

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

跟踪报告

巨轮股份 (002031)

强烈推荐 (上调)

主营业务逆势增长，多元化探索积极进行

2009 年 06 月 11 日

现价 8.49 元

王合绪 机械行业高级研究员

021-62483458

wanghexu@pasc.com.cn

主要数据

行业	专用设备制造
公司代码	002031
公司网址	http://www.gr
总股本(万股)	24408.07
流通股(万股)	10328.42
流通市值(百万)	876.88
每股净资产(元)	2.97
净资产收益率(%)	1.31
总资产负债率(%)	48.61

相关研究报告

<<钢材价格上涨削弱盈利能力>>

<<竞争环境恶化，毛利率大幅下滑>>

<<原材料涨价和春节雪灾导致第一季度业绩下滑>>

<<业绩增长符合预期，国际销售等待突破>>

行情走势图



请务必参阅文后免责条款

独到见解

近日我们对巨轮股份继续进行跟踪，根据国内汽车及相关行业的发展态势及巨轮股份近年经营情况，进行了综合分析，我们认为公司 2009 年将面临积极的变化，业绩将较快增长，多元化探索有望获得突破，提高批评级至“强烈推荐”。

投资要点

1. 需求逆势增长

2009 年我国轿车销售火爆，带动轮胎和轮胎模具需求较快增长。同时，国际轮胎巨头在经济危机中加大了对中国制造模具采购量，出口不降反增。硫化机 2009 年产量可望突破 100 台，销售额有望超过 1 亿元。

2. 原材料跌价提高公司盈利能力

公司模具使用的主要材料模具钢和铝合金与去年相比都有明显降低，每套模具的材料成本将比去年降低 8000-17000 元。由于轮胎模具收入确认的滞后性，预计下半年毛利率将明显降低。

3. 多元化探索有望获得突破

公司一直在努力谋求对外合作和寻找战略性投资机会，通过国际合作或介入模具以外的产品来扩大公司规模，并储备了处于揭东开发区黄金地段足量发展用地，并已做好五通一平。一旦合作成功或有合适投资项目，将迅速推动公司业务发展。

4. 盈利预测与投资评级

公司 2009 年将继续享受所得税抵扣政策，同时由于公司的产品是国家鼓励的行业，享受到国家财政支持。我们预测 2009、2010 年每股收益 0.43 元和 0.54 元，考虑到公司销售的逆势增长和多元化探索可能的突破。我们认为公司短期能支撑 25 倍市盈率，半年目标价 10.75 元。中长期可以支撑 30 倍市盈率，一年目标价 12.9 元。提高投资评级至“强烈推荐”。

风险提示

1. 轮胎模具竞争造成的价格压力将降低公司盈利能力；
2. 多元化探索可能花费更长的时间才能突破。

12 月 31 日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万)	262.57	315.70	366.40	455.52	678.50	956.37
净利润(百万)	66.89	87.60	64.59	104.81	125.00	142.40
净利润增长率(%)	15.00	30.96	-26.27	22.16	-26.267	62.753
每股盈利(元)	0.36	0.36	0.26	0.43	0.51	0.59
市盈率(倍)	28.80	43.62	16.82	19.71	16.53	14.51
股息(元)				0.09	0.10	0.12
股息率(%)	0.00	0.63	1.80	0.20	0.20	0.20

一、需求——轮胎模具逆势增长

公司生产的轮胎模具根据轮胎的下游行业不同可以分为以下三类：一是轿车和商务车用轮胎模具（包括飞机轮胎模具和赛车轮胎模具），这类模具对应的轮胎使用的转速最高，动平衡要求最高，动平衡误差在5-50g以内。相应地对模具的精度要求最高；二是载重汽车轮胎模具，这类模具对应的轮胎使用转速低于第一类，动平衡要求也低于第一类，其动平衡必须在50-150g以内，相应地对模具的精度要求也低于第一种；第三种是工程车辆（矿用车和装载机等）用轮胎模具，这类模具对应的轮胎使用转速最低，动平衡要求也最低，但由于其规格超大，必须较高精度的大型机床配合专用夹具及超长刀具进行加工，应用高级软件UG进行编程，以确保合模定位精度，技术要求高，特别是巨胎模具，2007年以前一直依赖进口。其中第一类模具对应的轮胎一般是半钢胎，使用铝合金铸造工艺制造，其余两类模具对应的轮胎一般是全钢胎，使用钢刻花工艺制造。

2009年由于轿车尤其是小排量轿车销售火爆，导致半钢子午胎销售快速增长。同时，国内轮胎企业开始介入轿车胎的生产，轿车胎制造向中国转移的加速，从而带动公司的铝合金精密铸造模具销售快速增长。去年公司的铝合金精密铸造模具销量840套左右，2009年将超过1100套。2009年载重胎和工程胎由于下游行业重卡和装载机等产品的销售明显下滑，所以根据行业信息推断，公司的全钢子午线轮胎模具在2009年上半年估计出现约10%左右的下滑。但是由于精密铝合金模具单价高于全钢子午胎模具，而2008年按照金额来看，精密铝合金模具约占公司模具金额的一半，2009年精密铝合金模具销售估计会增长超过30%，所以我们预测上述增减抵销后公司全部模具产品销售累计增长将超过20%。

二、产能和产量——生产效率和产能不断提高

公司一直在努力通过信息化和柔性生产线的建设来提高产能。根据产能推测，公司的精密铝合金模具2009年将供不应求，产能不能满足订单需求。公司可以通过改造生产线填平补齐提高产能，2008年每月产能70套，2009年上半年可以提高到每月80套—120套。这样2009年精密铝合金模具年产能将达到1200套以上。比设计产能600套提高100%，比去年提高43%。

三、价格和毛利率——下半年毛利率将明显提升

公司的全钢模具由于山东一家民营企业的加入，竞争日趋激烈，去年在钢材价格大幅上涨的情况下，价格上调有限。上调之后的价格是每套16-18万元，但价格的上调远没有抵消钢价的上涨带来的成本的上升。钢价上涨后每套还是少赚5000元以上。但是据行业协会信息，铝合金精密铸造模具今年价格上涨了10%左右。而模具钢去年采购价格在9500到10500万元每吨，今年采购价7600到8100元之间。铝合金价格以39硅铝为例，去年采购价格是8万多元每吨，今年6.4万元每吨。如果按照现在的钢材和铝合金价格每套模具比去年将可以多赚8000到17000元。但是需要注意的是由于钢材采购一般要提前2个月以上，模具生产周期在45天左右，而模具交货后需要等到硫化试生产后才确认收入，因此去年的高价钢材将影响到今年前6个月的产品毛利率，7月份以后钢材才能反映今年钢材价格，预计成本将明显降低，毛利率将明显提升。

四、硫化机——2009年将快速增长

硫化机项目一直没有达到设计产能，2008年受金融危机影响，公司领导在网上交流会上说该项目有点“生不逢时”，但今年以来汽车及轮胎行业复苏迅速，我们估计2009年产量可达100台，那么硫化机2009年销售收入可望超过1亿元。2010年硫化机项目达产后产能将达到原预计的200台。

五、工程巨胎模具——最终产能将达到100套

世界工程巨胎的生产加速转移中国带来了国内巨胎模具需求量的快速增长，去年公司为青岛双星和时风集团各加工了4套工程巨胎模具并交付使用，为青岛双星生产的巨胎模具每套达到260万元，超过10套精密铝合金铸造模具售价。按照公司加工能力及轮胎模具行业同类产品生产能力以及市场需求判断，公司工程巨胎模具未来三年内产能将达到100套。

六、多元化——探索进行中

公司一直在努力谋求对外合作和寻找战略性投资机会，通过国际合作或介入模具以外的产品来扩大公司规模，并储备了处于揭东开发区黄金地段足量发展用地，并已做好五通一平。一旦合作成功或有合适投资项目，将迅速推动公司业务发展。

七、盈利预测与投资评级

公司2009年将继续享受固定资产和研发投入所得税抵扣等政策，同时由于公司的产品是国家鼓励的行业，享受到国家财政支持。我们估算2009年模具销售额将达到3.5亿元，硫化机销售额超过1亿元，毛利率将比2008年提高2个百分点以上。预测2009、2010年每股收益0.43元和0.54元，考虑到公司销售的逆势增长和多元化探索可能的突破。我们认为公司短期能支撑25倍市盈率，半年目标价10.75元。中长期可以支撑30倍市盈率，1年目标价12.9元。提高投资评级至“强烈推荐”。

附件一：盈利预测假设

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	
主要业务收入(百万)								
铝铸模	0.00	0.00	0.00	70.86	148.00	166.50	240.50	305.25
钢刻模	176.77	215.92	224.30	226.98	186.05	159.02	156.00	215.12
硫化机	0.00	0.00	2.14	2.31	15.00	112.00	264.00	400.00
其他	45.27	34.79	36.14	28.47	18.00	18.00	18.00	36.00
累计	222.04	250.71	262.58	328.62	367.05	455.52	678.50	956.37
产量(百套)								
铝铸模	0.00	0.00	0.00	4.05	8.00	9.00	13.00	16.50
钢刻模	10.71	13.09	13.59	13.27	11.40	9.70	9.50	13.10
硫化机	0.00	0.00	0.02	0.02	0.10	0.70	1.65	2.50
其他	2.52	1.93	2.01	1.58	1.00	1.00	1.00	2.00
累计	13.23	15.02	15.62	18.92	20.50	20.40	25.15	34.10
单价(万元)								
铝铸模	17.50	17.50	17.50	17.50	18.50	18.50	18.50	18.50
钢刻模	16.50	16.50	16.50	17.10	16.32	16.39	16.42	16.42
硫化机	130.00	130.00	130.00	130.00	150.00	160.00	160.00	160.00
其他	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00
平均	16.79	16.69	16.81	17.37	17.90	22.33	26.98	28.05
毛利率(%)								
铝铸模	50.00	50.00	49.74	48.21	38.65	42.65	42.05	42.05
钢刻模	41.51	39.57	44.30	42.50	36.00	38.50	37.50	37.5
硫化机	25.00	25.00	23.40	19.92	19.94	21.50	22.50	22.5
其他	56.00	60.00	50.00	40.00	45.00	50.00	55.00	55
综合	44.27%	42.45%	45.13%	43.49%	36.80%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
毛利(百万元)								
铝铸模	0.00	0.00	0.00	34.16	57.20	71.01	101.13	128.36
钢刻模	73.38	85.44	99.36	96.47	66.98	61.22	58.50	80.67
硫化机	0.00	0.00	0.50	0.46	2.99	24.08	59.40	90.00
其他	25.35	20.87	18.07	11.39	8.10	9.00	9.90	19.80
累计	98.73	106.31	117.94	142.48	135.27	165.32	228.93	318.83

附件二：财务报表

损益表（百万元，元/股）	2007	2008	2009E	2010E	2011E	资产负债表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	315.7	366.4	455.5	678.5	956.4	流动资产					
营业收入增长率	20.2%	16.1%	24.3%	48.9%	41.0%	货币资金	220.3	178.9	45.6	67.9	140.6
营业成本	178.4	231.6	278.8	(228.9)	(318.8)	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业税金及附加	2.5	2.9	3.6	5.3	7.5	应收票据	28.1	28.1	15.8	46.9	55.5
主营业务利润	134.8	132.0	173.2	902.1	1,267.7	应收账款	107.2	119.8	151.8	224.0	317.2
主营业务利润率	42.7%	36.0%	38.0%	133.0%	132.6%	预付款项	28.5	12.8	29.9	(18.6)	(30.1)
主营利润增长率	15.9%	-2.1%	31.2%	421.0%	40.5%	其他应收款	0.7	1.3	1.3	2.1	2.9
股权激励费用						存货	98.4	110.0	143.1	(113.1)	(160.6)
销售费用	6.5	6.0	8.4	11.9	17.2	待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
管理费用	39.2	46.8	57.4	81.4	117.6	其他流动资产	(28.1)	(28.1)	(15.8)	(46.9)	(55.5)
财务费用	22.2	30.6	10.7	5.0	(2.5)	流动资产合计	455.2	422.7	371.7	162.2	270.0
资产减值损失	1.3	0.9	1.0	1.1	1.0	非流动资产：					
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
对联营和合营企业的投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	长期应收款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
汇兑净收益	(0.5)	(1.4)	(0.8)	(0.9)	(1.1)	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	65.5	47.5	95.6	802.7	1,134.3	投资性房地产	1.1	1.0	0.7	0.9	0.9
营业利润率	20.7%	13.0%	21.0%	118.3%	118.6%	固定资产	468.5	583.7	612.7	695.8	683.2
营业利润增长率	-0.8%	-27.4%	101.1%	740.0%	41.3%	无形资产	190.1	183.4	186.4	191.5	185.8
加：营业外收入	29.4	21.0	24.0	24.8	23.3	开发支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
减：营业外支出	0.2	1.5	0.7	0.8	1.0	商誉	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	94.6	67.0	118.8	826.7	1,156.6	长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
减：所得税	7.0	2.6	14.3	99.2	138.8	递延所得税资产	3.0	3.1	2.9	3.0	3.0
净利润	87.6	64.4	104.6	132.6	172.4	其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
减：少数股东损益	0.0	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5	非流动资产合计	780.3	843.2	839.2	910.4	884.0
归属于母公司的净利润	87.6	64.6	104.9	133.0	172.9	资产总计	1,235.4	1,265.8	1,210.9	1,072.6	1,154.0
净利润率	27.7%	17.6%	23.0%	19.6%	18.1%	流动负债：					
净利润增长率	2216.0%	-2626.7%	6236.4%	2683.2%	2999.5%	短期借款	334.0	315.1	168.9	34.9	0.0
EPS（当年股本）	0.36	0.26	0.43	0.54	0.71	应付票据	0.0	0.0	8.2	(1.8)	(5.4)
EPS（最新股本摊薄）	0.36	0.26	0.43	0.54	0.71	应付账款	40.7	56.0	74.4	(53.8)	(81.1)
						预收款项	7.2	11.1	7.4	18.0	22.3
现金流量表（百万元）						应付职工薪酬	2.3	2.3	6.6	(2.5)	(5.5)
经营活动现金净流量	77.8	122.5	108.0	232.4	152.9	应付税费	8.4	0.1	10.5	(4.3)	(5.5)
投资活动现金净流量	-172.5	-93.5	-30.7	-112.2	-23.0	应付股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
融资活动现金净流量	217.6	-70.4	-210.7	-97.8	-57.2	其他应付款	7.7	1.1	13.2	(5.0)	(8.0)
外汇变化引致现金变化						一年到期的非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
当年现金净流量	122.9	-41.4	-133.4	22.3	72.7	其他流动负债	0.7	0.6	1.4	(0.6)	(1.2)
期初现金余额	97.4	220.3	178.9	45.6	67.9	流动负债合计	401.0	386.2	290.7	(15.1)	(84.4)
期末现金余额	220.3	178.9	45.6	67.9	140.6	非流动负债：					
重要指标速览						长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PEG	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	应付债券	171.8	153.4	108.4	144.5	135.5
P/B	3.1	2.9	2.6	2.2	1.9	长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/S	7.4	6.4	5.1	3.2	2.2	递延所得税负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBIT	20.0	24.2	17.8	9.2	6.7	其他非流动负债	7.7	10.4	10.8	9.6	10.3
EV/EBITDA	14.6	15.8	14.1	7.9	5.8	非流动负债合计	179.5	163.8	119.2	154.2	145.7
EV/FCFF	-205.5	67.2	26.6	3.0	2.1	负债合计	580.5	550.0	409.9	139.0	61.3
ROE	14.6%	9.4%	13.8%	15.3%	17.1%	股东权益：					
ROA	8.1%	5.1%	8.4%	11.6%	15.5%	实收资本	241.4	244.1	244.1	244.1	244.1
ROIC	8.8%	7.4%	9.4%	19.4%	23.5%	资本公积金	144.7	162.5	162.5	162.5	162.5
毛利率	43.5%	36.8%	38.8%	133.7%	133.3%	减：库存股					
销售净利率	27.7%	17.6%	23.0%	19.5%	18.0%	未分配利润及其他	219.4	253.3	328.2	447.9	590.2
资产负债率	47.0%	43.4%	33.9%	13.0%	5.3%	少数股东权益	0.6	0.8	0.5	0.1	(0.4)
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.6	0.9	归属于母公司所有者权益	654.3	715.1	800.5	933.5	1,093.1
固定资产周转率	0.7	0.7	0.8	1.0	1.4	股东权益合计	654.9	715.9	801.0	933.6	1,092.7
						负债及股东权益总计	1,235.4	1,265.8	1,210.9	1,072.6	1,154.0

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257