

川润股份 (002272.sz)

余热锅炉成为公司新的利润增长点

谢军 研究员
 电话: 020-87555888-663
 eMail: xj@gf.com.cn

刘洋 研究助理
 电话: 020-87555888-653
 eMail: ly35@gf.com.cn

产能扩张助力润滑液压设备业务更上一层楼

根据我们对相关下游行业投资的预测,未来下游行业对润滑设备的需求仍将保持旺盛,2012 年市场规模有望达到 98 亿元,行业发展前景依然良好。

公司订单继续保持快速增长,2009 年全年润滑液压业务新增订单达到 3.8 亿元,同比增长 25%左右;2008 年 IPO 募集项目“年产 5000 台润滑液压设备生产基地项目”已基本建成,使得目前润滑液压设备的总产能达到了 3000 台(套),我们预计 2010 年达产 80%,2011 年该项目完全达产,同时由于其产品周期较短(从订单确认到实现收入约三个月),因此润滑液压业务未来两年的业绩贡献将非常明确。

余热锅炉成为公司新的利润增长点

我们保守预计国内水泥行业 2015 年前对余热锅炉的总需求可达 1,091 台/套左右,按照均值重量 800 吨、单套价值 1,000 万元计算,其市场需求总量为 109.1 亿元,每年的市场需求量约为 21.82 亿元。

公司 2009 年该项业务的订单增长迅速,全年新增订单 2.4 亿元,其订单主要来自于四川、重庆和河南等中西部地区。目前余热锅炉一期工程 1.5 万吨产能已于 09 年中期建成,目前已投产使用,二期工程厂房已全面竣工,设备安装正在进行,预计将于 2010 年初试生产,未来几年余热锅炉项目将成为公司重要的利润增长点。

盈利预测与投资评级

根据我们的测算,公司 2009 年、2010 年、2011 年的 EPS 分别为 0.61 元、0.77 元和 1.00 元(全面摊薄后),对应的动态 PE 分别为 46 倍、36 倍和 28 倍,基于对公司产品结构和行业前景的长期看好以及公司盈利水平的高增长,应该享受更高的估值溢价,我们给予 10 年 35 倍的市盈率,对应的股价为 26.95 元,目前估值已经体现了对公司未来业绩高成长的预期,我们给予“持有”的投资评级。

风险提示

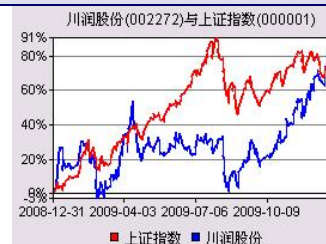
- 1、下游行业投资放缓
- 2、新竞争对手的大量进入可能导致公司盈利能力下降

公司评级

持有

当前价格(元)	27.08
目标价格(元)	26.95
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	14.75%	47.74%	76.26%
上证综指	.67%	25.78%	115.78%

股票数据

总股本(万股)	10,120.00
流通 A 股(万股)	2,643.85
主要股东:	
	罗丽华
主要股东持股比例	38.16%
流通 A 股比例	26.13%

财务比率

ROE	12.27%
ROA	7.97%
资产负债率	35.04%
每股净资产(元)	4.45

2008 年报数据。

公司介绍

公司主要从事润滑液压设备、大型电站锅炉部件、压力容器以及低温余热锅炉的研发、生产和销售，其产品广泛应用于建材水泥、冶金矿山、电力、石油化工、工程机械和轻工等多个行业。

图1: 公司收入占比

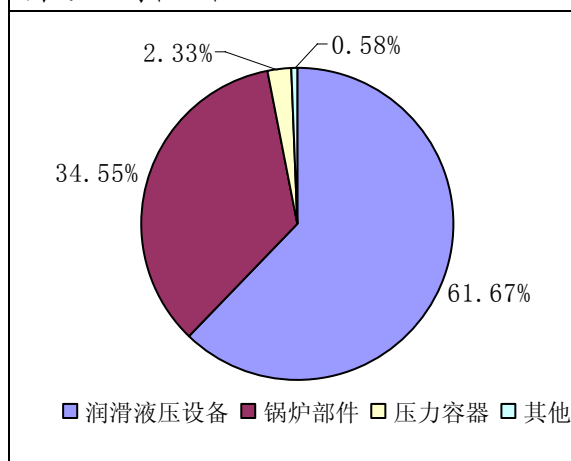
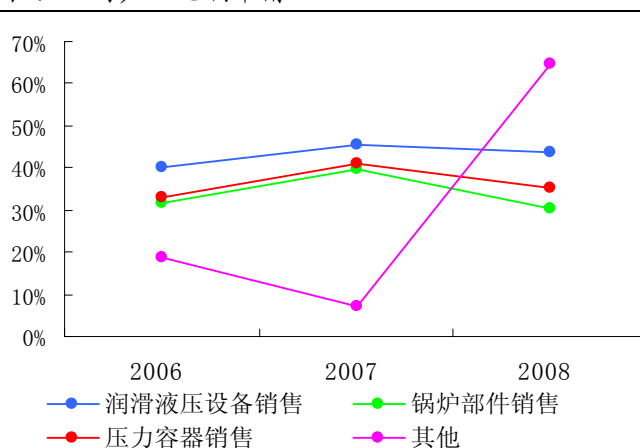


图2: 公司产品毛利率情况



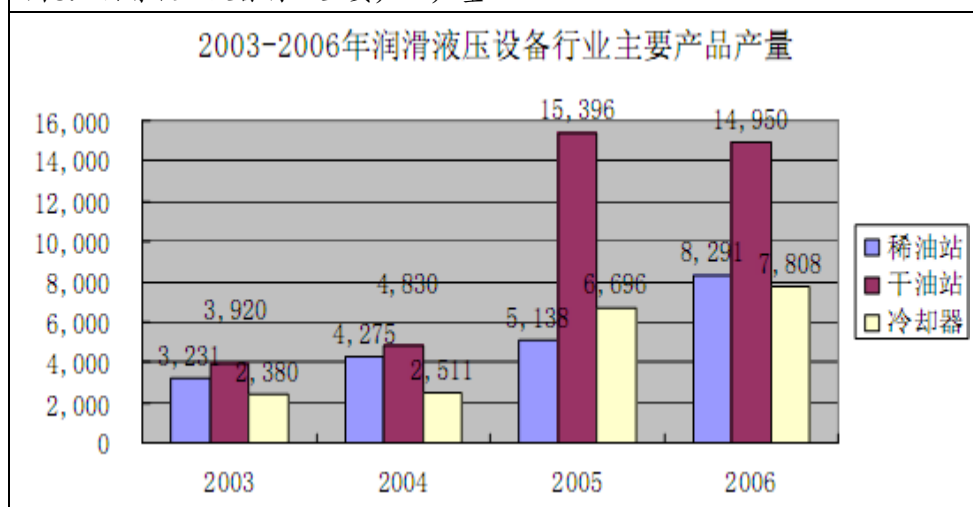
数据来源: 公司资料

产能扩张助力润滑液压设备业务更上一层楼

相关资料表明,全世界生产的能源约30%-50%是消耗在摩擦和磨损上的,我国每年摩擦损耗造成的损失在1000亿人民币以上。在机械领域,润滑是保证和改进机械设备安全、高效、正常、长期运转的基本手段,良好的润滑能够降低摩擦系数、减少摩擦、磨损和降低温度,使机械控制在所要求的温度范围内安全运转,因此良好的润滑技术能够明显减少能源消耗,提高资源利用率,在国家节能减排的进程中将发挥巨大的作用。

我国润滑液压设备行业在下游(建材水泥、冶金矿山、电力、石油化工、工程机械等)需求旺盛、高端产品技术不断取得突破和劳动力成本、市场配套成本低的背景下近些年来保持了高速发展的态势,稀油站由2003年的3,231台(套)增长到2006年的8,291台(套),年平均增长率为39.15%,干油站由2003年的3,920台(套)增长到2006年的14,950台(套),年平均增长率为70.34%。根据我们对相关下游行业投资的预测,未来下游行业对润滑设备的需求仍将保持旺盛,2012年市场规模有望达到98亿元,行业发展前景依然良好。

图3: 润滑液压设备行业主要产品产量



数据来源: 公司资料

表 1: 下游行业对润滑设备的需求预测 (单位: 亿元)

行业需求	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
建材水泥	1.21	1.56	2.03	2.64	3.43	3.77	3.40	3.74
冶金矿山	9.24	12.01	15.62	20.30	26.39	29.03	31.93	35.13
电力设备行业								
传统电力: 火电、水电等	3.62	4.71	6.12	7.95	10.33	10.85	11.93	13.12
新能源: 风电等行业			1.56	2.34	3.51	5.27	10.54	21.08
石化	1.21	1.57	2.04	2.66	3.46	4.49	5.39	6.47
其他	4.82	6.27	8.15	10.59	13.77	15.15	16.66	18.33
合计	20.12	26.16	35.56	46.54	60.97	79.87	79.85	97.86

数据来源: 招股说明书 广发证券发展研究中心

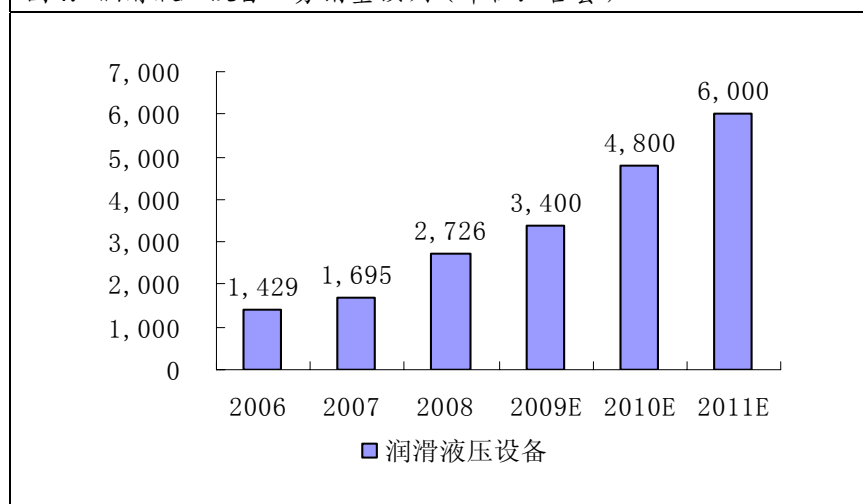
从行业竞争的角度讲,我国润滑液压设备行业生产企业以民营企业居多,主要分布在东部地区,多数生产规模不大,仅有几个品种。大多数厂商还集中在中低端产品的生产上,有实力从事中高端产品生产的厂商相对较少。公司主要竞争对手包括常州华立液压润滑设备有限公司、启东市南方润滑液压设备有限公司、南通市南方润滑液压设备有限公司、启东润滑设备有限公司等企业,以及部分外资企业如南京贝奇尔机械有限公司和外国优势企业在国内所设代理商。

根据中国重型机械工业协会提供的润滑液压设备行业主要生产企业的统计数据,公司润滑液压设备产品销售收入2006年、2007年在全国排名第二,销售收入、利润总额在中西部地区同行业企业中排名第一,为主机厂商配套出口位居同行业第一位,目前在水泥建材领域公司的市场占有率已上升至70%。尽管公司的润滑液压设备在水泥建材领域处于绝对垄断地位,但是由于在电力设备、冶金矿山、石化和其他行业公司市占率很低,导致公司2005年至2007年在整个润滑设备市场占有率仅为3.45%、3.38%、3.35%,因此向其他领域拓展已经成为公司目前重要的战略任务。

从我们调研的情况看,公司订单继续保持快速增长,2009年全年润滑液压业务新增订单达到3.8亿元,同比增长25%左右;2008年IPO募集项

目“年产5000台润滑液压设备生产基地项目”已基本建成，使得目前润滑液压设备的总产能达到了3000台（套），我们预计2010年达产80%，2011年该项目完全达产，同时由于其产品周期较短（从订单确认到实现收入约三个月），因此润滑液压业务未来两年的业绩贡献将非常明确。

图4：润滑液压设备业务销量预测（单位：台套）



数据来源：招股说明书 广发证券发展研究中心

需要说明的是，尽管公司在国内率先实现了850Kw, 1.5MW风力发电机润滑系统国产化，并且其产品已销往重庆海装、三一、南高齿等客户，订单也出现了较大的增长（2008年1千万，2009年2千万），但是由于风电润滑冷却系统在整机中占比较小（3%）、单价水平较低（4万元），因此整机厂商采用国内设备的积极性不大，未来风电润滑冷却系统对公司的业绩贡献需要依赖公司在技术和市场上的进一步提升和拓展。

余热锅炉成为公司新的利润增长点

近期，公司的非公开发行获得通过，其募集资金将主要投向余热发电锅炉的建设。余热发电是将工业生产中排出的大量废气通过余热回收装置——余热锅炉将废热进行热交换回收，产生过热蒸汽推动汽轮机实现热能向机械能的转换，从而带动发电机发电。在水泥熟料生产过程中，水泥窑的窑头和窑尾会产生大量废气（废热），我们可以在废气排出的地方安装余热锅炉，利用废气与水进行热交换，从而带动汽轮发电机组进行发电，因此水泥行业是余热发电重要的应用领域。

从经济效益上讲，余热发电的供电可满足水泥生产用电的 1/3 到 1/4，采用余热发电每吨水泥成本可降低 12-15 元，且投资回收期在 3-4 年之间，具有良好的经济效益；从环境保护的角度讲，水泥生产消耗大量的煤炭资源和电力，而采用余热发电可以满足生产线部分供电需求，相当于减少燃煤发电量，等于减少燃煤产生的SO₂、CO₂、NO_x等有害气体对大气的污染，在我国目前大力提倡节能减排和产业结构调整的背景下，水泥余热发电未来市场前景十分广阔。

表2: 非公开募集项目			
序号	项目名称	投资总额 (万元)	项目建设期
1	年产 1.5 万吨发电设备及压力容器生产线改扩建项目 (水泥余热锅炉制造基地一期工程)	14,988	22个月
2	年产 1.3 万吨余热发电设备生产线扩建项目 (水泥余热锅炉制造基地二期工程)	10,200	12个月
合计		25,188	

数据来源: 公司资料

截至 2008年底, 我国已投产的新型干法水泥生产线为 931 条, 其中尚未利用余热发电的新型干法水泥生产线有 665 条, 考虑到 2009 年有不少于165条新型干法水泥生产线投产, 同时考虑到国家严格控制水泥新增产能带来的影响以及新增产能替换落后产能的需求, 我们保守预计国内水泥行业 2015 年前对余热锅炉的总需求可达 1,091 台/套左右, 按照均值重量 800 吨、单套价值 1,000 万元计算, 其市场需求总量为109.1 亿元, 每年的市场需求量约为21.82亿元。

表 3: 新增干法生产线数量测算						
	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
需淘汰的落后产能 (万吨)	8,333	8,333	8,333	8,333	8,333	8,333
替代落后产能所需新增的产能 (万吨)	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
替代落后产能所需新增干法生产线数量 (条)	25	25	25	25	25	25
水泥总产量预测 (万吨)	168,250	171,663	175,246	179,008	182,958	187,106
所需新增水泥产量 (万吨)	3,250	3,413	3,583	3,762	3,950	4,148
所需新增干法生产线数量 (条)	16	17	18	19	20	21
合计需要新增干法生产线数量 (条)	41	42	43	44	45	46

数据来源: 广发证券发展研究中心

在余热锅炉领域, 公司的其主要竞争对手为杭锅和南通万达, 上述两家企业基本垄断市场90%左右的份额。作为余热锅炉领域的新进入者, 我们看好公司在该领域的发展, 其原因在于: 1、公司通过自主研发的低温双压窑头 AQC 锅炉、过热器、窑尾 SP 锅炉产品作为水泥窑余热发电站的关键设备, 能够完全满足国内目前推广的第二代水泥窑纯低温余热发电技术的设计要求, 其换热性能和发电能力已经超越国内同行, 在峨胜等水泥企业中取得了良好的运行业绩; 2、公司的竞争对手主要分布在华东和华南, 而上述地区未来水泥的投产增长较为缓慢, 大量的水泥需求和新建产能将集中在中西部地区, 公司贴近用户的区位优势和良好的客户资源优势将进一步显现。

从我们调研的情况来看, 公司2009年该项业务的订单增长迅速, 全年新增订单2.4亿元, 其订单主要来自于四川、重庆和河南等中西部地区。目前余热锅炉一期工程1.5万吨产能已于09年中期建成, 目前已投产使用, 二期工程厂房已全面竣工, 设备安装正在进行, 预计将于2010年初试生

产，未来几年余热锅炉项目将成为公司重要的利润增长点。

盈利预测与投资评级

盈利预测假设

1. 公司 IPO 募集项目“5000 台套润滑液压设备生产基地”已基本建成并投入生产，目前润滑液压设备合并的总产能达到了 3000 台（套），整个润滑液压设备产能瓶颈已经解除，预计 2009 年、2010 年和 2011 年的销量分别为 3400 台、4500 台和 6000 台；

2. 余热锅炉项目一期工程已投产使用，二期工程厂房已全面竣工，设备安装正在进行中，预计 2009 年、2010 年和 2011 年的销量分别为 1.2 万吨、2.5 万吨和 3.6 万吨；

3. 假定风电润滑设备 2009 年、2010 年和 2011 年的销售收入为 1200 万元、2000 万元和 2800 万元；

4. 预计公司 2010 年初完成非公开发行，假定其增发 1259 万股，增发价为 20 元，募集资金为 2.52 亿元；

5. 公司及子公司所得税税率为 15%

根据我们的测算，公司 2009 年、2010 年、2011 年的 EPS 分别为 0.61 元、0.77 元和 1.00 元（全面摊薄后），对应的动态 PE 分别为 46 倍、36 倍和 28 倍，基于对公司产品结构和行业前景的长期看好以及公司盈利水平的高增长，同时参照可比公司的估值情况，我们给予 10 年 35 倍的市盈率，对应的股价为 26.95 元，目前估值已经体现了对公司未来业绩高成长的预期，我们给予“持有”的投资评级。

表 4：可比公司估值情况								
证券简称	收盘价	每股收益			市盈率			PB
		09E	10E	11E	09E	10E	11E	
海陆重工	52.92	0.89	1.18	1.49	59.72	44.67	35.41	6.71
天马股份	30.29	1.04	1.30	1.55	29.14	23.21	19.57	4.98
华光股份	19.07	0.57	0.80	1.09	33.68	23.74	17.57	4.96
科达机电	23.25	0.35	0.56	0.85	66.37	41.78	27.28	9.44
均值					47.23	33.35	24.96	

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

1、下游行业投资放缓

公司的下游行业为建材水泥、冶金矿山、电力、石油化工、工程机械和轻工等多个行业，其产品主要针对水泥行业，目前国家已经开始严格控制水泥的投资规模和产能释放，因此公司的业绩可能会受到水泥行业投资

放缓的影响。

2、新竞争对手的大量进入可能导致公司盈利能力下降

公司目前各项业务毛利水平较高，主要依赖于公司良好的产品运行业绩和深厚的客户关系，如果大量竞争对手涌入公司涉足的细分领域，则可能导致公司盈利能力下降。

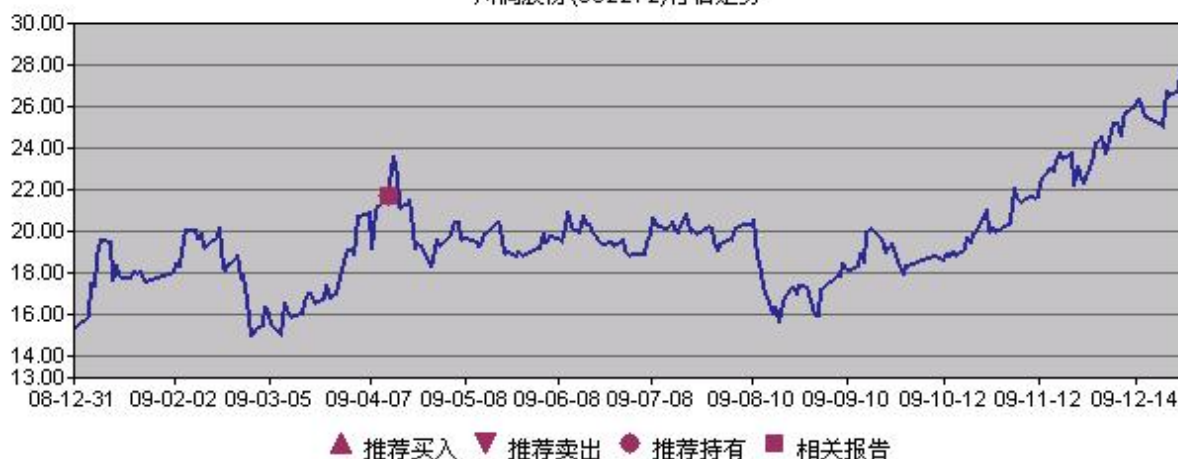
资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	434	527	923	1362	营业收入	321	400	623	862
货币资金	150	153	320	515	营业成本	196	249	411	582
应收账款	72	100	156	216	营业税金及附加	2	2	4	5
其他应收款	10	10	16	22	营业费用	24	29	45	62
预付账款	57	75	123	174	管理费用	37	36	56	78
存货	130	150	247	349	财务费用	8	5	6	4
其他流动资产	16	40	62	86	资产减值损失	1	2	3	3
非流动资产	196	354	431	415	公允价值变动收				
长期投资	11	11	11	11	益	0	0	0	0
固定资产	61	213	304	314	投资净收益	0	0	0	0
无形资产	51	51	51	51	营业利润	53	77	99	129
其他非流动资产	73	79	65	40	营业外收入	8	4	4	4
资产总计	631	881	1354	1778	营业外支出	1	0	0	0
流动负债	186	320	465	695	利润总额	60	81	103	133
短期借款	57	80	80	80	所得税	9	12	16	20
应付账款	68	75	123	174	净利润	50	69	88	113
其他流动负债	61	165	262	441	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	35	115	115	195	归属母公司净利润	50	69	88	113
长期借款	35	115	115	195	EBITDA	70	89	119	150
其他非流动负债	0	0	0	0	EPS (元)	0.55	0.68	0.77	1.00
负债合计	221	435	580	890	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	92	101	114	114	成长能力				
资本公积	235	225	452	452	营业收入	22.8%	24.6%	55.6%	38.5%
未分配利润	83	120	208	321	营业利润	13.6%	45.3%	28.6%	30.0%
归属母公司股东权益	410	447	774	887	归属于母公司净利润	15.2%	37.5%	27.2%	28.8%
负债和股东权益	631	881	1354	1778	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	39.0%	37.7%	34.0%	32.5%
单位: 百万元					净利率(%)	15.7%	17.3%	14.1%	13.1%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE(%)	12.3%	15.5%	11.4%	12.8%
经营活动现金流	-12	87	33	120	ROIC(%)	15.3%	15.1%	14.2%	18.1%
净利润	50	69	88	113	偿债能力				
折旧摊销	8	7	14	17	资产负债率(%)	35.0%	49.3%	42.8%	50.1%
财务费用	8	5	6	4	净负债比率(%)	41.62%	44.87%	33.63%	30.88%
投资损失	-0	-0	-0	-0	流动比率	2.33	1.65	1.99	1.96
营运资金变动	-81	27	-84	-13	速动比率	1.63	1.18	1.45	1.46
其他经营现金流	2	-21	10	-2	营运能力				
投资活动现金流	-115	-150	-100	0	总资产周转率	0.66	0.53	0.56	0.55
资本支出	115	150	100	0	应收账款周转率	5	4	5	5
长期投资	0	-0	0	0	应付账款周转率	3.81	3.50	4.15	3.91

其他投资现金流	0	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	188	66	233	76	每股收益(最新摊薄)	0.50	0.61	0.77	1.00
					每股经营现金流(最新摊薄)				
短期借款	-52	23	0	0		-0.12	0.86	0.33	1.19
长期借款	27	80	0	80	每股净资产(最新摊薄)	4.05	4.41	7.65	8.77
普通股增加	23	9	13	0	估值比率				
资本公积增加	199	-9	227	0	P/E	40.66	29.57	23.25	18.05
其他筹资现金流	-9	-37	-6	-4	P/B	4.99	4.58	2.64	2.30
现金净增加额	61	3	167	196	EV/EBITDA	26	20	15	12
货币资金期初余额		150	153	320					
货币资金期末余额		153	320	515					

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

川润股份(002272)行情走势



相关研究报告

川润股份调研简报

刘智

2009-04-13

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。