



分析师

机械行业研究组 联络人 杜朴  
电话: 010-88085971  
Email: dupu@hysec.com

巨力索具 (002342)

增持(首次)

金属丝绳及其制品业



此钢绳非彼钢绳  
——深耕市场的专业索具供应商

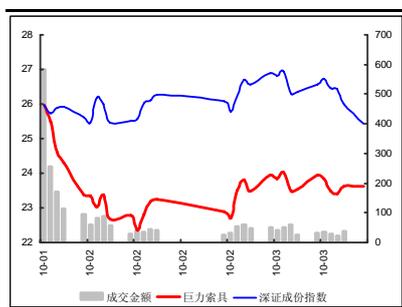
公司数据

总股本(万股)	40000
流通股(万股)	4000
每股净资产	2.29
主要股东	
主要股东持股比例	

交易数据

一年价格波动区间	23.5~23.95
半年绝对表现	0.17%
半年相对表现	-1.89%
半年换手率	4.73%

市场表现



相关研究：

投资要点：

- **此钢绳非彼钢绳。**公司专业性国内领先，接近国际先进水平，其他企业进入巨力索具优势市场的壁垒较高，公司在专业吊装和加固用专业索具方面的领导地位短期内难以被撼动。我们认为公司的壁垒来自于（1）高度的专业性（2）产品系列全（3）信誉佳，客户粘性大（4）销售网络健全。
- **扩张产能产品前景良好。**公司在建项目涉及产品均为高端索具，预计依靠这些产品的产能增长，公司近3年实现收入复合增长30%的确定性较强。其原因包括（1）进口替代空间充足（2）索具产品认知度不断提升、客户资源不断扩大（3）下游行业需求不断扩大。
- **未来发展期待行业成熟。**目前我国的索具行业制造标准尚不完善，还没有行业协会，对于索具的应用监管还没有归口单位。预计行业规范成熟的过程将会比较漫长，但是也应看到，随着各企业在生产中越发重视安全性问题，索具应用规范化的趋势也是不可逆转的。
- **盈利预测和投资建议。**预测公司2010年至2012年EPS分别为0.72、0.98、1.31元，收入及利润复合增长率达到30%的确定性较强，建议给予30倍PE，12个月目标价格29.4元。
- **风险提示。**公司在建项目不能按计划释放产能的风险。下游冶金、工程机械、建筑等行业具有较强的周期性，这些行业有投资下滑、需求不及预期的风险。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1370	1336	1866	2378	3074
同比增长率	18.1%	-2.5%	39.7%	27.4%	29.3%
净利润	177	191	289	392	524
同比增长率	0.1%	8.4%	50.7%	35.8%	33.7%
每股收益(元)	0.433	0.479	0.721	0.980	1.310
净资产收益率	23.9%	20.9%	12.0%	14.0%	15.8%

## 目录

1. 此钢绳非彼钢绳.....	4
2. 扩张产能产品前景良好.....	5
3. 未来期待行业逐步成熟.....	7
4. 盈利预测和投资建议 .....	7
5. 风险提示 .....	7

## 图表目录

表 1: 公司竞争对手产品线情况 .....	5
表 2: 公司竞争对手同质业务经营水平对比 .....	5
表 3: 巨力索具预测利润表 .....	8
表 4: 巨力索具预测资产负债表 .....	9
表 5: 巨力索具预测现金流量表 .....	9
图 1: 公司各产品产能增长幅度 .....	6
图 2: 2009 年上半年产品客户数目增加幅度 .....	6

## 1. 此钢绳非彼钢绳

3月12日我们走访了巨力索具公司，与公司高层进行了较深入的交流。我们认为巨力索具与同样生产钢丝绳类产品的企业存在着较大的差别，表面上看公司也生产钢丝绳类产品，但公司主要面向特种、非标准化产品市场，其本质是专注于客户的吊装和加固需求，为其提供专业、全面的索具及配套的解决方案。我们认为公司专业性国内领先，接近国际先进水平，其他企业进入巨力索具优势市场的壁垒较高，公司在专业吊装和加固用专业索具方面的领导地位短期内难以被撼动。

我们认为巨力索具在专业吊装和加固用索具领域的壁垒主要来自于以下方面：

### 1 高度的专业性

公司具备全面的国内外资质认证，紧紧抓住客户专业吊装和加固需求趋势，以海外专业索具企业的生产标准来进行专业产品的生产、设计和开发，拥有应用于各种专业吊装和加固的全系列特种索具产品，同时公司还向客户提供方案设计以及快速完善的售后服务。公司重视研发投入，专业人才资源在国内遥遥领先。

同行业企业往往只生产标准化产品，难以为客户的特种吊装需求提供专业的产品和服务。同行业企业缺少全面的资质认证，而涉及安全的质量认证审查严格，整个申请周期可长达几年。专业化程度低以及缺少资质认证大大增加了这些企业进入专业索具市场的难度。

### 2 产品系列全

公司几乎覆盖所有与吊装作业相关的索具产品，而客户往往需要采购多种索具产品配合使用（如钢厂需要采购链条锁具、冶金夹具、梁式吊具；海洋工程、港口机械、船舶制造用户需要采购钢丝绳、钢丝绳索具、链条锁具，场馆建筑施工可能需要采购钢拉杆、缆索），因此客户更倾向于采购可提供全系列产品的供应商，这样方便采购和质量管理。相反，竞争者一般只生产公司产品线中的几种，也因此丧失了协同效应。

### 3 信誉佳，客户粘性大

专业吊装对安全性的要求极高，公司凭借高质量的产品和完善的售前售后服务

体系获得了客户的信赖和良好的声誉。由于涉及安全性问题，客户不会轻易更换索具供应商。

#### 4 销售网络健全

公司销售人员达 700 人，时刻跟踪大客户需求，同时不放松小客户的服务，通过优秀的售前售后服务不断提高产品的市场认知度，市场规模也不断扩大。公司还通过与各大设计院进行合作的方式，从上游渗透钢拉杆、缆索等产品市场，不断扩大产品市场占有率。

**表 1：公司竞争对手产品线情况**

公司名称	产品线
巨力索具	特种钢丝绳（高强度、直径 120mm 以上）、钢丝绳索具、链条索具、索具连接件、缆索、梁式吊具、冶金夹具、钢拉杆、软索具
贵绳股份	钢丝、钢丝绳、钢绞线
宁夏恒力	钢丝、钢丝绳、钢绞线
福星股份	钢丝、钢丝绳、钢绞线
法尔胜	钢丝、钢丝绳、钢绞线、缆索
恒星科技	钢丝、钢绞线
大华特种织带	软索具
Franklin Offshore Group	锚链、索具连接件、特种钢丝绳、钢丝绳索具、链条索具
广州特纺五金	钢丝绳、钢丝绳索具
Macalloy Ltd	钢拉杆
The Crosby Group Inc	索具连接件
上海浦江缆索	缆索

资料来源：招股说明书、宏源证券研究所

**表 2：公司竞争对手同质业务经营水平对比**

	巨力索具	贵绳股份	宁夏恒力	福星股份	法尔胜	恒星科技
净利润率	14.33%	2.49%	0.38%	10.72%	0.49%	7.73%
毛利率	37.09%	16.64%	10.30%	26.54%	12.76%	17.62%
资产负债率	60.29%	26.25%	36.02%	39.78%	48.37%	42.53%

资料来源：招股说明书、宏源证券研究所

## 2. 扩张产能产品前景良好

公司通过上市融资和自筹的方式获得资金，投入到钢丝绳及索具、链条及索具、金属索具（钢拉杆、梁式吊具、索具连接件、冶金夹具）三大类产品的产能扩张项目。截至 2009 年底工程进度分别达到 66%、75%、55%，2010 年开始产能将陆续释

放，预计 2012 年全部达产。公司扩张产能产品均属高端索具，2009 年收入近 8 亿元，收入占比约 60%，未来高端索具产品占比将大幅提高。

我们预计扩张产能可以全部实现销售，近 3 年公司收入实现年均 30% 左右复合增长的确切性较强，原因如下：

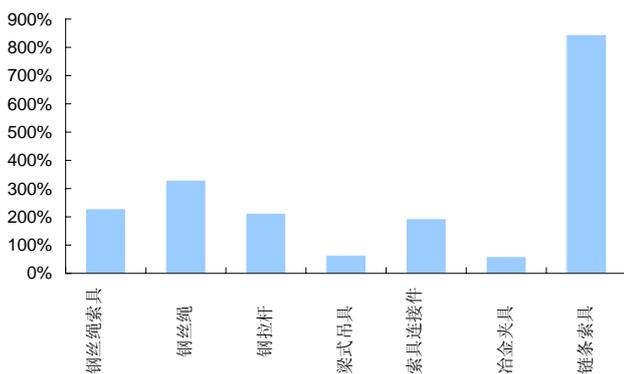
### 1 进口替代空间充足

公司大部分客户索具产品仍主要依赖进口。粗略估计 2009 年国内高端索具市场规模在几百亿元，其中一半以上依赖进口。以高端特种钢丝绳为例，我国每年进口约 30 万吨，而巨力索具产能扩张后仅能生产约 6 万吨。再以振华重工为例，2009 年公司向振华重工的发货额达 4000 万元左右，而振华重工尚需进口索具 1 亿元以上。依靠公司与客户良好的合作关系，一旦公司产能实现扩张，客户有望全数采购替代进口。

### 2 索具产品认知度不断提升、客户资源不断扩大

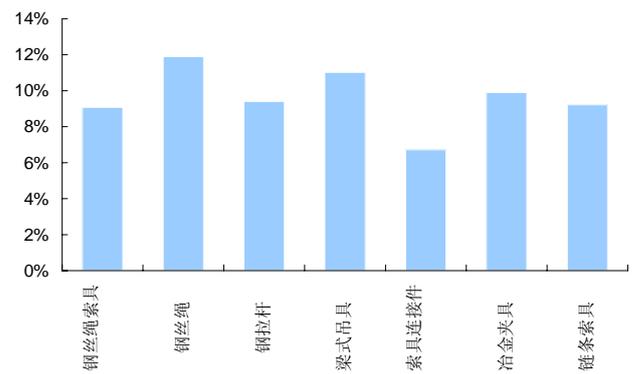
以往国内对专业索具应用的认知度不强，随着企业越来越重视生产安全问题，专业化索具的市场认知度不断提高。在经济尚未完全回暖的 2009 年上半年公司各种产品的客户数目仍实现了 10% 左右的同比增长。预计随着对索具认知度的不断提升，高端索具市场规模还将快速扩大。

**图 1：公司各产品产能增长幅度**



数据来源：宏源证券研究所

**图 2：2009 年上半年产品客户数目增加幅度**



数据来源：招股说明书、宏源证券研究所

### 3 下游行业需求不断扩大

在钢丝绳及索具、起重链条及索具的下游行业中，我们预计来自于港口建设、港口物流、运输、大型桥梁建设、地下矿开采的需求量将实现稳定增长，来自海洋石油开采、海洋工程的需求可能大幅增长。

随着建筑设计趋势的改变，预计钢拉杆需求将稳定增长。

### 3. 未来期待行业逐步成熟

发达国家有对索具制造复杂且严格的行业标准，同时立法规定在各个行业中必须使用各种索具，因此海外索具市场规模相比我国要庞大的多。而目前我国的索具行业制造标准尚不完善，还没有行业协会，虽然各省及部门也以各种规定的形式要求在各种工程中使用索具，但是对于索具的应用监管还没有归口单位。因此目前我国的索具市场需求主要来源于各企业出于安全性和经济性的考虑而进行的采购，大量的中小企业仍然采用各种普通产品使用不科学的方法进行吊装作业。

尽管巨力索具公司不遗余力地参与各种索具标准的制定，推动建立行业协会，敦促政府相关部门立法规范使用索具，但是我们预计这个过程将会比较漫长，但是也应看到，随着各企业在生产中越发重视安全性问题，索具应用规范化的趋势也是不可逆转的。

### 4. 盈利预测和投资建议

我们认为短期内公司的盈利收入增长主要来自于产能扩张和进口替代，并且公司将不会遭遇强有力的竞争对手。中长期内，公司成长的主要推动因素则是索具标准的健全、索具应用强制化以及索具认知度的不断提高。

预测公司 2010 年至 2012 年 EPS 分别为 0.72、0.98、1.31 元，收入及利润复合增长率达到 30% 的确定性较强，首次给予“增持”评级，建议给予 30 倍 PE，12 个月目标价格 29.4 元。

### 5. 风险提示

公司在建项目不能按计划释放产能的风险。

下游冶金、工程机械、建筑等行业具有较强的周期性，这些行业有投资下滑、需求不及预期的风险。

**表 3：巨力索具预测利润表**

利润表（百万元）	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>1098</b>	<b>1347</b>	<b>1336</b>	<b>1866</b>	<b>2378</b>	<b>3074</b>
合成纤维吊装带索具	274	304	260	300	350	400
钢丝绳索具	168	228	223	400	560	784
钢丝绳	127	144	190	306	429	600
钢拉杆	116	122	119	130	160	200
梁式吊具	54	112	128	145	170	200
索具连接件	143	150	149	150	150	170
缆索	105	142	113	125	130	135
冶金夹具	78	82	69	60	66	72
链条索具	15	33	35	150	220	310
链条				50	90	150
索具设备	18	29	31	30	33	33
其他			19	20	20	20
<b>减： 营业成本</b>	<b>758</b>	<b>866</b>	<b>841</b>	<b>1149</b>	<b>1446</b>	<b>1846</b>
营业税金及附加	4	7	6	9	12	15
销售费用	126	167	153	213	272	351
管理费用	56	85	85	131	159	206
财务费用	14	37	24	25	27	40
资产减值损失	5	1	5	0	0	0
<b>加： 投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>营业利润</b>	<b>197</b>	<b>207</b>	<b>222</b>	<b>339</b>	<b>461</b>	<b>616</b>
<b>加： 其他非经营损益</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>利润总额</b>	<b>201</b>	<b>209</b>	<b>223</b>	<b>339</b>	<b>461</b>	<b>616</b>
<b>减： 所得税费用</b>	<b>25</b>	<b>33</b>	<b>32</b>	<b>51</b>	<b>69</b>	<b>92</b>
<b>净利润</b>	<b>177</b>	<b>177</b>	<b>191</b>	<b>289</b>	<b>392</b>	<b>524</b>
<b>减： 少数股东损益</b>	<b>15</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
归属母公司所有者 的净利润	161	173	191	289	392	524
全面摊薄每股收益	0.404	0.433	0.479	0.721	0.980	1.310
<b>增长率</b>	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
营业收入	56.21%	18.06%	-2.45%	39.65%	27.44%	29.27%
营业利润	188.42%	1.26%	8.90%	51.72%	35.84%	33.65%
净利润	183.80%	0.05%	8.36%	50.74%	35.84%	33.65%

数据来源：公司招股说明书、宏源证券研究所

**表 4：巨力索具预测资产负债表**

资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	135	174	275	933	1189
应收和预付款项	288	403	387	508	630
存货	307	297	271	550	484
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期股权投资	3	3	3	3	3
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产和在建工程	690	824	1198	1600	1942
无形资产和开发支出	144	142	138	124	109
其他非流动资产	0	1	1	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1566</b>	<b>1842</b>	<b>2273</b>	<b>3718</b>	<b>4356</b>
短期借款	236	482	644	351	459
应付和预收款项	375	421	431	682	719
长期借款	125	204	206	206	306
其他负债	0	10	74	74	74
<b>负债合计</b>	<b>736</b>	<b>1117</b>	<b>1356</b>	<b>1312</b>	<b>1558</b>
股本	350	350	350	400	400
资本公积	87	93	124	1274	1274
留存收益	248	282	443	732	1124
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>685</b>	<b>726</b>	<b>917</b>	<b>2405</b>	<b>2797</b>
少数股东权益	145	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>830</b>	<b>726</b>	<b>917</b>	<b>2405</b>	<b>2797</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1566</b>	<b>1842</b>	<b>2273</b>	<b>3718</b>	<b>4356</b>

数据来源：公司招股说明书、宏源证券研究所

**表 5：巨力索具预测现金流量表**

现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营现金流	222	209	377	660	668
投资现金流	-324	-284	-600	-600	-600
融资现金流	154	133	881	196	280
现金及现金等价物净增加额	53	60	658	256	348

数据来源：公司招股说明书、宏源证券研究所

**销售经理：万玮**  
**联系电话：010-88085990**  
**电子信箱：wanwei1@hysec.com**

#### 免责声明：

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上