

## 中金环境 (300145) \ 机械设备

### 国企改革不良资产减亏，优质资产价值重估

#### 投资要点：

##### ➤ 泵类业务有望受益于国产替代，叠加产能提升有望放量

2021年国内泵市场空间超2000亿，产量达2.16亿台。公司定增项目（70万台套多级离心泵）预计2024年底投产，我们预计2023-2025年公司泵产能分别为116.58/123.58/165.99万台。公司是国内领先的不锈钢离心泵制造企业，研发的GDM产品性能完全能比肩国外同类品牌，有望受益于国产替代，叠加产能逐步提升，泵业务有望为公司主营业务带来增长动力。

##### ➤ 2022年已扭亏为盈，亏损业务有望逐渐收窄

2018-2022年公司归母净利润分别为4.3/0.23/-19.60/-7.79/1.16亿元，2022年已实现扭亏为盈，资产减值损失分别为0.98/-3.54/-22.21/-9.98/-0.87亿元。公司2020及2021年净利润大幅度为负的主要原因是资产大幅度减值，且大部分为商誉减值损失。2017-2022年，公司商誉减值损失分别为0/-0.28/-3.48/-18.80/-5.07/0亿元，2022年商誉减值为0。

##### ➤ 公司打造“瘦身计划”，未来可期

2022年公司归母净利润为1.16亿元，其中制造业（泵业）净利润为4.42亿元，亏损的业务主要是环境治理类。截至2022年底，公司还有14.86亿合同资产，较2022年初增加10.85亿，原因是两个环保运营PPP项目完工通过验收并确认为建造服务收入。公司未来将加大内部整合，对前期发生减值损失的业务落实盘活盘盈措施，积极推动环保业务“瘦身健体”，通过“关停并转”等方式处置低效无效资产，有望实现亏损幅度逐步收窄或扭亏为盈。

##### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-2025年收入分别为65.28/79.03/92.51亿元，同比增速分别为24.01%/21.06%/17.06%，归母净利润分别为1.87/3.82/5.99亿元，同比增速分别为61.73%/104.35%/56.83%，EPS分别为0.10/0.20/0.31元/股，3年CAGR为73.06%。鉴于公司主营业务泵类产品收入有望放量，叠加传统亏损业务逐渐收窄，参考可比公司2024年平均估值14倍，我们给予公司2024年20倍PE，目标价3.97元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**（1）泵类行业需求不及预期；（2）公司泵产能释放不及预期；（3）亏损业务收窄不及预期等。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5,187	5,264	6,528	7,903	9,251
增长率（%）	22.95%	1.50%	24.01%	21.06%	17.06%
EBITDA（百万元）	-413	473	445	630	838
归母净利润（百万元）	-779	116	187	382	599
增长率（%）	60.24%	114.83%	61.73%	104.35%	56.83%
EPS（元/股）	-0.41	0.06	0.10	0.20	0.31
市盈率（P/E）	-7.06	47.61	29.44	14.41	9.19
市净率（P/B）	2.70	2.56	1.99	1.75	1.47
EV/EBITDA	-19.25	12.82	12.10	8.02	5.39

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年6月13日收盘价

投资评级：

行业：

通用机械

投资建议：

买入/（首次评级）

当前价格：

2.86元

目标价格：

3.97元

#### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,923/1,894
流通A股市值（百万元）	5,416
每股净资产（元）	1.14
资产负债率（%）	71.21
一年内最高/最低（元）	3.58/2.32

#### 股价相对走势



分析师：张旭

执业证书编号：S0590521050001

邮箱：z xu@glsc.com.cn

联系人：田伊依

邮箱：tianyy@glsc.com.cn

#### 相关报告

## 投资聚焦

### 核心逻辑

我们认为公司泵受益于国产替代，叠加产能进一步提升，泵类产品有望为公司主营业务带来增长动力；公司未来将通过多种方式推动环保类业务“瘦身健体”，通过“关停并转”等方式处置低效无效资产，相关亏损业务将逐步收窄或扭亏为盈。

### 不同于市场的观点

市场认为泵类行业为周期性行业，行业增速有限，而且认为公司环保类业务一直处于亏损状态，因此认为公司营收及净利润增速有限。我们认为泵类行业市场空间可观，竞争格局较为分散，公司有望受益于国产替代及产能大幅度提升。另外，公司打造“瘦身计划”，亏损业务有望逐渐收窄或扭亏，有望迎来净利润高增长。

### 核心假设

1) 公司定增项目建设如期投产，2025年新增70万台套多级离心泵产能；2) 亏损业务逐渐收窄；3) 泵类产品产能利用率及产销率维持高位。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-2025年收入分别为65.28/79.03/92.51亿元，对应增速分别为24.01%/21.06%/17.06%，归母净利润分别为1.87/3.82/5.99亿元，对应增速分别为61.73%/104.35%/56.83%，EPS分别为0.10/0.20/0.31元/股，3年CAGR为73.06%。鉴于公司主营业务泵类产品收入有望放量，叠加传统亏损业务逐渐收窄，参考可比公司2024年平均估值14倍，我们给予公司2024年20倍PE，目标价3.97元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 投资看点

第一，2018年底，沈金浩先生将持有的1.28亿股（占总股本6.65%）转让给无锡市政，转让价格为4.42元/股，交易作价5.65亿元，公司控股股东变更为无锡市政，实际控制人变更为无锡市国资委。2023年4月公司发布定增，由控股股东无锡市政全额认购，彰显信心，认购价格为2.18元/股，认购数量不超过1.83亿股，募集资金4亿元。短期来看，预计到2024年底将新增年产70万台套多级离心泵的生产能力。

第二，亏损的子公司主要从事环境治理类业务，2022年四家子公司（金泰莱、中咨华宇、河北磊源及陆良中金）合计亏损1.74亿元，拖累公司业绩。中长期来看，公司将对前期发生减值损失的业务落实盘活盘盈措施，推动环保类业务“瘦身健体”，通过“关停并转”等方式处置低效无效资产，努力实现相关亏损业务亏损幅度逐步收窄或扭亏为盈。

第三，公司主营业务包括通用设备制造（泵业）和环境治理两大类业务，2022年通用制造板块营收42.58亿元，占总营收比例为80.89%，净利润为4.42亿元，为公司净利润主要来源。我们预计公司2023-2025年泵产能分别为116.58、123.58、165.99万台，公司泵产能有望进一步提升，叠加公司产品性能优异且受益于国产替代，长期来看，泵类产品为公司主营业务成长贡献高增速。

**正文目录**

1.	公司主营业务以泵生产制造为主 .....	5
1.1	国内优质离心泵企业，深耕泵业多年 .....	5
1.2	主营业务以水泵为主 .....	5
1.3	公司控股股东是和实际控制人均为无锡市政 .....	6
2.	无锡国资控股，不良资产有望减亏 .....	7
2.1	并购历史遗留问题导致公司业绩亏损 .....	7
2.2	亏损业务板块逐步收窄，2022 年商誉减值为 0 .....	9
2.3	无锡国资认购定增彰显发展信心，股权激励发展动力充足 .....	9
3.	国内不锈钢离心泵龙头，市占率逐步提升 .....	11
3.1.	南方泵业是国内通用泵优质企业 .....	11
3.2.	受益于国产替代以及新兴领域增长 .....	14
3.3.	精细化管理净利率有望提升 .....	15
4.	盈利预测、估值与投资建议 .....	15
4.1.	2022 年扭亏为盈，盈利水平回升 .....	15
4.2.	盈利预测 .....	17
4.3.	估值与投资建议 .....	18
5.	风险提示 .....	19

**图表目录**

图表 1:	公司主营业务包含四大块 .....	5
图表 2:	深耕泵业 30 多年 .....	5
图表 3:	公司主要收入来源于水泵 .....	6
图表 4:	公司控股股东为无锡市政 .....	6
图表 5:	公司核心子公司有十余家 .....	7
图表 6:	2022 年制造板块营收为 42.58 亿元 .....	8
图表 7:	2022 年制造板块净利润为 4.42 亿元 .....	8
图表 8:	公司并购导致商誉原值较高 .....	8
图表 9:	公司业绩主要受资产减值损失拖累 .....	9
图表 10:	公司亏损业务逐步收窄 .....	9
图表 11:	2022 年商誉减值为 0 .....	9
图表 12:	公司泵产能有望进一步提升 .....	10
图表 13:	股权激励解锁条件较为严格 .....	10
图表 14:	泵下游应用较广 .....	11
图表 15:	预计 24 年全球泵市场规模达 665 亿美元 .....	11
图表 16:	国内水泵行业市场规模较为可观 .....	12
图表 17:	2021 年国内泵产量达 2.16 亿台 .....	12
图表 18:	政策支持泵行业向好发展 .....	12
图表 19:	公司泵类产品系列较为齐全 .....	13
图表 20:	公司多个泵产品实现国产替代 .....	14
图表 21:	公司毛利率处于行业领先水平 .....	15
图表 22:	公司净利率较行业平均水平仍有上升空间 .....	15
图表 23:	2022 年公司扭亏为盈 .....	16

图表 24: 公司盈利能力有望回归正常水平.....	16
图表 25: 公司费用率趋于稳定.....	16
图表 26: 公司比较重视研发.....	16
图表 27: 2022 年泵销售量达 110.66 万台.....	17
图表 28: 公司泵类产品均价趋于稳定.....	17
图表 29: 公司泵产销率维持高位.....	17
图表 30: 公司泵产能有望进一步提升.....	17
图表 31: 公司营收测算 (百万元).....	18
图表 32: 可比公司估值.....	19

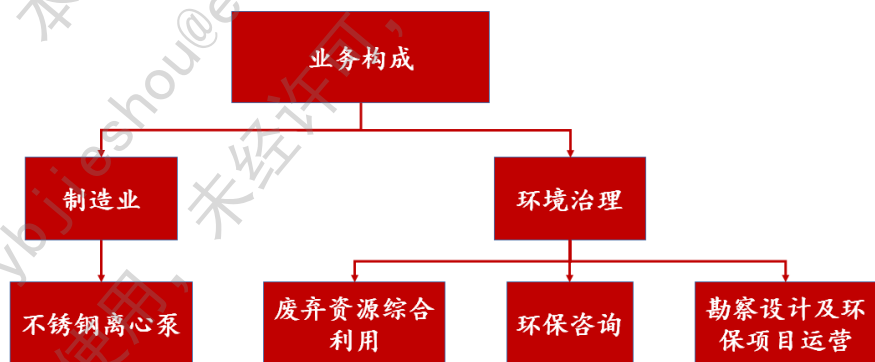
本报告仅供  
ybjieshou@eastmoney.com  
邮箱所有人使用, 未经许可, 不得外传。

## 1. 公司主营业务以泵生产制造为主

### 1.1 国内优质离心泵企业，深耕泵业多年

公司四大核心业务分别为制造业（不锈钢离心泵）、废弃资源综合利用、环保咨询、勘察设计及环保项目运营。中金环境是一家生态环境综合治理服务企业，是国内最早研发并规模化生产不锈钢冲压焊接离心泵企业之一，主要从事通用设备制造和环境治理两大类业务。通用设备制造为公司核心业务，主要从事水泵的研发、生产和销售，是国内最早研发并规模化生产不锈钢冲压焊接离心泵企业之一；环境治理业务主要涉及废弃资源综合利用、环保咨询、勘察设计及环保项目运营等业务，具备集较为完整的产业链。营销网络遍布全球，拥有专利 400 余项，具备集环保行业一体化、一站式服务的完整产业链，致力于成为客户高度信赖的环境装备与技术服务提供商。

图表 1：公司主营业务包含四大块



资料来源：公司官网，国联证券研究所

公司是国内优质离心泵企业，深耕泵业 30 多年。公司前身杭州南方特种泵厂于 1991 年成立；1998 年研发出不锈钢冲压焊接多级离心泵；2001 年拓展海外市场；2010 年 12 月在深交所登录创业板；2011 年改名为南方泵业；2012 年销售量突破 10 个亿；2015 年全资收购北京华帆集团；2016 年更名为中金环境；2018 年底，无锡市政成为公司的控股股东，无锡国资委成为公司的实际控制人。

图表 2：深耕泵业 30 多年



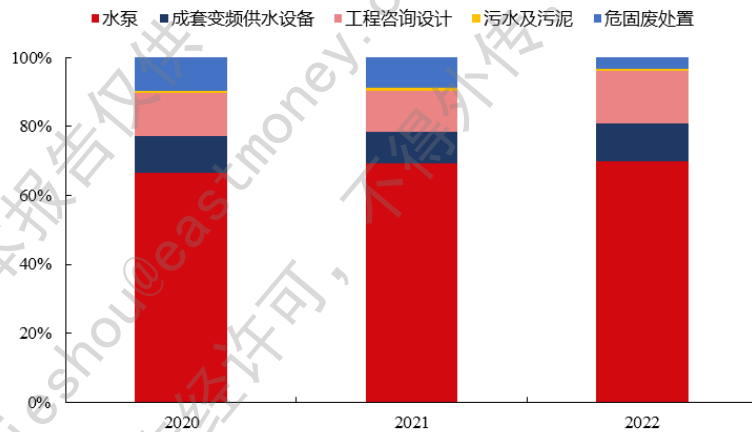
资料来源：公司官网、公司公告，国联证券研究所

### 1.2 主营业务以水泵为主



公司核心产品为水泵，2020-2022 年水泵业务收入占总营收比例位于 65%-70% 区间。2020-2022 年，公司主要收入来自水泵，该业务收入占总营收比例分别为 66.43%/69.25%/69.83%；工程咨询设计为第二大业务，占比分别为 12.57%/11.88%/15.14%；成套变频供水设备占比分别为 10.74%/9.25%/11.08%；危固废处置业务占比分别为 9.58%/8.89%/3.42%；污水及污泥业务占比分别为 0.73%/0.71%/0.53%。

图表 3: 公司主要收入来源于水泵



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

### 1.3 公司控股股东是和实际控制人均为无锡市政

公司控股股东为无锡市政，有望发挥国有控股企业的资源整合与协同效应。截至 2023 年第一季度，前十大股东合计持股数量为 7.32 亿股，持股比例为 38.08%；实际控股股东和实际控制人均为无锡市市政公用产业集团有限公司，持股 4.15 亿股，持股比例为 21.56%。无锡市政产业布局涉及水务、能源、市政、环保等领域，与公司现有业务具有较高的协同效应。未来，公司有望继续发挥国有控股企业的资源整合与协同效应，进一步激发发展活力，持续巩固提升公司市场地位和发展能力。

图表 4: 公司控股股东为无锡市政

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量(亿股)
无锡市市政公用产业集团有限公司	国有法人	21.56%	4.15
沈金浩	境内自然人	7.87%	1.51
沈洁泳	境内自然人	2.13%	0.41
戴云虎	境内自然人	1.62%	0.31
上海少藪派投资管理有限公司一少数派 万象更新 9 号私募证券投资基金	其他	1.18%	0.23
上海少藪派投资管理有限公司一少数派 万象更新 8 号私募证券投资基金	其他	1.16%	0.22
上海少藪派投资管理有限公司一少数派 万象更新 10 号私募证券投资基金	其他	0.83%	0.16
王建林	境内自然人	0.65%	0.12
陈献泽	境内自然人	0.56%	0.11
周鹏	境内自然人	0.52%	0.10

资料来源：公司公告，国联证券研究所

**公司核心子公司有十余家。**根据公司公告，公司核心的子公司有十三家，这十三家 2022 年合计营收为 51.27 亿元，占总营收比例为 97.40%；净利润为 1.16 亿，几乎贡献全部净利润。公司水泵业务主要依托子公司南方泵业；公司废弃资源综合利用业务主要依托子公司金泰莱，金泰莱的核心业务为通过化学清洗、烘干、烧结、焚烧、湿法提炼等工艺，实现危险废物减量化、无害化、资源化综合利用；勘察设计业务主要依托洛阳水利和惠州华禹两家子公司，主要从事水利工程、市政工程、建筑工程等基础建设领域咨询设计服务；环保咨询类业务主要依托子公司北京中咨华宇，主要从事项目环评、规划环评等系列环境影响评价业务，业务范围覆盖全国；环保运营业务主要涵盖污水处理、工业供水、蓝藻资源化处理、PPP 项目建设运营等业务。

**图表 5：公司核心子公司有十余家**

子公司名称	主要业务	总资产 (亿)	净资产 (亿)	22 年营 收(亿)	22 年净利 润(亿)
南方泵业股份有限公司	水泵生产销售	22.38	5.79	31.27	2.46
湖州南丰机械制造有限公司	铸钢，铸铁铸件及阀门生产，销售，货物进出口，铸件精加工生产经营	2.96	1.29	2.41	(0.23)
湖南南方长河泵业有限公司	水处理设备、消防泵等生产及销售	2.27	1.88	0.40	(0.20)
湖南南方安美消防设备有限公司	消防检测技术研发、消防设备生产制造、销售，消防设施设备维修保养等	1.78	0.93	2.06	0.24
南方泵业（湖州）有限公司	泵、供水设备、配电柜等的技术开发、制造按照计销售	8.97	1.67	5.86	0.49
浙江金泰莱环保科技有限公司	表面处理类废物，含铜镍废物等危险废物的收集、贮存、利用，贵金属物料综合回收利用等	7.31	6.00	2.13	(0.63)
北京中咨华宇环保技术有限公司	环保咨询	4.86	0.85	0.95	(0.24)
河北磊源建筑工程有限公司	环保工程	3.15	(0.99)	0.87	(0.60)
陆良中金环保科技有限公司	废菜叶处置	2.08	(0.39)	0.19	(0.27)
洛阳水利勘测设计有限责任公司	水利工程勘测设计	2.51	1.05	1.24	0.28
中建华帆建筑设计院有限公司	建筑工程设计、风景园林工程设计，市政工程设计，城乡规划编制	0.86	0.23	0.59	(0.19)
惠州市华禹水利水电工程勘测设计有限公司	水利工程勘测设计	2.77	1.49	1.53	0.21
杭州南泵流体机械有限公司	泵及真空设备制造、水资源专用机械设备制造、通用零部件制造、通用设备制造	0.87	(0.26)	1.77	(0.16)

资料来源：公司公告，国联证券研究所（注：红色表示亏损）

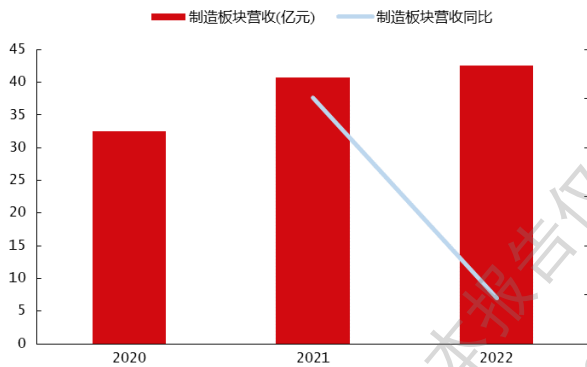
## 2. 无锡国资控股，不良资产有望减亏

### 2.1 并购历史遗留问题导致公司业绩亏损

**公司通用设备制造业务提供稳定现金流。**公司业务可以分为通用设备制造（泵业）和环境治理两大类业务，其中：通用设备制造为公司核心主业，主要从事水泵的研发、生产和销售，公司也是国内最早研发并规模化生产不锈钢冲压焊接离心泵企业之一；环境治理业务主要涉及废弃资源综合利用、环保咨询、勘察设计及环保项目运营等业务，具备集较为完整的产业链。根据公司公告及 iFinD 数据，2020-2022 年，公司制

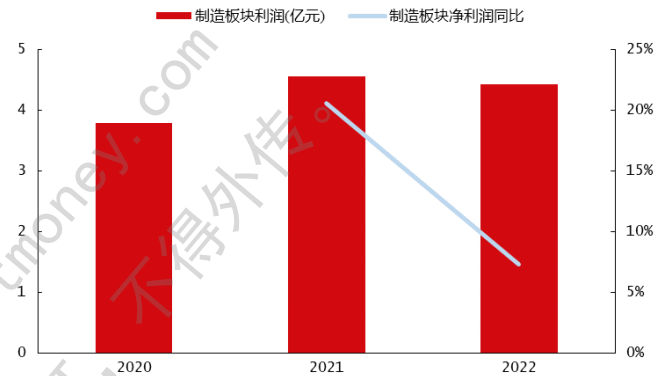
造板块营收分别为 32.53/40.70/42.58 亿元，占公司总营收比例分别为 77.13%/78.47%/80.89%；2020-2021 年，公司制造板块利润总额分别为 3.78/4.56 亿元，2022 年制造板块净利润为 4.42 亿元，同比增长 7.3%。公司亏损业务主要为环境治理业务，包括废弃资源综合利用、环保咨询、勘察设计及环保项目运营等。

图表 6：2022 年制造板块营收为 42.58 亿元



数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 7：2022 年制造板块净利润为 4.42 亿元



数据来源：公司公告，国联证券研究所（注 2022 年净利润，其余时间为利润总额）

并购历史遗留问题导致公司商誉原值较高。2017 年 12 月，公司以 18.5 亿元对价收购浙江金泰莱环保科技有限公司 96.60% 股权。浙江金泰莱环保科技有限公司购买日合并成本大于可辨认净资产公允价值部分确认商誉 14.67 亿元。2016 年 5 月公司完成收购北京中咨华宇环保技术有限公司 100% 股权。北京中咨华宇环保技术有限公司资产组组合包含了北京中咨华宇环保技术有限公司及其下属多个环保咨询、设计、环保工程业务子公司，商誉原值合计 14.67 亿元。

图表 8：公司并购导致商誉原值较高

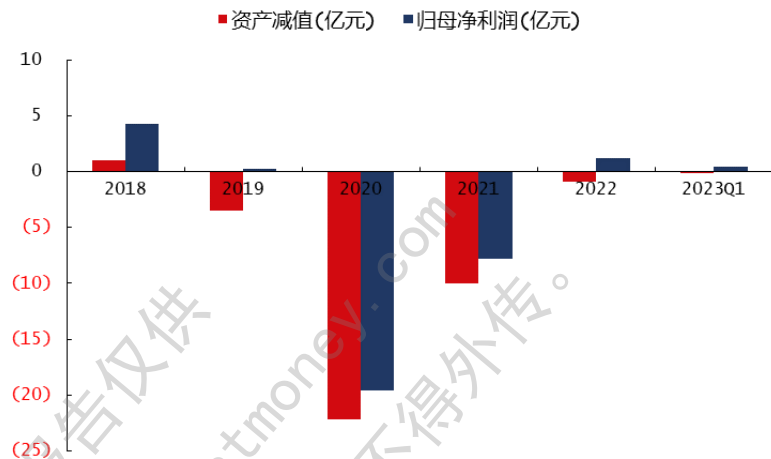
公司名称	并购时间	交易对价(亿元)	商誉原值(亿元)
北京中咨华宇环保技术有限公司	2016.5	11.44	9.72
安徽通济环保科技有限公司	2015.12	0.14	0.13
陕西绿馨水土保持有限公司	2015.12	0.88	0.80
陕西科荣环保工程有限责任公司	2016.6	0.42	0.32
陕西荣科环保工程有限公司	2016.6	0.05	0.03
北京国环建邦环保科技有限公司	2016.1	0.60	0.66
河北磊源建筑工程有限公司	2017.4	0.12	0.11
洛阳水利勘测设计有限责任公司	2016.6	1.80	1.47
惠州市华禹水利水电工程勘测设计有限公司	2017.5	1.64	1.43
合计	—	17.09	14.67

资料来源：公司公告，国联证券研究所

近年公司业绩不佳主要受资产减值损失拖累所致。根据 iFinD 数据，2018-2023Q1 公司归母净利润分别为 4.3、0.23、-19.60、-7.79、1.16、0.40 亿元，资产减值损失分别为 0.98、-3.54、-22.21、-9.98、-0.87、-0.05 亿元。公司 2020 及 2021 年归母净利润大幅度为负的主要原因是资产大幅度减值，且大部分为商誉减值损失。其中，2020 及 2021 年商誉减值损失分别为 -18.80、-5.07 亿元。



图表 9: 公司业绩主要受资产减值损失拖累

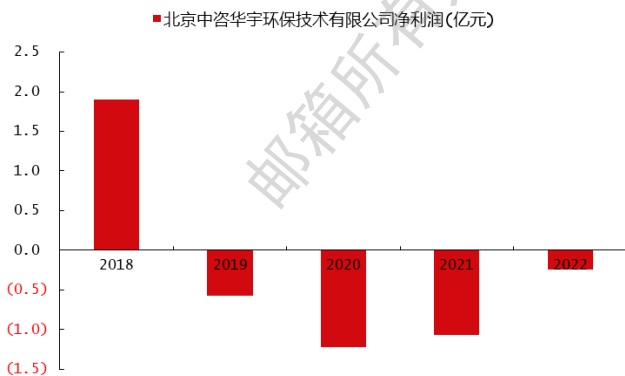


资料来源: iFinD, 国联证券研究所 (注: 红色表示亏损)

## 2.2 亏损业务板块逐步收窄, 2022 年商誉减值为 0

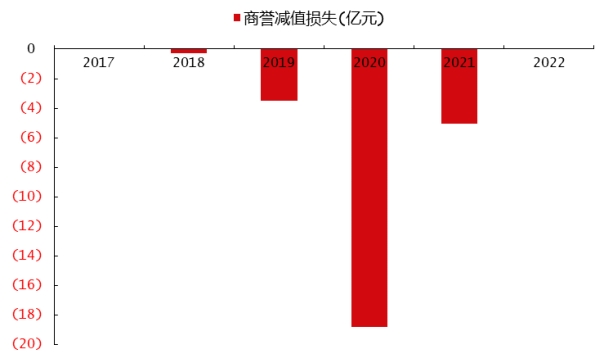
亏损业务板块逐步收窄, 公司 2022 年商誉减值为 0。根据公司公告, 2017-2022 年, 主营业务为环评咨询的子公司北京中咨华宇环保技术有限公司净利润分别为 1.90、-0.57、-1.22、-1.07、-0.24 亿元, 亏损逐渐收窄; 2017-2022 年, 公司商誉减值损失分别为 0、-0.28、-3.48、-18.80、-5.07、0 亿元, 公司 2022 年商誉减值为 0。

图表 10: 公司亏损业务逐步收窄



数据来源: 公司公告, 国联证券研究所 (注: 红色表示亏损)

图表 11: 2022 年商誉减值为 0



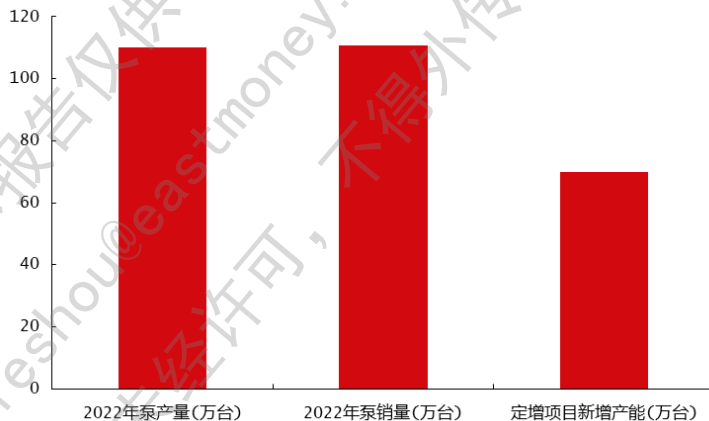
数据来源: 公司公告, 国联证券研究所 (注: 红色表示亏损)

## 2.3 无锡国资认购定增彰显发展信心, 股权激励发展动力充足

公司定增发力核心产品离心泵, 新增年产 70 万台套多级离心泵的产能, 控股股东全额认购彰显发展信心。根据公司公告, 2018 年 11 月, 沈金浩先生将持有的 1.28 亿股 (占总股本 6.65%) 转让给无锡市政, 转让价格为 4.42 元/股, 交易作价 5.65 亿元, 公司控股股东变更为无锡市政, 实际控制人变更为无锡市国资委。2022 年公司实现泵生产量和销售量分别为 109.98 万台、110.66 万台, 同比分别增长 4.76%、5.96%; 实现营业收入 42.58 亿元, 同比增长 4.6%。近年来, 公司核心业务 (泵业) 保持稳健发展, 但进一步实现做大做强在一定程度上仍受制于公司整体的资金和负债状况。为

了提升公司研发和生产供应能力，解决产能瓶颈。2023年4月公司发布定增，由控股股东无锡市政全额认购，认购价格为2.18元/股，认购数量不超过1.83亿股，募集资金4亿元，预计将形成年产70万台套多级离心泵的生产能力，建设周期3年，达产后有望提升公司生产管理效率，满足国内外市场需求，扩大业绩增长空间，使公司离心泵的生产规模得以快速扩张，专业化程度得以进一步提升，进一步提高公司产品的市场占有率、覆盖率，巩固公司在行业的市场地位。

图表 12: 公司泵产能有望进一步提升



资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司对高管股权激励，内在发展动力充足。根据公司公告，2022年8月公司发布限制性股票激励计划，激励对象包括沈海军、姚建堂、王庆心、徐金磊、顾利星、陈锐、杨丽萍及中层管理人员、核心技术（业务）人员共计251人，激励股票数量共计2974.03万股，授予价格为1.77元/股。计划授予的限制性股票分三批次解除锁定，各批次解锁期分别为自授予登记完成之日起24个月、36个月、48个月，按4/10、3/10、3/10的比例解除锁定，解锁条件较为严格，2023-2025年归母净利润相比较2021年净利润（1.745亿元）增速分别不低于8%、17%、26%。

图表 13: 股权激励解锁条件较为严格

解除锁定条件	业绩考核指标（需同时满足）
第一批解除锁定条件	(1) 以2021年经审计后确认的归属于上市公司股东的剔除商誉、特许经营权、固定资产减值后的净利润（即1.745亿元）为基数，2023年归属于上市公司股东的净利润增长率不低于8%； (2) 2023年研发投入占营业收入的比例不低于4%； (1) (2) 指标均不低于同行业平均水平； (3) 2023年主营业务收入占比不低于90%。
第二批解除锁定条件	(1) 以2021年净利润（即1.745亿元）为基数，2024年归属于上市公司股东的净利润增长率不低于17%； (2) 2024年研发投入占营业收入的比例不低于4%； (1) (2) 指标均不低于同行业平均水平； (3) 2024年主营业务收入占比不低于90%。
第三批解除锁定条件	(1) 以净利润（即1.745亿元）为基数，2025年归属于上市公司股东的净利润增长率不低于26%；

- (2) 2025 年研发投入占营业收入的比例不低于 4%;
- (1) (2) 指标均不低于同行业平均水平;
- (3) 2025 年主营业务收入占比不低于 90%。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 3. 国内不锈钢离心泵龙头，市占率逐步提升

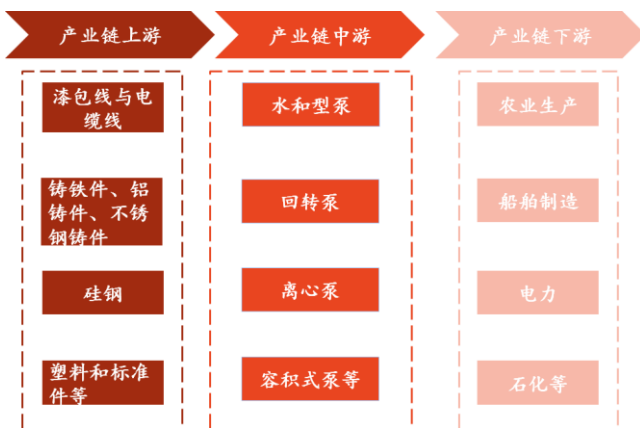
#### 3.1. 南方泵业是国内通用泵优质企业

泵产品应用较广，国内技术水平与发达国家差距正在缩小，行业呈现小而散特点。泵产品广泛应用于管道增压、工业用水、楼宇供水、暖通系统、消防系统、净水处理、医药及电子清洗等诸多领域。目前，全球水泵市场发展稳定，泵企业数量众多，欧洲、美国、日本等主要厂商仍旧掌握高端泵产品核心技术，在特种泵的设计、新材料研究与先进生产工艺、智能制造方面处于领先地位；我国泵业历经多年发展积累，技术水平大幅提高，并形成了完整的研发、生产和销售体系，市场规模稳步增长，出口总量不断增加，技术水平与发达国家的差距正在逐步缩小，但行业内企业整体仍呈现小而散特点，产品附加值与国外产品相比仍有较大差距。

泵下游应用较广。泵行业的上游行业主要是漆包线与电缆线、铸铁件、铸铝件、不锈钢铸件、硅钢、塑料和标准件等制造加工业，其中漆包线、铸铁件、铸铝件和硅钢是用量较大的原材料，其价格的波动对生产成本的影响也较大。泵的分类包括水和型泵、回转泵、离心泵和容积式泵等。下游应用领域包括农业生产、船舶制造、电力和石化等领域。

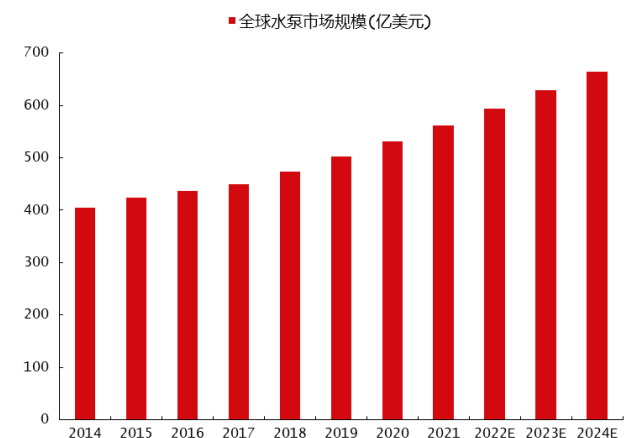
预计 2024 年全球泵市场规模达 665 亿美元。近年来全球水泵市场飞速发展，根据共研网数据，2021 年全球水泵行业市场规模达 562 亿美元，同比增长 5.84%，预计 2024 年全球水泵行业市场规模将达到 665 亿美元。目前，全球约有近万家泵的生产企业，产品种类达 5000 余种，但泵的供给呈现较高的集聚性，全球水泵生产企业主要集中在以美国为代表的美洲地区，以德国、英国为代表的欧洲地区和以中国、日本为代表的亚洲地区三大板块。由于国外水泵行业起步较早，国际知名企业经过多年发展，凭借资金、技术、品牌等方面的优势，掌握着核心技术，占据了全球水泵市场的主要份额，世界前 10 家泵产品生产厂商的销售额约占世界泵市场总量的 50%。

图表 14：泵下游应用较广



资料来源：大元泵业公告，华经产业研究院，国联证券研究所

图表 15：预计 24 年全球泵市场规模达 665 亿美元

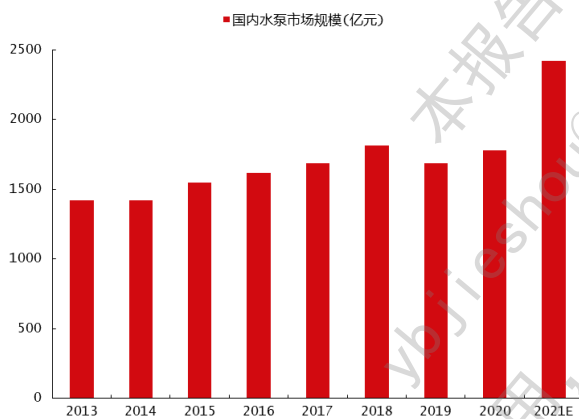


数据来源：共研网，国联证券研究所

2021 年国内通用机械泵行业市场空间超 2000 亿，国内泵产量达 2.16 亿台，节

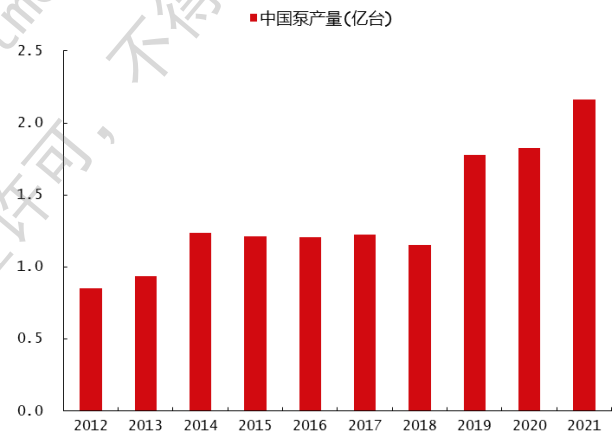
能水泵对双碳目标有重要意义。根据中国通用机械泵行业年鉴数据，2021 年国内通用机械泵行业 1200 余家规模以上企业实现主营业务收入合计 2000 多亿元。根据中国通用机械协会数据，中国水泵行业市场规模呈现逐年上涨的态势，从 2013 年的 1419.6 亿元上涨至 2020 年的 1781 亿元，同比 2019 年增长 5.59%；预计 2021 年，中国水泵行业市场规模为 2422 亿元，市场规模较为可观。产量方面，根据共研网数据，2021 年中国泵产量达 2.16 亿台，同比增 18.56%，近年来国外销售商到国内采购水泵产品的数量及金额稳步增长，国内产品凭借高性价比获得国外销售商的青睐。在我国提出“碳达峰”、“碳中和”目标的背景下，电机的节能增效成为减碳的重要途径。水泵在各行各业尤其在工业和商业领域消耗了大部分电能，节能水泵对于“碳达峰”、“碳中和”有着重要的意义和作用。

图表 16: 国内水泵行业市场规模较为可观



资料来源：中国通用机械协会，国联证券研究所

图表 17: 2021 年国内泵产量达 2.16 亿台



数据来源：共研网，国联证券研究所

政策支持高效节能离心泵行业向好发展，不锈钢冲压离心泵性能更优异。国家科技部和发改委联合颁布的《中国节能技术政策大纲》明确提出：要“发展、推广高效率的水泵类设备”。新修订的《中华人民共和国节约能源法》提出：“国家鼓励工业企业采用高效、节能的电动机、锅炉、窑炉、风机、泵类等设备”。不锈钢冲压离心泵采用冲压、焊接工艺制造，取代传统铸造工艺。流道光滑，泵体生产过程中材料损耗小，生产效率高，能较好的实现机械化与自动化大批量生产，节能降耗，减少环境污染。

图表 18: 政策支持泵行业向好发展

时间	部门	文件名称	相关内容
2023 年 5 月	国务院	《国家水网建设规划纲要》	加快构建国家水网，建设现代化高质量水利基础设施网络，统筹解决水资源、水生态、水环境、水灾害问题。
2021 年 10 月	工信部、市场监管总局	《电机能效提升计划 (2021-2023 年)》	扩大高效节能电机绿色供给。积极推进电机系统全生命周期绿色设计，鼓励通过电机性能优化、铁芯高效化、机壳轻量化等系统化创新设计，综合提升电机产品能源资源利用效率。优化风机、水泵叶轮尺寸和线型，大力发展与高效节能电机合理匹配的新一代风机、水泵产品。推动风机、泵、压缩机等电机系统节能技术研发。
2019 年 10 月	国家发改委	《产业结构调整指导目录 (2019 年本)》	将“高效输配水、节水灌溉技术推广应用”列入鼓励类目录；将“农村饮水安全工程”“防洪抗旱应急设施建设”“灌溉排水泵站更新改造工程”“灌区及配套建设、改造”列入鼓励类目录。
2018 年 11 月	国家统计局	《战略性新兴产业分类 (2018)》	将“节能泵”列入战略性新兴产业重点产品和服务。
/	国家科技部	《中国节能技术政策大纲》	发展、推广高效率的水泵类设备



和发改委

《中华人民共和国节约能源法》 国家鼓励工业企业采用高效、节能的电动机、锅炉、窑炉、风机、泵类等设备

资料来源：中国政府网，大元泵业公告，公司公告，国联证券研究所

公司泵类产品系列较为齐全。公司是国内领先的不锈钢离心泵制造企业，是一家集设计、研发、生产、销售为一体的大型综合性泵业公司，在行业领域深耕三十余年，长期处于国内不锈钢离心泵龙头地位。根据公司公告，公司主要产品包括 CDM 系列立式不锈钢多级离心泵、CHM 系列卧式不锈钢多级离心泵、污水泵、暖通泵、中开泵、消防泵、计量泵、油泵、深井泵等多系列产品，产品广泛应用于管道增压、工业用水、城市供排水、暖通系统、消防系统、净水处理、医药及电子清洗等诸多领域，公司是目前国内冲压焊接多级离心泵领域产销量最大的专业生产商。

南方泵业 2021 年国内市占率约为 1.81%，营收排名第二；主要采用直销模式，响应速度快，客户高度分散，优势明显。根据公司公告，2021 年子公司南方泵业以 36.17 亿元排名第二，市场占有率约为 1.81%（注：市场规模以 2000 亿计算）。随着城镇化进程推进和工业行业稳步发展，泵行业有望持续增长。公司主要采用直销模式，拥有强大的营销团队，在全国多数一二线城市设有办事处，建立了辐射全国的营销网络，响应速度快，稳健成熟的销售体系也是公司制造业核心竞争力之一。公司客户高度分散，对单一客户的依赖度较低，应用场景十分广泛，加上公司布局了完善的直销网络，产品销路较为畅通。

图表 19：公司泵类产品系列较为齐全

主要产品系列名称	主要产品系列图片	主要应用领域
CDM 系列立式不锈钢多级离心泵		水厂过滤与输送、二次供水、流程水系统、高压冲洗系统、消防系统、锅炉给水、空调系统、超滤系统
CHM 系列卧式不锈钢多级离心泵		结构紧凑低噪音，适用于轻度腐蚀性液体，广泛运用于工业清洗、供水和增压、空调系统
TD 系列管道泵、NIS、NISO 系列端吸泵		工业系统、供水系统、冷却和空调系统、系统增压、喷淋系统
NSC、NDS 系列中开泵		自来水厂供水、电厂循环水、水力工程、农田灌溉、城市供暖、工矿企业给排水、海水淡化、油田注水、炼油和化工流程进料、能量回收、石油管线输送等
潜污泵、排污泵		污水雨水排放、锅炉给水、冷凝、建筑工地、人防系统排水站、市政排污



计量泵



环保、石油化工、炼油、电力、冶金、医药、食品、水处理等领域

消防泵系统



大型酒店、医院、学校、写字楼、超市、商业住宅、地铁站、火车站、机场、各种交通隧道、石油化工厂、电厂、码头、油库、大型仓库以及工矿企业等场合

海水淡化高压泵



应用于海水淡化行业配套使用

资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 3.2. 受益于国产替代以及新兴领域增长

公司有望受益于泵的国产替代。泵的国产替代，其前提是国内泵产品的材料、工艺、设计、制造、品质控制、服务等已经达到了能够替代国外产品的水平。随着我国制造业的快速发展和科学技术研究的深入，国内泵类产品已经能较好地满足了诸多领域的生产及生活需求，以公司的第三代 CDM 不锈钢冲压泵为例，全系列 CDM 产品的性能均超过了欧盟对水泵产品最小能效指标 (MEI) 的要求，中国机械联合会 2019 年 12 月组织的 CDM 成果鉴定结论是：部分国际领先，整体国际先进。它的性能完全能比肩国外同类品牌，CDM 产品现被广泛应用于供水、污水处理、海水淡化等领域，其国内市场占有率连续多年第一，并出口国外，在全球的销量名列前茅。公司新研发的屏蔽泵，其性能指标达国内领先水平，可广泛应用于室内供热系统，空气源热泵、空调系统，生活用水增压，太阳能供热系统等各类冷热水增压及循环场合。

图表 20: 公司多个泵产品实现国产替代

产品名称	具体描述
第三代 CDM 不锈钢冲压泵	全系列 CDM 产品的性能均超过了欧盟对水泵产品最小能效指标 (MEI) 的要求，它的性能完全能比肩国外同类品牌，CDM 产品现被广泛应用于供水、污水处理、海水淡化等领域。
屏蔽泵	性能指标达国内领先水平，可广泛应用于室内供热系统，空气源热泵、空调系统，生活用水增压，太阳能供热系统等各类冷热水增压及循环场合。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

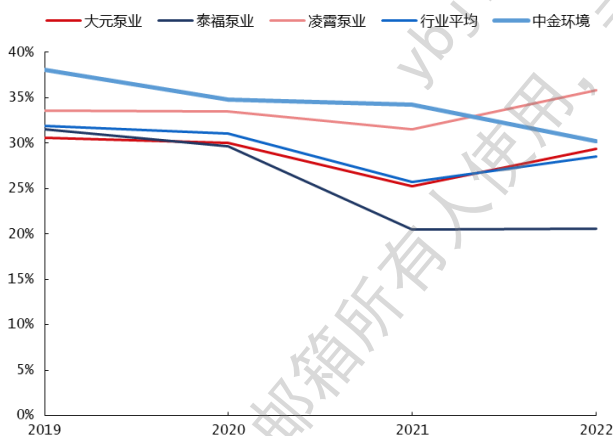
新兴领域增长，公司有望持续受益。根据中国机械工程学会泵专业委员会统计数据，我国每年全国发电量的 19%-23% 要消耗在泵产品上，泵业是通用机械行业中耗电量最大的行业之一。在我国提出“碳达峰”、“碳中和”目标的背景下，电机的节能增效成为减碳的重要途径。水泵在各行各业尤其在工业和商业领域消耗了大部分电能，节能水泵对于“碳达峰”、“碳中和”有着重要的意义和作用。高效节能离心泵已成为全球泵行业发展的共识，全球对节能泵的需求日益增长。因此，加强离心泵行业的节能技术开发，已成为当前国家节能工作的重要组成部分。公司生产的不锈钢冲压离心泵采用冲压、焊接工艺制造，取代

传统铸造工艺。流道光滑，泵体生产过程中材料损耗小，生产效率高，能较好的实现机械化与自动化大批量生产，节能降耗，减少环境污染。另外，公司也在积极开发超高扬程泵（用于核电设施）、抗震柴油机消防泵等技术含量高、市场空间大、产品附加值高的特殊领域用泵，以期打造泵领域更多拳头产品，进一步巩固提升公司制造板块盈利能力。

### 3.3. 精细化管理净利率有望提升

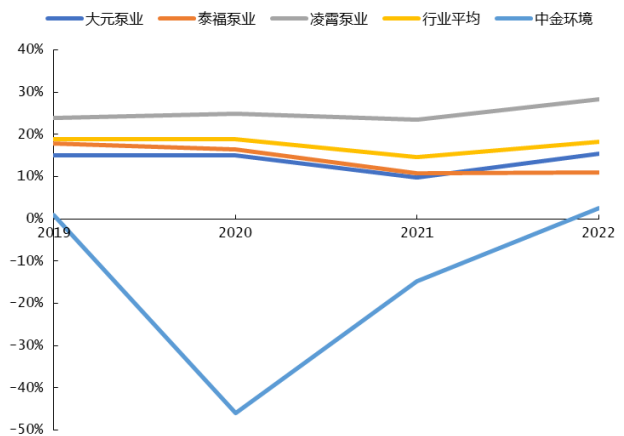
公司实现精细化管理，盈利能力有望提升。围绕“瘦身健体”目标，公司对各板块非主业、非优势业务以及低效、无效资产进行全面排查、清理，并制定整改方案，实现部分子企业清算关闭及管理层级的缩短，并积极推动部分低效环保类项目政府回购或市场化退出，确保公司资产质量逐步提升，为主业资产争取更多资源及发展空间；围绕“高效决策”目标，公司结合实际运行情况对内部流程不断进行优化改进，在风险可控条件下简化内部审核、审批环节，确保日常管理高效科学；围绕“精细化管理”目标，公司积极实行全面预算管理，细化分解年度目标任务，建立完善的考核激励体系，并借助信息化建设、智能工厂建设和制度体系建设，持续加大生产工艺改进，全流程降本增效。在毛利率方面，公司处于行业领先水平，净利率较行业平均水平仍有上升空间。

图表 21：公司毛利率处于行业领先水平



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表 22：公司净利率较行业平均水平仍有上升空间



数据来源：iFinD，国联证券研究所

## 4. 盈利预测、估值与投资建议

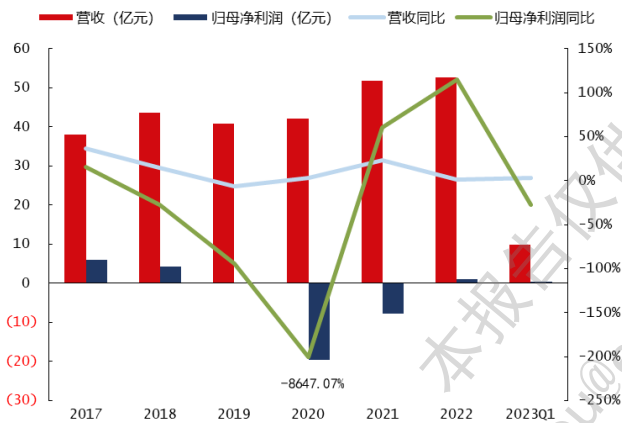
### 4.1. 2022 年扭亏为盈，盈利水平回升

2017-2023Q1，公司归母净利润分别为 5.91/4.30/0.23/-19.60/-7.79/1.16/0.40 亿元，2022 年公司已经实现扭亏为盈。受益于下游行业发展及公司产能提升，公司近几年营收稳步增长。2017-2022 年，公司营业收入分别为 38.15、43.63、40.94、42.18、51.87、52.64 亿元，CAGR 为 6.65%。并购历史遗留问题导致公司商誉原值较高，从而导致公司 2020 及 2021 年公司资产减值过高。2017-2022 年，归母净利润分别为 5.91、4.30、0.23、-19.60、-7.79、1.16 亿元，2022 年公司已经实现扭亏为盈。受益于下游复苏不景气等因素影响，公司 2023 年第一季度归母净利润有所下滑，营业收入和归母净利润分别为 9.79、0.40 亿元，同比分别增长 3.53%、下滑 26.93%。

公司盈利能力有望回归正常水平。公司通用设备制造业板块毛利率较为稳定，

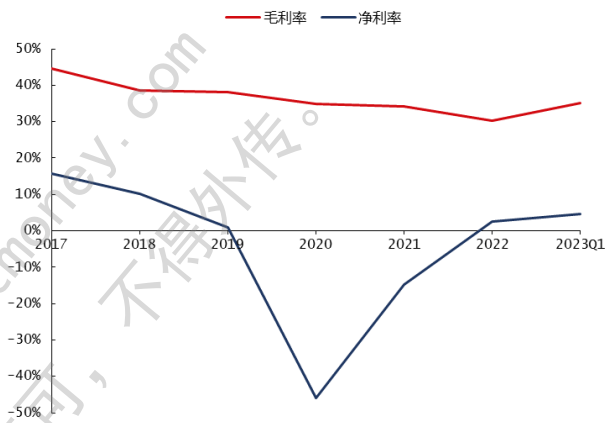
2017-2022 年分别为 41.20%、38.71%、37.96%、37.03%、38.17%、35.22%，较为稳定；2017-2023 年第一季度，公司整体毛利率分别为 44.67%、38.56%、38.04%、34.79%、34.22%、30.20%、35.11%，趋于稳定；净利率分别为 15.73%、10.27%、0.96%、-46.03%、-14.71%、2.57%、4.57%，有望回归正常水平。

图表 23：2022 年公司扭亏为盈



资料来源：iFinD，国联证券研究所

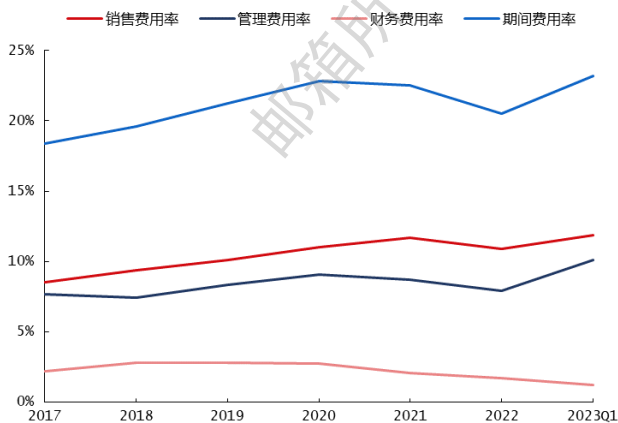
图表 24：公司盈利能力有望回归正常水平



数据来源：iFinD，国联证券研究所

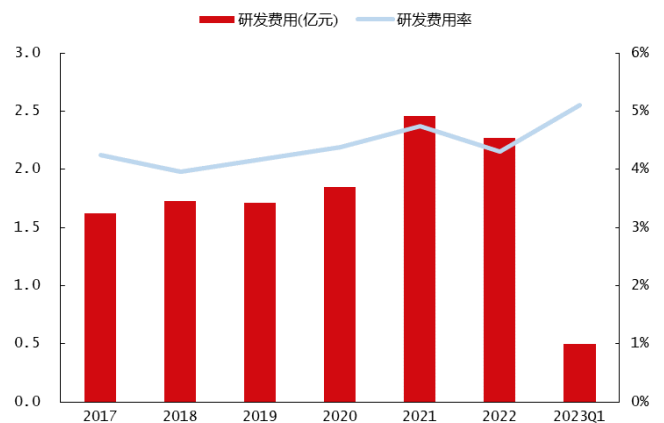
2017-2022 年期间费用率趋于稳定，公司较为重视研发。2017-2022 年公司期间费用率分别为 18.37%、19.57%、21.28%、22.85%、22.50%、20.50%，趋于稳定；其中近几年财务费用率不断下降，2019-2023Q1，财务费用率分别为 2.81%、2.75%、2.08%、1.69%、1.23%。2017-2023Q1，公司研发费用分别为 1.62、1.73、1.71、1.85、2.46、2.27、0.50 亿元，研发费用率一直稳定在 3.90%-5.2% 区间。

图表 25：公司费用率趋于稳定



资料来源：iFinD，公司公告，国联证券研究所

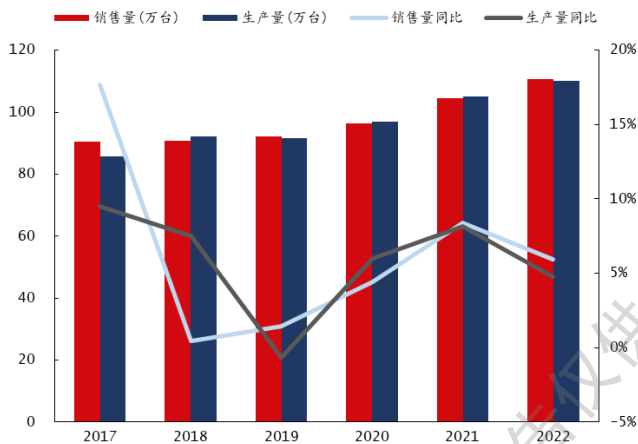
图表 26：公司比较重视研发



数据来源：iFinD，公司公告，国联证券研究所

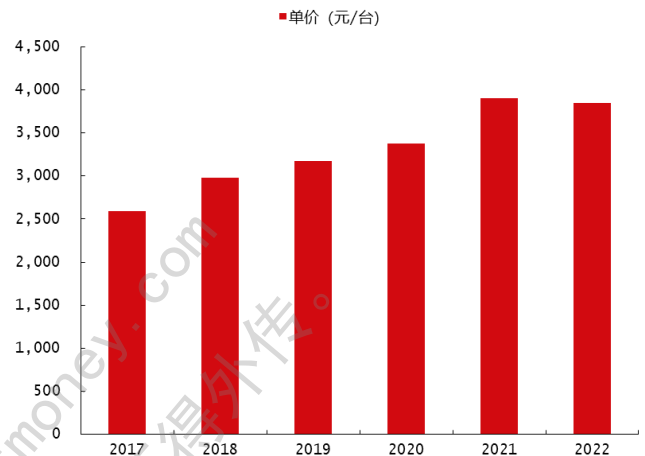
2022 年公司泵类产品销量达 110.66 万台，2017-2022 年公司核心产品泵均价趋于稳定。根据公司历年年报数据，2022 年，公司核心产品泵类产销量分别为 109.98/110.66 万台，同比分别增长 4.76%、5.96%，2017-2022 年公司核心产品泵均价分别为 2590.64/2978.59/3176.52/3378.82/3899.05/3848.04 元/台，趋于稳定。

图表 27: 2022 年泵销售量达 110.66 万台



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

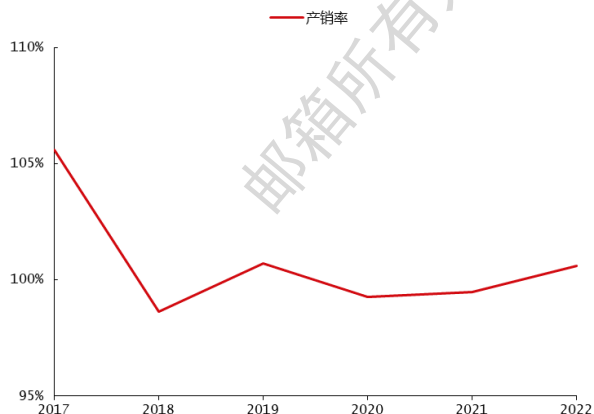
图表 28: 公司泵类产品均价趋于稳定



数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

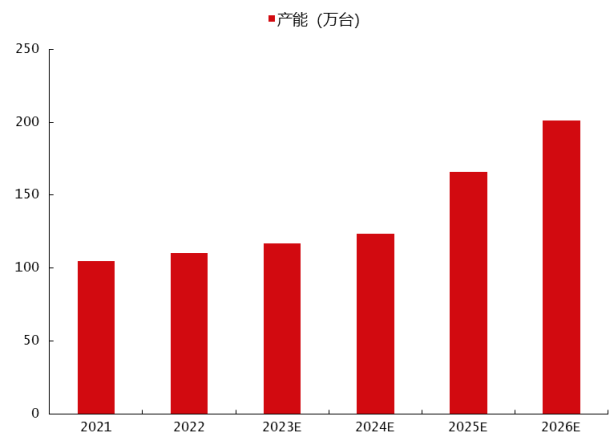
公司核心产品产销率维持高位, 公司泵产能有望进一步上升。根据公司历年年报数据, 2017-2022 年公司核心产品泵的产销率分别为 105.59%、98.63%、100.72%、99.26%、99.48%、100.62%, 一直维持高位, 产品供不应求。根据公司公告数据, 2023 年 4 月, 公司发布定增, 由控股股东无锡市政全额认购, 募集资金 4 亿主要用于泵产品智能制造产业基地建设项目(一期), 该项目完全达产后, 预计将形成年产 70 万台套多级离心泵的生产能力。我们预计公司 2023-2025 年泵产能分别为 116.58、123.58、165.99 万台, 公司泵产能有望进一步提升, 为公司主营业务成长贡献高速增长。

图表 29: 公司泵产销率维持高位



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 30: 公司泵产能有望进一步提升



数据来源: 公司公告, 国联证券研究所测算(注: 2021 及 2022 年以产量代替产能)

## 4.2. 盈利预测

未来公司将紧紧围绕经营业绩提升的发展目标: 一是重点聚焦制造业(泵业)做大做强; 二是针对环境治理类业务布局, 通过多种方式推动环保类业务“瘦身健体”, 努力实现相关亏损业务亏损幅度逐步收窄或扭亏为盈。基于此, 我们做出以下假设:

1) 定增项目到 2024 年完全投产, 预计新增 70 万台多级离心泵产能, 预计公司 2023-2025 年泵产能分别为 116.58/123.58/165.99 万台, 预计通用设备-水泵 2023-

2025 年营收分别为 47.79/59.73/71.68 亿元，通用设备-成套变频供水设备 2023-2025 年营收分别为 8.16/10.60/12.72 亿元。

2) 考虑到公司未来将积极“瘦身健体”，努力将亏损业务收窄或扭亏为盈，我们预计勘察设计业务 2023-2025 年营收分别为 2.98/2.68/2.41 亿元；预计环保运营业务 2023-2025 年营收分别为 2.16/1.95/1.75 亿元，危废处理业务 2023-2025 年营收分别为 1.33/1.20/1.08 亿元。

综上，我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 65.28/79.03/92.51 亿元，对应增速分别为 24.01%/21.06%/17.06%。

图表 31：公司营收测算（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入合计</b>	<b>5,186.50</b>	<b>5,264.16</b>	<b>6,527.98</b>	<b>7,902.54</b>	<b>9,250.95</b>
<b>yoy</b>	<b>22.95%</b>	<b>1.50%</b>	<b>24.01%</b>	<b>21.06%</b>	<b>17.06%</b>
<b>毛利率</b>	<b>34.22%</b>	<b>30.20%</b>	<b>4,433.07</b>	<b>5,224.06</b>	<b>5,967.53</b>
<b>通用设备制造业-水泵</b>					
收入	3591.69	3675.83	4778.58	5973.23	7167.88
YOY	28.18%	2.34%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率	37.00%	35.11%	36.00%	37.00%	38.00%
<b>通用设备制造业-成套变频供水设备</b>					
收入	480.32	582.58	815.61	1060.29	1272.35
YOY	6.14%	21.29%	40.00%	30.00%	20.00%
毛利率	46.94%	35.87%	38.00%	40.00%	42.00%
<b>勘察设计板块-设计业务</b>					
收入	358.65	331.13	298.02	268.22	241.40
YOY	11.99%	-7.67%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	40.92%	39.79%	40.00%	41.00%	42.00%
<b>环保运营板块-运营业务</b>					
收入	41.89	240.29	216.26	194.63	175.17
YOY	-36.71%	473.55%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	-94.69%	6.30%	8.00%	10.00%	12.00%
<b>废弃资源综合利用板块-危废处理业务</b>					
收入	230.06	148.22	133.40	120.06	108.05
yoy	-22.96%	-35.57%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	0.00%	-31.57%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>其他</b>					
收入	483.89	286.11	286.11	286.11	286.11
yoy	73.62%	-40.87%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	-24.09%	-3.57%	-3.57%	-3.57%	-3.57%

资料来源：iFinD、国联证券研究所

### 4.3. 估值与投资建议

我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 65.28/79.03/92.51 亿元，对应增速分别为 24.01%/21.06%/17.06%，归母净利润分别为 1.87/3.82/5.99 亿元，对应增速分别为 61.73%/104.35%/56.83%，EPS 分别为 0.10/0.20/0.31 元/股，3 年 CAGR 为 73.06%。



鉴于公司主营业务泵类产品收入有望放量，叠加传统亏损业务逐渐收窄，参考可比公司 2024 年平均估值 14 倍，我们给予公司 2024 年 20 倍 PE，目标价 3.97 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 32：可比公司估值**

证券代码	证券简称	市价(元)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603757.SH	大元泵业	27.65	1.98	2.43	3.06	13.96	11.38	9.04
002131.SZ	利欧股份	2.45	0.08	0.11	0.14	30.63	22.27	17.50
002884.SZ	凌霄泵业	14.06	1.22	1.37	1.60	11.52	10.26	8.79
688059.SH	华锐精密	77.45	5.23	7.27	9.22	14.81	10.65	8.40
688308.SH	欧科亿	53.25	2.83	3.59	4.46	18.82	14.83	11.94
000657.SZ	中钨高新	9.22	0.65	0.83	1.00	14.18	11.11	9.22
	行业平均					17.32	13.42	10.81
300145.SZ	中金环境	2.86	0.10	0.20	0.31	41	20	13

数据来源：iFinD、国联证券研究所。注：可比公司盈利预测来自 iFinD 一致预测，收盘价取 2023 年 6 月 13 日收盘价

## 5. 风险提示

- 1) 泵类行业需求不及预期。**宏观经济及制造业复苏不明显，导致通用机械泵类行业需求不及预期。
- 2) 公司泵产能释放不及预期。**受市场环境变化、疫情等问题影响，可能出现定增项目建设及投产不善、生产基地停工等问题，致使产能不达预期。
- 3) 亏损业务收窄不及预期等。**环保行业发展不及预期，公司“关停并转”等方式处置低效无效资产，实施不及预期等。

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	869	1,012	2,098	2,199	2,511	营业收入	5,187	5,264	6,528	7,903	9,251
应收账款+票据	1,532	2,808	2,583	3,126	3,660	营业成本	3,412	3,675	4,433	5,224	5,968
预付账款	138	98	167	202	236	税金及附加	37	34	46	55	65
存货	1,133	1,026	1,366	1,609	1,838	营业费用	607	573	731	885	1,036
其他	519	390	522	631	738	管理费用	697	643	851	1,031	1,207
<b>流动资产合计</b>	<b>4,191</b>	<b>5,334</b>	<b>6,735</b>	<b>7,768</b>	<b>8,984</b>	财务费用	108	89	65	41	23
长期股权投资	16	17	17	17	16	资产减值损失	-998	-87	-173	-210	-245
固定资产	1,486	1,573	1,695	1,535	1,375	公允价值变动收益	11	9	0	0	0
在建工程	215	282	0	0	0	投资净收益	-21	10	-7	-7	-7
无形资产	1,631	671	657	644	630	其他	-35	7	-60	-80	-99
其他非流动资产	423	386	405	397	396	<b>营业利润</b>	<b>-718</b>	<b>190</b>	<b>161</b>	<b>369</b>	<b>601</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,771</b>	<b>2,929</b>	<b>2,774</b>	<b>2,593</b>	<b>2,417</b>	营业外净收益	-4	-1	39	39	39
<b>资产总计</b>	<b>7,961</b>	<b>8,263</b>	<b>9,508</b>	<b>10,360</b>	<b>11,401</b>	<b>利润总额</b>	<b>-722</b>	<b>189</b>	<b>200</b>	<b>408</b>	<b>640</b>
短期借款	591	153	0	0	0	所得税	41	53	14	28	43
应付账款+票据	1,246	1,316	1,722	2,029	2,318	<b>净利润</b>	<b>-763</b>	<b>135</b>	<b>186</b>	<b>380</b>	<b>597</b>
其他	1,938	2,060	2,831	3,364	3,873	少数股东损益	16	20	-1	-1	-2
<b>流动负债合计</b>	<b>3,774</b>	<b>3,529</b>	<b>4,553</b>	<b>5,393</b>	<b>6,191</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>-779</b>	<b>116</b>	<b>187</b>	<b>382</b>	<b>599</b>
长期带息负债	1,423	1,573	1,190	820	467	<b>财务比率</b>					
长期应付款	0	0	0	0	0		<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
其他	589	860	860	860	860	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,012</b>	<b>2,433</b>	<b>2,050</b>	<b>1,680</b>	<b>1,327</b>	营业收入	22.95%	1.50%	24.01%	21.06%	17.06%
<b>负债合计</b>	<b>5,786</b>	<b>5,962</b>	<b>6,602</b>	<b>7,073</b>	<b>7,517</b>	EBIT	65.52%	145.16%	-4.63%	69.82%	47.56%
少数股东权益	138	149	149	147	145	EBITDA	74.02%	214.31%	-5.74%	41.47%	33.01%
股本	1,923	1,923	1,963	1,963	1,963	归母净利润	60.24%	114.83%	61.73%	104.35%	56.83%
资本公积	748	678	1,057	1,057	1,057	<b>获利能力</b>					
留存收益	-635	-449	-262	119	718	毛利率	34.22%	30.20%	32.09%	33.89%	35.49%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,175</b>	<b>2,301</b>	<b>2,906</b>	<b>3,287</b>	<b>3,883</b>	净利率	-14.71%	2.57%	2.85%	4.81%	6.45%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,961</b>	<b>8,263</b>	<b>9,508</b>	<b>10,360</b>	<b>11,401</b>	ROE	-38.26%	5.37%	6.78%	12.16%	16.02%
						ROIC	-19.33%	4.98%	5.87%	14.35%	21.50%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债	72.68%	72.15%	69.43%	68.27%	65.94%
净利润	-763	135	186	380	597	流动比率	1.11	1.51	1.48	1.44	1.45
折旧摊销	201	195	181	181	175	速动比率	0.71	1.14	1.08	1.04	1.05
财务费用	108	89	65	41	23	<b>营运能力</b>					
存货减少	-274	107	-339	-244	-229	应收账款周转率	3.39	1.88	2.53	2.53	2.53
营运资金变动	-209	-176	862	-91	-106	存货周转率	3.01	3.58	3.25	3.25	3.25
其它	1,333	13	322	252	237	总资产周转率	0.65	0.64	0.69	0.76	0.81
<b>经营活动现金流</b>	<b>396</b>	<b>364</b>	<b>1,276</b>	<b>520</b>	<b>697</b>	<b>每股指标(元)</b>					
资本支出	817	73	0	0	0	每股收益	-0.41	0.06	0.10	0.20	0.31
长期投资	-35	9	0	0	0	每股经营现金流	0.21	0.19	0.66	0.27	0.36
其他	489	-226	-8	-8	-8	每股净资产	1.06	1.12	1.43	1.63	1.94
<b>投资活动现金流</b>	<b>-362</b>	<b>-290</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>估值比率</b>					
债权融资	694	-288	-536	-369	-353	市盈率	-7.06	47.61	29.44	14.41	9.19
股权融资	0	-71	419	0	0	市净率	2.70	2.56	1.99	1.75	1.47
其他	-1,053	387	-65	-41	-23	EV/EBITDA	-19.25	12.82	12.10	8.02	5.39
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-359</b>	<b>28</b>	<b>-182</b>	<b>-411</b>	<b>-376</b>	EV/EBIT	-12.96	21.84	20.37	11.25	6.82
<b>现金净增加额</b>	<b>-329</b>	<b>107</b>	<b>1,086</b>	<b>101</b>	<b>312</b>						

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2023年6月13日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695