

分析师:	刘元瑞	(8621) 68751829	zhangcheng1@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		

期间费用率上升，业绩低于预期——新研股份中报点评

事件描述

新研股份今日发布 2011 年半年报，主要经营业绩如下：2011 年上半年公司实现营业收入 5,951 万元，同比增长 53.98%；实现归属于母公司净利润 1,033 万元，同比增长 44.85%，摊薄后每股收益为 0.11 元。

主要观点如下：

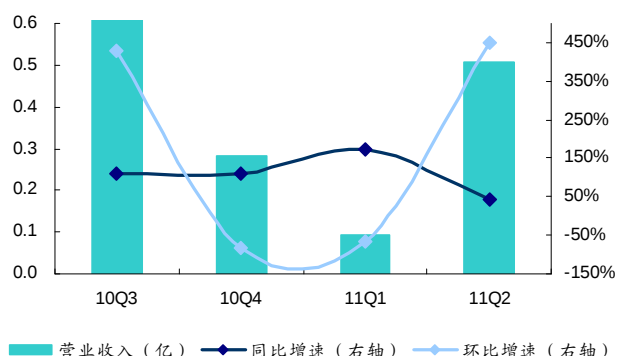
1. 上半年盈收快速增长，但业绩低于预期；
2. 产品结构优化等因素推动，上半年毛利率上升 4.87 个百分点；
3. 管理、销售费用率上升，导致净利率小幅下滑；
4. 预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 4.8 亿、6.8 亿，每股收益分别为 0.85 元、1.35 元，对应 8 月 9 日收盘价的 PE 分别为 39、25 倍，维持“谨慎推荐”评级。

事件评论

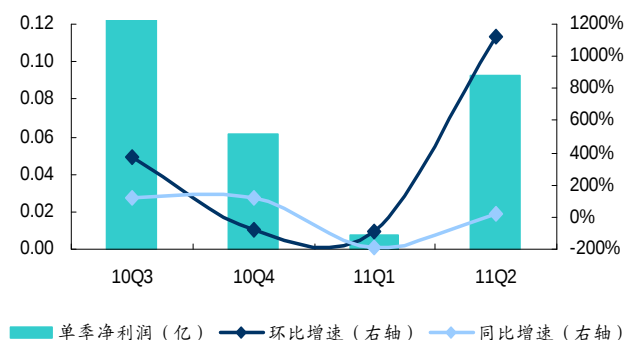
第一， 上半年盈收快速增长，但业绩低于预期

2011 年上半年公司实现营业收入 5,951 万元，同比增长 53.98%，实现归属于母公司净利润 1,033 万元，同比增加 44.85%，摊薄后每股收益为 0.11 元，低于我们此前的预期。

上半年收入及盈利增速均低于预期的主要原因是：（1）该时期为公司农用收获机械的传统销售淡季，销售收入增速不达预期；（2）1-6 月份公司主要以生产为主，原材料采购以及库存较多，6 月末预付账款达 3,388 万元（同比增幅达 423%），导致净利润增速低于收入增速。

图 1: 2010Q3-2011Q2 单季度收入及同比增速


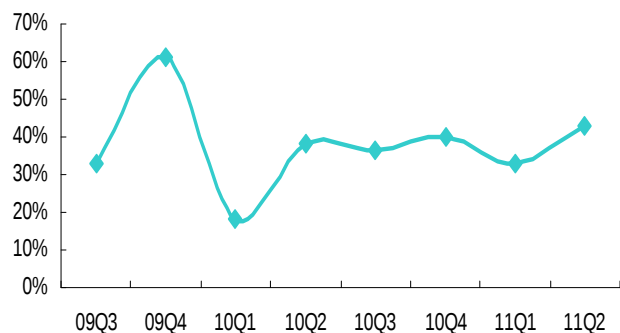
资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 2: 2010Q3-2011Q2 单季度净利润同比增速


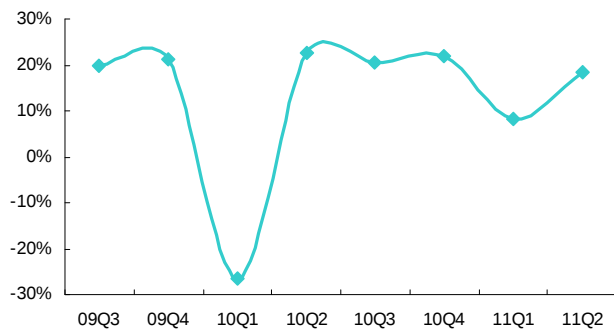
资料来源：公司报告，长江证券研究部

第二，产品结构优化等因素推动，上半年毛利率上升 4.87 个百分点

2011 年上半年公司综合毛利率为 41.01%，同比上升 4.87 个百分点。毛利率变动主要原因是：（1）高毛利率的青（黄）贮饲草料收获机销售占比上升，带动农用收获机械总体毛利率上升约 2 个百分点；（2）公司上半年转让技术收入 340 万元，且该部分收入毛利率为 100%，进一步推高整体毛利率。我们预计，随着青（黄）贮饲草料收获机的持续推广，下半年公司整体毛利率有望进一步增长。

图 3: 2009Q3-2011Q2 公司单季度毛利率


资料来源：公司报告，长江证券研究部

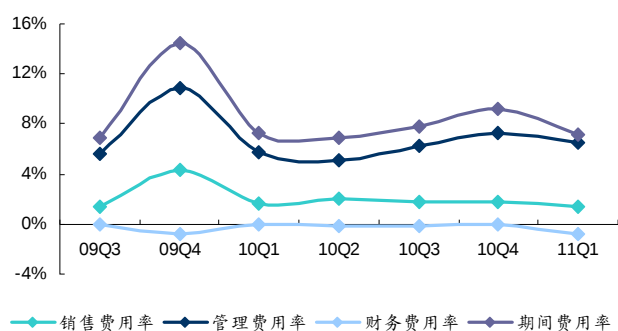
图 4: 2009Q3-2011Q2 公司累计毛利率


资料来源：公司报告，长江证券研究部

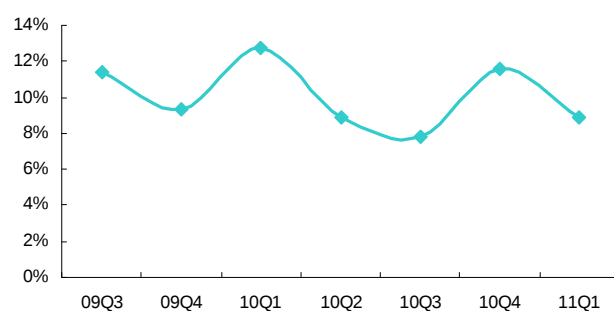
第三，管理、销售费用率上升，导致净利率小幅下滑

11 年上半年财务费用同比减少约 227 万（由上市募集资金产生利息收入所致），但整体期间费用率较去年同期上升约 3 个百分点，主要原因是：公司管理费用率和销售费用率同比增幅分别 5 个、1 个百分点左右。此外，公司上半年所得税费用约为 261 万元，同比增加 215 万元。期间费用率和所得税率的上升造成净利率同比下滑 1.3 个百分点，预计下半年净利率有望保持稳定，11 年全年净利润率将较 10 年显著下滑。

图 3: 2010Q2-2011Q2 公司单季度期间费用率
图 4: 2009Q3-2011Q2 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，维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 4.8 亿、6.8 亿，每股收益分别为 0.85 元、1.35 元，对应 8 月 9 日收盘价的 PE 分别为 39、25 倍，维持“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	253	484	679	881	货币资金	777	792	792	927
营业成本	160	294	406	518	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	94	190	273	364	应收账款	44	86	121	157
% 营业收入	37.0%	39.3%	40.2%	41.3%	存货	18	33	45	58
营业税金及附加	0	1	1	1	预付账款	7	12	17	22
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	24	48	64	83	流动资产合计	845	923	975	1164
% 营业收入	9.4%	10.0%	9.5%	9.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	20	51	64	79	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.1%	10.5%	9.5%	9.0%	长期股权投资	1	1	1	1
财务费用	1	-1	-1	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	7	48	142	141
资产减值损失	1	1	1	2	无形资产	21	19	17	15
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	0	0	0	0
营业利润	47	91	143	200	其他非流动资产	51	51	51	51
% 营业收入	18.5%	18.7%	21.1%	22.7%	资产总计	925	1042	1187	1372
营业外收支	7	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	54	91	143	200	应付款项	36	67	92	117
% 营业收入	21.2%	18.7%	21.1%	22.7%	预收账款	8	15	20	26
所得税费用	2	14	21	30	应付职工薪酬	4	8	11	14
净利润	52	77	122	170	应交税费	-2	0	0	0
归属于母公司所有者					其他流动负债	9	18	25	31
的净利润	51.7	77.0	121.6	170.1	流动负债合计	56	108	148	190
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	25	25	25	25
EPS (元/股)	0.57	0.85	1.35	1.89	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	20	20	20	20
经营活动现金流净额	53	69	117	168	负债合计	101	153	193	235
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	824	890	993	1138
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	824	890	993	1138
固定资产投资	-33	-43	-100	-9	负债及股东权益	925	1042	1187	1372
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-33	-43	-100	-9		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.573	0.854	1.349	1.886
股权融资	693	0	0	0	BVPS	20.10	21.70	11.01	12.61
银行贷款增加 (减少)	10	0	0	0	PE	58.40	39.18	24.80	17.73
筹资成本	6	-10	-17	-24	PEG	1.20	0.80	0.51	0.36
其他	-11	0	0	0	PB	1.66	1.54	3.04	2.65
筹资活动现金流净额	697	-10	-17	-24	EV/EBITDA	45.23	24.17	15.07	10.08
现金净流量	717	15	0	135	ROE	6.3%	8.7%	12.2%	15.0%

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。