



**谨慎
买入**

19% ↑

目标价格: 人民币 20.00
原目标价格: 人民币 11.00

002131.CH

价格: 人民币 16.75

目标价格基础: 45倍 13年市盈率

板块评级: 中立

利欧股份

期待整合协同与并购带来新增长点

公司2013年实现营业收入18.41亿元,同比增长13.64%,实现归属于母公司所有者净利润0.56亿元,同比增长16.98%,实现基本每股收益0.18元,扣非后归属净利润3,278万,同比下滑26.49%,低于预期。收入的增长主要源自于公司民用泵的恢复性增长以及新并入工业泵产品的快速增长,此外净利润的增长还源自公司所购远期汇率合约带来的公允价值变动损益和参股公司贡献的投资收益。我们预计2014年,国内外市场需求的恢复和稳健成长下公司民用泵与工业泵将共同保持稳步增长,同时费用控制下盈利能力有望提升。公司在泵产品链上的布局相对完善,经历多年磨合整合效应也正逐步体现,我们预测公司2014-2016年每股收益分别为0.19、0.25、0.32元,公司正在筹划重大资产重组,有望为公司带来新的增长点,我们上调目标价至20元,暂维持谨慎买入评级。

支撑评级的要点

- 除园林机械外其他民用泵均实现了不同程度的恢复增长,其中微型小型水泵、清洗和植保机械收入分别达到9.82亿和0.71亿元,同比增长8.3%和38.77%。工业泵继续维持快速增长,2013年工业泵实现收入4.4亿元,同比增长32.24%。我们预计随着国内外市场需求的恢复和稳健成长,2014年公司民用泵与工业泵将共同保持稳步增长。
- 综合毛利率较2012年上升0.53个百分点至24.29%,毛利率的上升主要源自核心产品微型小型水泵毛利率提升,市场需求的恢复和原材料价格稳定促使该产品从2012年22.5%的毛利率水平已提升至24.9%。
- 工业泵板块中无锡锡泵、长沙天鹅与大连华能分别实现收入8,587万、2.66亿和9,255万元,同比增速分别为10%、8.2%和-10%。然而除长沙天鹅外,其他均处于亏损中。我们预计随着无锡锡泵出售无锡日立30%股权后聚焦主业竞争能力将明显增强,而长沙天鹅市场抢占策略将延续,2014年两家公司盈利有望明显提升。

评级面临的主要风险

- 工业泵盈利能力持续恶化。

估值

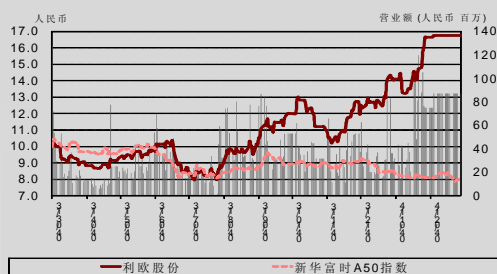
- 随着全球经济企稳,民用泵收入与利润将稳步提升,同时随着公司本部与收购并入公司的进一步融合与协同,工业泵盈利能力有望提升。我们预测公司2014-2016年每股收益分别为0.19、0.25、0.32元,公司正在筹划重大资产重组,有望为公司带来新的增长点。我们上调目标价至20元,维持谨慎买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	1,620	1,841	2,234	2,686	3,232
变动(%)	26	14	21	20	20
净利润(人民币 百万)	48	56	72	92	120
全面摊薄每股收益(人民币)	0.142	0.142	0.191	0.245	0.319
变动(%)	(58.9)	0.4	34.6	28.1	30.3
核心每股收益(人民币)	0.152	0.144	0.212	0.266	0.339
变动(%)	(44.3)	(5.3)	47.6	25.5	27.5
全面摊薄市盈率(倍)	118.3	117.9	87.6	68.4	52.5
核心市盈率(倍)	110.4	116.6	79.0	63.0	49.4
每股现金流量(人民币)	0.16	0.12	0.41	0.49	0.59
价格/每股现金流量(倍)	107.4	141.9	41.2	34.2	28.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	36.6	38.2	31.1	25.7	21.1
每股股息(人民币)	0.028	0.047	0.057	0.073	0.096
股息率(%)	0.2	0.3	0.3	0.4	0.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	18	1	40.5	67.5
相对新华富时A50指数	26	2	54.0	87.8

发行股数(百万)	376
流通股(%)	57
流通股市值(人民币 百万)	6,291
3个月日均交易额(人民币 百万)	41
净负债率(%) (2013E)	7
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2014年3月3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

欧洲经济企稳，公司民用泵产品稳步回升

公司 2013 年实现营业收入 18.41 亿元，同比增长 13.64%，实现归属于母公司所有者净利润 0.56 亿元，同比增长 16.98%，实现基本每股收益 0.18 元，扣非后归属净利润 3,278 万，同比下滑 26.49%，低于预期。收入的增长主要源自于公司民用泵的恢复性增长以及新并入工业泵产品的稳步增长，2013 年公司除园林机械外其他民用泵均实现了不同程度的恢复增长，其中微型小型水泵、清洗和保植机械收入分别达到 9.82 亿和 0.71 亿元，同比增长 8.3% 和 38.77%。工业泵继续维持快速增长，2013 年工业泵实现收入 4.4 亿元，同比增长 32.24%，工业泵占总收入的比例也从 2012 年的 20.6% 进一步提升至 23.9%。

收入增长对应了更为迅猛的费用提升，并购入的工业泵板块与公司原板块仍处于磨合当中，而净利润的增长主要源自公司所购远期汇率合约带来的公允价值变动损益、源自参股公司温岭市小额贷款公司净利润增长，和公司另一参股公司无锡日立泵扭亏所带来投资收益大幅提升。

公司 2013 年综合毛利率为 24.29%，较 2012 年上升 0.53 个百分点，毛利率的上升主要源自核心产品微型小型水泵毛利率提升，市场需求的恢复和原材料价格稳定促使该产品从 2012 年 22.5% 的毛利率水平已提升至 24.9%。

展望 2014 年，国内外市场需求的恢复和稳健成长，公司民用泵与工业泵将共同保持稳步增长，同时公司将竭力控制各项费用，利润增长有望超越收入增速。

图表 1.2013 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2012	2013	同比变动%
营业收入	1,620.32	1,841.27	13.64
营业成本	1,235.22	1,393.96	12.85
营业税金及附加	8.17	9.34	14.38
销售费用	98.59	141.05	43.07
管理费用	182.39	210.30	15.31
财务费用	22.95	27.22	18.63
资产减值损失	10.05	25.68	155.55
公允价值变动净收益	-0.82	11.88	(1,541.91)
投资净收益	-15.41	14.53	(194.29)
营业利润	46.73	60.14	28.70
营业外收入	10.35	17.63	70.30
营业外支出	4.27	4.68	9.67
税前利润	52.81	73.10	38.41
所得税	14.90	20.49	37.50
净利润	37.91	52.60	38.74
少数股东损益	-9.95	(3.29)	(66.94)
归属于母公司所有者的净利润	47.86	55.99	16.98
主要比率(%)			
			百分比变动
毛利率	23.77	24.29	0.53
净利率	2.95	3.04	0.09

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 2.2012 年第四季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年第四季度	2013 年第四季度	同比变动%
营业收入	436.88	501.59	14.81
营业成本	321.82	378.79	17.70
营业税金及附加	1.87	2.44	30.57
销售费用	34.52	46.67	35.18
管理费用	61.07	64.33	5.33
财务费用	8.27	5.34	(35.39)
资产减值损失	9.52	5.78	(39.30)
公允价值变动净收益	5.98	3.12	(47.81)
投资净收益	(2.94)	12.92	(540.02)
营业利润	2.85	60.14	2,011.03
营业外收入	3.00	0.54	(82.00)
营业外支出	1.20	0.75	(37.51)
税前利润	4.65	14.07	202.71
所得税	1.17	3.28	180.53
净利润	3.48	10.80	210.45
少数股东损益	(5.75)	(0.10)	(98.26)
归属于母公司所有者的净利润	9.23	10.90	18.07
主要比率(%)			
			百分比变动
毛利率	26.34	24.48	(1.85)
净利率	2.11	2.17	0.06

资料来源: 公司数据、中银国际研究

工业泵贡献上升, 有望拉动后期业绩增长

2013 年工业泵销售额已达到 4.4 亿元, 主要来自生产水利水务泵矿山用泵的无锡锡泵、生产电站泵的长沙天鹅和生产石化泵的大连华能。无锡锡泵 2013 年实现收入 8,587 万元, 增长稳健, 但仍旧亏损。随着旗下参股公司无锡日立纠纷解决, 无锡日立 30% 股权出售完成, 公司将收回所有拳头产品的生产, 其主业专注度和产品竞争力将明显提升。长沙天鹅的电站泵在抢占市场的策略下订单充足, 2013 年实现收入 2.66 亿元, 同比增长 24.3%, 实现净利润 1943 万, 同比增长 8.2%。在激烈的市场竞争下, 长沙天鹅将继续维持市场抢占的销售策略, 现有订单充足, 期待后期盈利能力提升。由于恶劣的市场竞争的因素影响, 大连华能收入出现下滑, 其净利润也由正转负, 公司尚有诉讼未予解决, 预计未来增长压力较大。

图表 3. 主要参股及控股子公司经营情况

公司名称	控股比例 (%)	2012 (百万元)		2013 (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	78.012	(48.53)	85.87	(16.54)	水利水务泵、矿山用泵
湖南利欧泵业	100	4.99	(1.40)	50.95	(31.91)	
长沙利欧天鹅工业泵	100	213.88	17.95	265.86	19.43	电站泵
大连华能耐酸泵厂	100	102.89	4.59	92.55	(21.19)	石化泵
浙江大农实业	70	121.86	10.11	165.76	15.75	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	3.40	0.67	0	0.39	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	6.02	(1.40)	3.91	0.29	变频供水系统设备及配件
浙江利欧(香港)	100	5.91	(3.31)	6.59	(2.41)	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	0	(2.92)	0.08	(4.76)	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	61.32	35.03	61.53	39.62	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	2.05	(1.55)	0.74	1.48	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

估值

随着全球经济企稳, 民用泵收入与利润将稳步提升, 同时随着公司本部与收购并入公司的进一步融合与协同, 工业泵盈利能力有望提升。我们预测公司 2014-2016 年每股收益分别为 0.19、0.25、0.32 元, 公司正在筹划重大资产重组, 我们上调目标价至 20 元, 维持 **谨慎买入** 评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	1,620	1,841	2,234	2,686	3,232
销售成本	(1,235)	(1,394)	(1,684)	(2,024)	(2,434)
经营费用	(218)	(274)	(347)	(417)	(500)
息税折旧前利润	167	173	203	246	298
折旧及摊销	(71)	(86)	(85)	(99)	(114)
经营利润 (息税前利润)	96	87	119	147	184
净利息收入/(费用)	(23)	(27)	(20)	(22)	(24)
其他收益/(损失)	(20)	14	7	10	15
税前利润	53	73	105	135	175
所得税	(15)	(20)	(30)	(38)	(49)
少数股东权益	10	3	(4)	(5)	(6)
净利润	48	56	72	92	120
核心净利润	51	57	80	100	127
每股收益(人民币)	0.142	0.142	0.191	0.245	0.319
核心每股收益(人民币)	0.152	0.144	0.212	0.266	0.339
每股股息(人民币)	0.028	0.047	0.057	0.073	0.096
收入增长(%)	26	14	21	20	20
息税前利润增长(%)	(9)	(10)	37	23	26
息税折旧前利润增长(%)	7	4	18	21	21
每股收益增长(%)	(59)	0	35	28	30
核心每股收益增长(%)	(44)	(5)	48	25	28

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	53	73	105	135	175
折旧与摊销	71	86	85	99	114
净利息费用	23	27	20	22	24
运营资本变动	(83)	(104)	(34)	(37)	(41)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(11)	(36)	(23)	(35)	(51)
经营活动产生的现金流	53	47	153	184	221
购买固定资产净值	(122)	(212)	(155)	(155)	(155)
投资减少/增加	(62)	2	0	0	0
其他投资现金流	6	216	21	25	30
投资活动产生的现金流	(178)	6	(134)	(130)	(125)
净增权益	7	410	0	0	0
净增债务	46	(78)	50	50	50
支付股息	0	(10)	(19)	(22)	(28)
其他融资现金流	80	(61)	(20)	(22)	(24)
融资活动产生的现金流	133	261	11	7	(2)
现金变动	8	314	30	61	94
期初现金	106	119	443	472	533
公司自由现金流	(138)	50	18	54	96
权益自由现金流	(99)	(51)	48	82	121

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	125	461	491	551	645
应收帐款	588	735	791	845	903
库存	340	364	440	529	636
其他流动资产	102	125	129	135	145
流动资产总计	1,155	1,686	1,851	2,060	2,329
固定资产	643	602	642	667	677
无形资产	219	203	206	209	212
其他长期资产	198	354	353	353	353
长期资产总计	1,059	1,158	1,202	1,230	1,243
总资产	2,215	2,843	3,052	3,289	3,571
应付帐款	391	451	529	618	723
短期债务	540	435	485	535	585
其他流动负债	70	77	100	122	152
流动负债总计	1,002	962	1,114	1,276	1,460
长期借款	100	100	100	100	100
其他长期负债	3	225	225	225	225
股本	320	376	376	376	376
储备	743	1,137	1,190	1,260	1,353
股东权益	1,063	1,512	1,565	1,636	1,728
少数股东权益	47	44	48	53	59
总负债及权益	2,215	2,843	3,052	3,289	3,571
每股帐面价值(人民币)	3.14	3.84	4.17	4.36	4.60
每股有形资产(人民币)	2.49	3.32	3.62	3.80	4.04
每股净负债/(现金)(人民币)	1.54	0.23	0.30	0.27	0.15

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.3	9.4	9.1	9.1	9.2
息税前利润率(%)	5.9	4.7	5.3	5.5	5.7
税前利润率(%)	3.3	4.0	4.7	5.0	5.4
净利率(%)	3.0	3.0	3.2	3.4	3.7
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.8	1.7	1.6	1.6
利息覆盖率(倍)	4.2	3.2	5.9	6.7	7.6
净权益负债率(%)	47.0	5.9	7.0	6.0	3.3
速动比率(倍)	0.8	1.4	1.3	1.2	1.2
估值					
市盈率(倍)	118.3	117.9	87.6	68.4	52.5
核心业务市盈率(倍)	110.4	116.6	79.0	63.0	49.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	131.8	139.3	94.4	75.2	59.0
盈率(倍)					
市净率(倍)	5.3	4.4	4.0	3.8	3.6
价格/现金流(倍)	107.4	141.9	41.2	34.2	28.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	36.6	38.2	31.1	25.7	21.1
周转率					
存货周转天数	94.8	92.3	87.2	87.4	87.3
应收帐款周转天数	113.8	131.1	124.7	111.1	98.7
应付帐款周转天数	77.1	83.5	80.0	78.0	75.7
回报率					
股息支付率(%)	19.9	33.3	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	4.6	4.3	4.7	5.7	7.1
资产收益率(%)	3.4	2.5	2.9	3.3	3.9
已运用资本收益率(%)	5.9	4.5	5.5	6.5	7.7

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资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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告中提及的任何證券(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