

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		

声屏障收入大增，净利润增幅符合预期——新筑股份中报点评

事件描述

新筑股份今日发布 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 13.20 亿元，同比增长 173.53%；实现归属于母公司净利润 1.23 亿元，同比增长 123.01%，摊薄后每股收益为 0.44 元。

主要观点如下：

1. 上半年营业收入大幅增加，盈收符合预期；
2. 桥梁功能部件产品销售结构变化，上半年毛利率同比下降 7.48 个百分点；
3. 期间费用大幅减少难阻净利润率下滑，预计下半年净利润率将有所回升；
4. 预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 28.69 亿、33.95 亿，每股收益分别为 0.92 元、1.16 元，对应 8 月 9 日收盘价的 PE 分别为 24、19 倍。考虑到未来几年铁路投资增速放缓的可能，给予“谨慎推荐”评级。

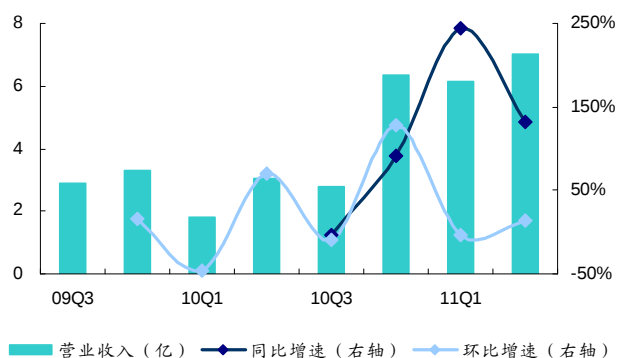
事件评论

第一、上半年营业收入大幅增加，盈收符合预期

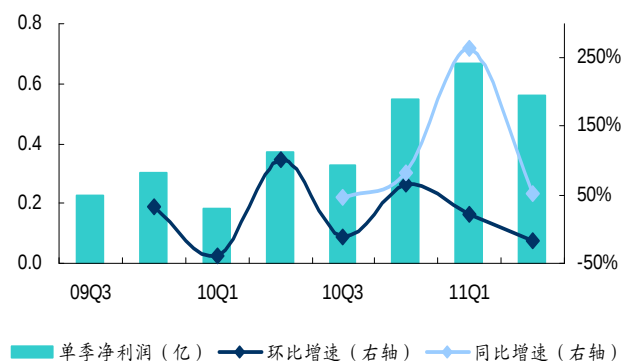
2011 年上半年公司实现营业收入 13.20 亿元，同比增长达 173.53%，实现归属母公司净利润 1.23 亿元，同比增长 123.01%，摊薄后每股收益为 0.44 元，收入及净利润符合我们此前的预期。

上半年销售收入增长的主要原因是：铁路声屏障产品进入集中交付期，实现销售收入 10.56 亿元，同比大幅增长 227.63%。此外，路面施工机械业务收入 1.02 亿元，同比增长 72.29%；搅拌设备业务收入 0.78 亿元，同比微降 0.94%。

公司受益于高速铁路建设的快速发展以及桥线率提高，桥梁功能部件业务实现了爆发式增长，今年上半年进入产品交付的高峰期，导致业绩快速增长。未来有利于公司业绩快速增长的因素主要有（1）高铁建设投入以及桥线率提高；（2）城际、城市轨道交通建设投入。但考虑到公司本期确认交付数量较大，同时高铁建设近期受到的不利事件影响，我们对公司未来业绩快速增长持谨慎乐观态度。

图 1: 2009Q3-2011H1 单季度收入及同比、环比增速


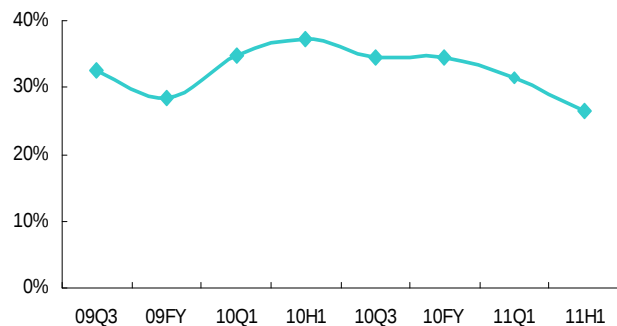
资料来源: 公司报告, 长江证券研究部

图 2: 2009Q3-2011H1 单季度净利润及同比、环比增速


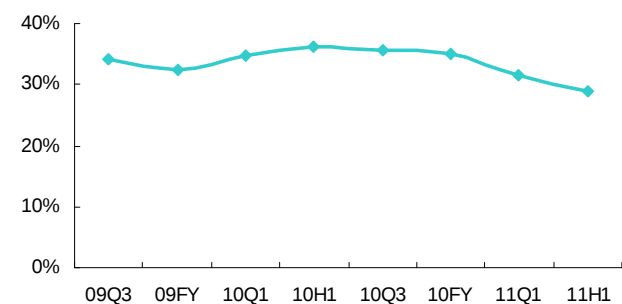
资料来源: 公司报告, 长江证券研究部

第二、低毛利的声屏障销售占比提高，上半年毛利率同比下降 7.48 个百分点

2011 年上半年公司综合毛利率为 28.80%，同比下降 7.48 个百分点，其中，公司桥梁功能部件业务的综合毛利率为 29.66%，比上年同期下降了 9.47 个百分点。毛利率下降的主要原因是上半年低毛利率的声屏障销售占总收入比重大幅增长。我们预计，未来随着公司产品销售结构的趋于均衡以及规模经济效益的显现，生产成本有望下降，预计下半年综合毛利率或将略回升。

图 3: 2009Q3-2011H1 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: 2009Q3-2011H1 公司累计毛利率


资料来源: 公司报告, 长江证券研究部

第三、期间费用大幅减少难阻净利润率下滑，预计下半年净利润率将有所回升

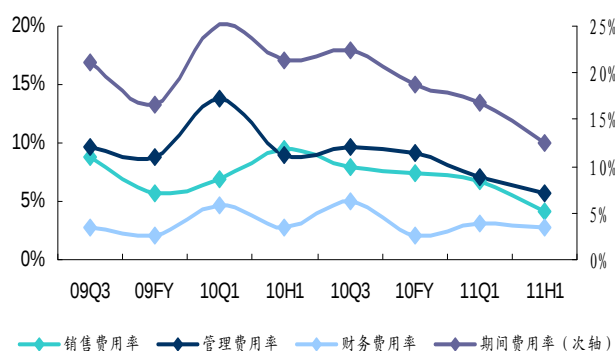
上半年公司期间费用率较去年同期下降 8.20 个百分点，其中，销售费用率和管理费用率分别下降 3.28、4.43 个百分点，主要原因系公司本期销售规模较上年同期大幅度增长，同时，公司加强了费用预算控制；财务费用率同比下降 0.48 个百分点，下降幅度相对较小，主要原因系公司业务规模大幅增长和应收账款占用资金，导致公司贷款增加，相应的利息支出增加所致。但上半年净利率水平同比下降 2.11 个百分点，主要原因是：

(1) 公司的综合毛利率同比下降 7.48 个百分点；

(2) 营业外净收支大幅下降 98.18%，其中营业外收入本期较上年同期减少 81.60%，主要原因系本期收到政府补助款较上年同期减少所致；营业外支出本期较上年同期增长 316.43%，主要原因系本期处置固定资产损失 103.31 万元及资产清查盘亏损失转销 94.68 万元所致。

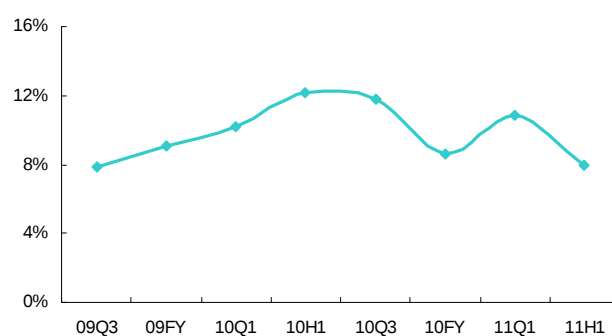
我们预计，公司下半年净利润率有望随毛利率的回升而有所上升。

图 5：2009Q3-2011H1 公司单季度期间费用率



资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 6：2009Q3-2011H1 公司单季度净利率



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 28.69 亿、33.95 亿，每股收益分别为 0.92 元、1.16 元，对应 8 月 9 日收盘价的 PE 分别为 24、19 倍。考虑到未来几年铁路投资增速放缓的可能，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	1396	2869	3395	3891	货币资金	943	287	569	630
营业成本	907	1966	2320	2652	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	490	903	1075	1239	应收账款	1077	525	85	49
% 营业收入	35.1%	31.5%	31.7%	31.8%	存货	702	982	1159	1325
营业税金及附加	8	17	21	23	预付账款	139	479	566	647
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	21	0	0
销售费用	111	227	268	307	流动资产合计	2861	2295	2380	2651
% 营业收入	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	137	281	333	381	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	长期股权投资	2	2	2	2
财务费用	44	21	3	-1	投资性房地产	5	5	5	5
% 营业收入	3.1%	0.7%	0.1%	0.0%	固定资产合计	152	492	717	935
资产减值损失	49	53	68	78	无形资产	114	108	103	98
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	23	8	10	12
营业利润	141	304	383	450	其他非流动资产	295	295	295	295
% 营业收入	10.1%	10.6%	11.3%	11.6%	资产总计	3453	3205	3512	3997
营业外收支	28	0	0	0	短期贷款	855	141	0	0
利润总额	169	304	383	450	应付款项	579	792	935	1068
% 营业收入	12.1%	10.6%	11.3%	11.6%	预收账款	16	33	39	44
所得税费用	26	46	57	67	应付职工薪酬	43	94	111	127
净利润	143	258	326	382	应交税费	49	0	0	0
归属于母公司所有者					其他流动负债	14	30	35	40
的净利润	142.5	258.4	325.6	382.4	流动负债合计	1556	1089	1119	1279
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	18	18	18	18
EPS (元/股)	0.51	0.92	1.16	1.37	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	10	10	10	10
经营活动现金流净额	-675	478	739	393	负债合计	1585	1117	1147	1308
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1868	2088	2364	2690
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	1868	2088	2364	2690
固定资产投资	-195	-360	-264	-276	负债及股东权益	3453	3205	3512	3997
其他	10	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-185	-360	-264	-276		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.509	0.923	1.163	1.366
股权融资	1285	0	0	0	BVPS	13.34	14.91	8.44	9.61
银行贷款增加 (减少)	386	-714	-141	0	PE	43.71	24.11	19.14	16.29
筹资成本	40	-60	-51	-56	PEG	1.12	0.62	0.49	0.42
其他	-111	0	0	0	PB	1.67	1.49	2.63	2.32
筹资活动现金流净额	1599	-774	-192	-56	EV/EBITDA	28.45	17.37	13.20	10.97
现金净流量	739	-656	282	61	ROE	7.6%	12.4%	13.8%	14.2%

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。