

事项

公司披露三季度报，主要利润指标如下：

财务指标(百万元)	1-9月	同比	7-9月	Q3 同比
营业总收入	524.26	36.15%	188.48	21.95%
净利润	78.04	8.18%	26.17	-11.88%
每股收益(元)	0.2	11.11%	0.07	0.00%

数据来源：公司三季度报

点评

➤ 硫化机业务带动营业收入高增长

轮胎模具业务较平淡。受制于下游汽车行业的低迷，前三季度国内轮胎产量同比增速仅为 5.4%。尽管三季度报并未披露实际数据，但我们估算公司的子午线轮胎活络模具业务的前三季度收入同比增速预计也在 5% 左右。

硫化机业务提供新成长因子。公司的高精度液压式硫化机项目凭借高性价比优势在今年快速打开市场，200 台的年产能在上半年就已被订单合同全部锁定。我们预计第三季及下半年公司的硫化机业务收入同比增速大致在 80% 左右，受此推动，公司前三季和第三季实现营业总收入同比增速分别高达 36% 和 22%。预计硫化机业务在总收入中的占比已由去年全年的 25% 提升至今年前三季的 38%。

➤ 所得税及财务费用因素致增收不增利

所得税率暂按 25% 征收。公司高新技术企业资格复审已公示，但资格证书和正式文件尚未下发，所以报告期内公司的企业所得税暂按 25% 的税率进行预缴，导致前三季所得税费用较去年同期增加约 944 万元，增幅约 125%。

发债及贷款利率提高导致财务费用激增。报告期公司成功发行可转换公司债券，计提了应付转债利息及利息补偿；同时，受国家宏观经济政策调控因素影响，银行贷款利率有所提高。这两项因素共同导致公司前三季财务费用较去年同期增加约 2098 万元，增幅约 105%。

➤ 第三季毛利率快速提升

公司前三季经营毛利率约为 37%，其中第一、第二季分别为 35.6% 和 36%，但第三季毛利率快速提升至 39.1%。我们认为，这一方面得益于主要原材料钢材等价格的回落，另一方面预计是硫化机业务产能利用率提升后规模效应的显现。

预计第三季公司的模具制造业务与液压式硫化机业务的毛利率分别约 40% 和 37%。

➤ 其他财务指标也印证了硫化机业务的扩张

公司的应收帐款三季度末净额较年初增长 32.05%，缘于硫化机产品受到客户认可，销售大幅度增长；应付帐款期末余额较年初增长 68.28%，亦缘于订单增加推动原材料采购大幅增加。此外，公司的存货较年初增加了约 42.98%。

巨轮股份 002031 2011-10-26

评级 推荐（首次）

目标价格 8.25 元

当前价格(11月26日) 6.72 元

基础数据

总市值(百万元) 2674

总股本/流通股本(百万) 397.91/299.21

流通市值(百万元) 2011

每股净资产(元) 2.88

净资产收益率(%) 6.81

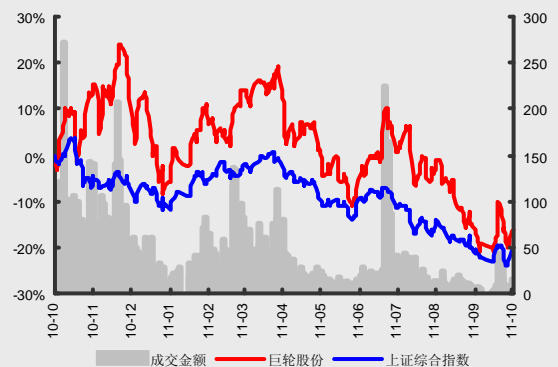
交易数据

52 周内股价区间(元) 6.21-9.73

市盈率(2011E) 20

市净率(MRQ) 2.33

52 周走势图



研究员 张志鹏

联系人 张宇

执业编号 S0820209120024

E-mail zhangyu@ajzq.com

电话 021-32229888-3502

➤ **可转债项目落实，为新一轮的成长奠定基础**

公司的可转债已于8月份上市，面值总额约3.5亿元，期限五年。根据募投规划，所得资金将主要用于1)大型工程车轮胎及特种轮胎模具扩产项目和2)高精度液压式轮胎硫化机扩产项目。

项目1达产后，公司工程胎及特种胎模具的年产能将由目前的190套提升至690套，其中工程轮胎和特种胎的模具的年产能将由现有的100套和90套的水平，分别提升至400套和290套。项目2达产后，公司的高精度液压式轮胎硫化机年产能将由目前的200台提升至320台。

➤ **双轮驱动模式将助公司未来既稳又快地成长**

由于硫化机业务已顺利度过培育期并进入爆发式增长期，公司盈利已经由此前的轮胎模具单轮驱动顺利转型为“轮胎模具+硫化机”的双轮驱动模式，大大增强了公司经营稳定性。同时可转债募投项目的推进，又将进一步打开公司的产能瓶颈，从而推动其未来数年又稳又快地成长。

➤ **首次关注，给予推荐评级**

我们预测公司2011-2013年EPS分别为0.33元、0.42元、0.57元，考虑到公司新业务结构已经成型，双轮驱动之下，未来成长性明确。目前公司股价6.72元，动态PE约20倍，存在一定的低估，故给予“推荐”评级，6个月目标价8.25元。

表2 主要财务数据预测 单位：百万元

单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	407.60	569.41	757.32	893.64	1251.09
增长率(%)	11.25%	39.70%	33.00%	18.00%	40.00%
归属母公司股东净利润	83.07	106.03	133.37	166.58	226.61
增长率(%)	28.61%	27.64%	25.79%	24.90%	36.04%
每股收益(EPS)	0.21	0.27	0.33	0.42	0.57

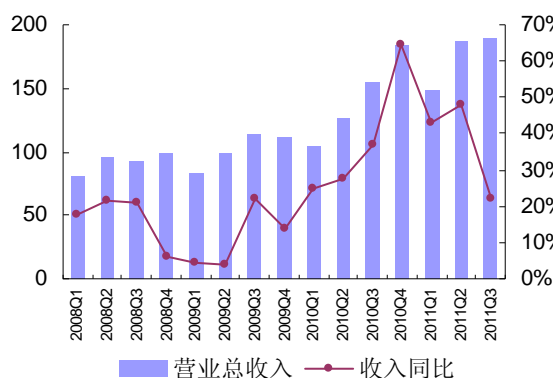
注：隐含的关键假设为可转债所投项目的投产期为2013年一季度。

数据来源：WIND & 爱建证券预测

风险提示：

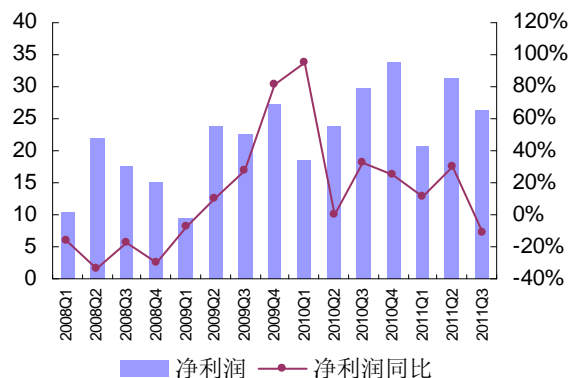
- 1) 新项目进度可能慢于预期
- 2) 硫化机业务市场拓展可能低于预期

图1 公司各季度营业收入及增速 单位：百万元



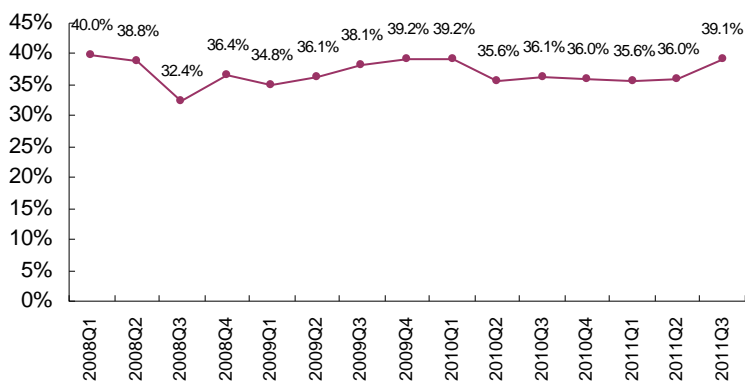
数据来源：WIND

图2 公司各季度净利润及增速 单位：百万元



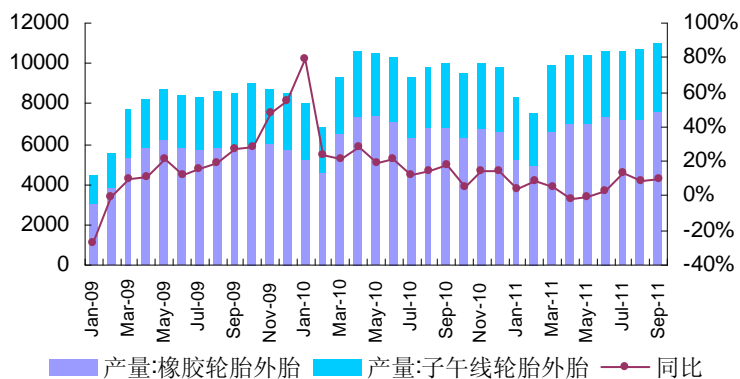
数据来源：WIND

图3 公司各季度毛利率情况（2008Q1-2011Q3）



数据来源：WIND & 爱建证券整理

图4 中国轮胎月度销量及同比增速 单位：万条



数据来源：WIND & 爱建证券整理

表3 公司三大表预测 单位：百万元

利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	407.60	569.41	757.32	893.64	1251.09
减：营业成本	255.75	361.41	472.95	548.69	790.69
营业税金及附加	2.99	3.75	4.99	5.88	8.24
营业费用	7.49	10.41	15.15	16.53	25.02
管理费用	49.99	55.88	75.73	89.36	125.11
财务费用	22.25	29.65	31.56	37.15	35.38
资产减值损失	0.97	1.94	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	68.16	106.37	156.95	196.02	266.66
加：其他非经营损益	27.82	13.37	0.00	0.00	0.00
利润总额	95.99	119.75	156.95	196.02	266.66
减：所得税	12.56	13.69	23.54	29.40	40.00
净利润	83.43	106.05	133.40	166.62	226.66
减：少数股东损益	0.36	0.02	0.03	0.04	0.05
归属母公司股东净利润	83.07	106.03	133.37	166.58	226.61
资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	170.77	276.85	163.24	276.57	272.06
应收和预付款项	227.17	325.60	290.82	433.71	587.45
存货	113.65	123.84	251.84	184.01	444.07
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	1.02	12.60	11.22	9.84	8.46
固定资产和在建工程	670.28	783.99	778.87	743.74	620.61
无形资产和开发支出	176.84	171.00	151.34	131.69	112.03
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1359.73	1693.88	1647.33	1779.56	2044.68
短期借款	293.36	519.13	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	65.68	98.25	123.58	134.34	234.22
长期借款	45.00	45.00	395.00	395.00	395.00
其他负债	24.06	15.04	15.04	15.04	15.04
负债合计	428.10	677.42	533.61	544.38	644.26
股本	265.27	265.27	265.27	265.27	265.27
资本公积	293.14	293.14	293.14	293.14	293.14
留存收益	372.09	456.90	554.12	675.55	840.74
归属母公司股东权益	930.51	1015.31	1112.54	1233.97	1399.15
少数股东权益	1.12	1.15	1.18	1.22	1.27
股东权益合计	931.63	1016.46	1113.72	1235.18	1400.42
负债和股东权益合计	1359.73	1693.88	1647.33	1779.56	2044.68
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	157.47	82.18	213.23	255.63	72.28
投资性现金净流量	-140.60	-144.47	-100.00	-80.00	0.00
筹资性现金净流量	-30.02	178.40	-226.84	-62.29	-76.80
现金流量净额	-13.15	116.05	-113.61	113.33	-4.51

数据来源：WIND & 爱建证券预测

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准:

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上
推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%
中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内
回避: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上
中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间
弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。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, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有, 未经书面许可, 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, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“爱建证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。