

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 季度收入费用上升毛利率下降，业绩环比持平

事件描述

江苏通润今日公布 2011 年半年报，报告期内，公司实现营业收入 4.24 亿元，同比增长 26.62%；营业成本 3.34 亿元，同比增长 29.10%；实现归属于母公司所有者净利润 0.24 亿元，同比下降 10.12%；实现 EPS 为 0.10 元。其中 2 季度公司实现营业收入 2.30 亿元，同比增长 20.93%；营业成本 1.81 亿元，同比增长 22.49%；实现归属于母公司所有者净利润 0.12 亿元，同比下降 22.98%；2 季度实现 EPS 为 0.05 元，按最新股本计算 1 季度 EPS 为 0.05 元。

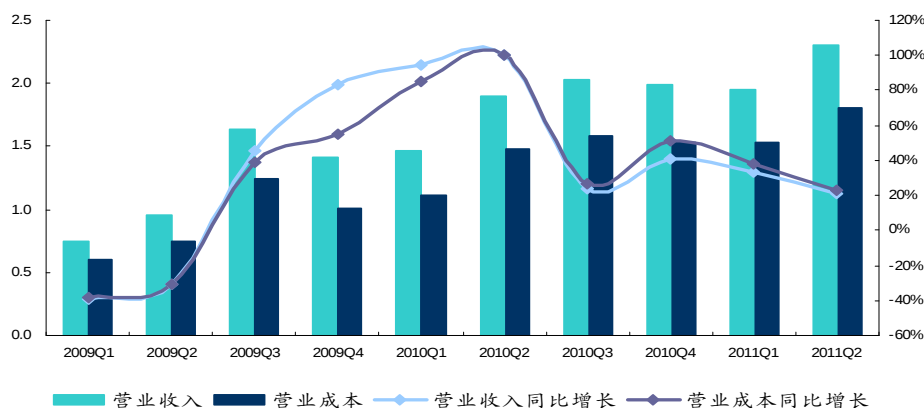
事件评论

第一，2 季度营业收入与营业成本同比均增长增幅下降，环比 1 季度均有所增长

2 季度公司实现营业收入 2.30 亿元，同比增长 20.93%，1 季度收入同比增速为 33.34%；营业成本 1.81 亿元，同比增长 22.49%，1 季度成本同比增速为 37.91%；实现归属于母公司所有者净利润 0.12 亿元，同比下降 22.98%；2 季度实现 EPS 为 0.05 元，按最新股本计算 1 季度 EPS 为 0.05 元。

2 季度收入增速继续小于成本增速，但缺口已经有所收窄，我们判断公司在积极地采取提价以应对成本端的压力。

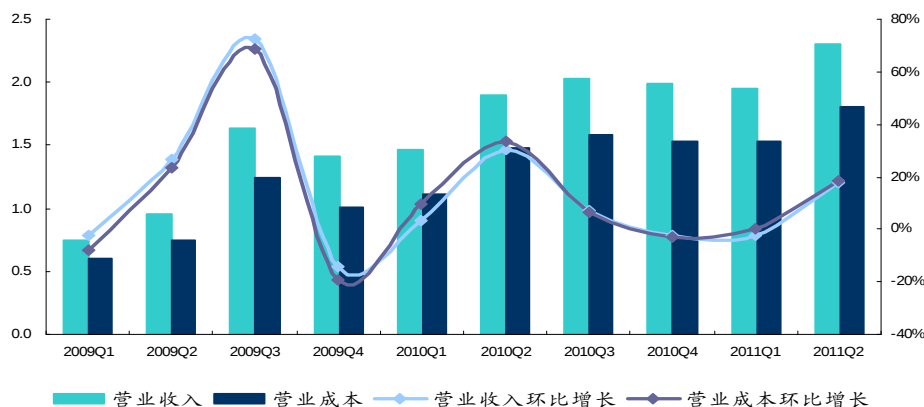
图 1：2 季度营业收入与营业成本同比均增长，增速有所下降



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

环比来看，2 季度营业收入环比增长 18.02%，1 季度收入环比增速为-2.00%；营业成本环比增长 18.42%，1 季度成本环比增速为-0.05%。

图 2：2 季度营业收入与营业成本环比均增长，增速有所扩大

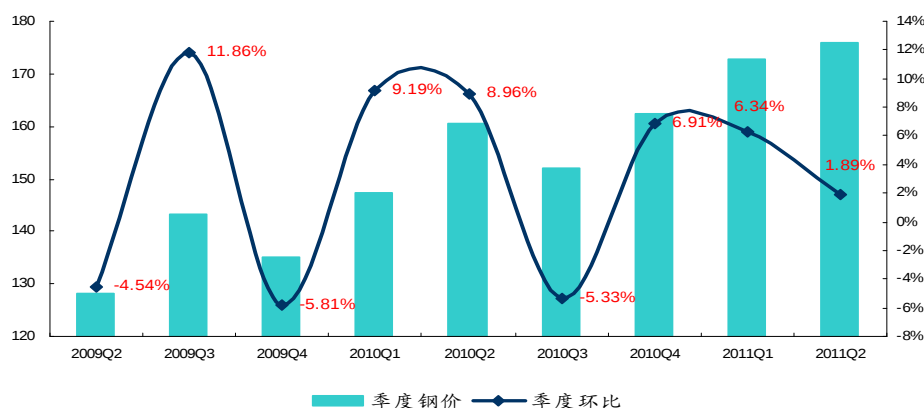


资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

从历史数据来看，因季节性因素影响出口受到抑制，一般来说，1 季度是公司全年收入的低点。因此，季节性恢复是 2 季度收入环比增长 18.02% 的主要原因。另一方面，我们能够从环比增速上更清晰地看到公司强有力的顺价能力（收入增速与成本增速相契合，即采取成本加成定价）。

成本方面，国内钢材市场 2 季度均价环比基本持平，另外，用工成本的持续上升也使得公司面临较大成本压力。不过，2 季度公司营业成本增长 18.42% 主要是产销量有所恢复所致。

图 3：国内钢材市场 2 季度均价环比基本持平



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第二，2 季度毛利率与净利润环比均基本持平

从半年度分产品同比来看，受益于国内市场稳定的发展趋势，上半年主销国内的高低压开关柜毛利率同比上升 3.44 个百分点；而受制于持续偏弱的国际购买力，作为出口产品的工具箱柜和钣金制品毛利率分别同比下降 5.54 和 9.47 个百分点。

表 1：上半年高低压开关柜毛利率同比上升 3.44 个百分点，钣金制造类产品盈利能力同比均下降

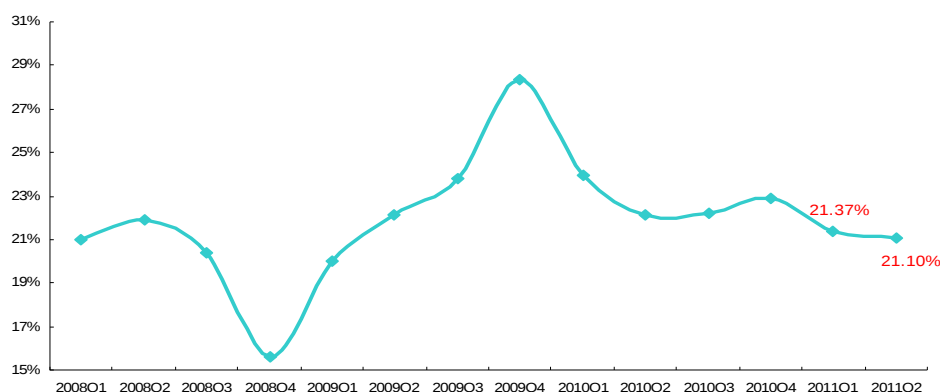
产品分类	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
钣金制 工具箱柜	2.03	1.70	16.27%	-1.54%	5.44%	-5.54%
造类 钣金制品	0.74	0.59	19.48%	138.00%	169.72%	-9.47%
高低压开关柜	1.25	0.93	25.36%	39.20%	33.07%	3.44%

合计	4.01	3.22	19.69%	22.86%	27.34%	-2.83%
----	------	------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司资料，长江证券研究部

季度环比来看，2 季度营业收入环比增速略低于成本，综合毛利率由 21.37%下降至 21.10%，盈利能力环比基本持平。由于美债危机的爆发，下半年外部形势存在更多不确定性，导致公司外销市场的转嫁能力受限，预计下半年公司的盈利能力可能难以顺利恢复。

图 4：2 季度毛利率环比 1 季度基本持平



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

从公司简化利润表来看，公司收入虽环比增长，但增加幅度较大的期间费用使得营业利润和利润总额环比小幅下降，不过相应下降的税收费用使得净利润环比 1 季度仍基本持平。

表 2：公司 2 季度业绩环比基本持平

江苏通润利润简表	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入	1.46	1.9	2.03	1.99	1.95	2.30
毛利率	23.97%	22.11%	22.17%	22.90%	21.37%	21.10%
主营利润	0.35	0.42	0.45	0.45	0.42	0.48
三项费用率	13.01%	10.00%	13.79%	13.10%	12.56%	13.43%
销售费用	0.07	0.08	0.12	0.10	0.12	0.16
管理费用	0.12	0.10	0.14	0.14	0.12	0.13
财务费用	0.00	0.01	0.02	0.02	0.01	0.02
期间费用	0.19	0.19	0.28	0.26	0.24	0.31
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.01
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.01	0.02	0.00	-0.01	0.00	0.01
营业利润	0.15	0.21	0.18	0.19	0.17	0.15
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	0.15	0.22	0.18	0.18	0.17	0.16
所得税费用	0.04	0.05	0.04	0.06	0.04	0.03
归属于母公司净利润	0.11	0.16	0.14	0.13	0.12	0.12
净利率	7.53%	8.42%	6.90%	6.40%	6.19%	5.36%
存货	0.85	0.96	0.95	1.07	1.33	1.24

最新股本	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
每股收益	0.04	0.06	0.06	0.05	0.05	0.05

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第三, 费用水平环比有所增加, 存货水平环比小幅下降

2 季度公司费用总额为 0.31 亿元, 环比 1 季度的 0.24 亿元有所增加。上半年销售费用同比增加幅度较大主要是运输成本上涨和咨询费、广告费增加所致。

图 5: 2 季度公司费用水平环比有所增加



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

从三项费用率来看, 销售费用率和财务费用率均有不同程度的增加, 管理费用率小幅下降。

表 3: 2 季度公司销售费用率上升幅度较大

季度费用统 计	销售费用		管理费用		财务费用	
	费用水平	费用率	费用水平	费用率	费用水平	费用率
2008Q1	0.02	1.61%	0.04	3.23%	0.01	0.81%
2008Q2	0.04	2.92%	0.07	5.11%	-0.01	-0.73%
2008Q3	0.03	2.65%	0.06	5.31%	-0.03	-2.65%
2008Q4	0.03	3.90%	0.09	11.69%	-0.01	-1.30%
2009Q1	0.02	2.67%	0.06	8.00%	-0.01	-1.33%
2009Q2	0.03	3.16%	0.06	6.32%	0.00	0.00%
2009Q3	0.11	6.71%	0.10	6.10%	0.01	0.61%
2009Q4	0.08	5.67%	0.12	8.51%	0.01	0.71%
2010Q1	0.07	4.79%	0.12	8.22%	0.00	0.00%
2010Q2	0.08	4.21%	0.10	5.26%	0.01	0.53%
2010Q3	0.12	5.91%	0.14	6.90%	0.02	0.99%
2010Q4	0.10	5.28%	0.14	6.83%	0.02	0.98%
2011Q1	0.12	5.94%	0.12	6.03%	0.01	0.59%
2011Q2	0.16	6.88%	0.13	5.72%	0.02	0.83%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

期末公司存货为 1.24 亿元, 环比 1 季度末的 1.33 亿元小幅下降。

图 6: 2 季度存货水平环比小幅下降



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

分品种来看, 各项存货金额都有增加, 其中库存商品和原材料增加较大。各品种存货占比变化都不大。

表 4: 存货分品种统计

项目	期末余额			年初余额		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
原材料	0.39		0.39	0.33		0.33
在产品	0.13		0.13	0.11		0.11
库存商品	0.72		0.72	0.62		0.62
合计	1.24		1.24	1.07		1.07

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

表 5: 存货品种占比统计

	期初账面价值	占比	期末账面价值	占比
原材料	0.33	31.23%	0.39	31.15%
在产品	0.11	10.57%	0.13	10.85%
库存商品	0.62	58.20%	0.72	57.99%
合计	1.07	100%	1.24	100%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第四, 上半年基本完成计划, 但 3 季度仍不容乐观

2011 年度全年公司计划营业总收入达 7.5 亿元, 实现利润总额 6000 万元; 截止上半年公司已实现营业总收入 4.24 亿元, 达年初计划数的 56.53%, 实现利润总额 3211.16 万元, 达年初计划数的 53.52%, 阶段性地完成了公司年度经营计划。

由于人民币升值、通胀压力加深、原辅材料价格上涨、用工成本上升等因素, 使得公司 3 季度业绩仍不容乐观, 归属于上市公司股东的净利润比上年同期增减变动幅度为-20%-10%。

第五, 生产车间&辅助车间&高低压电器元器件项目进展顺利

上半年公司投资扩建的生产车间和辅助车间项目, 房屋土建已基本完工, 截止 2011 年 6 月 30 日, 公司已投入资金 2965.92 万元, 预计于 2011 年年末竣工; 而常熟市通用电器厂有限公司投资扩建的高低压电器元件生产项目截至 6 月 30 日已投入资金 836.16 万元, 预计于 2011 年年末竣工。

第六, 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撑。

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。

第七，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	43.55	42.99	39.69	31.22
筹资成本	18	-17	-31	-45	PEG	3.71	3.66	3.38	2.66
其他	-36	0	0	0	PB	3.05	2.78	2.54	2.29
筹资活动现金流净额	10	252	295	167	EV/EBITDA	22.89	22.84	18.89	14.79
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
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。