



东兴证券
DONGXING SECURITIES

传统领域保持稳定，风电产品及压力容器贡献增速

——川润股份（002272）调研报告

2011年8月11日

推荐/首次

川润股份

调研报告

报告摘要:

- **润滑液压行业龙头，享受行业内较高毛利率。**公司作为润滑液压产品的龙头企业，在水泥建材行业的市场占有率超过50%，产品质量突出，拥有较强的品牌影响力，享受行业内较高的毛利率水平。
- **开拓水泥行业外市场，风电产品有望成为公司利润增长点。**在风电领域，公司产品涉及液压、润滑和冷却三个系统，受益于风电市场的持续增长及风电主机厂商的零配件国产化进程加快，公司风电产品订单增速较快，有望成为公司新的利润增长点。
- **锅炉产品增速较快，余热锅炉面临转型。**公司锅炉产品以余热锅炉为主，受益于2010年新建水泥生产线的快速增长，2011年上半年，公司锅炉及配件产品销售收入同比增长77.54%。随着水泥行业增速的逐步放缓，公司已经开始拓展水泥以外行业的余热锅炉设计制造业务。
- **压力容器增速迅猛，同比增长339.61%。**近年来，随着我国经济逐渐进入重工业化阶段，压力容器在能源化工领域，如石油化工、煤化工等行业的需求日益突出。2011年上半年，公司压力容器业务增长迅猛，实现销售收入1662.31万元，同比增长339.61%。
- **募投项目投产，公司上下求贤若渴。**公司2010年非公开发行募投项目已经建设完成并开始投入生产。目前，受制于自贡市人力资源现状，公司技术及管理人员相对匮乏，公司上下求贤若渴。预计随着招工的开始和设备的逐步到位，公司产能将逐渐达产。
- **盈利预测：**预计公司2011-2013年EPS分别为0.37元，0.44元和0.52元，给予公司2011年35倍PE，对应目标价12.95元，首次给予推荐评级。

财务指标预测

指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	568.73	764.31	1,008.78	1,286.81
增长率(%)	38.86%	34.39%	31.99%	27.56%
净利润(百万元)	50.71	63.38	75.51	88.02
增长率(%)	-16.19%	25.00%	19.14%	16.57%
每股收益(元)	0.30	0.37	0.44	0.52
净资产收益率(%)	7.12%	8.01%	9.24%	10.38%
PE	37.00	29.60	24.84	21.31
PB	1.76	2.37	2.29	2.21

银国宏

执业证书编号: s1480207120048

联系人: 李根

010-66554021

ligen@dxzq.net.cn

资产负债表数据

(6.30)

总资产(百万元)	1,182.42
股东权益(百万元)	733.05
每股净资产(元)	4.30
市净率(X)	2.57
负债率(%)	38

交易数据

52周股价区间(元)	10.18-29.65
总市值(万元)	192,400
流通市值(万元)	5,898
总股本/流通A股	32.62
52周日均换手率	4.04%

52周股价走势图



资料来源: wind

相关研究报告

目 录

1. 润滑液压设备龙头，锅炉及压力容器增长迅速	3
1.1 润滑液压设备龙头企业，水泥市场占有率超 50%	3
1.2 锅炉产品增长迅速，余热锅炉面临转型	4
1.3 压力容器业务增长迅猛，订单同比增 643.59%	5
2. 募投项目开始投产，产能释放助推业绩增长	6
2.1 募投项目投产，产能逐步释放	6
2.2 人力资源需求提升，公司上下求贤若渴	6
3. 低毛利率产品占比提升，净利润增速压力较大	6
3.1 锅炉产品毛利率较低，占比逐步提升	6
3.2 西部大开发优惠税率持续有效，上半年所得税将获得返还	7
4. 盈利预测	7
5. 公司估值	8
6. 风险提示	8

表格目录

表 1: 公司 2008-2010 年压力容器销售收入情况	6
表 2: 公司募投项目情况	6
表 3: 公司 2008-2010 年主要产品毛利率情况	7
表 4: 公司主要产品收入、成本预测	7
表 5: 可比公司估值水平	8

插图目录

图 1: 公司润滑液压产品销售收入及增长率	3
图 2: 公司 2001 年上半年各产品销售收入占比	3
图 3: 公司风电液压系统	3
图 4: 公司风电润滑系统	3
图 5: 公司 2008 年-2010 年上半年锅炉产品收入增长情况	4
图 6: 余热余压主要利用方式及行业发展趋势	5

1. 润滑液压设备龙头，锅炉及压力容器增长迅速

1.1 润滑液压设备龙头企业，水泥市场占有率超 50%

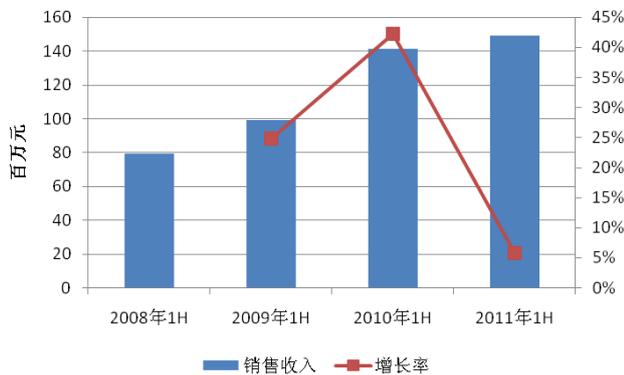
1.1.1 润滑液压产品占据公司半壁江山

润滑液压产品市场需求旺盛。润滑液压设备作为机械行业的配套产业，一直以来伴随着机械行业的快速成长。近年来，机械行业以每年 30%左右的速度增长，润滑液压设备也度过了快速发展时期。受中国经济增速放缓影响，预计机械行业未来五年增速将放缓至 17%左右。即便如此，受益于我国农业、水利、能源、交通等产业的快速发展，润滑液压产品的市场空间已超过 300 亿元，需求仍比较旺盛。

润滑液压产品龙头企业，占公司销售收入的 47.89%。公司作为润滑液压产品的龙头企业，在水泥建材行业的市场占有率超过 50%，产品质量突出，拥有较强的品牌影响力，享受行业内较高的毛利率水平。

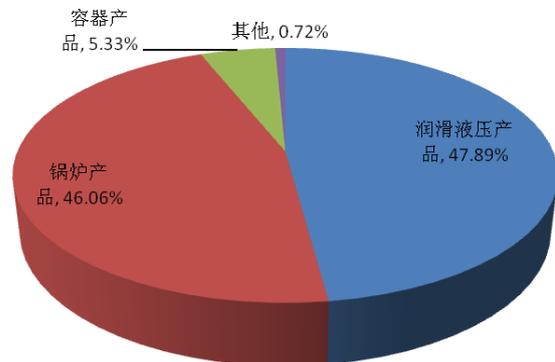
2011 年上半年，公司润滑液压产品实现营业收入 1.49 亿元，同比增长 7.53%，毛利率为 34.55%，同比下降 1.32%。报告期内，公司润滑产品新签订单 2.14 亿元，同比增长 16.42%。

图 1：公司润滑液压产品销售收入及增长率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：公司 2011 年上半年各产品销售收入占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.1.2 开拓水泥行业外市场，风电产品有望成为公司利润增长点

在润滑液压产品领域，主要下游市场水泥建材行业产能过剩，受政策调控影响投资放缓，公司在力保传统领域液压润滑设备市场份额的同时，主动开拓水泥建材以外的其他市场。

受益于风电市场的持续增长及风电主机厂商的零配件国产化进程加快，公司风电产品订单增速较快，有望成为公司新的利润增长点。在风电领域，公司产品涉及液压、润滑和冷却三个系统，设备主要与主机商配套，产品占风电投资总额的 2%左右。报告期内，公司风电产品新签订单 5,675.59 万元，同比增长 35.94%。

图 3：公司风电液压系统

图 4：公司风电润滑系统



资料来源：公司网站，东兴证券研究所



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

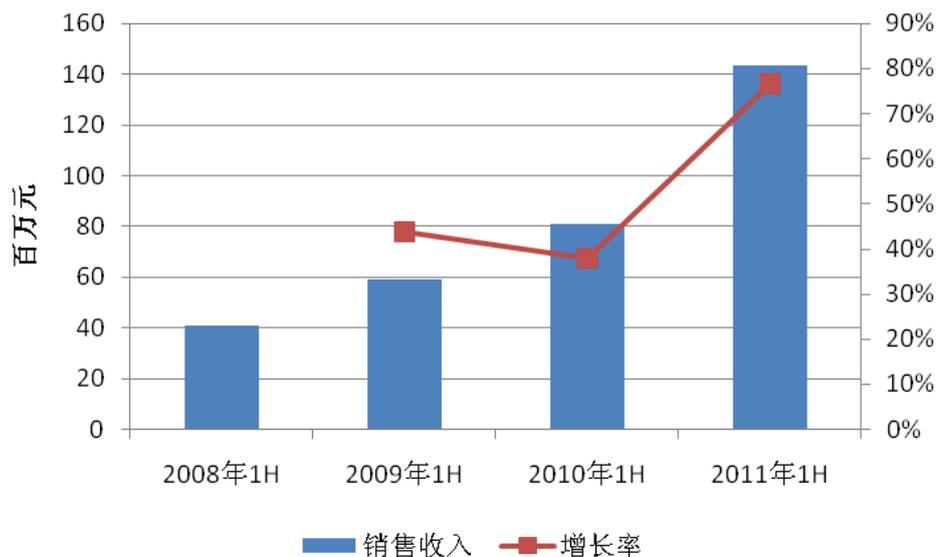
1.2 锅炉产品增长迅速，余热锅炉面临转型

1.2.1 锅炉业务增长 77.54%，锅炉订单中余热锅炉占比高

余热锅炉增长受益新建水泥生产线的快速增长。报告期内，公司锅炉及配件产品实现大幅增长，销售收入达 1.44 亿元，同比增长 77.54%。公司锅炉产品以余热锅炉为主，业绩的大幅上涨主要受益于 2010 年水泥新建生产线的快速增长。2010 年新建水泥生产线 210 条，这些水泥生产线均需要配套余热发电设备，2010 年公司余热锅炉新签订单 2.67 亿元，同比增长 69.63%。

公司余热锅炉产品向其他下游行业拓展。受水泥新建生产线呈逐渐减少的趋势影响，报告期内，锅炉产品新签订单 1.90 亿元，同比增长 11.77%，其中余热锅炉新签订单 1.37 亿元，同比下降 6.90%。目前，公司已逐步开始向钢铁等其他下游行业拓展余热锅炉的设计制造业务。

图 5：公司 2008 年-2010 年上半年锅炉产品收入增长情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

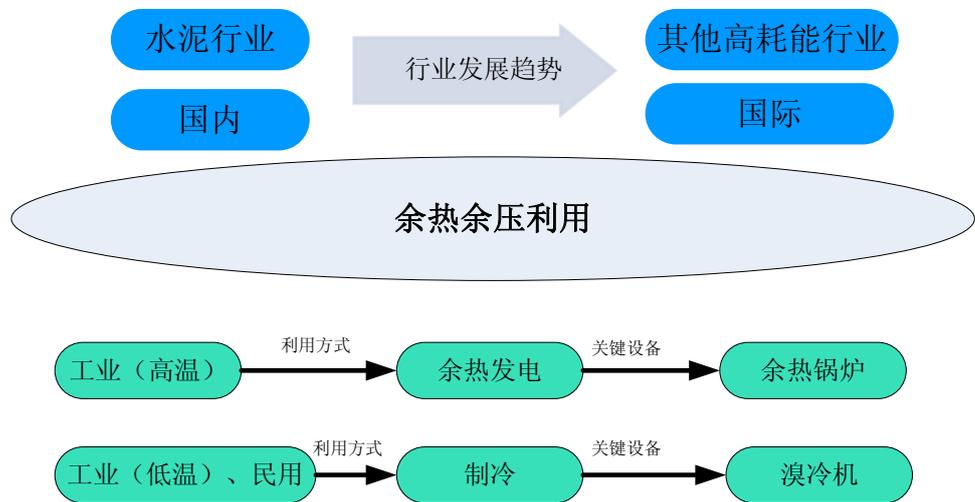
1.2.2 水泥市场需求减缓，余热锅炉行业面临转型

在高耗能产业中，最先应用余热余压设备的是水泥行业，在发展了7个年头后，国内水泥行业余热发电技术和规模都取得了长足的进步，目前市场空间有限。“十二五”期间，余热余压的利用将探索多元化发展模式。

一方面，我国水泥窑余热发电技术已经相当成熟，达到了国际先进水平，但在其他大部分高耗能行业内还处于起步阶段，“十二五”期间将逐步向冶金、玻璃、化工等其他高耗能领域推广。

另一方面，在国内水泥窑余热发电市场即将饱和的情况下，余热发电企业已经将目标投放到了国际市场，如印度、巴基斯坦、越南和韩国等。在国际市场上，除日本和我国台湾外，其他国家水泥余热发电普及率都不高。例如印度目前只有几条线配备了余热发电系统，水泥窑余热发电市场停留在中国2005年的水平。印度的水泥业发展蓬勃，基本上全部是新型干法生产线，均可以实施余热发电，市场潜力巨大。

图 6：余热余压主要利用方式及行业发展趋势



资料来源：东兴证券研究所

1.3 压力容器业务增长迅猛，订单同比增 643.59%

在压力容器方面，公司已经开发出高低压加热器、再生塔底重沸器、甲烷化炉、冷凝器、蒸发罐等产品。2009年7月经中国化工装备协会鉴定委员会鉴定，公司开发的114-C 甲烷化炉进出口换热器和127-C 氨冷凝器，其制造技术达到国内同类产品的领先水平，填补了国内空白。近年来，随着我国经济逐渐进入重工业化阶段，压力容器在能源化工领域，如石油化工、煤化工等行业的需求日益突出。

2011年上半年，公司压力容器业务增长迅猛，实现销售收入1662.31万元，同比增长339.61%。收入增速显著的主要原因是压力容器业务基数较小，市场拓展取得成效，收入增长明显。

表 1：公司 2008-2010 年压力容器销售收入情况

年份	中报（百万元）	中报增长率	年报（百万元）	年报增长率
2008 年	4.92	-	7.47	-
2009 年	8.44	71.54%	24.96	234.14%
2010 年	3.79	-55.09%	17.1	-31.49%
2011 年	16.62	338.52%	-	-

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 募投项目开始投产，产能释放助推业绩增长

2.1 募投项目投产，产能逐步释放

截至目前，公司两大募投基地基本建成。其中，首次公开发行募投项目“年产 5,000 台（套）润滑液压设备生产基地项目”，达产进程顺利。2010 年非公开发行募投项目“年产 1.5 万吨发电设备及压力容器生产线改扩建项目”（一期）基本达到 1 万吨的年生产能力，“年产 1.3 万吨余热发电设备生产线改扩建项目”（二期）开始投入生产，预计投产后两年可达到规划生产能力。

公司 2010 年非公开发行募投项目中，水泥窑余热锅炉为国内第二代水泥窑纯低温余热发电技术需求的余热锅炉，具有可利用低温（210℃）余热发电，余热利用充分、发电效率高、有效降低二氧化硫、氮氧化物等对大气的污染、减少导致温室效应的二氧化碳气体的排放、寿命长等先进特性。压力容器为公司开发的新型高端产品，具有大型化、高参数化（高温、高压、低温超低温、耐腐蚀）等特点。

表 2：公司募投项目情况

募投项目	项目类型	投资金额（万元）
年产 5,000 台（套）润滑液压设备生产基地项目	IPO 项目	16,936.00
技术研究开发中心建设项目	IPO 项目	1,988.00
1.5 万吨发电设备及压力容器生产线改扩建项目	非公开发行募投项目	14,988.00
1.3 万吨余热发电设备生产线改扩建项目	非公开发行募投项目	10,200.00

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2 人力资源需求提升，公司上下求贤若渴

募投项目建成后，公司以生产水泥窑余热锅炉为主、兼顾其他行业所需的余热锅炉产品，设计产能达到 2.5 万吨余热锅炉及 3,000 吨压力容器。随着公司募投项目的投产，公司对人力资源的需求有所提升。目前，受制于自贡市人力资源现状，公司技术及管理人员相对匮乏，尤其是压力容器的生产线对员工的技术水平要求较高，公司上下求贤若渴。预计随着招工的开始和设备的逐步到位，公司募投项目将逐渐达产。

3. 低毛利率产品占比提升，净利润增速压力较大

3.1 锅炉产品毛利率较低，占比逐步提升

公司自上市以来，产品结构较为稳定，2010年前，锅炉产品占比小幅增长，从2008年的34.85%增长至2010年的36.18%。受益于2010年新建水泥生产线的大幅增长，水泥余热锅炉需求大幅提升，2011年上半年公司锅炉产品销售收入占比上升约10个百分点，达到46.06%。润滑液压产品由于增速放缓，销售收入占比也下降至47.89%。

由于锅炉及配件产品毛利率较低，2011年上半年仅为16.63%，锅炉产品占销售收入比重的大幅增加导致公司综合毛利率水平下滑明显，同时，业绩增速较快的压力容器产品毛利率降低11.12个百分点，仅为15.77%。受此影响，公司2011年上半年综合毛利率下降4.83个百分点，至25.60%。

表 3：公司 2008-2010 年主要产品毛利率情况

产品	2008 中报	2008 年报	2009 中报	2009 年报	2010 中报	2010 年报	2011 中报
润滑液压设备(%)	44.11	43.6	47.68	41.4	33.36	35.41	34.55
锅炉产品(%)	42.19	30.49	22.33	21.3	24.92	18.99	16.63
容器产品(%)	43.2	35.4	43.03	35.69	39.02	17.33	15.77

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.2 西部大开发优惠税率持续有效，上半年所得税将获得返还

2011年上半年，公司利润总额为2747.62万元，同比增长35.22%，而归属母公司净利润为2097.48万元，同比仅增长24.46%，主要是由于税收优惠的延续政策出台较晚，公司上半年未享受所得税优惠。

在此之前，公司被认定为西部地区的鼓励类产业企业，减按15%的税率征收企业所得税，原有鼓励政策有效期至2010年底。而2011年的新政策直到8月4日才公布，因此公司2011年上半年所得税为650.13万元，同比增长87.48%。新政策颁布后，西部地区鼓励类产业企业税收优惠延续原政策标准，公司多缴纳的所得税将在后续得到返还。

4. 盈利预测

公司是液压润滑行业的龙头企业，在国内水泥建材行业市场占有率超过50%，主要液压润滑设备质量和品牌突出。同时，公司近年来开发了风电液压、润滑、冷却产品，受益风电行业的快速增长，预计公司风电产品有望成为公司利润增长点；

公司锅炉产品主要以余热锅炉为主，受益于2010年新建水泥生产线的快速增长，公司锅炉业务增长迅速，随着水泥行业增速的逐步放缓，预计公司锅炉产品增速将有所回落；

由于基数较小，公司压力容器产品增速迅猛，随着募投项目产能的逐步释放，以及公司对下游化工等行业市场的逐步开拓，预计公司压力容器产品将保持高速增长。

综合考虑以上因素，预计公司2011-2013年EPS分别为0.37元，0.44元和0.52元。

表 4：公司主要产品收入、成本预测

		2010A	2011E	2012E	2013E
润滑液压设备	销售收入 (百万元)	343.30	377.63	434.27	477.70
	销售成本 (百万元)	221.75	247.16	286.62	317.67
	毛利率	35.41%	34.55%	34.00%	33.50%
锅炉产品	销售收入 (百万元)	204.27	326.83	424.88	509.86
	销售成本 (百万元)	165.49	272.48	356.90	430.83
	毛利率	18.99%	16.63%	16.00%	15.50%
容器产品	销售收入 (百万元)	17.10	59.85	149.63	299.25
	销售成本 (百万元)	14.14	50.41	127.18	254.36
	毛利率	17.33%	15.77%	15.00%	15.00%

资料来源：东兴证券研究所

5. 公司估值

上市公司中，杭锅股份、华光股份、海陆重工的锅炉业务与公司相近，中南重工的压力容器业务与公司相近，公司业务横跨两类公司，由于以上两类公司估值水平相差较为明显，暂时按照折中原则给予公司 2011 年 35 倍 PE，对应目标价 12.95 元，首次给予推荐评级。

表 5：可比公司估值水平

证券代码	证券简称	收盘价 2011.8.11	EPS			PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
002534	杭锅股份	25.65	0.93	0.93	1.24	27.57	27.67	20.67
600475	华光股份	18.06	0.55	0.77	0.98	32.58	23.42	18.45
002255	海陆重工	32.49	0.98	1.30	1.68	33.25	24.97	19.29
002445	中南重工	35.2	0.40	0.80	1.12	88.31	43.73	31.37

资料来源：东兴证券研究所

6. 风险提示

公司锅炉产品以余热锅炉为主，下游集中在水泥行业，受水泥行业新建生产线放缓影响，公司余热锅炉业务面临市场转型风险。同时，公司在一定程度上受到人力资源限制，主要技术及管理人员匮乏，募投项目产能的释放进度有待进一步考察。

利润表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	568.73	764.31	34.39%	1,008.78	31.99%	1,286.81	27.56%
营业成本	402.65	570.05	41.57%	770.70	35.20%	1,002.86	30.12%
营业费用	45.52	45.86	0.74%	55.48	20.99%	64.34	15.96%
管理费用	56.72	74.14	30.70%	90.79	22.46%	109.38	20.47%
财务费用	2.77	2.48	-10.58%	4.80	93.72%	7.44	54.96%
投资收益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	52.92	68.49	29.41%	82.88	21.01%	97.72	17.90%
利润总额	60.15	75.19	25.00%	89.58	19.14%	104.42	16.57%
所得税	9.44	11.80	25.01%	14.06	19.14%	16.39	16.57%
净利润	50.71	63.38	25.00%	75.51	19.14%	88.02	16.57%
归属母公司所有者的净利润	50.71	63.38	25.00%	75.51	19.14%	88.02	16.57%
NOPLAT	46.95	59.82	27.42%	73.91	23.55%	88.64	19.93%
资产负债表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	132.98	175.79	32.19%	232.02	31.99%	295.97	27.56%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	162.61	209.40	28.77%	276.38	31.99%	352.55	27.56%
预付款项	39.71	39.71	0.00%	39.71	0.00%	39.71	0.00%
存货	233.23	327.97	40.62%	443.42	35.20%	576.99	30.12%
流动资产合计	640.04	843.52	31.79%	1,111.16	31.73%	1,417.82	27.60%
非流动资产	450.86	466.83	3.54%	480.93	3.02%	455.04	-5.38%
资产总计	1,090.89	1,310.34	20.12%	1,592.09	21.50%	1,872.86	17.64%
短期借款	58.20	75.82	30.28%	152.08	100.58%	183.76	20.83%
应付帐款	115.39	156.18	35.34%	211.15	35.20%	274.76	30.12%
预收款项	130.74	203.35	55.54%	299.19	47.13%	421.43	40.86%
流动负债合计	370.45	500.58	35.13%	743.04	48.44%	978.38	31.67%
非流动负债	8.37	18.66	122.89%	31.51	68.92%	46.14	46.40%
少数股东权益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	712.07	791.10	11.10%	817.53	3.34%	848.34	3.77%
净营运资本	269.58	342.93	27.21%	368.12	7.34%	439.44	19.38%
投入资本 IC	624.29	678.04	8.61%	724.51	6.85%	733.63	1.26%
现金流量表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	50.71	63.38	25.00%	75.51	19.14%	88.02	16.57%
折旧摊销	21.48	0.00	N/A	25.90	N/A	25.90	0.00%
净营运资金增加	57.16	73.35	28.33%	25.18	-65.67%	71.33	183.24%
经营活动产生现金流	11.47	42.52	270.82%	61.69	45.08%	83.00	34.54%
投资活动产生现金流	(62.41)	(40.79)	N/A	(40.70)	N/A	(0.70)	N/A
融资活动产生现金流	96.79	41.08	-57.56%	35.24	-14.23%	(18.35)	N/A
现金净增（减）	45.84	42.81	-6.61%	56.23	31.34%	63.95	13.73%

分析师简介

银国宏

中国社会科学院经济学博士，东兴证券研究所所长，从事投资策略研究，曾在中信建投（华夏）证券研究所从事投资策略研究 7 年，累计从业经历 15 年。

联系人简介

李根

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。