



外需触底复苏、内销增势良好

公司评级

买入 **增持** 中性 减持 (维持)

周凤武、安倩、张帆

机械行业资深分析师

报告日期

2009 年 9 月 1 日 星期二

021-63325888-6100

zhoufw@orientsec.com.cn

事件：

今年以来，南北方遭遇了前所未有的干旱。目前我国北方地区旱情呈回升态势，农作物重旱和干枯面积、人饮困难数量持续增长；南方地区旱情露头后发展较为迅速，全国抗旱形势严峻。8月10日，国家减灾委、民政部针对辽宁旱情，启动国家四级救灾应急响应。8月16日，针对北方部分地区旱情发展趋势，国家减灾委、民政部决定将旱灾救灾应急响应由四级提升至二级。此外据国家防总办公室统计，截至8月27日，全国农作物受旱面积为1.45亿亩，超过多年同期均值300万亩，其中重旱6107万亩，干枯2975万亩，有693万人、562万头大牲畜因旱发生饮水困难。

我们的观点：

- **“旱”字当头，相关抗旱设备将为抗旱救灾做出较大贡献：**旱情出现后，各地纷纷采取措施、加大投入，增加抗旱设备的采购。28日，财政部、民政部下拨1.76亿元中央救灾资金，用于帮助近期遭受严重旱灾的地区，以解决受灾群众口粮和饮水困难。若旱情持续恶化，则投资将进一步增加。此次干旱情况的加剧为我国农业基础设施的薄弱敲响了警钟，下一步要不断加强农田水利基础设施建设，带来农机设备需求的持续增加。
- **利欧股份是水泵行业的龙头企业：**此次旱情对水泵生产企业带来实质性利好。目前整个微小型水泵行业生产厂家众多，市场竞争激烈，但大部分企业规模小，且无自主品牌和技术创新能力。利欧股份是目前国内最大的微型小型水泵出口商，生产技术水平在行业内领先，公司有望借此机会大力开拓国内市场，形成新的增长点。
- **旱灾当前，公司国内市场拓展步入加速通道：**目前，公司产品大部分用于出口，此轮经济危机国家采取扩大内需、加快新农村建设等措施为农机提供了良好的市场环境，公司也将国内市场作为近期开拓的重要领域；2009年公司强势启动了国内市场的开拓，从上半年情况看已取得阶段性成果，国内销售收入实现翻番，收入占比同比提高1.03个百分点，达到3.65%。经过半年的努力国内销售渠道建设已基本完善，设立了100多家一级经销商，同时下面设有大量的二级经销商和终端零售商，建立了覆盖全国的销售网络。年初公司向受灾严重的河南省捐赠了100万元的水泵，树立了良好的市场形象，通过一系列的宣传，公司有望在国内不断扩大影响力和品牌知名度；未来，国内市场需求持续增长以及公司国内市场份额的快速提升有望成为公司重要的增长点。
- **海外市场最坏时刻已过去：**从8月份情况看，公司海外订单已实现同比和环比的正增长，出口业务最坏时刻已过去，下半年将加速恢复。此外，公司计划大力开拓北美市场，目前已取得阶段性成果。公司上半年盈利能力的提升源于原材料价格的大幅回落带来的毛利率的提升，借着较强的议价能力，我们预计下半年公司毛利率有望继续维持高位。
- **投资建议：**公司2009—2011年按15%所得税率征税，我们上调公司盈利预测，2009、2010年EPS分别为0.86元、0.95元，目前股价对应2009、2010年PE分别为18.81、17.13，处于历史估值的低位。目前整个中小板平均估值水平为37.89，我们认为公司2010年合理估值水平为20倍，对应2010年预测EPS合理股价为19元，维持公司增持投资评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

公司 PE-Band



资料来源：WIND

表：各地旱情及抗旱措施

地区	旱情	抗旱措施
辽宁	全省林业受灾面积达 958.5 万亩。其中，沈阳、锦州、阜新、铁岭、朝阳及葫芦岛等辽西北地区受灾较重，林地受灾面积达 818 万亩，176 万亩新植林成活率受到严重影响，其中已报废 81.4 万亩。	辽宁各地已投入资金 3.2 亿元，出动抗旱人员 136.76 万人全力抗旱减灾，累计浇灌农田面积 43.2 万公顷
湖南	截至 28 日，湖南省受旱面积达到 15 万平方公里，占到全省面积的七成以上。湘西、湘北地区旱情较为严重。	截至 8 月下旬，湖南省共投入抗旱资金 1.12 亿元，修复水毁工程 1200 多处，进行人工增雨作业 380 多次，购买、维修提水机械、抗旱机具 4 万多台套。
湖北	全省已有 300 多万亩农田不同程度受旱。	各旱区参加抗旱的干部群众已达到 17.74 万人，投入机动抗旱设备 7700 台套，启动机电井 1.76 万眼提水抗旱。
内蒙古	全区农作物受旱面积达 4727 万亩，20 多万头（只）牲畜死亡，因旱造成 189 万人、427 万头（只）牲畜饮水困难，6 个县级城市因旱供水受到影响。全区有 50 多座水库干涸，大部分中小河流发生断流。地下水位呈下降趋势，造成 11058 眼机电井出水不足或吊空	自 8 月 17 日 10 时起，内蒙古启动 III 级应急响应，全力做好当前抗旱救灾工作。自治区水利厅已经派出抗旱专家组赴各灾区指导抗旱救灾工作。内蒙古自治区政府下拨 4400 万元专项资金用于抗旱救灾工作
新疆	自治区和兵团已有 96 座水库干涸，全区作物受旱面积合 1175 万亩，有 25 万人、37 万头大牲畜因旱发生饮水困难。	8 月 28 日，财政部、民政部下拨 1.76 亿元中央救灾资金，用于帮助近期遭受严重旱灾的新疆、新疆生产建设兵团等 7 省（自治区、兵团）解决受灾群众口粮和饮水困难，以及浙江、重庆 2 省（直辖市）灾区因灾倒塌住房恢复重建。

宁夏	自 2008 年 10 月以来，宁夏中部干旱带连续数月未出现 7 月 13 日，自治区自然灾害救助应急指挥部决定将旱灾救助应有效降水，中部干旱带及南部山区 11 个县（区）71 个 急由Ⅲ级响应提升到Ⅱ级 乡镇 739 个村 124.3 万人受灾，农作物受灾面积 773 万亩，成灾面积 664 万亩，绝收面积 270 万亩
河北	全省重旱 288 万亩，有 49.2 万人、9.8 万头大牲畜因旱 省防汛抗旱指挥部已派出工作组赶赴旱情严重的张承两市指导发生季节性饮水困难。地下水位仍持续下降，全省浅层 旱区群众开展抗旱斗争，努力减轻旱灾造成的损失。受灾最为严重的张家口市、承德市已分别启动Ⅱ级和Ⅲ级抗旱应急响应 地下水位较去年同期平均下降 0.59 米
广西	14 个地级市出现不同程度的干旱。 截至 28 日，广西全区已投入抗旱资金 4382 万元，投入机动抗旱设备 10.28 万台（套），投入抗旱人数 154.8 万人（次）。
吉林	长春、四平、松原、白城四市农作物受旱面积 2763 万亩，截至 8 月 26 日，长春、四平、松原、白城四市已累计投入抗其中重旱面积 1494 万亩，轻旱面积 850 万亩，干枯面积旱资金 4.5 亿元，抗旱用电 3070 万度，抗旱用油 3.9 万吨。419 万亩。农村有 4.62 万人、6.39 万头大牲畜因旱发生饮水困难
贵州	截至 8 月 25 日，全省农作物受旱面积 526.9 万亩，其中启动干旱灾害四级响应；抗旱高峰期，全省共投入抗旱人力轻旱 427.2 万亩、重旱 78.2 万亩、干枯 21.5 万亩，因旱 55.2 万人，投入抗旱资金 788.3 万元，出动运水车辆 100 辆、有 58.5 万人、34.6 万头大牲畜发生临时饮水困难。 抗旱机具 1.625 万台，抗旱用电 175 万度，抗旱用油 208 吨，抗旱浇地 69.2 万亩，解决 19.5 万人、12.5 万头大牲畜临时饮水困难。
黑龙江	截至 14 日统计，全省农作物受旱面积 2212 万亩，其中 黑龙江省旱区共投入抗旱资金 2.27 亿元，支持农民新打各类抗旱水源井 5193 眼，新增抗旱设备 6048 台（套）。 重旱面积 606 万亩

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	1041.60	975.13	1122.97	1347.57	税后利润	70.22	130.08	142.83	174.85
营业成本	832.45	714.14	822.59	987.11	经常性现金支出	39.24	26.61	30.78	32.38
主营业务税金及附加	4.21	3.49	4.13	5.00	非经常性现金支出	(2.84)	2.15	2.07	2.07
销售费用	59.02	54.53	63.78	76.11	营运资金变动	(45.40)	11.79	(8.74)	(8.34)
管理费用	47.55	53.63	59.52	67.38	少数股东损益	2.57	5.59	6.13	7.51
财务费用	(1.31)	(2.12)	(3.01)	(3.92)	经营活动现金净流	63.80	176.22	173.06	208.47
营业利润	99.67	151.47	175.96	215.89	资本开支	123.64	16.70	6.68	1.53
非经常性损益	(7.61)	8.14	(0.72)	(1.36)	其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	92.05	159.60	175.25	214.54	投资活动现金净流	(143.49)	(16.21)	(6.09)	(0.82)
所得税	19.26	23.94	26.29	32.18	贷款增加	3.00	0.00	0.00	0.00
净利润	72.79	135.66	148.96	182.36	支付股利利息	(6.02)	33.82	(77.21)	(71.00)
少数股东损益	2.57	5.59	6.13	7.51	其他融资	4.73	2.21	(1.86)	(2.24)
归属母公司净利润	70.22	130.08	142.83	174.85	筹资活动现金净流	(1.29)	36.03	(79.08)	(73.24)
EPS (元/股)	0.47	0.86	0.95	1.16	现金净流量	(80.98)	196.04	87.89	134.41
					现金期初余额	142.61	61.63	257.67	345.56
					现金期末余额	61.63	257.67	345.56	479.97
资产负债表 (人民币百万元)					比率分析				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	55.60	251.64	339.53	473.95	增长能力				
应收账款票据	142.29	133.12	142.79	158.82	营收增长率(%)	33.02%	-6.38%	15.16%	20.00%
存货	131.95	106.18	125.54	150.67	EBITDA 增长率(%)	44.67%	36.37%	14.22%	19.89%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率(%)	36.22%	51.83%	15.81%	22.56%
流动资产合计	346.38	505.68	628.40	805.16	净利润增长率(%)	52.10%	86.37%	9.80%	22.42%
长期投资	21.26	21.26	21.26	21.26	盈利能力				
固定资产	265.09	241.38	230.09	210.61	毛利率(%)	20.08%	26.77%	26.75%	26.75%
在建工程	5.74	20.57	12.06	6.21	净利率(%)	6.99%	13.91%	13.26%	13.53%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 利润率(%)	12.22%	17.80%	17.66%	17.64%
非流动资产合计	342.17	328.61	307.44	280.64	ROA(%)	10.57%	16.26%	15.92%	16.79%
资产总计	688.56	834.29	935.83	1085.81	ROE(%)	14.27%	22.59%	22.26%	23.77%
					ROIC(%)	13.75%	24.42%	26.67%	31.17%
循环借款	23.00	23.00	23.00	23.00	偿债能力				
应付账款	134.96	117.92	143.92	177.68	资产负债率(%)	25.94%	28.03%	28.49%	29.35%
预收账款	8.66	9.34	10.74	12.61	流动比率(倍)	1.94	2.16	2.36	2.53
其他应付款	1.70	(8.04)	(7.60)	(7.82)	速动比率(倍)	1.11	1.65	1.81	1.99
流动负债合计	178.58	233.82	266.61	318.67	价值评估				
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B(倍)	5.10	4.33	3.90	3.41
负债合计	178.58	233.82	266.61	318.67	P/E(倍)	34.84	18.81	17.13	13.99
股本	150.56	150.56	150.56	150.56	EV/收入(倍)	0.95	2.27	1.90	1.48
资本公积	160.97	186.99	215.55	250.52	EV/EBITDA(倍)	7.74	12.77	10.74	8.39
未分配利润	141.26	193.65	220.56	267.26	EV/EBIT(倍)	10.02	14.85	12.32	9.41
股东权益	509.98	600.47	669.22	767.14					
负债和股东权益	688.56	834.29	935.83	1085.81					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

周凤武：机械行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

安倩：机械行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

张帆：机械行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn