

公司研究

调研简报

首次评级：短期_强烈推荐，长期_A

把握余热锅炉爆发增长的机会

——川润股份(002272)调研简报

核心观点

1、 润滑液压设备：募投项目投产释放产能，收入将稳定增长

润滑液压设备给大型机械设备提供润滑和液压，主要市场在冶金矿山设备，电力行业，石化行业，工程机械，机床等行业，市场规模在 20 亿元/年左右。公司是行业内第一家上市公司，在建材行业有着明显的竞争优势，公司的润滑液压设备在建材水泥行业的市场占有率达 40% 以上。

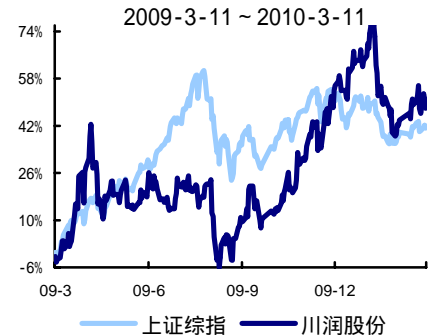
产能不足一直是公司润滑液压业务发展的瓶颈。但随着募投项目的建设，位于成都郫县的“5000 台套润滑液压设备生产基地”已基本建成，并投入试生产，初步形成 1600 台套的生产能力。另外，为加强业务协同管理，发挥资源集中的优势，公司实施了润滑液压生产能力的业务整合，将位于自贡公司本部的原润滑液压生产基地的人员、设备搬迁至成都募投基地，使公司目前合并产能达到 3000 台套。预计到 2010 年底，公司的产能将达到 6400 套/年。

在产能瓶颈得到缓解之后，公司将加大市场开拓的力度，积极进入冶金行业市场，预计公司润滑液压业务呈现稳定增长的态势，未来三年，该业务的复合增长率将能够达到 25% 左右，实现稳定增长。

2、 余热锅炉：需求开始爆发性增长，公司已在产能上做好了准备

余热发电是将工业生产中排出的大量废气通过余热回收装置—余热锅炉将废热进行热交换回收，产生过热蒸汽推动汽轮机实现热能向机械能的转换，从而带动发电机发电。在水泥生产线中，余热供电可满足水泥生产用电的 1/3 到 1/4，每吨水泥成本可降低 12-15 元，投资回收期在 3-4 年之间。国家已经强制新上水泥生产线安装余热发电设备。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	11370.00
流通A股(万股)	2643.85
52周内股价区间(元)	15.55-29.8
总市值(亿元)	27.94
总资产(亿元)	6.31
每股净资产(元)	4.45
目标价	6个月 12个月

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(万元)	32108	41467	57163	75134
同比增速(%)	22.79	29.15	37.85	31.44
净利润(万元)	5028	6203	8576	10365
同比增速(%)	15.20	23.38	38.24	20.87
EPS(元)	0.67	0.55	0.75	0.91
P/E	35.88	44.23	31.99	26.47

研究员 李元

电话：010-84183369

Email：liyuan@guodu.com

执业证书编号：S0940207080086

联系人 周红军

电话：010-84183380

Email：zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

从 09 年开始，水泥余热发电开始了爆发性增长。从市场规模来看，包括新建和改造的项目，水泥余热发电设备的市场规模可以达到 20 亿元/年。

公司自主研发了低温余热发电的全套设备，首套设备已经在四川的大型水泥企业—四川峨胜建成并使用。目前，公司定向增发募投项目一期已于 09 年 12 月建成投产，二期计划 10 年 4 月份投产，可形成 2.8 万吨/年的产能，为抓住这次市场机遇做好了准备。

从订单来看，目前公司余热发电设备的在手订单为 2.2 亿元，其中 09 年全年新签订单 1.4 亿元，这部分订单都会在 2010 年完成交货。2010 年全年，余热发电的收入有可能达到 2.5 个亿。2010 年，达到 4 个亿左右。最近三到五年，余热发电设备业务的复合增长率有望达到 50% 以上，成为公司主要的利润增长点。

3、风电润滑设备

按风电润滑设备 15 万元/台，10000 台/年计算，风电润滑设备的市场规模在 15 亿元左右。

公司是国内唯一研发风电润滑设备的企业，公司开发的 1.5 兆瓦风机润滑设备已于 08 年 12 月通过鉴定并推向市场，现获得订单 1200 万元。

但公司也表示，风电润滑设备的推广较为困难。风电润滑设备占风机总价的比例很低（不到 2%），属于重要零部件，风电整机企业目前仍倾向于使用进口产品，因此，公司的市场推广短期难以见到明显效果。

长期来看，风机国产化率提高是大趋势，公司产品质量基本与进口产品相当，价格、服务等各方面都具有明显优势，考虑到公司和东方电气、重齿、南高齿等重要风机企业都有长期的业务往来，我们认为，公司成功进入风电润滑市场的可能性还是很大的，风电润滑设备有可能在未来成为公司新的利润增长点。

4、盈利预测和投资建议

预计 09-11 年每股收益分别为 0.55，0.75，0.91 元，按 10 年计算的市盈率 32 倍。看好公司新能源业务和余热发电锅炉业务，给予“强烈推荐-A”的投资评级。

表 1：收入预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
润滑液压设备		26,335	33,709	41,125
同比增长(%)		33	28	22
毛利率(%)		46	46	46
锅炉部件和压力容器		15,132	23,454	34,008
同比增长(%)		25.8	55	45
毛利率(%)		23	23.5	23.5
收入合计(万元)		41,467	57,163	75,134

表 2：利润预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	32,108	41,467	57,163	75,134
营业收入	32,108	41,467	57,163	75,134
营业总成本	26,799	34,902	47,849	63,750
营业成本	19,577	25,872	36,145	48,224
营业税金及附加	197	249	343	451
销售费用	2,374	2,903	4,001	5,410
管理费用	3,719	5,428	6,860	9,016
财务费用	829	300	300	400
资产减值损失	102	150	200	250
公允价值变动净收益				
投资净收益				
营业利润	5,309	6,565	9,314	11,383
加：营业外收入	753	700	700	700
减：营业外支出	96	100	100	100
利润总额	5,966	7,165	9,914	11,983
减：所得税	938	962	1,338	1,618
净利润	5,028	6,203	8,576	10,365
减：少数股东损益				
归属于母公司所有者的净利润	5,028	6,203	8,576	10,365
每股收益(元)	0.67	0.55	0.75	0.91

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15% 以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15% 之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5% 以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化、化工	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			