

2011 年 8 月 1 日

利欧股份

2011 年上半年业绩同比增长 5%

买入
A

002131.SZ - 人民币 17.00

目标价格: 人民币 22.50(▼29.40)

史祺, CFA

(8621) 2032 8368

qi.shi@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206080227

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	4	(6)	(3)	50
相对新华富时 A50 指数(%)	9	(3)	6	55

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	302
流通股(%)	30
流通股市值(人民币 百万)	1,50
3 个月日均交易额(人民币 百万)	73
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
王相荣	27

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

利欧股份公告 2011 年上半年净利润同比上升 5%至 5,700 万人民币, 收入同比增长 14%至 6.87 亿人民币。由于期间原材料价格大幅上升以及人民币不断升值, 公司整体毛利率同比下降 2.5 个百分点; 通过管理层的努力, 公司的销售费用率出现小幅下降, 但是由于利欧湖南基地的运作, 公司的管理费用率出现一定的上升, 因此公司经营利润率水平下降 3 个百分点; 由于投资收益的增加, 公司的净利润率仅下降了 0.7 个百分点。考虑到公司未来几年水利投资带来的业绩快速增长, 我们将该股目标价格下调至 22.50 元人民币, 并对该股维持买入评级。

支撑评级的要点

- 未来 5-10 年, 我国将大力加强水利基础设施建设。水利基础设施建设投资的大幅增加, 将带动水泵产品、特别是利欧重点发展的大型水利水务泵产品的销售大幅增长。
- 利欧董事会确定了公司未来 10 年的发展战略, 具体发展目标是: 用十年时间将公司打造为一家提供系统解决方案和全系列泵产品的世界级泵产品制造商, 年销售收入达到 100 亿元人民币。
- 中国水务投资的入股为公司品牌和形象方面都提升了一个档次。我们预计 2011 年公司的工业泵收入接近 3 亿元, 同比增长 33%, 2012 年将实现 100% 的增长速度, 收入将达到 6 亿元。

评级面临的主要风险

- 海外市场出现需求放缓。

估值

- 考虑到公司未来几年水利投资带来的业绩快速增长, 参考 30 倍 2012 年预测市盈率, 我们将公司目标价格从 29.40 元下调至 22.50 元人民币, 对该股维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	848	1,201	1,708	2,266	2,909
变动(%)	(19)	42	42	33	28
净利润(人民币 百万)	97	116	156	239	314
全面摊薄每股收益(人民币)	0.32	0.385	0.48	0.747	0.982
变动(%)	38.7	19.2	26.7	53.1	31.4
市盈率(倍)	52.6	44.1	34.8	22.8	17.3
每股现金流量(人民币)	0.44	0.43	0.41	0.65	0.97
价格/每股现金流量(倍)	38.9	39.5	41.1	26.3	17.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.4	28.3	22.5	14.9	11.2
每股股息(人民币)	0.00	0	0.058	0.07	0.112
股息率(%)	0	0	0.3	0.4	0.7
					0.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值。考虑到公司未来几年水利投资带来的业绩快速增长，我们预测公司未来两年每股收益的增长率分别是 27%和 53%。参考 30 倍 2012 年预测市盈率，我们将公司目标价格从 29.40 元下调至 22.50 元人民币，对该股维持**买入**评级。

2011 年上半年盈利同比上升 5%。利欧股份公告 2011 年上半年净利润同比上升 5%至 5,700 万人民币，收入同比增长 14%至 6.87 亿人民币。由于期间原材料价格大幅上升以及人民币不断升值，公司整体毛利率同比下降 2.5 个百分点；通过管理层的努力，公司的销售费用率出现小幅下降，但是由于利欧湖南基地的运作，公司的管理费用率出现一定的上升，因此公司经营利润率水平下降 3 个百分点；由于投资收益的增加，公司的净利润率仅下降了 0.7 个百分点。

未来水利发展前景。2011 年中央 1 号文件《中共中央、国务院关于加快水利改革发展的决定》是我国首次系统部署水利改革发展全面工作的决定。未来 5-10 年，我国将大力加强水利基础设施建设。水利基础设施建设投资的大幅增加，将带动水泵产品、特别是利欧重点发展的大型水利水务泵产品的销售大幅增长，为公司未来 5-10 年经营业绩的持续提升创造了良好的外围环境。

公司发展目标。利欧董事会经充分调研、反复论证，确定了公司未来 10 年的发展战略，具体发展目标是：用十年时间将公司打造为一家提供系统解决方案和全系列泵产品的世界级泵产品制造商，年销售收入达到 100 亿元人民币，成为国内最大并进入全球泵业十强。具体而言，公司将以现有民用泵业务为基础，积极拓展工业泵市场，重点领域包括：水利、水务系统用泵；钢铁、冶金、矿山用泵；石油、石化、化工泵；电站泵（含核泵）。根据公司的总体布局，公司将在国内建设三大生产基地，一是由公司本部和大农实业组成的民用泵生产基地，包含小型水泵、园林机械、电机、清洗及植保机械等现有业务；二是由湖南利欧泵业有限公司和长沙天鹅工业泵股份有限公司组成的湖南基地，主要生产水利、水务系统用泵、钢铁、冶金、矿山用泵、电站泵等产品；三是计划在大连建设石化泵生产基地，主要生产石油、石化、化工泵等产品。

整合天鹅泵业。为了加快工业泵领域的发展速度并抓住我国大力发展水利建设的机会,公司在 2011 年将通过定向增发的方式完成天鹅泵业的收购,作为国内重要的电站循环泵生产基地之一,天鹅泵业主营各类工业用泵的生产和销售,符合公司在工业用泵产品领域进行产业布局的规划目标。未来十年我国对水利投资的规模将比过去增加一倍以上,我们认为每年 4,000 亿的投资规模中水库的改建和新建将占非常大的比重。此外,中国水务投资的入股为公司在品牌和形象方面都提升了一个档次。我们预计 2011 年公司的工业泵收入接近 3 亿元,同比增长 33%,2012 年将实现 100% 的增长速度,收入将达到 6 亿元。

图表 2. 2011 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年上半年	2011 年上半年	同比变动%
经营收入	600	687	14
销售成本	(473)	(558)	18
毛利润	128	128	1
销售费用	(19)	(20)	5
管理费用	(36)	(47)	28
经营利润	72	61	(15)
财务成本	(4)	(2)	(51)
投资及其它收益 3		11	301
税前利润	70	70	(0)
税金	(12)	(11)	(8)
少数股东权益	(3)	(1)	(56)
净利润	54	57	5
盈利能力(%)			
毛利率	21.2	18.7	
经营利润率 11	.9	8.9	
净利率	9.0	8.3	

资料来源: 公司数据

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	848	1,201	1,708	2,266	2,909
销售成本	(641)	(936)	(1,327)	(1,716)	(2,174)
经营费用	(51)	(84)	(139)	(185)	(261)
息税折旧前利润	156	180	243	365	474
折旧及摊销	(43)	(41)	(55)	(72)	(86)
经营利润(息税前利润)	113	139	188	293	389
净利息收入/(费用)	(3)	(2)	(5)	(8)	(11)
其他收益/(损失) 11		9	14	14	14
税前利润	121	146	196	299	392
所得税	(21)	(25)	(34)	(52)	(68)
少数股东权益	(3)	(4)	(6)	(8)	(11)
净利润	97	116	156	239	314
核心净利润	97	116	156	239	314
每股收益(人民币) 0.32	3	0.385	0.488	0.747	0.982
核心每股收益(人民币) 0.32	3	0.385	0.488	0.747	0.982
每股股息(人民币) 0.00	0	0.058	0.073	0.112	0.147
收入增长(%)	(19)	42	42	33	28
息税前利润增长(%) 1	5	23	35	56	33
息税折旧前利润增长(%) 2	5	16	35	51	30
每股收益增长(%) 39		19	27	53	31
核心每股收益增长(%) 3	9	19	27	53	31

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物 53		129	146	226	415
应收帐款 155		193	274	381	489
库存 141		183	254	347	427
其他流动资产 17		25	35	45	57
流动资产总计	366	530	709	1,000	1,388
固定资产 292		351	585	660	701
无形资产 46		46	47	45	44
其他长期资产 45		53	185	195	205
长期资产总计	382	450	818	901	950
总资产	749	980	1,527	1,900	2,338
应付帐款 140		195	269	360	450
短期债务 22		72	122	172	222
其他流动负债 24		47	61	81	103
流动负债总计	186	314	451	614	774
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本 151		301	320	320	320
储备 381		329	714	917	1,184
股东权益	532	630	1,033	1,236	1,503
少数股东权益 31		36	42	50	61
总负债及权益	749	980	1,527	1,900	2,338
每股帐面价值(人民币) 3.53		2.09	3.23	3.87	4.70
每股有形资产(人民币) 3.23		1.94	3.09	3.73	4.56
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.21)	(0.19)	(0.08)	(0.17)	(0.61)

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润 121		146	196	299	392
折旧与摊销 43		41	55	72	86
净利息费用	3	2	5	8	11
运营资本变动	(8)	(27)	(81)	(111)	(100)
税金	(21)	(25)	(34)	(52)	(68)
其他经营现金流	(7)	(8)	(10)	(10)	(10)
经营活动产生的现金流	132	129	132	207	310
购买固定资产净值	(74)	(101)	(142)	(145)	(125)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(11)	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(85)	(101)	(142)	(145)	(125)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(1)	50	50	50	50
支付股息	0	0	(17)	(23)	(36)
其他融资现金流	(48)	(2)	(5)	(8)	(11)
融资活动产生的现金流	(49)	48	27	18	4
现金变动	(3)	76	17	80	189
期初现金 56		53	129	146	226
公司自由现金流 47		29	(9)	64	189
权益自由现金流 42		76	35	104	225

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率 18.4		15.0	14.2	16.1	16.3
息税前利润率 13.3		11.6	11.0	12.9	13.4
税前利润率 14.3		12.1	11.5	13.2	13.5
净利率 11.5		9.7	9.1	10.5	10.8
流动性(倍)					
流动比率	2.0	1.7	1.6	1.6	1.8
利息覆盖率(倍) 34.9		42.4	27.7	28.5	28.2
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍) 1.2		1.1	1.0	1.1	1.2
估值(倍)					
市盈率 52.6		44.1	34.8	22.8	17.3
核心业务市盈率 52.6		44.1	34.8	22.8	17.3
目标价对应核心业务	90.9	76.3	60.2	39.3	30.0
市盈率					
市净率 4.8		8.1	5.3	4.4	3.6
价格/现金流 38.9		39.5	41.1	26.3	17.5
企业价值/息税折旧前利润	16.4	28.3	22.5	14.9	11.2
周转率					
存货周转天数 77.8		63.2	60.1	63.9	65.0
应收帐款周转天数 64.1		52.9	49.9	52.8	54.6
应付帐款周转天数 59.2		51.0	49.6	50.7	50.9
回报率(%)					
股息支付率 0.0		15.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率 19.3		20.0	18.8	21.0	22.9
资产收益率 13.0		13.3	12.4	14.2	15.2
已运用资本收益率 20.3		21.2	19.5	22.2	24.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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