



买入 **41% ↑**
目标价格: 人民币 16.80

002131.SZ

价格: 人民币 13.84

目标价格基础: 30倍12年市盈率

板块评级: 增持

主要催化剂/事件

- 2012年水利泵的招投标将是重要催化剂。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	18	12	0	(38)
相对新华富时A50指数	6	10	(6)	(24)

发行股数(百万)	302
流通股(%)	70
流通股市值(人民币 百万)	2,926
3个月日均交易额(人民币 百万)	31
净负债率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
王相荣	27

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年3月12日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

机械

史祺, CFA*

(8621) 2032 8368

qi.shi@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120008

利欧股份

水泵业务持续看好

利欧股份2011年净利润同比增加5%至1.16亿元人民币, 收入同比增长8%至12.9亿元人民币, 收入的增长主要来源于出口市场小型水泵的回暖。由于期间原材料(尤其是钢材)价格以及人工成本大幅上升, 此外公司为工业泵扩产导致折旧上升, 因此公司毛利率水平下降1.7个百分点。由于利欧已经启动了工业泵的运营和市场推广, 因此管理费用和销售费用增速很快, 公司的经营利润率水平下降3.0个百分点; 净利润率同比下降了0.3个百分点。参考30倍2012年预测市盈率, 我们维持公司目标价格16.80元人民币, 对该股维持买入评级。

支撑评级的要点

- 未来5-10年, 我国将大力加强水利基础设施建设。水利基础设施建设投资的大幅增加, 预计将带动水泵产品、特别是利欧重点发展的大型水利泵产品的销售大幅增长。
- 公司已全面展开工业泵产品的市场推广和技术引进等工作, 利欧的目标是力争在2013年实现销售收入30亿元以上、2015年实现销售收入50亿元以上的目标。
- 中国水务投资的入股为公司在品牌和形象方面都提升了一个档次。凭借公司在水利泵市场的开拓, 我们预计2012年公司的工业泵收入接近6.5亿元, 相比2011年增长超过130%。

评级面临的主要风险

- 海外市场出现需求放缓。

估值

- 考虑到公司未来几年水利投资带来的业绩快速增长以及2012年的收购将实现合并报表, 我们预测公司2012年和2013年每股收益的增长率分别是53%和23%。参考30倍左右2012年预测市盈率, 我们维持公司目标价格16.80元人民币, 对该股维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	1,195	1,289	1,932	2,420	2,855
变动(%)	41	8	50	25	18
净利润(人民币 百万)	111	116	194	239	277
全面摊薄每股收益(人民币)	0.367	0.364	0.555	0.684	0.792
变动(%)	13.6	(1.0)	52.6	23.4	15.7
全面摊薄市盈率(倍)	37.7	38.1	25.0	20.2	17.5
每股现金流量(人民币)	0.42	0.48	0.41	0.73	0.91
价格/每股现金流量(倍)	33.1	28.9	33.9	19.0	15.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.7	27.5	15.2	11.6	9.6
每股股息(人民币)	0.055	0.055	0.083	0.103	0.119
股息率(%)	0.4	0.4	0.6	0.7	0.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2011 年业绩低于预期。利欧股份 2011 年净利润同比增加 5%至 1.16 亿元人民币，收入同比增长 8%至 12.9 亿元人民币，收入的增长主要来源于出口市场小型水泵的回暖。由于期间原材料（尤其是钢材）价格以及人工成本大幅上升，此外公司为工业泵扩产导致折旧上升，因此公司毛利率水平下降 1.7 个百分点。由于利欧已经启动了工业泵的运营和市场推广，因此管理费用和销售费用增速很快，公司的经营利润率水平下降 3.0 个百分点；净利润率同比下降了 0.3 个百分点。

收购带来实质变化。利欧股份在 2012 年 2 月份相继完成了对大连华能以及无锡锡泵的收购，大连华能主要生产石化泵，公司保证大连华能 2012 年的净利润可以达到 700 万元，同比增长接近 40%，收购大连华能的价格相当于 9.6 倍 2011 年市盈率和 6.7 倍 2012 年市盈率。无锡锡泵产品线覆盖了大中型水利水务工程所需的各种泵，盈利处于亏损状态，收购无锡锡泵的价格相当于 1.16 倍 2011 年市净率和 1.5 倍 2012 年市净率。水利水务工程用泵是公司工业泵产品线规划中最重要的产品类别，此次收购成功实施，公司将快速进入水利水务市场泵设备供应商领先梯队，增强公司在水利水务市场的竞争力，尽管无锡锡泵目前依然处于亏损状态，但是未来给利欧带来的协同效应将非常可观，我们认为会显著提升公司的市场份额和盈利能力。

工业泵突飞猛进。我们预计 2011 年公司的工业泵收入接近 2.5 亿元，其中水利投资的贡献不大，预计不包含刚收购的 2 家企业 2012 年将实现 100%以上的增长速度，收入将达到 4.5 亿元，刚收购的两家企业 2012 年收入大概在 2 亿元左右，工业泵合计 6.5 亿元，其中水利泵 3 亿元、石化泵 1 亿元、电站泵 2.5 亿元。利欧股份现在已经吸收消化了天鹅泵业的技术，并且成功在宁夏固原建有水利泵的示范项目，我们认为利欧股份已经抢占了市场的先机，如果 2012 年水利泵的招标能按期进行的话，公司将获得很高的市场份额。

公司发展目标。公司已全面展开工业泵产品的市场推广和技术引进等工作，力争在 2013 年实现销售收入 30 亿元以上、2015 年实现销售收入 50 亿元以上的目标。利欧董事会经充分调研、反复论证，确定了公司未来 10 年的发展战略，具体发展目标是：用十年时间将公司打造为一家提供系统解决方案和全系列泵产品的世界级泵产品制造商，年销售收入达到 100 亿元人民币，成为国内最大并进入全球泵业十强。具体而言，公司将以现有民用泵业务为基础，积极拓展工业泵市场，重点领域包括：水利、水务系统用泵；钢铁、冶金、矿山用泵；石油、石化、化工泵；电站泵（含核泵）。

增发为长远发力做好准备。2011 年年底利欧股份公告将向包括控股股东在内的 10 名投资者非公开发行不超过 6,000 万股的股票，其中控股股东承诺认购不低于本次非公开发行数量的 10%，且不超过 20%，发行价不低于 13.79 元。本次募集资金将用于年产 150 万台小型水泵项目、湖南利欧泵业年产 3,800 台工业泵项目、以及研发中心、销售网络等建设。根据公司工业泵业务发展的规划，公司计划在湖南的长沙、湘潭、江苏无锡和辽宁的大连分别建设工业泵生产基地。湖南基地主要生产水利水务泵、电站泵以及其他冶金、矿山用工业泵，大连基地主要生产石化泵，无锡主要生产水利泵。由于本次发行后股本将有所增加，而募集资金投资项目产生的经济效益需要一定的时间才能体现，因此，在短期内公司的每股收益可能会被摊薄，净资产收益率也会有所下降。从中长期来看，我们认为募集资金项目将进一步提升公司盈利能力，使公司长期持续盈利能力得以进一步增强。此外，募集资金将优化公司的资金来源结构，降低公司的长期资金成本。

估值。考虑到公司未来几年水利投资带来的业绩快速增长以及 2012 年的收购将实现合并报表，我们预测公司 2012 年和 2013 年每股收益的增长率分别是 53%和 23%。参考 30 倍 2012 年预测市盈率，我们维持公司目标价格 16.80 元人民币，对该股维持 **买入**评级。

图表 1.业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	同比变化(%)
经营收入	1,195.1	1,289.4	8
销售成本	(936.4)	(1,032.3)	10
毛利润	258.7	257.1	(1)
销售费用	(39.1)	(42.9)	10
管理费用	(86.0)	(108.6)	26
经营利润	133.6	105.7	(21)
财务成本	(2.4)	(7.5)	215
投资及其它收益	9.0	41.6	362
税前利润	140.2	139.7	(0)
税金	(24.3)	(20.4)	(16)
少数股东权益	(5.4)	(3.1)	(42)
净利润	110.6	116.2	5
盈利能力(%)			
毛利率	21.6	19.9	
经营利润率	11.2	8.2	
净利率	9.3	9.0	

资料来源: 公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,195	1,289	1,932	2,420	2,855
销售成本	(936)	(1,032)	(1,491)	(1,854)	(2,178)
经营费用	(84)	(96)	(148)	(190)	(236)
息税折旧前利润	175	161	293	376	441
折旧及摊销	(41)	(55)	(72)	(86)	(94)
经营利润(息税前利润)	134	106	221	290	347
净利息收入/(费用)	(2)	(8)	(9)	(12)	(15)
其他收益/(损失)	9	42	20	9	0
税前利润	140	140	233	287	332
所得税	(24)	(20)	(34)	(42)	(48)
少数股东权益	(5)	(3)	(5)	(6)	(7)
净利润	111	116	194	239	277
每股收益(人民币)	0.367	0.364	0.555	0.684	0.792
每股股息(人民币)	0.055	0.055	0.083	0.103	0.119
收入增长(%)	41	8	50	25	18
息税前利润增长(%)	19	(21)	109	31	20
息税折旧前利润增长(%)	12	(8)	82	28	17
每股收益增长(%)	14	(1)	53	23	16

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	140	140	233	287	332
折旧与摊销	41	55	72	86	94
净利息费用	2	8	9	12	15
运营资本变动	(26)	(16)	(121)	(76)	(65)
税金	(24)	(20)	(34)	(42)	(48)
其他经营现金流	(8)	(13)	(16)	(12)	(10)
经营活动产生的现金流	126	153	143	255	317
购买固定资产净值	(101)	(142)	(145)	(125)	(105)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(101)	(142)	(145)	(125)	(105)
净增权益	0	0	419	0	0
净增债务	50	50	120	80	60
支付股息	0	(17)	(17)	(29)	(36)
其他融资现金流	(2)	(8)	(9)	(12)	(15)
融资活动产生的现金流	48	26	513	39	9
现金变动	73	37	511	169	221
期初现金	53	125	162	673	842

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	125	162	673	842	1,063
应收帐款	192	207	325	407	473
库存	183	198	302	365	429
其他流动资产	25	27	39	49	57
流动资产总计	525	594	1,339	1,662	2,021
固定资产	351	585	660	701	713
无形资产	46	47	45	44	43
其他长期资产	53	189	205	217	227
长期资产总计	450	821	910	961	983
总资产	975	1,415	2,249	2,623	3,004
应付帐款	195	210	313	384	450
短期债务	72	122	242	322	382
其他流动负债	46	49	70	85	97
流动负债总计	313	380	625	791	929
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	301	320	350	350	350
储备	325	675	1,229	1,433	1,668
股东权益	626	995	1,579	1,782	2,018
少数股东权益	37	40	44	50	57
总负债及权益	975	1,415	2,249	2,623	3,004
每股帐面价值(人民币)	2.08	3.11	4.52	5.10	5.77
每股有形资产(人民币)	1.92	2.97	4.39	4.97	5.65
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.18)	(0.13)	(1.23)	(1.49)	(1.95)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.6	12.5	15.2	15.5	15.4
息税前利润率(%)	11.2	8.2	11.4	12.0	12.2
税前利润率(%)	11.7	10.8	12.0	11.9	11.6
净利率(%)	9.3	9.0	10.0	9.9	9.7
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.6	2.1	2.1	2.2
利息覆盖率(倍)	40.7	11.8	17.4	14.7	14.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.0	1.7	1.6	1.7
估值					
市盈率(倍)	37.7	38.1	25.0	20.2	17.5
市净率(倍)	6.7	4.4	3.1	2.7	2.4
价格/现金流(倍)	33.1	28.9	33.9	19.0	15.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.7	27.5	15.2	11.6	9.6
周转率					
存货周转天数	63.2	67.3	61.1	65.6	66.5
应收帐款周转天数	53.1	56.5	50.3	55.2	56.3
应付帐款周转天数	51.2	57.3	49.4	52.6	53.4
回报率					
股息支付率(%)	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	19.1	14.3	15.1	14.2	14.6
资产收益率(%)	12.8	7.6	10.3	10.2	10.5
已运用资本收益率(%)	20.4	11.3	14.9	14.8	15.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371