

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

2 季度依赖内生增长环比基本持平

事件描述

江苏通润（002150）今日公布了 2011 年中期业绩快报，预计 2011 年上半年实现主营业务收入 4.24 亿元，同比增长 26.62%；实现营业利润 3200 万元，同比下降 11.64%，归属于母公司所有者净利润 2438 万元，同比下降 10.12%；预计上半年共实现基本每股收益为 0.10 元。

事件评论

第一，钣金制品和高低压开关柜终放量支撑收入稳步增长

公司预计 2011 年上半年营业收入可以达到 4.24 亿元，同比增长 26.62%，增长主要来自钣金制品和高低压开关柜产品销售的增加。和以往不同的是，公司本期的增长不在局限于海外订单的贡献，特别是人民币持续升值的背景下，公司能够努力依靠内生性业务支撑收入增长令人欣慰，同时也符合我们的预期。

我们曾在之前的调研报告中提出公司三项主要业务在整体架构中的角色定位相对明确：金属工具箱柜支柱依旧但因受宏观局势的影响而导致波动较大，高低压开关柜则因其特殊的收付方式逐步转变为公司业绩的缓冲器，因此精密钣金制品和电子元器件因其在公司政策的扶持下前景较为看好而成为公司在 2011 年的潜在超预期因素。

从我们所了解的情况看，公司预计今年投入 4000 万元用于生产准备车间的改造和钣金制品新厂区的建设（粗略计算将会有 3200 万到 3500 万元直接用于升级钣金制品业务）。鉴于公司在 2009 年钣金制品的收入约为 6000 万元，因此该项目达产之后将会极大提升钣金制品的产能。

上半年人民币的持续升值应该在一定程度上影响了正常情况下收入占比 6 成的金属工具箱柜的出口，不过从历史数据上看一般 3 季度才是海外订单集中释放的窗口。而高低压开关柜业务的增长一方面来自自然订货，另一方面则可能是由于该业务特殊的收入确认制度造成（低压开关柜产品特点主要是应用于工程项目建设，从订单签定、生产制造、发货、调试验收周期一般均在半年以上，因此每年均有部分订单结转至以后年度执行）。而这同样符合我们关于高低压开关柜因其特殊的收付方式能够为公司在汇率波动较大情况下缓冲业绩的判断。

表 1：按照公司业绩快报所估算出的 2 季度主要财务指标

江苏通润	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2E
营业收入	0.75	0.95	2.35	1.41	1.46	1.90	2.03	1.99	1.95	2.29
营业利润	0.07	0.10	0.17	0.22	0.15	0.21	0.18	0.19	0.17	0.15
利润总额	0.07	0.10	0.17	0.22	0.15	0.22	0.18	0.19	0.17	0.15
归属于母公司净利润	0.05	0.09	0.13	0.15	0.11	0.16	0.14	0.13	0.12	0.12

每股收益

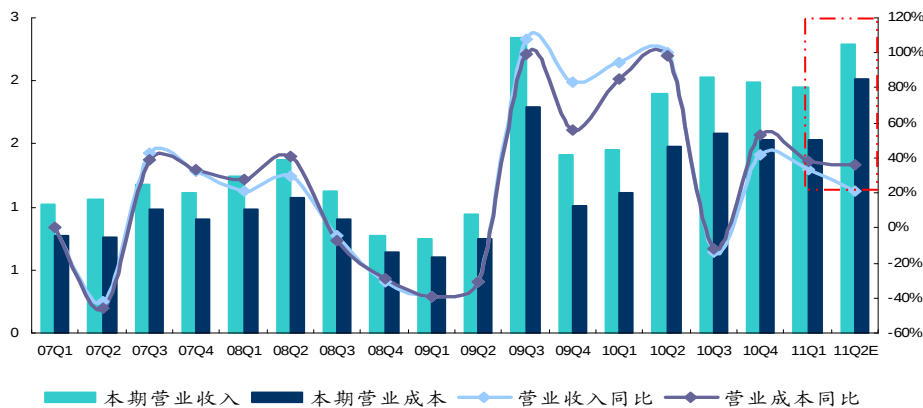
0.02 0.04 0.05 0.06 0.04 0.06 0.06 0.05 0.05 0.05

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，钣金制品和高压开关柜终放量支撑收入稳步增长

由于公司采用成本加成的定价模式，因此毛利率能够较长时间内保持稳定。然而从业绩快报披露的情况来看，原辅材料价格、内陆运费普遍上涨，用工成本走高，人民币持续升值等诸多因素导致营业总成本增加，由于产品销售提价无法完全消化不利因素导致公司毛利率出现下滑。我们由此模拟出 2 季度的收入和成本运行情况。

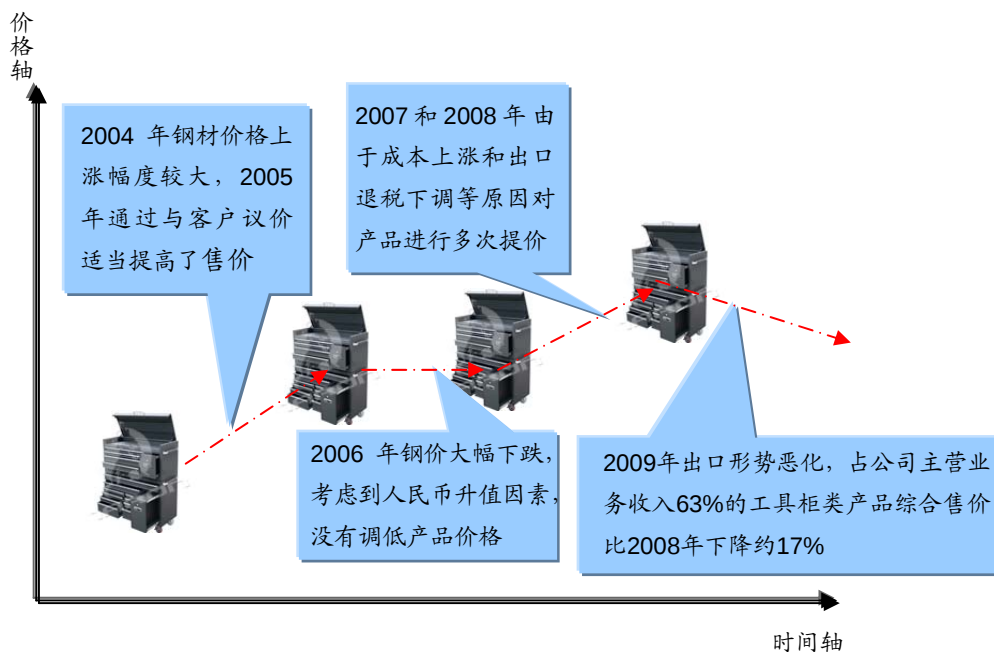
图 1：模拟的公司在 4 季度的收入和成本运行情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

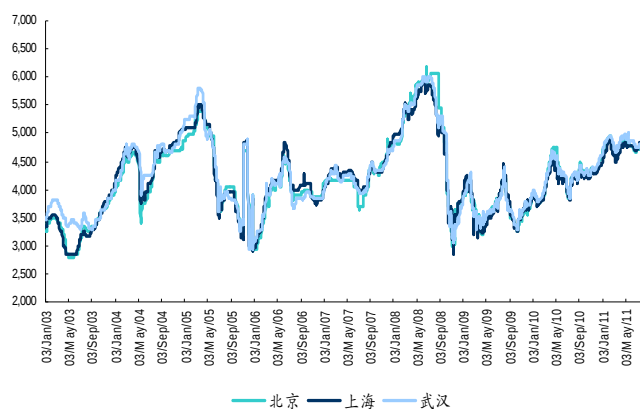
我们曾将公司高压开关柜业务的增长动因归纳为：劳动力成本+出口退税+（国内外钢材差价-海运费）+产品设计及工艺品质，因此原材料和人工成本以及汇率波动对其盈利能力的影响的确较大，不过我们一直看好公司能够利用自身业内领先的产品设计能力及工艺品质等级结合其在国内的规模优势在与下游客户的交易过程中保持一定的议价能力，因此预计下半年毛利应该有所恢复。

图 2：工具箱柜价格弹性较大，公司具备较强的议价能力



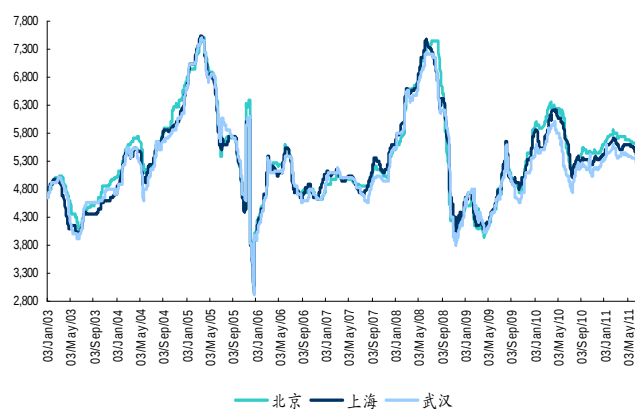
资料来源：公司招股意向书，长江证券研究部

图 3：今年年初以来热轧价格不断上涨



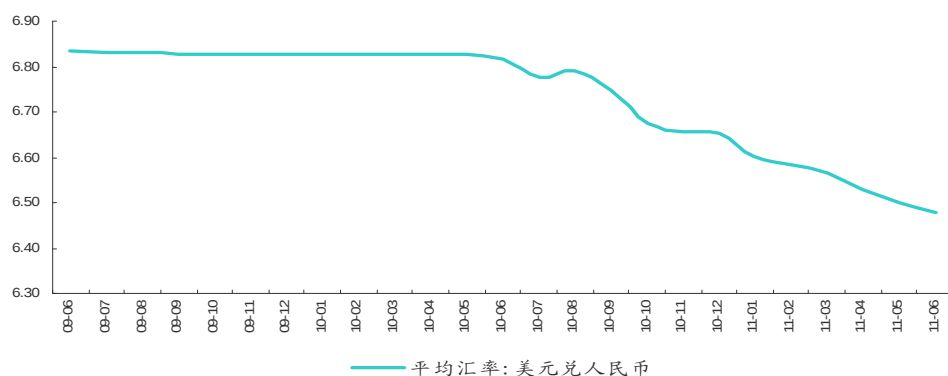
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 4：今年年初以来冷轧价格也呈现出上涨趋势



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 5：2011 年中期人民币汇率较上年同期上涨 4.75%



资料来源：长江证券研究部

第三，签订合作协议为后期公司转型铺下了伏笔与技术支持

公司近日与教育部光伏系统工程研究中心签订了全面合作协议，联合共建科研基地和成果转化中试基地，在新型节能技术、高压电气技术、光伏发电技术等新能源和节能领域开展紧密型的长期产学研合作，为公司提供可持续发展的技术支持。

该技术合作期现暂定为 3 年，自 2011 年 7 月 1 日至 2014 年 6 月 30 日，公司每年提供 50 万元用于科研活动的正常运行。合作协议的签订，利于合作双方发挥各自的优势，并有可能推动公司在新能源与节能领域的技术研发能力，以及光伏系统产业化发展，丰富公司产品系列，提升公司研发水平和创新能力，对公司转型升级产生积极影响，符合公司的战略规划。

第四，维持“推荐”评级

维持前期盈利预测，考虑最新股本，预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.22 元和 0.24 元，维持“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	738	766	843	1001	货币资金	138	77	84	100
营业成本	570	593	641	747	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	167	173	201	254	应收账款	142	147	161	191
% 营业收入	22.7%	22.6%	23.9%	25.4%	存货	107	112	121	141
营业税金及附加	1	1	1	1	预付账款	36	38	41	48
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	37	39	43	51	流动资产合计	457	409	447	527
% 营业收入	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	50	51	56	67	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	5	8	22	34	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.7%	1.1%	2.6%	3.4%	固定资产合计	229	608	966	1203
资产减值损失	2	0	0	0	无形资产	51	49	46	44
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	5	0	0	0
营业利润	73	73	79	101	其他非流动资产	2	2	2	2
% 营业收入	9.9%	9.6%	9.4%	10.1%	资产总计	744	1067	1461	1776
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	61	329	655	867
利润总额	73	73	79	101	应付款项	121	126	136	158
% 营业收入	9.9%	9.6%	9.4%	10.1%	预收账款	28	29	32	38
所得税费用	19	18	20	25	应付职工薪酬	10	11	12	13
净利润	54	55	60	76	应交税费	3	3	3	4
归属于母公司所有者					其他流动负债	37	38	41	48
的净利润	53.7	54.4	58.9	74.9	流动负债合计	259	536	879	1130
少数股东损益	1	1	1	1	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.21	0.22	0.24	0.30	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	0	0	0	0
经营活动现金流净额	30	95	121	158	负债合计	259	536	879	1130
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	479	526	576	639
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	5	6	6	7
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	485	531	582	647
固定资产投资	-32	-408	-408	-310	负债及股东权益	744	1067	1461	1776
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-32	-408	-408	-310		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.215	0.218	0.236	0.299
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.07	3.36	3.68	4.09
银行贷款增加 (减少)	28	268	326	212	PE	47.04	46.44	42.88	33.72
筹资成本	18	-17	-31	-45	PEG	4.01	3.96	3.65	2.87
其他	-36	0	0	0	PB	3.29	3.00	2.74	2.47
筹资活动现金流净额	10	252	295	167	EV/EBITDA	24.79	24.49	20.11	15.69
现金净流量	8	-61	8	16	ROE	11.2%	10.4%	10.2%	11.7%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

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

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。