

联系人：吕越超 (8621) 68751765 lvyc@cjsc.com.cn

分析师：刘元瑞

执业证书编号：

S0490209080266

期待产能释放后的增长

事件描述

2010年7月29日巨力索具公布了2010年半年报，公司中期主要经营业绩如下：

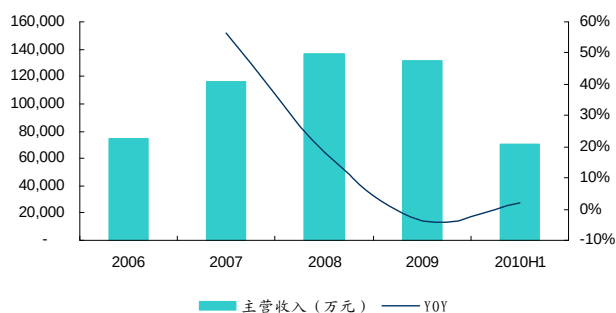
2010年上半年公司实现营业收入7.02亿元，同比增长2.16%；实现归属于母公司净利润1.18亿元，折合每股收益0.21元，同比增长2.59%，业绩基本符合我们的预期。

事件评论

第一，产能束缚收入、利润增长，毛利率保持稳定

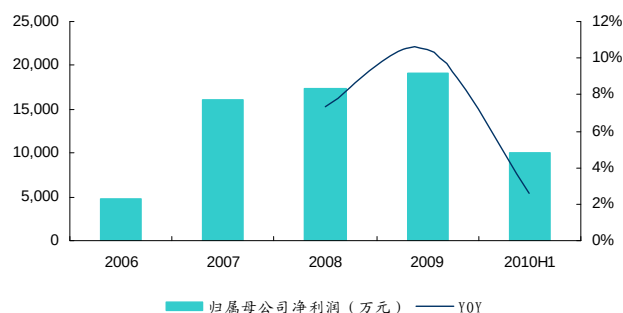
2010年上半年公司主营业务结构基本稳定，实现营业收入7.02亿元，同比增长2.16%；实现归属于母公司净利润1.18亿元，同比增长2.59%；募集项目仍未达产，受产能约束，收入、净利润同比几乎无增长。

图 1：公司营业收入同比增长 2.16%



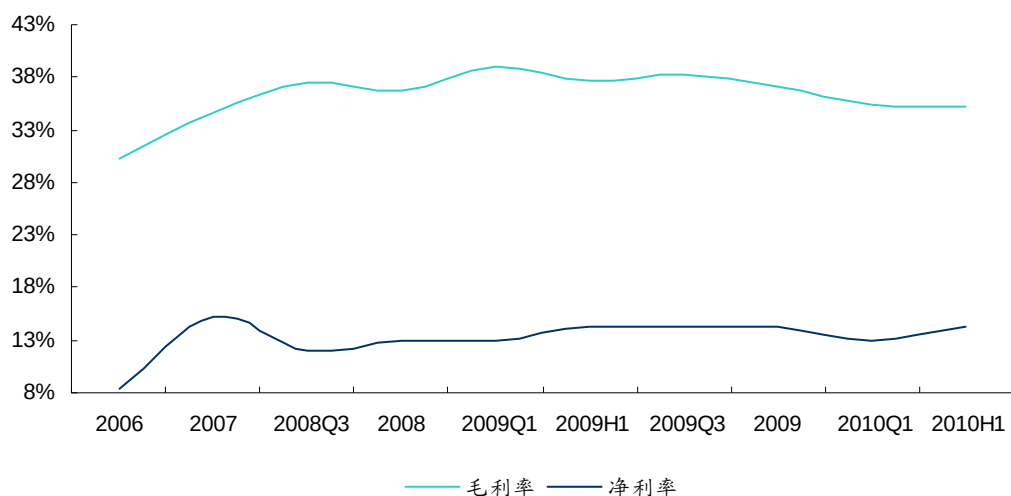
资料来源：长江证券研究所

图 2：公司净利润同比增长 2.59%



资料来源：长江证券研究所

公司上半年综合毛利率 35.26%，与一季度基本持平，较去年同期下降 2.35%；净利率 14.26%，较一季度提高 1.30%，与去年同期持平。

图 3：公司综合毛利率和净利率变动


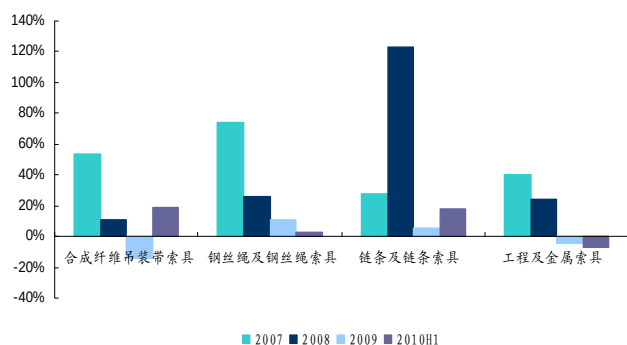
资料来源：公司公告，长江证券研究部

分产品看，合成纤维吊装带索具收入同比增长 18.85%，毛利率为 21.35%，较去年同期大幅下降 6.99%；链条及链条收入同比增长 17.61%，毛利率较去年同期上升 0.25%；钢丝绳及钢丝绳索具收入同比小幅上涨 2.68%，毛利率较去年同期下降 4.72%；工程及金属索具收入同比下降 6.80%，毛利率则较去年同期上升 1.91%。

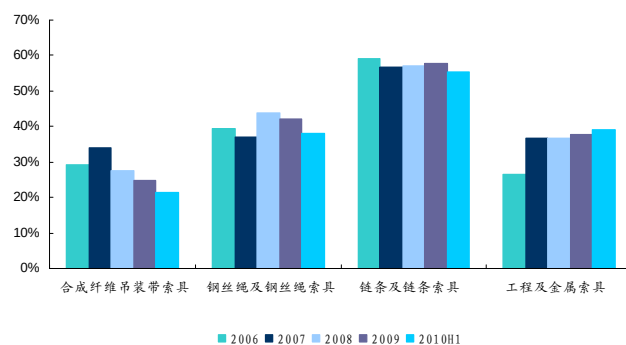
表 1：公司 2010 年上半年分产品收入和毛利率变动

分产品	营业收入 YOY	毛利率	毛利率同期增减
合成纤维吊装带索具	18.85%	21.35%	-6.99%
钢丝绳及钢丝绳索具	2.68%	38.03%	-4.72%
工程及金属索具	-6.80%	39.07%	1.91%
链条及链条索具	17.61%	55.53%	0.25%
合计	2.16%	35.26%	-2.35%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：公司分产品收入同比增长率变动


资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 5：公司分产品毛利率变动


资料来源：公司公告，长江证券研究所

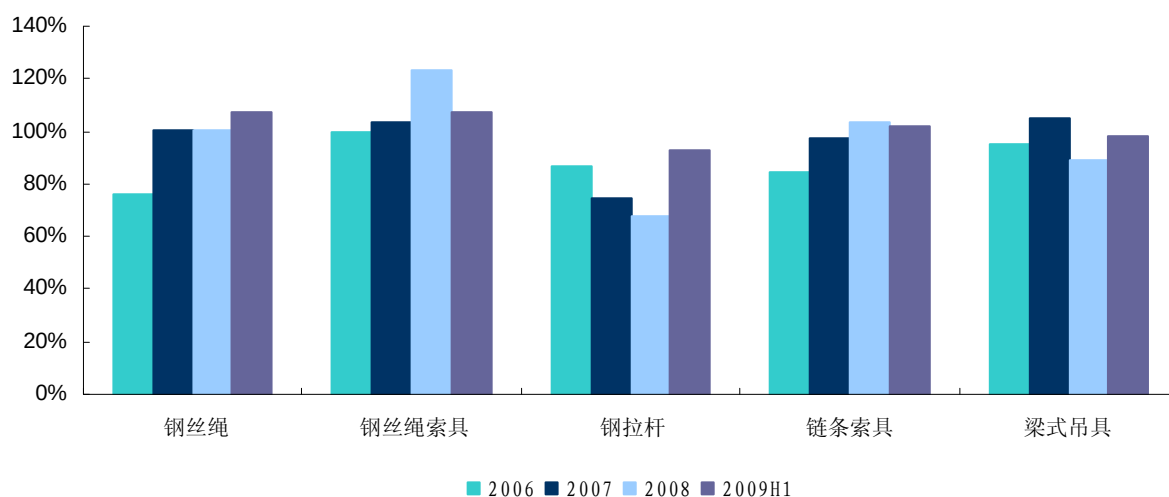
2010 年中期公司应收账款为 3.45 亿元，较年初大幅增加 5,352 元，主要是公司规模及销售收入扩大所致。由于公司客户基本为中大型企业，从历史上看，公司的应收账款风险很小；公司 2010 年中期计提坏账准备 172 万，较 09 年同期减少 100 万元。

2010 年中期公司预收账款为 4,425 万元，较年初小幅增加 53 万，我们由此推断公司在手订单基本保持稳中略升。

第二，期待募投项目达产后的增长

产能是限制公司业务增长的主要瓶颈，作为国内索具行业的龙头，公司依靠技术和品牌优势，主要产品供不应求。从历史上看，公司多次针对主要产品扩大产能，部分产品在扩产当年产能利用率即超过 100%，显示了旺盛的市场需求。我们认为，募集项目未达产造成的产能瓶颈是公司 10 年销售收入增长缓慢的主要原因。根据公司公告，目前募投项目累计投资占比达到 70%以上，预计年底可以达产，届时公司产能不足的问题将得到解决。

图 6：公司主要产品产能利用率



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 2：募投项目投资情况

募投项目	投资预算 (万元)	报告期 投入金额	累计投资	累计投 资占比	预计达产时间
年产 6.6 万吨钢丝绳及 2.4 万吨钢丝绳索具项目	50,000	7,741.89	38,631.74	77%	2010.12.31
年产 0.9 万吨链条及 0.6 万吨链条索具项目	18,000	518.23	12,777.04	71%	2010.12.31
合计	68,000	8,620.12	51,408.78	76%	-

资料来源：公司公告，长江证券研究部

募投项目将打破产能瓶颈，大幅提升公司业绩。公司扩产的项目包括募投项目——钢丝绳及钢丝绳索具和链条索具扩产项目以及已于 2007 年启动的 5 万吨金属索具扩产项目，预计年内即可完工。产能全部释放后，公司整体产能将翻番。另外，值得注意的是，公司扩产项目基本为公司有较强优势的产品，议价能力强，产品毛利高，随着高毛利产品产能的释放，公司的综合毛利率将稳步提升。

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		52.7	1.05	2.25	19,024	42,750
	索具项目						
2	年产 0.9 万吨链条及	18,000	57.9	0.07	0.57	39,182	22,330
	0.6 万吨链条索具项		48.4	1.18	2.0	12,447	24,894
	新增钢拉杆 2.5 万吨		46.4	1.1	0.3	15,074	4,522
3	冶金夹具和梁式吊具	25,000	31.2	0.775	1.4	18,951	26,531
	1 万吨						
	索具连接件 1.5 万 吨，						

资料来源：公司公告，长江证券研究部

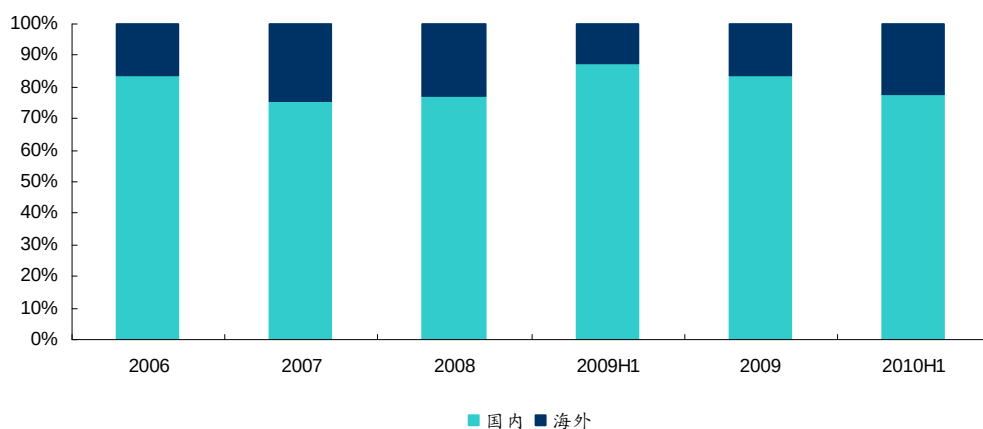
第三，看好公司的国际化战略

公司设立海外子公司，加速拓展海外市场。在报告期内，公司用超募资金 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。

作为国际索具行业领先企业，公司在价格和产品序列方面竞争优势明显，海外市场前景广阔。相比于国内 100 亿的年索具产品消费量，国际市场索具产品年消费量可达 1000 亿元。

- 公司是世界上产品序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；
- 公司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，价格优势明显；

设立子公司后，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，促进公司海外市场业绩。2010 年上半年公司海外市场销售收入达 1.5 亿元，占比达到 22%。

图 7：公司出口占比


资料来源：长江证券研究部

第四，维持“推荐”评级

预计 2010—2012 年公司 EPS 分别为 0.46、0.66 和 0.87，结合 7 月 28 日收盘价对应的 PE 分别为 35.4、24.4 和 18.5 倍，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	1695	2213	2838	货币资金	308	595	469	529
营业成本	841	1097	1418	1809	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	496	597	795	1029	应收账款	306	388	506	649
% 营业收入	37.1%	35.3%	35.9%	36.3%	存货	271	358	463	590
营业税金及附加	6	8	11	14	预付账款	82	109	141	180
% 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	193	252	324	流动资产合计	966	1450	1579	1949
% 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	108	142	182	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	25	9	10	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.8%	1.5%	0.4%	0.3%	固定资产合计	1198	1547	1872	2079
资产减值损失	5	5	7	9	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	1	1	1
营业利润	222	257	374	492	其他非流动资产	1	1	1	1
% 营业收入	16.6%	15.2%	16.9%	17.3%	资产总计	2309	3133	3580	4151
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	667	0	0	0
利润总额	223	257	374	492	应付款项	380	488	631	805
% 营业收入	16.7%	15.2%	16.9%	17.3%	预收账款	44	56	73	94
所得税费用	32	39	56	74	应付职工薪酬	32	41	53	68
净利润	191	219	318	418	应交税费	3	4	6	7
归属于母公司所有者的净利润	191.4	218.9	318.0	418.3	其他流动负债	9	13	16	21
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	1134	602	779	995
EPS (元/股)	0.40	0.46	0.66	0.87	长期借款	206	206	206	206
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	204	258	353	461	其他非流动负债	51	51	51	51
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	1392	860	1037	1252
收回现金					归属于母公司	917	2273	2543	2899
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-289	-417	-422	-328	股东权益	917	2273	2543	2899
其他	5	0	0	0	负债及股东权益	2309	3133	3580	4151
投资活动现金流净额	-284	-417	-422	-328	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	1170	0	0	EPS	0.399	0.456	0.662	0.872
银行贷款增加 (减少)	177	-667	0	0	BVPS	2.62	6.49	7.27	8.28
筹资成本	44	-58	-57	-72	PE	40.52	35.44	24.39	18.54
其他	-88	0	0	0	PEG	1.36	1.19	0.82	0.62
筹资活动现金流净额	133	446	-57	-72	PB	6.17	2.49	2.22	1.95
现金净流量	54	287	-126	60	EV/EBITDA	28.23	20.65	15.36	11.82
					ROE	20.9%	9.6%	12.5%	14.4%

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

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。