

分析师：	刘元瑞	(8621) 68751765	liujun12@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490510120022
联系人：	刘 军	(8621) 68751765	liujun12@cjsc.com.cn		
	章 诚	(8621) 68751829	zhangcheng1@cjsc.com.cn		

募投项目开始发力，但净利润低于预期

事件描述

川润股份今日发布 2011 年中报，主要经营业绩如下：2011 年上半年公司实现营业收入 3.15 亿元，同比增长 37.9%；实现归属于母公司净利润 0.21 亿元，同比增长 24.5%，稀释后每股收益为 0.12 元。

主要观点如下：

1. 上半年营收快速增长，但净利润逊于预期；
2. 因低毛利产品收入占比上升，上半年公司毛利率下滑 4.7 个百分点；
3. 销售费用大幅下降，但净利润率下滑 0.7 个百分点；
4. 预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 7.68 亿、9.21 亿，每股收益分别为 0.35 元、0.43 元，对应 7 月 22 日收盘价的 PE 分别为 39、31 倍，给予“谨慎推荐”评级。

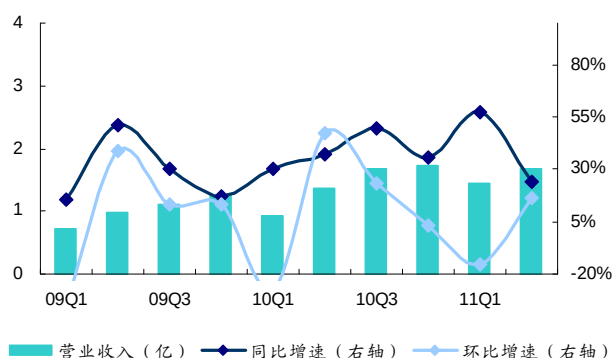
事件评论

第一、上半年营收快速增长，但净利润逊于预期

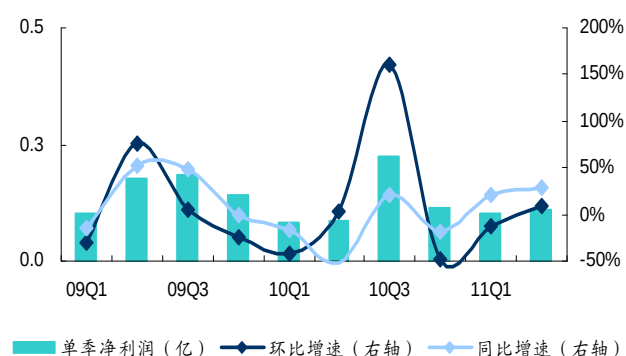
2011 年上半年公司实现营业收入 3.15 亿元，同比增长达 37.9%，实现净利润 0.21 亿元，同比增长 24.5%，稀释后每股收益为 0.12 元，净利润低于市场预期。

营业收入增长的主要原因是：

- （1）募投项目基本建成，产能稳步提高。公司两大募投基地已基本建成，其中，“年产 5,000 台（套）润滑液压设备生产基地项目”和“年产 1.3 万吨余热发电设备生产线改扩建项目”（二期）已顺利达产，年产 1.5 万吨发电设备及压力容器生产线改扩建项目”（一期）实现约 1 万吨/年的产能；
- （2）受益于风电液压润滑产品收入的增长，液压润滑产品实现收入 1.5 亿元，同比增长 7.53%；
- （3）锅炉容器业务增长较快。11 年上半年锅炉及配件产品实现收入 1.4 亿元，同比增长 77.54%。

图 1：2009Q1-2011Q2 单季度收入及同比增速


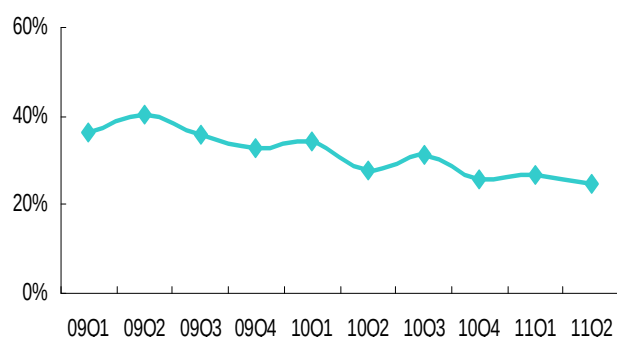
资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 2：2009Q1-2011Q2 单季度净利润同比增速


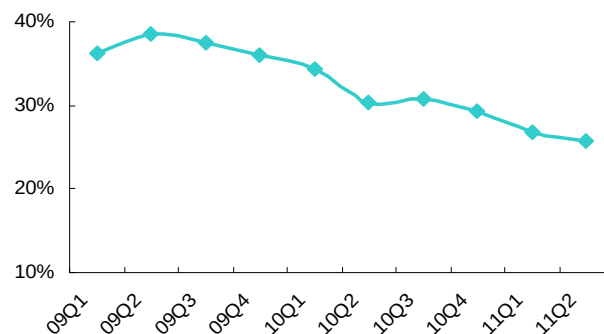
资料来源：公司报告，长江证券研究部

第二、因低毛利产品收入占比上升，上半年公司毛利率下滑 4.6 个百分点

2011 年上半年公司综合毛利率为 25.7%，同比下降 4.6 个百分点。毛利率下降的主要原因是低毛利的锅炉产品销售占比大幅增加、钢材成本上升，11 年上半年锅炉毛利率为 16.63%，同比和环比分别下降 8.3 个、2.4 个百分点。

图 3：2009Q1-2011Q2 公司单季度毛利率


资料来源：公司报告，长江证券研究部

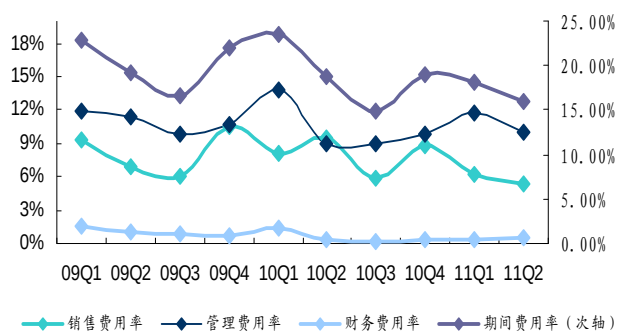
图 4：2009Q1-2011Q2 公司累计毛利率


资料来源：公司报告，长江证券研究部

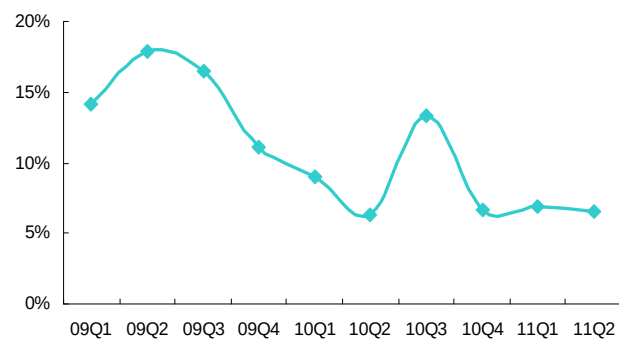
第三、销售费用大幅下降，但净利润率下滑 0.7 个百分点

上半年公司期间费用率较去年同期下降 3.8 个百分点，主要原因是销售费用率同比下降 3.1 个百分点。但上半年公司的毛利率同比下降 4.7 百分点，导致净利率水平同比下滑 0.7 个百分点。我们认为，公司目前正加强管理，未来期间费用率存在一定压缩空间。

图 3：2009Q1-2011Q2 公司单季度期间费用率
图 4：2009Q1-2011Q2 公司单季度净利率



资料来源：公司报告，长江证券研究部



资料来源：公司报告，长江证券研究部

第四、给予“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 7.68 亿、9.21 亿，每股收益分别为 0.35 元、0.43 元，对应 7 月 22 日收盘价的 PE 分别为 39、31 倍，给予“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	569	768	921	1106	货币资金	133	168	279	370
营业成本	403	564	675	809	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	166	203	246	296	应收账款	168	168	198	235
% 营业收入	29.2%	26.5%	26.7%	26.8%	存货	233	212	254	305
营业税金及附加	2	3	3	4	预付账款	40	58	7	8
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	46	48	57	69	流动资产合计	640	615	748	929
% 营业收入	8.0%	6.2%	6.2%	6.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	57	75	90	108	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.0%	9.8%	9.8%	9.8%	长期股权投资	11	11	11	11
财务费用	3	1	-1	-1	投资性房地产	2	2	2	2
% 营业收入	0.5%	0.1%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	287	378	386	377
资产减值损失	6	7	8	8	无形资产	49	47	44	42
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	3	1	1	1
营业利润	53	70	88	109	其他非流动资产	99	99	99	99
% 营业收入	9.3%	9.2%	9.6%	9.8%	资产总计	1091	1153	1292	1461
营业外收支	7	0	0	0	短期贷款	58	0	0	0
利润总额	60	70	88	109	应付款项	147	206	247	296
% 营业收入	10.6%	9.2%	9.6%	9.8%	预收账款	131	177	212	254
所得税费用	9	11	14	17	应付职工薪酬	1	2	2	3
净利润	51	59	74	91	应交税费	12	0	0	0
归属于母公司所有者					其他流动负债	21	0	0	0
的净利润	50.7	59.2	74.0	91.4	流动负债合计	370	385	461	553
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	-3	-3	-3
EPS (元/股)	0.30	0.35	0.43	0.54	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	8	8	8	8
经营活动现金流净额	11	220	163	129	负债合计	379	390	467	558
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	712	762	825	903
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	712	762	825	903
固定资产投资	-62	-114	-41	-25	负债及股东权益	1091	1153	1292	1461
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-62	-114	-41	-25		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.297	0.347	0.434	0.536
股权融资	255	0	0	0	BVPS	6.26	6.70	4.84	5.29
银行贷款增加 (减少)	-123	-61	0	0	PE	45.51	39.01	31.17	25.24
筹资成本	33	-10	-10	-12	PEG	2.10	1.80	1.44	1.16
其他	-68	0	0	0	PB	2.16	2.02	2.80	2.56
筹资活动现金流净额	97	-71	-10	-12	EV/EBITDA	28.93	22.05	16.52	13.36
现金净流量	46	35	111	91	ROE	7.1%	7.8%	9.0%	10.1%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。