10.4%	9.9%	10.7%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	9.9%	10.5%	11.6%	11.0%	11.9%
其他流动负债	66.0	119.9	119.9	119.9	119.9	流动比率	11.32	10.20	9.26	9.77	9.01
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	9.65	8.06	7.86	7.35	7.21
其他非流动负债	23.8	25.5	25.5	25.5	25.5	利息保障倍数	74.50	-21.10	-14.82	-23.87	-29.18
负债总额	194.8	225.4	261.7	263.8	307.9	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.92	-	1.32	1.60	1.96
股本	253.7	357.0	357.5	357.5	357.5	分红比率	92.1%	0.0%	80.0%	80.0%	80.0%
留存收益	1,719.7	1,784.0	1,902.1	2,044.6	2,219.8	股息收益率	4.8%	0.0%	6.8%	8.3%	10.2%
股东权益	1,975.3	2,142.1	2,259.6	2,402.2	2,577.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
净利润	358.5	483.3	590.3	712.9	875.8	EPS(元)	1.00	1.35	1.65	1.99	2.45
加:折旧和摊销	17.8	22.8	16.0	17.4	18.9	BVPS(元)	5.52	5.99	6.32	6.72	7.21
资产减值准备	2.9	9.0	-	-	-	PE(X)	19.2	14.3	11.7	9.7	7.9
公允价值变动损失	-12.8	-9.2	-	-	-	PB(X)	3.5	3.2	3.1	2.9	2.7
财务费用	9.1	4.5	-42.9	-33.0	-33.4	P/FCF	31.3	41.5	8.5	24.2	6.5
投资损失	-22.4	-1.9	-22.0	-22.0	-22.0	P/S	4.8	3.3	3.1	2.5	2.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	10.4	15.3	8.0	6.8	5.2
营运资金的变动	-33.7	-225.1	223.3	-423.1	181.8	CAGR(%)	25.7%	21.9%	29.4%	25.7%	21.9%
经营活动产生现金流量	277.2	274.1	764.7	252.3	1,021.1	PEG	0.7	0.7	0.4	0.4	0.4
投资活动产生现金流量	-162.8	-173.9	0.2	0.2	0.2	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	216.3	-319.8	-429.8	-537.4	-667.3	REP					

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

本报告署名分析师声明, 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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

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。

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