

消费品及服务 - 汽车及配件

2011 年 6 月 17 日

重要资料

总股本 (百万股)	200.00
流通股 (百万股)	50.00
募集资金总额	12 亿元
定价区间 PE	20-25
第一大股东	张恭运
公司网址	http://www.himile.com

财务数据

	2008	2009	2010
营业收入 (百万)	419.37	452.66	600.31
增长率%	/	7.9	32.62
净利润 (百万)	136.93	151.12	188.12
增长率%	/	10.37	24.48
毛利率%	48.06	47.89	48.32
净利率%	32.65	33.39	31.34
ROE%	38.48	36.24	31.09
ROA%	23.27	23.20	23.20
资产负债率%	39.49	35.98	25.39

行业一年期行情比较



表现	1m	3m	12m
汽车及配件	-9.66%	-18.84%	15.36%
沪深 300	-6.07%	-9.70%	7.71%

赵晓闻

执业证书号: S1030511010004

0755-83199599-8267

zhaoxc@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 赵晓闻, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

快速发展中的子午轮胎模具龙头

—豪迈科技 (002595) 新股定价报告

发行价 24 元 定价区间 24 元-30 元

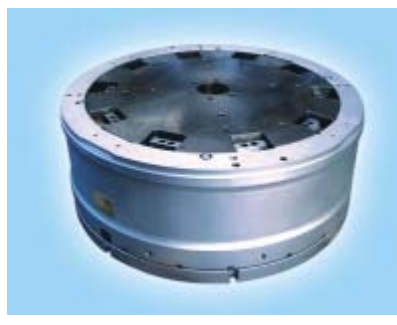
预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	600	750	960	1249
收入同比 (%)	33%	25%	28%	30%
归属母公司净利润 (百万元)	188	239	310	403
净利润同比 (%)	24%	27%	30%	30%
毛利率 (%)	48.3%	47.8%	47.5%	47.5%
ROE (%)	31.1%	12.1%	13.5%	14.9%
摊薄每股收益 (元)	0.94	1.20	1.55	2.01

- **公司为国内汽车子午轮胎模具行业龙头。**公司 2010 年模具产能 4500 套, 营业收入 6 亿元, 国内市场占有率约 27%, 国际市场占有率约 5%, 为国内规模最大、品种最全的子午轮胎模具制造企业。公司规划通过三到五年时间, 将国内市场占有率提升至 35% 左右, 国外市场占有率提升至 15% 左右, 成长空间广阔。
- **我国子午轮胎模具行业具备成长空间。**(1) 国际轮胎产能向以中国为中心的发展中国家转移, 国内轮胎产能有望达到全球的 40% (目前约为 26%); (2) 目前我国千人汽车保有量约为全球平均水平的 50%, 全球平均每千人拥有汽车 128 辆, 而我国仅有 62 辆, 我国汽车消费仍具很大潜力。(3) 我国轮胎子午化率仍有提升空间。2009 年我国轮胎子午化率为 76.3%, 与完全子午化仍有距离。
- **电火花加工技术全球领先。**公司出身轮胎模具专用加工设备, 有着长期经验技术积累过程, 其具有自主知识产权的电火花加工技术全球领先。
- **募投项目将增加产能、配套能力及研发实力。**公司此次共募投 4 个项目, 包括精密子午线轮胎项目 (3.49 亿元)、高档精密铸锻中心项目 (2.17 亿元)、巨型子午线轮胎硫化机项目 (1.12 亿元) 以及轮胎募集工程研究开发中心项目 (0.4 亿元) 四部分, 投资总金额 7.18 亿元。募集项目全部达产后, 公司将新增年营业收入 7.23 亿元, 新增年利润总额 2.48 亿元, 公司的盈利能力将会大幅提高。
- **盈利预测与估值:** 我们预测 2011-2013 年公司实现的归属母公司净利润将分别为 2.39 亿元、3.1 亿元和 4.03 亿元, 摊薄后实现的 EPS 分别为 1.20 元、1.55 元和 2.01 元。根据可比公司巨轮股份估值预期, 以及本公司的龙头地位及成长趋势, 我们认为可给予公司 2011 年 20-25 倍 PE, 由此对应的合理价值区间为 24-30 元。
- **风险提示:** 行业竞争加剧的风险; 海外市场开拓不畅的风险; 募集投资项目建设达产进度低于预期的风险。

公司概况

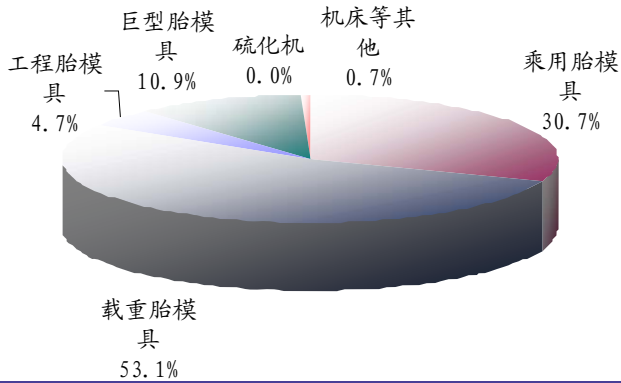
公司主要从事汽车子午线轮胎模具、轮胎制造设备的生产、销售及
相关技术开发。公司的主导产品子午线轮胎模具，覆盖乘用车模具、载
重胎模具、工程胎模具、巨型胎模具等，是目前国内产品种类齐全、规
模最大的专业轮胎模具制造企业。公司以电火花加工工艺为核心技术，
采用锻钢、锻铝、铸钢材质进行复杂花纹加工，具备较强技术研发实力。

Figure 1 公司主要产品介绍

主要产品	用途	特点
<p>乘用车模具</p> 	<p>轿车、轻型载重车轮胎的硫化生产</p>	<p>花纹复杂、精度高，以电火花工艺加工为主；材质以锻钢为主，部分使用锻铝和铸铝</p>
<p>载重胎模具</p> 	<p>载重车轮胎、大客车轮胎的硫化生产</p>	<p>花纹较为简单，以数控雕刻工艺为主，辅以电火花工艺加工；创造性的以下置开放式结构将花纹块打开，降低了对相配套硫化机规格要求，有效控制操作危险；材质以铸钢为主</p>
<p>工程胎模具</p> 	<p>挖掘机、推土机、装载机、工程运输车轮胎的硫化生产</p>	<p>大型工程机械、矿山、拖运卡车用轮胎的硫化生产</p>
<p>巨型胎模具</p> 	<p>大型工程机械、矿山、拖运卡车用轮胎的硫化生产</p>	<p>大型工程机械、矿山、拖运卡车用轮胎的硫化生产</p>

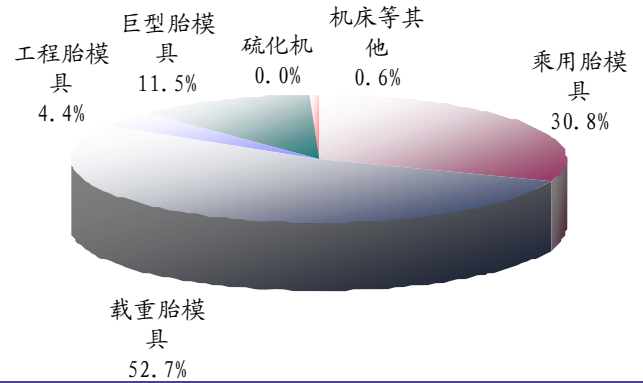
数据来源：公司招股意向书

Figure 2 2010年公司营业收入构成



数据来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

Figure 3 2010年公司毛利构成

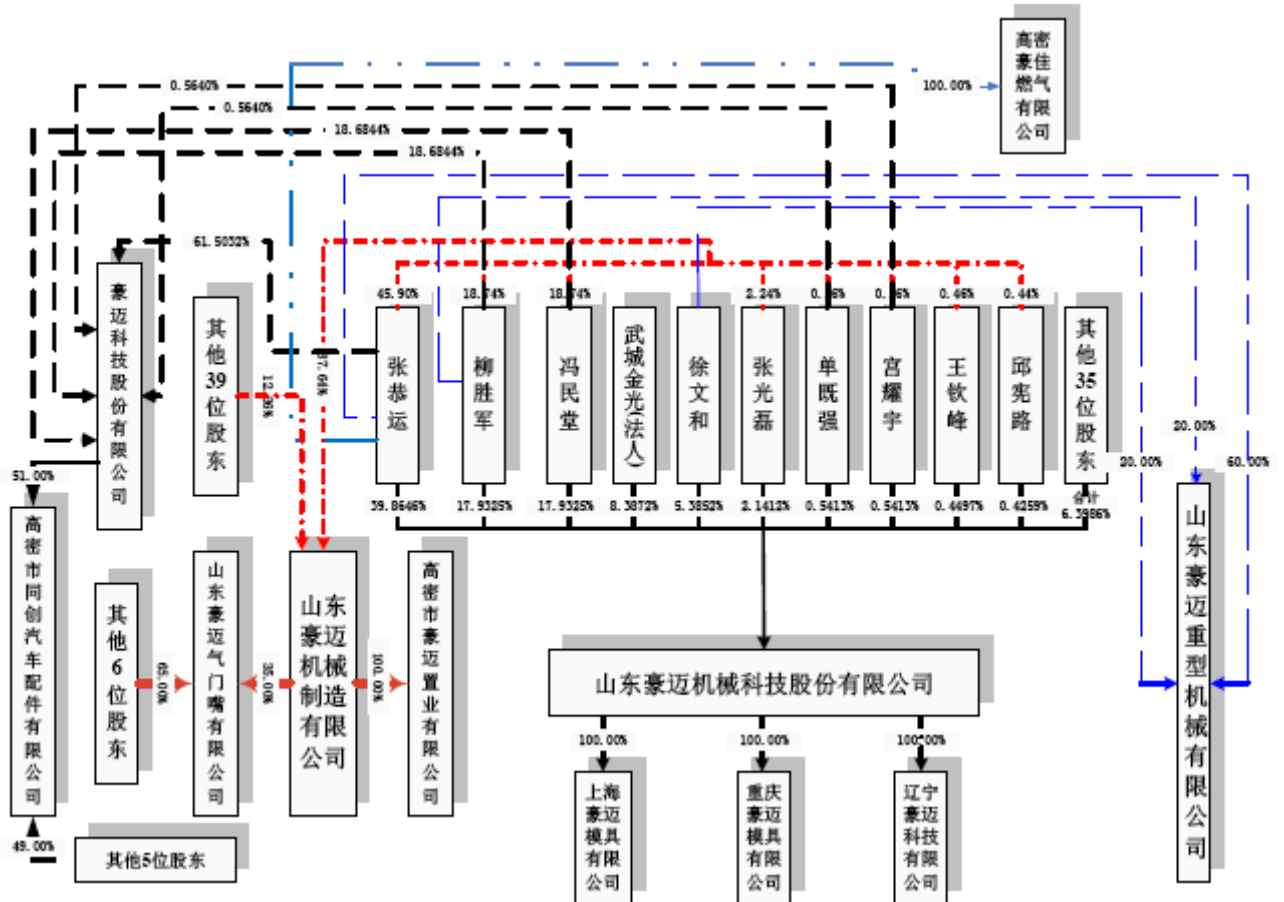


数据来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

公司主要为管理层持股。公司控股股东及实际控制人张恭运先生，现任本公司董事长，持有本公司股份 5,979.69 万股，占发行前公司总股本的 39.87%。

张恭运先生现为中国橡胶工业协会机头模具分会理事长、中国模具工业协会理事，曾参与轮胎模专用电火花成型机床、轮胎模专用数控刻字机床等系列专用数控设备的研发。

Figure 4 公司股权结构及参控股情况



资料来源：公司招股意向书

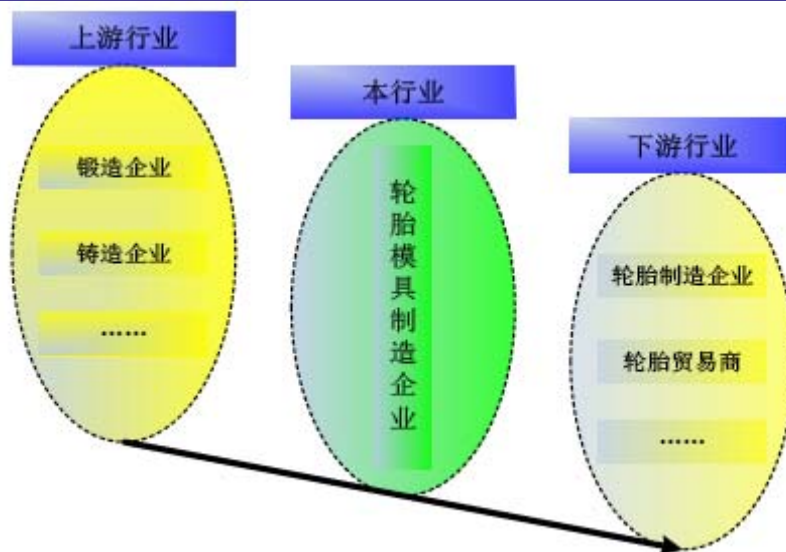
汽车轮胎模具行业介绍

本行业上游主要为铸造、锻造行业，主要原材料为钢材、铝材。下游行业主要为轮胎制造业，主要服务于汽车制造业。

成本受上游一定影响。上游锻造、铸造行业一般按照“原材料价格+产品加工费”的定价原则来确定产品价格，原材料价格的波动对铸、锻产品价格产生影响，进而对其下游的轮胎模具行业成本控制形成一定压力。

龙头企业对下游相对有议价能力。由于轮胎花纹结构在很大程度上决定了轮胎使用性能与使用寿命，而且模具成本占轮胎制造成本比例仅约1-2%，下游轮胎制造行业对模具价格相对不敏感，而对轮胎模具的性能指标和质量要求较高。像豪迈科技这样具备技术能力的企业，在定价期间内若原材料价格上涨幅度超过5%，就可启动提价约定调整产品售价上浮1.5-2.5%来保证盈利能力，其定价一般高于同行2-5%。

Figure 5 汽车轮胎模具上下游关系



数据来源：公司招股意向书

国际轮胎模具行业状况及趋势

欧美占据高端轮胎模具。法国、德国、意大利、美国、日本等国家的轮胎模具制造技术代表了当代轮胎模具加工技术的最高水平，法国、意大利是世界子午线活络模具加工制造技术的发源地。国内合资轮胎企业的模具基本都要进口，约占据国内模具市场份额的三分之一，其中大部分为高端模具。

附属于轮胎制造商的法国米其林、美国固特异等模具公司，为了保护其轮胎知识产权，生产的轮胎模具一般自用而不对外销售。而美国QUALITY公司、德国AZ公司等国际专业轮胎模具制造企业，大多数为家族式企业，有着几十年的生产历史，技术装备高档、工艺手段成熟、加工质量好，主要制造高档次轮胎模具，服务于世界高档轮胎模具市场。

Figure 6 国际轮胎模具企业的两种业务模式

模具企业附属于轮胎企业		专业轮胎模具企业	
所附属的轮胎企业	模具企业业务模式	专业轮胎模具企业	业务模式
法国米其林	附属于米其林公司，主要为其品牌轮胎公司研制开发的轮胎新品、高端轮胎等配套轮胎模具的铸铝花纹块	美国QUALITY	与轮胎制造商结成长期的业务合作关系，并签订长期保密协议，长期为轮胎制造商供应轮胎模具
日本普利司通	附属于普利司通公司，主要为其品牌轮胎公司研制开发的轮胎新品、高端轮胎等配套轮胎模具	德国AZ	
美国固特异	附属于固特异公司，主要为其品牌轮胎公司研制开发的轮胎新品、高端轮胎等配套轮胎模具	德国HERBERT	
美国固铂	附属于固铂公司，主要为其品牌轮胎公司研制开发的轮胎新品、高端轮胎等配套轮胎模具的锻铝雕刻花纹块	韩国世和模具	

资料来源：公司招股意向书

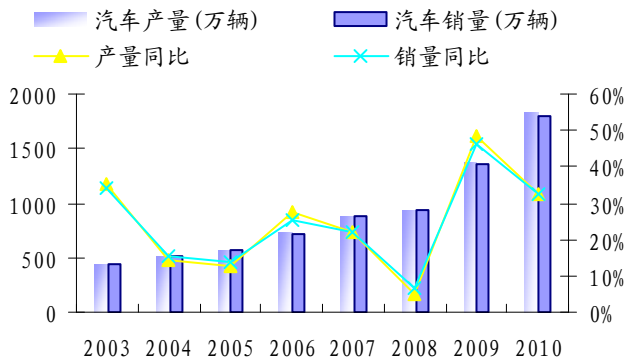
国内轮胎模具市场具备发展空间

下游轮胎行业向亚洲转移。轮胎制造业属于劳动密集型产业，国际轮胎企业因成本等各种因素逐渐将产能向发展中国家转移，根据橡胶工业协会的预测，未来5-15年是亚洲轮胎工业的黄金时期，中国正逐渐成为世界轮胎制造中心，未来轮胎生产能力有望达到全球的40%（目前约为26%）。轮胎产能向以中国为中心的亚洲转移带来的采购本土化，将为国内轮胎模具行业提供较大的发展空间。

我国汽车业快速发展带来轮胎行市场需求空间。中国经济的持续快速增长，促使汽车生产和消费，同时给轮胎工业提供了良好的发展机遇和较大的市空间。据中国汽车工业协会统计，2010年，我国汽车产销分别为1826万辆和1806万辆，同比分别增长32.44%和32.37%，已成为全球第一大汽车消费市场。2010年底，全国汽车保有量已达9086万辆，原配市场与替换胎市场空间巨大。目前我国千人汽车保有量约为全球平

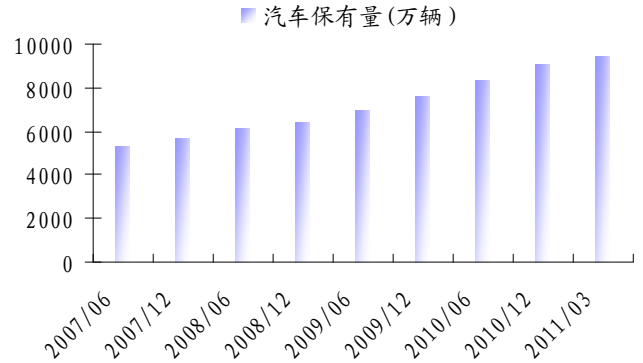
均水平的 50%，全球平均每千人拥有汽车 128 辆，而我国仅有 62 辆，我国汽车消费仍具很大潜力。另外，汽车行业的激烈竞争，促使汽车品种的更新，汽车品种更新的周期从 5-6 年缩短为 2 年左右，这将加速轮胎花纹的更新和轮胎型号的淘汰，增加轮胎模具的需求。

Figure 7 我国汽车产销量



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 8 我国汽车保有量

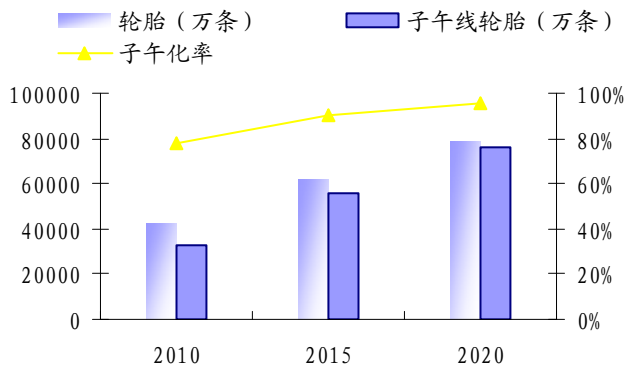


数据来源: wind、世纪证券研究所

我国轮胎子午化率仍有提升空间。据中国橡胶工业协会统计，2009 年我国轮胎子午化率为 76.3%，与高达 90% 以上子午化率的发达国家相比仍有差距。我国轮胎市场向子午化方向发展的趋势，将拓展子午轮胎模具市场的空间。

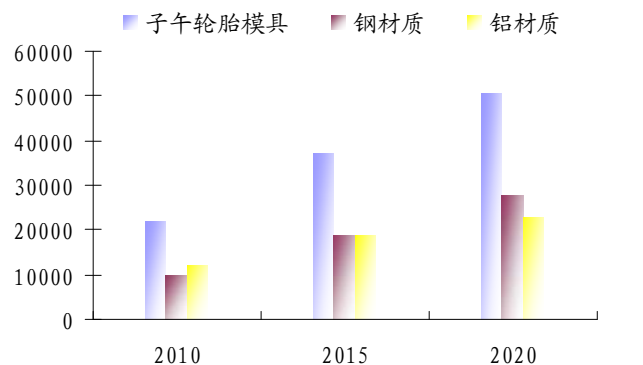
轮胎需求量决定轮胎模具的需求量，根据橡胶工业协会机头模具分会数据统计，一套子午线轮胎模具在其使用寿命期内约可生产 1.3-2 万条子午线轮胎，子午线轮胎模具的市场需求与子午线轮胎产量大致呈正相关关系，但随着轮胎花纹更新速度加快、配套轮胎市场的发展，轮胎模具的使用寿命逐渐缩短。预计到 2015 年，不考虑模具出口因素，我国子午线轮胎模具国内市场需求量将达到 3.72 万套左右，其中铝材质模具和钢材质模具各占 50% 左右。

Figure 9 我国轮胎需求预测



数据来源: 公司招股意向书

Figure 10 我国子午轮胎需求预测 (单位: 万套)



数据来源: 公司招股意向书

公司的竞争优势

公司出身轮胎模具专用加工设备，具备技术底蕴。1995-2001年间，公司主要从事轮胎模具专用加工设备的制造、销售及相关技术开发。公司相继研发了轮胎模具铣花设备、精密分度装置、CNC 电极铣床、CNC 电火花机床及相关软件，并申请了多项专利。公司利用自主研发的专用数控电火花成型机床，成功开发了轮胎模具花纹的EDM加工工艺，使轮胎模具的花纹精度大幅度提高，得到行业顶级客户的普遍认可，达到国际领先水平。

2001年12月，公司主营业务变更，由轮胎模具专用加工设备制造顺势进入轮胎模具生产领域，利用多年技术研究及设备的积淀经验，高起点切入轮胎模具产品的研发和生产，迅速成长为行业内的龙头企业。

具备自主知识产权的电火花加工技术是其核心竞争力。电火花加工工艺是一种热腐蚀的加工工艺，其优点是适应任何复杂花纹，可加工任何材质，加工精度高等。公司利用加工设备出身的技术经验积累，开发出具备自主知识产权的电火花加工机床及加工工艺。公司所掌握的电火花加工技术在世界上都是领先的，这种技术是公司长期积累起来的，加上公司不断的后续研发，对手模仿复制的难度很大。

Figure 11 轮胎模具加工工艺比较

	加工精度	加工效率	加工成本	适应材料	花纹复杂性
手工制造	低	低	低	钢、铝	低
精密铸造	较低	高	较低	铝	高
数控雕刻	高	较高	高	钢、铝	较低
电火花	高	较高	较低	钢、铝	高

数据来源：公司招股意向书

不断拓展的客户群。公司先后通过双钱、三角轮胎、佳通、玲珑轮胎等国内知名品牌轮胎厂商，以及包括全球前四名轮胎制造商法国米其林、日本普利司通、美国固特异和德国大陆等国外著名轮胎企业的供应商质量管理体系认证，批量为其提供高品质子午线轮胎模具。公司是国内首家获得日本普利司通授予的“亚洲地区模具合格供应商证书”的企业；2009年和2010年，公司在美国固特异的全球模具供应商系统中在质量、工期、服务、价格等方面综合排名第一，成为固特异全球最大的轮胎模具外部供应商。

销售订单规模在 1000 万元以下的客户由 2007 年的 91 家增加到 2010 年的 137 家，1000 -2000 万元之间的客户由 2007 年的 10 家增加到 2010 年的 17 家，2000 万元以上的客户由 2007 年的 3 家增加到 2010 年的 4 家。

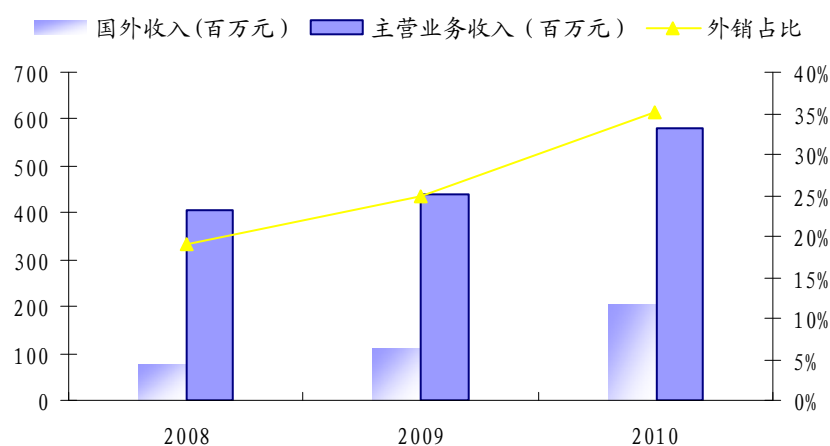
Figure 12 近两年公司前五大客户

2010			2009		
客户	销售收入(万元)	占营业收入比	客户	销售收入(万元)	占营业收入比
美国固特异	8227.12	13.71%	美国固特异	4052.84	8.95%
贵州轮胎股份有限公司	2681.98	4.47%	双钱集团股份有限公司	2225.39	4.92%
北美米其林	2875.66	4.79%	固铂成山(山东)轮胎有限公司	2149.48	4.75%
美国库珀	2324.24	3.87%	山东兴达轮胎有限公司	1953.08	4.31%
山东金宇实业股份有限公司	1833.93	3.05%	广州华南橡胶轮胎有限公司	1804.59	3.99%
合计	17942.93	29.89%	合计	12185.38	26.92%

数据来源：公司招股意向书

市场开拓的重点在国外。相比外资轮胎模具企业，公司的劳动力成本优势和专用设备优势突出，设计和制造成本较低，同类产品成本较国外低 30%-40%，具有较高市场竞争力。另外，由于国际金融危机对国外轮胎制造商的不利影响，迫于降低生产成本的压力，促使其不断减少本土轮胎模具采购额，而加大对包括公司在内的性价比较高产品的采购。目前公司已基本通过国外客户的试制和小批量订货的考验期，进入批量供货阶段，出口订单将逐年增加。

Figure 13 公司海外收入（海外收入包括对海外贸易商收入）



数据来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

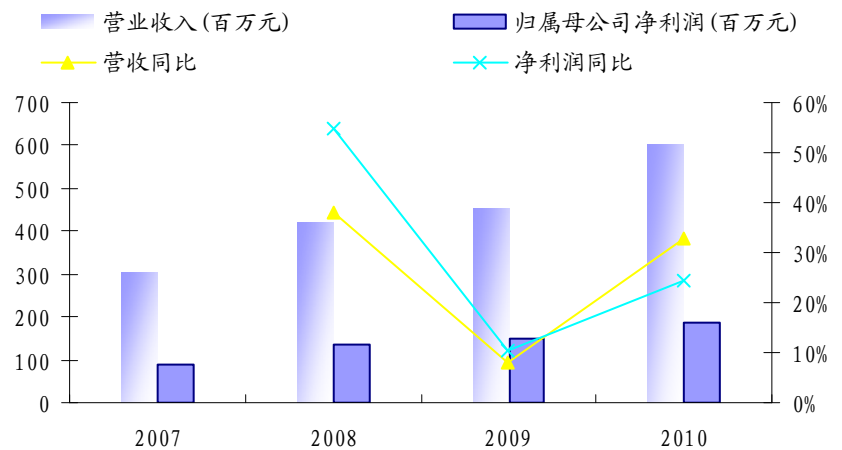
公司经营情况分析

成长能力分析

快速发展为子午轮胎模具龙头。2001年12月，公司主营业务变更，由轮胎模具专用加工设备制造顺势进入轮胎模具的生产领域，利用多年技术研究及设备的积淀经验，高起点切入轮胎模具产品的研发和生产，迅速成长为行业内的龙头企业。2007-2010年，期间虽然经历金融危机，公司营业收入及利润仍然保持连续增长，公司营业收入复合年增长率达到25.5%，归属母公司净利润复合年增长率达到28.6%。

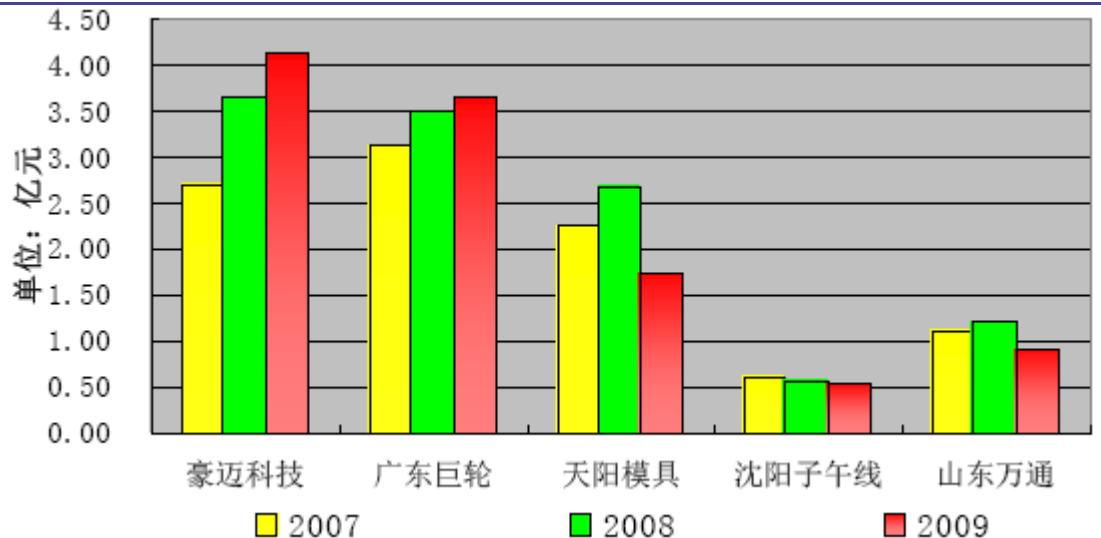
公司2010年子午轮胎模具收入5.8亿元，国内市场占有率约为27%，国际市场占有率仅约5%左右。公司计划用三到五年时间，将国内和国际市场占有率分别提升到35%及15%的水平，未来空间广阔。

Figure 14 公司近年来营收、净利润



数据来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

Figure 15 主要轮胎模具企业销售收入情况 (2007-2009)



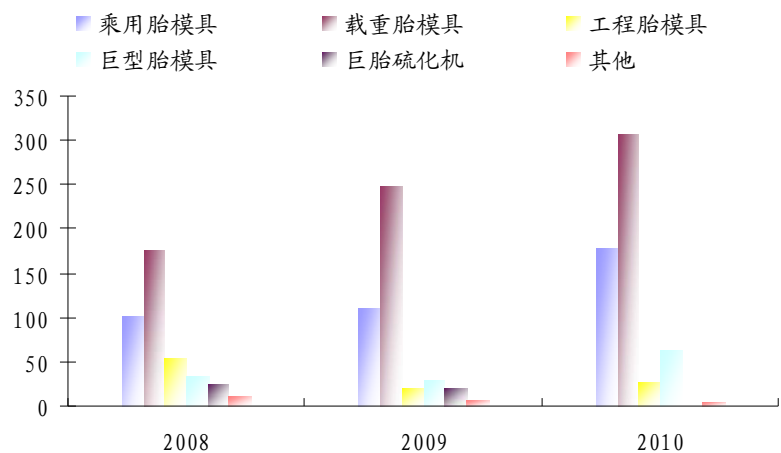
资料来源：公司招股意向书

产品结构分析

2008-2010年公司主营业务收入占营业收入比重分别为96.22%、97.13%及96.73%，公司主营业务突出。而公司主营业务收入中轮胎模具产品的比例分别为90.76%、93.80%及99.32%，呈上升趋势，机床等其他产品的比例逐年下降。

模具产品中乘用车及载重胎模具增速较快，比重占据80%以上。2007及2008年公司分别开发出新产品巨型胎模具和巨胎硫化机并实现销售，体现了公司以市场需求为导向的管理理念。

Figure 16 公司各主营业务收入（单位：百万元）



数据来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

毛利率分析

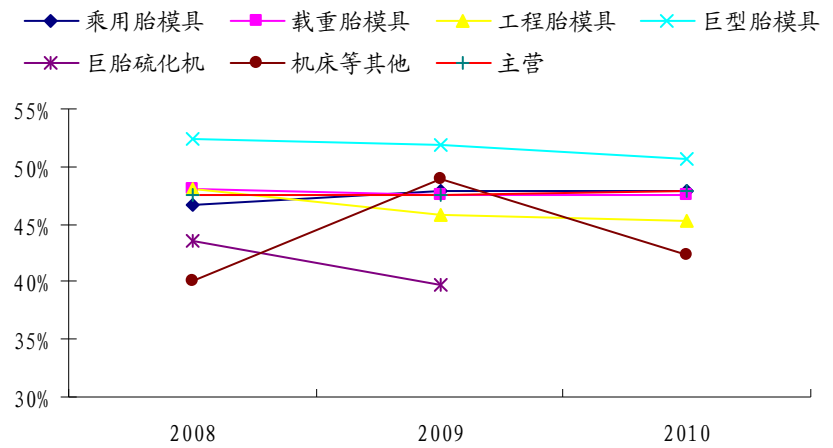
公司毛利率稳定。2008-2010年，公司综合毛利率分别为48.06%、47.89%及48.32%，其主营业务毛利率分别为47.55%、47.48%及47.83%，保持稳定。原材料价格的波动对公司盈利能力影响有限，公司凭借较强的议价能力及有效的成本控制，较好的消化了原材料价格变动带来的产品成本波动。

公司控制成本的方法：（1）追踪原材料采购单价变动，适时调整轮胎模具产品报价。在合同有效期内，当主要原材料平均采购价格上涨并达到5%时，公司模具售价相应上调幅度为1.5%-2.5%。（2）公司与供应商建立长期战略合作伙伴关系，凭借较大的采购量能够获得较市场价格低3%-4%的采购价格（3）公司根据模具产品设计的净尺寸要求，采取最小单边余量控制采购重量的方式降低采购成本。另外，公司在生产工艺、生产流程、员工技能培训、节能降耗等各方面进行改进和提高，均不同程度起到了消化原材料涨价压力、降低产品生产成本的作用

公司毛利率高于可比公司巨轮股份约10个百分点。公司毛利率超出巨轮股份的主要原因：公司设备出身，主要设备如电火花机床等自产，

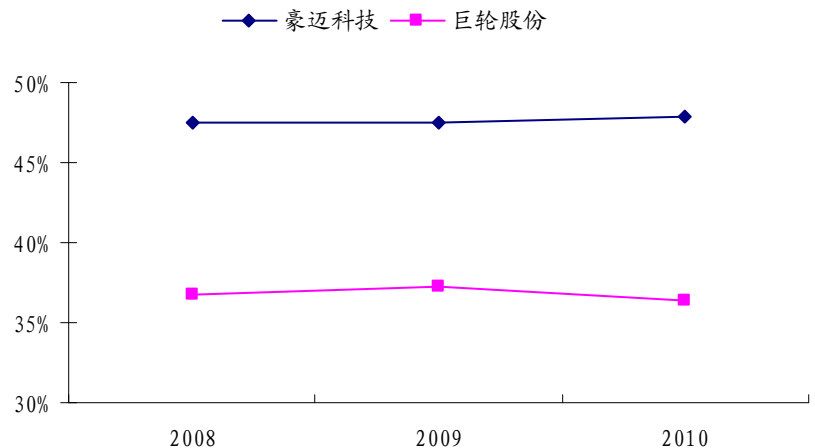
固定资产仅约巨轮股份的三分之一左右,因而计提折旧明显较低。公司计提的折旧以及折旧占成本及收入的比例明显低于对手,这个原因致使公司的毛利率超出对手约8个百分点左右。

Figure 17 公司各主营业务毛利率



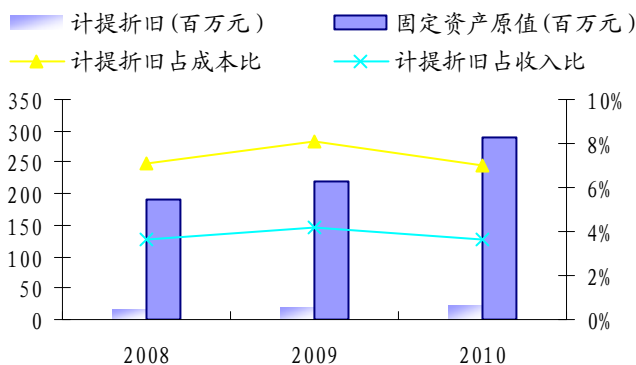
数据来源: 公司招股意向书、世纪证券研究所

Figure 18 公司和巨轮股份毛利率比较



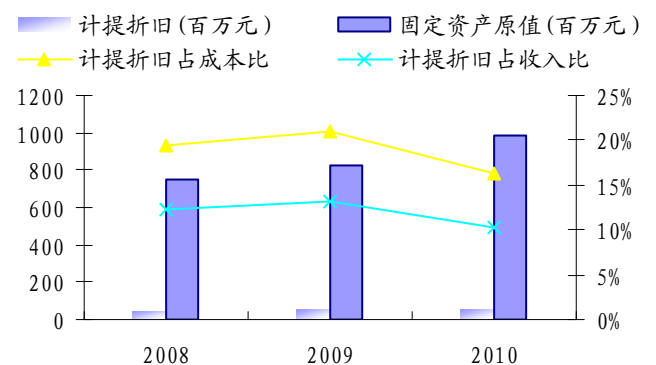
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 19 公司固定资产及计提折旧情况



数据来源: 公司招股意向书、世纪证券研究所

Figure 20 巨轮股份固定资产及计提折旧情况

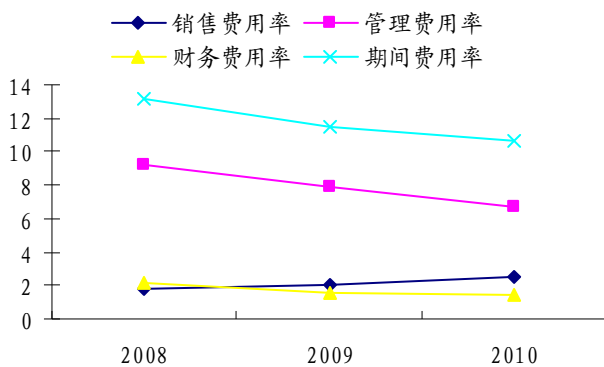


数据来源: 公司年报、世纪证券研究所

期间费用分析

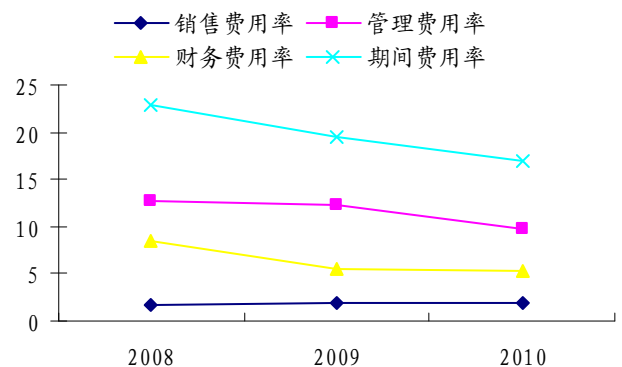
期间费用得到较好控制。由于公司处于开拓客户、业务快速增长期，近三年销售费用有所增长，但平均费用率不高约为 2.11%，随着老客户订单增加及公司品牌影响力上升，销售费用率会保持平稳。随着公司管理费用有效控制，管理费用率趋于下降。公司总体费用率低于巨轮股份，主要就是管理费用率及财务费用率较低，预计公司期间费用率将得以较好控制，保持平稳。

Figure 21 豪迈科技历年期间费用率 (单位: %)



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 22 巨轮股份期间费用率比较 (单位: %)



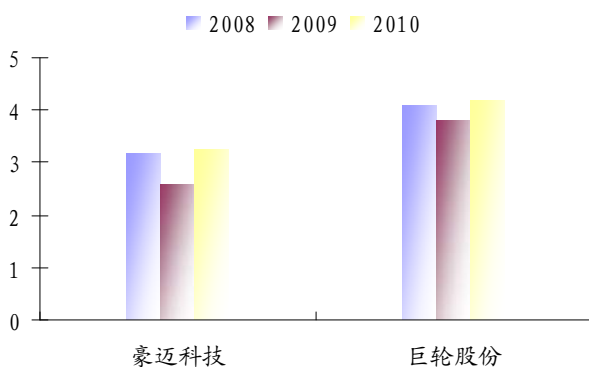
数据来源: wind、世纪证券研究所

营运能力分析

2008-2010年,公司应收账款周转率分别为 3.18 次、2.60 次及 3.25 次,历年均低于巨轮股份,主要原因是受金融危机影响,下游轮胎制造商资金面紧张,公司基于稳固双方战略合作关系的长远考虑,适时对信用等级良好的客户延长信用期所致。

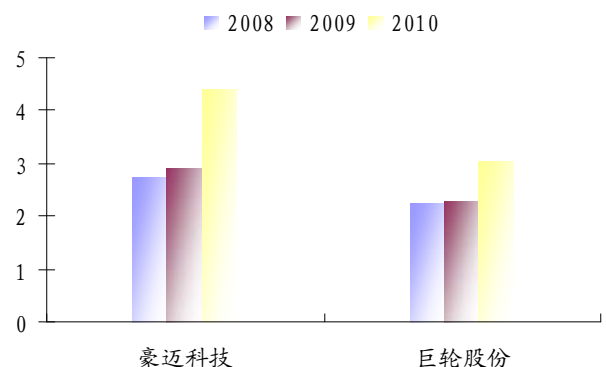
公司存货周转率近三年分别为 2.74 次、2.90 次及 4.41 次,逐步上升,主要原因是公司营业收入提高较快,同时存货余额得到较好控制,存货周转率逐步提高。

Figure 23 可比公司应收账款周转率



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 24 可比公司存货周转率

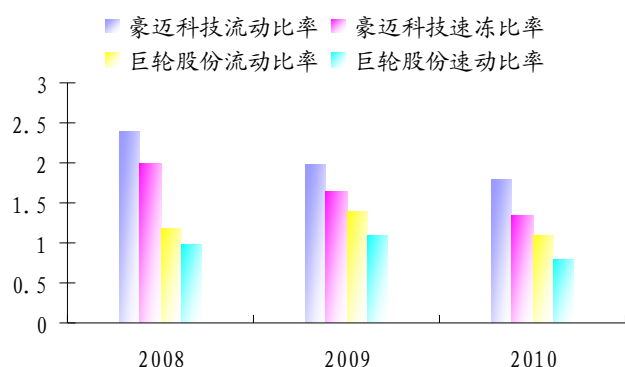


数据来源: wind、世纪证券研究所

偿债能力分析

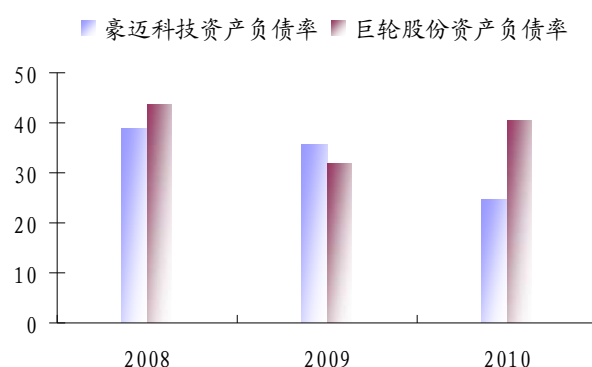
公司资产质量较好，偿债能力较强。近三年公司流动比率、速动比率呈上升趋势，优于上市公司同类指标，表明公司资产质量较好、变现能力较强；公司资产负债率逐期下降，偿债能力逐步提高，此次融资后公司财务将更加稳健。

Figure 25 可比公司流动比率、速动比率比较



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 26 可比公司资产负债率比较 (%)



数据来源: wind、世纪证券研究所

募投项目分析

公司此次共募投 4 个项目，投资总金额 7.18 亿元，包括精密子午线轮胎项目（3.49 亿元）、高档精密铸锻中心项目（2.17 亿元）、巨型子午线轮胎硫化机项目（1.12 亿元）以及轮胎募集工程研究开发中心项目（0.4 亿元）四部分。

此次募集项目全部达产后，公司将新增年营业收入 7.23 亿元，新增年利润总额 2.48 亿元，公司的盈利能力将会大幅提高。

Figure 27 公司募投项目概要 (单位: 百万元)

募投项目	募集资金投入	第一年投资额	第二年投资额	固定资产投资	铺底流动资金
精密子午线轮胎募集项目	349.12	213.12	136	304.45	44.67
高档精密铸锻中心项目	216.51	216.51	142.94	204.2	12.31
巨型子午线轮胎硫化机项目	111.97	64.92	47.05	92.74	19.23
轮胎模具工程研究开发中心项目	40.22	40.22		40.22	
合计	717.82	461.2	256.62	641.61	76.21

数据来源: 公司招股意向书、世纪证券研究所

精密子午线轮胎项目: 包括钢质轮胎模具建设扩产、锻铝模具型腔建设扩产、精铸铝模具型腔生产线建设和巨型胎模具建设扩产等四部分，总投资 3.49 亿元，达产后年产钢质模具型腔 2400 套、壳体 1800 套，锻铝模具型腔 480 套，精铸铝模具型腔 1200 套，巨型胎模具 20 套，年销售收入 5.69 亿元，税后利润 1.54 亿元。本项目建设周期 18 个月，

建设期结束当年平均达产率 60%，建设期结束第二年达产率 100%。

高档精密铸锻中心项目：属于公司产业链向上游延伸的项目，将在很大程度上抵御由于铸锻件价格持续上涨给公司带来的经营风险，有助于增强公司的盈利能力和市场竞争能力。项目总投资 2.17 亿元，达产后年产铸锻件 4 万吨，营业收入 4.08 亿元，税后利润 0.38 亿元。本项目建设周期 18 个月，建设期结束当年平均达产率 40%，第三年达产 80%，第四年达产 100%。

巨型子午线轮胎硫化机项目：是公司目前主营业务对产品链的平行拓展。项目总投资 1.12 亿元，达产后年产巨型硫化机 20 台，销售收入 1.54 亿元，税后利润 0.43 亿元。项目建设周期 18 个月，建设期结束后即可完全达到生产能力。

轮胎募集工程研究开发中心项目：将为公司不断地研发改进模具加工工艺与设备，开发模具新产品。公司主要产品生产技术在国内外同行业中保持领先，部分技术国际领先，但在整体技术实力上与国外轮胎模具企业相比还有一定差距，此项目建设将有利于增强企业整体竞争实力。

盈利预测

主要假设：

- (1) 公司募投项目顺利逐步达产；
- (2) 国内外市场尤其国外市场开拓顺利，获得高于行业的增长速度，市场份额逐步增加；
- (3) 产品单价稳定，成本控制良好，毛利率保持稳定；
- (4) 费用率控制良好，保持稳定；
- (5) 继续获得高新技术企业税收优惠；

盈利预测与估值

我们预测 2011-2013 年实现的销售收入分别为 7.5 亿元、9.6 亿元和 12.49 亿元，增速分别为 25.0%、28.0%和 30.0%；2011-2013 年综合毛利率分别为 47.8%、47.5%和 47.5%。2011-2013 年公司实现的归属母公司净利润将分别为 2.39 亿元、3.1 亿元和 4.03 亿元，摊薄后实现的 EPS 分别为 1.20 元、1.55 元和 2.01 元。

A 股市场上可比的上市公司为主营业务同样为生产汽车轮胎模具的

巨轮股份，根据可比公司的估值预期，以及本公司的龙头地位及成长趋势，我们认为可给予公司2011年20-25倍PE，由此对应的合理价值区间为24-30元。

Figure 28 公司盈利预测

利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	600	750	960	1249
营业成本	310	392	504	656
加	6	7	9	12
营业费用	15	19	24	32
管理费用	40	50	64	84
财务费用	9	0	-7	-9
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	219	281	364	473
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	221	281	364	473
所得税	33	41	54	70
净利润	188	239	310	403
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	188	239	310	403
EBITDA	251	320	423	551
EPS (元)	1.25	1.20	1.55	2.01

数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 29 可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	6月17日收盘 价(元)	EPS			PE		
				2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
002031.SZ	巨轮股份	29.05	7.3	0.39	0.52	0.67	18.72	14.04	10.90

数据来源：wind、世纪证券研究所

风险提示:

- (1) 行业竞争加剧致使公司技术优势等下降的风险;
- (2) 海外市场开拓不畅致使收入增加低于预期的风险;
- (3) 募集投资项目建设达产进度低于预期的风险。

Figure 30 三大报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	440	1362	1499	1875	营业收入	600	750	960	1249
现金	38	847	838	1017	营业成本	310	392	504	656
应收账款	184	230	295	383	营业税金及附加	6	7	9	12
其他应收款	2	3	4	5	营业费用	15	19	24	32
预付账款	41	59	76	98	管理费用	40	50	64	84
存货	73	96	124	161	财务费用	9	0	-7	-9
其他流动资产	102	127	163	212	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	371	790	959	1017	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	214	456	622	687	营业利润	219	281	364	473
无形资产	96	139	180	222	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	61	196	156	108	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	811	2152	2457	2893	利润总额	221	281	364	473
流动负债	183	145	140	173	所得税	33	41	54	70
短期借款	77	0	0	0	净利润	188	239	310	403
应付账款	34	43	55	72	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	72	102	85	101	归属母公司净利润	188	239	310	403
非流动负债	23	23	23	23	EBITDA	251	320	423	551
长期借款	20	20	20	20	EPS (元)	1.25	1.20	1.55	2.01
其他非流动负债	3	3	3	3					
负债合计	206	168	163	195	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	150	200	200	200	成长能力				
资本公积	71	1161	1161	1161	营业收入	32.6%	25.0%	28.0%	30.0%
留存收益	384	623	933	1336	营业利润	38.1%	28.2%	29.8%	29.8%
归属母公司股东权益	605	1984	2295	2698	归属于母公司净利润	24.5%	27.1%	29.8%	29.8%
负债和股东权益	811	2152	2457	2893	获利能力				
					毛利率(%)	48.3%	47.8%	47.5%	47.5%
					净利率(%)	31.3%	31.9%	32.3%	32.3%
					ROE(%)	31.1%	12.1%	13.5%	14.9%
					ROIC(%)	28.2%	21.0%	20.7%	23.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	25.4%	7.8%	6.6%	6.7%
					净负债比率(%)	59.33%	11.94%	12.30%	10.24%
					流动比率	2.40	9.39	10.70	10.86
					速动比率	2.00	8.71	9.80	9.91
					营运能力				
					总资产周转率	0.82	0.51	0.42	0.47
					应收账款周转率	3	4	4	4
					应付账款周转率	9.79	10.15	10.24	10.28
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.94	1.20	1.55	2.01
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	1.08	1.14	1.57
					每股净资产(最新摊薄)	3.03	9.92	11.47	13.49
					估值比率				
					P/E				
					P/B				
					EV/EBITDA				

数据来源:天软、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.