

分析师： 刘元瑞

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 吕越超 (8621)68751765 lvyuechao.cjsc@gmail.com

国际化战略渐显峥嵘

事件描述

2010年5月25日巨力索具发布超募资金使用情况公告，公司将使用超募资金投资以下项目：

- 拟投入超募资金 1,0210.85 万元设立巨力索具欧洲公司、巨力索具美国公司、巨力索具澳大利亚公司、巨力索具韩国公司和巨力索具新加坡公司等五个海外全资子公司；
- 拟投入超募资金 4,000 万元收购巨力集团有限公司持有的巨力集团徐水钢结构工程有限公司 92.5%的股权，收购完成后巨力索具将持有巨力钢构 100%的股权；
- 拟投入超募资金 500 万元收购上海浦江缆索工程有限公司 100%的股权；

我们认为，通过本次收购及海外全资子公司的设立，一方面公司将有助于公司进一步丰富产品系列，提升产品竞争力，另一方面，公司的国际化战略布局开始启动，未来将逐步打入空间更大的海外市场。

相关报告：

2010年3月31日 深度报告 《颇具潜力的全能吊装方案供应商》

事件评论

第一，国际化战略渐显峥嵘

本次公司拟投入 1,0210.85 万元投资设立巨力索具欧洲公司、巨力索具美国公司、巨力索具澳大利亚公司、巨力索具韩国公司和巨力索具新加坡公司等五个海外全资子公司，实现了欧洲、北美、澳洲、东亚四大区域的战略布局，为拓展空间更为广阔的国际市场奠定了基础。

2009 年国内索具产品的消费量约为 100 亿人民币，据统计国际市场的索具产品年消费量可达 1000 亿元。目前，公司已经在相关区域设立了代表处，升级为子公司后，公司将改变以往过于依赖经销商的海外销售模式，加大直销比例。我们认为公司未来在海外市场的竞争优势主要体现在以下几个方面：

- 1) 价格优势。与国外同类产品相比，巨力索具部分产品的价格比国外产品低 20%-30%，部分产品的价格甚至仅为国外产品的 1/2-1/5，拥有十分明显的价格优势。
- 2) 产品系列优势。国外的索具生产企业大多专注于单一种类的索具产品的生产，如英国的 Bridon、美国的 Crosby 等。公司目前是世界上产品系列最全的索具制造商，产品涉及合成纤维吊装带索具、钢丝绳索具、钢丝绳、索具连接件、梁式吊具、钢拉杆、缆索、冶金夹具、链条索具和索具设备等 10 大类产品，产品性能均达到或接近世界先进水平，可以满足客户一站式采购需求。

- 3) 服务优势。除具备全系列的索具产品制造能力外，公司还具备较强的吊装方案设计能力，先后参与了包括长江三峡工程、岭澳核电组件吊装方案、海上石油平台吊装方案、神州卫星吊装方案、列车救援方案、南海一号古沉船打捞方案等多项国家重点工程吊装方案制定。在加大直销比例后，公司在方案设计方面的服务优势将在竞争中逐步体现出来。

第二，外延式扩张助力产品竞争优势提升

公司利用超募资金分别收购徐水钢结构工程有限公司以及浦江缆索工程有限公司 92.5%及 100%的股权，我们认为本次收购在扩大产品经营范围的同时，也有助于提升公司产品的协同效应。

徐水钢结构工程有限公司的主营业务为钢结构产品的生产、销售及施工，具有钢结构工程专业承包二级资质证书，公司 2009 年实现销售收入 13,372 万元，净利润 501 万元，本次收购一方面将减少关联交易，增厚公司盈利能力，另一方面，也为公司未来向整套设备制造领域的拓展埋下了伏笔，我们预计 2010 年徐水钢结构有望实现销售收入 2 亿元以上，净利润 1000 万，增厚公司 2010 年 EPS 0.02 元。

表 1：徐水钢结构工程主要财务数据 (单位：万元)

项目	2009	2008	2007
总资产	16,789	7,251	7,399
净资产	4,262	3,762	3,755
营业收入	13,372	2,779	2,603
净利润	501	70.5	0.5

资料来源：公司公告，长江证券研究部

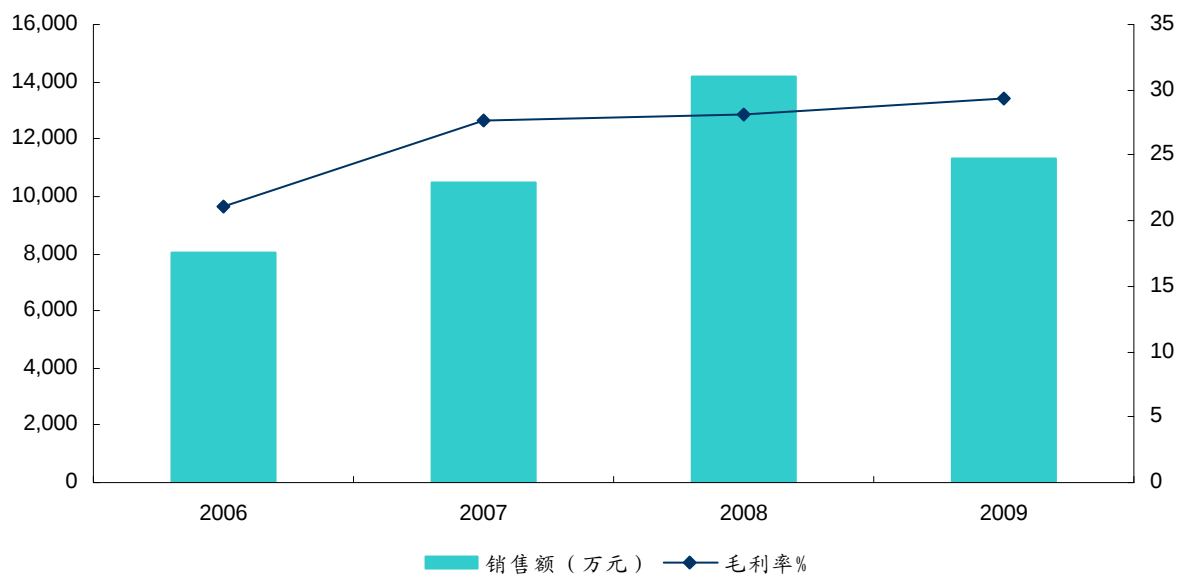
浦江缆索工程有限公司主要从事索结构的工程施工，包括索的安装、防护、维修、检测。公司是国内第一家采用现场缠绕螺旋线技术解决风雨震的企业，并为抗风雨震的双螺旋拉索提供了实践范例，现有的设备和人员储备能同时进行 2 座（主跨 300-700 米）斜拉桥拉索的安装、一座 400 米以上悬索桥的安装。本次收购后，公司将具备完整的缆索生产、安装、防护、维修、检测能力，缆索业务的竞争优势和盈利能力有望得到进一步的提升。

表 2：浦江缆索主要财务数据

项目	2009	2008	2007
总资产	1300	1301.9	1017.7
净资产	353.2	335.1	230.1
营业收入	930.1	780.1	968.9
营业利润	14.4	16.3	16.3

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 1: 缆索业务收入及毛利率变动



资料来源: Wind, 长江证券研究部

第三，募投项目年中达产，新一轮快速增长有望在下半年启动

产能瓶颈是制约公司近两年快速发展的最主要因素,近两年公司主要产品的产能利用率均以达到或超过了 100%,2007 年开始,公司利用自筹资金先行启动了新一轮的产能扩张,预计到 2010 年中期,公司的募投项目年产 6.6 万吨钢丝绳及 2.4 万吨钢丝绳索具项目、年产 0.9 万吨链条及 0.6 万吨链条索具项目以及利用超募资金建设的 5 万吨金属索具项目即可建成达产,届时公司的产能将达到 25.3 万吨,是目前产能的 2.58 倍,我们预计新一轮的快速增长将在下半年启动。

表 3: 公司扩产项目统计

序号	扩产项目	项目投资 (万元)	09 年毛 利率%	当前产能 (万吨)	产能增量 (万吨)	09 年单价 (元/吨)	预增收入 (万元)
1	年产 6.6 万吨钢丝绳	50,000	30	2.0	5.1	8,119	41,400
	年产 2.4 万吨钢丝绳索具项目		52.7	1.05	2.25	19,024	42,750
2	年产 0.9 万吨链条及 0.6 万吨链条索具项	18,000	57.9	0.07	0.57	39,182	22,330
	新增钢拉杆 2.5 万吨		48.4	1.18	2.0	12,447	24,894
3	冶金夹具和梁式吊具 1 万吨、	25,000	46.4	1.1	0.3	15,074	4,522
	索具连接件 1.5 万吨,		31.2	0.775	1.4	18,951	26,531

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第五，维持“推荐”评级

综上,我们预计 2010—2012 年公司 EPS 为 0.55、0.73 及 1.07,对应的 PE 分别为 31.5、23.6 和 16.2 倍,公司在所属的行业内拥有独特的难以复制的竞争优势,且行业未来成长空间较大,维持“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)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1336	2024	2643	3390	货币资金	308	202	264	339
营业成本	841	1254	1617	2061	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	496	770	1027	1329	应收账款	306	463	605	776
% 营业收入	37.1%	38.1%	38.8%	39.2%	存货	271	409	527	672
营业税金及附加	6	10	13	16	预付账款	82	124	160	204
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	153	231	301	386	流动资产合计	966	1199	1557	1991
% 营业收入	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	85	130	169	217	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	长期股权投资	3	3	3	3
财务费用	24	91	132	106	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.8%	4.5%	5.0%	3.1%	固定资产合计	1198	4844	4569	4063
资产减值损失	5	10	9	11	无形资产	138	132	125	119
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	2	1	2
营业利润	222	309	412	604	其他非流动资产	1	1	1	1
% 营业收入	16.6%	15.3%	15.6%	17.8%	资产总计	2309	6180	6256	6178
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	667	2921	2498	1737
利润总额	223	309	412	604	应付款项	380	557	719	916
% 营业收入	16.7%	15.3%	15.6%	17.8%	预收账款	44	67	87	112
所得税费用	32	46	62	91	应付职工薪酬	32	47	61	78
净利润	191	263	351	513	应交税费	3	5	6	9
归属于母公司所有者					其他流动负债	9	14	19	24
的净利润	191.4	262.9	350.5	513.1	流动负债合计	1134	3612	3390	2876
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	206	206	206	206
EPS (元/股)	0.40	0.55	0.73	1.07	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	51	51	51	51
经营活动现金流净额	204	621	1097	1351	负债合计	1392	3869	3647	3134
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	917	2310	2608	3044
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	917	2310	2608	3044
固定资产投资	-289	-4020	-426	-334	负债及股东权益	2309	6180	6256	6178
其他	5	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-284	-4020	-426	-334		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.399	0.548	0.730	1.069
股权融资	0	1170	0	0	BVPS	2.62	6.60	7.45	8.70
银行贷款增加 (减少)	177	2254	-423	-760	PE	43.28	31.51	23.63	16.15
筹资成本	44	-131	-185	-183	PEG	1.11	0.81	0.61	0.41
其他	-88	0	0	0	PB	6.59	2.61	2.32	1.98
筹资活动现金流净额	133	3294	-608	-943	EV/EBITDA	30.02	14.35	8.56	6.36
现金净流量	54	-106	62	75	ROE	20.9%	11.4%	13.4%	16.9%

分析师介绍

吕越超，上海交通大学机械与动力工程学院工学学士，上海财经大学金融学硕士，目前在长江证券从事机械行业研究。

刘元瑞，长江证券行业研究员

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
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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

长江证券系列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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，不代表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的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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、刊发，需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。