

2010年01月18日

江苏宏宝 (002071)

锻件业务值得期待,股权投资雪中送炭

评级: 增持 (首次)

价值区间: 8.0~14.0

投资要点:

■ 09年三四季度业绩回暖,全年扭亏并盈利200万左右。2009年下半年配件五金出现良好销售态势,工具五金订单逐步回暖。第三季度的单季度净利润为380万元,四季度业绩仍保持了健康回暖趋势,预计全年可扭亏并盈利200万元。

■ 逐步降低对出口的依赖,提高自力更生能力。金融危机使公司调整发展战略,即以新材料、新工艺、新技术提高公司产品档次,在进一步强化国际市场的同时,以“宏宝”品牌为依托积极开拓国内市场。

■ 工具五金产能利用率恢复,自主品牌打开市场。五金工具目前的产能利用率已经回复到100%,一些低端产品将逐步剥离或外包。自主品牌产品销售的毛利率远高于贴牌销售,开拓自主品牌市场将是工具五金业绩增长的新动力。

■ 内燃机连杆加工继续保持优势,毛利率大幅提升。随着国内汽车市场景气度不断攀升,2010年公司的连杆生产可实现至少50%的增长。随着销售量的提高,毛利率也加速提高,连杆生产的综合毛利率可提高到17%。

■ 新募投资项目发展展望。高铁建设高峰期将给公司高速铁路锻件项目带来发展机遇。新募投资项目“20万件高铁锻件项目”达产后可增加年收入2亿元。该项目2010年下半年或有部分产出。

■ 摆脱单纯盈利模式,股权投资健康运营。公司持有200万股新朋股份或将增厚2010年公允价值4000万元。

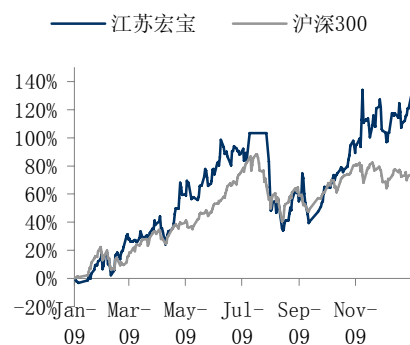
■ 盈利预测与估值。预计2010年和2011年每股收益分别为0.15元和0.19元。考虑公司的成长性和良好的股性,及股权投资收益带来的溢价,我们认为公司合理股价为8.0~14.0元。

✍ 黄海方

☎ 0512-62938653

✉ shih@gsjq.com.cn

江苏宏宝与沪深300指数走势比较图



市场数据 2010年1月18日

总股本(万股)	12268.00
流通A股(万股)	11950.75
收盘价(元)	10.62
6个月换手率(%)	422.08

财务数据 2009.3Q

主营收入(亿元)	2.10
净利润(亿元)	-0.03
摊薄每股收益(元)	-0.03
每股净资产(元)	2.5800

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	347.43	302.26	362.72	435.26
同比(%)	0.10	-0.13	0.20	0.20
净利润(百万元)	-8.44	1.21	18.53	22.87
同比(%)	-2.47	1.14	14.32	0.23
毛利率(%)	0.10	0.11	0.17	0.17
ROE(%)	-0.03	0.00	0.06	0.07
每股收益(元)	-0.07	0.01	0.15	0.19
P/E	-153.61	1070.93	69.91	56.65
P/B	4.07	4.07	3.99	3.89

1. 公司经营状况分析

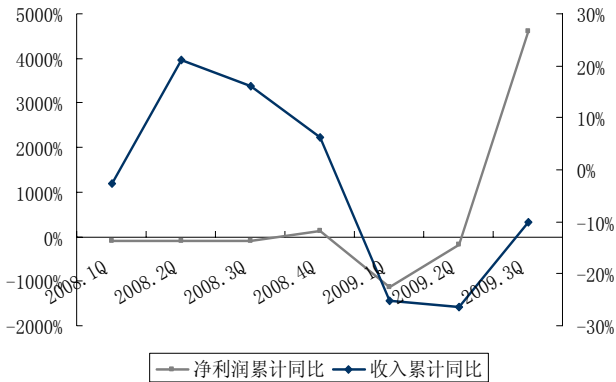
江苏宏宝是中国五金工具行业的龙头企业之一，公司主要产品是工具五金和配件五金。公司拥有先进的生产装备与技术和六十多项国家专利，其 80% 以上工具五金产品以 OEM 和 ODM 的方式为世界级的五金制品销售商和制造商代工，如史丹利、沃尔玛；配件五金产品主要是内燃机精加工连杆和连杆毛坯，其中单缸柴油机连杆毛坯的市场占有率达 50%。

1.1. 09 年三四季度业绩回暖，全年扭亏并盈利 200 万左右

公司上半年年由于受到金融危机的影响，国外订单减少 40%；国内市场五金产品价格普遍走低，公司业绩出现下滑。至上半年 6 月底，公司亏损 692 万元。随着世界经济的回暖及国内汽车的热销，下半年配件五金出现良好销售态势，工具五金订单逐步回暖。第三季度的单季度净利润为 380 万元，四季度业绩仍保持了健康回暖趋势，预计全年可扭亏并盈利 200 万元。

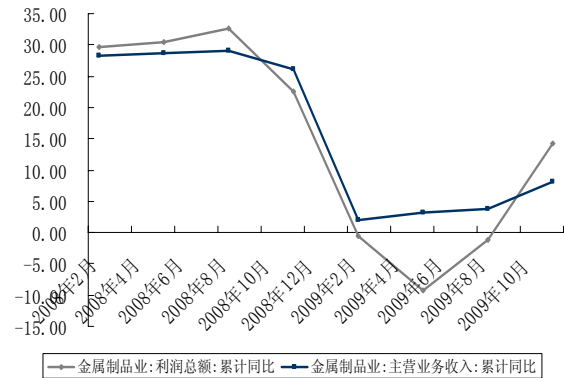
以下两组图对比显示，江苏宏宝业绩复苏强劲势头高于金属制品行业平均水平。

图 1：江苏宏宝单季度收入和净利润单季同比



资料来源：东吴证券研究所

图 2：金属制品行业单季度收入和净利润同比



资料来源：东吴证券研究所

1.2. 逐步降低对出口的依赖，提高自力更生能力

公司的核心竞争力是其一贯坚持“高、新、异”的产品路线，各项经营及技术指标在同行中名列前茅，受到国际知名公司青睐，具有稳定的销售渠道。公司的钳子类产品是史丹利在中国的唯一供货源。在这种稳定的关系中，公司业绩 2003 年-2008 年保持稳健增长。

随着国际金融危机给公司带来了业绩影响，公司逐渐体会并意识到外向型经济企业过渡依赖出口而带来业绩的不确定性。反之，国内稳健的经济增长和强大的消费市场更容易消化接纳优质企业。金融危机使公司调整发展战略，即以新材料、新工艺、新技术提高公司产品档次，在

进一步强化国际市场的同时，以“宏宝”品牌为依托积极开拓国内市场。

1.3. 工具五金产能利用率恢复，自主品牌打开市场

五金工具目前的产能利用率已经回复到 100%，一些低端产品将逐步剥离或外包。公司将继续进行原募集项目之一的“工业级手动工具钳技术改造项目”。继续引进先进设备和技术，积极开发生产高端高附加值产品。其中“宏宝”牌家居礼品五金已逐步打开市场。2009 年 6 月开始家居礼品五金已在张家港当地尝试销售，采购商主要是当地政府机构单位，毛利率高达 50%。2010 年公司采用渠道销售方式向全国市场渗透，公司预计 2010 年可实现 2000 万的销售，销售毛利率为 33%。相对应贴牌产品的毛利率目前只有 15%，开拓自主品牌市场将是工具五金业绩增长的新动力。

1.4. 内燃机连杆加工继续保持优势，毛利率大幅提升

内燃机连杆在金融危机的情况下仍保持盈利状态。随着国内汽车市场景气度不断攀升，2010 年公司的连杆生产可实现至少 50% 的增长。其中精加工连杆的产量可达到 2009 年的两倍，平均月产 1.2 万支。连杆毛坯则由 2009 年的月均产量 8 万支提高到月均产 12 万支以上。金属加工的经济指标特色之一是随着销售的不断提高，边际成本快速下降，毛利率可迅速提高。届时，精加工连杆的毛利率可高达 25%~30%，连杆毛坯的毛利率可达 15% 左右。连杆生产的综合毛利率可提高到 17%。比 09 年提高了 6 个百分点。

此外，公司的裂解连杆产品技术指标在同行中首屈一指，正与国内某大型内燃机制造企业进行合作项目。据悉，该订单确定的可能性较大。

2. 新募投资项目发展展望

公司 2009 年 8 月公告，改变部分募投资金投资方向。以剩余募集资金中的 4970 万元和 910 万元自有资金共计 5880 万元投资“年产 20 万件高速列车锻件项目”。项目两年内达产，第一年一期工程完成后，便可有所产出。2010 年及未来几年将是铁路建设的高峰期，仅 2010 年江浙皖沪的铁路及城市轨道投资将高达 1000 亿元。铁路车辆及配件产品的需求十分迫切，公司抓住机遇，利用锻件制造优势，采用热模锻压力机上模锻的先进工艺技术，用优势耐磨锻钢件取代铸钢件，生产既适合市场需求又极具竞争力的高铁锻件产品。达产后可实现年收入 2 亿元。该项目 2010 年下半年或有部分产出，增厚 2010 年收益。即使铁路锻铸件市场逐渐饱和，公司锻件设备可进行其他锻件产品生产。随着整个机械行业的振兴，锻件市场前景广阔。

3. 摆脱单纯盈利模式，股权投资健康运营

公司于 2007 年 8 月份以 700 万元认购上海新朋实业有限公司 200 万股股份。新朋股份于 2009 年 12 月 30 日在深圳交易所上市，目前新朋实业业绩良好，公司股价为 24 元左右。该笔股权投资增厚公司公允价值 4000 万元。

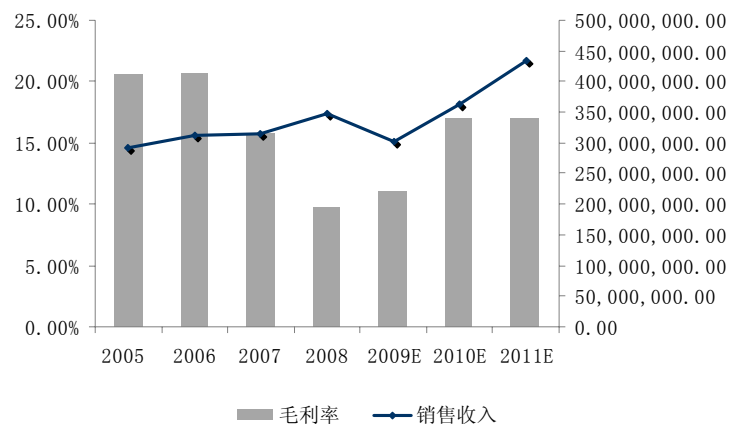
通过这次股权投资的成功，使公司体会到资本市场带来的丰厚收益。公司目前考虑寻找新的投资机会，再次进行股权投资的可能性很大。

4. 盈利预测

不考虑 2010 年第四季度高铁锻件或有产出带来的收益及不考虑 2010 年政府补贴和税收优惠，保守预测公司 2010 年及 2011 年的收入复合增长率为 20%，复合毛利率为 17%，则对应每股收益为 0.15 和 0.19 元。公司持股的 200 万股新朋实业将于 2010 年 12 月 30 日解禁，若该项投资计入交易性金融资产科目，或将增厚 2010 年公允价值 4000 万元。

鉴于公司的成长性和良好的股性，及股权投资收益带来的溢价，我们认为公司合理股价为 8.0~14.0 元。

图 3：江苏宏宝销售收入和毛利率走势



资料来源：吴证券研究所

5. 附三大财务报表

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	347.43	302.26	362.72	435.26
增长率 (%)	0.10	-0.13	0.20	0.20
归属母公司股东净利润	-8.48	1.22	18.64	23.00
增长率 (%)	-2.47	1.14	14.32	0.23
每股收益 (EPS)	-0.07	0.01	0.15	0.19
每股股利 (DPS)	0.03	0.01	0.10	0.12
每股经营现金流	0.62	-0.18	0.64	-0.05
销售毛利率	0.10	0.11	0.17	0.17
销售净利率	-0.02	0.00	0.05	0.05
净资产收益率 (ROE)	-0.03	0.00	0.06	0.07
投入资本回报率 (ROIC)	-0.01	0.01	0.05	0.08
市盈率 (P/E)	-153.61	1070.93	69.91	56.65
市净率 (P/B)	4.07	4.07	3.99	3.89
股息率 (分红/股价)	0.00	0.00	0.01	0.01
收益率				
毛利率	0.10	0.11	0.17	0.17
三费/销售收入	0.12	0.10	0.10	0.10
EBIT/销售收入	-0.01	0.01	0.07	0.07
EBITDA/销售收入	0.05	0.11	0.16	0.15
销售净利率	-0.02	0.00	0.05	0.05
资产获利率				
ROE	-0.03	0.00	0.06	0.07
ROA	-0.01	0.01	0.05	0.07
ROIC	-0.01	0.01	0.05	0.08
增长率				
销售收入增长率	0.10	-0.13	0.20	0.20
EBIT 增长率	-1.32	1.71	9.08	0.20
EBITDA 增长率	-0.45	1.03	0.69	0.16
净利润增长率	-2.39	1.14	14.32	0.23
总资产增长率	0.11	-0.25	0.24	-0.13
股东权益增长率	-0.04	0.00	0.02	0.02
经营营运资本增长率	-0.64	1.43	-0.30	1.00
资本结构				
资产负债率	0.40	0.20	0.34	0.22
投资资本/总资产	0.48	0.86	0.57	0.72
带息债务/总负债	0.31	0.27	0.00	0.00
流动比率	1.47	1.93	1.66	2.63
速动比率	1.02	0.54	0.95	1.01
股利支付率	-0.43	0.65	0.65	0.65
收益留存率	1.43	0.35	0.35	0.35
资产管理效率				

报表预测

利润表	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	347.43	302.26	362.72	435.26
减: 营业成本	313.61	269.02	301.06	361.27
营业税金及附加	1.43	1.24	1.49	1.79
营业费用	10.79	9.38	11.26	13.51
管理费用	23.19	20.17	24.21	29.05
财务费用	6.03	0.84	-0.01	-0.85
资产减值损失	4.09	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.24	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-11.46	1.61	24.71	30.50
加: 其他非经营损益	3.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	-7.86	1.61	24.71	30.50
减: 所得税	0.58	0.40	6.18	7.62
净利润	-8.44	1.21	18.53	22.87
减: 少数股东损益	0.05	-0.01	-0.10	-0.13
归属母公司股东净利润	-8.48	1.22	18.64	23.00
资产负债表	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	131.94	3.02	48.40	27.47
应收和预付款项	86.09	38.99	110.34	68.85
存货	95.64	108.21	119.92	153.83
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	10.01	10.01	10.01	10.01
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	166.49	200.19	174.26	142.45
无形资产和开发支出	40.76	36.48	32.18	27.86
其他非流动资产	3.25	1.62	0.00	0.00
资产总计	534.17	398.52	495.12	430.49
短期借款	67.25	21.43	0.00	0.00
应付和预收款项	133.56	43.30	154.85	82.22
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	13.45	13.45	13.45	13.45
负债合计	214.26	78.18	168.30	95.67
股本	122.68	122.68	122.68	122.68
资本公积	128.06	128.06	128.06	128.06
留存收益	69.18	69.61	76.19	84.32
归属母公司股东权益	319.92	320.34	326.93	335.05
少数股东权益	0.00	-0.01	-0.11	-0.23
股东权益合计	319.92	320.34	326.82	334.82
负债和股东权益合计	534.17	398.52	495.12	430.49
现金流量表	2008A	2009E	2010E	2011E

总资产周转率	0.65	0.76	0.73	1.01	经营性现金净流量	76.50	-22.47	79.06	-6.71
固定资产周转率	2.20	2.27	3.14	3.06	投资性现金净流量	-45.60	-59.00	-0.20	-0.20
应收账款周转率	4.21	9.56	3.44	7.37	筹资性现金净流量	-0.40	-47.44	-33.48	-14.02
存货周转率	3.28	2.49	2.51	2.35	现金流量净额	30.29	-128.91	45.38	-20.93

资料来源：吴证券研究所

免责声明

本研究报告仅供东吴证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户内部交流使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5%~+5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5%~+5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区翠园路 181 号

邮政编码：215028

传真：（0512）62938663

公司网址：<http://www.gs jq.com.cn>