

利欧股份深度研究报告

利欧股份 (002131)

评级: 买入 (首次)

股价: 19.46 元

目标价位: 27.60 元

深度报告

2010 年 2 月 23 日 星期二

牛纪刚
021-50586660-8636
niujiang@longone.com.cn
机械行业

李涛
021-50586660-8936
lt@longone.com.cn
机械行业

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 27.6
升值潜力 (%) 41.83
目标价确定日期: 2010/2/23

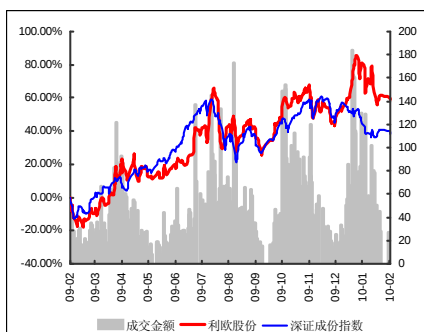
重要数据

总股本(亿股)	1.51
流通股本(亿股)	0.46
总市值(亿元)	29.38
流通市值(亿元)	8.95

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-10.58	-7.36
3 个月	-5.49	7.40
6 个月	10.93	10.98

个股相对深成指走势图



投资要点

- 国内领先的微小型水泵制造商。公司是国内最大的微小型水泵制造商和出口商，产品以出口为主，内销金额不断扩大。
- 公司优势体现在成本和技术两方面。在国际市场上，公司产品价格只有国外相同产品 50% 左右，优势明显；与国内企业相比，公司具备产品自主研发和技术创新能力，研发水平和质量检测能力在行业内居领先地位。
- 公司将重新回到增长快车道。公司两个募投项目均已达产，产能可扩大至 2008 年两倍以上，产能瓶颈已彻底打通；随着全球经济的复苏，预计 2010 年欧洲市场出口额同比 2009 年增长 25% 以上；预计 2010 年开始国内市场将实现爆发式增长，未来两年可保持 100% 以上增长。
- 出口和消费特征是公司的两大行业优势。微小型水泵具有典型的消费品特征，随着我国经济的持续发展，消费升级会为微小型泵行业带来巨大的市场需求；公司出口比重高达 96%，2010 年我国制造业出口全面回暖，高出口比例带来业绩的高弹性，即使公司出口恢复到 2008 年的水平，也将同比 2009 年增长 25% 以上。
- 预计公司 2009-2011 三年每股收益分别为 0.72、0.92 和 1.22 元。考虑到公司良好的成长性，给予买入评级。

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(亿元)	10	8	12	16
增长率	33.0%	-20.0%	40.0%	40.0%
营业利润(亿元)	1	1	2	2
增长率	54.7%	43.2%	34.2%	32.3%
净利润(亿元)	1	1	1	2
增长率	46.7%	54.7%	28.2%	32.3%
每股净资产(元)	3.18	3.63	4.21	4.96
每股收益(元)	0.47	0.72	0.92	1.22
市盈率(P/E)	34.5	27.0	21.2	16.0
市净率(P/B)	6.1	5.7	5.0	4.2
EV/EBITDA	17.8	21.4	15.9	12.4

目录

1. 国内领先的微小型水泵制造商	4
2. 产品外销为主，内销比重不断扩大	4
2.1 内销比重逐渐增加	4
2.2 外销地区主要是欧洲	5
3. 公司优势体现在成本和技术两方面	5
3.1 国际市场价格优势巨大	5
3.2 国内市场技术优势明显	5
4. 公司将重新回到增长快车道	6
4.1 产能瓶颈已打通	6
4.2 欧洲市场有望恢复	6
4.3 国内市场快速增长	6
4.4 美国市场实现突破	6
5. 行业优势——消费和出口双驱动	6
5.1 微小型水泵具有典型的消费品特征	6
5.2 出口复苏带来业绩高增长	7
6. 公司未来发展前景看好	7
6.1 市场潜力巨大	7
6.2 产品结构升级	7
7. 风险因素	8
8. 盈利预测	8
8.1 09 年高毛利难以复制	8
8.2 2010 年销售增长 40%以上	8
8.3 预测财务报表	8
9. 同业比较与估值	10

图形目录

图 1. 公司部分产品	4
图 2. 公司内销产品比重	4
图 3. 公司近三年出口额及增长	5
图 4. 公司近三年销售毛利率	8

表格目录

表 1. 预测损益表	8
表 2. 预测资产负债表	9
表 3. 预测现金流量表	9
表 4. 财务指标分析	9

1. 国内领先的微小型水泵制造商

公司主要从事微型小型水泵和园林机械的研发、设计、制造、销售，是国内最大的微小型水泵制造商和出口商，出口量约占全国同类产品出口总量的25%。公司园林机械业务发展也很迅速，碎枝机的出口量约占全国同类产品出口总量的50%。

公司已开发、生产了12个产品系列、460多个型号的产品，形成了相对完整的产品体系。公司水泵产品主要包括花园潜水泵、花园自吸泵、小型离心泵、小型自吸泵、小型漩涡泵、喷泉泵、其它泵等七大类产品，园林机械产品主要包括碎枝机、割草机、松土机、扫雪机、劈木机等。

图1. 公司部分产品



花园潜水泵



割草机



静音碎枝机



自吸离心泵

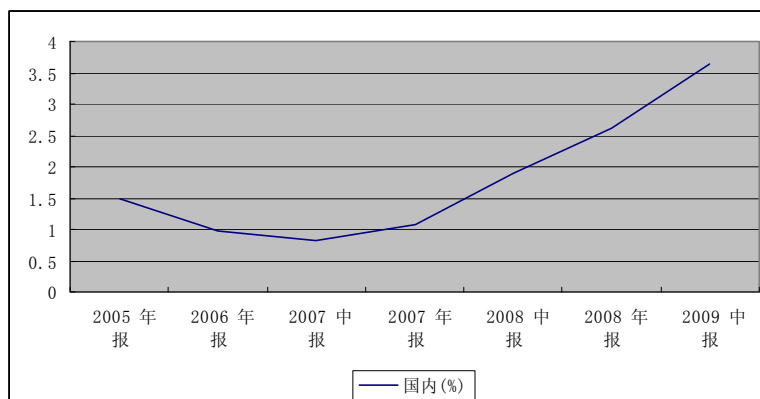
资料来源：公司网站

2. 产品外销为主，内销比重不断扩大

公司产品外销为主，近5年来均保持在96%以上，但内销比重不断增长。

2.1 内销比重逐渐增加

图2. 公司内销产品比重



资料来源：公司公开资料

2.2 外销地区主要是欧洲

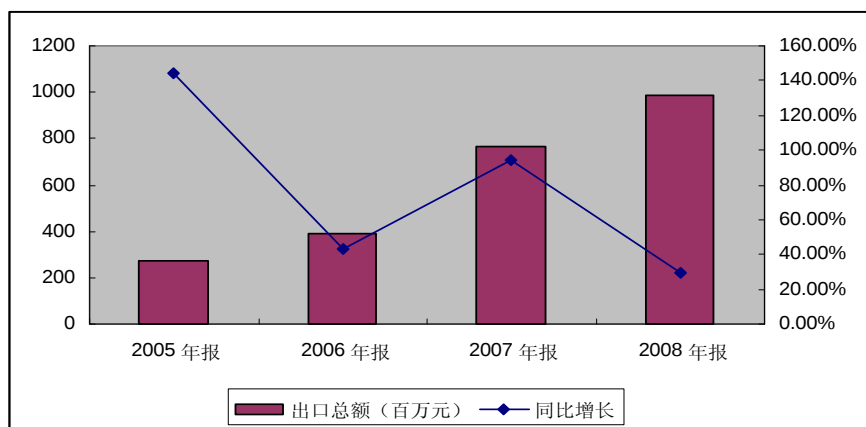
公司外销产品主要销售地区是欧洲，占出口总量的 70%以上。美国市场容量与欧洲接近，公司目前尚未取得销售。在俄罗斯、乌克兰、澳大利亚、日本、韩国等市场销售势头良好，占出口比重 20%以上。

3. 公司优势体现在成本和技术两方面

3.1 国际市场价格优势巨大

在国际市场上，公司产品价格优势明显，只有国外相同产品 50%左右。得益于中国制造业强大的竞争优势，公司出口快速增长。

图3. 公司近三年出口额及增长



资料来源：公司年度报告

3.2 国内市场技术优势明显

公司在国内市场销售额较低，主要原因是公司产品出口订单饱满，同时国内商业环境相对较差，使得公司一直没有足够的重视。与国内产品相比，公司的优势主要体现在技术上。公司产品的核心部件—电机和其他重要零部件均由公司自行设计、开发和生产，产品零部件自制率达到 80%。

水泵为成熟行业，图纸都是公开的，谁都可以生产，难点在于产品的稳定性。只生产一个水泵电机，任何厂家都可以达到非常高的质量，但高质量的大批量生产几十万台，则需要工艺、技术等方面长时间的积累。

公司具备产品自主研发和技术创新能力，产品研发水平和质量检测能力在行业内居领先地位。公司作为国内微型、小型水泵龙头企业，技术上的优势将长期保持。

4. 公司将重新回到增长快车道

在国际国内经济有望全面复苏的大环境下，我们预计公司从 2010 年开始，将重新回到增长快车道。

4.1 产能瓶颈已打通

公司 2008 年共生产各种设备 384.54 万台，09 年销量低于 08 年。目前公司两个募投项目“75 万台新型高效水泵”和“68 万台园林机械”均已达产，我们实地调研了解到，如果实行三班倒并增加外协件采购，公司的极限产能可以达到 2008 年两倍的水平，产能瓶颈已彻底打通。

4.2 欧洲市场有望恢复

随着全球经济的复苏，预计 2010 年欧洲市场出口额可恢复到 2008 年的水平，同比 2009 年增长 25%以上。

4.3 国内市场快速增长

公司国内市场销量占总收入的比重一直在 4%以下，09 年约为 2400 万元人民币。微小型水泵具有消费品的特性，销售渠道对销量有决定性影响。为开拓国内市场，公司 09 年在全国设立了 100 多家经销商，预计从 2010 年开始可实现爆发式增长，达到 5000 万以上；2011 年达到 1 亿元。

4.4 美国市场实现突破

美国市场公司销售始终未见起色，主要原因有两方面，一是未能得到进入美国大卖场如家乐福、沃尔玛的销售渠道，另一方面是公司研发投入不够，按美国标准生产的产品未能实现全系列化。

行对于美国市场的产品，公司产品价格只有 50%左右，价格优势明显。公司计划以游泳池泵和冲浪浴缸泵两种产品为突破口，打开美国市场，实现 200 万美元的收入。

美国市场规模不亚于欧洲，销售渠道主要为各大超市，产品集中度较高。公司产品若能顺利实现突破，则销量极有可能爆发式增长。

我们认为，公司产品国内销量从 2010 年开始可实现 100%以上增长，出口产品可实现 30%以上增长；到 2011 年，若美国市场开拓顺利，出口销量也将出现爆发式增长。

5. 行业优势——消费和出口双驱动

5.1 微小型水泵具有典型的消费品特征

泵是把原动机的机械能转换成流体介质的动能、势能并实现流体介质输送的机械，约有 21%的电机、20%的能源用于各类泵的驱动，泵已经成为国民经济中应用最为广泛的通用机械产品。

在西方发达国家，微型小型水泵被广泛应用于家庭供排水、花园及庭院浇灌、家用中央空调循环用水等领域，普及率很高，市场需求巨大。在国内市场，微型小型水泵主要用于农林灌溉、楼宇供水、市政及工业供排水等商用领域，市场需求量较大，但在家用领域的应用较少。

随着我国经济的持续稳健发展，人均收入水平的提高和生活方式的转变将导致对微型小型水泵的消费量上升；同时住房条件的改善将促使微型小型水泵在家用领域的应用快速增长。

根据利欧股份在安徽农村地区调研，当地人嫁女儿时，对方家里能否洗澡是一个很重要的考察项目。一台 200 元的微型泵用 5 年，就可以很好的解决这个问题。

我们认为，随着我国经济的持续发展，消费升级会为微小型泵行业带来巨大的市场需求。

5.2 出口复苏带来业绩高增长

公司出口比重高达 96%，2010 年我国制造业出口全面回暖，高出口比例带来业绩的高弹性，即使公司出口恢复到 2008 年的水平，也将同比 2009 年增长 25% 以上。

6. 公司未来发展前景看好

6.1 市场潜力巨大

全球微型小型水泵行业市场容量约为 30 亿美元，公司出口份额仅占 5%，尤其是最重要的美国市场，目前尚无成规模销售。凭借中国制造成本和技术上的优势，出口市场潜力巨大。

国内微型小型泵市场 2010 年预计可达到 100 亿元人民币，公司目前仅占 0.2% 左右的市场份额。国内微型小型泵行业集中度较低，多数企业处于家庭作坊式生产阶段，技术水平低、缺乏核心竞争力，随着公司强势启动国内市场，预计未来三年内可保持 100% 以上的增长。

6.2 产品结构升级

公司具备产品自主研发和技术创新能力，产品研发水平和质量检测能力在行业内居领先地位。近年来公司大力开发新产品，如立式多级泵、多级深井泵、不锈钢冲压泵、浴缸泵、智能型花园泵等，新产品毛利远高于传统产品。

公司产业链升级包括大中型泵产品，公司计划收购一家相关制造企业，以进入大中型泵行业，但目前尚无时间表。若找不到合适的收购目标，公司也打算凭自身技术积累进入。长远来看，发展大、中、小及微型泵全系列产品是公司的必然选择。

7. 风险因素

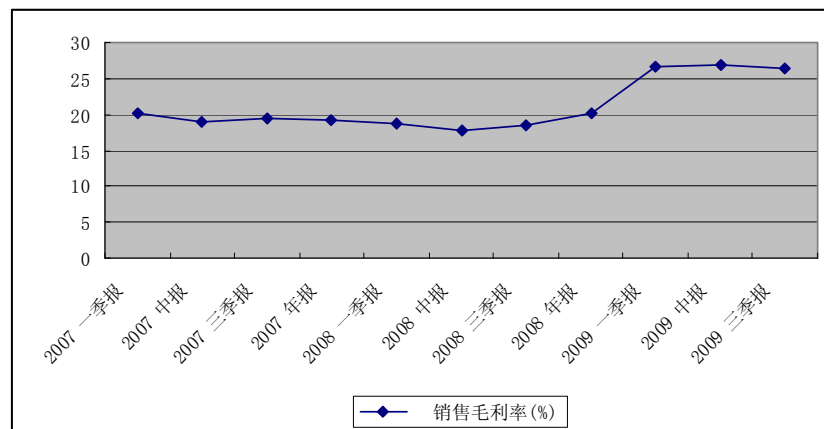
公司销售目前过于依赖欧洲市场，若欧洲经济未能复苏，欧洲市场销售出现下滑，将对公司业绩带来较大影响。

8. 盈利预测

8.1 09 年高毛利难以复制

公司所用主要原材料与 08 年同期相比均有较大程度下降：硅钢片下降 18.08%；铜漆包线下降 45.78%，铝锭下降 33.62%，塑料米下降 20.81%。由于公司产品价格未相应下降，使得主营业务的综合毛利率较上年同期有较大幅度提高：公司半年报销售毛利率为 27.22%，较上年同期上升了 9.11 个百分点。

图4. 公司近三年销售毛利率



资料来源: WIND

微小型水泵属完全竞争性行业，在产品结构未调整的情况下，由原材料降价导致的高毛利难以维持，预计公司 2010 年销售毛利恢复到 22% 左右。

8.2 2010 年销售增长 40% 以上

增长主要来自欧洲市场的恢复和国内市场的爆发，预计欧洲市场销售可增长 30%，其他出口地区可增长 40%，国内市场增长 100%。

8.3 预测财务报表

表1. 预测损益表

利润表(亿元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	10	8	12	16
增长率	33.0%	-20.0%	40.0%	40.0%
营业成本	8	6	9	12
营业成本/营业收入	79.9%	71.5%	72.5%	73.0%
销售费用/营业收入	5.7%	3.0%	3.0%	3.0%

管理费用/营业收入	4.6%	7.0%	6.0%	6.0%
营业利润	1	1	2	2
增长率	54.7%	43.2%	34.2%	32.3%
利润总额	1	1	2	2
增长率	50.3%	44.9%	28.2%	32.3%
归属于母公司净利润	1	1	1	2
增长率	46.7%	54.7%	28.2%	32.3%

数据来源：东海证券研究所

表2. 预测资产负债表

资产负债表(亿元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	1	1	1	1
应收款项	1	1	2	2
存货净额	1	1	2	2
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	3	3	4	5
固定资产	3	4	5	5
资产总计	7	8	9	11
流动负债合计	2	2	3	3
负债合计	2	2	3	3
股东权益	5	5	6	7
负债和股东权益总计	7	8	9	11

数据来源：东海证券研究所

表3. 预测现金流量表

现金流量表(亿元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1	1	1	2
经营活动现金流	0	1	1	1
资本开支	(2)	(2)	(1)	(1)
投资活动现金流	(2)	(2)	(1)	(1)
支付股利、利息	(0)	(0)	(1)	(1)
其它融资现金流	1	1	(0)	(0)
融资活动现金流	0	1	(1)	(1)
现金净变动	(1)	0	(0)	0
货币资金的期初余额	1	1	1	1
货币资金的期末余额	1	1	1	1
企业自由现金流	(1)	(0)	1	1
权益自由现金流	1	0	1	1

数据来源：东海证券研究所

表4. 财务指标分析

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.47	0.72	0.92	1.22
每股红利	0.30	0.27	0.35	0.47

每股净资产	3.18	3.63	4.21	4.96
ROS	7%	13%	12%	11%
ROE	15%	20%	22%	25%
毛利率	20%	25%	24%	23%
EBIT Margin	11%	16%	15%	14%
EBITDA Margin	13%	19%	19%	18%
收入增长	33%	-19%	38%	38%
净利润增长	47%	55%	28%	32%
资产负债率	30%	33%	32%	32%
息率	4.4%	1.3%	1.7%	2.2%
P/E	14.5	27.0	21.2	16.0
P/B	2.1	5.7	5.0	4.2
EV/EBITDA	7.8	21.4	15.9	12.4

数据来源：东海证券研究所

9. 同业比较与估值

将公司与 A 股机械行业中小上市公司做估值比较：

证券简称	2 月 22 日收盘价（元）	09 年 EPS（元）	09 年 PE	10 年 EPS（元）	预测市盈率（10 年）	预测 PEG 值
威海广泰	20.13	0.42	47.93	0.60	33.55	1.12
方圆支承	11.84	0.19	62.32	0.30	39.47	1.08
达意隆	16.29	0.37	44.03	0.52	31.33	1.09
东力传动	17.19	0.61	28.18	0.78	22.04	1.01
利欧股份	19.46	0.72	27.03	0.92	21.15	0.97

数据来源：东海证券研究所，WIND 资讯

与高成长性的中小板机械公司做比较，利欧股份的 PE 和 PEG 均处于较低水平，考虑到公司未来两年均可保持 30%以上的高增长，按 2010 年 30 倍 PE 计算，公司合理股价应为 27.6 元，买入评级。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

牛纪刚, 机械行业分析师, 清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士, 2 年从业经验, 2009 年 3 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 三一重工、中联重科、柳工、安徽合力、沈阳机床、昆明机床、方圆支承等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122