

最高规格会议助阵，公司华丽战略转型，潜力巨大

投资要点：水利投资落实 公司收获水利订单

● 泵业未来龙头，分享4万亿水利建设盛宴

中央最高规格会议落实水利投资精神，国家农田水利基础设施建设今后10年总投资40000亿元，每年投资4000亿元，其中，机电设备投资占比约10%，按泵与电机的投资额占机电设备投资总额50%计算，每年市场容量为200亿元。作为未来泵业龙头地位的利欧股份和新界泵业等，有望在政策的推动下获得快速发展。

● 国内市场容量巨大，公司享有本土渠道和国际技术双重优势

国内泵业市场容量1000多亿元，占全球比重达四分之一。“十一五”期间，我国泵行业将以25%的平均速度发展，远高于海外市场增速。2009年公司在全国设立了100多家经销商，此外通过多项国际技术认证，公司的自主研发和技术能力在国内优势明显。公司享有本土渠道和国际技术双重优势，在竞争中处于有利地位。

● 传统微型小型泵类市场回暖，中国水务参股如虎添翼

公司是中国最大的微型小型水泵制造商和出口商。公司产品出口欧洲占出口总量的70%以上。在与欧洲市场容量相当的美国市场，我们预计公司今年有望打开潜力巨大的美国市场。中国水务总资产达100亿元，公司的泵类业务与中国水务及其子公司的诸多水务业务存在产业链上的关系。公司通过股权转让引入中国水务等战略投资者，借助中国水务投资有限公司在水利等领域的行业经验和市场资源，与其共同开拓快速增长的水利、水务用泵市场。

● 持续建议买入，股价至少还有50%空间

预测公司2011~13年EPS分别为0.56, 0.84, 1.18，三年净利润复合增速47.8%。我们按照各项业务的行业特点，增长潜力分别进行估算，我们认为公司股价至少还有50%空间。

主要财务指标

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	848.33	1195.11	1751.27	2357.90	3156.31
净利润(百万元)	97.36	110.59	169.32	254.40	356.79
净利润增长率	38.65%	13.58%	53.11%	50.25%	40.25%
EPS(元)	0.32	0.37	0.56	0.84	1.18
ROE(归属母公司)	18.31%	17.20%	20.84%	24.24%	25.84%
PE	57	50	33	22	15
PB	10	9	7	5	4

资料来源：中国银河证券研究部

利欧股份(002131.SZ)

推荐 维持评级

合理估值区间 25.2~29.4元

分析师

邱世梁 机械行业首席分析师

☎: (8621)20252602

✉: qiushiliang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0260511020020

邹润芳 联系人

☎: (8621)20252629

✉: zourunfang@chinastock.com.cn

鞠厚林 机械行业分析师

☎: (8610) 6656 8946

✉: juhoulin@chinastock.com.cn

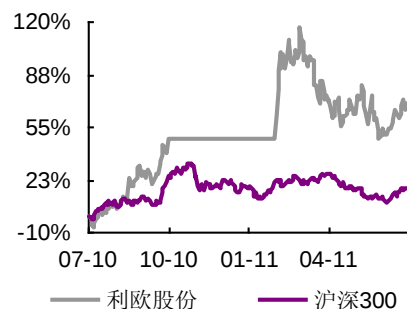
执业证书编号: S0130207091557

王华君 联系人

☎: (8610) 6656 8477

✉: wanghuajun@chinastock.com.cn

相对上证综指表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

收购终成所愿，未来很明了 2011-2-15
真金白银落实，强烈推荐水利设备 2011-7-8

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

- 1、全国固定资产投资增速保持稳定,水泵市场需求稳定上升。
- 2、2011-12 年全国水泵市场行业容量预计增长 20%-25%。
- 3、公司中大泵产品投产顺利,2011 年开始贡献收益。
- 4、原材料价格稳定,公司产品毛利率回升至 2009 年水平。

我们与市场不同的观点:

市场普遍认为水利投资是概念性,我们认为短看是概念,长看是大空间,据我们跟踪,很多地方已经开始真金白银落实农田水利项目投资了。

市场普遍将利欧作为微型小型泵类龙头看待。而我们认为公司将在大中型泵类市场有所作为,将在中国水务的平台下获得电站用泵、水利工程等大量水利等行业的中大泵订单。

市场普遍认为公司产品主要是贴牌供出口。而我们认为公司显然清醒的认识到了这个问题,以设立湖南利欧为契机,将在产能扩大后,向国内市场发展,打造自有品牌、寻找新的利润增长点。

我们认为公司拓宽泵类业务产品线的意愿非常明确。公司未来仍将通过一系列增发收购扩大规模,打造中国泵类行业龙头。

估值与投资建议:

我们从去年一直推荐利欧股份,公司战略及其清晰,善于利用资源。目前公司按照大的战略在持续进行收购整合,开拓高端泵市场。

预测公司 2011~13 年每股收益(EPS)分别为 0.56, 0.84, 1.18, 三年净利润复合增速 47.8%。我们按照各项业务的行业特点,增长潜力分别进行估算, 我们觉得公司合理价格为 30 元,持续推荐。

股价表现的催化剂:

- 1、强势进入大中型水泵市场,后续有望获大订单。
- 2、复制欧洲市场成功经验,美国市场有望出现快速增长
- 3、国内市场容量巨大,公司享有本渠道和国际技术双重优势
- 4、中国水务参股,公司战略转型,打开巨大空间

主要风险因素:

市场竞争加剧的风险;人民币升值影响出口竞争力;原材料成本上升的风险;新产品市场推广不顺利的风险。

目录

一、公司简介：业务转型，潜力巨大.....	1
业务转型，高端中大泵空间大	1
二、泵业未来龙头，分享 4 万亿水利建设盛宴.....	3
（一）水利建设投资重如泰山	3
（二）最高级别水利会议：真金白银落实，水利建设投资加速	4
（三）泵业未来龙头，谁与争锋	4
三、行业趋势向好，市场容量巨大.....	5
四、复制欧洲市场成功经验，美国市场有望出现好年成.....	7
五、国内市场容量巨大，公司享有本土渠道和国际技术双重优势.....	8
（一）国内市场容量巨大.....	8
（二）行业竞争较激烈，但本土渠道更易打开市场	9
（三）国际技术确保核心竞争力	9
六、中国水务参股，利欧如虎添翼.....	10
（一）引入中国水务，打开国内水处理行业巨大市场	10
（二）业务有望互补整合，打造业内旗舰品牌.....	11
（三）节水灌溉任重道远，公司产品潜力无限.....	12
七、进入大中型工业泵市场，与中国工业化大业共成长.....	14
（一）设立子公司，进军工业用泵市场	14
（二）工业用泵潜力巨大，市场容量更甚于家庭和农业用微型小型泵.....	14
（三）水利行业受国家行业扶持，水利用泵增长迅速，潜力巨大	15
（四）水务提供新平台，南水北调、水利工程等订单或纷至沓来	16
八、财务分析.....	17
成长能力分析.....	17
整体财务状况健康	18
估值	21
前提假设	21
价值评估	21
估值结果汇总.....	22
财务报表及预测.....	22
插图目录	25
表格目录	26

一、公司简介：业务转型，潜力巨大

公司原来主要从事微型小型水泵、园林机械、清洗和植保机械的研发、设计、制造、销售，是中国最大的微型小型水泵制造商和出口商，中国最大的碎枝机出口商。同时，公司还将发展工业泵产品，已在湖南湘潭九华示范区购买土地，作为公司工业泵产品的重要生产基地。

公司微型小型水泵产品主要应用于家庭供水、家庭排水（雨水、污水、地下室积水）、花园及庭院浇灌、楼宇供水、农林灌溉、市政及工业供排水等领域；园林机械产品主要应用于园林绿化（草坪修剪、草坪整理、枝桠削片整理）、家庭庭院养护作业（扫雪、劈木）等领域。

业务转型，高端中大泵空间大

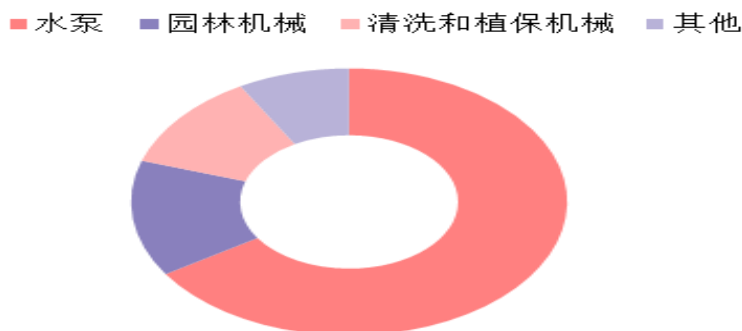
公司收购天鹅水泵厂后成功转型，工业泵产品广泛用于排灌、养殖、市政供水、污水处理、水利工程、冶金、钢铁、化工、船舶等行业，是公司产品大力发展的方向。

图表 1：公司重点产品



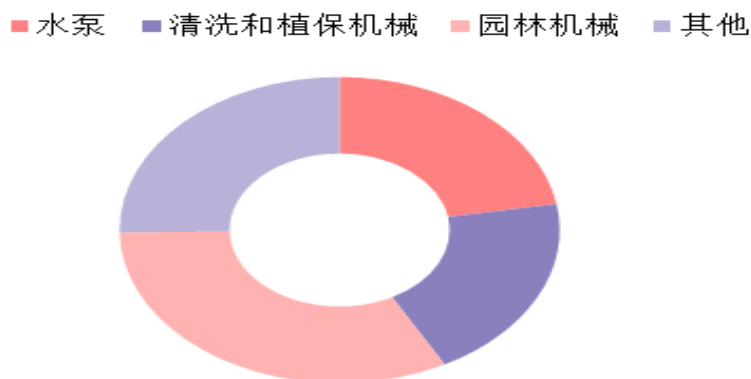
资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

图表 2：公司 2010 年收入占比



资料来源：WIND 资讯，中国银河证券研究所

图表 3: 2010 年毛利率占比

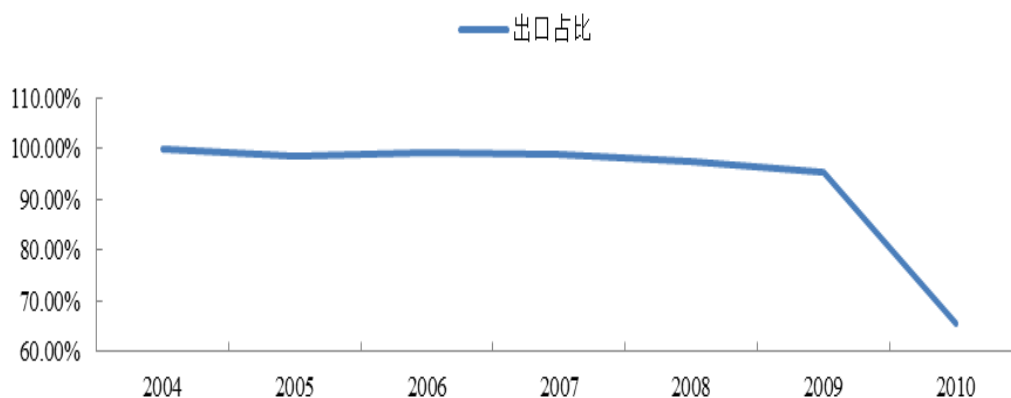


资料来源: WIND 资讯, 中国银河证券研究所

公司的经营模式以 ODM/OEM 为主, 即为其它品牌制造商、经销商、零售商设计和制造产品并以其品牌销售。

公司产品以出口外销为主, 公司以自营出口和间接出口方式向国外客户提供优质产品, 最近三年产品外销比例均保持在 95% 以上。国内市场占比逐渐提高, 公司国内市场的拓展在逐渐展开。

图表 4: 公司产品外销为主, 国内市场逐渐拓展

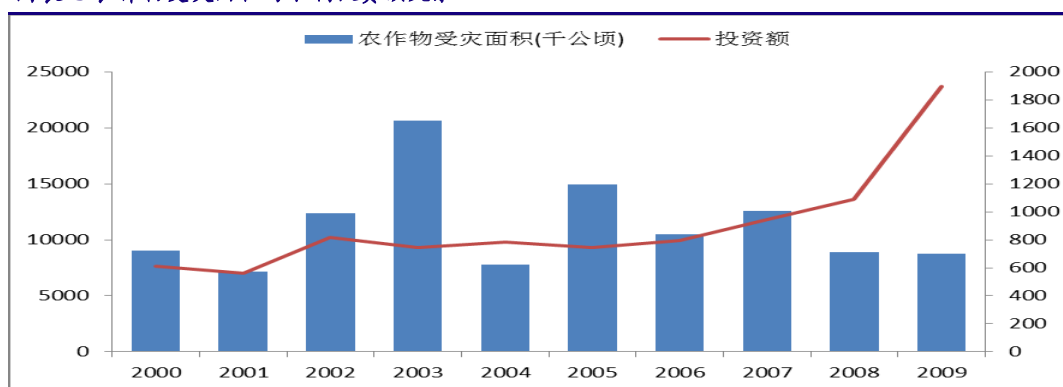


资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

二、泵业未来龙头，分享 4 万亿水利建设盛宴

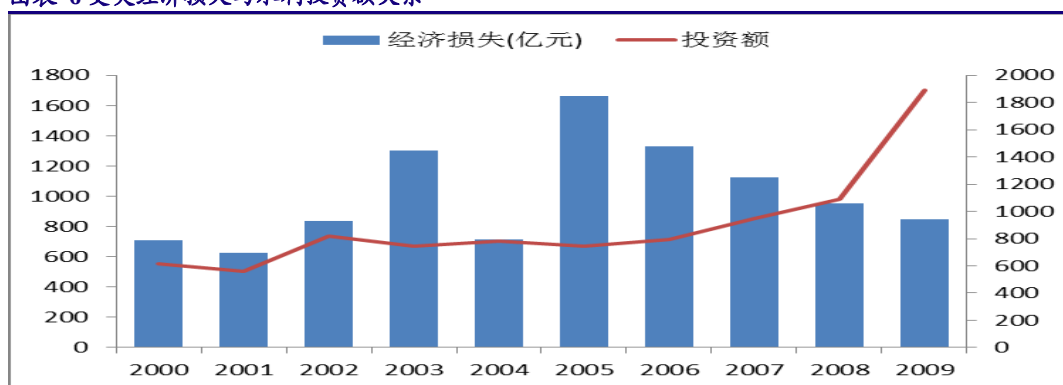
(一) 水利建设投资重如泰山

图表 5 农作物受灾面积与水利投资额关系



资料来源：水利部，中国银河证券研究部

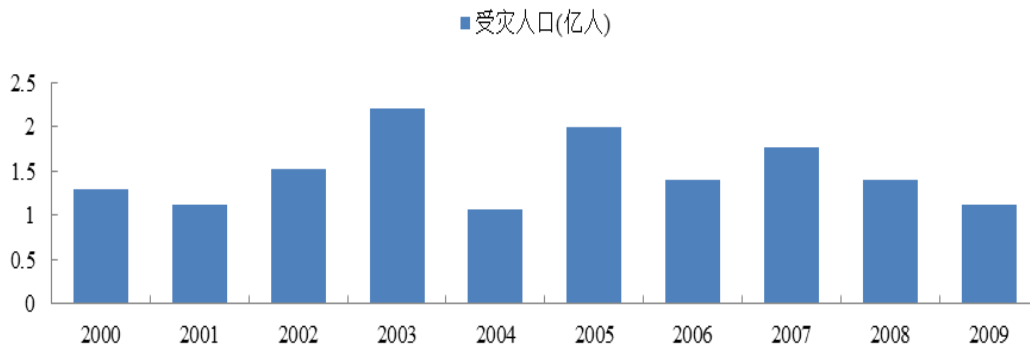
图表 6 受灾经济损失与水利投资额关系



资料来源：水利部，中国银河证券研究部

根据图 1，图 2，我们可以看出随着近年来水利建设投资额的增加，我国农作物受灾面积，受灾经济损失都有了大幅度的下降，水利建设投资的效果较为明显。然而这是否意味着目前我国的水利建设投资额已经足够呢？答案显然是否定的。从绝对量上来看，我们发现每年仍然有 1 亿多人口受到自然灾害的影响，受灾面积在最低年份也达到了八百万公顷，经济损失额达到了八百多亿。因此，未来进一步加大水利建设投资就变得尤其重要。

图表 7: 10 年来受灾人口变化



资料来源: 水利部, 中国银河证券研究部

(二) 最高级别水利会议: 真金白银落实, 水利建设投资加速

2011 年一号文件《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》于 1 月 30 日公布。文件提出要“把水利作为国家基础设施建设的优先领域, 把农田水利设施建设作为农村基础设施建设的重点任务, 把严格水资源管理作为加快转变经济发展方式的战略举措”。

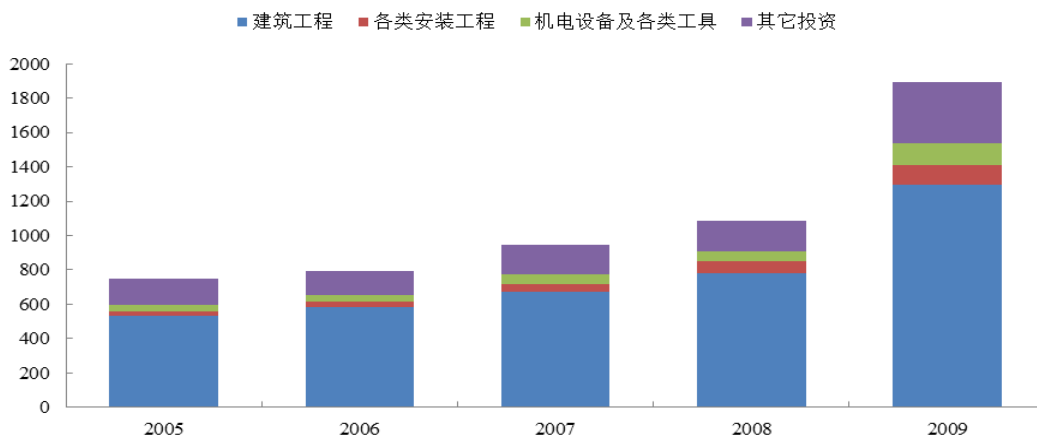
目标是力争通过 5 年到 10 年努力, 从根本上扭转水利建设明显滞后的局面。并且有投资方面的具体规划: 未来十年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍。10 年水利投资在 2000 亿左右, 因此未来十年年均水利投入 4000 亿, 总共达 4 万亿。且一号文件还另外开拓水利建设资金来源, 从土地出让收益中提取 10% 用于农田水利建设。

今年旱涝急转, 很多地方都受到很大影响和损失, 究其原因还是水利设施工程建设严重滞后, 据我们草根调研, 很多地方水利投资还没开始, 之前口号离实际操作还存在一定的距离。本次中央召开最高级别水利会议, 九大常委和地方行政首长以及银行系统全部参加, 我们认为三季度水利投资将加速, 随着具体细则的出台, 水利建设将真正获得投资资金的支持。

(三) 泵业未来龙头, 谁与争锋

国家农田水利基础设施建设 10 年总投资 40000 亿元, 每年投资 4000 亿元, 其中, 机电设备投资占比约 10%, 每年投资额 400 亿元, 按泵与电机的投资额占机电设备投资总额 50% 计算, 每年市场容量为 200 亿元。利欧股份作为泵业未来龙头老大, 将在 200 亿元的容量里占据不小份额, 因此, 有望在水利建设投资的浪潮中走出一波牛市上涨行情。

图表 8: 各类水利工程投资额占比

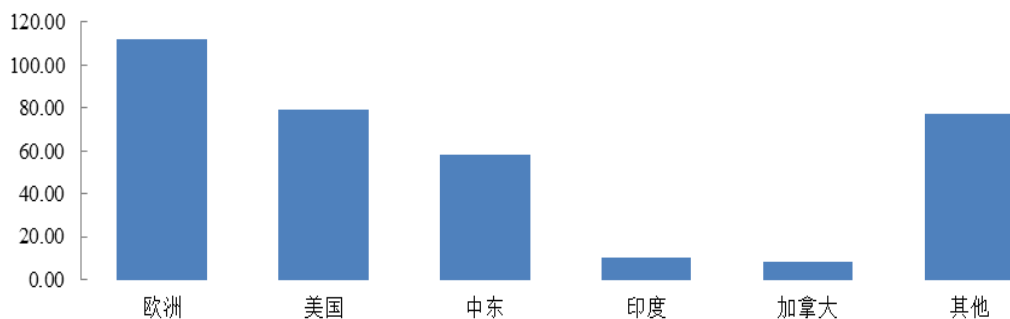


资料来源: 水利部, 中国银河证券研究部

三、行业趋势向好, 市场容量巨大

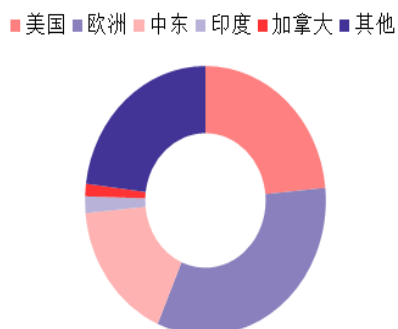
目前美国和欧洲是全球最大的泵业市场, 新兴发展中国家的泵业需求增速也很快。根据预测, 2010 年全球泵业市场容量将达到 340 亿美元, 2011 年将达到 380 亿美元。泵业市场的强劲需求将为国内泵业公司带来源源不断的订单。

图表 9: 2010 年全国泵业市场容量预测 (单位: 亿美元)



资料来源: Pump World Markets, 中国银河证券研究部

图表 10: 2010 年全球泵业市场格局预测



资料来源: Pump World Markets, 中国银河证券研究部

我国泵类产品主要出口美国、欧洲和日本，在中东、印度、东南亚等市场也有一定优势。近年来在发展中国家的市场开拓情况良好，为行业带来了新的业绩增长点。

图表 11：近年我国泵类产品主要出口国

■ 美国 ■ 日本 ■ 印度尼西亚 ■ 德国 ■ 意大利 ■ 其他



资料来源：中国银河证券研究部

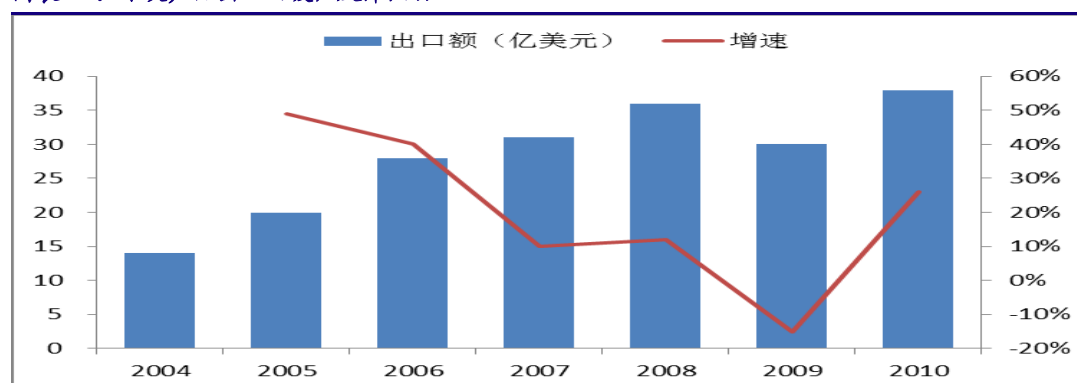
2009 年上半年，受国际金融危机的影响，泵行业产销首次出现负增长，行业生产经营形势严峻。根据中国通用机械工业协会泵行业分会对重点企业的统计数字显示，2009 年上半年，泵行业实现工业总产值 771082 万元，同比下降 5.8%；实现销售收入 704208 万元，同比下降 4.2%；实现利润总额 44420 万元，同比下降 17.9%。

尽管金融危机给泵行业带来了很大冲击，但公司积极在危机中寻找机遇，依靠技术、成本等竞争优势，在逆势中依旧稳步发展。利欧自主品牌销售以国家为代理区域，在全球寻找各国独家代理。目前，已超过 80 个地区和国家在销售利欧产品，独家代理区域和国家达到 50 个，利欧品牌在全球 200 个国家和地区注册成功或正在注册中。

通过复制拓展欧洲市场的经营模式，2009 年公司在全球泵业市场景气度不高的情况下，在大洋洲和非洲地区的销售收入分别逆势增长 244.09%和 61.45%，反映了公司良好的市场开拓能力和灵活应对市场变化的经营策略。

从 2010 年起，国际泵业市场跟随世界经济回暖。公司成功经受了经济危机的考验，出口订单源源不断，产能处于饱满状态。

图表 12：泵类产品出口回暖，反弹强劲



资料来源：中国银河证券研究部

四、复制欧洲市场成功经验，美国市场有望出现好年成

公司产品主要出口欧洲，占出口总量的 70%以上。但是在和欧洲市场容量相近的美国，公司却尚未取得销售业绩。这主要是由于公司尚未得到沃尔玛、家乐福等大卖场的销售渠道，且公司尚未按照美国的标准生产全系列的产品。

事实上，公司泵类产品的价格只有美国市场同等性能产品价格的 50%左右，价格优势明显。公司正逐渐通过研发投入，以游泳池泵和冲浪浴缸泵等产品进入美国市场，建立和完善销售渠道，从而实现在美国市场的突破。

公司出口美国市场潜力巨大。由于美国市场和欧洲市场容量相当，而公司 2009 年 70%产品出口欧洲市场。若公司在美国市场开拓顺利，达到与欧洲市场相当的销售额是大概率事件。在产能有效支持的情况下，公司的业绩将有极其显著的提升。

目前公司上市时的两个募投项目“75 万台新型高效水泵”和“68 万台园林机械”均已达产，公司的产能显著放大。预计公司还将继续扩大产能，彻底打通产能瓶颈。

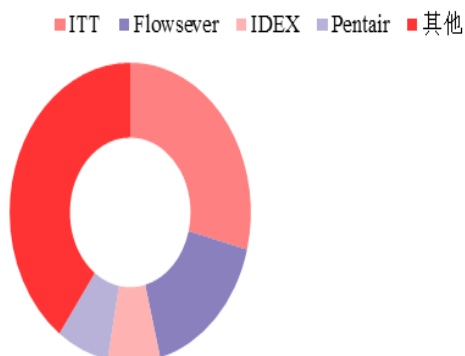
图表 13：公司拟在美国市场先行推广的产品



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

公司生产的水泵可用于家庭供排水、花园及庭院浇灌、家用中央空调循环用水等领域，是欧美市场大量需求的产品。美国的泵行业发展成熟，行业集中度高，ITT、Flowsever、IDEX、Pentair 四大厂商占据美国市场共计 60%的市场份额。

图表 14：美国泵行业市场格局



资料来源：中国银河证券研究部

公司关注美国市场已有多多年，从 2008 年美国市场仅几百万的销售额做起，2009 年公司便显著加大对美国市场的开拓力度。公司除了开发符合美国标准体系和市场需求的产品，拓展沃尔玛等大卖场的销售渠道，更寻求通过和美国泵业市场几大巨头的合作，逐步打开美国市场。

公司目前已开始成为 ITT 等美国主要水泵生产企业合作，并成为其浴缸泵、游泳池泵等产品的 OEM 商。公司力求通过自身的成本、技术优势，借助行业巨头的渠道做大做强，并逐渐进入其他泵类产品的市场。据预计，2020 年美国市场仅离心泵的进口需求就达到 49 亿美元，一旦公司成功打开美国市场，将再造一个欧洲市场。

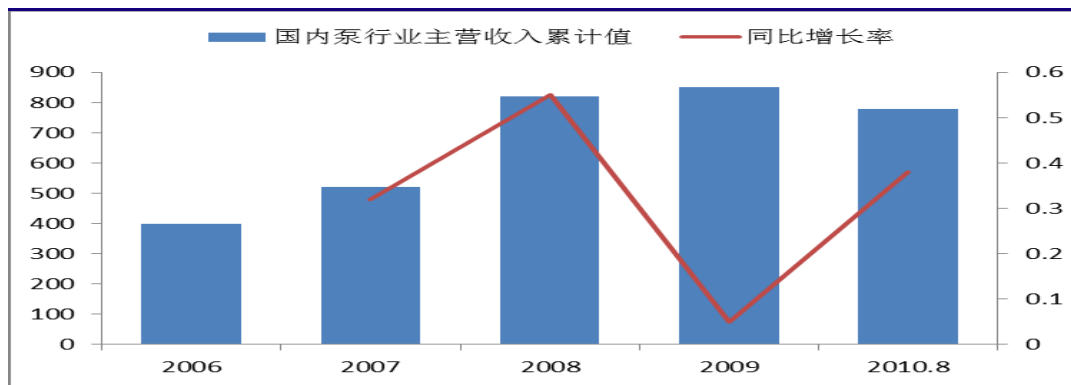
五、国内市场容量巨大，公司享有本土渠道和国际技术双重优势

（一）国内市场容量巨大

泵作为一种面广量大的通用机械产品，具有巨大的市场容量。据中国通用机械协会泵业分会统计，国内外泵类产品总体销售市场的规模在 4000 亿元以上，其中国内市场 1000 多亿元，占全球比重达四分之一。每年全国发电量的 20%-25% 要消耗在泵产品上，全国泵产品的制造厂家在 8000 家以上。

据预测，“十一五”期间，我国泵行业将以 25% 的平均速度发展。泵产品国内市场占有率，“十一五”期间预计可达到 92%。由于国家注重重大工程国产化率的提高，因此，火电、核电和“三大化工”中的重点产品市场占有率预计可达 80%~85%。

图表 15：国内市场回暖，增长强劲



资料来源：WIND，中国银河证券研究部

目前，我国现有的 400 多处大型灌排泵站由 5233 座泵站组成，装机 24484 台，装机功率 563.02 万 kW，设计流量 35870m³/s，设计灌溉面积 17729.9 万亩，有效灌溉面积 14677.5 万亩；设计排涝面积 15857.3 万亩，有效排涝面积 13719.4 万亩。这些大型灌排泵站主要分布在长江中下游及淮河中下游地区、黄河上中游地区、松辽地区、珠江、太湖及东南沿海地区和海河地区等。然而 450 处大型灌溉排水泵站中约有 90% 建于 20 世纪 80 年代及以前，特别是 20 世纪 60、70 年代建成的泵站。根据调查，全国约有 85% 以上的大型灌排泵站急需更新改造。

泵站更新改造需要大量技术先进的水泵、电动机、变压器、高低压开关柜、电缆等机电设

备。据估算，本次大型灌排泵站更新改造需要水泵约 1.17 万台、电动机约 1.12 万台、大中型变压器 3000 台以上，以及计算机监控系统、高低压开关柜、控制屏、压力钢管、闸门及启闭机、拦污栅及清污机、起重机等设备数以万计。

表格 1：全国大型灌该排水泵站更新改造前后对照情况汇总

泵站类型	处数	更新改造前				更新改造后			
		座数	装机	装机功率	设计流量	座数	装机	装机功率	设计流量
			台数	(万 kW)	(m ³ /s)		台数	(万 kW)	(m ³ /s)
合计	251	4383	18721	367.24	17484.5	4372	18481	368.66	17511.7
灌溉泵站	111	2819	9897	234.89	3288.5	2816	9818	236.50	3278.6
排涝泵站	32	291	1522	23.75	3026.6	289	1489	23.21	3036.4
灌排结合泵站	108	1273	7302	108.60	11169.5	1267	7174	108.97	11196.8

资料来源：中国银河证券研究部

大型灌排泵站更新改造各部分的投资，其中，建筑工程 40.02 亿元，占总投资的 22.23%；机电设备及安装工程 72.16 亿元，占总投资的 40.08%；金属结构工程投资 26.86 亿元，占总投资的 14.92%；临时工程 8.09 亿元，占总投资的 4.49%；独立费用 16.35 亿元，占总投资的 9.08%；预备费 16.53 亿元，占总投资的 9.19%。

（二）行业竞争较激烈，但本土渠道更易打开市场

公司在国内市场销售额较低，占比不到 5%。其主要原因并不是公司产品缺乏竞争力，而是公司连年产能不足，出口订单饱满，使得公司只能优先保证出口产品的供应，以保持国外销售渠道的畅通。

国内利润率较高的中高端泵类市场有望成为公司下一个市场高速扩张的目标。为开拓国内市场，2009 年公司就在全国设立了 100 多家经销商。公司的国内市场扩张正在全面铺开。比起国外公司，公司本土化的人才结构和销售渠道更容易打开市场。

此外，中国水务的支持也是至关重要的一环。

（三）国际技术确保核心竞争力

与国内普通厂商相比，公司的自主研发和技术创新能力优势明显。公司产品的核心部件如电机等，均由公司自行研发和生产。公司斥巨资从国外购买德国斯派克荧光光谱仪、GC-MS、紫外分光光度计、漏电起痕测试仪、盐雾试验箱等全套测试设备，创建了行业一流的综合实验室，可以进行从原材料、半成品到产成品的全过程检测。

公司通过了 UL（美国）、CSA（加拿大）目击实验室认证，获得国际知名认证机构 VDE 公司 TDAP（Test Data Acceptance Program）证书，即实验室测试的数据可直接作为 VDE 公司颁发证书的依据。

公司和控股子公司大农实业被认定为国家级高新技术企业，享受国家关于高新技术企业的

相关税收优惠政策，按 15% 的税率征收企业所得税。

比起国内同行，公司具有技术优势；比起国外企业，公司具有本土渠道优势。公司作为两大优势的结合体，必将在国内巨大市场的开拓中获得有利地位。

六、中国水务参股，利欧如虎添翼

（一）引入中国水务，打开国内水处理行业巨大市场

利欧股份在 2010 年 8 月发布重要公告，将第三大股东张灵正所持有的 3731.4014 万股，即公司 12.39% 的股份，转让给中国水务投资有限公司、北京中水新华灌排技术有限公司、中水汇金资产管理（北京）有限公司三方。股权转让后，中国水务、北京中水、中水汇金分别持有公司 6.20%、3.11%、3.09% 的股份。

三个受让方存在关联关系，中国水务投资有限公司持有新华排灌技术有限公司 92.5% 的股权，中国水务投资有限公司通过新疆昌源水务集团(60%)持有中水汇金资产管理（北京）有限公司 37.5% 的股权。

图表 16: 三个受让方之间的关联关系



资料来源：中国银河证券研究部

中国水务投资有限公司（以下简称“中国水务”）是由水利部综合事业局联合战略投资者发起成立的国家级专业水务投资和运营管理公司。公司主要从事原水开发和供应、区域间调水、城市供排水和苦咸水淡化等水务行业投资运营管理及相关增值服务。目前，公司总资产为 100 亿元，日供水能力为 600 万方。

公司此次引入中国水务等战略投资者，以借助中国水务投资有限公司在水利、市政供水、污水处理等领域的行业经验和市场资源，与其共同开拓快速增长的水利、水务用泵市场，有利于公司的长远发展。

（二）业务有望互补整合，打造业内旗舰品牌

公司的泵类业务与中国水务及其子公司的诸多水务业务存在产业链上的关系。公司产品具备安全、稳定、节能、无二次污染等优点。中国水务的相关资产若能与公司资产进行互补与整合，则公司的竞争力能够更上一个台阶。

图表 17: 公司与中国水务业务契合良好



上海自来水公司：大场水厂



山东水务投资：清风湖水库

原水开发、
污水处理



轴流泵



农业灌溉、
节水设备

北京中水新华灌排



多级离心泵



深井潜水泵



区域调水、
城市供水

引黄济青工程：棘洪滩水库



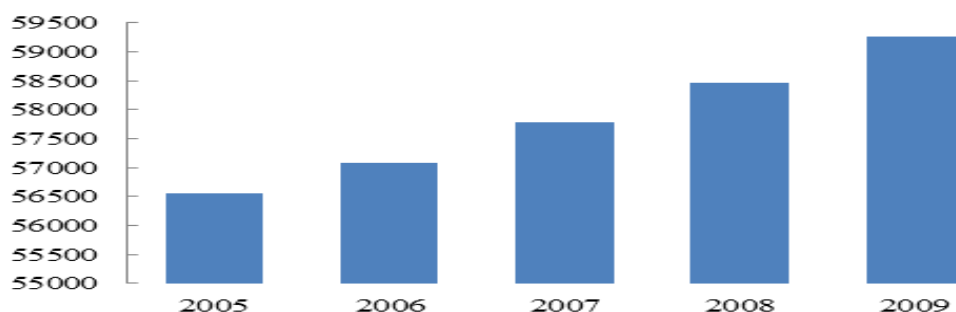
中开泵

资料来源：中国银河证券研究部

（三）节水灌溉任重道远，公司产品潜力无限

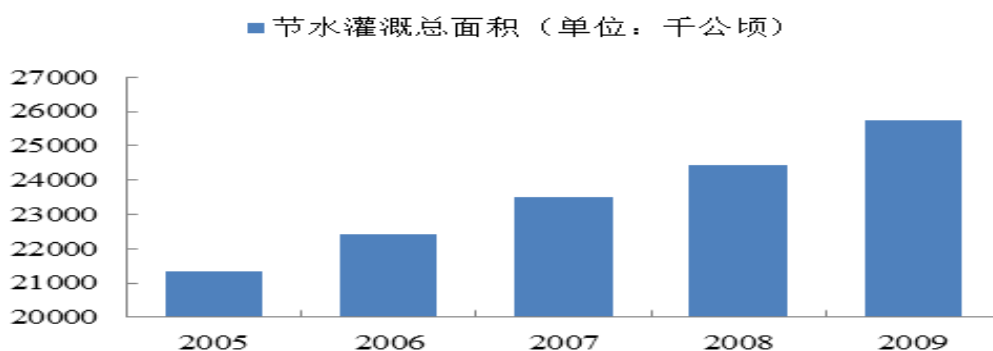
此次参股的北京中水新华灌排技术有限公司是农业节水灌溉、农村安全饮水设备的研发、生产、销售及承接工程设计于一体的专业化公司,拥有水利行业设计及水利水电施工总承包资质。利欧依托该公司在节能灌溉等领域先进的技术优势,开发配套用泵,有望共同拓展潜力巨大的节水灌溉市场。

图表 18: 农田有效灌溉面积 (单位: 千公顷)



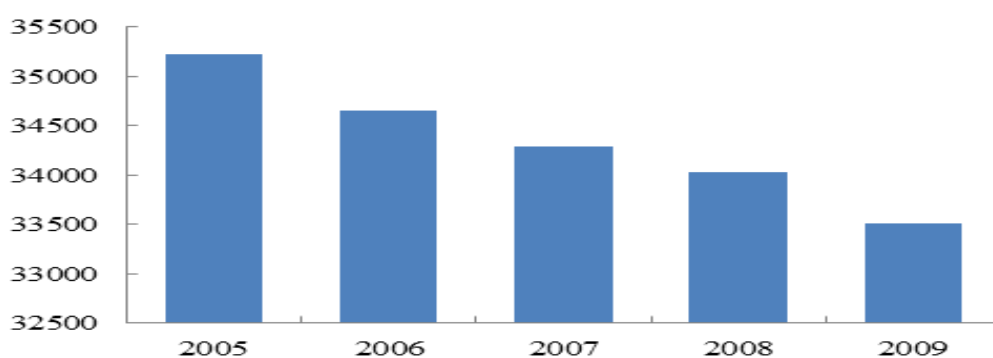
资料来源: 水利部, 中国银河证券研究部

图表 19: 节水灌溉总面积 (单位: 千公顷)



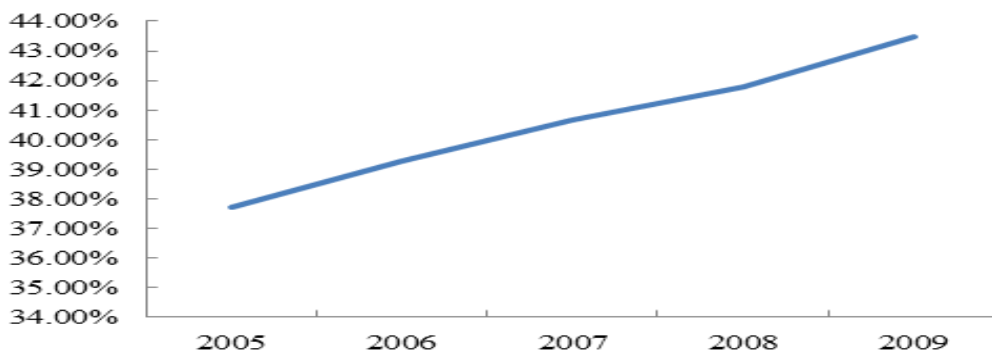
资料来源: 水利部, 中国银河证券研究部

图表 20: 节水灌溉未覆盖面积 (单位: 千公顷)



资料来源: 水利部, 中国银河证券研究部

图表 21: 节水灌溉面积占比



资料来源：水利部，中国银河证券研究部

七、进入大中型工业泵市场，与中国工业化大业共成长

（一）设立子公司，进军工业用泵市场

公司在 2010 年 6 月发布公告,宣布公司独资 5000 万元设立湖南利欧泵业有限公司的决议获得董事会通过。湖南利欧泵业有限公司主营立式斜流泵、轴流泵、中开式双吸离心泵、多级离心泵、渣浆泵、脱流泵、耐腐蚀化工泵及铝业工艺流程泵等产品及其配件的生产、销售、进出口经营业务。产品线涵盖二十多个产品系列、1000 多个品种规格,可广泛应用于水利、排灌、石油化工、化肥、矿山、冶金、电站、造纸、环保等行业的介质输送。

湖南利欧泵业是公司进军大中型工业泵产品的重要基地。该公司的设立意味着利欧从微型小型泵行业龙头向大中型、工业用泵领域战略拓展的开端。利欧以浙江温岭为微型小型泵基地、湖南湘潭为中大型泵基地的两极生产布局已逐渐明朗。湘潭基地最早将于 2011 年开始贡献收益。工业泵市场的快速增长将为公司的高速发展带来新的推动力。

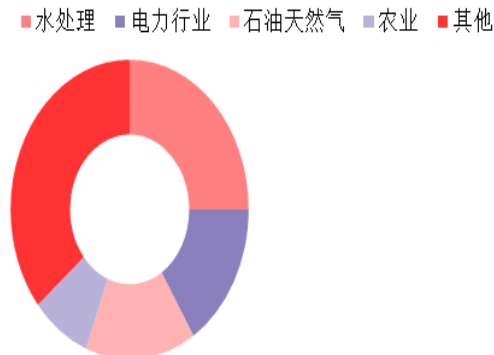
公司从创建到首次公开发行人时,主打产品都是外向型的微型小型水泵。但公司经过几年发展,目前其产品线已涵盖水泵、工业泵、供水系统、园林机械、洗清植保机械五大系列,3000 多个型号。公司的目标是成为全系列泵产品的世界级供应商,产品系列还将不断扩充。

全系列、多行业的产品供应有助于公司提高对单一行业经营风险的承受力,符合公司稳健的经营策略。

（二）工业用泵潜力巨大，市场容量更甚于家庭和农业用微型小型泵

根据统计,水处理、电力、石油天然气三大行业占据了世界泵业市场一半以上的份额。这些行业中主要使用的均为大中型工业用泵,其市场需求在中国乃至全球工业化的推动下稳中有升。

图表 22: 工业用泵占据泵业需求主要份额



资料来源: 世界泵业, 中国银河证券研究部

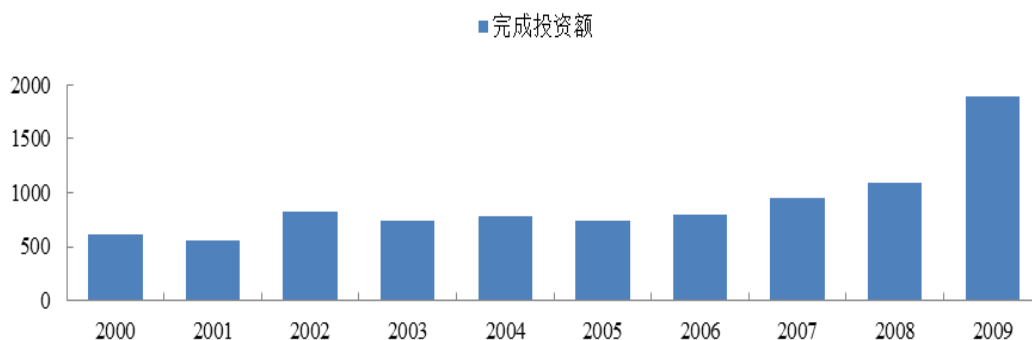
工业用泵大都需要在更加恶劣的环境中工作, 对产品的稳定性、安全性、高效性等都提出了更高的要求。技术力量薄弱的中小厂家根本无力生产符合高端要求的工业用泵。行业存在较高的技术壁垒, 有利于利欧甩开同行, 避免恶性的价格竞争。

(三) 水利行业受国家行业扶持, 水利用泵增长迅速, 潜力巨大

中国水力资源非常丰富, 水能蕴藏量在 1 万千瓦以上的河流有 3800 多条。根据全国水能资源复查成果, 全国水能资源理论蕴藏量为 6.94 亿千瓦, 年电量 60829 亿千瓦时; 其中技术可开发量 5.42 亿千瓦, 年电量 24740 亿千瓦时, 约占全世界水能资源总量的六分之一, 居世界第一位。

根据我们最新数据 1-4 月, 全国水利投资共完成 1023.7 亿元投资, 只占全年预计投资额的 1/4, 从目前态势来看, 未来投资将加速。

图表 23: 水利建设投资完成额逐年增加 (单位: 亿元)



资料来源: 水利部, 中国银河证券研究部

图表 24: 水资源及水电投资占比超过一半

■ 防洪工程 ■ 水资源工程 ■ 水土保持及生态工程 ■ 水电及机构能力建设



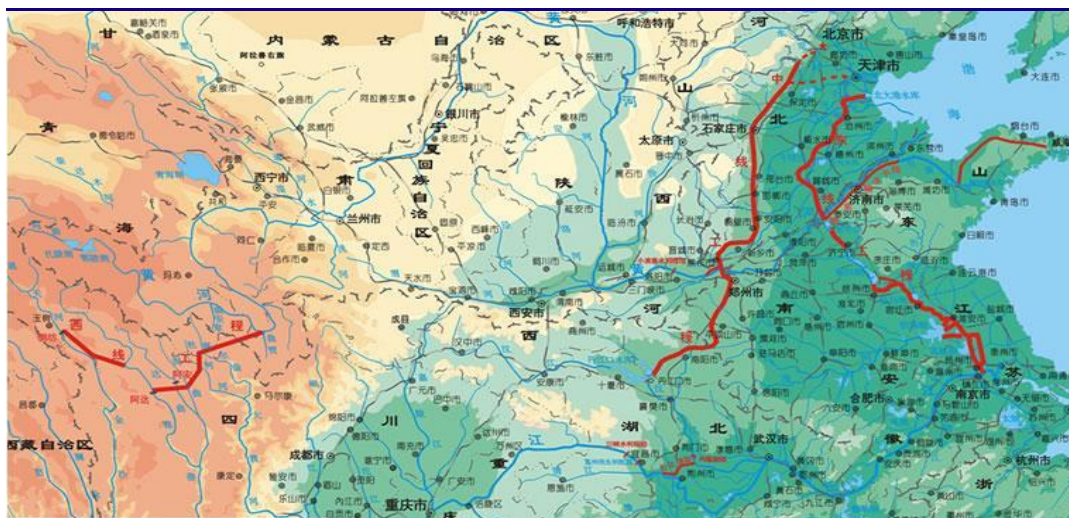
资料来源: 水利部, 中国银河证券研究部

(四) 水务提供新平台, 南水北调、水利工程等订单或纷至沓来

作为全中国水资源空间转移优化的关键一环, 涉及中国数亿人口的“南水北调”工程, 将在长时期的一段时间内成为中国水利投资的重要部分, 得到长期而稳定的发展。

据统计, 2009 年全国在建各类水资源工程投资规模 1282.2 亿元, 累计完成投资 727.4 亿元, 项目投资完成率 56.7%。其中“南水北调”工程东、中线一期工程主体工程有 20 项单项工程的 67 个设计单元工程开工建设, 在建规模 697.8 亿元, 累计完成投资 389.4 亿元, 当年完成投资 147.9 亿元, 在建项目进展顺利。(根据行业内提供的经验数据, 南水北调系订单大概是 20-30 个亿)

图表 25: “南水北调”工程路线示意图



资料来源: 网络资料, 中国银河证券研究部

“南水北调”工程分为西线、中线、东线三大调水路径, 其中许多路径是由海拔低的取水

点将水送往海拔高的目的地，一路需要借助多级泵站将水位提升才可实现。这一点在东线工程尤为明显。

东线工程利用江苏已有的江水北调工程，逐步扩大调水规模并延长输水线路，从长江下游扬州抽引长江水，利用京杭大运河及与其平行的河道逐级提水北送。

东线的地形以黄河为脊背向南北倾斜，引水口比黄河处地面低 40 余米。从长江调水到黄河南岸需设 13 个梯级抽水泵站，总扬程 65m，穿过黄河可自流到天津。黄河以南输水干线上设泵站 30 处；主干线上 13 处，分干线上 17 处，设计抽水能力累计共 10200m³/s，装机容量 101.77 万 kW，其中可利用现有泵站 7 处，设计抽水能力 1100m³/s，装机容量 11.05 万 kW。一期工程设 13 个梯级，泵站 23 处，装机容量 45.37 万 kW。黄河以北各蓄水洼淀进出口设 5 处抽水泵站，设计抽水能力共 326m³/s，装机容量 1.46 万 kW。

南水北调东线工程泵站的特点是扬程低(多在 2~6m)、流量大(单机流量一般为 15~40m³/s)、运行时间长(黄河以南泵站约 5000 小时/年)，部分泵站兼有排涝任务，因此要求使用的泵类产品运转灵活、效率高。

公司此次引进的战略投资者中国水务，正是在“南水北调”领域承担过多项重大工程，提供诸多产品与设备的重要投资平台。公司借助中国水务的市场资源优势，有望在“南水北调”工程中承接泵业产品的大量订单，发展前景非常可观。

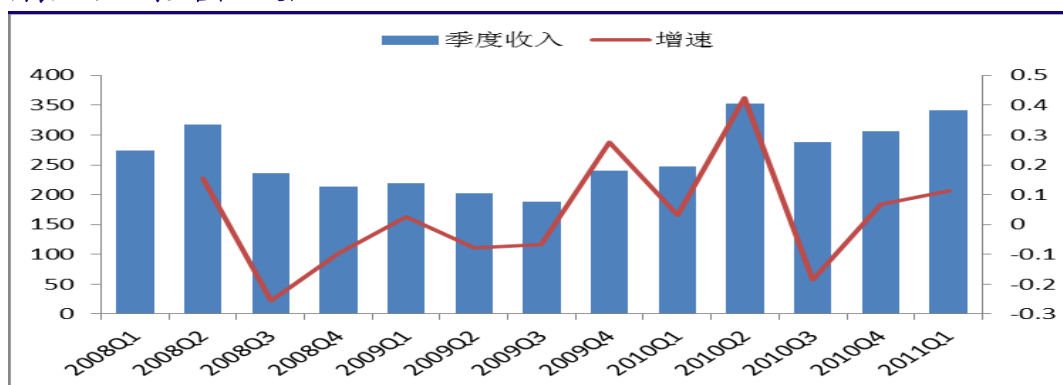
八、财务分析

成长能力分析

行业显著回暖，公司单季收入回到高增长时代。2010 年前三季度公司实现主营业务收入 8.88 亿元，同比增长 46%；实现归属母公司的净利润 8464 万元，其中第三季度同比增长 92%。我们看好公司业绩的成长能力。

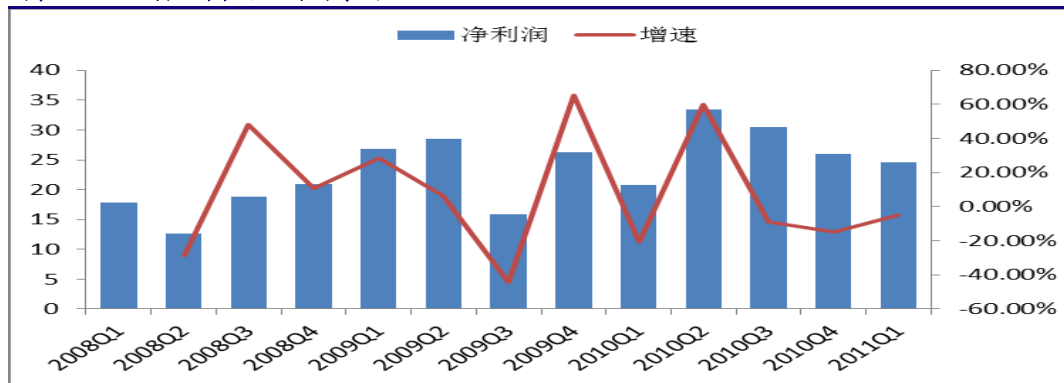
随着湖南利欧明年投产，工业泵的产能将逐渐释放。公司的产能瓶颈将得到一定程度的缓解，未来几年的收入增长将继续维持。

图表 26：公司主营收入变化



资料来源：公司报表，中国银河证券研究部

图表 27: 公司归属于母公司的净利润变化

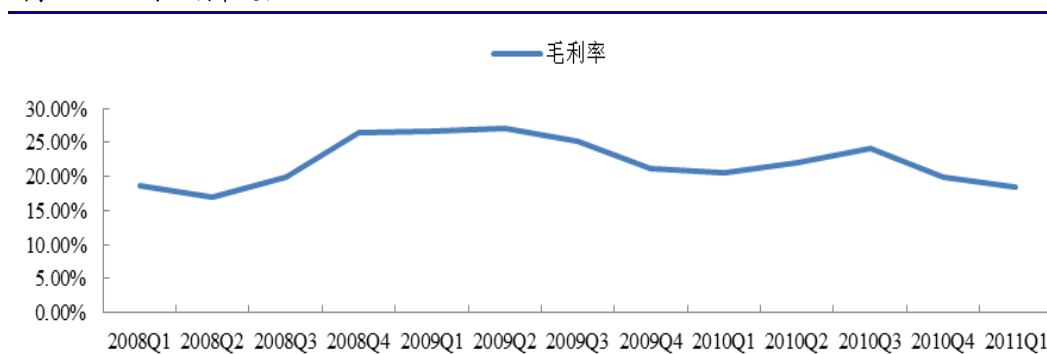


资料来源: 公司报表, 中国银河证券研究部

盈利能力分析

公司 2010 年毛利率较 2009 年有所提升, 逐渐摆脱了 2009 年原材料价格上升带来的影响, 盈利能力已接近 2008 年的最高点。我们看好公司在细分市场上的技术优势带来的议价能力和对原材料的成本控制能力。公司未来的毛利率有望维持稳定。

图表 28: 公司毛利率变化



资料来源: 公司报表, 中国银河证券研究部

整体财务状况健康

公司 2010 年流动比率 1.41, 速动比率 0.89, 偿债能力表现良好。应收账款和存货的周转率也维持在正常水平。公司 2008 年到 2010 年的资产负债率为 25.94%、24.81%、36.50%, 负债水平较好。我们认为公司的财务表现足以支持公司接下来一系列大规模的增资扩产行动。公司整体的财务状况处于稳健的状态。

表格 2: 财务比率指标

	2008	2009	2010
成长能力 (%YoY)			
收入增长率	33.02%	-18.55%	40.88%
净利润增长率	46.72%	38.65%	13.58%
EBIT 增长率	#REF!	24.30%	12.44%
EBITDA 增长率	#REF!	26.60%	21.45%
盈利能力 (%)			
毛利率	20.08%	24.90%	21.70%
EBITDA 率	9.42%	14.65%	12.63%
EBIT 率	8.38%	12.78%	10.20%
税前净利润率	8.84%	14.32%	11.59%
税后净利润率 (归属母公司)	6.74%	11.48%	9.25%
ROA	10.57%	13.42%	11.09%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.64%	18.31%	17.20%
经营性 ROIC	13.58%	16.90%	14.32%
WACC	10.79%	10.83%	10.63%
ROIC-WACC	2.78%	6.07%	3.69%
资本结构			
资产负债率	25.94%	24.81%	36.50%
权益乘数	1.35	1.33	1.57
流动资产/总资产	50.31%	49.06%	51.07%
非流动资产/总资产	49.69%	50.94%	48.93%
有形资产/总资产	92.73%	93.68%	93.26%
流动负债/总负债	100.00%	100.00%	99.46%
非流动负债/总负债	0.00%	0.00%	0.54%
有息负债/总投入资本	4.53%	4.11%	20.82%
权益/总投入资本	100.35%	106.03%	93.16%
偿债能力			
流动比率	1.94	1.98	1.41
速动比率	1.20	1.22	0.89
归属母公司权益/有息债务	20.85	24.38	4.29
有形资产/有息债务	27.76	32.16	6.57
已获利息倍数 (EBIT/利息费用)			32.34
营运能力			
应收账款周转率	8.18	6.03	6.52
应收账款周转天数	44.02	59.72	55.22
存货周转率	6.28	4.67	5.51
存货周转天数	57.37	77.13	65.39
应付账款周转率	7.42	5.78	7.21

应付账款周转天数	48.51	62.25	49.90
营业周期	101.39	136.85	120.61
现金周期	52.89	74.60	70.71
总资产周转率	1.56	1.18	1.33
杜邦分析			
ROE（归属母公司）	14.64%	18.31%	17.20%
归属母公司净利润占比	96.46%	96.91%	94.54%
销售净利率	6.99%	11.84%	9.79%
总资产周转率	1.56	1.18	1.33
权益乘数（杜邦分析）	1.39	1.35	1.40
ROIC 分解			
ROIC	13.58%	16.90%	14.32%
获利能力-经营利润率（EBIT/收入）	8.38%	12.78%	10.20%
资本效率-投入资本周转率	#REF!	1.63	1.91
1-税率	79.07%	82.70%	84.46%
收益质量			
经营活动净收益/利润总额	96.20%	87.06%	81.94%
价值变动净收益/利润总额	0.45%	1.01%	11.07%
营业外收支净额/利润总额	3.35%	11.92%	6.98%
所得税/利润总额	20.93%	17.30%	15.54%
现金流量			
经营活动现金流量净额/经营活动净收益	72.04%	127.48%	71.82%
自由现金流(FCFE)	(77.10)	59.05	(84.83)

资料来源：公司报表，中国银河证券研究部

表格 3：盈利预测

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	848.6	1173.5	1719.6	2315.3	3099.2
水泵(百万元)	548.32	800.64	1284.39	1773.86	2438.82
小型水泵			1024.00	1331.20	1730.56
中大泵			260.39	442.66	708.26
清洗和植保机械(百万元)	97.45	81.69	73.52	95.58	119.47
园林机械(百万元)	117.43	137.53	165.04	198.04	233.69
其他(百万元)	68.65	153.64	196.66	247.79	307.26
营业收入增速	-16.4%	38.3%	46.5%	34.6%	33.9%
水泵(百万元)	-8.1%	46.0%			
小型水泵			28.0%	30.0%	30.0%
中大泵			30.0%	70.0%	60.0%
清洗和植保机械(百万元)	-13.8%	-16.2%	-10.0%	30.0%	25.0%
园林机械(百万元)	-44.7%	17.1%	20.0%	20.0%	18.0%
其他(百万元)	-26.3%	123.8%	28.0%	26.0%	24.0%

毛利率	26.9%	22.1%	23.2%	24.3%	24.6%
水泵	25.2%	21.1%			
小型水泵			21.0%	22.0%	22.0%
中大泵			31.0%	31.0%	31.0%
清洗和植保机械	27.4%	33.8%	27.0%	30.0%	30.0%
园林机械	24.2%	16.5%	20.0%	20.0%	20.0%
其他	26.4%	26.2%	26.0%	26.0%	26.0%

资料来源：中国银河证券研究部

估值

前提假设

- 1、公司产品上下游环境平稳，毛利率维持稳定。
- 2、湖南利欧泵业 2011 年达产，开始贡献收益。
- 3、公司系高新技术企业，所得税率继续稳定在 17% 的水平。
- 4、公司市场扩张速度维持稳定，新增产能仍难以满足订单需求。

价值评估

表格 4：估值假设

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.50%
无风险利率 Rf	3.98%
$\beta(\text{levered})$	0.78
Rm-Rf	8.85%
Ke(levered)	10.92%
税率	17.00%
Kd	5.24%
Ve	3366.09
Vd	243.07664
目标资本结构	6.73%
WACC	10.54%

资料来源：中国银河证券研究部

表格 5: FCFF 估值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	610.45	5.92%
第二阶段	3332.16	32.30%
第三阶段 (终值)	6372.47	61.78%
企业价值 AEV	10315.09	100.00%
加: 非经营性净资产价值	247.80	2.40%
减: 少数股东权益 (市值)	55.09	-0.53%
减: 债务价值	243.08	-2.36%
总股本价值	10264.72	99.51%
股本 (百万股)	301.12	
每股价值 (元)	34.09	
PE (隐含)	60.62	
PE (动态)	32.62	

资料来源: 中国银河证券研究部

估值结果汇总

表格 6: 估值结果汇总

估值方法	估值结果		估 值 区 间		敏感度分析区间
FCFF	34.09	26.97	-	45.84	贴现率 $\pm 1\%$, 长期增长率 $\pm 1\%$
FCFE	4.02	3.23	-	5.29	贴现率 $\pm 1\%$, 长期增长率 $\pm 1\%$
DDM	4.29	3.46	-	5.61	贴现率 $\pm 1\%$, 长期增长率 $\pm 1\%$
APV	33.45	26.31	-	45.24	贴现率 $\pm 1\%$, 长期增长率 $\pm 1\%$
AE	29.82	24.48	-	38.41	贴现率 $\pm 1\%$, 长期增长率 $\pm 1\%$
EVA	32.42	26.62	-	41.91	贴现率 $\pm 1\%$, 长期增长率 $\pm 1\%$

资料来源: 中国银河证券研究部

财务报表及预测

表格 7: 预测利润表

利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	848	1,195	1,751	2,358	3,156
营业成本	637	936	1,344	1,785	2,380
折旧和摊销	42	42	50	56	60
营业税费	4	4	7	9	13
销售费用	29	38	72	84	114
管理费用	66	84	122	171	224
财务费用	3	8	6	6	2

资产减值损失	4	11	3	9	10
公允价值变动损益	(1)	8	0	0	3
投资收益	2	7	1	1	1
营业利润	107	129	198	295	418
利润总额	121	138	208	310	433
少数股东损益	3	6	3	3	3
归属母公司净利润	97	111	169	254	357

资料来源：中国银河证券研究部

表格 8：预测资产负债表

资产负债表（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	749	1,055	1,291	1,625	1,985
流动资产	367	539	699	987	1,388
货币资金	54	66	88	118	231
交易型金融资产	0	7	0	0	3
应收帐款	149	218	282	405	540
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	6	12	23	28	35
存货	141	199	268	380	500
非流动资产	381	516	592	638	598
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	43	87	87	87	87
固定资产	278	334	364	457	423
无形资产	46	68	63	59	53
总负债	186	385	448	543	569
无息负债	164	235	308	433	569
有息负债	22	150	140	109	0
股东权益	563	670	842	1,082	1,417
股本	151	301	301	301	301
公积金	197	58	75	100	136
未分配利润	184	284	437	649	944
少数股东权益	31	27	30	33	36
归属母公司权益	532	643	812	1,050	1,381

资料来源：中国银河证券研究部

表格 9: 预测现金流量表

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	135	81	155	185	269
净利润	97	111	169	254	357
折旧摊销	42	42	50	56	60
净营运资金增加	5	99	100	163	188
其他	(10)	(170)	(164)	(288)	(336)
投资活动产生现金流	(85)	(177)	(118)	(101)	(19)
净资本支出	72	142	126	102	20
长期投资变化	43	87	(0)	(0)	(0)
其他资产变化	(200)	(406)	(244)	(203)	(39)
融资活动现金流	(49)	113	(16)	(53)	(137)
股本变化	0	151	0	0	0
债务净变化	(1)	128	(10)	(31)	(109)
无息负债变化	8	71	73	125	136
净现金流	(1)	13	21	30	113

资料来源: 中国银河证券研究部

插图目录

图表 1: 公司重点产品.....	1
图表 2: 公司 2010 年收入占比	1
图表 3: 2010 年毛利率占比	2
图表 4: 公司产品外销为主, 国内市场逐渐拓展.....	2
图表 5 农作物受灾面积与水利投资额关系	3
图表 6 受灾经济损失与水利投资额关系	3
图表 7: 10 年来受灾人口变化	4
图表 8: 各类水利工程投资额占比.....	5
图表 9: 2010 年全国泵业市场容量预测 (单位: 亿美元)	5
图表 10: 2010 年全球泵业市场格局预测	5
图表 11: 近年我国泵类产品主要出口国	6
图表 12: 泵类产品出口回暖, 反弹强劲	6
图表 13: 公司拟在美国市场先行推广的产品.....	7
图表 14: 美国泵行业市场格局	7
图表 15: 国内市场回暖, 增长强劲.....	8
图表 16: 三个受让方之间的关联关系	11
图表 17: 公司与中国水务业务契合良好	11
图表 18: 农田有效灌溉面积 (单位: 千公顷)	13
图表 19: 节水灌溉总面积 (单位: 千公顷)	13
图表 20: 节水灌溉未覆盖面积 (单位: 千公顷)	13
图表 21: 节水灌溉面积占比	14
图表 22: 工业用泵占据泵业需求主要份额	15
图表 23: 水利建设投资完成额逐年增加 (单位: 亿元)	15
图表 24: 水资源及水电投资占比超过一半	16
图表 25: “南水北调” 工程路线示意图	16
图表 26: 公司主营收入变化	17
图表 27: 公司归属于母公司的净利润变化	18
图表 28: 公司毛利率变化.....	18

表格目录

表格 1: 全国大型灌排排水泵站更新改造前后对照情况汇总	9
表格 2: 更新改造资金分布	错误! 未定义书签。
表格 3: 财务比率指标	19
表格 4: 盈利预测	20
表格 5: 估值假设	21
表格 6: FCFF 估值	22
表格 7: 估值结果汇总	22
表格 8: 预测利润表	22
表格 9: 预测资产负债表	23
表格 10: 预测现金流量表	24

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

邱世梁，机械行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908