

分析师：符彩霞

执业证书编号：A0220200010018

Tel: 010-59355924

Email: fucx@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)



川润股份 (002272.SZ)

余热锅炉推进如期进行

投资要点

● **预计中期液压润滑系统有望增长。**今年1季度公司风电润滑系统新签订单0.36亿元，传统领域的液压润滑系统新签订单0.55亿元。预计上半年风电润滑系统订单仍将快速增长，传统领域液压润滑系统订单略有下滑，整体液压润滑系统订单有望实现增长，全年收入增幅维持15%左右的预测。

● **余热发电锅炉强势增长。**余热锅炉属国家鼓励的重点节能产品，目前受宏观调控的影响还不是很大，公司前期累计取得了2个多亿的订单，预计上半年余热锅炉订单将保持快速增长之势，维持全年新增订单3亿元，收入1.5亿元的预测。

● **估值与评级。**公司属于余热锅炉的新进入者，目前正处于新产品放量推广阶段，上半年受政府补贴下降和折旧增加的影响盈利有所下滑，但未来增长路径还是比较清晰的。结合相对估值法与绝对估值法，我们认为公司未来一年的目标价为27.8元左右，维持推荐评级。

● **风险因素。**公司主要增长点余热锅炉和风电润滑系统均属新产品，未来订单情况、交货情况和毛利率情况可能达不到我们的预期。此外，传统业务领域的液压润滑系统订单未来可能受宏观调控牵连。

机械设备

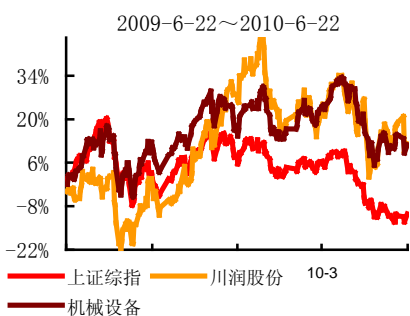
投资评级

本次评级：	推荐
跟踪评级：	维持
目标价格：	27.8

市场数据

市价(元)	22.15
上市的流通A股(亿股)	0.26
总股本(亿股)	1.14
52周股价最高最低(元)	15.55-29.8
上证指数/深证成指	2586.21/10309.60
2009年股息率	0.96%

52周相对市场表现



相关研究

《川润股份调研报告：余热锅炉订单增长迅速》，2010年4月26日。

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	409.59	549	670	817
增长率(%)	27.57	34.00	22.00	22.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	60.50	76	92	118
增长率(%)	20.33	24.92	21.60	28.40
毛利率(%)	35.95	34.26	33.84	34.68
净资产收益率(%)	13.82	15.41	16.81	17.75
EPS(元)	0.60	0.75	0.91	1.17
P/E(倍)	41.62	30	25	19
P/B(倍)	5.43	4.7	4.2	3.4

来源：公司年报、民族证券

1、预计中期液压润滑系统订单仍可保持增长

公司液压润滑系统目前主要用于水泥行业和风电行业，2010年前5月，国内水泥行业产量同比增长18.96%，增速虽然较2009年4季度有所回落，但仍属比较高的水平。根据统计局的数据，2010年前5月，水泥行业所属的非金属矿物制品业完成投资同比增长31.7%，增速高于社会平均水平。由于水泥行业被列为产能过剩行业，公司液压润滑系统在水泥行业的需求在1季度已显疲态，预计上半年水泥行业的液压润滑订单增幅不会太明显。

据中电联统计，2010年前5月，国内风电投资完成198亿元，新增风电装机容量307万千瓦，预计今年国内风电新增装机容量仍有望增长40%左右。公司用于风电的润滑系统自2009年取得突破以来，今年1季度发展较快，预计上半年来自风电的订单仍将保持大幅增长。维持整体液压润滑系统收入增长15%左右的判断。

2、余热锅炉保持强势增长

余热锅炉属国家鼓励的重点节能产品，目前受宏观调控的影响还不是很大，公司前期累计取得了2个多亿的订单，预计上半年余热锅炉订单将保持快速增长之势，维持全年新增订单3亿元，收入1.5亿元的预测。

3、中期盈利下降主要为补贴减少和折旧增加

公司之前已发中期盈利预减公告，预计中期盈利下降0%—50%之间，下降主要由于上半年政府补贴减少和折旧增加所致。根据公司经营情况，我们预计公司中期盈利降幅在20%—30%之间。

4、盈利预测

根据上述分析，公司各部分业务收入预测如表1所示。

表1：公司分部收入预测

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
分部收入					
润滑液压设备	198.01	275.14	316.41	363.87	400.26
锅炉部件	110.93	106.79	53.40	48.06	48.06
压力容器	7.47	24.96	27.46	30.20	33.22
余热锅炉			150.00	225.00	337.50
分部收入增长					
润滑液压设备	66.38%	38.95%	15.00%	15.00%	15.00%
锅炉部件	54.91%	-3.73%	-50%	-10%	0%
压力容器		234.14%	10%	10%	10%
余热锅炉				50%	50%
分部毛利率(%)					
润滑液压设备	43.6	41.4	41.50	41.50	41.50

锅炉部件	30.49	21.3	28.00	28.00	28.00
压力容器	35.4	35.5	35.5	35.5	35.5
余热锅炉			20.00	25.00	25.00

资料来源：民族证券。

据此初步预计公司 2010 年-2012 年收入分别为 5.49 亿元左右、6.7 亿元左右和 8.17 亿元左右，分别增长 34%、22%和 22%，净利分别为 0.76 亿元、0.92 亿元和 1.18 亿元，分别增长 25%、22%和 28%左右，每股收益分别为 0.75 元和 0.91 元和 1.17 元左右，详见表 2。

表 2：公司盈利预测表

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	321	410	549	670	817
主营业务成本	196	262	361	443	534
主营业务税金及附加	2	2	3	3	4
营业费用	24	34	38	47	57
管理费用	37	44	60	70	86
财务费用	8	4	3	5	6
资产减值损失	1	1	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	53	63	83	101	131
营业外收支	7	9	5	7	8
税前利润	60	72	89	108	139
所得税费用	9	11	13	16	21
净利润	50	61	76	92	118
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	50	61	76	92	118
EPS (元)	0.55	0.60	0.75	0.91	1.17

资料来源：民族证券。

5、公司估值与投资评级

相对估值法。考虑到公司股本偏小且具有节能环保概念，可给予 30 倍 PE，以此计算，公司未来一年的合理价值为 27.3 元。绝对估值法。假设无风险利率 3.0%，市场风险溢价 5.0%，边际税率 25%，付息债务占比 20.0%，则公司的加权资金成本为 6.9%，永续增长率为 2.0%。得出公司的每股价值为 28.3 元，详见表 3。综合分析，公司未来 12 个月的目标价为 27.8 元左右，维持推荐评级。

表 3：公司自由现金流预测

单位：%	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
NOPLAT	74	90	116	130	146
资产减值损失	0	0	0	0	0
折旧摊销	23	35	35	36	36
资本支出	(173)	(45)	(45)	(41)	(41)
营运资本支出	20	32	34	48	25
公司自由现金流	(57)	112	140	173	166

资料来源：民族证券

5、公司风险因素

公司主要增长点余热锅炉和风电润滑系统均属新产品，未来订单情况、交货情况和毛利率情况可能达不到我们的预期。此外，传统业务领域的液压润滑系统订单未来可能受宏观调控牵连。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	503	531	610	765
现金	85	47	96	207
应收账款	146	150	165	201
预付账款	71	90	110	134
其他应收款	10	12	15	18
存货	192	231	224	205
其他	0	0	0	0
非流动资产	325	476	486	497
长期投资	11	11	11	11
固定资产	3	3	3	3
无形资产	310	460	470	480
其他	2	2	3	3
资产总计	829	1,006	1,096	1,262
流动负债	291	367	431	512
短期借款	82	30	30	30
应付账款	114	157	190	232
其他	(1)	(1)	(1)	(2)
非流动负债	100	149	118	85
长期借款	100	149	118	85
其他	0	0	0	0
负债合计	391	516	549	597
少数股东权益	0	0	0	0
股本				
资本公积金				
留存收益				
归属母公司股东权益	438	491	547	665
负债和股东权益	829	1,006	1,096	1,262

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	24	122	163	192
净利润	61	76	92	118
折旧摊销	14	23	35	35
财务费用	4	3	5	6
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-54	20	32	34
其它				
投资活动现金流	-142	-173	-45	-45
资本支出	-142	-173	-45	-45
长期投资				
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	53	13	-69	-36
短期借款	90	39	-29	-31
长期借款	-32	0	0	0
普通股增加	0	-23	-35	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-4	-3	-5	-6
现金净增加额	-65	-38	49	111

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	410	549	670	817
营业成本	262	361	443	534
营业税金及附加	2	3	3	4
营业费用	34	38	47	57
管理费用	44	60	70	86
财务费用	4	3	5	6
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	63	83	101	131
营业外收支	9	5	7	8
利润总额	72	89	108	139
所得税	11	13	16	21
净利润	61	76	92	118
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	61	76	92	118
EBITDA	81	110	141	172
EPS (元)	0.60	0.75	0.91	1.17

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	27.57%	34.00%	22.00%	22.00%
营业利润	17.78%	33.45%	21.58%	28.82%
归属母公司净利润	20.34%	24.92%	21.60%	28.40%
获利能力				
毛利率	35.95%	34.26%	33.84%	34.68%
净利率	14.78%	13.77%	13.73%	14.45%
ROE	13.82%	15.41%	16.81%	17.75%
ROIC	9.21%	10.37%	12.24%	14.07%
偿债能力				
资产负债率	47.14%	51.25%	50.09%	47.30%
净负债比率				
流动比率	1.73	1.45	1.42	1.50
速动比率	1.07	0.82	0.90	1.10
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.55	0.61	0.65
应收帐款周转率	2.81	3.65	4.06	4.06
应付帐款周转率	2.31	2.30	2.33	2.30
每股指标(元)				
每股收益	0.60	0.75	0.91	1.17
每股经营现金	0.24	1.20	1.61	1.90
每股净资产	4.33	4.85	5.41	6.57
估值比率				
P/E	38	30	25	19
P/B	5.2	4.7	4.2	3.4
EV/EBITDA	28	21	16	13

分析师简介

1993 年华中理工大学机械本科，1999 年中国人民大学产业经济学硕士。2001 年进入证券行业，先后在长城证券金融研究所和民族证券研发中心从事机械行业及相关上市公司研究。

研究员负责公司举例：国电南瑞、荣信股份、湘电股份、川润股份、天威保变、许继电气、平高电气、东方电气、中国南车、时代新材和柳工等。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn