

24 July 2010 | 5 pages

巨轮股份(002031)
硫化机产能持续释放，“买入”评级
——巨轮股份调研跟踪报告

姓名：史海昇
 86-21-64718888-1805
 zsyj@stocke.com.cn

执业证书编号：S1230209120122

本报告导读：

- 硫化机产能持续释放，逐步成为公司业绩的关键增长点
- 子午线轮胎模具出口收入大幅增长

投资要点：
■ 硫化机产能持续释放，逐步成为公司业绩的关键增长点

公司液压式硫化机项目于 09 年下半年达到 200 台的年产能，随着工人熟练程度的提升以及各种关键设备的陆续到位，规模效应和产能会持续释放，出货量将快速增加。

目前硫化机在手订单约 250 台，生产日程已排至明年 7 月份；上半年公司硫化机交货了 50 台，预计下半年又可交货 100 台，全年乐观估计在 150 台，约可贡献收入 2 亿元，收入占比将从 09 年的 9% 提升至 10 年的 30% 以上。

国内液压式硫化机年需求量约在 1700 台，其中 80% 依靠进口；未来液压式硫化机的增长动力主要来自进口替代和对机械式硫化机的替代。目前液压式硫化机生产企业主要有桂林橡机、益阳橡机、三明橡机和巨轮股份四家，总产能约在 400 台，巨轮占据一半左右。

从我们对这四家企业的上游关键零件供应商和下游客户调研得到的信息来看，无论是技术实力、产品性能还是交货期方面，巨轮都优于其它三家企业，竞争优势较为明显。

■ 子午线轮胎模具出口收入大幅增长

公司 1 季度出口收入在 3000 万元左右，预计上半年出口收入已达到 09 年全年的水平。由于出口毛利率在 50%，远高于国内的 35%，因此公司逐步将国外市场作为子午线轮胎模具产品的主要发展方向，目标是出口收入占比达到 50%，目前只在 20% 左右，提升空间很大。

■ 钢材价格下跌、人民币升值利好公司毛利率水平提升

公司主导产品硫化机和子午线轮胎模具钢材成本占比达到 40% 以上，因此钢材价格下跌有利于公司盈利能力的提升。同时，硫化机关键零件（主要为液压件）进口成本占到 30%，而公司直接出口比重只在 20% 且出口毛利率高，因此综合看来，人民币升值对公司是利大于弊。

■ 可转债项目扩大硫化机产能和培育新的增长点

公司即将发行的 3.5 亿可转债项目主要用于新增 120 台液压式硫化机产能和 500 套大型工程车轮胎及特种轮胎模具产能。两个项目的建设期都在二年，预计 12 年可形成产能，目前公司已利用部分自有资金进行厂房建设和关键设备的购置。

评级：
买入
上次评级：
买入
当前价格：
¥ 9.44

单季度业绩	元/股
1Q/2010	0.07
2Q/2010	
3Q/2010	
4Q/2010	

股价走势

相关报告

《巨轮股份（002031）：具备弱周期投资特性，业绩稳定快速增长》
 —2010.4.26

《巨轮股份（002031）：10 年业绩将有爆发式增长—调研简报—2010.4.16

《巨轮股份（002031）：出口、硫化机产能释放拉动 1 季度业绩大幅增长—1 季报点评》—2010.4.13

告撰写人：史海昇
数据支持人：许光兵




■ 公司战略规划之一是 2011 年总产值达到 10 亿元

公司在 2008 年对未来三年产值作出战略规划：到 2011 年，公司总产值要达到 10 亿元，其中子午线轮胎模具、成型鼓和胶囊模具等产值达到 7 亿元，硫化机产品产值 3 亿元。公司目前主要通过扩大子午线轮胎模具等传统产品的出口收入规模以及提高硫化机产能来增收增利。同时，公司也努力培育的新的业绩增长点，如新增 500 套大型工程车轮胎及特种轮胎模具产能项目，以及正打算进入的轮胎成型机领域。

■ 盈利预测

假设 1：为谨慎考虑，我们按照硫化机 10 年 120 台，11 年 200 台，12 年 300 台确认收入，单价按照 150 万元计算。同时，随着规模效应的增强和工人熟练程度的提高，硫化机毛利率水平可实现稳中有升，10-12 年分别为 35.24%、36.02%和 36.44%。

假设 2：10-12 年子午线轮胎模具国内收入年均增速为 10%，出口增速分别为 70%、30%和 35%，出口收入占比分别达到 29%、33%和 37%左右。由于出口产品附加值高，因此随着出口占比的提升，子午线轮胎模具的毛利率水平会有一定幅度的提高，10-12 年分别为 39.18%、39.71%和 40.22%。

假设 3：公司 07-09 年营业外收入均值在 2600 万元，但由于国家增值税返还政策终止，公司营业外收入会有较大程度的下降，因此 10-12 年我们按照 1500 万元计算。

基于以上假设，公司 10-12 年净利润年均增速可达到 42%，综合毛利率保持在 39%以上。在以上假设中，我们未考虑大型工程车轮胎和特种轮胎模具对公司 12 年的利润贡献。（此次预测较上次有所下调，主要是基于谨慎考虑，我们下调了 10 年硫化机确认收入的台数和未来 3 年营业外收入的数额）。

■ 投资建议

我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.51、0.68 和 0.88 元，对应目前股价的 PE 分别为 19 倍、14 倍和 11 倍。按照 11 年 20 倍 PE 计算，对应一年的目标价为 13.6 元，维持“买入”评级。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	408	634	828	1078
同比(%)	11.2%	55.5%	30.7%	30.2%
归属母公司净利润	83	135	179	234
同比(%)	28.6%	63.0%	32.4%	30.4%
毛利率(%)	37.3%	39.2%	39.4%	39.7%
ROE(%)	8.9%	13.0%	15.1%	17.1%
每股收益(元)	0.31	0.51	0.68	0.88
P/E	30.15	18.50	13.97	10.72
P/B	2.69	2.40	2.11	1.83
EV/EBITDA	18	14	11	9

数据来源：浙商证券研究所





资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	515.20	804.44	1007.61	1345.23	营业收入	407.60	633.97	828.33	1078.42
现金	174.38	341.10	401.52	521.45	营业成本	255.75	385.31	501.61	650.48
应收账款	111.25	163.52	215.65	284.42	营业税金及附加	2.99	4.87	6.30	8.13
其它应收款	2.01	2.24	3.28	4.47	营业费用	7.49	12.68	15.32	19.63
预付账款	87.38	71.72	100.04	161.15	管理费用	49.99	79.88	103.46	132.65
存货	113.65	177.10	226.73	296.50	财务费用	22.25	17.55	19.81	21.75
其他	26.52	48.76	60.39	77.25	资产减值损失	0.97	1.09	1.00	1.02
非流动资产	851.39	811.06	766.20	721.51	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	615.78	610.77	591.10	564.12	营业利润	68.16	132.59	180.83	244.76
无形资产	176.84	168.91	157.29	146.38	营业外收入	27.98	15.00	15.00	15.00
其他	58.76	31.39	17.81	11.01	营业外支出	0.16	0.16	0.16	0.16
资产总计	1366.59	1615.50	1773.82	2066.74	利润总额	95.99	147.43	195.67	259.61
流动负债	365.89	462.45	430.68	496.24	所得税	12.56	12.01	16.40	25.62
短期借款	293.36	382.83	350.76	413.48	净利润	83.43	135.42	179.27	233.98
应付账款	56.05	56.01	56.03	56.02	少数股东损益	0.36	0.04	0.08	0.38
其他	16.49	23.62	23.89	26.74	归属母公司净利润	83.07	135.38	179.20	233.60
非流动负债	69.06	107.21	155.64	198.93	EBITDA	150.64	186.96	239.99	306.05
长期借款	45.00	90.00	135.00	180.00	EPS (元)	0.31	0.51	0.68	0.88
负债合计	434.96	569.66	586.32	695.17	主要财务比率				
少数股东权益	1.12	1.17	1.24	1.62	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	265.27	265.27	265.27	265.27	成长能力				
资本公积	293.14	293.14	293.14	293.14	营业收入	11.2%	55.5%	30.7%	30.2%
留存收益	372.09	486.25	627.84	811.54	营业利润	43.4%	94.5%	36.4%	35.4%
归属母公司股东权益	930.51	1044.67	1186.26	1369.95	归属于母公司净利润	28.6%	63.0%	32.4%	30.4%
负债和股东权益	1366.59	1615.50	1773.82	2066.74	获利能力				
现金流量表					净利率	20.4%	21.4%	21.6%	21.7%
单位:百万元					ROE	8.9%	13.0%	15.1%	17.1%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	7.1%	11.7%	14.4%	16.6%
经营活动现金流	157.15	67.57	99.39	78.71	偿债能力				
净利润	83.43	135.42	179.27	233.98	资产负债率	31.8%	35.3%	33.1%	33.6%
折旧摊销	60.22	36.82	39.35	39.53	净负债比率	77.79%	83.00%	82.85%	85.37%
财务费用	22.25	17.55	19.81	21.75	流动比率	1.41	1.74	2.34	2.71
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.10	1.36	1.81	2.11
营运资金变动	-10.11	-115.52	-142.43	-214.83	营运能力				
其它	1.36	-6.71	3.38	-1.73	总资产周转率	0.31	0.43	0.49	0.56
投资活动现金流	-140.60	3.37	5.55	5.18	应收账款周转率	4	5	4	4
资本支出	140.60	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	4.57	6.88	8.95	11.61
长期投资	0.00	0.02	-0.01	-0.00	每股指标 (元)				
其他	0.01	3.39	5.54	5.17	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.51	0.68	0.88
筹资活动现金流	-30.02	95.78	-44.52	36.04	每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.25	0.37	0.30
短期借款	-21.74	89.47	-32.07	62.72	每股净资产(最新摊薄)	3.51	3.94	4.47	5.16
长期借款	45.00	45.00	45.00	45.00	估值比率				
普通股增加	21.19	0.00	0.00	0.00	P/E	30.15	18.50	13.97	10.72
资本公积增加	130.67	0.00	0.00	0.00	P/B	2.69	2.40	2.11	1.83
其他	-205.14	-38.69	-57.45	-71.67	EV/EBITDA	18	14	11	9
现金净增加额	-13.47	166.72	60.42	119.93					





浙商证券

浙商证券研究服务团队

服务
毛亚莉
+86 21 6431 8893
maoyali@stocke.com.cn

服务
魏志羽
+86 21 6471 8888-1106
weizhiyu@stocke.com.cn

服务
徐路鹏
+86 21 6471 8888-1700
xulupeng@stocke.com.cn

服务
张燕华
+86 21 6471 8888-1287
zhangyanhua@stocke.com.cn

服务
金肖男
+86 21 6471 8888-1824
jinxn@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品
邱小平
+86 21 6471 8888-1701
qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金
陆靖昶
+86 21 6471 8888-1254
lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券
鲍翔
+86 21 6471 8888-1105
baoxiang@stocke.com.cn

信息技术
李思明
+86 21 6474 6780
lisiming@stocke.com.cn

信息技术
张雷
+86 21 6471 8888-1740
zhanglei@stocke.com.cn

宏观策略团队

首席经济学家
闻岳春
+86 21 6471 6089
wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析
潘立彬
+86 21 6431 6026
panlibin@stocke.com.cn

宏观
李瑞
+86 21 6471 8888-1211
lirui@stocke.com.cn

策略研究
王伟俊
+86 21 6471 8888-1277
wangweijun@stocke.com.cn

策略研究
张延兵
+86 21 6431 8952
zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业
戴方
+86 21 6471 8888-1219
daifang@stocke.com.cn

银行业金融行业
黄薇
+86 21 6471 8888-1813
huangwei@stocke.com.cn

中药 生物制药行业
金嫣
+86 21 6471 8888-1241
jinyan@stocke.com.cn

大宗医药行业
姜恩铸
+86 21 6471 8888-1121
jiangenzhu@stocke.com.cn

农林牧渔行业
张俊宇
+86 21 6471 8888-1801
zhangjunyu@stocke.com.cn

食品、饮料行业
葛越
+86 21 6471 8888-1281
geyue@stocke.com.cn

家电、传媒行业
刘迟道
+86 21 6471 8888-1225
liuchidao@stocke.com.cn

电力设备行业
史海昇
+86 21 6471 8888-1737
shihaisheng@stocke.com.cn

汽车行业
马春霞
+86 21 6471 8888-1270
machunxia@stocke.com.cn

机械行业
许光兵
+86 21 6471 8888-1805
xuguangbing@stocke.com.cn

煤炭行业
田加伟
+86 21 6471 8888-1117
tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业
代鹏举
+86 21 6471 8888-1206
daipengju@stocke.com.cn

有色行业
林建
+86 21 6471 8888-1286
linjian@stocke.com.cn

钢铁行业
范飞
+86 21 6471 8888-1119
fanfei@stocke.com.cn

交通运输行业
李冬
+86 21 6471 8888-1807
lidong@stocke.com.cn

商贸行业
程艳华
+86 21 6471 8888-1212
chengyanhua@stocke.com.cn

旅游行业
王禾
+86 21 6471 8888-1740
wanghe@stocke.com.cn

通信行业
徐昊
+86 21 6471 8888-1702
xuhao@stocke.com.cn

公用事业行业
袁佳平
+86 21 6471 8888-1814
yuanjiaping@stocke.com.cn





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%-10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64718888

浙商证券网址：www.stocke.com

