



利欧股份（002131）重大事件点评：

水泵业务再演重头戏，水利建设盛宴岂能缺席？

机械制造-电机

评级：买入

分析师

马金良

(执业证书编号：S0350510120001)

联系人 冯胜

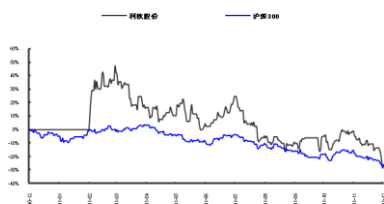
电话：0755-83706284

邮件：fengs@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

相对沪深 300 表现



市场数据	2011.12.21
当前价格（元）	11.98
52 周价格区间（元）	11.5-24.44
总市值（百万）	3607.42
流通市值（百万）	2192.27
总股本（万股）	30112.00
流通股（万股）	18299.42
日均成交额（百万）	77.36
近一月换手（%）	20.80

财务数据	FYB
毛利率	18.7
净利率	2.6
净资产收益率	10.1
总资产收益率	2.9
资产负债率	72.4
现金分红收益率	0.0
市盈率	30.0
市净率	2.7

事件

2011 年 12 月 20 日，利欧股份与无锡市锡泵制造有限公司（以下称“无锡锡泵”）控股股东何宝荣签订了《股权收购意向书》，公司拟以自有资金不超过人民币 4,500 万元收购何宝荣持有无锡锡泵 58% 的股权（具体出资金额将以资产评估结果为依据，由双方协商确定）。

点评

1、无锡锡泵是中国水利泵行业的龙头。

无锡市锡泵制造有限公司（原无锡市水泵厂）是全国大型水泵制造公司之一，属原机械部重点骨干企业，国家大型二类企业，同时也是国际水机中心的研制工厂，公司主要生产用于城市给排水、农田排灌、水利工程、电厂水循环和大型调水引水工程所需的大中型水泵，同时生产适用于电厂、矿山、冶金和化工等行业使用的工业泵。

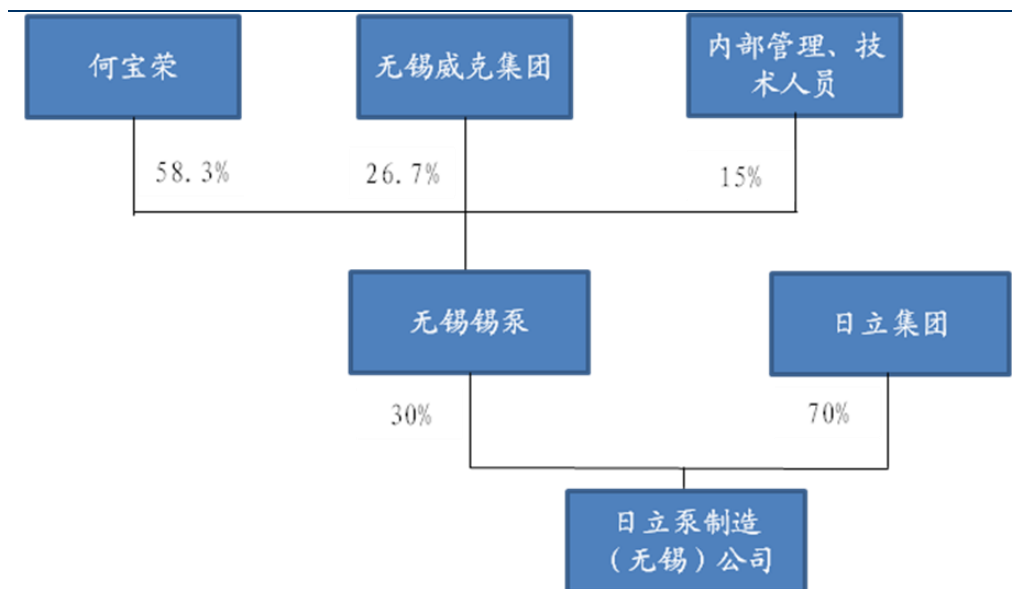
公司可以追溯的历史直达民国时期的 1935 年；建国之后在工商部门登记注册的历史开始于 1980 年 4 月，是国内从事大型水利水务泵制造历史最长、规模最大、技术最先进的企业。

无锡锡泵在大中型水利水务泵市场具有良好的业绩记录，为南水北调、引滦入津、引黄济青、太湖淮河治理等国家重点工程提供了 780 余台大型水泵，其中包括：第一台全国最大的 3 米口径轴流泵、亚洲最大的 4.5 米特

大型轴流泵、世界第一台最大的斜 150 齿轮箱减速传动机械全调节 4.1 米轴流泵、国内最大的液压调节 3.5 米导叶混流泵（南水北调东线工程首座泵站宝应站）、国内首台大型双向无导叶潜水贯流泵、后置灯泡式贯流泵（南水北调蔺家坝泵站）等等。无锡锡泵产品在欧美、东南亚、中东等市场区域也享有较高知名度。1966 年，公司研制出了当时第一台全国最大的叶轮直径 3 米的全调节轴流泵，开始了无锡锡泵的第一次历史性飞跃。1976 年公司又成功制造出两台叶轮直径为 4.5 米、流量为 60 立方米/秒的 4.5CJ-70 特大型全调节轴流泵，安装在江苏省淮安第二翻水站，成为早期南水北调工程的重要工程。

该公司目前的股权结构中，自然人何宝荣占比 58.3%；无锡威克集团有限公司占比 26.7%；无锡锡泵部分管理人员及核心业务人员占比 15%。目前该公司员工约为 140 人，年收入规模在一亿元以上。无锡锡泵在 2006 年与日立集团公司合资成立了日立泵制造（无锡）有限公司，其中无锡锡泵占股权比例为 30%。日立泵公司目前有员工 300 人以上，年收入规模超过 3 亿元。

图 1 无锡泵业的股权结构



资料来源：国海证券研究所

2、公司收购无锡锡泵的意义重大

公司在年内进行了（包括正在进行中）三宗资产收购，分别是长沙天鹅泵业、大连华能和无锡锡泵。三大标的公司各有侧重，分别擅长电站泵、石化泵和大型水利水务泵。虽然三大标的公司收入规模都不大，但是为公司建立健全产品线提供了优质平台。

此外，通过建设湖南九华基地（即湖南利欧泵业有限公司），公司新增了 3800 台大泵产能，达产后将贡献约 5 亿元的收入规模。未来，各个标的公司一旦受到产能的制约，将把剩余订单转到九华基地生产，从而为公司泵业做大做强提供了坚实的基础。

公司在此次收购完成后，将对无锡锡泵进行两方面的“改造”：一是增资扩股，将无锡锡泵的注册资本增加到 5000 万元，公司的股权占比提升到 70%以上；另外，公司将联合无锡锡泵对日立集团公司展开谈判，力争将孙公司日立泵制造（无锡）公司的资产、人员和技术转移到无锡锡泵中来，重点打造无锡锡泵本部力量。

重大意义一：完善产品种类，获取技术制高点。此次收购的无锡锡泵在国内大型水利水务泵行业处于龙头

地位，有效弥补了公司的产品种类的不足，提供了可贵的技术支持，将成为公司水利水务泵发展的桥头堡。

此次收购是继利欧股份在 2010 年引进中国水务作为战略投资者后，在水利水务方面导演的另一重头戏。中国水务的参股，为公司在水利水务行业搭建了与政府机关尤其是水利部/水利厅进行沟通的桥梁，这一渠道优势令人艳羡；而无锡锡泵的收购，则是公司在水利泵行业迈出的实质性一步。

重大意义二：有效增厚公司业绩。目前无锡锡泵的体量较小，但是一旦通过将子公司日立泵吸收合并，将呈几何倍数增加无锡锡泵的收入和净利润规模。根据目前掌握的情况看，日立集团放弃该合资公司的可能性很大。届时，无锡锡泵收入规模可达 5 亿元左右，净利润将达到 5000-6000 万。在目前基础上，增厚公司 EPS 约 0.15 元。且动态来看，无锡泵业可以借助湖南九华基地扩大产能，进一步做大做强。

我们认为，明年国内大规模的水利建设即将铺开，公司在水利泵方面“渠道+平台”的优势凸显，将较国内同行分享到更大份额的“蛋糕”！

表 1 公司年内所收购的泵业公司标的一览

标的公司	注册资本 (万)	收购股权	优势产品	营业收入 (2012E)	收购对价	收购 进展
天鹅泵业	3787.5993	100%	电站泵	2.6 亿元左右	以 2156 万元收购 7.39% 的股权；以 14.58 元/股的价格发行 1852.4353 万股收购 92.61% 的股权	已完成
大连华能	1000.0000	100%	石化泵	7000 万左右	不超过 5000 万元	正在进行
无锡锡泵	3333.3333	58%	大型水利 水务泵	1.5 亿元	不超过 4500 万元	正在进行

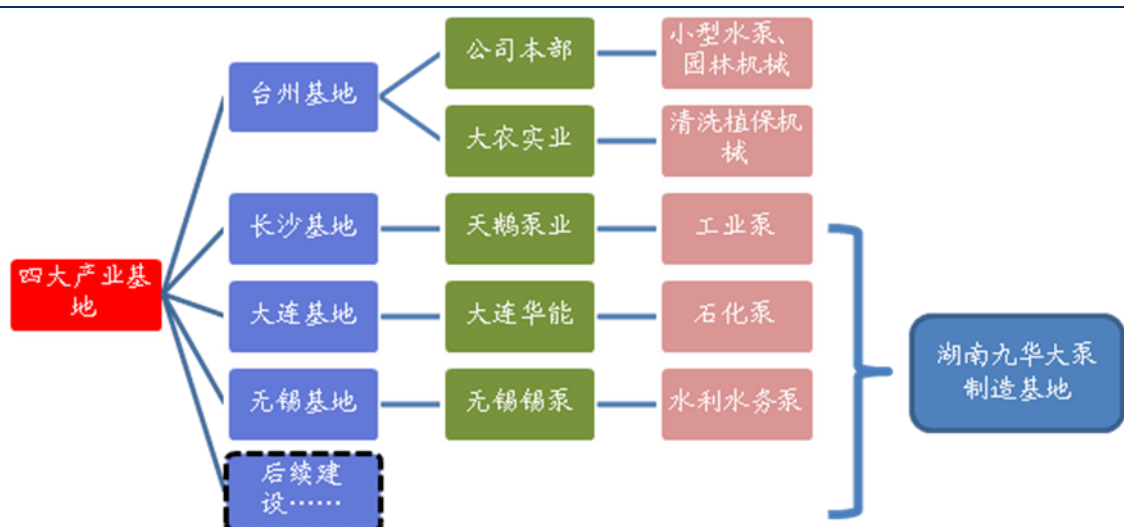
资料来源：公司公告，国海证券研究所

3、公司战略布局愈加清晰

在此次收购完成后，公司将形成微小泵/花园机械、电站泵、石化泵和大型水利水务泵四大块业务及与此对应的台州、长沙、大连、无锡四大产业基地，而湖南九华基地将承担大泵业务的生产制造，为各项业务的发展提供产能支撑。

未来公司还将可能收购矿山冶金用泵的制造公司，进一步丰富公司的产品线，为公司迈向国际泵业巨头，实现十年翻十番、收入达百亿的目标提供支持。

图 2 公司产业布局



资料来源：国海证券研究所

估值分析

由于未来两年公司将继续进行战略布局的延伸，我们对公司进行如下基本假设：

- 1、2011 年天鹅泵业并入合并报表，2012 年大连华能和无锡锡泵并入合并报表，且前两个子公司均能达到承诺业绩，后一个子公司的“改造”顺利实施；
- 2、2012 年公司成功实施非公开发行，发行价格 15 元/股，发行数量 4400 万股，融资规模 66,000 万；
- 3、公司 2012 年成功发行短期融资券，募集资金 10,000 万元；
- 4、公司各项募投项目进展顺利，2012 年完成年产 150 万台小型水泵项目和湖南利欧基地年产 3800 台工业泵建设项目，并分别达产；
- 5、2013 年公司在国内销售网络的建立基本完善，在 44 个主要城市建立了销售网点；
- 6、暂不考虑公司其他资产收购或资本运作。

由于目前大连华能和无锡锡泵的相关财务数据尚未公布，我们在估值过程中采取较为简略的估算方法。

无锡锡泵的收购能够增厚公司业绩，我们在之前盈利预测的基础上进行调整。2011-2013 年，公司实现每股净收益 0.37 元、0.55 元和 0.81 元，按照 2011 年 12 月 20 日的收盘价 11.98 元计算，对应 EPS 为 32、22 和 15 倍。我们看好公司的战略布局，认为公司能够最大程度地分享即将启动的水利建设“盛宴”，同时能够在石化泵等领域获得快速成长。继续给予“买入”评级。

表 2 公司主营业务预测

人民币百万	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入-按产品划分						
营业收入	1,041,596,027	848,333,072	1,195,106,946	1,445,504,407	1,990,695,435	2,552,504,465
微小型水泵	596,948,600	548,316,900	800,644,700	840,676,935	1,008,812,322	1,210,574,786
园林机械	212,306,000	117,432,100	137,529,000	144,405,450	151,625,723	159,207,009
清洗和植保机械	112,996,200	97,450,200	81,694,000	85,778,700	90,067,635	94,571,017
水利泵				0	250,000,000	500,000,000
石化泵			0	0	70,000,000	140,000,000
电站泵				220,000,000	264,000,000	290,400,000
其他	93,176,000	68,647,300	153,112,200	154,643,322	156,189,755	157,751,653
营业成本-按产品划分						
营业成本	832,450,580	637,088,110	935,714,496	1,153,311,114	1,555,113,525	1,967,381,677
微小型水泵	479,886,980	410,141,041	631,628,604	697,761,856	827,226,104	980,565,577
园林机械	171,819,246	89,013,532	114,877,974	125,632,742	131,914,379	138,510,098
清洗和植保机械	90,069,271	70,729,355	54,073,259	64,334,025	67,550,726	70,928,263
水利泵	0	0	0	0	187,500,000	375,000,000
石化泵			0	0	46,900,000	92,400,000
电站泵				149,600,000	176,880,000	191,664,000
其他	65,968,608	50,531,278	113,027,426	115,982,492	117,142,316	118,313,740
毛利-按产品划分						
毛利	209,145,447	211,244,962	259,392,450	292,193,293	435,581,909	585,122,788
微小型水泵	117,061,620	138,175,859	169,016,096	142,915,079	181,586,218	230,009,209
园林机械	40,486,754	28,418,568	22,651,026	18,772,709	19,711,344	20,696,911
清洗和植保机械	22,926,929	26,720,845	27,620,741	21,444,675	22,516,909	23,642,754
水利泵			0	0	62,500,000	125,000,000
石化泵			0	0	23,100,000	47,600,000
电站泵				70,400,000	87,120,000	98,736,000
其他	27,207,392	18,116,022	40,084,774	38,660,831	39,047,439	39,437,913
收入增速-按产品划分						
收入增速	33.0%	-18.6%	40.9%	21.0%	37.7%	28.2%
微小型水泵	8.3%	-8.1%	46.0%	5.0%	20.0%	20.0%
园林机械	n. a.	-23.6%	17.1%	5.0%	5.0%	5.0%
清洗和植保机械	n. a.	-13.8%	-16.2%	5.0%	5.0%	5.0%
水利泵					100.0%	100.0%
石化泵						100.0%
电站泵				0.00%	20.00%	10.00%
其他	41.7%	-26.3%	123.0%	1.0%	1.0%	1.0%
毛利率-按产品划分						
综合毛利率	20.1%	24.9%	21.7%	20.2%	21.9%	22.9%
微小型水泵	19.6%	25.2%	21.1%	17.0%	18.0%	19.0%
园林机械	19.1%	24.2%	16.5%	13.0%	13.0%	13.0%

清洗和植保机械	20.3%	27.4%	33.8%	25.0%	25.0%	25.0%
水利泵	33.0%	32.8%	32.5%	32.0%	33.0%	34.0%
石化泵				35.0%	35.0%	35.0%
电站泵				32.00%	33.00%	34.00%
其他	29.2%	26.4%	26.2%	25.00%	25.00%	25.00%

表 3 公司三大表预测

证券代码:	002131.sz	股票价格:	11.98	投资评级:	增持	日期:	2011-12-21		
财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	每股指标与估值	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					每股指标				
ROE	17%	15%	12%	15%	EPS	0.37	0.37	0.55	0.81
毛利率	22%	20%	22%	24%	BVPS	2.14	2.38	4.46	5.27
期间费率	11%	11%	11%	11%	估值				
销售净利率	9%	8%	10%	12%	P/E	32.62	32.78	21.93	14.79
成长能力					P/B	5.61	5.04	2.69	2.27
收入增长率	41%	21%	38%	28%	P/S	3.02	2.65	2.19	1.71
利润增长率	14%	6%	70%	48%					
营运能力					利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
总资产周转率	1.13	1.13	0.95	1.07	营业收入	1195	1446	1991	2553
应收账款周转率	5.22	9.13	6.08	4.87	营业成本	936	1153	1554	1941
存货周转率	4.71	4.51	4.24	4.01	营业税金及附加	4	6	8	11
偿债能力					销售费用	38	52	71	92
资产负债率	36%	39%	20%	17%	管理费用	84	98	136	174
流动比	1.41	1.27	3.06	4.03	财务费用	8	9	(3)	(3)
速动比	0.89	0.69	2.09	2.62	其他费用/（-收入）	4	4	4	4
					营业利润	129	131	229	343
资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E	营业外净收支	10	8	8	8
现金及现金等价物	66	76	364	223	利润总额	138	139	237	351
应收款项	229	158	327	524	所得税费用	22	21	35	53
存货净额	199	257	368	487	净利润	117	118	201	298
其他流动资产	44	79	107	160	少数股东损益	6	1	2	4
流动资产合计	539	564	1159	1388	归属于母公司净利润	111	117	199	294
固定资产	334	396	470	669					
在建工程	25	120	250	80	现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
无形资产及其他	68	79	83	85	经营活动现金流	81	124	(96)	(86)
长期股权投资	87	122	142	162	净利润	117	118	201	298
资产总计	1055	1284	2106	2385	少数股东权益	6	1	2	4
短期借款	150	200	100	(0)	折旧摊销	42	29	34	40
应付款项	193	191	214	267	公允价值变动	8	8	8	8
预收帐款	19	32	44	56	营运资金变动	(92)	(33)	(342)	(435)
其他流动负债	21	21	21	21	投资活动现金流	(177)	(302)	(320)	(269)
流动负债合计	383	443	379	344	资本支出	(55)	(63)	(74)	(199)
长期借款及应付债券	0	50	50	50	长期投资	(44)	(35)	(20)	(20)
其他长期负债	2	2	2	2	其他	(7)	0	0	0
长期负债合计	2	52	52	52	筹资活动现金流	106	101	561	(98)
负债合计	385	495	431	396	债务融资	128	100	(100)	(100)
股本	301	320	364	364	权益融资	0	0	660	0
股东权益	670	789	1651	1951	其它	(18)	0	0	0
负债和股东权益总计	1055	1284	2082	2347	现金净增加额	10	(77)	145	(453)

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。