



# 未有评级

002031.SZ

价格: 人民币 6.56

板块评级: 增持

## 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	15	12	3.0	(23.2)
相对新华富时A50指数	4	9	(1.2)	(6.0)

发行股数(百万)	397
流通股(%)	72.5
流通股市值(人民币 百万)	1,904
3个月日均交易额(人民币 百万)	10
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
揭阳市外轮模具研究开发有限公司	21.35

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2012年3月7日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

机械: 零部件

许民乐, CFA

(8621) 2032 8589

minle.xu@boicgroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120009

# 巨轮股份

## 轮胎硫化机驱动高增长

公司是国内知名的轮胎模具生产商, 在子午线轮胎模具供货商一直保持着行业技术领先地位, 2006年起进入轮胎硫化机领域。2008年到2011年主营业务收入复合增长率为25%, 净利润复合增长率为30%。受益于下游轮胎制造行业扩产影响, 公司传统轮胎模具业务增长稳定, 2008年到2011年复合增长率为11%; 公司硫化机业务保持高速增长, 2008年到2011年液压式硫化机业务复合增长率达到228%。随着未来轮胎行业产能的提高, 硫化剂业务将成为公司业绩的重要增长点。公司还适时进行了海外收购和扩张, 并进行了新产品的储备。

### 主要发现

- 公司主要产品为子午线轮胎活络模具、液压式硫化机及其他配件的生产和销售。2011年占营业收入比例分别为65%、25%及10%。2008年到2010年分业务收入复合增长率分别为11%、228%及6%, 轮胎模具增长稳定, 硫化机业务增速突出。
- 2003年以来汽车轮胎产量保持年均15.46%的增速, 子午线轮胎产量的年均增速则达25.57%。轮胎产量增长带动轮胎模具及硫化机需求的增长, 平均一套模具能够生产1.3-2万条轮胎, 一台硫化机能够生产5万条轮胎。
- 公司子午线轮胎模具生产周期为2-3个月(其中巨型胎模具为3-5个月), 液压式硫化机生产周期为4-6个月。去年四季度到现在公司订单情况良好, 目前满负荷生产。
- 公司在2011年发行了350万张可转换公司债券, 发行总额3.5亿元, 期限5年。自2012年1月30日起进入转股期, 可转换为公司流通A股。如此次可转换公司债券全部转股, 按初始转股价格8.09元/股计算, 则公司股东权益增加3.5亿元, 总股本增加约4,326万股, 摊薄约为10%。
- 根据公司披露, 2011年每股收益为0.36元, 对应市盈率为18.2倍, 预计2012年每股收益为0.48元, 对应市盈率为13.7倍, 相比公司的高增长, 估值具有吸引力。

### 主要风险

- 公司下游客户为轮胎制造行业, 与汽车制造行业景气度正向相关, 随着产业政策的变换及行业竞争的加剧, 公司下游客户存在景气度下行的风险。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	408	569	740	978	1,172
变动(%)	11	40	30	32	20
净利润(人民币 百万)	83	106	142	189	234
全面摊薄每股收益(人民币)	0.21	0.26	0.358	0.475	0.588
变动(%)	18	28	34	33	24
市场预期每股收益(人民币)			0.31	0.43	0.54
全面摊薄市盈率(倍)	21.1	16.5	18.5	13.9	11.2
每股现金流量(人民币)	0.592	0.298	0.279	0.260	0.432
价格/每股现金流量(倍)	11.2	22.2	23.7	25.5	15.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.5	14.4	12.1	9.7	8.1
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.089	0.119	0.147
股息率(%)	0.0	0.0	1.4	1.8	2.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

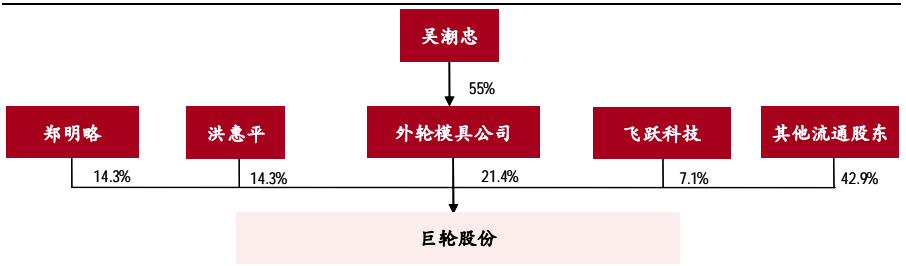
## 公司简介

公司是国内外知名的子午线轮胎模具供货商，一直保持国内行业技术领先地位；是目前国内同时具备圆锥面、斜平面、线性轻触式三种导向结构；钢刻花和精铸铝两种工艺的轮胎模具厂家，产品涵盖了航空胎、赛车胎、军用越野轮胎、工程车胎、载重胎、轿车胎等系列。

自成立以来，公司业务发展迅速，营业收入自 2001 年成立之时的 1.3 亿元增长到 2008 年的 3.7 亿元，再到 2011 年的 7.2 亿元，2008 年到 2011 年营业收入复合增长率达到 25.4%，归属于母公司所有者净利润从 2008 年的 0.65 亿元增长至 2011 年的 1.41 亿元，复合增长率为 29.9%。

公司 2007 年募集资金投资的年产 200 台高精度液压式硫化机项目，已于 2009 年 6 月底正式建成投产，产品依靠高效率、高适应性及高性价比等综合优势迅速获得市场认可。预计公司 2011 年液压式硫化机产量超过 200 台。该项目的实施延伸了公司产业链、优化了产品结构，进一步提升了公司核心竞争力。

图表 1. 公司股权结构



资料来源：公司资料、中银国际研究

## 公司的业务构成

公司主要业务为子午线轮胎活络模具的设计和生、液压式硫化机的生产和销售、及其他配件的生产和销售。

子午线轮胎活络模具由向心机构和型腔组成，主要用于生产制造子午线轮胎尤其是高等级的子午线轮胎，其特点是产品质量好、精度高和生产效率高。该产品是公司的传统优势产品，2008 年至 2010 年复合增长率为 11%，增长稳定。2010 年该业务占营业收入比例为 65% 左右。

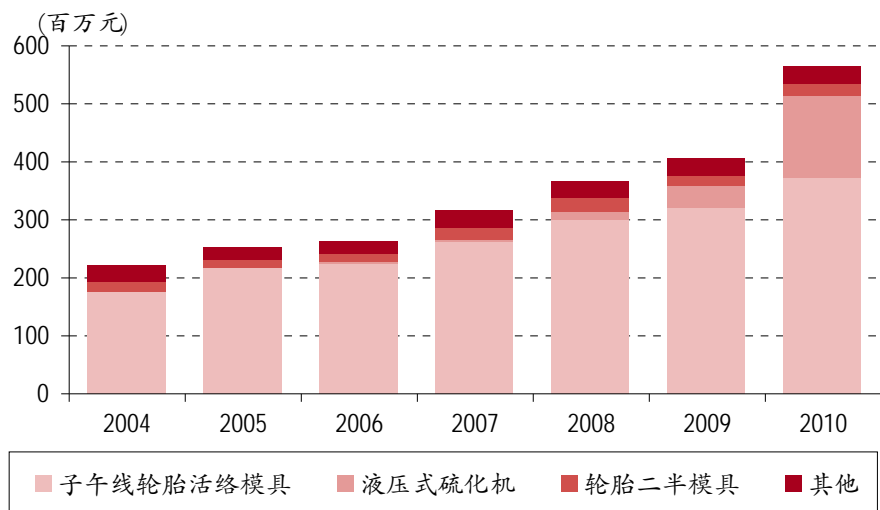
液压式硫化机是用于轮胎生产最后一道工序的关键设备。其特点是采用新型机械结构，全过程实现自动化生产和计算机监控，具有硫化轮胎质量高、重复定位精度高、生产效率高和能源消耗低等特点。该产品是公司近年来主推的产品，从 2006 年开始小批量投产，市场反应强烈，2008 年至 2010 年复合增长率为 228%，增长迅速，也是未来公司主打的拳头产品。2010 年该业务占营业收入比例为 25% 左右，占比在逐步提高，未来有望与活络模具占比持平。

二半模具由上半模和下半模组成，主要用于生产制造斜交线轮胎和较低级别的半钢丝子午线轮胎，其特点是结构简单、拆装方便、价格低廉。随着国内轮胎行业子午化率的提高，及公司定位高端产品的策略影响，该产品目前占公司营业收入比重在逐步下降，占比不到 5%。

公司的产品还包括轮胎模具及其他轮胎机械的配件和软件的销售，这些共计占比 5% 左右。

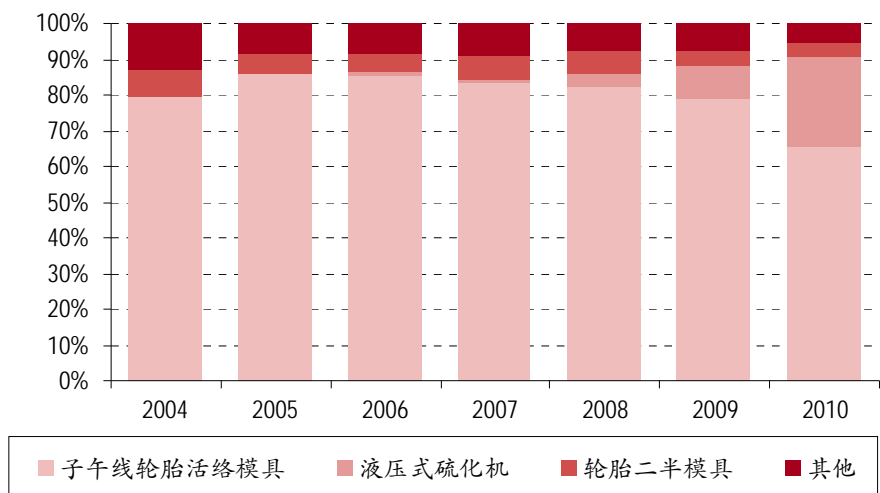
公司毛利率水平维持在 35%-45%，其中硫化机的毛利率上升趋势明显，主要由于公司新业务开展顺利，现已进入批量生产阶段，毛利率水平改善良好。公司传统的模具业务毛利率略有下降，主要由于模具行业竞争加剧，影响部分利润水平。

图表 2. 公司主营业务情况

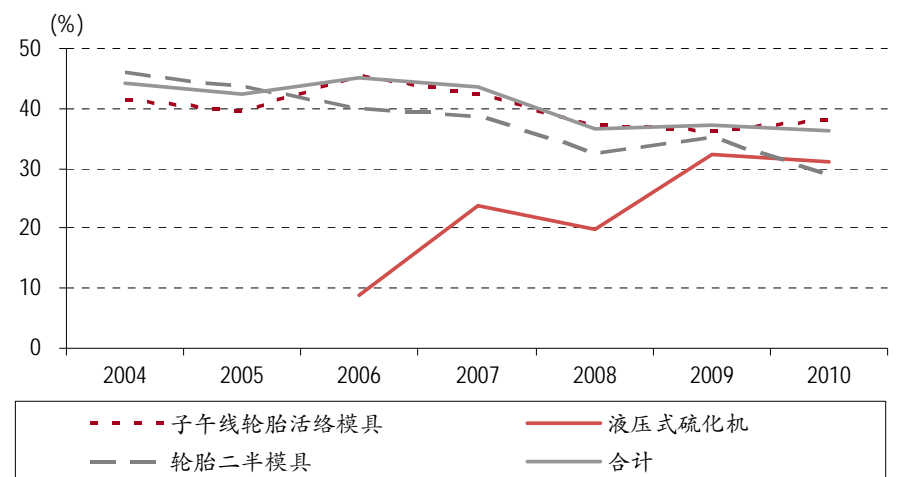


资料来源：公司资料、中银国际研究

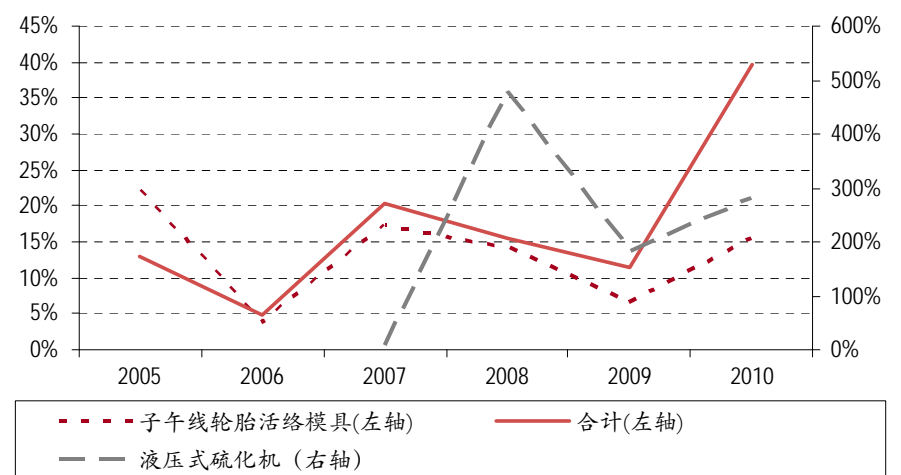
图表 3. 公司主营业务占比



资料来源：公司资料、中银国际研究

**图表 4.公司业务毛利率情况**


资料来源：公司资料、中银国际研究

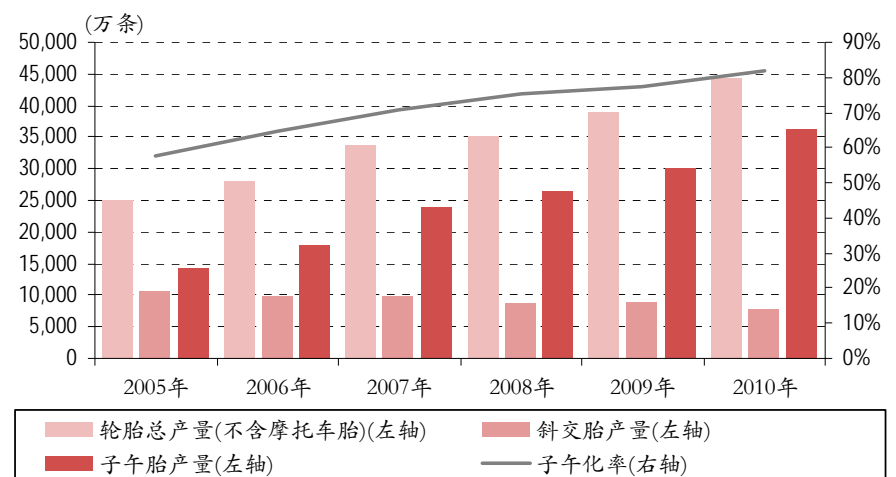
**图表 5.公司业务增速**


资料来源：公司资料、中银国际研究

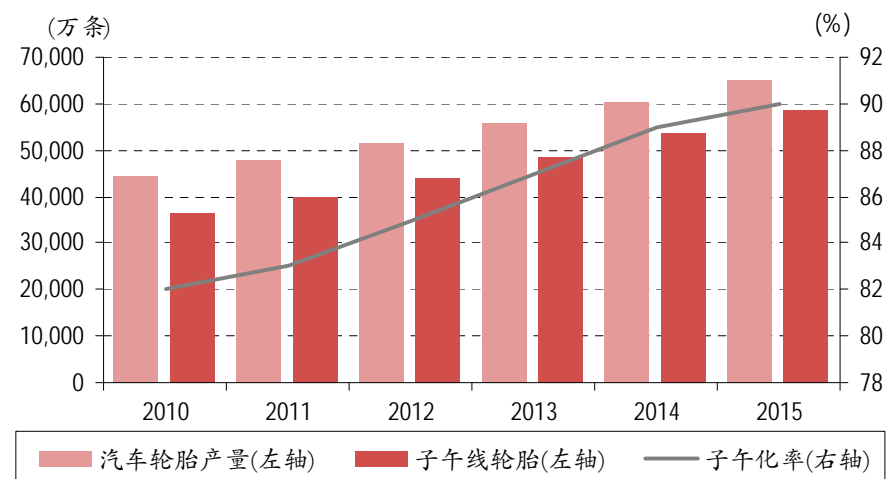
### 轮胎需求增长持续

汽车行业快速发展给轮胎及轮胎模具行业带来良好发展机遇，2003 年以来汽车轮胎产量保持年均 15.46% 的增速，子午线轮胎产量的年均增速则达 25.57%。

轮胎产品规格也日益丰富，形成了包括汽车轮胎（六大类）、工程车轮胎、工业车辆轮胎和农用车轮胎九大类共 1,500 个规格。2009 年，我国汽车轮胎总产量达到 3.91 亿条，其中子午线轮胎 2.98 亿条，子午化率为 76.3%，预计到 2015 年我国汽车轮胎市场需求量将达到 6.50 亿条，其中子午线轮胎为 5.86 亿条，子午化率将达到 90%。

**图表 6. 我国轮胎生产量**


资料来源：公司资料、中银国际研究

**图表 7. 未来我国汽车轮胎市场需求预测**


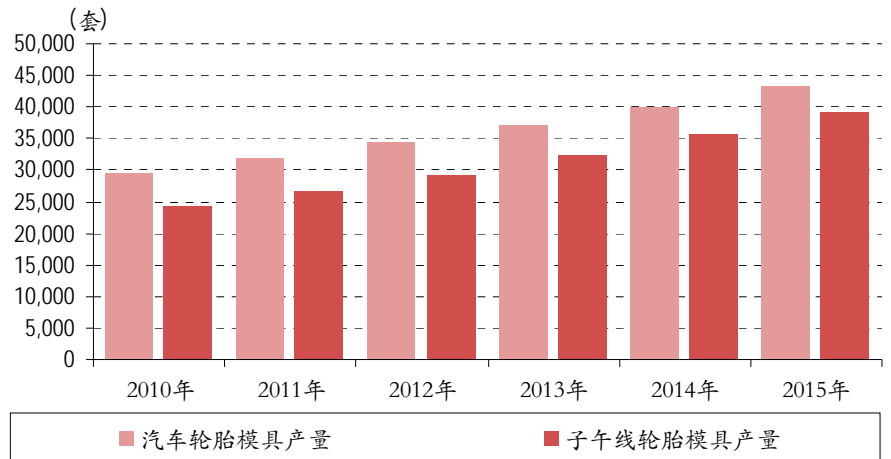
资料来源：公司资料、中银国际研究

推动轮胎产量的动力主要来自于两方面，一是新增汽车的需求，二是现有汽车维护保养时对轮胎的更换需求。未来随着汽车保有量的稳定，新增需求增速将有下降趋势，而更新需求则将逐步成为轮胎需求增长的主力。

### 轮胎模具受益于轮胎产量增长

子午线轮胎活络模具作为子午线轮胎定型硫化重要基础设备，其市场需求与轮胎产量变化密切相关。一套子午线轮胎模具的设计生产能力一般为 1.3-2 万条轮胎，但近年来由于车型、轮胎花纹、规格更新速度逐步加快，子午线轮胎的生命周期越来越短，按一套模具可加工 1.5 万条子午线轮胎使用寿命测算，到 2015 年我国子午线轮胎模具的市场需求量将达到 3.91 万套。如果考虑到国外汽车市场需求以及轮胎模具出口等因素，子午线轮胎模具的市场需求将进一步加大。

图表 8. 未来我国汽车轮胎模具市场需求预测



资料来源：公司资料、中银国际研究

### 硫化机市场前景广阔

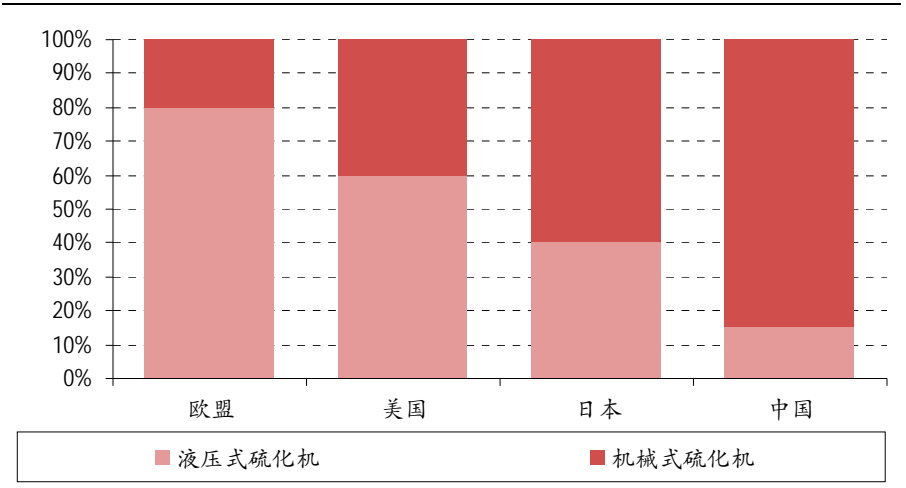
我国轮胎硫化机从七十年代中期消化吸收国外技术开始，历经三十多年努力，目前已形成垂直翻转式、垂直升降式、垂直平移式和液压式四大系列。据统计我国轮胎硫化机的年产量达 1,500 多台，但目前仍以机械式为主，能够生产与高端子午线轮胎模具相配套的液压式硫化机的企业很少，除公司外，主要有桂林橡机、益阳橡胶、福建华橡和豪迈科技等。据统计，2009 年上述五家企业液压式硫化机产量合计约为 161 台，远不能满足国内市场需求，国内轮胎制造商所使用液压式硫化机主要依赖于进口。

子午线轮胎强劲的发展势头，给液压式硫化机带来了无限商机。在西欧、美国等，子午胎的比重已达 95% 以上，2009 年我国汽车轮胎子午化率仅为 76.30%，预计到 2015 年我国子午化率将达到 90%，子午线轮胎的年需求量将达到 5.86 亿条，用于硫化高等级子午线轮胎的液压式硫化机市场前景广阔。

一台轮胎硫化机平均每年可生产 4.5-5 万条汽车轮胎，我们按年产 5 万条来保守估计，预计到 2015 年我国轮胎硫化机的存量将达到 1.17 万台。目前国内轮胎企业使用的硫化机中液压式硫化机占比约为 15%，而世界主要轮胎制造公司使用液压式轮胎硫化机的比例达 60% 以上，随着对轮胎质量要求的持续提高和我国轮胎工业的快速发展，液压式硫化机逐步替代机械硫化机是大势所趋，预计到 2015 年我国液压式硫化机普及率将达到 60%，以此推算，到 2015 年我国液压式硫化机存量将达到 7,030 台。

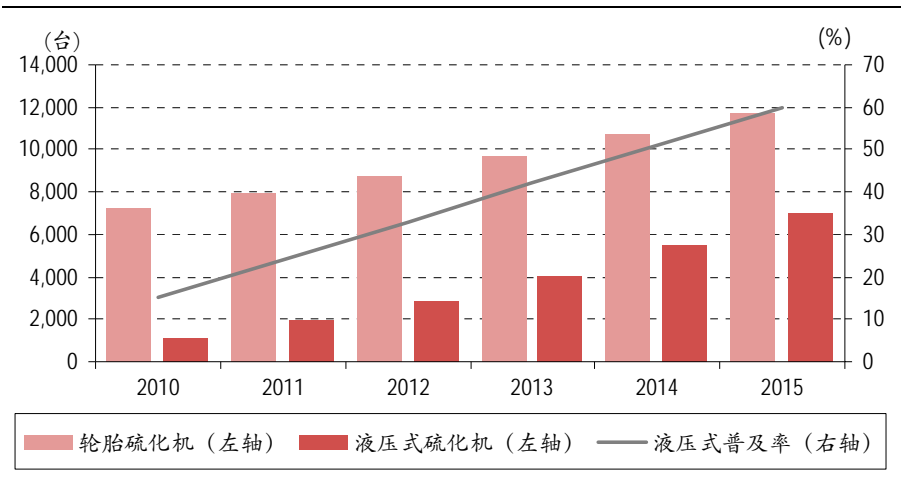
液压式硫化机的优点表现在三个方面，第一是产出轮胎的均匀性好，第二是动平衡性好，第三是花纹的精密程度好，因此全钢胎只能用液压式硫化机。同时液压式的一级品率在 95%，机械式的在 85% 左右。售价方面，机械式的一台少于 100 万，液压式一台在 150 万左右。经过测算，提高的一级品率将在一年收回多投入的成本。未来液压式硫化机替代机械式的进程将会加快。

图表 9.全球液压式硫化机占比



资料来源：轮胎硫化机现状与展望，中银国际研究

图表 10.未来我国硫化机市场需求



资料来源：公司资料，中银国际研究

硫化机领域，公司在国内的主要竞争对手是福建的华橡自控、三明橡机，广西的桂林橡机。桂林橡机是机械式硫化的龙头，目前也生产液压式，硫化机业务产值在 4-5 个亿。由于机械式硫化机产能落后，拖累了公司业绩。桂林橡机目前是国家认证中心，行业内的产品都需要拿过去做认证后才能投放市场。

硫化机国外竞争对手包括日本的神户钢铁，每年产出 5,000 台，高端机型售价在 3-7 千万日元，以 120 机型为例，是公司售价的 1.5-2 倍。

### 海外扩展迅速

公司日前公告在印度设立生产中心，并收购德国机床公司 OPS。国际业务扩展迅速。

公司设立印度公司的着眼点在于降低物流成本。建厂后在模具的生产周期里能降低三分之一的成本，主要包括成品和维修维护配件的物流成本。公司也希望未来能复制一个小巨轮，在印度当地实现原材料采购、生产、销售和售后服务。目前的问题在于技术转移困难，当地熟练工难寻，培训周期较长。厂房设备今年上半年将完工，预计下半年能实现收入，但贡献利润还需时间。

公司收购德国机床公司 OPS，主要看中其电火花机床和立式加工中心技术。电火花技术的优点是投资成本低，目前市场需求仍然很多。未来公司将把研发中心放在德国，其他生产环节放在中国，目前已经派人在德国学习。

### 估值

公司传统的轮胎模具业务增长稳定，新开展的液压式硫化机业务增长较快，目前公司已满负荷生产，未来募投项目完成后，硫化机产能将增长 60%。当前公司将着眼点放在了保障质量上，在技术成熟后将增加产能。根据公司披露，2011 年每股收益为 0.36 元，对应市盈率为 18.2 倍，预计 2012 年每股收益为 0.48 元，对应市盈率为 13.7 倍，相比公司的高增长，估值具有吸引力。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371