



**谨慎
买入**

10% ↑

目标价格: 人民币 11.00
原目标价格: 人民币 9.67

002131.CH

价格: 人民币 9.98

目标价格基础: 38倍 13年市盈率

板块评级: 中立

利欧股份

小型泵稳步恢复, 工业泵盈利有待提升

公司 2013 年上半年实现营业收入 9.54 亿元, 同比增长 12.92%, 实现归属于母公司所有者净利润 4,728 万元, 同比增长 15.83%, 符合预期。随着欧洲经济的稳定, 公司主要用于外销的微小型民用泵业绩开始恢复, 上半年同比增长 4.77%, 且其中自主品牌销售同比增长达到 52.95%, 园林机械、清洗保值机械业务也有不同程度增长。上半年工业泵收入 2.14 亿元, 同比增长 22%, 其中主营水利泵、电站泵的子公司无锡利欧、湖南利欧、长沙利欧收入均有明显提升。但由于工业泵因前期市场推广带来销售等各项成本费用的提高, 工业泵类子公司利润情况并不乐观。我们认为, 随着收入规模的持续上升, 工业泵盈利有望不断提升。我们略调高公司 2013-15 年每股收益预测至 0.29、0.38、0.49 元, 上调目标价至 11.00 元, 对应 38 倍 2013 市盈率。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(4)	20	6	14
相对新华富时 A50 指数	10	14	18	14

发行股数(百万)	320
流通股(%)	57
流通股市值(人民币 百万)	3,190
3 个月日均交易额(人民币 百万)	38
净负债率(%) (2013E)	28
主要股东(%)	
王相荣	26

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2013 年 8 月 26 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

工业: 机械

许民乐, CFA*

(8621) 2032 8589

minle.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120009

*闵琳佳为本报告重要贡献者

支撑评级的要点

- 公司第二季度实现收入 5.1 亿, 实现归属净利润 2,744 万, 同比分别增长 19.17% 和 92.61%, 增速明显高于第一季度。这主要是得益于工业泵在第二季度的贡献, 下半年是工业泵销售旺季, 其贡献将更加突出。
- 随着欧洲经济的稳定, 公司民用泵、园林机械、清洗和植保机械分别实现销售收入 5.19 亿、0.61 亿和 0.51 亿元, 同比分别增长 4.77%、20.31%、12.22%。我们认为公司传统业务的最低谷已经过去, 恢复增长将是未来的主要趋势。
- 主营水利泵、电站泵的子公司无锡利欧、湖南利欧、长沙利欧上半年分别实现收入 0.6 亿、0.25 亿和 1.28 亿元, 同比分别增长 41%、4675% 和 61%, 收入明显提升。然而, 由于销售队伍建设与产品的市场推广带来费用的大幅上升, 除长沙利欧外收入提高的同时净利润情况并未随着提高。公司已制定以销售收入为核心的员工考核制度, 若销售的扩张带来订单的充足, 利润情况将有所好转。
- 公司预计 1-9 月业绩增长 0-30%, 即净利润 0.39-0.50 亿元。我们认为这一预测相对保守, 主要是考虑到正在诉讼中日立泵公司可能带来的负面影响, 若不考虑这一影响, 预计今年全年业绩将超过 0.9 亿元。

评级面临的主要风险

- 日立泵再次出现大幅亏损。

估值

- 我们略调高公司 2013-15 年每股收益预测至 0.29、0.38、0.49 元, 目标价由 9.67 元上调至 11.00 元, 对应 38 倍 2013 市盈率。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	1,289	1,620	2,010	2,443	2,941
变动(%)	8	26	24	22	20
净利润(人民币 百万)	116	48	93	122	157
全面摊薄每股收益(人民币)	0.364	0.150	0.290	0.380	0.490
变动(%)	5.3	(58.9)	93.4	31.4	28.9
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.284	0.377	0.477
调整幅度(%)	-	-	2.1	0.8	2.7
核心每股收益(人民币)	0.288	0.160	0.280	0.362	0.469
变动(%)	(12.2)	(44.3)	74.4	29.2	29.8
全面摊薄市盈率(倍)	27.4	66.6	34.5	26.2	20.3
核心市盈率(倍)	34.6	62.2	35.7	27.6	21.3
每股现金流量(人民币)	0.25	0.17	0.60	0.66	0.80
价格/每股现金流量(倍)	40.7	60.5	16.6	15.1	12.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.2	21.8	15.9	12.8	10.3
每股股息(人民币)	0.000	0.003	0.000	0.114	0.147
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	1.1	1.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1.2013 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年上半年	2013 年上半年	同比变动(%)
营业收入	844.68	953.83	12.92
营业成本	648.48	721.11	11.20
营业税金及附加	4.27	4.30	0.70
销售费用	39.80	62.94	58.14
管理费用	85.32	100.54	17.84
财务费用	5.44	16.96	211.76
资产减值损失	1.51	8.24	445.70
公允价值变动净收益	(5.57)	5.11	-
投资收益	(6.95)	3.66	-
营业利润	47.34	48.51	2.46
营业外收入	4.90	12.71	159.39
营业外支出	1.64	1.44	(12.50)
税前利润	50.60	59.78	18.14
所得税	10.70	13.07	22.15
净利润	39.90	46.71	17.07
少数股东损益	(0.92)	(0.57)	37.83
归属于母公司所有者的净利润	40.82	47.28	15.83
主要比率(%)			
			百分点变动
毛利率	23.23	24.40	1.17
净利率	4.83	4.96	0.12

资料来源: 公司数据、中银国际研究

图表 2. 控股及参股子公司经营情况

公司名称	控股比例	2012 年上半年 (百万元)		2013 年上半年 (百万元)		主要业务
		营业收入	净利润	营业收入	净利润	
无锡利欧锡泵制造	72%	42.18	(5.35)	59.75	(7.65)	水利水务泵、矿山用泵
湖南利欧泵业	100%	0.52	(7.30)	24.83	(9.92)	
长沙利欧天鹅工业泵	100%	79.17	5.00	127.85	9.46	电站泵
大连华能耐酸泵厂	100%	52.17	4.20	48.47	(4.15)	石化泵
浙江大农实业	70%	67.24	5.10	89.52	8.93	清洗和植保机械产品, 如高压和超高压清洗机、高压和超高压泵、动力喷雾机、手动喷雾器等
温岭利欧园林机械	100%	1.9277	(1.256)	0	0.20	园林机械、农业机械、汽油机、电机及配件
浙江利欧友林供水系统	87.5%	3.9518	(0.45)	1.54	0.12	变频供水系统设备及配件
浙江利欧 (香港)	100%	3.4742	(2.2376)	2.98	(7.06)	与本公司主营业务有关的贸易业务, 同时也是本公司从事境外投资、融资活动的业务平台
利欧 (大连) 工业泵技术中心	100%			90.04	(3.97)	泵及配件的研发、销售、现场维修及相关技术咨询服务
温岭市利欧小额贷款	30%	23.7392	14.1088	25.79	18.72	各项小额贷款; 办理小企业发展、管理、财务等咨询业务
温岭市信合担保	40%	1.4336	(0.6906)	0.53	(0.77)	担保和投资业务; 财务管理、财务咨询服务

资料来源: 公司数据、中银国际研究



损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	1,289	1,620	2,010	2,443	2,941
销售成本	(1,028)	(1,235)	(1,518)	(1,845)	(2,220)
经营费用	(106)	(218)	(268)	(325)	(392)
息税折旧前利润	155	167	225	273	329
折旧及摊销	(50)	(71)	(80)	(89)	(99)
经营利润(息税前利润)	106	96	145	183	230
净利息收入/(费用)	(8)	(23)	(25)	(25)	(24)
其他收益/(损失)	42	(20)	5	9	11
税前利润	140	53	125	168	216
所得税	(20)	(15)	(34)	(45)	(58)
少数股东权益	(3)	10	1	(1)	(1)
净利润	116	48	93	122	157
核心净利润	92	51	89	116	150
每股收益(人民币)	0.364	0.150	0.290	0.380	0.490
核心每股收益(人民币)	0.288	0.160	0.280	0.362	0.469
每股股息(人民币)	0.000	0.003	0.000	0.114	0.147
收入增长(%)	8	26	24	22	20
息税前利润增长(%)	(21)	(9)	51	27	25
息税折旧前利润增长(%)	(11)	7	35	21	20
每股收益增长(%)	5	(59)	93	31	29
核心每股收益增长(%)	(12)	(44)	74	29	30

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	140	53	125	168	216
折旧与摊销	50	71	80	89	99
净利息费用	8	23	25	25	24
运营资本变动	(81)	(83)	(10)	(28)	(26)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(38)	(11)	(28)	(43)	(57)
经营活动产生的现金流	78	53	192	211	256
购买固定资产净值	(236)	(122)	(110)	(105)	(105)
投资减少/增加	(2)	(62)	0	0	0
其他投资现金流	(23)	6	131	4	5
投资活动产生的现金流	(260)	(178)	21	(101)	(100)
净增权益	1	7	0	0	0
净增债务	141	46	50	50	50
支付股息	0	0	(1)	0	(36)
其他融资现金流	80	80	(25)	(25)	(24)
融资活动产生的现金流	222	133	24	25	(10)
现金变动	40	8	237	135	146
期初现金	61	106	119	356	491
公司自由现金流	(180)	(138)	213	110	156
权益自由现金流	(47)	(99)	238	135	182

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	150	125	362	498	644
应收帐款	423	588	650	702	752
库存	301	340	418	509	612
其他流动资产	91	102	107	114	123
流动资产总计	965	1,155	1,537	1,822	2,131
固定资产	567	643	656	662	659
无形资产	182	219	227	230	233
其他长期资产	105	198	70	70	70
长期资产总计	854	1,059	953	963	963
总资产	1,818	2,215	2,490	2,785	3,093
应付帐款	293	391	467	551	645
短期债务	339	540	590	640	690
其他流动负债	41	70	129	167	209
流动负债总计	673	1,002	1,186	1,358	1,545
长期借款	100	100	100	100	100
其他长期负债	2	3	3	3	3
股本	320	320	320	320	320
储备	699	743	835	956	1,077
股东权益	1,019	1,063	1,155	1,276	1,396
少数股东权益	25	47	46	47	49
总负债及权益	1,818	2,215	2,490	2,785	3,093
每股帐面价值(人民币)	3.19	3.33	3.61	3.99	4.37
每股有形资产(人民币)	2.62	2.64	2.90	3.27	3.64
每股净负债/(现金)(人民币)	1.04	1.63	1.05	0.78	0.48

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.1	10.3	11.2	11.2	11.2
息税前利润率(%)	8.2	5.9	7.2	7.5	7.8
税前利润率(%)	10.9	3.3	6.2	6.9	7.4
净利率(%)	9.0	3.0	4.6	5.0	5.3
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.2	1.3	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	14.0	4.2	5.8	7.3	9.6
净权益负债率(%)	31.8	47.0	27.8	18.8	10.6
速动比率(倍)	1.0	0.8	0.9	1.0	1.0
估值					
市盈率(倍)	27.4	66.6	34.5	26.2	20.3
核心业务市盈率(倍)	34.6	62.2	35.7	27.6	21.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	38.2	68.6	39.3	30.4	23.4
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.1	3.0	2.8	2.5	2.3
价格/现金流(倍)	40.7	60.5	16.6	15.1	12.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.2	21.8	15.9	12.8	10.3
周转率					
存货周转天数	88.8	94.8	91.2	91.7	92.1
应收帐款周转天数	92.3	113.8	112.4	101.0	90.2
应付帐款周转天数	71.5	77.1	77.9	76.1	74.3
回报率					
股息支付率(%)	0.0	2.1	0.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	14.0	4.6	8.3	10.0	11.7
资产收益率(%)	6.3	3.4	4.5	5.1	5.7
已运用资本收益率(%)	9.2	5.9	8.0	9.3	10.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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 15 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