



川润股份 (002272)

公司点评 研究报告

“谨慎推荐”

2011-10-25

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

业绩平稳增长，未来看润滑液压业务——川润股份三季报点评

事件描述

川润股份发布 2011 年三季报，主要经营业绩如下：2011 年前三季度公司实现营业收入 5.15 亿元，同比增长 29.91%，实现归属于母公司净利润 0.47 亿元，同比上升 19.85%，摊薄后每股收益为 0.28 元。从单季度来看，第三季度实现营收 1.99 亿元，同比增长 18.97%，实现利润 0.25 亿元，同比增长 13.52%。

主要观点如下：

1. 报告期内收入平稳增长，润滑液压业务成收入核心增长极；
2. 低毛利率产品销售占比上升，毛利率同比下滑 4 个百分点，预计短期内毛利率难有改观；
3. 期间费用率同比、环比均下降，但净利率同比略下降，全年的净利率预计在 9% 以下；
4. 预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 7.7 亿、9.2 亿，每股收益分别为 0.33 元、0.42 元，对应 10 月 24 日收盘价的 PE 分别为 29、23 倍，维持“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一， 报告期内收入平稳增长，润滑液压业务成收入核心增长极

2011 年前三季度公司实现营业收入 5.15 亿元，同比增长 29.91%，实现归属于母公司净利润 0.47 亿元，同比上升 19.85%，摊薄后每股收益为 0.27 元。从单季度来看，第三季度实现营收 1.99 亿元，同比增长 18.97%，实现利润 0.25 亿元，同比增长 13.52%，摊薄后的每股收益为 0.15 元，同比增长 15.38%。

收入增加的主要原因是：

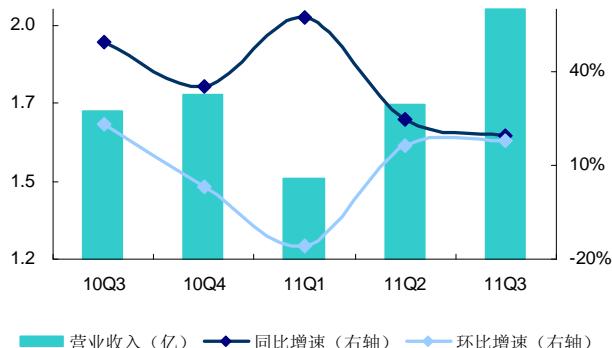
(1) 随着募投项目的陆续达产，润滑液压设备收入稳定增长。公司募投项目——“年产 5,000 台（套）润滑液压设备生产基地项目”已顺利达产，保障润滑液压业务的扩张。公司目前是行业内为数不多的、可以提供润滑液压成套设备的企业，预计 2012 年润滑液压业务将实现更快增长。

(2) 报告期内压力容器业务收入增长迅速，抵消余热锅炉订单下滑的大部分影响。2011 年 1-9 月，公司完成余热锅炉订单 1.68 亿元，同比下降 20.65%；完成压力容器产品订单 0.64 亿元，同比增长 364.47%。

预计未来两年润滑液压设备将是公司业绩的最主要增长动力。受益于风电产品零配件的国产化，公司风电润滑液压设

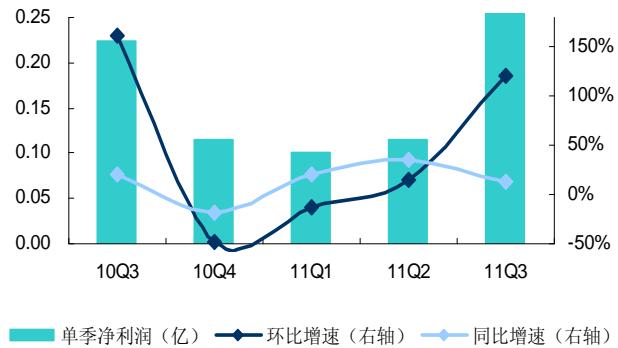
备有望在未来 2 年快速增长，推动公司整体业绩稳定扩张。

图 1：2010Q3-2011Q3 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 2：2010Q3-2011Q3 单季度净利润及环比增速

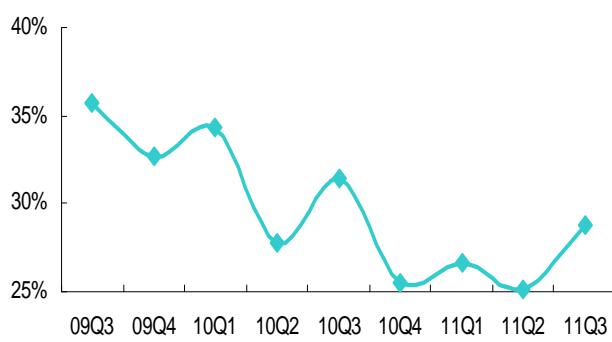


资料来源：公司报告，长江证券研究部

第二，低毛利率产品销售占比上升，毛利率同比下滑 4 个百分点，预计短期内毛利率难有改观

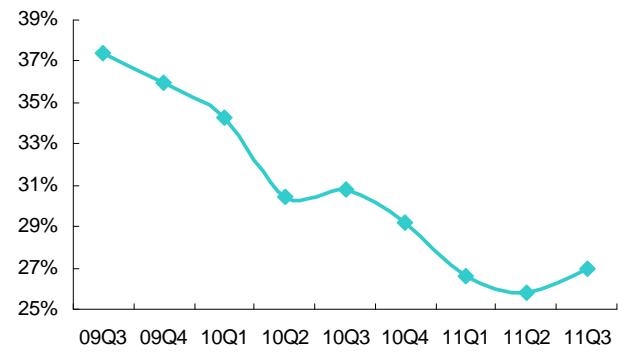
2011 年前三季度公司综合毛利率约为 26.99%，同比下降约 4 个百分点，从单季度来看，第三季度公司毛利约为 28.82%，同比下降约 2.5 个百分点，环比增长约 3.5 个百分点。毛利率持续下降的主要原因是：(1) 低毛利的锅炉产品收入占比快速上升。报告期内公司的锅炉业务发展迅速，从中报的披露情况来看，锅炉业务的收入占比从 35% 提高至 45.5%，同比增加了 10 个百分点左右，而锅炉产品的毛利率只有 16.5% 左右，远低于润滑液压设备 34% 的毛利率。(2) 压力容器产品毛利率快速下滑。目前公司的压力容器业务的毛利率只有 16% 左右，与去年同期相比下降了约 20 个百分点。预计短期内公司的毛利率下行压力较大，难以有较大的改观。

图 3：2009Q3-2011Q3 公司单季度毛利率



资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 4：2009Q3-2011Q3 公司累计毛利率



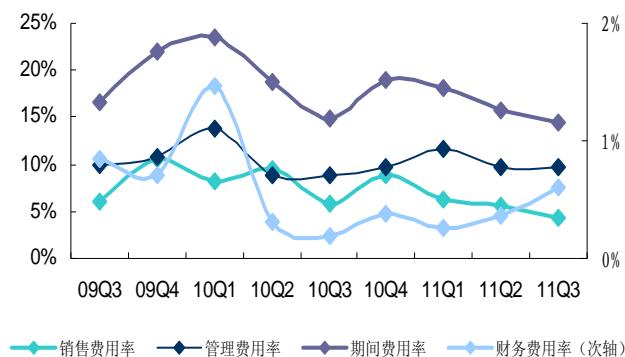
资料来源：公司报告，长江证券研究部

第三，期间费用率同比、环比均下降，但净利率同比略下降，全年的净利率预计在 9% 以下

2011 年前三季度公司期间费用率约为 16.0%，同比下降约 2.3 个百分点，其中：(1) 管理费用率为 10.3%，同比上升约 0.2 个百分点；(2) 销售费用率为 5.2%，同比下降约 2.4 个百分点；(3) 财务费用率为 0.43%，同比下降约 0.1 个百分点；

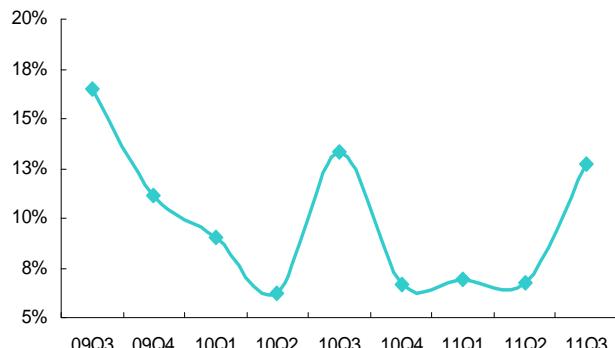
2011 年前三季度，公司的净利率约为 9.13%，同比下降约 0.7 个百分点，但环比增加约 2.3 个百分点，从单季度来看，净利率同比下降约 0.6 个百分点，但环比增加了约 6 个百分点。从公司净利率的历史变动趋势来看，我们预计净利率的环比增加不具有可持续性，预计全年公司的净利率在 9% 以下。

图 5：2009Q3-2011Q3 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 6：2009Q3-2011Q3 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，维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 7.7 亿、9.2 亿，每股收益分别为 0.33 元、0.42 元，对应 10 月 24 日收盘价的 PE 分别为 29、23 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	569	768	921	1106	货币资金	133	77	161	226
营业成本	403	564	675	809	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	166	203	246	296	应收账款	168	168	198	235
%营业收入	29.2%	26.5%	26.7%	26.8%	存货	233	308	368	441
营业税金及附加	2	3	3	4	预付账款	40	58	7	8
%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	46	46	55	66	流动资产合计	640	619	744	922
%营业收入	8.0%	6.0%	6.0%	6.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	57	79	95	114	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	10.0%	10.3%	10.3%	10.3%	长期股权投资	11	11	11	11
财务费用	3	1	0	-1	投资性房地产	2	2	2	2
%营业收入	0.5%	0.1%	0.0%	-0.1%	固定资产合计	287	378	386	377
资产减值损失	6	7	8	8	无形资产	49	47	44	42
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	3	1	1	1
营业利润	53	68	85	105	其他非流动资产	99	99	99	99
%营业收入	9.3%	8.8%	9.2%	9.5%	资产总计	1091	1157	1288	1454
营业外收支	7	0	0	0	短期贷款	58	6	0	0
利润总额	60	68	85	105	应付款项	147	206	247	296
%营业收入	10.6%	8.8%	9.2%	9.5%	预收账款	131	177	212	254
所得税费用	9	11	14	17	应付职工薪酬	1	2	2	3
净利润	51	57	71	88	应交税费	12	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	50.7	57.0	71.3	88.2	其他流动负债	21	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	370	391	461	553
EPS (元/股)	0.30	0.33	0.42	0.52	长期借款	0	-3	-3	-3
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流量净额	11	122	142	103	其他非流动负债	8	8	8	8
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	379	396	467	558
收回现金					归属于母公司	712	760	821	896
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-62	-114	-41	-25	股东权益	712	760	821	896
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	1091	1157	1288	1454
投资活动现金流量净额	-62	-114	-41	-25	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	2010A	2011E	2012E	2013E	
股权融资	255	0	0	0	EPS	0.297	0.334	0.418	0.517
银行贷款增加(减少)	-123	-55	-6	0	BVPS	6.26	6.69	4.81	5.25
筹资成本	33	-10	-10	-12	PE	32.86	29.25	23.38	18.88
其他	-68	0	0	0	PEG	1.62	1.44	1.15	0.93
筹资活动现金流量净额	97	-64	-17	-12	PB	1.56	1.46	2.03	1.86
现金净流量	46	-56	84	65	EV/EBITDA	20.62	16.83	12.54	10.16
					ROE	7.1%	7.5%	8.7%	9.8%

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情范围内，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。