

利欧集团股份有限公司

2017年公开发行可转换公司债券信用评级报告



本次可转换公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 294,754.75 万元（含）

债券期限：6 年

转股期：自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

评级时间：2017 年 4 月 21 日

主要财务数据：

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	42.01	84.00	112.91
所有者权益（亿元）	20.84	57.90	74.66
长期债务（亿元）	1.18	2.90	2.09
全部债务（亿元）	6.00	5.56	11.08
营业收入（亿元）	28.74	43.92	73.54
净利润（亿元）	2.13	2.40	5.89
EBITDA（亿元）	3.64	4.12	8.35
经营性净现金流（亿元）	-1.10	3.30	0.76
营业利润率（%）	22.50	22.21	20.73
净资产收益率（%）	11.71	6.10	8.88
资产负债率（%）	50.40	31.08	33.88
全部债务资本化比率（%）	22.35	8.77	12.92
流动比率（倍）	1.28	1.74	1.39
EBITDA 全部债务比（倍）	0.61	0.74	0.75
EBITDA 利息倍数（倍）	13.24	11.14	20.61
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.12	0.14	0.28

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3、近年来公司合并范围变动对主营业务产生一定影响，财务数据可比性偏弱。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对利欧集团股份有限公司（以下简称“公司”或“利欧股份”）的评级反映了公司通过收购已形成了机械制造和互联网服务双主业，业务板块进一步多元化，产品系列进一步完善，并实现所有者权益和资产规模的大幅增长，资产负债率保持较低水平，收入和利润保持较快增长；公司传统泵业研发能力和核心部件自制能力强，生产装备水平领先，产品具备协同优势；数字营销领域子公司具备先发优势，积累了丰富优质的媒体和客户资源，综合服务能力行业领先。同时，联合评级也关注到泵行业和数字营销行业竞争压力较大、数字营销业务对主要媒体较为依赖、工业泵板块受宏观经济波动影响较大、公司应收账款规模较大、大规模收购对公司管理带来挑战等因素可能对公司信用状况造成的不利影响。

未来，公司在保持机械制造业稳步发展的基础上，将继续向互联网产业转型。随着公司新收购企业业绩的逐步显现，公司经营规模有望进一步扩大，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次可转换公司债券条款的设置有利于债券持有人转股，且本次可转换公司债券募投项目的实施有利于公司进一步整合互联网板块，提升互联网及机械制造业务竞争力。

基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 在互联网产业快速发展的环境下，随着互联网用户数的增长和消费模式的转变，未来数字营销行业发展潜力较大。

2. 公司各业务板块研发团队实力较强，

相关行业经验丰富；公司获得多项专利及软件著作权，并参与泵业和机械领域多项行业标准和国家标准的制定。

3. 公司通过收购行业内优势企业进入数字营销领域，业务进一步多元化，收入和利润规模不断增长，资产规模和资本实力大幅提升；被收购企业具备一定的先发优势，积累了丰富优质的媒体和客户资源，公司目前数字营销综合服务能力行业领先。

4. 公司传统泵业核心部件自制能力强，生产装备水平领先，微型小型水泵和园林机械产品能够形成协同优势，有利于公司降低成本及提高效率。

5. 公司资产负债率较低，债务负担较轻。

关注

1. 泵行业和数字营销行业内企业数量多，集中度较低，市场竞争较为激烈，且工业泵产品周期性较强，受宏观经济环境及下游需求波动影响较大。

2. 公司近年来业务转型升级跨度较大，收购重要子公司较多，被收购子公司业务存在交叉，各方面的融合和协同发展尚需时日，对公司经营管理带来挑战。

3. 公司互联网业务对主要合作媒体较为依赖，且盈利的主要来源为媒体返点，若主要媒体代理政策发生变化，或将对公司盈利能力和经营业绩带来较大影响。

4. 公司应收账款规模较大，下游客户回款相对较慢，对营运资金形成了一定占用。

5. 公司资产中商誉占比较高，若子公司经营环境及经营业绩发生变化，存在一定的商誉减值风险。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

李 聪

电话：010-85172818

邮箱：lic@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

利欧集团股份有限公司（以下简称“公司”或“利欧股份”）前身为台州利欧电气有限公司，于2001年5月由王相荣、张灵正、王壮利共同出资设立，初始注册资本369万元。2004年7月，台州利欧电气有限公司更名为浙江利欧电气有限公司。后经浙江省人民政府浙政股[2005]5号文批准，由王相荣、张灵正、王壮利、温岭中恒投资有限公司、颜土富和王珍萍共同发起，公司整体变更为股份有限公司，并于2005年2月1日在浙江省工商行政管理局登记注册。

经中国证券监督管理委员会2007年4月3日证监发行字[2007]66号《关于核准浙江利欧股份有限公司首次公开发行股票的通知》核准，公司首次公开发行1,900万股人民币普通股，总股本增至7,528万股。2007年4月27日，经深交所《关于浙江利欧股份有限公司人民币普通股股票上市的通知》（深证上[2007]50号）同意，公司发行的股票在深圳证券交易所中小企业板上市，股票简称：“利欧股份”，股票代码：002131。2013年3月，公司更为现名。

经过多次增发、资本公积转增股本、股份回购注销、股权激励等，截至2016年底，公司注册资本160,669.85万元，其中王相荣持股比例15.05%，为公司第一大股东，王壮利持股比例11.90%，为王相荣的胞弟。王壮利与王相荣为一致行动人，王相荣为公司控股股东和实际控制人。

表1 截至2016年底公司前十大股东情况（单位：%、万股）

股东名称	持股比例	持股数量
王相荣	15.05	24,184.66
王壮利	11.90	19,119.90
徐先明	8.85	14,212.70
交通银行股份有限公司-工银瑞信互联网加股票型证券投资基金	2.64	4,242.59
金纬资本（山南）一期合伙企业（有限合伙）	2.45	3,929.10
刘璐	2.26	3,625.55
何若萌	2.24	3,596.84
英大基金-广发银行-四川信托-四川信托-金桥一号证券投资基金集合资金信托计划	1.70	2,736.90
淮安明硕投利明信息咨询中心（有限合伙）	1.70	2,729.91
王洪仁	1.49	2,396.69

资料来源：公司2016年报

公司主要经营范围为：泵、园林机械、清洁机械设备、电机、汽油机、阀门、模具、五金工具、电气控制柜、成套供水设备、农业机械、机械设备、环保设备、电器零部件及相关配件的生产、销售，设计、制作、代理、发布国内各类广告，企业营销策划，进出口业务，实业投资。

（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2016年底，公司下设研发部、投资部、战略发展部、财务部、人力资源部等职能部门（附件1）；拥有85家全资及控股子公司。截至2016年底，公司拥有在职员工5,283人。

截至2016年底，公司合并资产总额112.91亿元，负债总额38.25亿元，所有者权益（含少数股东权益）74.66亿元，其中归属于母公司所有者权益合计73.79亿元。2016年，公司实现合并营业收入73.54亿元，净利润（含少数股东损益）5.89亿元，其中归属于母公司所有者净利润合计5.71亿元；经营活动产生的现金流量净额0.76亿元，现金及现金等价物净增加额-0.75亿元。

公司注册地址：浙江省温岭市滨海镇利欧路1号；法定代表人：王相荣。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券为可转换为公司 A 股股票的可转换公司债券（以下简称“本次债券”），本次债券拟发行总额不超过人民币 294,754.75 万元（含），具体发行数额提请公司股东大会授权董事会在上述额度范围内确定。本次债券存续期限为自发行之日起 6 年，每年付息 1 次，到期归还本金和最后一年利息。本次债券面值为人民币 100 元，按面值平价发行，票面利率不超过每年 3%，具体每一年的利率水平提请股东大会授权公司董事会根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构及主承销商协商确定。本次债券转股期自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。

本次债券不提供担保。

(1) 转股条款

初始转股价格：初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况确定。

前 20 个交易日公司股票交易均价=前 20 个交易日公司股票交易总额/该 20 个交易日公司股票交易总量；前一交易日公司股票交易均价=前一交易日公司股票交易额/该日公司股票交易量。

转股价格的调整：在本次债券发行之后，若公司发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况，将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

派送红股或转增股本： $P1 = P0 / (1+n)$ ；

增发新股或配股： $P1 = (P0 + A \times k) / (1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P1 = (P0 + A \times k) / (1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P1 = P0 - D$ ；

上述三项同时进行： $P1 = (P0 - D + A \times k) / (1+n+k)$ 。

其中： $P1$ 为调整后转股价， $P0$ 为调整前转股价， n 为送股或转增股本率， A 为增发新股或配股价， k 为增发新股或配股率， D 为每股派送现金股利。

修正价格：在本次债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

(2) 赎回条款

到期赎回：在本次发行的可转换公司债券期满后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构及主承销商协商确定。

有条件赎回：转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：

①在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）。

②当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时。

当期应计利息的计算公式为： $IA=B \times i \times t / 365$

IA：指当期应计利息；

B：指本次发行的可转债持有人持有的可转债票面总金额；

i：指可转债当年票面利率；

t：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

（3）回售条款

有条件回售：在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述 30 个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

本次发行的可转债最后两个计息年度起，可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售：在本次发行的可转债存续期内，若公司根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，本次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

从本次债券的发行条款看，公司作出了转股价格修正条款（在本次债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决），同时制定了有条件赎回条款（转股期内，如果公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或当可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券）。上述条款有利于鼓励投资者将持有的债券转股。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行的募集资金总额不超过 294,754.75 万元（含），扣除发行费用后全部用于投资数字营销云平台建设项目、大数据加工和应用中心建设项目、数字化广告交易平台建设项目、区域运营中心建设项目、泵（电机）智能制造基地技术改造项目和收购上海漫酷广告有限公司（以下简称

“漫酷广告”）15%股权及支付前期尾款，募集资金使用计划如下表所示：

表2 公司募集资金投入情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资额	拟投入募集资金
数字营销云平台建设项目	94,472.44	94,100.00
大数据加工和应用中心建设项目	53,387.60	35,386.00
数字化广告交易平台建设项目	368,130.10	7,494.00
区域运营中心建设项目	75,089.82	75,000.00
收购漫酷广告 15%股权及支付前期尾款	20,706.75	20,706.75
泵（电机）智能制造基地技术改造项目	64,313.00	62,068.00
合计	676,099.71	294,754.75

数据来源：公司提供

若本次发行扣除发行费用后的实际募集资金少于上述项目募集资金拟投入总额，在不改变本次募投项目的前提下，公司董事会可根据项目的实际需求，对上述项目的募集资金投入顺序和金额进行适当调整，募集资金不足部分由公司自筹解决。在本次发行募集资金到位之前，公司将根据募集资金投资项目进度的实际情况以自筹资金先行投入，并在募集资金到位后予以置换。

（1）数字营销云平台建设项目

该项目拟由利欧集团数字科技有限公司（以下简称“利欧数字”）通过租赁专业数据中心场地建筑，自行购置机柜、服务器及配套电源等设备的方式，搭建数字营销云平台，为公司内部数字营销子公司提供基础硬件设施、系统平台、网络环境等丰富完善的混合云产品，为公司数字营销产品的研发、运营及本次募投的“大数据加工和应用中心建设项目”及“数字化广告交易平台建设项目”做好基础的底层支撑。该项目建设期2年，建成后财务内部收益率为17.48%，项目净现值（折现率为12%）8,084.07万元，投资回收期（含建设期）为4.4年。

（2）大数据加工和应用中心建设项目

该项目是面向各个行业的从数据采集到数据处理、再到数据应用服务的一种软件、硬件融合的数据分析平台，通过“硬件+软件+服务”的集成，降低客户的投资，提高业务处理能力，提高工作效率，并具备较强的业务兼容性和扩展能力。该项目建设内容主要包括数据采集、存储、处理与分析、智能服务及应用能力接口五大模块，建设期2年，建成后财务内部收益率为20.84%，项目净现值（折现率为12%）9,212.47万元，投资回收期（含建设期）为4.33年。

（3）数字化广告交易平台建设项目

该项目通过投入相应的人员、购置软硬件设备等建设数字化广告交易平台，该平台分为用户界面和运营后台两大功能部分，直接对接多家DSP（需求方平台）、媒体包段资源和其他私有优质资源；覆盖图片展示广告、视频贴片、原生广告、富媒体广告等多种广告形式；并支持PDB（程序化直接采购）、PD（优选交易）、RTB（实时竞价）多种程序化购买方式，满足广告主从品牌曝光到效果转化的所有投放需求，其实现的主要功能包括广告流量整合、广告多渠道投放管理、数据整合、代理商管理及财务管理。该项目建设期2年，建成后财务内部收益率为21.70%，项目净现值（折现率为12%）39,546.70万元，投资回收期（含建设期）为4.13年。

（4）区域运营中心建设项目

随着数字业务规模的扩大，公司计划分别于上海、北京建立统一形象的运营中心，以推动数字业务板块的业务整合，实现统一运营，统一管理的目标。公司拟在上海、北京购置合计16,640.00平方米的办公大楼，打造统一品牌形象的上海、北京运营中心，入驻互联网板块各子公司等，建

设期 1 年。该项目的实施有助于公司数字业务板块的整合以及平台战略的逐步实施，节省租金费用，提升运营效率，维护和拓展合作伙伴等。

(5) 收购漫酷广告 15%股权及支付前期尾款

漫酷广告为公司控股子公司，公司目前持有其 85%股权。2017 年 3 月，公司董事会审议通过了《关于收购公司控股子公司少数股东权益暨关联交易的议案》，同意公司收购漫酷广告剩余的 15%股权。本次收购完成后，公司将合计持有上海漫酷 100%股权，有助于公司全面整合漫酷广告的业务，进一步提升对重要子公司的控制力。

(6) 泵（电机）智能制造基地技术改造项目

公司子公司利欧集团浙江泵业有限公司（以下简称“浙江泵业”）拟在温岭市东部产业集聚区利欧新厂区内继续进行智能化技术改造（不涉及新建厂房及申请新的土地使用权）。该项目建设期 2 年，建成后每年将为浙江泵业节省生产成本 11,883.29 万元，财务内部收益率为 15.17%，投资回收期 6.49 年（含建设期 2 年）。该项目的建设有助于推动公司制造的智能化发展，降低人工成本，提升产品稳定性及生产效率，降低产品不良率。

总体看，上述项目的实施主要是公司对数字营销领域未来发展方向的战略升级，有助于公司保持互联网领域技术竞争优势及领先地位，整合数字业务板块；此外，技术改造项目有利于公司提升泵产品质量并降低人工成本。

三、行业分析

机械制造业务为公司的传统业务，以泵产品为主，2014 年以来，公司通过一系列收购进入数字营销领域。目前数字营销业务和机械制造业务（以泵业为主）是公司主要收入来源，以下主要分析数字营销行业和通用机械泵行业。

1. 数字营销行业

(1) 行业概况

营销是指企业发现或挖掘目标客户群体的需求，让其深刻了解该产品而购买该产品的过程。传统的营销内容主要是通过广告来展现，即通过报刊、广播、电视、电影、路牌、橱窗等媒体传达产品信息，以达到产品宣传、刺激销售的目的。但是，随着 90 后消费新主张的崛起，营销内容的重要性日益凸显，此外，互联网产业的快速发展也将消费者的注意力逐渐由传统媒体向互联网媒体转移。因此，一种以互联网为载体的新型营销模式产生，即为数字营销产业（也称为“互联网广告”、“数字广告”等）。所谓数字营销，是以互联网、移动互联网为实施载体并采用数字技术手段开展的营销活动，涵盖了包括营销策略制定、创意内容制作、媒体投放、营销效果监测和优化提升、流量整合与导入等内容的完整营销服务链条，具备个性化、实时性、互动性、可测性等特征。

伴随着互联网的普及和网络经济规模的持续增长，近年来广告主在互联网领域的广告投放热情不断提高。2014~2016 年，中国互联网广告规模逐年增长，年均复合增长 34.68%，2016 年，中国互联网广告规模达 2,854.00 亿元，同比增长 31.60%。互联网广告领跑广告行业增速，成为推动我国广告产业发展的第一动力。随着手机网民规模的持续增长，更多的网络广告主看中移动广告市场，2014~2016 年，中国移动广告市场规模年均复合增长 119.85%；2016 年中国移动广告市场营收规模达 1,565.50 亿元，同比增长 73.70%，2016 年中国移动广告市场保持较快增长。随着用户触媒习惯和广告营销预算进一步向移动互联网迁移，移动广告价值已经越发重要，媒体移动化程

度与未来广告营收空间密切相关。2016 年主流互联网广告运营商广告收入结构呈现移动压倒 PC 的态势，各类媒体仍在持续为移动广告市场投入资源，移动广告市场已经成为中国网络广告市场发展的重要支柱，预计 2018 年移动广告市场规模将超过 3,000 亿元。

数字营销行业之所以能够快速发展，一方面是依托互联网业的飞速发展，另一方面，大数据为其提供了一臂之力，使得广告投放更为精准。有别于传统媒体，在互联网环境下，广告受众“行为数据”获得十分及时、准确和丰富，随着相关数据的积累便可绘制出完善清晰的受众行为地图，进而判定受众的不同属性及偏好等特征，为消费者洞察和营销决策带来极大的便利。关键字搜索服务作为网民最常用的网络功能，其广告市场主要集中在百度、360 搜索和搜狗等搜索引擎，是国内目前第一大广告形式；品牌图文广告和视频广告等形式属于展示类广告，近年发展已逐渐稳定且市场份额逐步提升。根据大数据统计分析，从广告形式结构上来看，2016 年第 3 季度，受市场主要厂商影响，关键字广告市场结构萎缩，为 33.7%；视频广告、品牌图文广告、其他广告均有所提升，分别为 27.5%、25.1%、13%，Email 广告基本稳定，为 0.7%。

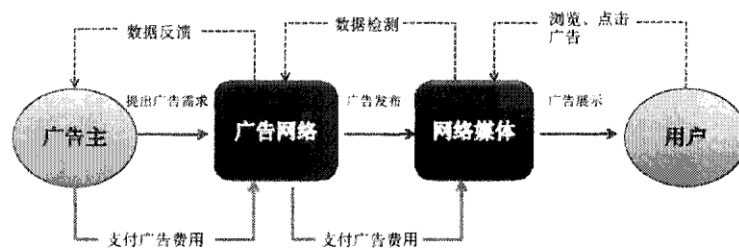
总体看，随着互联网的快速发展，中国互联网广告规模逐年快速增长，尤其是移动广告市场增速很快；从互联网广告的市场格局来看，搜索关键词广告市场规模有所减少，但仍为第一大广告形式，视频展示广告和品牌图文广告两个细分领域的占比提升较快。

(2) 数字营销产业链条

供需双方共同推动了精准化的数字广告的发展，不论是有数字广告投放需求的广告主，还是提供数字广告的网络媒体，通过精准化的数字广告投放，双方的效益都得到提升。而联系上下游的中间环节即为网络媒介服务商，也可称为广告网络公司。

近年来，媒介资源整合能力提升，广告网络公司快速发展。随着广告主的媒体投放范围扩大，广告网络公司通过整合网络媒体资源，帮助广告主更便捷更有规模的投放广告。当广告主提出广告投放需求后，广告网络(Ad Network)公司一方面对接媒体进行投放，另一方面将相关数据反馈给广告主，形成更高效更可控的广告投过程。广告网络公司作为整合平台，汇集众多网络媒体资源，并成为展示广告投放的初始模式。

图 1 广告网络的运营流程图

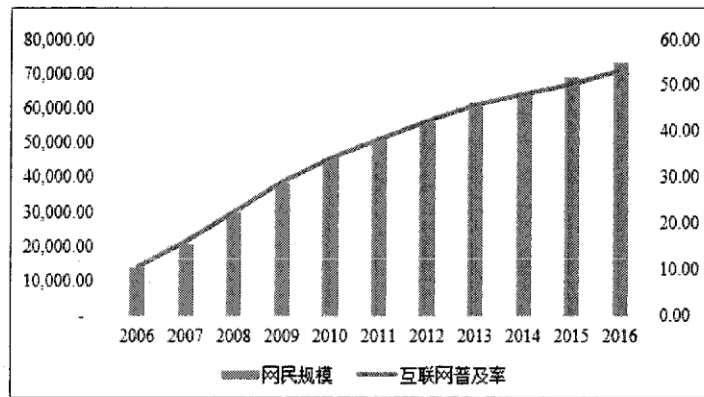


资料来源：齐鲁证券研究所

用户

使用 PC、智能手机、平板电脑等智能终端接入互联网的用户是数字广告的受众。自 2005 年起，中国互联网产业步入飞速发展阶段，中国网民数量快速增长。根据数据统计，2014~2016 年，中国网民规模年均复合增长 6.13%，截至 2016 年底，我国网民规模达 7.31 亿人，全年共计新增网民 4,299 万人。互联网普及率为 53.2%，较 2015 年底提升了 2.9 个百分点，中国网民规模已经相当于欧洲人口总量。

图 2 2006 年以来中国网民规模及互联网普及率统计 (单位: 万人, %)



资料来源: Wind 资讯

目前,中国网络的普及率在易转化人群中接近饱和,PC 互联网发展已进入成熟期,而随着智能手机终端、4G、无线网络的普及和 5G 时代的临近,手机应用服务愈发丰富,我国移动终端数量、手机网民用户数占手机用户数的比例和手机网民规模均呈现了快速增长的趋势。根据 CNNIC 统计数据显示,截至 2016 年底,我国手机网民规模达 6.95 亿,较 2015 年底增加 7,550 万人,网民中使用手机上网的比例由 2015 年底的 90.10%提升至 95.10%,网民中手机上网比例在高基数基础上进一步攀升。

广告主

广告主是数字营销产业链的需求端,广告主应用数字营销的核心是为达成与消费者互动。调查数据显示,46.8%的广告主最关注的是“与消费者的互动”;同时,接近四成的广告主关注销售转化率,广告主对数字营销的“效果”关注度逐渐加强。从投放渠道来看,数字广告和电视广告为中国广告市场的主要投放渠道,占比分别为 38.80%和 32.40%。

目前市场上的广告主主要分为两类:一是品牌广告主,主要是汽车、IT、快消和金融行业的大广告主,品牌传播和曝光度为其主要的营销诉求;二是效果广告主,主要包括电商、游戏等网络服务类广告主,以及对销售、点击、注册等效果为诉求的中小企业广告主。无论是哪一类广告主,广告投放所要考虑的核心是“曝光”、“到达率”和“转化率”三个因素,而随着媒介迁移的趋势,两类广告主对网络营销的需求日益增加,目的都是瞄准网络营销所能实现的高营销精准度。

广告网络公司

自 1998 年好耶广告网络成立,建立我国第一个广告网络平台之后,2007 年起,易传媒、传漾科技、悠易互通、聚胜万合等互联网广告公司陆续出现,广告网络汇集的优势媒体资源越来越多,市场规模快速扩张,增速领先于互联网广告市场整体水平。

我国的广告网络平台趋向多元化发展态势,逐渐形成了以品牌广告网络、效果广告网络和搜索广告网络为主的三大阵营。其中,品牌广告网络聚合门户、垂直、视频等优质媒体资源,帮助传统广告主实现品牌推广营销,广告形式以展示类为主,常以 CPT、CPM¹等方式计价;目前国内典型广告运营商为易传媒、随视传媒、传漾科技、悠易互通等。效果广告网络注重广告最终营销效果的体现,目前媒体资源以中小网站为主,服务于电商等网服企业,广告计费方式倾向于 CPA 和 CPD²;国内代表广告运营商为亿玛、MediaV、淘宝客等。搜索广告网络建立者以搜索引擎运

¹ CPT(Cost-per-Time)即按使用周期/时长计费;CPM(Cost-Per-Mille)即按照千次曝光展示收费。

² CPA (Cost-Per-Action) 即按广告投放实际效果,即按回应的有效问卷或定单来计费,而不限广告投放量;CPD (Cost-per-Download) 即根据广告被下载的次数收费。

营商为主，在满足效果营销需求的同时兼顾品牌营销；代表企业有 Google AdSense、百度联盟、搜狗联盟等。

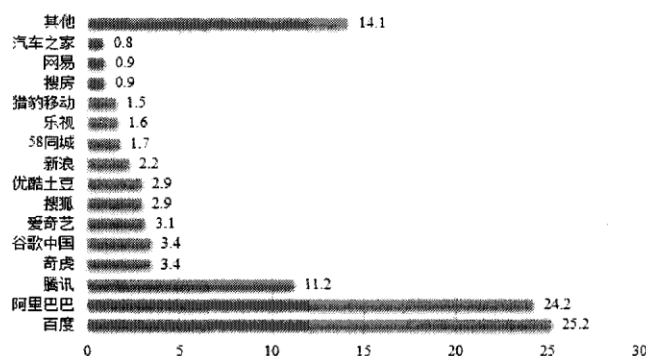
随着广告网络平台的参与者越来越多，市场竞争更加激烈。广告网络行业的盈利模式以买卖媒体资源获取差价为主，且当媒体采购量达到一定规模时，媒体会相应的给予返点。因此，优质媒介资源的获取能力和整合能力成为广告网络的核心竞争力。近年来，随着上下游不断压价，利润空间趋于萎缩，因此，广告网络公司纷纷拓展融入新生态：通过人群定向进行广告精准投放，以技术服务赚取差价，不同于海外广告网络公司向供应方平台³(Sell-Side Platform, 以下简称“SSP”)转型，国内 SSP 发展弱化。

网络媒体

虽然互联网广告种类丰富，但中国媒体资源的分配较为不平均，核心媒体资源仍掌握在少数互联网企业手中。由垂直搜索广告的电商网站通用搜索引擎、视频网站、综合门户和垂直门户等组成的主流网站占据了我国互联网市场近 80% 的网络媒体资源，且在未来有进一步集中的趋势。

《中国互联网广告市场季度监测报告 2016 年第 3 季度》数据显示，2016 年第 3 季度中国互联网广告运营商市场收入份额中，百度占 25.2%，阿里巴巴占到 24.2%，腾讯占到 11.2%，分别位居市场前三位置。

图 3 2016 年第 3 季度中国互联网广告运营商市场收入份额（单位：%）



资料来源：《中国互联网广告市场季度监测报告 2016 年第 3 季度》

总体看，互联网广告下游的网络媒体种类虽多，但资源的分配较为不平均，核心媒体资源仍掌握在少数互联网企业手中；产业链中间服务商广告网络公司受制于同行业企业较多及网络媒体集中度较高，竞争将不断加剧。

(3) 行业竞争格局

市场化竞争程度高

互联网媒体的非稀缺性决定了数字营销市场化竞争程度远高于传统营销方式。互联网媒体种类繁多、资源量大，为众多小规模营销服务提供商提供了较大的生存空间；此外，数字营销行业自身发展比较迅速，商业模式、技术和经营形式也在不断变化，大量的创新性企业不断进入行业参与竞争，因此行业内的从业企业数量较多，行业整体集中度较低，行业竞争较为充分。

行业内领先企业的先发优势较为明显

数字营销是先发优势非常典型的行业，对互联网营销服务提供商来说，必须对互联网、互联网技术、互联网媒体以及互联网环境下的消费者行为模式、生活习惯、心理特征有深刻理解，通

³供应方平台能够让出版商也介入广告交易，从而使它们的库存广告可用。通过这一平台，出版商希望他们的库存广告可以获得最高的有效每千次展示费用，而不必以低价销售出去。

过长期积累才能形成具有竞争力且能为客户创造价值的行业经验和分析方法，进而形成核心竞争力。目前行业内领先企业的核心竞争优势已基本确立，行业排名逐渐趋向稳定，企业之间综合实力差距已逐步拉开，对于新进入的企业而言，若没有独特的技术优势、客户资源优势或其他无法取代的竞争优势，很难与领先企业展开竞争，领先企业的优势仍将继续加大。

总体看，数字营销行业属于新兴的市场化产物，符合市场需求，同时也促进大量广告网络公司进入该市场，因此行业集中度较低，市场化竞争程度高；企业间的竞争实力及市场份额的占有率主要依赖于技术实力和服务质量，行业内领先企业的先发优势较为明显。

(4) 行业政策

在传统产业面临下行压力、新兴产业蓬勃发展的背景之下，近年来，政府层面对互联网新业态的支持力度逐步增强。2014年以来，行业标准和管理规范陆续出台，正逐步填补我国互联网广告行业缺乏规范的空白。

表3 近年来数字营销主要政策

年份	行业政策
2014年2月	工商总局法规司《网络交易管理办法》提出网络商品经营者、有关服务经营者及其工作人员对收集的消费者个人信息或者经营者商业秘密的数据信息必须严格保密，不得泄露、出售或者非法向他人提供。
2014年3月	中国广告协会互动网络分会发布《中国互联网定向广告用户信息保护行业框架标准》，是我国第一部规范互联网定向广告用户信息行为的行业标准。标准提出在确保用户信息安全的基础上应用互联网数据；通过行业自律手段，让数据创造的商业价值服务于用户。
2014年8月	中央全面深化改革小组审核通过《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》，强调积极运用大数据、云计算等新技术，发展移动客户端、手机网站等新应用新业态，以新技术引领媒体融合发展。
2015年3月	国家工商行政管理总局发布《移动互联网广告标准》，是我国第一部规范移动互联网广告的行业标准。该标准由《互联网数字广告基础标准》、《移动互联网广告监测标准》、《移动系统对接标准》三部分构成。
2015年3月	国务院总理李克强作政府工作报告，首先提出制定“互联网+”行动计划，大力推进移动互联网等的发展，“互联网+”已纳入国家发展战略。
2015年9月	新《广告法》开始施行，为广告法实施20年来的首次修订。在新《广告法》第44条规定，利用互联网从事广告活动，适用本法的各项规定。利用互联网发布、发送广告，不得影响用户正常使用网络。在互联网页面以弹出等形式发布的广告，应当显著标明关闭标志，确保一键关闭。
2016年7月	国家工商总局出台《互联网广告管理暂行办法》，是我国第一部专门规范互联网广告的规章，核心的条款是将“推销商品或服务付费搜索广告”列入五项互联网商业广告之一，同时指出，互联网广告应显著标明“广告”，付费搜索广告应当与自然搜索结果明显区分；不得以欺骗方式诱使用户点击广告内容；未经允许，不得在用户发送的电子邮件中附加广告或广告链接等。
2016年7月	国家工商总局颁布了《广告产业发展“十三五”规划》（以下简称“规划”）。《规划》确定了“十三五”时期广告业发展的重点任务，基本全面涵盖了广告业发展的主要领域，要求提升广告企业服务能力、进一步优化产业结构、促进广告产业创新、推进广告产业融合发展、提升广告产业国际化水平、促进广告市场秩序根本好转等。
2016年12月	国务院关于印发《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划的通知》，提出推进“互联网+”行动，包括深入推进“互联网+”创业创新、协同制造、智慧能源、普惠金融、益民服务、高效物流、电子商务、绿色生态等11个重点行动，建设互联网跨领域融合创新支撑服务平台；促进基于云计算的业务模式和商业模式创新，推进公有云和行业云平台建设；加强物联网网络架构研究，组织开展物联网重大应用示范。

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，互联网广告营销作为新兴行业，各项监管政策目前还在不断建设完善中，各项政策的出台将促进数字营销行业不断健康发展。

(5) 行业关注

数字营销行业监管政策尚需完善

数字营销行业作为新兴行业，各项监管制度还尚在完善中。由于数字营销行业参与方较多及

营销种类的多样性，需要各方面的监督管理制度配套到位，因此随着各项政策的出台，数字营销行业将不断规范化、正规化，对行业的快速发展带来一定的约束性。

高端专业人才资源不足

由于数字营销行业为新兴产业，处在早期的高速发展阶段，因此相关的策划、创意、执行、数据挖掘、技术研发等领域的高端人才缺口较为严重。同时，行业内核心企业的高速扩张，易造成行业内人才紧缺的局面，随着人力成本的不断推高，整个行业的服务成本也相应提高，成为制约行业发展的一大不利因素。

(6) 行业发展

国内移动互联网企业积极向海外拓展业务，海外并购或将成为企业快速扩张的主要途径

2016年，中国移动互联网企业由此前的个性化试探，转变为集体性质的海外拓展，或将改变全球移动互联网格局。从海外拓展的动因来看，细分为内部动因与外部机遇：内部来看，国内的移动互联网格局固化，竞争日趋激烈；从外部市场来，4G等基础设施建设在新兴国家日益完善，海外的移动互联网环境逐渐改善，潜在的用户规模快速增长。目前中国移动互联网企业在世界上已经取得了不错的成就，得到了全球评估机构的认可。

此外，并购是实现数字营销公司快速扩张的最佳途径，从国际营销巨头WPP集团的发展路径来看，持续的并购拓展营销新的业务以及市场是成为国际营销巨头的方式之一。移动营销未来将是企业业务布局的重点方向，不论是程序化购买的技术完善，还是大数据战略的推进，上市公司将围绕移动营销产业链进行积极布局，甚至进行跨国并购。在未来技术+数据驱动的大趋势下，国内的数字营销公司或将抢夺国外优质营销标的。

移动营销成主流，程序化购买空间大

随着智能手机的普及，移动基础设施的完善，互联网用户开始向移动端迁移。对于众多的广告主来说，面对海量的广告资源进行选择投放时，对于广告的精准程度提出了更高的要求。传统的媒体投放与广告主之间不断提高的投放需求产生矛盾，代表着数字营销规模化、精准化、程序化的程序化购买模式应运而生。程序化购买涉及到多方平台，通过数据信息交换形成自动化购买广告位进行投放的模式。程序化购买通过广泛的对接广告资源和算法自动产生广告投放动作，避免了传统广告资源采买的低效率。但是，在投放环节也需要人为介入到算法优化和针对性的投放策略制定，才能形成广告投放效果的不断提升。精准高效的特点将适应移动互联网带来的碎片化与跨屏化特点，未来将成为移动广告主流的交易模式。

强者恒强，未来先行者将获得更多市场份额

数字营销是先发优势非常典型的行业，行业内企业两极分化较为严重。早期进入的企业经过较长时间经验和渠道积累以及不断更新换代的产业布局已逐步占领市场，通过较为成熟的作业体系和精准的客户分析法形成核心竞争力，并积累了较多客户和媒体资源；而业务规模较小或者进入行业较晚的数字营销公司仍需要一定时间进行业务的拓展，难以通过规模优势获取较低的成本，这必然导致与成熟的数字营销公司之间形成明显的地位悬殊以及竞争力的差距。未来在行业快速发展的同时，实力较强的数字营销公司将占领更多的市场份额，行业内企业间两极分化也将进一步加剧。

总体看，未来中国的数字营销有望进行海外业务拓展，同时也会带动衍生品程序化购买规模扩大，而海外并购将成为企业扩张的主流途径。

2. 通用机械泵行业

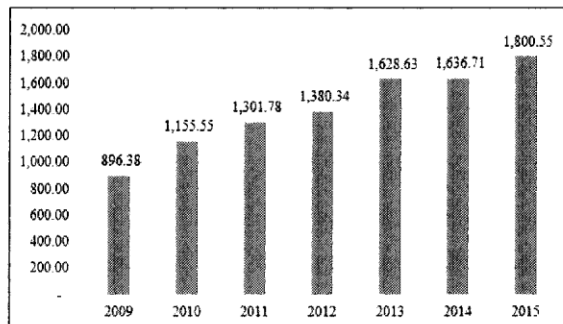
(1) 泵行业概况

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，在家庭给排水、农林灌溉、市政、工业、国防军工等应用领域都有大量应用。据不完全统计，约有 21% 的电机、五分之一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，是各种流体装置中不可替代的设备。泵产品种类繁多，按传输介质分类，可分为水泵、气泵、真空泵等，主要以水泵为主，而微型小型水泵是水泵产品体系的重要组成部分，广泛应用于家庭供水、家庭排水（雨水、污水、地下室积水）、花园及庭院浇灌、楼宇供水、农林灌溉、市政及工业供排水等领域。我国微型小型水泵的生产主要集中在华东地区，包括浙江、江苏、上海、福建等省市，其中，温岭市是微型小型水泵的主要生产基地。

从全球泵行业市场规模与结构来看，全球的泵行业近年来一直处于增长发展期，市场规模持续扩大，技术水平不断提高。按区域分布划分，亚洲地区是世界上最大的工业用泵市场，约占全球市场的一半，而我国作为亚洲地区最大的泵产品需求国，占据了亚洲地区 61%、全世界约 25% 的市场规模。

自改革开放以来，中国经济的快速增长和市场的全球化，引发了对泵产品的巨大市场需求，中国已发展成为世界最大的泵生产国及销售国，形成了具备相当生产规模和技术水平的生产体系，是全球泵产品的重要生产基地。根据中国产业信息网数据显示，2009~2015 年，我国泵行业市场规模整体呈增长趋势，如下图所示。

图 4 2009~2015 年中国泵行业市场规模情况（单位：亿元）



资料来源：中国产业信息网数据

其中，工业泵行业的发展与国民经济的发展密切相关，是典型的投资拉动型产业，市场需求受国家宏观政策，特别是受水利、建筑、能源等行业的宏观政策影响很大。

总体看，泵业发展与国民经济增速有密切关系，国民经济的快速发展加速泵业生产制造的更新换代，中国已成为全球泵产品的重要生产基地，近年来我国泵行业市场规模基本呈增长趋势。

(2) 上下游情况

泵行业的上游行业主要是漆包线与电缆线、铸铁件、铸铝件、不锈钢铸件、硅钢、塑料和标准件等制造加工业，其中漆包线、铸铁件、铸铝件和硅钢是用量最大的原材料，其价格的波动对生产成本的影响也是最大。受钢铁、铝、铜等大宗商品价格持续下跌影响，泵业主要原材料价格采购价格也持续小幅下跌，截至 2015 年底，主要大宗商品价格指数已低于 2008~2009 年全球金融危机期间水平；2016 年以来，大宗商品价格出现较为明显的反弹，动力主要来自周期性补库存需求和美元指数高位回落带来的资产再配置需求等短期性因素影响。整体来看，近年原材料价格受全球经济增长乏力影响整体呈下降趋势，对企业控制原材料采购成本有一定优势。目前，上游行

业发展成熟，产品市场供应相对充足。

泵业的下游行业是各级经销商和终端用户，其中终端用户主要是使用民用泵，主要是用于提水、排水、园林灌溉等用途的普通家庭消费者，需求一般比较稳定，产生的波动主要受到气候因素以及消费者收入情况影响。

（3）竞争格局

世界泵产业呈现高度集聚特点，世界泵行业有约 1 万家泵产品生产厂商，市场竞争激烈。而全球知名的泵产业大集团公司主要聚集在欧美国家，中国泵企业数量最多，但产品主要以通用、中低端为主。根据《泵业市场咨询》统计，世界前 10 家泵产品生产厂商的销售额约占世界泵市场总量的 50%。这些厂家主要是美国 ITT 公司、日本荏原(EBARA)、丹麦格兰富公司 GRUNDFOS、美国福斯(FLOWSERVE)等。这些知名泵品牌经过较长时间的发展，在全球市场上具有完善的销售渠道和稳定的消费群体，品牌忠诚度较高，市场占有率较高。目前，世界前 10 位的泵业生产商大部分已通过独资或合资的方式在国内建立了研发和生产基地，还有部分国外企业也通过设立办事处或代理商逐渐进入中国市场，外资(合资)企业的销售额占我国市场销售额的 23.8%。

国内厂商方面，根据中国通用机械工业协会统计，2015 年我国泵规模以上(年销售规模超过 2,000 万元)生产企业 1,310 家，与发达国家成熟市场相比，我国泵行业集中度较低，市场地位显著突出的综合性泵业集团较少，大部分中小型泵产品生产企业存在研发投入不足、技术装备落后甚至完全无自主研发能力等问题。目前，水泵行业的市场化程度很高，政府部门和行业协会只进行宏观管理和政策指导，企业的生产运营和具体业务管理完全按照市场化方式进行。

虽然目前我国泵行业仍然面临产业集中度较低导致的一系列问题，但是由于泵产品种类较多，在主要细分市场，优势厂商依靠自身积累的技术和销售渠道优势占据了特定应用领域细分行业的领导地位，优势资源也开始向此类厂商倾斜。在电站用泵、水利工程用泵、石油化工用泵等专业性较强的工业用泵市场，老牌国有企业占据较大优势，如大连耐酸泵厂、石家庄水泵厂等；而在建筑工程、市政工程、楼宇给水等领域，以上海凯泉泵业(集团)有限公司为代表的上海企业占有较高的市场份额；在农业灌溉、居民生活给水、管网增压等领域，以浙江台州、温州的民营企业为代表占据绝对市场份额；其中浙江温岭市被称为“中国水泵之乡”，根据“亚洲泵网”统计，温岭市泵与电机产业共有 3,000 多家制造商，产值上亿元企业 30 余家，而生产的家用水泵属于外向型产业，大部分用于出口。目前国内小型水泵行业中规模较大，具有自主研发设计能力，产品质量能够达到欧洲、美国认证水平的企业主要有利欧集团股份有限公司、浙江新界泵业股份有限公司、君禾泵业股份有限公司、浙江丰球集团有限公司、海城三鱼泵业有限公司等。

总体看，欧美泵业生产商在世界泵产业的竞争格局中占有主要地位；在国内市场上，行业竞争较为分散，同时由于泵产品种类较多，企业间竞争主要体现在其所在的细分市场。

（4）行业政策

2015 年 5 月，国务院颁布《中国制造 2025》，加大先进节能环保技术、工艺和装备的研发力度，加快制造业绿色改造升级；加快绿色产品研发应用，推广轻量化、低功耗、易回收等技术工艺，持续提升电机、锅炉、内燃机及电器等终端用能产品能效水平，加快淘汰落后机电产品和技术。

2015 年 7 月，国务院发布《国务院办公厅关于加快转变农业发展方式的意见》，提出大力发展节水灌溉，全面实施区域规模化高效节水灌溉行动；分区开展节水农业示范，改善田间节水设施设备，积极推广抗旱节水品种和喷灌滴灌、水肥一体化、深耕深松、循环水养殖等技术。

“十三五”规划中，国家对泵行业的支持力度不减，提出要继续大力推进农业现代化，提高

农业机械装备领域也已被《中国制造 2025 发展规划》明确为未来工业 4.0 阶段重点发展的十大领域之一。

总体看，国家政策引导制造业转型升级，尤其在农田水利、农业现代化方面支持力度较大，未来泵类制造业将迎来更好的发展契机。

(5) 行业关注

工业泵行业的发展受宏观经济影响较明显

工业泵行业是较为典型的投资拉动型产业，其市场需求受国家宏观政策和农业、水利、能源、化工等行业的发展情况影响很大，容易随着宏观经济情况的变化呈现较大波动。

原材料价格波动较大

铁、铜、铝等原材料价格波动较大，呈现较为明显的周期性特征，国际及国内市场对其产生影响的因素较多，未来的价格走势存在大幅度波动的可能性。原材料价格的不确定性给泵产品生产企业的成本控制以及盈利能力带来挑战。

市场竞争不规范

我国泵行业中，由于市场分散，中小型企业普遍存在技术落后的问题，产品质量参差不齐，有少数企业采用劣质商品欺骗用户，此外，还有许多厂商选择利用低价策略参与市场竞争扰乱整个市场秩序。随着我国法制环境的逐步完善、行业标准的实施和市场准入等各项制度的逐步健全，市场竞争将逐步得到规范。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司 2014 年以来通过一系列收购由传统制造业向数字营销领域转型，目前一方面已经形成泵业领域较为完整的产业链，产品种类丰富，同时也形成了覆盖营销策略和创意、媒体投放和执行、效果监测和优化、社会化营销、精准营销、流量整合等完整的数字营销服务链条，业务进一步向多元化发展。

互联网业务

公司互联网板块先后已收购 6 家子公司，被收购子公司多进入行业较早，具备一定的先发优势，在各自领域具备较强的竞争实力。公司拥有业内领先的数据库及其分析处理能力，能够基于其拥有的大数据资源，依靠先进的数据分析、处理与计算技术，进行针对性强的精准广告投放，提高广告的转化效率，在业内积累了良好的口碑。根据《互联网周刊》公布的《2016 年度网络广告公司综合服务水平排行榜》，公司综合评分排名第 3 位，具备行业领先的综合服务能力。

目前，公司已积累了包括京东商城、1 号店等国内知名客户，覆盖汽车类、新经济类、消费电子类、快消类、金融类等 2,010 家广告主，是中国最大的电商整合营销服务机构。在中国前 50 大电商网站中，超过 70% 都是公司的客户。此外，公司还积累了优质的媒介资源，包括百度、360 等在内的合作媒体已达 485 家，渠道资源较为丰富，子公司北京微创时代广告有限公司（以下简称“微创时代”）是 360 网络广告的代理商和百度 2015 年度广告业务核心代理商。2016 年，主要子公司漫酷广告投放网站数量 532 个，投放广告位 6,898 个，总体广告曝光数 9,416.15 亿次，覆盖 PC 端设备 4.43 亿台，覆盖移动设备 9,244 万台，广告投放规模较大，覆盖用户较多，在媒介资源的采购中具备一定的成本优势。

制造业

微型小型水泵方面，公司产品主要面向国际市场，出口国家超过 150 个。作为行业内最早开

拓国际市场的企业之一，公司国际营销能力强，熟悉国际产品标准、能快速响应客户需求并高效率地完成产品开发。公司核心部件自制能力强，目前零部件自制率约为 80%，在行业内处于较高水平，保证了产品质量和性能的稳定性。公司生产装备水平行业领先，拥有丰富的产品线，具备一定的规模优势。此外，公司微型小型水泵和园林机械产品的核心技术工艺和装配工艺具有相似性，且具有相同的核心部件，能够形成协同优势，共享营销资源，降低成本和提高效率。以上优势对于扩大产品销售，尤其是获取大客户订单方面发挥了至关重要的作用。2016 年，公司微型小型水泵产量达到 480.04 万台，产销率超过 100%。

公司已通过 ISO14001 环境管理体系认证和 ISO9001 质量管理体系认证，2014 年被浙江省科学技术厅评为浙江省企业技术标准创新基地，2015 年被全国泵标准化技术委员会评为“十二五”全国泵行业标准化工作先进单位。公司“利欧”商标于 2015 年被延续确认为浙江省著名商标，公司生产的利欧牌水泵获得 2016 中国水泵十大品牌。

通过一系列收购，公司规模实现较快增长，业务进一步向多元化发展；公司互联网业务已积累了丰富的渠道资源，并拥有业内领先的数据库及其分析处理能力，综合实力行业领先；同时，公司在微型小型水泵产品制造和产品出口等方面具备较强的领先优势。总体看，公司竞争力较强。

2. 人员素质

截至 2016 年底，公司共有董事、监事及高管人员 16 人，其中，董事长兼总经理 1 名，副总经理 5 名。公司高管人员行业经验丰富。

公司实际控制人、董事长兼总经理王相荣先生，1972 年生，中国国籍（获新加坡永久居留权），大学本科学历，工程师。王相荣先生曾任浙江利欧电气有限公司执行董事兼总经理，现任公司董事长兼总经理，并兼任浙江利欧控股集团有限公司董事长，漫酷广告董事长、上海氩氩广告有限公司（以下简称“上海氩氩”）董事长等职务，同时，王相荣先生为全国农业机械标准化技术委员会委员、中国农业机械协会排灌机械分会副会长、中国农业机械学会理事、中水网专家委员会副主任委员、浙江农业机械工业协会副理事长等。

截至 2016 年底，公司共有在职员工 5,283 人。其中生产人员占 50.99%，销售人员占 14.78%，技术人员占 8.71%，财务人员占 2.39%，行政人员占 6.38%，创意人员占 7.04%，管理人员占 9.71%；从文化程度看，公司大专以下学历占 57.86%，大专学历占 14.33%，本科及本科以上学历占 27.81%。

总体看，公司主要高级管理人员拥有丰富的行业背景和管理经验；公司员工以生产人员为主，人员构成能够满足目前经营需要。

3. 技术研发

技术研发方面，公司坚持技术领先战略，重视技术研发及产品创新，在技术、研发环节持续投资。2014~2016 年公司研发费分别为 8,542.65 万元、7,949.01 万元和 13,168.67 万元，呈波动增长态势；同期，研发费在营业收入中的占比分别为 2.52%、1.81%和 1.79%，逐年下降，主要系公司互联网板块营业收入增长较快，而互联网的研发投入相对较低所致。

互联网板块，公司技术研发领域设有战略规划部（包含产品部、开发部和系统部）、广告交易中心和创意中心等研发部门，研发团队共 129 人，产品设计开发等相关项目经验丰富，整体拥有多年的互联网广告投放技术、竞价交易技术和大数据处理、分析和应用技术的研发和实施经验，研发团队的核心骨干在互联网广告技术开发领域平均拥有 5 年以上的开发经验，开发团队的核心成员在同一个开发体系下共事时间超过 4 年。公司现有的技术系统已经可承载日平均广告投放量

5 亿次以上，实时峰值 QPS⁴达到 15,000 次以上。

制造业板块，公司技术研发领域设有技术一部、技术二部、技术三部、技术四部、总师办等研发机构，研发团队共 100 余人，主要负责泵、园林机械、电机、清洗与植保机械产品的技术研发、结构设计、外形设计、产品测试和产品认证。经过多年的持续投入，公司已形成了完备的产品开发体系，具备了较强的自主研发能力和工业设计能力，在行业内处于领先地位。根据国家发展和改革委员会、科学技术部、财政部、海关总署和国家税务总局联合发布 2011 年第 29 号公告，公司技术中心被认定为第十八批享受优惠政策的国家级企业（集团）技术中心⁵。

截至 2016 年底，公司拥有专利 410 项，其中实用新型 303 项，发明型专利 22 项，外观设计等专利 85 项，以制造业板块的实用新型专利和外观专利为主；此外，公司还拥有 104 个互联网广告投放、数据处理和分析等方面的软件著作权，并参与制定了泵业和机械领域的 43 项行业标准（其中 25 项尚处制定中），39 项国家标准（其中 15 项尚处制定中）以及 2 项地区标准。

总体看，公司各业务板块均具备实力较强的研发团队，相关业务经验丰富；公司研发成果丰富，并参与制定了泵业和机械领域多项行业标准和国家标准等，整体技术研发实力较强。

4. 外部支持

税收优惠方面，子公司微创时代、浙江大农实业股份有限公司（以下简称“大农实业”）等 5 家公司分别于 2014 年、2015 年和 2016 年获得高新技术企业证书，有效期三年，按 15% 的税率计缴企业所得税。2014 年、2015 年和 2016 年，漫酷广告、江苏万圣伟业网络科技有限公司（以下简称“万圣伟业”）和其他三家子公司分别被认定为软件企业，享受企业所得税“两免三减半”⁶优惠政策。2016 年子公司上海聚效文化传播有限公司获得登记号为 2016SR291250 的软件著作权，同时符合《关于软件和集成电路产业企业所得税优惠政策有关问题的通知》（财税[2016]49 号）的相关规定，享受当年免征企业所得税税收优惠政策。此外，根据西藏自治区人民政府颁布的藏政发[2014]103 号文，西藏自治区企业所得税税率为 15%，自 2015 年 1 月 1 日起至 2017 年 12 月 31 日止，暂免征收西藏自治区企业应缴纳的企业所得税中归属于地方留存部分，故曲水掌悦无限信息技术有限公司和西藏银色琥珀文化传播有限公司两家子公司目前按 9% 的税率计缴企业所得税。同时，根据相关规定，霍尔果斯幂泽信息技术有限公司、霍尔果斯顶点信息科技有限公司、霍尔果斯万圣伟业网络科技有限公司、霍尔果斯银色琥珀文化传播有限公司和霍尔果斯氩氦广告有限公司属于《新疆困难地区重点鼓励发展产业企业所得税优惠目录》范围内企业，自取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起，五年内免征企业所得税，免税期满后，再免征企业五年所得税地方分享部分；上述公司自 2016 年起均享受该政策。

政府补助及奖励方面，2014~2016 年，公司收到搬迁奖励、财政奖励、专项补助、高效电机推广财政补助及奖励等合计分别为 5,660.98 万元、3,486.13 万元和 2,486.79 万元。2013 年 12 月，公司针对温岭城西厂区搬迁及土地收储事项，与温岭市土地收购储备中心签订了《温岭市国有土地使用权收购合同》⁷，根据合同的约定：土地收购补偿费为 27,500 万元，搬迁奖励费为 9,624 万元，合同项下宗地的土地收购价格合计为 37,124 万元；地上附着物（包括隐蔽工程部分）补偿费计为 10,513.65 万元。根据上述土地收储及搬迁实际进度，2014 年及 2015 年公司收到搬迁奖励

⁴ QPS 即每秒查询率，是对一个特定查询服务器在规定时间内所处理流量多少的衡量标准。

⁵ 该认定每两年年检一次，根据发改委 2015 年 12 月最新发布的《国家发展改革委办公厅关于发布国家认定企业技术中心 2015 年评价结果的通知》，公司评价为合格的企业，该认定继续有效。

⁶ 即软件企业自获利年度起第一年和第二年免征企业所得税，第三年至第五年减半征收企业所得税的优惠政策。

⁷ 根据温岭市委、市政府《温岭市党政联席会议纪要》（温十三届[2013]5 号）、温岭市人民政府办公室会议纪要（温政办纪[2013]161 号）的相关意见，原则同意对公司位于城西街道一号路西侧、董胜庄村及温岭镇范涪童村（均属于温岭市城市新区管委会管辖），以出让方式取得五处宗地的《国有土地使用权证》全部交由温岭市国土资源局收回并予以注销。

4,812.00 万元和 2,406.00 万元，在政府补助中占比较大⁸。

总体看，公司获得政府补助、税收优惠、税收返还等多种形式的支持，外部发展环境良好。

五、管理分析

1. 治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所股票上市规则》、《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》等法律、法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

公司全体股东组成股东大会，股东大会是公司的权力机构，依法决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事；审议批准董事会、监事会的报告等，在职责范围内依法行使职权。

公司董事由股东大会选举或更换，任期三年，可连选连任。董事会对股东大会负责，由 9 名董事组成，其中独立董事 3 名；设董事长 1 名，副董事长 1 名，董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事会制定董事会议事规则，确保董事会落实股东大会决议，提高工作效率，保证科学决策。截至 2016 年底，公司董事会共 8 名董事⁹，主要系独立董事张翔先生辞职所致，其辞职将导致公司独立董事人数少于董事会总人数的三分之一，其辞职申请将在公司股东大会选举产生新任独立董事后生效。

公司监事任期 3 年，任期届满，连选可连任。监事会由 3 名监事组成，设主席 1 名，由全体监事过半数选举产生，职工代表监事 1 名，由公司职工通过职工代表大会等形式民主选举产生；公司监事会制定《监事会议事规则》，明确监事会的议事方式和表决程序，对公司财务状况、董事及高级管理人员履职的合法合规性进行监督。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘，设副总经理 5 名，由董事会聘任或解聘，公司总经理、副总经理、财务负责人和董事会秘书为公司高级管理人员。总经理每届任期三年，连聘可以连任；总经理对董事会负责，全面主持公司的日常生产经营活动，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作。

总体看，公司已建立起与现代企业相适应的决策监督制约机制，法人治理结构基本完善，同时也符合《上市公司治理准则》等法律、法规的要求。

2. 管理体系

公司根据自身情况制订了较为完整的管理体系和制度。公司按照《公司法》、《证券法》有关法律法规并结合公司自身情况，逐步完善内部控制体系，规范公司日常运作，提升管理效能。

对控股子公司的管理方面，公司主要通过向控股子公司委派董事、经营管理人员和日常监管两条途径行使股东权利，并负有对控股子公司指导、监督和相关服务的义务。控股子公司的对外担保由公司统一管理，未经公司董事会或股东大会批准，控股子公司不得对外提供担保。财务管理方面，控股子公司与公司实行统一的会计制度。公司财务部对控股子公司的会计核算和财务管

⁸截至 2016 年底，公司已累计收到土地收购补偿费 20,625 万元，搬迁奖励费 7,218 万元，合计 27,834 万元。其中，土地收购补偿费计入专项应付款，搬迁奖励费计入政府补助。截至 2016 年底，公司将上述国有土地使用权及其相应的房产账面价值累计 12,369.19 万元作为搬迁损失计入其他非流动资产科目，政府根据企业计算的损失发放补偿金额，待完成搬迁清算后一并处理（该部分金额实际为公司应获得的资产）。

⁹ 2015 年 12 月 11 日，董事会收到独立董事张翔先生的书面辞职报告，截止 2016 年底，其辞职申请尚未生效。

理实施指导、监督。公司定期或不定期实施对控股子公司的审计监督，公司《内部审计制度》适用于控股子公司内部审计。

财务管理方面，公司财务管理实行集中分权管理，在总经理领导下，由财务总监分管负责。公司设有《财务管理制度》，对财务总监、财务部经理及财务部职责做出了明确的规定，并统一设置会计科目，建立会计账簿，进行会计核算。《财务管理制度》规定了公司坏账核算方法、存货核算方法等主要的会计政策和会计估计，以及财务报告、利润分配和财务计划管理等。

资金管理方面，公司实行货币资金业务的岗位责任制，明确相关部门和岗位的职责权限，确保办理货币资金业务的不相容岗位相互分离、制约和监督。出纳人员不得兼任稽核、会计档案保管和收入、支出、费用、债权债务账目的登记工作。各核算主体不得由一人办理货币资金业务的全过程。公司办理货币资金业务，应配备合格的人员，并根据单位具体情况进行岗位轮换。公司现金收入应当及时存入银行，不得用于直接支付单位自身的支出。单位借出款项必须执行严格的授权批准程序，严禁擅自挪用、借出货币资金。

销售与收款方面，公司详细规定了标准销售作业程序（包括接单、发货、开票、收款等）以及销售异常业务（退/换货、折让等）作业程序。营销部应在每月的月初根据每个客户的结算期及发货时间制订当月的资金回收计划，根据计划及时回收货款。营销部每月应编制应收账款及发出商品分客户的明细账及应收账款分析表，并对应收账款的可收回性进行分析，对于逾期应收账款要及时上报主管。

对外投资管理方面，公司对外投资以前，应编制详细的投资可行性研究报告。投资可行性研究报告的编制应以投资分析的结果为依据，详细说明准备投资的对象及其投资理由；投资的性质和目的；影响投资收益的潜在因素分析；投资回收期分析等。投资可行性研究报告在正式执行前必须进行严格的审批。

对外担保方面，公司为他人提供担保必须经董事会或股东大会批准，且对外担保必须要求对方提供反担保，且反担保的提供方应当具有实际承担能力。公司不得为公司持股 50%以下的其他关联方、任何非法人单位或个人提供担保。

总体来看，内部管理制度较为规范，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司传统业务为制造业，主要从事泵、园林机械、清洗和植保机械的研发、制造和销售，覆盖了泵业领域较为完整的产业链。2014 年开始，通过一系列收购，公司进入数字营销业务领域，目前已形成覆盖营销策略和创意、媒体投放和执行、效果监测和优化、社会化营销、精准营销、流量整合等完整的服务链条。

2014 年，公司收购漫酷广告、上海氩氩和银色琥珀文化传播（北京）有限公司（以下简称“琥珀传播”）3 家子公司；2015 年，公司收购万圣伟业、微创时代 2 家子公司；2016 年，公司收购上海智趣广告有限公司（以下简称“上海智趣”）1 家子公司。公司 2014 年合并利润表中仅包含了漫酷广告 4~12 月以及上海氩氩和琥珀传播 12 月的相关数据；公司 2015 年合并利润表中包含了万圣伟业和微创时代 12 月的相关数据；公司 2016 年合并利润表中包含上海智趣 9~12 月的相关数据。以上股权收购对公司整体业务具有较大影响。

近三年，伴随公司较大规模的收购，在互联网板块收入快速提升的带动下，公司营业收入呈快速增长态势，分别为 28.74 亿元、43.92 亿元和 73.54 亿元，三年复合增长率为 59.96%；分别实

现净利润 2.13 亿元、2.40 亿元和 5.89 亿元，年均复合增长 66.22%。近三年，公司主营业务收入在营业收入中的占比均在 98%以上，主营业务十分突出。

从营业收入的构成来看，随着持续的收购以及被收购企业业绩的逐步体现，互联网板块收入持续较快增长，2014~2016 年分别为 9.78 亿元、23.61 亿元和 53.57 亿元，在公司营业收入中占比分别为 34.03%、53.75%和 72.84%，成为公司最主要的收入来源；从互联网细分板块来看，媒介代理收入为互联网收入的最主要组成部分，保持较快增速。近三年公司传统制造业务收入呈现波动增长态势，分别为 18.60 亿元、20.02 亿元和 19.61 亿元，2015 年受民用泵、园林机械等产品出口环境整体较好影响收入有所增长，2016 年工业泵板块接到的订单减少，且当年部分大额项目合同因现场进度延期等因素导致交货期与实际交货期差距较大，项目无法在当年确认收入，受此影响，制造业收入略有下降；从制造业细分板块来看，民用泵收入为制造业收入的主要来源，近三年呈现逐年增长态势，而工业泵业务周期性较强，收入受宏观经济环境及下游需求影响呈波动下降趋势。公司其他业务收入主要为监测、劳务等服务收入，近三年规模小幅波动，在营业收入中占比较小。

表 4 2014~2016 年公司营业收入情况 (单位: 万元, %)

时间	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
制造业	185,989.83	64.71	25.93	200,182.53	45.58	28.34	196,073.50	26.66	31.31
民用泵	103,176.76	35.90	27.40	109,253.96	24.87	29.71	117,541.69	15.98	38.43
工业泵	39,262.14	13.66	21.75	40,459.75	9.21	26.43	25,888.22	3.52	10.91
园林机械	10,514.18	3.66	16.65	14,508.89	3.30	15.29	14,910.90	2.03	13.61
清洗和植保机械	11,134.84	3.87	27.73	11,451.90	2.61	31.94	11,223.62	1.53	38.52
配件	21,437.08	7.46	30.37	24,239.19	5.52	31.43	24,585.74	3.34	26.13
其他	464.82	0.16	17.01	268.85	0.06	34.76	2,799.44	0.38	35.51
互联网	97,804.09	34.03	17.36	236,081.78	53.75	18.53	535,676.48	72.84	17.43
媒介代理	94,907.88	33.02	16.39	191,757.74	43.66	12.87	287,292.71	39.06	14.07
精准营销业务	--	--	--	5,130.20	1.17	9.07	121,129.29	16.47	9.33
移动端流量整合业务	--	--	--	5,936.35	1.35	34.55	65,507.50	8.91	23.81
PC 端流量整合业务	--	--	--	4,550.43	1.04	23.95	20,324.11	2.76	23.94
数字营销	2,896.21	1.01	49.17	28,707.07	6.54	53.87	40,546.75	5.51	51.27
其他业务	3,633.04	1.26	28.87	2,958.45	0.67	34.76	3,688.15	0.50	33.53
合计	287,426.96	100	23.05	439,222.77	100	22.96	735,438.13	100.00	21.21

数据来源: 公司年报

注: 1、表格中 2014 年收入明细采用 2015 年年报中的数据, 与 2014 年年报数据有所差异, 主要系其他业务收入与制造业板块中的其他收入有调整所致; 2、配件收入主要为公司销售的电机及水泵、园林机械、工业泵及清洗和植保机械零部件, 其他收入主要包括变频供水系统及排污控制系统等产品及检测服务。

从毛利率看, 2014~2016 年, 公司互联网板块毛利率波动增长, 主要系毛利率较高的数字营销和流量整合业务收入增加所致; 媒介代理业务毛利率波动下降, 主要系随着合作媒体的日趋成熟, 媒体返点政策收紧, 公司冲减成本的返点减少所致; 此外, 移动端流量整合业务 2016 年毛利率下降幅度较大, 主要系随着市场日趋成熟, 下游客户对业务的审核日趋严格, 因此公司为争取符合客户要求的优质流量渠道资源, 给予中小网站等流量供应方的结算价格相对较高所致。近三年, 公司制造业毛利率逐年增长, 主要系原材料价格下降以及 2016 年美元升值导致民用泵毛利率增长所致; 工业泵毛利率随着承接项目合同的大小和类型不同呈波动增长态势, 相较而言, 大额合同的毛利相对较高, 2015 年随着几笔大额合同的交货以及原材料价格的下滑, 工业泵毛利率有

所增长，而 2016 年由于销售的小型工业泵较多导致毛利率较大程度下滑。公司互联网板块毛利率较制造业板块低，因此，随着互联网板块收入占比的快速提高，公司综合毛利率逐年下降，分别为 23.05%、22.96%和 21.21%。

整体看，随着被收购企业业绩的逐步显现，近三年公司主业由制造业变为制造业及互联网双主业，营业收入及利润实现较快增长；2015 年以来，互联网业务收入超过制造业成为公司收入的最主要来源。随着毛利率较低的互联网板块规模快速扩大，公司综合毛利率相应小幅下降。

2. 互联网板块

公司互联网板块业务主要为以互联网作为广告投放实施载体的营销活动，包括营销渠道供应和营销内容提供两大类，其中营销渠道供应主要为提供营销方案投放所需的数字媒介资源，营销内容提供主要为提供营销策略和创意、营销方案设计 & 执行等服务，包括创意策略服务、创意内容制作服务和社会化营销服务等。

从 2016 年收入构成来看，公司营销渠道供应收入在互联网板块收入中占比超过 90%，主要包括媒介代理业务（占 53.63%）、精准营销（占 22.61%）以及 PC 端和移动端的流量整合业务（占 16.02%）；营销内容供应主要为数字营销业务（占 7.57%）。

公司媒介代理业务运营主体主要为子公司漫酷广告和微创时代；精准营销业务运营主体包括子公司微创时代、万圣伟业和漫酷广告，以微创时代为主；流量整合业务运营主体主要为子公司万圣伟业。公司数字营销业务运营主体主要为子公司上海氩氦和琥珀传播。公司 2016 年 9 月收购的上海智趣，主要专注于游戏、金融行业客户的媒介代理服务和精准营销服务。

2014~2016 年互联网板块各子公司独立经营业绩见下表，各子公司收入及净利润均呈现逐年较快增长的态势。

表 5 近年来公司互联网板块各子公司收入及利润情况（单位：万元）

子公司	主营业务	项目	2014 年	2015 年	2016 年
漫酷广告	媒介代理、精准营销	营业收入	116,707.15	191,015.89	224,543.75
		净利润	5,025.32	6,303.32	7,644.82
上海氩氦	数字营销	营业收入	8,338.54	17,404.23	26,770.08
		净利润	1,757.27	2,547.77	3,213.64
琥珀传播	数字营销	营业收入	7,284.63	12,863.40	14,409.63
		净利润	1,541.48	2,064.85	2,540.86
万圣伟业	流量整合	营业收入	46,559.87	71,016.08	150,809.44
		净利润	5,922.19	16,680.96	22,448.98
微创时代	媒介代理、精准营销	营业收入	32,121.22	70,216.25	111,473.60
		净利润	2,494.33	6,798.02	7,585.74
上海智趣	媒介代理、精准营销	营业收入	3,911.72	28,928.01	61,399.58
		净利润	203.47	2,184.43	5,919.94

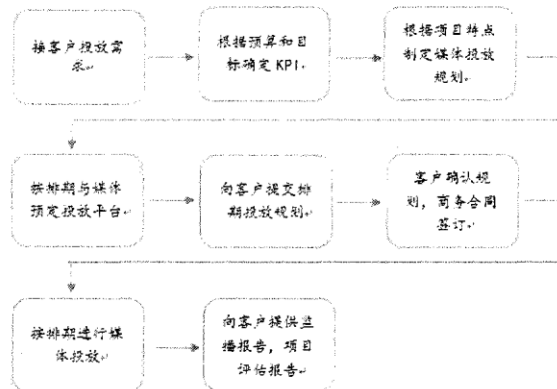
资料来源：公司提供

（1）业务介绍及业务模式

公司媒介代理业务即为广告主提供数字营销投放解决方案，业务模式为根据代理广告主预算及需求，在搜索类、视频类及各类门户网站等合作线上媒体采用购买广告位等方式进行广告投放，并赚取差价和媒体返点。公司媒介代理业务为客户提供的服务具体包括根据客户需求和目标受众特性等确定传播策略，制定包括投放媒体、投放周期等在内的媒体投放总体方案，编制包括具体投放时间、广告位位置、计价方式等在内的媒介排期表，投放方案的执行，运用技术手段进行投

放效果（主要为 ROI¹⁰）监测，投放方案优化提升等，具体业务流程如下图所示。

图 5 公司媒介代理业务流程



资料来源：公司提供。

公司精准营销业务为通过互联网技术收集分析用户上网的行为习惯特征，然后根据用户特征向其定向展示可能感兴趣的广告，达到精准营销的目的。业务模式为与广告主确定营销服务方案及排期后签订销售合同，按排期表投放广告，对广告投放效果实时监测和优化服务，并收取相应的服务费用。目前，公司精准营销业务主要分为搜索引擎营销和其他精准营销两大类，其中，搜索引擎营销是指当互联网用户在搜索引擎（百度搜索、360 搜索等，包括 PC 端和移动端）搜索特定关键词时，搜索结果向其展示与所搜索的关键词相关的特定营销内容的一种营销方式，带“推广”字样的链接即为广告主在搜索引擎投放的广告；其他精准营销业务主要指公司根据广告主的需求，在导航网站“发现你喜欢”专栏、腾讯广点通、DSP 等媒介投放平台为广告主投放广告。

流量整合业务为在电脑端及手机等移动终端上将媒体资源整合，并进行重新销售。大型数字媒体（如百度、谷歌、淘宝、360 等）处于流量中心的位置，但是为了提高自身的广告位投放价值，仍然希望将分布于市场各处的零散流量整合起来为己所用，因此这些大型媒体存在巨大的流量需求。在此背景下，公司通过资金、人才、管理经验等各方面的竞争优势在较短的时间内将各类垂直网站、地方媒体、论坛、自媒体（博客、社区等）等流量入口所承载的大量优质零散流量资源，通过其自身平台（“新传播平台”）整合，再将整合后的流量进行再分配，导入各大型数字媒体。其中，PC 端流量整合主要包括两种业务形式，一为通过在中小网站设置文字链接或为下载的应用程序配备默认浏览器首页等方式实现为特定网站导入流量，二为买断中小网站广告位资源，使之成为大型数字媒体增量投放资源一部分的网站资源包断；移动端流量整合主要为将 APP 下载包分发至各零散流量供应商，进行渠道分发和推广以增加其下载量。

（2）盈利模式

盈利模式方面，公司媒介代理和精准营销盈利来源主要为两方面，一是媒体返点，公司作为百度、360、腾讯等互联网媒体的重要代理商，为代理广告主在互联网媒体进行各种类型的广告投放并获取相应的代理投放收益，即媒体返点；互联网媒体会根据自己的代理政策，定期按照特定比例（该比例一般按照一定时间内通过代理商代理投放的媒体资源实际消耗的总额从小到大阶梯累进）对其合作代理商进行绩效奖励，该模式为公司媒介代理业务盈利的最主要来源。二是赚取差价及优化服务盈利，公司在提供数字媒介代理服务的过程中，积累了较多的低成本数字媒介代

¹⁰ ROI 即每 1 元广告费用投入所带来的增量销售收入。

理资源，通过在媒介代理服务过程中以较为低廉的价格取得数字营销媒介资源，从中赚取差价；此外，公司能够为广告主提供广告投放优化服务，部分客户会针对此增值服务向公司支付优化服务费用。

流量整合业务盈利模式有所差异，主要为公司通过“新传播平台”将上游众多零散的流量供应商资源整合导入至特定的下游大型数字媒体，获取流量供应收入，同时向上游的中小网站支付相应的流量采购款项，赚取价差。数字媒体会根据流量供应商提供的流量数量决定其流量采购单价，二者呈现阶梯正相关关系，导入的流量越大，其给予的单价越高。

(3) 销售

公司收购的各子公司在行业内较早涉足数字媒介代理，拥有一定先发优势，通过开发大数据精准营销系统，提高品牌广告主的互联网广告转化效率，逐步在业内积累了良好的口碑，扩大了公司在业内的影响，吸引了越来越多的客户。

公司媒介代理和精准营销业务的客户来源主要包括新客户开发、已合作客户介绍、合作伙伴推荐等，通过增量市场开拓、存量客户再开发等方式获取有数字营销需求的广告主资源，并进一步与其商谈合作意向，包括广告成本预算、时间规划、营销素材、营销目的及广告效益预期等。通过分析客户的需求，公司提出相应的营销投放方案，包括营销形式的选择和投放媒介的选择等；达成初步意向之后，公司与广告主签订销售合同。此外，公司还通过与4A广告公司¹¹、领先公关公司的合作，将客户资源联动和共享。公司目标客户主要涵盖汽车类，电商、游戏、移动互联网等新经济类，手机等消费电子类、快消类、金融类广告主。公司为大部分客户对特定媒体的独家代理商，主要通过规模优势和服务能力保持客户的稳定性。目前，公司已积累了包括京东商城、1号店、唯品会、北京现代、比亚迪、雅培、红星美凯龙、THE NORTH FACE、西门子、海信、中国平安等国内知名客户，服务的广告主达2,010家，其中，华北客户400多家，华南200多家，其余主要客户分布在上海、南京等其他华东地区。2014~2016年公司前五大客户有一定变化，销售额占比逐年下降，分别为45.57%、28.43%和20.26%，客户集中度较低。

表6 2014~2016年公司互联网板块前五大客户情况(单位:万元、%)

年份	客户名称	销售额	在互联网板块营业收入中占比
2014年	重庆长安铃木汽车有限公司	12,694.75	12.98
	东风柳州汽车有限公司	11,672.61	11.93
	雅培贸易(上海)有限公司	9,496.33	9.71
	海南一汽海马汽车销售有限公司	6,493.93	6.64
	博西家用电器(中国)有限公司	4,208.14	4.30
	合计	44,565.75	45.57
2015年	百度在线网络科技(北京)有限公司	18,262.04	7.74
	众泰控股集团有限公司	13,353.80	5.66
	雅培贸易(上海)有限公司	12,969.18	5.49
	江苏苏宁易购电子商务有限公司	11,665.94	4.94
	北京京东世纪贸易有限公司	10,861.92	4.60
	合计	67,112.89	28.43
2016年	恒大地产集团有限公司	35,119.72	6.56
	江苏苏宁易购电子商务有限公司	34,315.50	6.41
	北京京东世纪贸易有限公司	18,993.48	3.55

¹¹ 4A即The American Association of Advertising Agencies, 美国广告代理协会, 成员公司均为规模较大的综合性跨国广告代理公司。

东风柳州汽车有限公司	11,503.58	2.15
百度时代网络技术（北京）有限公司	8,569.15	1.60
合计	108,501.43	20.26

资料来源：公司提供。

注：其中百度时代网络技术（北京）有限公司既是公司的合作媒体，又是公司流量整合业务的客户

公司流量整合业务主要面向百度、360、淘宝等大型数字媒体客户，对百度、360 的收入较为依赖；销售模式有所差异，通常与客户签订流量采购框架协议后，即开展流量整合业务，属于“不限量”的销售模式。

媒介代理业务结算方面，广告主通常按合同约定根据广告投放时间或者有效下载量与公司结算投放代理收入，大部分客户按合同约定账期以银行转账方式付款，账期通常为 90~180 天，汽车类客户主要通过银行承兑汇票结算，期限通常为 6 个月；电商类客户等回款相对较慢，公司针对此类客户的应收账款会相应做部分应收账款保理业务，支付部分资金成本来实现资金的更快周转。

精准营销业务结算方面，根据上游媒体结算方式的不同，公司与客户的结算有所差异。公司对部分客户采用预收的方式结算，通常预收 60 天左右的款项，公司代理广告主对广告投放账号进行预充值，随着广告的按期投放，公司根据广告主账号的实际消耗情况（媒介定期会发送对账单）确认相应的投放代理收入；此外，公司会给与部分客户一定的账期，由公司先垫资支付给媒体。

流量整合业务结算方面，媒体客户在后台通过 IP 追溯、捆绑的计费包等对点击量或有效激活等进行计量，并以此为依据定期与公司结算流量，通常以自然月为结算单位并且需要客户预充值后再消费。除预充值方式外，公司会给予部分合作已久、信誉良好的大客户一个月左右的账期，先消费后结算，但账期需要在合同审批时执行特殊审批流程，由公司相关负责人进行审批。

（4）采购

公司互联网业务主要采购支出包括媒体投放、项目实施过程中的采购和项目外包等，具体包括网络广告媒体购买、视频及图片拍摄、社会化自媒体发布等媒体投放，舆情监测、活动搭建等供应外包，其中以媒体资源购买为主。

媒介代理业务采购主要为一定时间段内的特定媒体资源的广告位。公司以广告主的营销需求为核心，在对广告主及其投放广告理解和分析的基础上进行媒体资源的具体采购，属于“以销定采”的采购模式。具体来看，公司媒介代理采购主要由各子公司媒介部负责，开拓和维护媒体资源、进行价格谈判并签署框架或执行协议。公司主要于每年年初与合作媒体进行价格谈判并签署框架协议，框架协议通常只约定投放的媒体资源、协议起止时间、费用结算方式、代理优惠政策等，并不针对具体的投放广告和投放金额作出约定。执行协议则是对短期内某一特定产品广告投放所作的协议约定，协议中除了框架协议中的主要条款外，还会有针对性地写明投放产品、具体广告投放位置等信息。框架协议在后续执行过程中，针对广告主具体的投放需求，公司将与媒体确认媒介排期表，明确广告投放的具体细节，经广告主确认并签订合同后，公司再与媒体签订执行合同并安排具体投放。计价方面，主要采用按投放时间（天/月）计费或按有效下载量计费等方式，根据媒介排期表约定的价格，与媒体定期进行结算，通常为每季度结算一次，账期根据代理政策等不同而有所差异，约为 90~120 天。

精准营销业务采购主要为特定媒体的广告资源，采购模式与媒介代理业务相似。计价方面，如果用户点击了相应推广链接，搜索引擎或数字媒体即在后台记录点击行为，公司需为此支付采购款。根据媒体的不同，结算方式有所差异，百度、360 等媒体会给予公司 60~90 天左右的账期；广点通、小米等媒体采用预充值的方式，公司会根据销售合同代理广告主在以上媒体开通广告投放账号，并对账号进行预充值，预付周期通常为一周，随着广告的投放，用户的每次点击将按照

约定的价格消耗预充值金额，待充值金额将消耗完时，媒体会通知公司及广告主进行续费。

PC 端流量整合业务由于客户在 PC 端的流量增长将带来匹配的广告收入增长，对采购流量的数量不做限定，因此公司采购模式并不存在“以销定采”的限制，而是属于“开放式”采购。通过完成文字链接及广告的点击等，公司完成一次流量整合与导入服务，公司通过“新传播平台”与供应商进行流量结算。而移动端流量整合业务采购内容主要系 APP 推广服务，通过成功下载并激活目标 APP，公司完成一次整合与导入服务，并通过“新传播平台”与供应商结算。

公司在进行互联网流量整合及大数据精准投放和监测的过程中，可以随时观测到相关媒体覆盖的用户数量、用户的画像（兴趣特征）和用户粘性（用户在媒体上停留的时长），从而对媒体进行筛选，根据客户的需要选择合适的媒体进行广告投放。公司在营销渠道方面积累了目前广告效益转化效果较好的优质媒介资源，包括搜索类的奇虎 360、百度等，视频类的腾讯视频、芒果 TV 等，品牌类的新浪、搜狐等，垂直类的汽车、母婴、PC 类网站等。数字媒体会对各广告代理商的资质进行筛选，综合判断其信用资质，根据不同的资质给予不同的优惠政策和账期。目前，公司合作媒体已达 485 家。2014~2016 年公司前五大合作媒体存在一定变化，采购额占比分别为 93.16%、47.37%和 52.39%，集中度波动下降，但仍处较高水平，对主要媒体较为依赖。

表 7 2014~2016 年公司互联网板块前五大合作媒体情况（单位：万元、%）

年份	媒体名称	采购额	在互联网板块营业成本 中占比
2014 年	深圳市腾讯计算机系统有限公司	30,002.67	37.12
	北京百度网讯科技有限公司	13,087.27	16.19
	上海聚效广告有限公司	12,386.76	15.32
	北京网易传媒有限公司	9,936.66	12.29
	车智互通（北京）广告有限公司	9,885.86	12.23
	合计	75,299.22	93.16
2015 年	深圳市腾讯计算机系统有限公司	36,976.63	19.23
	北京百度网讯科技有限公司	16,165.35	8.41
	上海聚效广告有限公司	14,583.16	7.58
	车智互通（北京）广告有限公司	13,904.37	7.23
	北京易车互动广告有限公司	9,483.20	4.93
	合计	91,112.72	47.37
2016 年	奇飞翔艺（北京）软件有限公司	117,117.20	26.48
	深圳市世纪凯旋科技有限公司	55,430.79	12.53
	天津今日头条科技有限公司	26,538.18	6.00
	北京百度网讯科技有限公司	17,798.19	4.02
	北京小米移动软件有限公司	14,866.78	3.36
	合计	231,751.14	52.39

资料来源：公司提供

媒体返点方面，当公司在媒体代理投放广告的金额达到约定标准时，公司可按照框架协议约定的优惠政策享受媒体返点，数字媒体通过货币资金或抵减采购款的形式支付给公司。实际返点通常在框架合同执行完毕后进行，因此公司日常核算单笔广告投放时，按照返点优惠政策谨慎计算单笔广告投放金额所能获得的媒体返点，冲减媒介采购成本。公司与主要合作媒体的具体返点政策如下表所示，公司与腾讯、百度和 360 的 2015 年综合平均返点比率分别为 17%、5%和 15%；2016 年综合平均返点比率分别为 17%、7%和 16%，整体能够获得较有竞争力的返点比例。

表 8 媒介服务业务主要媒体返点政策

媒体	产品类别	优惠政策	结算规则	结算时间
360	展示类产品、按点击付费类产品、无线类产品等	基本优惠	实际消耗总额×固定返点比例	季度
		阶梯优惠	实际消耗总额×对应区间的返点比例	半年度
		新客户开发优惠	实际消耗总额×固定返点比例	年度
其他	展示类产品、按点击付费类产品	阶梯优惠	实际消耗总额×对应区间的返点比例	季度/年度

资料来源：公司提供。

总体看，近年来，伴随收购的完成及被收购公司业绩的体现，公司互联网业务板块规模保持增长，业务进一步多元化，已基本形成较为完整的服务链条，整体运营情况较好；公司目前已积累了较为丰富及优质的媒介和广告主资源，但上游媒介采购集中度较高，公司对主要合作媒体较为依赖，若合作媒体对代理商的选择及返点政策等发生变动，或将对公司经营业绩造成影响；部分下游客户回款较慢，对公司资金形成一定占用。

3. 制造业板块

公司制造业板块主要为微型小型水泵（民用泵）、工业泵、园林机械、清洗和植保机械的研发、制造和销售业务，产品较为多元化，在整个泵业领域覆盖了较为完整的泵业产品。其中，公司微型小型水泵和园林机械产品具有相同的核心部件（电机），生产过程中使用的大部分原材料相同，产品生产、装配过程以及核心技术工艺具有相似性，在客户群体、营销网络方面部分重叠，能够相互促进，提高资源利用率，降低公司运营成本及费用水平。

公司微型小型水泵和园林机械主要由浙江泵业运营，工业泵主要由利欧集团湖南泵业有限公司（以下简称“湖南泵业”）¹²运营，清洗和植保机械主要由大农实业运营。2014~2016年，公司制造业板块分别实现营业收入 18.60 亿元、20.02 亿元和 19.61 亿元，波动增长，其中民用泵收入在制造业总收入中占比分别为 55.47%、54.58%和 59.95%，工业泵收入占比分别为 21.11%、20.21%和 13.20%，以民用泵为主。

（1）业务模式

业务模式方面，公司民用泵主要分为专业泵和园林泵，其中园林泵主要销往欧美国家，以 EINHELL（汉斯安海）、GARDENA（嘉丁拿）、BOSCH（博世）等品牌的 ODM¹³代加工方式为主；专业泵主要为家用或设备楼宇用，以公司自主品牌生产销售为主，自主品牌（包括“LEO”、“LEPONO”等）产品占比约 70%。工业泵主要用于电力、水利、化工等领域，主要为国内销售，由于产品标准化程度不高，主要以招标投标项目形式运营。

（2）产品生产

公司采用以销定产的生产模式，以满足客户差异化的需求，整体库存水平较低。公司民用泵产品涵盖微小型离心泵、喷射泵等 47 种、132 个规格、2,500 多种产品，广泛用于家庭供水、花园浇灌等领域，从接到订单到交货周期通常为一个月；工业泵产品包括大型斜流泵、潜水泵等类别，主要用于矿山、冶金、石化、电力等行业，生产周期差异较大，通常从 1 个月到 2 年不等，且受到土建工程进度影响。公司通过外购、外协加工、自制等方式（以自制为主）获取齐套的物

¹² 公司于 2016 年对工业泵板块进行业务整合，以实现集约高效的管理目标，将全资子公司湖南利欧泵业有限公司吸收合并至湖南利欧天鹏工业泵有限公司，并成立利欧集团湖南泵业有限公司；此后，又将无锡利欧锡泵制造有限公司并入利欧集团湖南泵业有限公司。

¹³ ODM（Original Design Manufacturer），原始设计制造商，即制造商根据其他企业定牌生产的规格和要求，设计和生产产品，并配上后者的品牌名称进行生产。

料后，通过总装配的方式生产成品，经检验合格后，产成品入库。

生产基地分布方面，公司以子公司浙江泵业、湖南泵业、无锡利欧锡泵制造有限公司（以下简称“无锡利欧”）和大连利欧华能泵业有限公司（以下简称“大连利欧”）为核心，拥有四大生产基地，其中浙江泵业生产基地主要专注于民用泵产品；湖南泵业生产基地为公司工业泵最重要的研发、制造和测试中心，主要生产市政水务用泵、矿山冶金用泵、电站用泵等产品；无锡生产基地主要专注于城市给排水、农田排灌、水利工程所需的大中型水泵；大连生产基地主要专注于油气上游行业的勘探，开采等领域和石化下游行业的原油炼制，精细化工，等领域的石化泵类产品。

质量控制方面，公司主要按照国际标准化组织发布的 ISO9001 质量管理体系进行质量控制，设有专属的质量控制部门，拥有一支专业素质较高的质量控制队伍。公司产品质量控制由设计环节开始，通过设计评审、客户试用等满足客户需求，在产品进货、制造和出厂过程均进行检验，此外，公司设有品质实验室，先后获得德国 VDE¹⁴的 ISO17025 实验室认可证书及 TDAP¹⁵证书，并通过中国合格评定国家认可委员会（CNAS）的认可，同时为美国 UL、加拿大 CSA、德国 TUV 的目击实验室¹⁶，为公司检测能力提供了保障。公司产品品质较为稳定，产品质量在市场上取得了较好的声誉。

从产能来看，民用泵产能近三年变化不大，分别为 500 万台/年、500 万台/年和 520 万台/年，2016 年公司增加部分智能化设备，民用泵产能小幅增加；由于工业泵产品周期性较为明显，受近三年宏观经济形势和下游需求影响，公司对工业泵板块各子公司进行整合及重组，工业泵产能水平相应逐年下降，目前的产能水平能够满足公司短期内发展需要。产量方面，近三年公司微型小型水泵产量波动增长，2015 年受国际市场，尤其是欧洲经济形势影响有所下滑，2016 年因市场行情较好而有所增长，近三年公司微型小型水泵产能利用率同样呈现波动趋势，但保持在 87%以上；公司工业泵产量受需求不足影响产量逐年下滑，但由于公司不断缩减产能，产能利用率波动增长，2016 年达到 75.93%。

表 9 近年来公司制造业板块产能及产量情况（单位：万台、%）

项目	项目	2014 年	2015 年	2016 年
微型小型水泵	产能	500.00	500.00	520.00
	产量	467.26	434.98	480.04
	产能利用率	93.45	87.00	92.32
园林机械	产能	32.00	32.00	32.00
	产量	28.22	23.14	27.55
	产能利用率	88.28	72.31	86.09
清洗和植保机械	产能	13.70	17.81	16.53
	产量	9.86	14.30	11.95
	产能利用率	71.97	80.29	72.30
工业泵	产能	0.62	0.49	0.45
	产量	0.46	0.40	0.34
	产能利用率	74.93	82.66	75.93

资料来源：公司提供

¹⁴ VDE 全称 Prufstelle Testing and Certification Institute，即德国电气工程师协会。

¹⁵ TDAP 全称 Test Data Acceptance Program，即测试数据认可程序。

¹⁶ UL 即 Unerwriter Laboratories Inc. 美国保险商试验所；CSA 即 Canadian Standards Association，加拿大标准协会；TUV 即德国莱茵 TUV 集团。

总体看，近年来公司民用泵产品产能较为稳定，产量受下游需求影响有所波动，产能利用率较高；工业泵产品周期性较强，在下游需求不足的环境下，公司对工业泵板块各子公司进行整合及重组，产能及产量相应下降。

（3）原材料采购

从制造业板块成本构成来看，直接材料¹⁷成本占比约 69%，制造费用占比约 18%、直接人工成本占比约 12%，辅助材料占比约 1%，原材料为制造业成本的主要构成部分，主要包括铜、铁、铝、塑料等类别的物料，原材料采购价格对于制造业板块成本控制影响较大。

公司每年根据市场情况编制年度经营计划，指导全年的生产和销售，采购部门根据采购周期、产品的通用性、供货比例、合理库存、批次最小采购量等多方面因素编制采购计划，并做好日常订单跟踪；工业泵板块主要为按项目采购，其中常用物资以订单形式采购，设备等金额较大的采购物资采用议标的形式进行采购。由于原材料价格波动相对较大，公司不存在战略性库存，库存水平整体较低。公司原材料采购由各子公司的采购部独立负责，各子公司均有各自采购流程，包括价格审批流程、采购订单流程、价格表审批流程、设备采购流程等。

原材料定价方面，公司主要是通过网上参考价再结合实际选择三家左右的供应商比价后确定。公司与主要供应商签有长期合作协议，在供应商的选择方面，公司主要选择规模较大、具备整合能力的供应商，民用泵板块以浙江省内企业为主。原材料质量控制方面，公司针对供应商的考核和评分情况设有合格供应商名录，按照不同产品类别进行分级，并每年更新；公司对每批采购的物料均进行入库抽检，且每年会有更为全面的产品测试。

公司供应商包括合作合格供应商、备用供应商、客户指定供应商、紧急和临时供应商等，其中生产物料合作合格供应商共 330 家左右。2016 年，公司制造业板块前五大供应商采购额 2.05 亿元，采购类别包括硅钢片、铝锭、铜漆包线等，在制造业板块总采购额中占比 16.63%，集中度较低。

从原材料采购情况来看，公司主要原材料包括硅钢片、铜漆包线、铝锭、塑料米、机铁等，其中硅钢片近三年采购量逐年增长，主要系相关产品产量增加所致；铜漆包线、铝漆包线、铝锭等采购量均随着民用泵产量的波动而有所波动，2015 年下降后有所增长；塑料米采购量逐年下滑，主要系相关塑料产品逐步由委外加工转为外购所致。从采购价格来看，近三年除塑料米采购价格小幅波动增长外，其他原材料价格均基本呈现下降趋势，2015 年下降幅度较大，与近年来钢铁及有色金属等大宗商品市场价格变动趋势基本一致，有利于公司控制成本。

表 10 近年来公司制造业板块主要原材料采购情况（单位：万元/吨、吨、万元）

原材料	项目	2014 年	2015 年	2016 年
硅钢片	采购均价	0.39	0.30	0.32
	采购量	24,476.60	26,717.61	27,596.43
	采购额	9,508.76	7,896.43	8,923.26
铜漆包线	采购均价	4.47	3.79	3.51
	采购量	2,080.43	1,844.49	1,893.62
	采购额	9,297.75	6,984.90	6,643.52
铝漆包线	采购均价	2.07	1.93	1.98
	采购量	526.07	494.84	537.80
	采购额	1,088.97	956.96	1,066.71
铝锭	采购均价	1.25	1.16	1.09

¹⁷ 包含部分外购的水泵产品。

	采购量	4,802.34	4,573.68	5,087.88
	采购额	6,004.53	5,320.39	5,565.10
	采购均价	1.22	1.18	1.23
塑料米	采购量	3,432.95	2,562.73	2,083.81
	采购额	4,192.66	3,030.28	2,553.92
	采购均价	0.39	0.29	0.34
轴料（45#）	采购量	1,412.46	1,463.37	1,664.65
	采购额	552.85	433.34	557.87
	采购均价	0.24	0.18	0.18
机铁	采购量	9,851.00	9,163.27	9,145.47
	采购额	2,383.35	1,664.98	1,682.29

资料来源：公司提供

注：表中所列为金额占比较大的单项材料。

结算方面，民用泵板块公司长期合作供应商采用月结模式，于当月月底开票，账期平均在 45 天左右；工业泵板块账期通常为 3 个月。

总体上看，直接材料为公司成本的主要构成部分，供应商较为分散，原材料供应较为充足；近年来公司主要原材料价格基本呈现下降趋势，有利于公司控制成本。

（4）产品销售

公司微型小型水泵产品定位在排灌系统中的家用民泵类型，产品主要以外销为主，近三年出口比例分别为 99.27%、97.13%和 77.63%，2016 年公司加大产品内销力度，出口比例有所下降。公司目前出口国家 150 多个，包括德国、法国等欧美国家以及菲律宾、缅甸等发展中国家，在国际市场上有较高的市场占有率。公司工业泵产品主要为内销，主要通过参与招投标项目的形式拓展业务。

销售渠道方面，公司民用泵产品在 ODM 生产模式下，全部由客户自销，自有品牌产品约 90% 通过代理的方式进行销售。公司民用泵的目标客户主要为有相关产品经验且具备一定实力的进口商，销售渠道拓展最初以中国进出口商品交易会等为平台，现已在迪拜、泰国、印尼等国外部分地区逐步设立分支机构，主要通过参加展会以及定向拜访等方式拓展客户，销售渠道进一步拓宽；公司通常在一个国家拓展一个经销商，根据经销商拓展能力不同，覆盖的产品类型和数量有所差异。公司主要考虑经销商的水泵经营经验、综合实力及共同发展意愿等方面因素来进行经销商筛选。公司与代理商商定年度销售目标，并参与重要市场的定价和推广等。定价方面，公司主要考虑市场情况与实际利润率情况等综合确定。

工业泵产品方面，公司主要采取直接销售为主、代理销售为辅的销售模式，通过参加客户的招投标、设计院走访、用户拜访等方式拓展市场，在全国范围内建立了办事处或销售网点，以收集市场信息，并建立了顾客档案。目标客户根据工业泵的类型和应用领域不同而有所差异，主要包括五大电力及华润电力、神华集团等电力单位，政府水利主管机构，石油天然气、石油化工（包括煤化工）、化肥、有色金属冶炼等领域客户。

2016 年，公司制造业板块前五大客户销售额合计 2.40 亿元，在制造业总销售额中占比 12.67%，客户较为分散。

从近三年销售情况来看，公司微型小型水泵销售量波动上升；工业泵销量受下游需求不足影响逐年下滑。由于公司采用以销定产的生产模式，产品产销率普遍保持在较高水平。公司微型小型水泵产销率有所波动，但基本处于 100%左右；工业泵产销率逐年下降至 2016 年的 99.53%，但仍处于较高水平；2016 年园林机械产销率下降至 86.35%，主要系 2017 年订单较多，2016 年相应

提前生产增加库存所致。产品售价方面，近三年公司微型小型水泵价格基本保持平稳上升趋势；近三年工业泵价格波动较大，主要系产品结构不同所致，通常大型工业泵价格更高。

表 11 近年来公司制造业板块产品销售情况 (单位: 元/台、万台、%)

产品	项目	2014 年	2015 年	2016 年
微型小型水泵	平均售价	227.07	233.70	240.94
	销量	462.74	458.39	487.84
	产销率	99.03	105.38	101.62
园林机械	销售价格	514.76	584.25	617.69
	销量	29.25	24.68	23.79
	产销率	103.65	106.66	86.35
清洗和植保机械	销售价格	1,020.03	798.40	908.97
	销量	8.99	14.05	12.04
	产销率	91.18	98.25	100.75
工业泵	销售价格	114,248.97	148,285.37	76,979.54
	销量	0.51	0.42	0.34
	产销率	110.62	104.19	99.53

资料来源: 公司提供

注: 公司微型小型水泵和工业泵产品产销率超过 100%，主要系存在少量外购的产品所致。

结算方面，公司对国际业务主要采用信用证方式，账期通常为 60 天~90 天，国外客户回款情况整体较好。工业泵客户通常按合同及节点结算，电力客户通常预付 10%，进度款付 30%，到货款付 30%，验收款付 20%，并留 10%质保金；水利与化工客户通常预付 30%，到货付 30%，验收付 30%，并留 10%的质保金。公司工业泵发货后的款项回款较慢，账期通常为 1 年左右。

公司出口产品主要采用美元结算，部分国家采用人民币结算。在控制汇率风险方面，公司主要通过远期汇率锁定实现。产品运输方面，出口部分公司将产品运输至附近港口，国内销售公司将产品运输至托运站，其余运输主要由客户负责。

总体看，制造业板块作为公司的传统业务，近年来整体较为稳定；主要原材料价格呈下降趋势，有利于公司控制成本及提高盈利水平；微型小型水泵产销情况良好，但工业泵板块近年来受到宏观经济环境及下游需求影响，经营环境较为严峻，产销量逐年下滑，且下游回款较慢，对资金形成一定占用。

4. 重要在建项目

公司目前主要在建项目包括东部产业集聚区基建项目、年产 5 万台高压和超高压清洗机及 3,000 台高压管道清洗车技改项目、年产 2,000 万只水泵配件技改项目和石化流程泵生产基地，总投资额共 6.56 亿元，截至 2016 年底，公司已完成投资 4.10 亿元，尚需投资 2.46 亿元，资金压力不大。以上项目预计完工时间均在 2017 年。

表 12 截至 2016 年底公司重要在建项目情况 (单位: 万元、%)

项目名称	总投资额	已完成投资额	工程进度	资金来源
东部产业集聚区基建项目	33,000	26,923	91.15	借款和自有资金
年产 5 万台高压和超高压清洗机及 3,000 台高压管道清洗车技改项目	21,798	7,738	58.16	借款和自有资金

年产 2,000 万只水泵配件技改项目	7.616	4,073	68.42	自有资金
石化流程泵生产基地	3.200	2,294	75.00	自有资金
合计	65,614	41,028	--	--

资料来源：公司年报

其中，东部产业集聚区基建项目即公司位于温岭城西的浙江泵业厂区的整体搬迁项目，通过自动化零部件生产线、自动化总装生产线、数字化工厂建设-物联网系统的建设，从而建立一座年产 540 万台（套）农机农业用泵制造数字化工厂。该项目车间可用面积共 12.95 万平方米，预计建成后年产值可达 12 亿元。公司厂区由 2016 年 9 月 28 日开始启动分批次搬迁，预计 2017 年上半年完成项目整体搬迁任务。项目建成后，将有助于企业降低人工成本，进一步推动农用泵产业的发展。

总体看，公司主要在建项目为东部产业集聚区基建项目及制造业技改项目等，目前大部分投资已基本完成，未来资金压力较小；以上项目建成后有助于进一步提高公司水泵产业的竞争力。

5. 经营效率

2014~2016 年，伴随营业收入和应收账款的大幅增长，公司应收账款周转率呈现小幅波动增长态势，分别为 2.54 次、2.39 次和 2.85 次，主要系公司近年来收购较多，业务结构发生变化所致。公司存货周转率逐年快速提升，近三年分别为 5.41 次、8.27 次和 15.38 次，主要系公司互联网业务规模快速增长，该业务存货规模小，营业成本增长较快所致。近三年，伴随子公司的收购，公司资产规模增长较快，总资产周转率分别为 0.82 次、0.70 次和 0.75 次，呈现波动下降趋势。

总体看，近年来通过一系列收购，公司业务结构发生变化，运营效率随之有所变动。

6. 重大事项

收购漫酷广告 85%股权

2014 年 4 月，公司以人民币 34,445 万元的交易价格收购漫酷广告 85%的股权，收购的资金来源为公司自有资金及部分银行借款。截至 2013 年 12 月底，漫酷广告以收益法评估价值为 40,641.75 万元人民币，较账面价值评估增值率为 1,767.77%，增值率较高。交易对方对上海酷漫 2014~2016 年净利润做出承诺，具体为 2014 年、2015 年、2016 年会计年度实现的年度审核后净利润应分别不少于人民币 4,700 万元、6,000 万元、7,300 万元。2014 年~2015 年以上业绩承诺已实现，2016 年上海漫酷实现扣除非经常性损益后的净利润 7,324.01 万元（2016 年最终实际净利润及业绩承诺实现情况以《专项审核报告》为准）。

上海酷漫主要从事互联网广告、媒介关系、网络活动推广等数字营销业务，收购漫酷广告使公司实现从原有业务向高速成长的互联网数字营销行业的转型，有助于培育新的利润增长点。

发行股份及支付现金购买上海氩氩和琥珀传播的 100%股权

2014 年 12 月，公司以发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的方式收购上海氩氩和琥珀传播 100%的股权，总交易金额 42,093.90 万元，并募集配套资金 14,031.29 万元。截至 2014 年 4 月底上海氩氩按收益法评估价值为 22,606.83 万元，较净资产账面价值的评估增值率为 111.18%，最终转让价格为人民币 22,593.90 万元。截至 2014 年 4 月底，琥珀传播按收益法评估价值为 19,563.66 万元，评估增值率为 1,741.88%。最终转让价格为人民币 19,500 万元。

公司与交易对方分别签署了业绩补偿协议，其中上海氩氩 2014 年、2015 年和 2016 年实现的

经审计的净利润¹⁸分别不少于人民币 1,801.96 万元、2,378.75 万元、3,004.98 万元；琥珀传播 2014 年、2015 年和 2016 年实现的经审计的净利润分别不少于人民币 1,501.47 万元、1,950.13 万元、2,550.02 万元。2014~2016 年上海氩氦业绩承诺已实现；2014 年~2015 年琥珀传播业绩承诺已实现，但 2016 年琥珀传播实际盈利数为 2,536.79 万元，未达承诺业绩，但三年累计业绩已超过承诺值，无需进行利润补偿。

上海氩氦主要为客户提供个性化及创新的数字营销服务，琥珀传播是一家策略和创意驱动的综合数字营销公司。收购上海氩氦和琥珀传播的完成主要从营销内容提供方面进一步完善了公司互联网业务板块的产业链。

发行股份及支付现金购买万圣伟业和微创时代的 100% 股权

2015 年 12 月，公司以发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的方式收购万圣伟业和微创时代 100% 的股权，总交易额为 291,200 万元，并募集配套资金 175,780.00 万元。截至 2015 年 3 月底，万圣伟业全部股权的评估价值为 207,222.71 万元，评估增值率为 2,678.54%，协商后交易作价 207,200.00 万元；微创时代全部股权评估价值为 84,624.66 万元，评估增值率为 1,620.07%，协商后交易作价 84,000.00 万元。

公司与交易对方分别签署了业绩补偿协议，其中万圣伟业 2015 年、2016 年和 2017 年应实现的年度经审核税后净利润¹⁹分别不低于 14,800 万元、18,561 万元、23,125 万元；微创时代 2015 年、2016 年和 2017 年应实现的年度审核后净利润分别不低于 6,000 万元、7,200 万元、9,360 万元。2015 年以上业绩承诺已实现，2016 年万圣伟业和微创时代实现扣除非经常性损益后的净利润分别为 22,478.97 万元和 7,248.80 万元（最终实际净利润及业绩承诺实现情况以《专项审核报告》为准）。

万圣伟业主要为大型数字媒体提供流量整合服务，微创时代是一家为广告主提供数字营销投放解决方案的数字媒介代理公司。万圣伟业和微创时代纳入合并范围进一步扩展和丰富了公司的广告主资源和媒介资源，其行业地位和技术优势也能够与公司其他业务板块形成协同效应。

发行股份及支付现金购买上海智趣 100% 股权

2016 年 9 月，公司以发行股份及支付现金的方式购买上海智趣 100% 股权，交易价格 75,400.00 万元。此外，公司通过发行股份募集配套资金总额 72,500.00 万元。截至 2015 年 9 月底，上海智趣 100% 股权的评估值为 75,696.11 万元，评估增值率约为 4,406.96%，增值率较高。交易对方对上海智趣 2016~2018 年度净利润做出业绩承诺，具体为 2016 年度、2017 年度及 2018 年度年度经审核税后净利润应分别不低于人民币 5,800 万元、7,540 万元、9,802 万元。2016 年上海智趣经审计的扣除非经常性损益后的净利润为 5,819.45 万元（最终实际净利润及业绩承诺实现情况以《专项审核报告》为准）。

上海智趣主要为游戏、金融等行业客户提供媒体资源整合与投放、精准营销等一系列数字营销服务。此次收购的完成能够完善公司在产业链的横向布局，进军游戏广告代理业务，并进一步强化精准营销业务。

总体看，近年来公司通过对行业内优势企业的一系列收购在互联网营销业务板块进行布局，已初步形成了较为完整的产业链，业务领域进一步向多元化发展；同时，公司与交易对方均签订业绩承诺，预计公司未来收入及利润将持续增长。但公司收购的标的资产评估值较账面净资产增值率普遍较高，若未来被收购企业经营状况和盈利能力发生变动，可能导致商誉发生减值。

¹⁸ 经具有证券从业资格的会计师事务所审计确认的扣除非经常性损益的净利润。

¹⁹ 指经具有证券从业资格的会计师事务所审计确认的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润。

7. 经营关注

公司业务转型升级力度较大，互联网产业大规模的收购对公司经营管理带来挑战

近年来，公司积极通过收购等方式拓展业务板块，由传统制造业向制造业及互联网双主业转型，收购的经营主体较多，对公司业务结构产生较大影响。公司互联网业务板块相关行业经验和管理经验相对缺乏，与被并购企业在财务管理、资源统筹、业务拓展等方面实现融合与协同发展尚需时日。

公司互联网业务对主要媒体较为依赖，若媒体代理政策等发生变化或将对公司造成较大影响

公司互联网业板块的媒介代理及精准营销等业务的合作媒体集中度较高，若主要媒体代理政策发生变化，例如各阶梯价差缩小等，或将对公司媒介采购的规模优势造成影响，从而影响公司的盈利能力和经营业绩。此外，百度和360等为公司流量整合业务的主要客户，集中度较高，其经营状况波动或将对公司流量整合业务造成较大影响。

公司工业泵业务周期性较强，受宏观经济环境及下游需求波动影响较大

公司工业泵产品属于强周期产品，近三年受到国内经济形势不景气，以及下游电力、化工等工程建设需求不足影响，产品订单量持续下滑，市场竞争加剧，加之人工成本增加，公司工业泵业务主要运营主体湖南泵业、大连利欧等持续亏损。2016年子公司湖南泵业、大连利欧和无锡利欧净利润分别为-0.14亿元、-0.17亿元和-0.18亿元。公司虽通过整合削减产能，并加强市场开拓和费用控制，但行业整体经营环境较为严峻，对公司盈利状况和经营业绩带来一定影响。

公司应收账款规模较大，下游回款相对较慢

公司媒介代理业务电商类客户及汽车类客户账期相对较长，此外，工业泵业务主要以项目形式承接政府类客户的业务，回款受项目进度影响较大，且受经营环境景气度影响，发货后回款较慢，民用泵客户账期也较长。受以上因素影响，公司应收账款规模较大，对资金形成一定的占用，资金周转效率有待提高。

8. 未来发展

未来，在保持机械制造业务稳步发展、合理增长的基础上，公司将坚持执行向互联网产业转型的战略。公司将继续利用上市公司的资本平台，借助收购兼并手段，高效率、高质量地并购市场上的优质公司，在做大业务体量的同时不断提升技术能力和专业服务能力，确保数字营销业务板块的整体市场竞争力不断提升。

机械制造业务方面，未来一段时间内，公司将逐步进行智能化改造，提高生产效率，稳定产品质量，减轻日益增长的劳动力成本压力，长期保持在行业中的竞争优势地位，打造面向 2025 的智能制造基地。

互联网业务方面，公司将进一步强化 6 家互联网子公司及参股公司之间的业务协同性，集团层面将在资金上予以大力支持，进一步扩大公司业务规模及强化公司对外服务能力，增强利欧数字网络在业内的影响力。

此外，公司 2016 年相继成立三支并购基金，2017 年将在业务稳定增长的基础上，积极寻找与公司业务具有协同性的优质标的，做大做强公司业务。

整体看，未来公司将进一步向互联网及相关产业转型，强化各子公司的业务协同性，并对制造业进行智能化改造。但考虑到公司近年来转型力度较大，且互联网相关行业经验及管理经验相对不足，被收购资产尚未完全整合，公司未来发展战略对其管理整合水平、人才团队、资金安排等方面带来一定挑战。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014~2016 年度财务报告经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司财务报表按照财政部颁布的最新企业会计准则编制。

从合并范围变化来看，2014 年公司纳入合并范围的子公司为 31 家；2015 年公司纳入合并范围的子公司为 51 家；2016 年公司纳入合并范围的子公司为 85 家。近三年公司合并范围变动较大，且涉及公司主营业务变化，公司财务数据可比性较弱。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 112.91 亿元，负债总额 38.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益）74.66 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 73.79 亿元。2016 年，公司实现合并营业收入 73.54 亿元，净利润（含少数股东损益）5.89 亿元，其中归属于母公司所有者净利润合计 5.71 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.76 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.75 亿元。

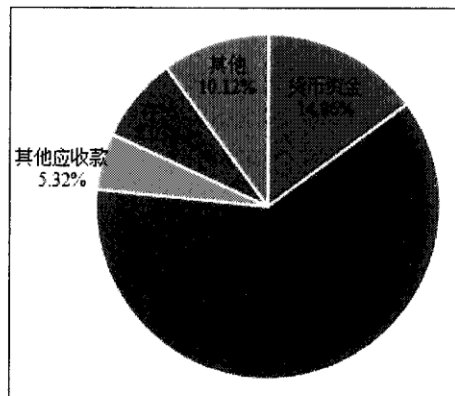
2. 资产质量

近三年，公司资产规模呈持续增长态势，年均复合增长 63.94%；截至 2016 年底，公司资产总额为 112.91 亿元，较年初增长 34.42%，主要系非流动资产增长所致。其中流动资产合计占比 41.00%，非流动资产占比 59.00%，以非流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 41.20%；截至 2016 年底，公司流动资产合计 46.29 亿元，较年初增长 30.94%，主要系应收账款大幅增加所致；公司流动资产主要以货币资金（占比 14.86%）、应收账款（占比 61.67%）、其他应收款（占比 5.32%）和存货（占比 8.03%）构成，见下图。

图 6 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 95.81%；截至 2015 年底，公司货币资金为 7.71 亿元，较年初增长 329.35%，主要系 2015 年 12 月公司完成非公开发行股票募集配套资金到账所致；截至 2016 年底，公司货币资金为 6.88 亿元，较年初减少 10.70%，主要系支付股权收购款所致。截至 2016 年底，公司货币资金主要由银行存款（占比 92.84%）和其他货币资金（占比 6.91%）构成；受限货币资金合计 0.48 亿元，占货币资金的 6.98%，主要是保证金等，公司受限资金规模较小。

2014~2016 年，公司应收账款持续增长，年均复合增长 39.78%。截至 2016 年底，公司应收账款账面价值 28.55 亿元，较年初增长 45.08%，主要系子公司漫酷广告、万圣伟业及微创时代业

业务规模扩大，以及 2016 年上海智趣纳入公司合并报表范围所致。其中单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的应收账款占 0.87%，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款占 99.13%；从按账龄分析的应收账款来看，1 年以内占 87.19%，1~2 年占 6.74%，2~3 年占 2.02%，3 年以上的占 4.05%，公司应收账款账龄较短。截至 2016 年底，公司共计提坏账准备 2.08 亿元，计提比例为 6.80%，计提较为合理。截至 2016 年底，公司应收账款余额前五名应收账款合计 7.66 亿元，占应收账款年末余额的 25.03%，集中度较低。公司应收账款回收风险整体可控，但整体规模较大，对公司资金存在一定的占用。截至 2016 年底，公司因质押而受限的应收账款账面价值为 0.16 亿元，占应收账款 0.57%，受限规模较小。

表 13 截至 2016 年末公司应收账款前五大欠款方明细（单位：亿元，%）

客户名称	金额	占比
客户一	3.55	11.58
客户二	1.87	6.10
客户三	1.02	3.34
客户四	0.64	2.10
客户五	0.58	1.91
合计	7.66	25.03

资料来源：公司年报

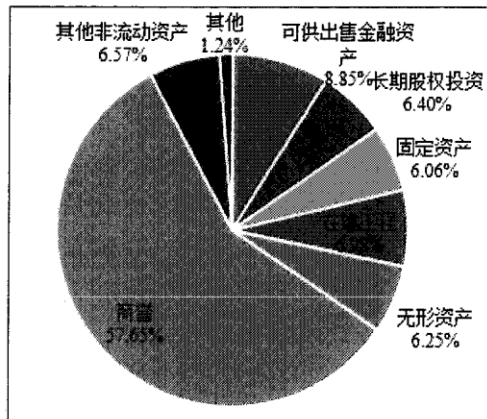
公司存货主要是在产品和库存商品。2014~2016 年，公司存货有所波动，分别为 4.49 亿元、3.64 亿元和 3.72 亿元，主要系库存商品受销售量影响有所波动所致；截至 2016 年底，公司存货 3.72 亿元，较年初小幅增长 2.06%，主要系库存商品小幅增加所致；截至 2016 年底，公司存货主要由原材料（占比 20.40%）、在产品（占比 28.15%）、库存商品（占比 44.65%）、自制半成品（占比 4.17%）等构成。公司对存货累计计提了跌价准备 0.15 亿元，主要为对库存商品的跌价准备。

2014~2016 年，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 87.61%；截至 2016 年底，公司其他应收款账面价值为 2.46 亿元，较年初增长 67.01%，主要系子公司利欧数字与漫酷广告支付的保证金共计增加约 0.59 亿元及公司增加对上海益家互动广告有限公司（以下简称“上海益家”）的投资意向金 0.20 亿元所致；其他应收款主要为押金保证金（占比 65.22%）、单位往来款（占比 11.05%）和应收暂付款（占比 10.68%）；共计提坏账准备 0.17 亿元，计提比例为 6.41%；从按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款来看，1 年以内占 79.65%，1~2 年占 14.17%，2~3 年占 3.45%，3 年以上的占 2.72%，公司其他应收款账龄较短。截至 2016 年底，公司其他应收款余额前五名应收款合计 1.19 亿元，占其他应收款年末余额的 45.16%，主要为应收保证金。公司其他应收款回收风险可控，整体规模不大，但增长速度较快。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 88.27%，主要系商誉的大幅增长所致；截至 2016 年底，公司非流动资产合计 66.62 亿元，较年初增长 36.94%；非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 8.85%）、长期股权投资（占比 6.40%）、固定资产（占比 6.06%）、在建工程（占比 6.98%）、无形资产（占比 6.25%）、商誉（占比 57.65%）和其他非流动资产（占比 6.57%）构成，如下图所示。

图 7 截至 2016 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司可供出售金融资产持续增长，年均复合增长 817.90%；截至 2016 年底，公司按成本计量的可供出售金融资产账面价值为 5.90 亿元，较年初增加 477.35%，主要系公司投资北京车和家信息技术有限责任公司（3.50 亿元）、天津世纪鲲鹏新媒体有限公司（0.84 亿元）、广州悦途网络科技有限公司（0.27 亿元）以及上海益家（0.20 亿元）等所致。2016 年公司可供出售金融资产未计提减值准备。

2014~2016 年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 109.99%；截至 2016 年底，公司长期股权投资账面价值 4.27 亿元，较年初增长 284.86%，主要系公司投资北京热源网络文化传媒有限公司（0.90 亿元）、北京盛夏星空影视传媒股份有限公司（1.54 亿元）、宁波梅山保税港区利欧联创股权投资基金合伙企业（有限合伙）（0.44 亿元）等。

2014~2016 年，公司固定资产逐年减少，年均复合减少 6.22%；截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 4.04 亿元，较年初减少 10.16%，主要系公司处置部分固定资产所致。截至 2016 年底，公司固定资产账面原值 8.70 亿元，主要由房屋及建筑物（占比 24.90%）、机器设备（占比 65.22%）、运输工具（占比 3.48%）等构成；截至 2016 年底，公司固定资产已累计计提折旧 4.62 亿元，固定资产成新率 46.40%，成新率较低。公司对暂时闲置的机器设备计提了减值准备，截至 2016 年底共计提减值准备 0.04 亿元。截至 2016 年末，公司为取得银行借款抵押的固定资产账面价值共 0.61 亿元，占比 15.03%，固定资产受限比率较低。

2014~2016 年，公司在建工程持续增长，年均复合增长 101.88%；截至 2016 年底，公司在建工程账面价值 4.65 亿元，较年初增长 77.73%，主要系公司东部产业聚集区项目建设投入增加所致。截至 2016 年底，公司在建工程项目主要包括东部产业聚集区基建项目（2.69 亿元）、年产 5 万台高压和超高压清洗机及 3,000 台高压管道清洗车技改项目（0.77 亿元）等。2016 年公司对在建工程未计提减值准备。

2014~2016 年，公司无形资产波动增加，年均复合增长 32.65%；截至 2015 年底，公司无形资产账面价值 4.55 亿元，较年初增长 92.28%，主要系万圣伟业、微创时代纳入公司合并报表范围，其软件著作权和域名组合转入所致；截至 2016 年底，公司无形资产账面价值 4.16 亿元，较年初减少 8.49%，主要系处置部分土地使用权所致。截至 2016 年底，无形资产账面原值 5.08 亿元，主要由土地使用权（占比 51.46%）、软件著作权和域名组合（占比 39.32%），累计摊销 0.92 亿元。截至 2016 年底，公司为取得银行借款抵押的无形资产账面价值 1.48 亿元，占比 35.66%，公司无形资产受限比率较高。

2014~2016 年，公司商誉逐年大幅增加，年均复合增长 124.49%；截至 2015 年底，公司商誉

账面价值 31.66 亿元，较年初大幅增长 315.45%，主要系新收购的万圣伟业和微创时代按收益法评估增值率较高，产生的商誉规模较大所致。截至 2016 年底，公司商誉账面价值 38.41 亿元，较年初增长 21.31%，主要系新收购上海智趣（商誉账面价值 6.89 亿元）所致。截至 2016 年底，公司商誉账面原值 38.79 亿元，主要由万圣伟业（17.24 亿元）、微创时代（6.83 亿元）、漫酷广告（3.25 亿元）、琥珀传播（1.72 亿元）、上海智趣（6.89 亿元）等 10 家子公司形成的商誉构成，公司对湖南泵业、大连利欧和无锡利欧计提减值准备共 0.38 亿元。公司上述互联网板块子公司目前经营状况较好，但未来若上述子公司经营环境及盈利情况发生变化，或工业泵板块子公司业绩持续下滑，可能对公司商誉带来减值风险。

2014~2016 年，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长 60.23%；截至 2016 年底，公司其他非流动资产 4.38 亿元，较年初增长 68.49%，主要系公司购置位于上海的办公用房屋，预付购房款幅增长所致。

总体看，公司资产规模逐年增长，其中非流动资产占比随着商誉的增长而逐年提升；流动资产中应收账款占比较大，对资金造成一定的占用；非流动资产中商誉占比较高，存在一定的商誉减值风险；公司整体受限资产规模不大；资产整体质量一般。

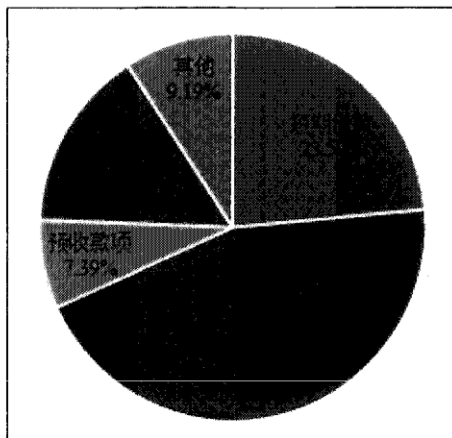
3. 负债及所有者权益

负债

2014~2016 年，公司负债规模持续增长，年均复合增长 34.41%；截至 2016 年底，公司负债合计 38.25 亿元，较年初增长 46.54%，主要系流动负债大幅增长所致；其中流动负债占比 86.81%，非流动负债占比 13.19%，公司负债以流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 35.25%；截至 2016 年底，公司流动负债合计 33.21 亿元，较年初增长 63.68%，主要系短期借款、应付账款和其他应付款增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占比 23.59%）、应付账款（占比 44.64%）、预收款项（占比 7.39%）、和其他应付款（占比 15.19%）构成，如下图所示。

图 8 截至 2016 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2014~2016年，公司短期借款波动增长，年均复合增长37.54%；截至2015年底，公司短期借款0.98亿元，较年初减少76.29%，主要系2015年公司非公开发行股份募集配套资金款项到账，归还部分短期银行借款所致；截至2016年底，公司短期借款7.83亿元，较年初增长697.70%，主要系伴随经营规模的扩大，公司短期银行借款增加所致。

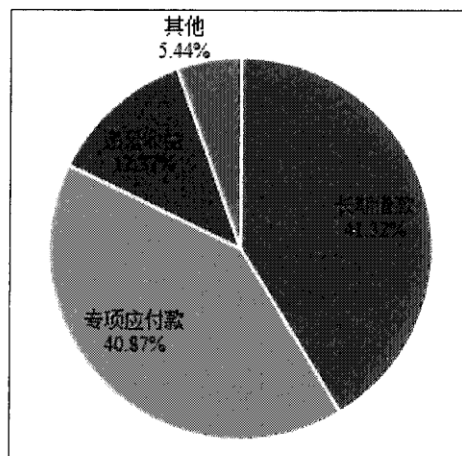
2014~2016年，公司应付账款逐年增加，年均复合增长33.75%；截至2016年底，公司应付账款14.82亿元，较年初增长30.10%，主要为尚未结算的货款和长期资产购置款²⁰。

2014~2016年，公司预收款项逐年增加，年均复合增长35.31%；截至2016年底，公司预收款项2.46亿元，较年初增长80.29%，主要系公司业务规模扩大，预收货款增加所致。

2014~2016年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长42.24%；截至2016年底，公司其他应付款5.04亿元，较年初增长69.82%，主要系新增未解锁限制性股票认购款²¹所致。截至2016年底，其他应付款主要由未解锁限制性股票认购款（占比50.38%）、股权购置款²²（占比14.91%）、押金保证金（占比14.64%）、应付暂收款（占比10.26%）构成。

2014~2016年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长29.28%。截至2016年底，公司非流动负债合计5.05亿元，较年初减少13.22%，主要系长期借款减少所致；主要由长期借款（占比41.32%）、长期应付职工薪酬（占比5.09%）、专项应付款（占比40.87%）、递延收益（占比12.37%）构成。

图9 截至2016年底公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司长期借款波动增长，年均复合增长33.21%；截至2015年底，公司长期借款2.90亿元，较年初增长146.81%，主要系公司新增1.90亿抵押借款所致；截至2016年底，公司长期借款2.09亿元，较年初减少28.10%，主要系公司归还部分长期借款所致。公司长期借款由质押借款（占比32.37%）和抵押借款（占比67.63%）构成。从期限分布来看，2018年到期的占83.93%、2019年到期的占16.07%，公司长期借款期限分布较为集中，但整体规模较小，集中偿付压力不大。

2014~2016年，公司专项应付款分别为1.38亿元、2.06亿元和2.06亿元，年均复合增长22.47%，全部为土地收储和搬迁事项相关的土地收购补偿款；截至2015年底，公司专项应付款2.06亿元，较年初增长50.00%，主要系公司在2015年收到土地收购补偿款0.88亿元所致；截至2016年底，公司专项应付款金额较年初未发生变化。

2014~2016年，公司递延收益逐年增长，年均复合增长18.72%，全部为政府补助；截至2016年底，公司递延收益0.62亿元，较年初增长8.21%，主要系新增政府补助款所致。

²⁰ 长期资产购置款主要是采购基建项目的设备款。

²¹ 2016年7月4日，公司第三次临时股东大会审议通过了《关于向激励对象授予第一期限制性股票的议案》。公司第一期限制性股票激励计划以2016年7月4日为授予日，有效期60个月，自限制性股票授予之日起计算，向137名激励对象授予了29,934,000股限制性股票。

²² 系应付漫酷广告股权购置款75,232,500.00元。

全部债务方面, 2014~2016年, 公司全部债务小幅波动增长, 年均复合增长 35.90%; 截至 2016 年底, 公司全部债务合计 11.08 亿元, 其中短期债务占比 81.18%、长期债务占比 18.82%, 短期债务占比较高, 公司债务结构有待改善。

债务比率方面, 近三年公司债务规模呈波动增长的趋势, 同时资产规模增长较快, 受以上因素影响, 公司全部债务资本化比率和资产负债率波动下降; 其中, 全部债务资本化比率分别为 22.35%、8.77%和 12.92%, 资产负债率分别为 50.40%、31.08%和 33.88%; 近三年公司长期债务资本化比率持续下降, 分别为 5.34%、4.77%和 2.72%。公司整体债务负担较轻。

总体看, 近三年公司负债增长较快, 以流动负债为主; 近三年债务规模呈波动趋势, 2016 年债务规模增长较快, 短期债务占比大幅提高, 债务结构有待改善; 但公司整体债务负担处于较低水平。

所有者权益

2014~2016 年, 公司所有者权益持续增长, 年均复合增长 89.27%, 主要系公司非公开发行股票以及盈利持续增长所致。截至 2016 年底, 公司所有者权益合计 74.66 亿元, 较年初增长 28.95%, 主要系公司发行股份并支付现金收购上海智趣所致; 其中, 归属于母公司所有者权益 73.79 亿元, 占比 98.84%。归属于母公司所有者权益中, 股本占比 21.77%、资本公积(除去库存股)占比 58.76%、其他综合收益占比-0.01%、专项储备占比 0.04%、盈余公积占比 1.56%、未分配利润占比 17.88%, 股本和资本公积占比较高, 公司所有者权益稳定性较好。

总体看, 伴随持续的发行股票进行收购, 公司所有者权益逐年增加, 其中股本和资本公积占比较高, 权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2014~2016 年, 公司营业收入呈逐年增长态势, 年均复合增长 59.96%, 2016 年, 公司实现营业收入 73.54 亿元, 较上年增长 67.44%, 主要系收购子公司所致。2014~2016 年, 公司营业利润、利润总额、净利润同样持续上升, 分别年均复合增长 86.63%、66.08%和 66.22%; 2016 年, 公司营业利润、利润总额和净利润分别为 6.62 亿元、6.96 亿元和 5.89 亿元, 分别较 2015 年增长 159.90%、142.32%和 145.39%。2016 年归属于母公司的净利润为 5.71 亿元。

投资收益方面, 2014~2016 年, 公司投资收益呈波动减少态势, 年均复合减少 41.78%; 2015 年, 公司实现投资收益 0.03 亿元, 较上年降低 97.05%, 主要系处置长期股权投资产生的投资收益下降所致; 2016 年, 公司实现投资收益 0.37 亿元, 较上年增长 1,048.43%, 主要系权益法核算的长期股权投资收益和处置长期股权投资产生的投资收益大幅增加所致。2014~2016 年, 投资收益占营业利润分别为 57.60%、1.27%和 5.61%, 对公司利润影响呈波动下降趋势。2014~2016 年, 公司营业外收入波动减少, 年均复合减少 21.23%, 以政府补助为主; 2016 年公司营业外收入为 0.42 亿元, 较上年增长 3.70%, 主要系政府补助款增加所致。2014~2016 年, 公司营业外收入占利润总额的比分别为 27.07%、14.23%和 6.09%, 公司营业外收入对公司利润总额影响逐年下降。

期间费用方面, 2014~2016 年, 公司期间费用逐年增加, 年均复合增长 27.64%, 2016 年公司期间费用合计 7.99 亿元, 较上年增长 19.23%, 主要系销售费用和管理费用增加所致。销售费用方面, 2014~2016 年公司销售费用逐年增加, 年均复合增长 28.72%, 2016 年公司销售费用 3.41 亿元, 较上年增长 14.38%, 主要系 2016 年因非同一控制下企业合并, 导致职工薪酬等大幅增加所致。管理费用方面, 2014~2016 年, 公司管理费用逐年递增, 年均复合增长 27.06%, 2016 年公司管理费用 4.33 亿元, 较上年增长 19.64%, 主要系研发费用增长所致。财务费用方面, 2014~2016

年，公司财务费用波动增长，年均复合增长 23.68%，2016 年公司财务费用 0.26 亿元，较上年增长 141.68%，主要系公司汇兑收益较上年同期减少所致。2014~2016 年，公司费用收入比分别为 17.07%、15.27%和 10.87%，呈逐年下降趋势，但仍处于较高水平，公司费用控制能力有待提升。

从盈利指标来看，2014~2016 年，公司主营业务毛利率分别为 22.98%、23.04%和 21.15%，营业利润率分别为 22.50%、22.21%和 20.73%，整体较为稳定；2014~2016 年，公司总资本收益率分别为 9.96%、6.05%和 8.30%，总资产报酬率分别为 7.94%、5.08%和 7.38%，净资产收益率分别为 11.71%、6.10%和 8.88%，2015 年，受所有者权益及资产增长较快影响，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均分别较上年有所减少；2016 年，公司收购上海智趣导致利润水平大幅提升，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均有所提升，分别增加 2.25 个百分点、2.29 个百分点和 2.79 个百分点。整体看，公司从 2014 年开始通过收购拓展互联网板块业务，盈利指标呈现波动上升态势，未来随着被收购企业业绩承诺的实现，公司盈利能力或将提升，整体盈利能力较好。

总体看，伴随持续收购子公司，公司收入及净利润规模逐年增长，但费用控制能力有待进一步提升。未来随着被收购企业业绩的体现，公司整体盈利能力有望进一步提升。

5. 现金流

从经营活动看，随着公司合并范围的扩大，经营活动现金流入流出均逐年增长；具体来看，2014~2016 年公司经营活动现金流入逐年均复合增长 52.53%，2016 年为 78.53 亿元，较上年增长 65.79%；2014~2016 年公司经营活动现金流出年均复合增长 49.38%，2016 年为 77.77 亿元，较上年增长 76.47%。2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额波动增长，分别为-1.10 亿元、3.30 亿元和 0.76 亿元，其中 2014 年经营性现金流表现为净流出，主要系支付漫酷广告原股东的暂借款及支付 MediaV(HK) Limited 和聚越信息技术（上海）有限公司的往来款等因素所致；2015 年随着公司业务结构的变化，经营性现金流转为净流入；2016 年由于公司为拓展业务，适当延长客户账期，导致应收账款增加，现金流入减少，导致经营活动现金净流入减少。从收入实现质量来看，近三年公司的现金收入比分别为 111.83%、90.17%和 93.90%，受业务结构发生变化，互联网业务回款相对较慢影响，公司收入实现质量有所下降。

从投资活动看，2014~2016 年公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 62.77%，2015 年公司投资活动现金流入 2.03 亿元，较上年减少 38.74%，主要系收回投资收到的现金减少所致；2016 年公司投资活动现金流入 8.79 亿元，较上年大幅增长 332.46%，主要系 7.21 亿元理财产品到期赎回本金及收益所致。2014~2016 年，受公司并购活动较多影响，公司投资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 108.38%，2016 年公司投资活动现金流出 25.77 亿元，较上年增长 62.78%，主要系收购上海智趣及购买理财所致。2014~2016 年，公司投资活动均为净流出状态，分别为-2.62 亿元、-13.80 亿元和-16.98 亿元。

从筹资活动看，近三年公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 35.62%，主要系公司非公开发行股票及借款逐年增多所致；2015 年公司筹资活动现金流入 30.45 亿元，较上年增长 139.21%，主要系公司收到非公开发行股票募集配套资金款项及借款金额大幅增长所致；2016 年公司筹资活动现金流入 23.41 亿元，较上年减少 23.11%，主要系非公开发行股票收到的现金减少所致。2014~2016 年，公司筹资活动现金流出波动减少，年均复合减少 19.46%，2015 年公司筹资活动现金流出 14.28 亿元，较上年增长 16.64%，主要系公司偿还债务及支付利息增加所致；2016 年公司筹资活动现金流出 7.94 亿元，较上年减少 44.39%，主要系为偿还债务支付的现金减少所致。

2014~2016 年公司筹资活动均呈净流入状态，分别为 0.48 亿元、16.16 亿元和 15.47 亿元。

总体看，近三年公司并购规模较大，投资活动均为净流出状态，公司经营活动现金流波动较大，收入实现质量有待提高，经营活动获取的现金难以满足投资需求，筹资活动现金流呈持续净流入状态，存在一定的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率和速动比率均波动增长，主要系近三年收购重要子公司所致，其中流动比率近三年分别为 1.28 倍、1.74 倍和 1.39 倍；速动比率近三年分别为 1.03 倍、1.56 倍和 1.28 倍。近三年，公司经营现金流动负债比率波动上升，三年分别为 -6.06%、16.24%和 2.28%，公司经营现金流对流动负债的覆盖能力呈现较大波动，主要系公司业务结构发生变化所致。近三年，公司现金短期债务比波动上升，分别为 0.47 倍、3.18 倍和 0.87 倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力呈现较大波动，整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，随着业务规模的扩大，公司 EBITDA 呈逐年上升态势，主要系利润总额增加所致；2016 年公司 EBITDA 为 8.35 亿元，其中，利润总额占比 83.33%、计入财务费用的利息支出占比 3.64%、折旧占比 8.71%，摊销占比 4.32%。2014~2016 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 13.24 倍、11.14 倍和 20.61 倍，波动增长，EBITDA 对利息的覆盖水平高；EBITDA 全部债务比分别为 0.61 倍、0.74 倍和 0.75 倍，逐年上升，主要受利润总额增长影响，EBITDA 对全部债务覆盖水平较高。整体看，公司长期偿债能力强。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（企业信用机构代码 G1033108100010070S），截至 2017 年 4 月 5 日，公司已结清信贷信息中有 1 笔 2004 年的关注类贷款²³，已正常偿付。公司未结清信贷信息中不存在关注类和不良类信息。

截至 2016 年底，公司无重大诉讼（仲裁）事项。

截至 2016 年底，公司无对外担保情况。

总体看，公司偿债能力指标较好，考虑到公司互联网板块业务发展较快，同时传统泵业发展较为稳定，技术实力较强，未来随着被收购企业业绩的显现，公司盈利能力有望提升，整体偿债能力将进一步增强。

八、本次可转换公司债券偿债能力分析

1. 本次可转换公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2016 年底，公司全部债务总额 110,768.78 万元。本次拟发行债券规模不超过 294,754.75 万元（含 294,754.75 万元），占公司 2016 年底全部债务总额的 266.10%，对公司现有债务负担影响大。

以 2016 年底的财务数据为基础，假设募集资金净额为 294,754.75 万元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率将分别变为 47.57%、35.20%和 29.71%，分别上升了 13.69 个百分点、22.28 个百分点和 27.00 个百分点，债务负担增加幅度较大，但整体仍属适中，同时有助于改善公司以短期债务为主的债务结构。

²³该笔关注类贷款借据金额 150 万元，根据公司提供的说明，目前该笔关注类贷款成因核实存在困难。

2. 本次可转换公司债券偿债能力分析

以 2016 年的财务数据为基础，公司 2016 年的 EBITDA 为 83,510.80 万元，为本次公司债券发行额度（294,754.75 万元）的 0.28 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。公司 2016 年的经营活动现金流入量为 785,284.86 万元，为本次公司债券发行额度（294,754.75 万元）的 2.66 倍，对本次债券的覆盖程度较高。

本次可转换公司债券募集资金拟用于投资数字营销云平台建设项目、大数据加工和应用中心建设项目、数字化广告交易平台建设项目等项目的建设和收购漫酷广告 15% 股权及支付前期尾款，以上项目有助于提高公司各业务板块的竞争力，并进一步整合数字业务板块，有力带动公司盈利规模继续保持较快增长，从而增强公司长期偿债能力。

从本次债券的发行条款看，公司作出了转股价格修正条款（在本次债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决）同时制定了有条件赎回条款（转股期内，如果公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或当可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券）。上述条款有利于鼓励投资者将持有的债券转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能，且募投项目的实施有助于进一步提高公司互联网和机械制造板块的竞争力，公司偿债的能力将进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司在研发能力、客户资源、媒体资源、行业地位等方面具有一定的竞争优势，且公司通过非公开发行股票及支付现金完成一系列收购，业务进一步多元化，资本实力进一步增强，未来伴随被收购企业业绩的显现，公司收入及利润有望提高。整体看，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、综合评价

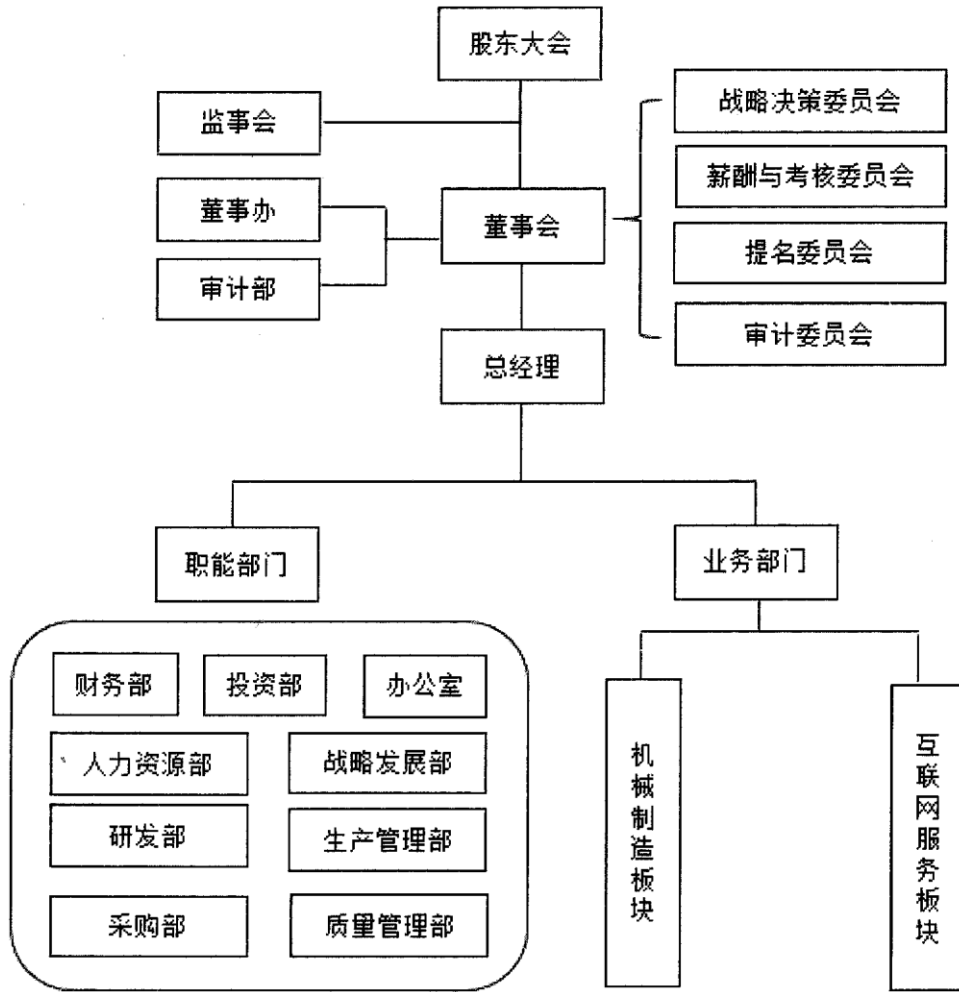
公司通过收购已形成了机械制造和互联网服务双主业，业务板块进一步多元化，产品系列进一步完善，并实现所有者权益和资产规模的大幅增长，资产负债率保持较低水平，收入和利润保持较快增长；公司传统泵业研发能力和核心部件自制能力强，生产装备水平领先，产品具备协同优势；数字营销领域子公司具备先发优势，积累了丰富优质的媒体和客户资源，综合服务能力行业领先。同时，联合评级也关注到泵行业和数字营销行业竞争压力较大、数字营销业务对主要媒体较为依赖、工业泵板块受宏观经济波动影响较大、公司应收账款规模较大、大规模收购对公司管理带来挑战等因素可能对公司信用状况造成的不利影响。

未来，公司在保持机械制造业稳步发展的基础上，将继续向互联网产业转型。随着公司新收购企业业绩的逐步显现，公司经营规模有望进一步扩大，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次可转换公司债券条款的设置有利于债券持有人转股，且本次可转换公司债券募投项目的实施有利于公司进一步整合互联网板块，提升互联网及机械制造业务竞争力。

基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 利欧集团股份有限公司组织结构图



附件 2 利欧集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	42.01	84.00	112.91
所有者权益 (亿元)	20.84	57.90	74.66
短期债务 (亿元)	4.82	2.66	8.99
长期债务 (亿元)	1.18	2.90	2.09
全部债务 (亿元)	6.00	5.56	11.08
营业收入 (亿元)	28.74	43.92	73.54
净利润 (亿元)	2.13	2.40	5.89
EBITDA (亿元)	3.64	4.12	8.35
经营性净现金流 (亿元)	-1.10	3.30	0.76
应收账款周转次数 (次)	2.54	2.39	2.85
存货周转次数 (次)	5.41	8.27	15.38
总资产周转次数 (次)	0.82	0.70	0.75
现金收入比率 (%)	111.83	90.17	93.90
总资本收益率 (%)	9.96	6.05	8.30
总资产报酬率 (%)	7.94	5.08	7.38
净资产收益率 (%)	11.71	6.10	8.88
主营业务毛利率 (%)	22.98	23.04	21.15
营业利润率 (%)	22.50	22.21	20.73
费用收入比 (%)	17.07	15.27	10.87
资产负债率 (%)	50.40	31.08	33.88
全部债务资本化比率 (%)	22.35	8.77	12.92
长期债务资本化比率 (%)	5.34	4.77	2.72
EBITDA 利息倍数 (倍)	13.24	11.14	20.61
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.61	0.74	0.75
流动比率 (倍)	1.28	1.74	1.39
速动比率 (倍)	1.03	1.56	1.28
现金短期债务比 (倍)	0.47	3.18	0.87
经营现金流动负债比率 (%)	-6.06	16.24	2.28
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.12	0.14	0.28

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3、近年来公司合并范围变动对主营业务产生一定影响，财务数据可比性偏弱。

附件3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) /主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) /营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA全部债务比	EBITDA /全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级(含)以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司

关于利欧集团股份有限公司

2017年公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

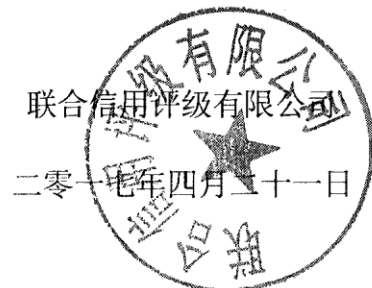
根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年利欧集团股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

利欧集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。利欧集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注利欧集团股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现利欧集团股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如利欧集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至利欧集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送利欧集团股份有限公司、监管部门等。



信用等级通知书

联合评字[2017]311号

利欧集团股份有限公司：

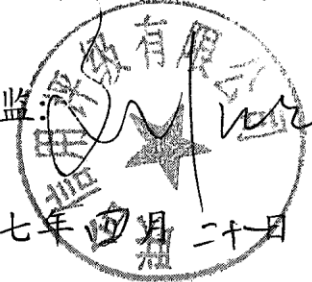
受贵公司委托，联合信用评级有限公司对贵公司及贵公司拟公开发行的 2017 年可转换公司债券的信用状况进行了综合分析和评估，经本公司信用评级委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；贵公司拟公开发行的 2017 年可转换公司债券信用等级为 AA。

特此通知

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一七年四月二十日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

信用等级公告

联合[2017]311号

利欧集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对利欧集团股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

利欧集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

利欧集团股份有限公司拟公开发行的 2017 年可转换公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年 月 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>



仅限评级业务使用
复印无效

营业执照

(副本)

统一社会信用代码 91120104738471845H

名称 联合信用评级有限公司

类型 有限责任公司(法人独资)

住所 天津市南开区水上公园北道38号爱俪园公寓508

法定代表人 吴金善

注册资本 叁仟万元人民币

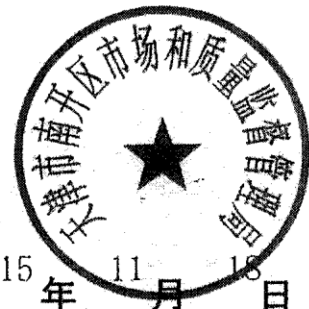
成立日期 二00二年五月十日

营业期限 2002年05月10日至 2032年05月09日

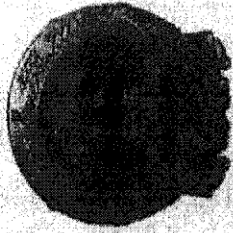
经营范围 从事企业资信评估及相关业务的人员培训、咨询服务(不含中介);从事证券市场资信评级业务。(国家有专项专营规定的按国家专项专营规定办理)



登记机关

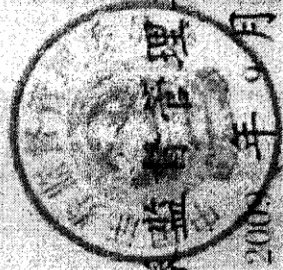


复 印 无 效
限 评 级 业 务 使 用



中华人民共和国 证券市场资信评级业务许可证

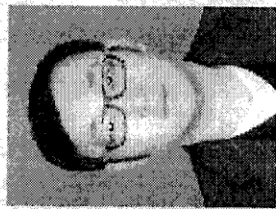
公司名称：联合信用评级有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：吴金
注册地址：天津城市道38号爱侬园公寓508
编号：ZPJ005



中国证券监督管理委员会(公章)

2008年9月3日

中国证券业执业证书



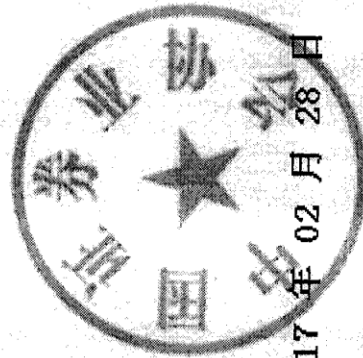
姓名：冯磊

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：联合信用评级有限公司

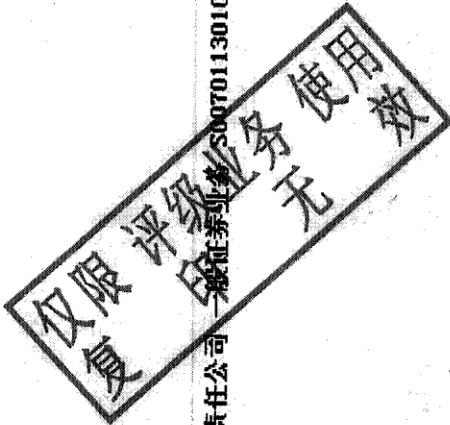
编号：R0040214100006



2017年02月28日

执业注册记录

2013-01-30 日信证券有限责任公司 一般证券业务 S0070113010015



证书取得日期 2014-10-04

证书有效截止日期 2017-12-31

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书



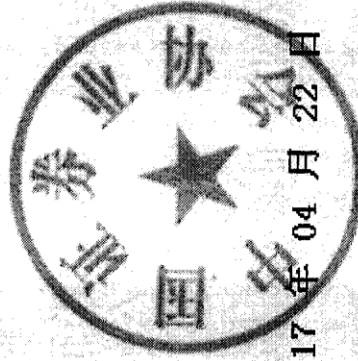
姓名：李聪

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：联合信用评级有限公司

编号：R0040216060001



2017年04月22日

执业注册记录

联合信用评级业务使用有效

证书取得日期 2016-06-10

证书有效截止日期 2018-12-31

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。