



**买入** **30% ↑**

目标价格: 人民币 21.70

原评级: 谨慎买入 原目标价格: 人民币 20.00

002131.CH

价格: 人民币 16.75

目标价格基础: 72倍 14年市盈率

板块评级: 中立

## 利欧股份

### 投资互联网营销业, 转型拥抱新经济

公司拟以3.44亿元(另配套1.5亿无息贷款)收购上海漫酷广告公司85%的股权。漫酷广告主要以其全资子公司聚盛万和 Media V 为平台开展业务, 该公司是国内领先的数字营销公司, 拥有独特的数字应用与大数据技术, 专注于面向数字媒体提供整合营销服务。按照业绩承诺此次将增厚 2014-16 年每股收益 0.11、0.14、0.17 元, 按照传媒行业平均 45 倍 14 年动态市盈率可为公司增加每股价值 4.95 元。我们将公司 2014-2016 年每股收益预测分别提高至 0.30、0.39、0.49 元, 完成收购后公司将从泵制造业向互联网营销业转型, 并以此起点通过并购整合行业, 打造全面的互联网产业平台, 拥抱新经济最炙手可热的领域, 对公司是业绩与估值的双重飞跃。虽然目前估值偏高, 但考虑市场对转型的偏好与期待, 我们上调目标价至 21.70 元, 评级提高至买入。

#### 支撑评级的要点

- 漫酷广告公司 2013 年收入 8.84 亿元, 净利润 2,689 万, 收购价对应 2013 年 15 倍市盈率。同时, 漫酷承诺 2014-16 年净利润不低于 4,700、6,000、7,300 万元, 按照 85% 的股权计算, 收购价对应 2014-16 年市盈率分别为 8.61、6.75、5.54 倍, 远低于目前传媒板块、互联网板块平均 45 倍、86 倍 2013 年市盈率水平。
- 漫酷广告主要以其全资子公司聚盛万和 Media V 为平台开展业务, 该公司是国内领先的数字营销公司, 自 2009 年 12 月设立以来, 实现了 2010-2013 收入从 2 亿到 8.84 亿元年均 64% 的增长。公司拥有独特的数字应用与大数据技术, 专注于面向数字媒体提供整合营销服务, 其客户包括 70% 的国内前 50 电商和部分有精准投放需求的客户领域, 如汽车、快消品、金融服务等, 在中国网络广告公司 TOP50 位列第六。
- 在 (移动) 互联网等数字媒体快速取代传统媒体的时代, (移动) 互联网广告增速远高于传统平面广告。艾瑞数据显示, 2013 年中国互联网广告市场规模 1,100 亿, 同比增长 46%, 预计到 2015-16 年市场规模可突破 2,000 亿。漫酷公司所提供的 (移动) 互联网数字营销具有针对性高、精准度高、互动性强、响应速度快等优势, 将充分分享 (移动) 互联网营销市场规模的迅猛增长。
- Media V 未来规划主要集中在 1) 扩张业务范围组成整个链条的数字营销整合服务; 2) 将互联网营销经验移植到移动互联网终端; 3) 将电商数字营销经验复制至其他传统商家, 促进客户 O2O 快速发展; 4) 实施互联网入口、移动互联网如何和智能家居入口三屏合一战略, 对同一消费者全方位立体数字营销; 5) 通过并购整合行业, 打造互联网产业平台。从一系列规划可以看到公司互联网产业的宏伟图景, 未来发展充满无限想象。

#### 评级面临的主要风险

- 互联网营销网络增速不达预期。

#### 估值

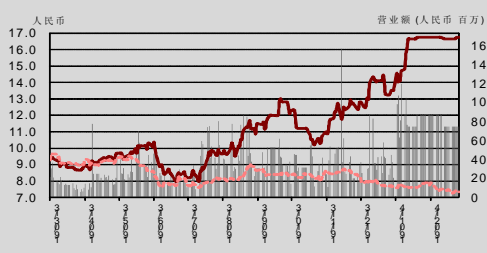
- 我们提高公司 2014-2016 年每股收益预测分别至 0.30、0.39、0.49 元, 完成收购后公司将从泵制造业向互联网营销业转型, 并有望以漫酷为起点, 通过并购整合行业, 打造全面的互联网产业平台, 对公司是业绩与估值的双重飞跃。虽然目前估值偏高, 但考虑市场对转型的偏好与期待, 我们将目标价由 20.00 元上调至 21.70 元, 评级由谨慎买入提高至买入。

#### 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	3,737	4,610	5,579
变动 (%)	26	14	103	23	21
净利润(人民币 百万)	48	56	113	147	185
全面摊薄每股收益(人民币)	0.142	0.142	0.302	0.392	0.493
变动 (%)	(58.9)	0.4	112.6	29.7	25.9
核心每股收益(人民币)	0.152	0.144	0.323	0.413	0.514
变动 (%)	(44.3)	(5.3)	124.8	27.9	24.3
先前预测每股收益(人民币)			0.191	0.245	0.319
调整幅度 (%)			58.1	60.0	54.5
全面摊薄市盈率(倍)	117.6	117.2	55.1	42.5	33.7
核心市盈率(倍)	109.8	115.9	51.6	40.3	32.4
每股现金流量(人民币)	0.16	0.12	(0.96)	0.44	0.62
价格/每股现金流量(倍)	106.7	141.0	(17.3)	37.7	26.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	36.4	38.0	25.1	20.4	16.9
每股股息(人民币)	0.028	0.047	0.091	0.118	0.148
股息率 (%)	0.2	0.3	0.5	0.7	0.9

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	18.5	0.0	32.2	81.3
相对新华富时 A50 指数	27.7	6.8	44.9	102.8

发行股数(百万)	376
流通股(%)	51
流通股市值(人民币 百万)	6,254
3个月日均交易额(人民币 百万)	64
净负债率(%) (2014E)	38
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 14 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

**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	3,737	4,610	5,579
销售成本	(1,235)	(1,394)	(2,661)	(3,274)	(3,959)
经营费用	(218)	(274)	(805)	(1,001)	(1,215)
息税折旧前利润	167	173	271	335	404
折旧及摊销	(71)	(86)	(85)	(99)	(114)
经营利润(息税前利润)	96	87	186	236	290
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	173	224	281
所得税	(15)	(20)	(49)	(63)	(79)
少数股东权益	10	3	(11)	(14)	(17)
净利润	48	56	113	147	185
核心净利润	51	57	121	155	193
每股收益(人民币)	0.142	0.142	0.302	0.392	0.493
核心每股收益(人民币)	0.152	0.144	0.323	0.413	0.514
每股股息(人民币)	0.028	0.047	0.091	0.118	0.148
收入增长(%)	26	14	103	23	21
息税前利润增长(%)	(9)	(10)	115	27	23
息税折旧前利润增长(%)	7	4	57	24	21
每股收益增长(%)	(59)	0	113	30	26
核心每股收益增长(%)	(44)	(5)	125	28	24

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	173	224	281
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)	(598)	(119)	(104)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(11)	(36)	(42)	(60)	(80)
经营活动产生的现金流	53	47	(362)	166	234
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)	(34)	(44)
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	(6)	(18)
现金变动	8	314	(485)	30	91
期初现金	106	119	443	(43)	(13)
公司自由现金流	(138)	50	(497)	36	109
权益自由现金流	(99)	(51)	(467)	64	135

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	(24)	6	97
应收帐款	588	735	1,391	1,527	1,643
库存	340	364	695	855	1,035
其他流动资产	102	125	166	182	202
流动资产总计	1,155	1,686	2,228	2,570	2,976
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	3,429	3,800	4,218
应付帐款	391	451	801	956	1,123
短期债务	540	435	485	535	585
其他流动负债	70	77	157	195	238
流动负债总计	1,002	962	1,442	1,686	1,946
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	1,232	1,345	1,486
股东权益	1,063	1,512	1,607	1,720	1,861
少数股东权益	47	44	55	69	86
总负债及权益	2,215	2,843	3,429	3,800	4,218
每股帐面价值(人民币)	3.14	3.84	4.28	4.58	4.96
每股有形资产(人民币)	2.49	3.32	3.73	4.02	4.39
每股净负债/(现金)(人民币)	1.54	0.23	1.67	1.72	1.61

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	10.3	9.4	7.3	7.3	7.2
息税前利润率(%)	5.9	4.7	5.0	5.1	5.2
税前利润率(%)	3.3	4.0	4.6	4.9	5.0
净利率(%)	3.0	3.0	3.0	3.2	3.3
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.2	1.8	1.5	1.5	1.5
利息覆盖率(倍)	4.2	3.2	9.3	10.7	12.0
净权益负债率(%)	47.0	5.9	37.8	36.2	31.2
速动比率(倍)	0.8	1.4	1.1	1.0	1.0
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	117.6	117.2	55.1	42.5	33.7
核心业务市盈率(倍)	109.8	115.9	51.6	40.3	32.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	143.0	151.1	67.2	52.5	42.3
盈率(倍)					
市净率(倍)	5.3	4.3	3.9	3.6	3.4
价格/现金流(倍)	106.7	141.0	(17.3)	37.7	26.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	36.4	38.0	25.1	20.4	16.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	94.8	92.3	72.7	86.4	87.1
应收帐款周转天数	113.8	131.1	103.8	115.5	103.7
应付帐款周转天数	77.1	83.5	61.1	69.5	68.0
<b>回报率</b>					
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	7.3	8.8	10.3
资产收益率(%)	3.4	2.5	4.3	4.7	5.2
已运用资本收益率(%)	5.9	4.5	8.6	10.1	11.5

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。本報告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。本報告中發表看法、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(“上市法团”)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