

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751829 zhangcheng1@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022

联系人： 章 诚 (8621) 68751829 zhangcheng1@cjsc.com.cn

电梯导轨收入大增，净利润增幅符合预期——长江润发中报点评

事件描述

长江润发今日发布 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 5.14 亿元，同比增长 37.54%；实现归属于母公司净利润 0.22 亿元，同比增长 25.01%，摊薄后每股收益为 0.17 元。

主要观点如下：

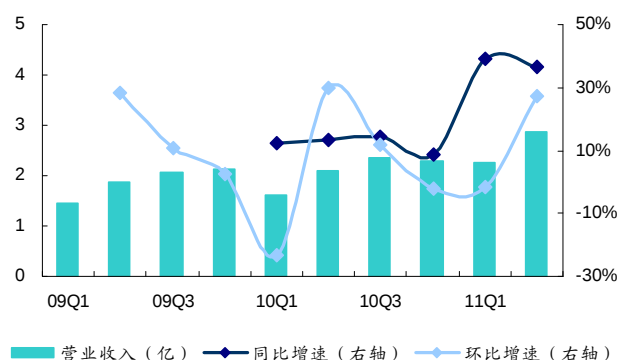
1. 上半年营业收入增加，盈收符合预期；
2. 原材料和人工成本上升，上半年毛利率同比下降 2.71 个百分点；
3. 期间费用减少难阻净利润率下滑，预计下半年净利润率将保持稳定；
4. 预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 10.24 亿、11.83 亿，每股收益分别为 0.45 元、0.55 元，对应 8 月 5 日收盘价的 PE 分别为 32、26 倍。未来重点关注房地产调控对电梯行业的影响，给予“谨慎推荐”评级。

事件评论

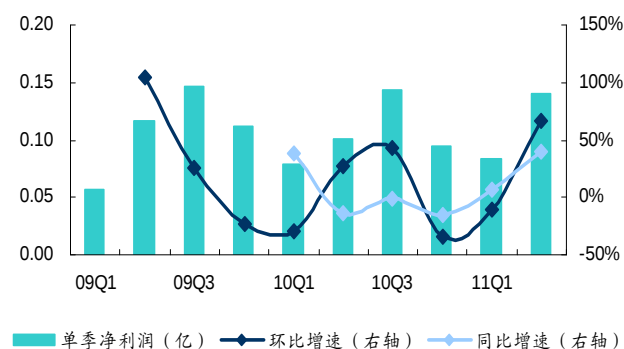
第一、 上半年营业收入增加，盈收符合预期

2011 年上半年公司实现营业收入 5.14 亿元，同比增长达 37.54%，实现归属母公司净利润 0.22 亿元，同比增长 25.01%，摊薄后每股收益为 0.17 元，收入及净利润符合我们此前的预期。

上半年销售收入增长的主要原因是：电梯导轨订单充裕，收入增长较多，其中，实心导轨业务收入 2.43 亿元，同比增长 36.52%；空心导轨业务收入 0.47 亿元，同比增长 51.61%；扶梯导轨业务收入 0.18 亿元，同比增长 38.46%。我们认为，电梯安装较房屋新开工有大约一年半左右的时滞，过去两年房地产新开工面积的持续增长，导致今年上半年度电梯安装需求上升，公司各类电梯导轨产品因此受益。预计三季度电梯导轨收入增速仍将保持良好水平，但四季度增速或下滑，全年销售收入增速约 25%。

图 1: 2009Q1-2011H1 单季度收入及同比、环比增速


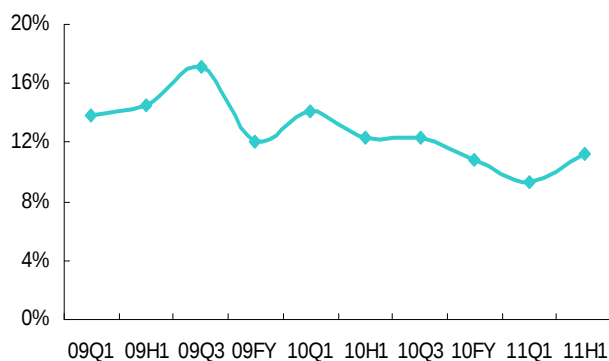
资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 2: 2009Q1-2011H1 单季度净利润及同比、环比增速


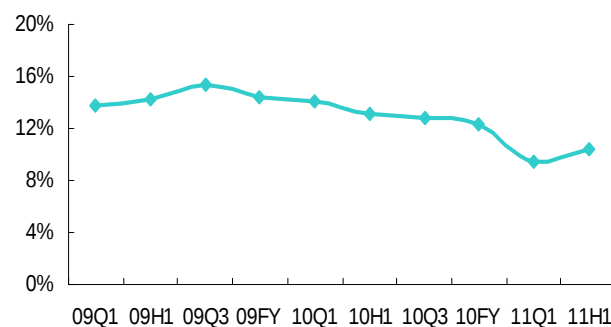
资料来源：公司报告，长江证券研究部

第二、 原材料和人工成本上升，上半年毛利率同比下降 2.71 个百分点

2011 年上半年公司综合毛利率为 10.43%，同比下降 2.71 个百分点，其中，公司电梯导轨业务的综合毛利率比上年同期下降了 2.77 个百分点。毛利率下降的主要原因是报告期内原材料价格上涨及人工成本增加所致，其中原材料成本占比最高的导轨毛坯和实心导轨业务毛利率分别为 4.41%、10.93%，同比分别下降 2.37、4.90 个百分点。同时，公司加大各类产品质量控制，对所需原材料提高质量要求，采购成本有所上升。未来随着公司加大毛利率较高的扶梯导轨（34.43%）和空心导轨（15.22%）业务的投入，预计综合毛利率将稳中有升。

图 3: 2009Q1-2011H1 公司单季度毛利率


资料来源：公司报告，长江证券研究部

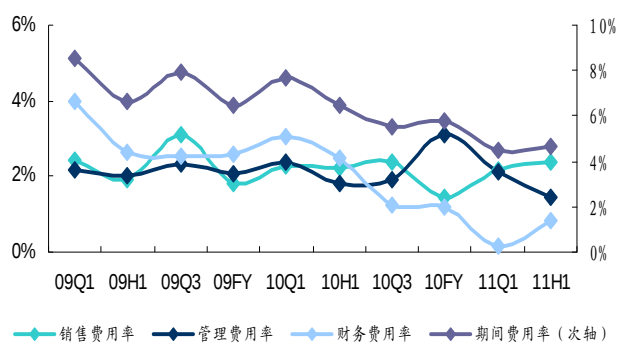
图 4: 2009Q1-2011H1 公司累计毛利率


资料来源：公司报告，长江证券研究部

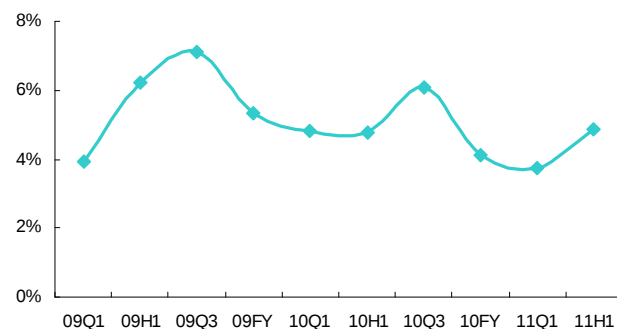
第三、 期间费用减少难阻净利润率下滑，预计下半年净利润率将保持稳定

上半年公司期间费用率较去年同期下降 2.45 个百分点，其中，财务费用率同比下降 2.20 个百分点，主要原因系公司归还了长期借款，借款利息支出减少和存款利息增加所致。但上半年公司的综合毛利率同比下降 2.71 个百分点，导致净利率水平同比下降 0.44 个百分点。预计下半年公司净利率将保持稳定。

图 5: 2009Q1-2011H1 公司单季度期间费用率
图 6: 2009Q1-2011H1 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 10.24 亿、11.83 亿，每股收益分别为 0.45 元、0.55 元，对应 8 月 5 日收盘价的 PE 分别为 32、26 倍。未来重点关注房地产调控对电梯行业的影响，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	839	1024	1183	1357	货币资金	529	175	118	136
营业成本	736	898	1034	1185	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	103	127	148	172	应收账款	29	32	82	90
% 营业收入	12.3%	12.4%	12.5%	12.7%	存货	158	194	223	256
营业税金及附加	2	3	3	4	预付账款	56	68	78	90
% 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	17	22	25	29	流动资产合计	776	473	507	578
% 营业收入	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	19	24	27	31	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	16	3	1	4	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.9%	0.3%	0.1%	0.3%	固定资产合计	122	241	339	433
资产减值损失	0	3	4	5	无形资产	82	78	74	70
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	1	1	1	1
营业利润	48	72	88	100	其他非流动资产	74	74	74	74
% 营业收入	5.7%	7.1%	7.4%	7.4%	资产总计	1054	866	995	1156
营业外收支	2	0	0	0	短期贷款	183	0	54	130
利润总额	50	72	88	100	应付款项	120	61	70	80
% 营业收入	6.0%	7.1%	7.4%	7.4%	预收账款	18	22	26	30
所得税费用	8	13	15	17	应付职工薪酬	3	4	4	5
净利润	42	60	72	82	应交税费	2	0	0	0
归属于母公司所有者					其他流动负债	0	0	1	1
的净利润	41.7	59.8	72.4	82.3	流动负债合计	326	87	154	245
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.32	0.45	0.55	0.62	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	115	-27	21	80	负债合计	326	87	154	245
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	728	779	841	911
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	728	779	841	911
固定资产投资	-14	-133	-119	-123	负债及股东权益	1054	866	995	1156
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-14	-133	-119	-123		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.316	0.453	0.548	0.624
股权融资	467	0	0	0	BVPS	5.52	5.90	6.37	6.90
银行贷款增加（减少）	-132	-183	54	76	PE	45.19	31.53	26.04	22.89
筹资成本	27	-12	-12	-16	PEG	1.78	1.24	1.02	0.90
其他	-13	0	0	0	PB	2.59	2.42	2.24	2.07
筹资活动现金流净额	350	-195	42	60	EV/EBITDA	17.90	18.32	16.05	13.78
现金净流量	452	-354	-56	17	ROE	5.7%	7.7%	8.6%	9.0%

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。