



海外订单放量，业绩稳定增长

增持 首次评级

目标价 25.6 元

投资要点:

- 轮胎模具龙头地位巩固，市场份额第一
- 海外订单放量增长
- 核心技术控制成本显著，毛利保持行业前列

报告摘要:

- **轮胎模具龙头地位巩固，市场份额第一。**2011 年公司的销售收入为 6.8 亿元，目前全球轮胎模具市场的总份额为 150 亿左右，公司约占全球份额的接近 5%，是世界上最大的模具生产企业。预计公司未来能占达到全球市场份额的 10-15%。从国内市场看，公司的市场份额稳定在 30-35%，产能排名第一，大于排名第二的巨轮股份和排名第三的广州天阳的总和。公司的出口订单占整个行业全部出口总额的 50% 以上，营业收入和毛利增长较快，较同行业体现出了较高的产品附加值和毛利率空间。
- **海外订单放量增长，今年初现效果。**国外客户认证需要 1-3 年的时间，目前公司认证期已经结束，并且海外巨头正在不断减少模具设备自供率，转而从市场购买轮胎模具，开支每年约增加 3-4%，公司海外订单开始放量增长。2012 年已经比较明显，预计 2013 年国外客户的销售比例达到 40% 左右，由于海外订单的毛利比国内订单的毛利高出约 5 个百分点，海外客户的增加将对促进公司盈利增长有重大的帮助。
- **核心技术控制成本显著，毛利保持行业前列。**公司采用电火花加工技术，自主研发生产设备，固定资产远低于其他公司，在控制成本和折旧方面成果显著，使得综合毛利保持在 47-48% 的高位，高于同行。
- **盈利预测和估值分析。**根据估值模型，按 5 月 14 日的收盘价 19.11 元计算，公司 12-14 年的 EPS 分别为 1.28、1.55、1.85 元，对应的 PE 为 14.96、12.36 和 10.32 倍，按 2012 年 20 倍市盈率，未来 6 个月的目标价格为 25.6 元，首次给予“增持”评级。

中小市值上市公司研究组

资深分析师

王凤华 (S1180511010001)

电话: 010-88085761

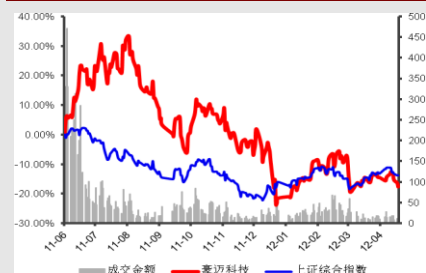
Email: wangfenghua@hysec.com

吴洋 (S1180511080005)

电话: 010-88085965

Email: wuyang@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20120331	9732	较高
20111231	7976	较高
20110930	6235	较高

数据来源: wind

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入(百万元)	600.31	686.17	783.22	938.40	1126.08
增长率(%)	32.62	14.30	14.14	19.81	20.00
净利润(百万元)	188.12	213.00	255.41	309.17	370.38
增长率(%)	24.48	13.17	19.97	21.05	19.80
每股收益(元)	1.25	1.22	1.28	1.55	1.85
市盈率	15.29	15.71	14.96	12.36	10.32

目录

一、轮胎模具制造龙头企业	4
(一) 世界最大的轮胎模具制造企业	4
1、公司主营业务介绍	4
2、巩固的行业龙头地位	4
(二) 通过行业巨头认证，逐步打开海外市场	5
二、公司主营业务分析	6
(一) 营业收入和利润稳定增长	6
1、主营业务盈利质量好	6
2、毛利率稳定在较高的水平	7
(二) 四大产品盈利稳定	8
1、公司主营模具业务包括四大类	8
2、公司主营业务构成	8
三、轮胎模具细分市场分析	9
(一) 与汽车市场紧密相关	9
(二) 花纹更换成为轮胎模具行业主要需求	10
(三) 国内外市场竞争格局改变	10
(四) 公司行业地位	11
四、公司的竞争优势	12
(一) 电火花技术是公司的技术命脉	12
(二) 产品毛利处于行业前列	12
(二) 募投项目投产保证公司增长	13
五、盈利预测和估值	14

图表

图 1: 主要产品.....	4
图 2: 出口占比趋势图.....	5
图 3: 按产品分类客户列表.....	6
图 4: 营业收入稳定增长.....	7
图 5: 净利润稳定增长.....	7
图 6: 毛利率、净利率维持高位 (单季度)	8
图 7: 四种产品占比变化.....	9
图 8: 2010 年主营收入构成.....	9

表格

表 1: 豪迈科技与主要国内竞争对手比较.....	11
表 2: 豪迈科技与行业公司对比.....	12
表 3: 电火花与其他加工技术对比.....	12

一、轮胎模具制造龙头企业

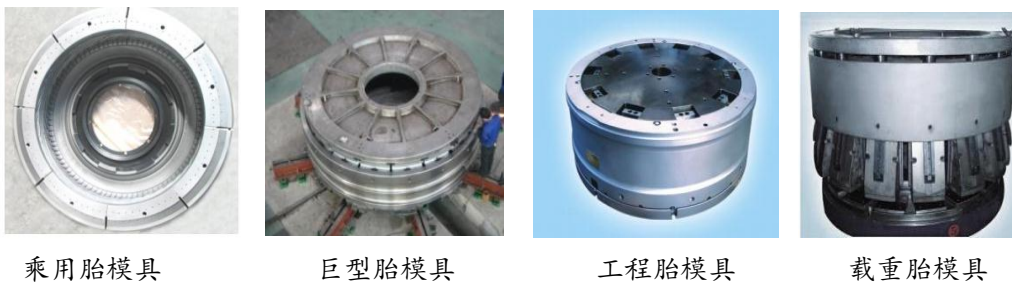
(一) 世界最大的轮胎模具制造企业

1、公司主营业务介绍

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。公司主导产品子午线轮胎模具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，可以根据客户在轮胎规格型号、扁平比及花纹变化等方面的个性化需求进行定制生产，花纹种类从普通花纹到雪地胎花纹、蜈蚣腿花纹、怪异花纹、概念花纹等复杂花纹，产品覆盖乘用车模具、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。

2010年公司轮胎模具生产能力达到4500套。如果募投项目完全达产，公司的生产能力可以增长约95%，预计接近9000套。

图1：主要产品



资料来源：公司招股说明书 宏源证券

2、巩固的行业龙头地位

在轮胎模具细分市场中，公司具有非常巩固的龙头地位，市场份额占比具有绝对优势，2007年-2009年轮胎模具销售收入国内市场占有率分别为22.58%、28.17%和26.58%。目前公司的市场份额可以稳定保持在30-35%。

2010年，在我国汽车行业高速增长的背景下，公司营业收入6.0亿元，较上年增长32.62%。2011年公司的销售收入为6.8亿元，目前全球轮胎模具市场的总份额为150亿左右，公司约占全球份额的不到5%。预计公司未来能占达到全球市场份额的10-15%。

从国内市场看，公司的产能在行业中排名第一，产能大于排名第二的巨轮股份和排名第三的广州天阳的总和。公司的出口订单占整个行业全部出口总额的50%以上，营业收入和毛利增长较快，较同行业体现出了较高的产品附加值和毛利率空间。

强大的研发能力使公司在技术方面一直领先于国内其他竞争对手，创造了多项在国内同行业中领先的技术。其中，专用于轮胎模具花纹加工的电火花成型技术、轮胎模具专用

刻字技术、复杂雪地轮胎模具花纹的加工技术及巨型胎模具加工技术等多项核心技术达到国际领先水平。

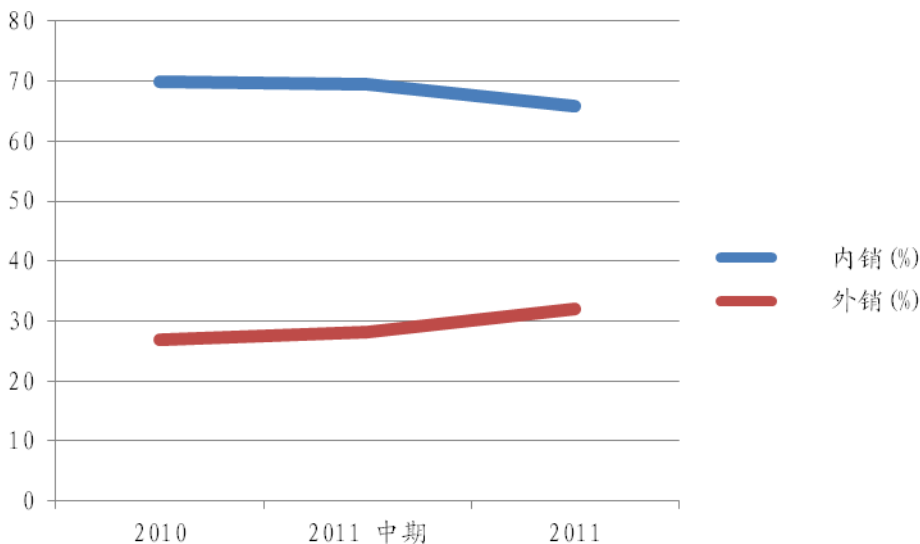
除了技术优势外，公司的生产成本也比较突出。规模效应、技术突破、管理创新以及一线员工的技能提高都使公司的生产成本逐渐降低，自主研发和生产的专用设备成本比通用设备降低很多，由设备折旧带来的模具生产成本也明显低于主要竞争对手。

（二）通过行业巨头认证，逐步打开海外市场

轮胎模具的客户认证需要 1-3 年的时间，固特异等行业巨头的认证更是需要 3-5 年的时间，而公司已经通过包括普利司通、米其林、固特异、德国大陆、固铂等世界轮胎巨头企业的供应商质量认证，即公司已基本通过这些客户的试制和小批量订货的考验期，进入批量供货阶段，出口订单逐年增加。国内同行业其他竞争对手通过的认证比较少，公司比他们具有稳定的客户资源。

目前海外订单成为公司业绩增长的重要来源，前几名的客户由原来的国内客户为主转为国外客户为主，公司 2009 和 2010 年的主要客户大部分来自国外，最大客户固特异（公司也是固特异最大的轮胎模具外部供应商）在 2010 年公司销售收入中占比达到 13.7%。公司认证期满之后，海外订单开始放量增长，2012 年已经比较明显，预计 2013 年国外客户的销售比例达到 40% 左右，由于海外订单的毛利比国内订单的毛利高出约 5 个百分点，海外客户的增加将对促进公司盈利增长有重大的帮助。

图 2：出口占比趋势图

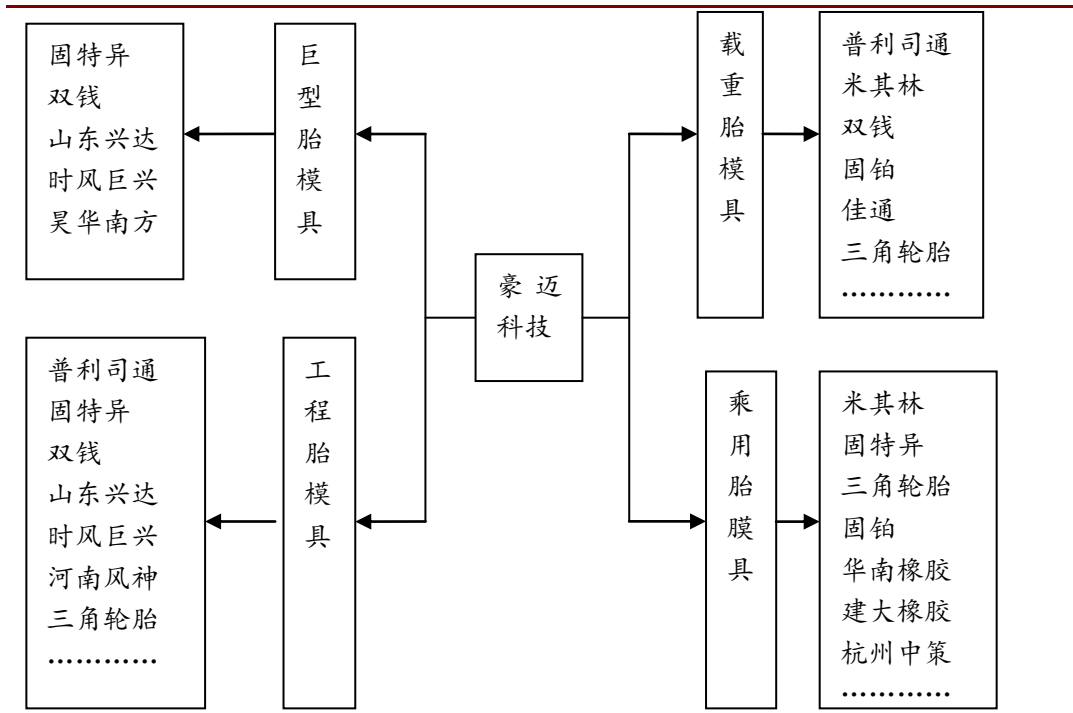


资料来源：wind 宏源证券

公司的国外客户主要是固特异、米其林、普利司通、特瑞堡、德国大陆、印度比拉、美国轮胎，几乎涵盖了排名前十的轮胎巨头，目前仍然和多家国外企业洽谈中；国

内容客户主要包括三角轮胎、佳通、固铂成山、双钱、河南风神、杭州中策、玲珑轮胎、广州万力等国内十大品牌轮胎制造商在内的大中型轮胎企业。

图 3：按产品分类客户列表



资料来源：公司招股说明书 宏源证券

二、公司主营业务分析

(一) 营业收入和利润稳定增长

1、主营业务盈利质量良好

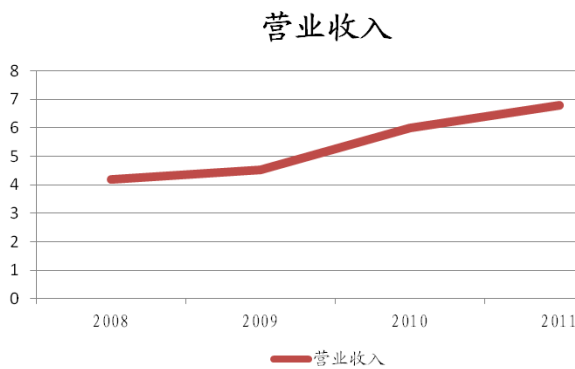
公司 2008—2010 年度，公司综合毛利率分别为 48.06%、47.89%及 48.32%，较同行业体现出较高的产品附加值和毛利率空间；公司营业收入分别为 4.19 亿元、4.53 亿及 6.0 亿元，2009 年和 2010 年环比增长率分别为 7.94%和 32.62%；归属于母公司所有者的净利润分别为 1.37 亿元、1.51 亿元及 1.88 亿元，2009 年和 2010 年环比增长率分别为 10.37 和 24.48%。

2011 年，公司实现营业收入 6.86 亿元，比去年同期增长 14.30%；实现利润总额 2.50 亿元，比去年同期增长 13.13%；归属于上市公司股东的净利润 2.13 亿元，比去年同期增长 13.17%。2012 年一季度的营业收入为 1.4 亿元，比去年同期增长 6.08%；净利润 4184 万，比去年同期增长 10.76%。

总的来看，公司即使在金融危机的冲击下也能够保证收入和利润的稳定增长，特别是

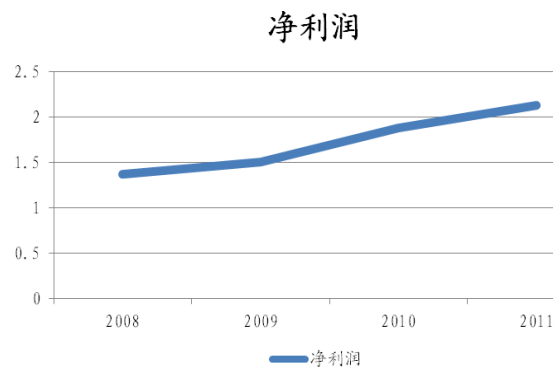
2010 年汽车行业发展较好的时期，轮胎模具也有了较大的增长。目前公司的业绩增长主要来源于国外客户的订单增加，随着汽车轮胎模具全球产业的转移，原本具有自己特有模具厂的国外公司很多都向中国转移。国外轮胎制造企业在国内投资力度加大，轮胎模具的采购亦呈现出本土化的趋势。包括米其林、固特异、大陆等公司在内的世界著名轮胎制造企业，正在不断减少模具设备自供率，转而从市场购买轮胎模具，其市场采购轮胎模具的开支计划每年大约增加 3-4%。仅此一项，每年全球轮胎模具的销售额就有望增长 10% 左右，而这些支出又逐渐向中国偏移，使得包括公司在内的模具制造企业从中受益。

图 4：营业收入稳定增长



资料来源：wind 宏源证券

图 5：净利润稳定增长



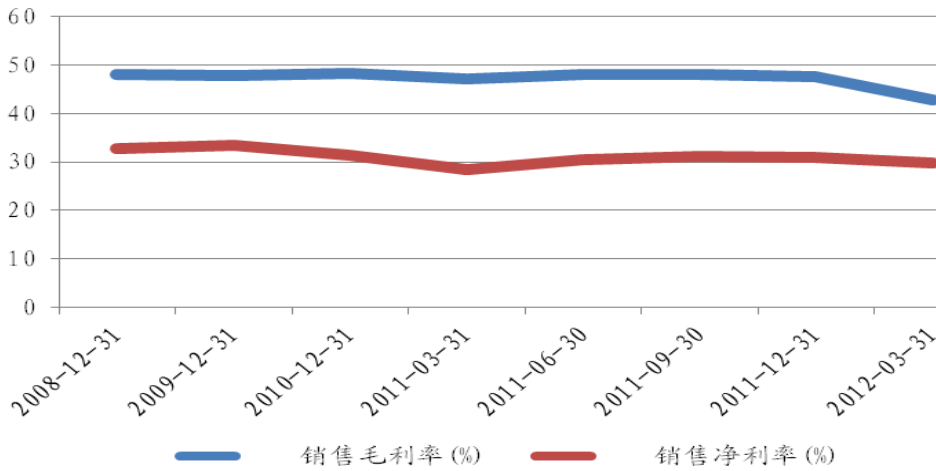
资料来源：wind 宏源证券

2、毛利率稳定在较高的水平

公司的综合毛利率一直保持在同行业较高的水平，2008-2010 年公司主营业务的综合毛利率为 47.55%、47.48%及 47.83%，2011 年为 47.4%，较上一年略微下降，主要是公司扩大了铸件生产等新的业务，使得原来的毛利略微降低，但同时却可以降低公司业务过于集中的风险，提高公司在铸件加工等领域的份额。公司铸造件的客户主要是 GE/西门子、卡特彼勒等，毛利率 20%，净利润 10%，拉低毛利率水平，2012 年一季度毛利率已经出现下滑，但公司不仅为客户生产铸件，还会承担铸件的精加工，依靠其先进的精加工能力，后期毛利率可以达到 50% 以上，总体比较稳定。

公司的毛利如此稳定一方面是公司自主生产的电火花机床大大降低了公司固定资产，仅为其他公司的 1/3，使折旧水平要低于行业中其他公司，生产成本和费用控制很好；另外由于轮胎模具行业的客户要求多样，公司的订单非常分散，每一个客户都要求按照自己的设计来完成模具，订单几乎不会重复。订单的多样性和客户的独立定制要求使得加工工艺非常繁琐和复杂，要依靠较高的技术来完成，使得公司具有一定的议价能力。公司的毛利在整个行业中都处于比较高的位置，比竞争对手巨轮股份要高出 7-8 个百分点，比行业均值高出 17-18 个百分点。

图 6：毛利率、净利率维持高位（单季度）



资料来源：wind 宏源证券

（二）四大产品盈利稳定

1、公司主营模具业务包括四大类

公司的产品应用于乘用车模具、载重胎模具、工程胎模具、巨型胎模具，涵盖范围非常广，型号齐全。公司可以根据客户在轮胎规格型号、扁平比及花纹变化等方面的个性化需求进行定制生产，产品尺寸从轮辋直径 R9 到轮辋直径 R63，花纹种类从普通花纹到雪地胎花纹、蜈蚣腿花纹、怪异花纹、概念花纹等复杂花纹，材质涵盖锻钢、铸钢和锻铝。

乘用车胎模具主要用于轿车、轻型载重车轮胎的硫化生产，受市场需求的影响，国内产量不断上扬；载重胎模具用于载重车轮胎、大客车轮胎的硫化生产，载重胎模具的产量是最多的，但是最近几年由于受经济环境影响，有下滑趋势；工程胎模具主要用于挖掘机、推土机、装载机、工程运输车轮胎的硫化，产量基本持平，增速不快；巨型胎模具主要用于大型工程机械、矿山、拖运卡车用轮胎的硫化生产，公司生产的巨型胎模具全部用于出口。

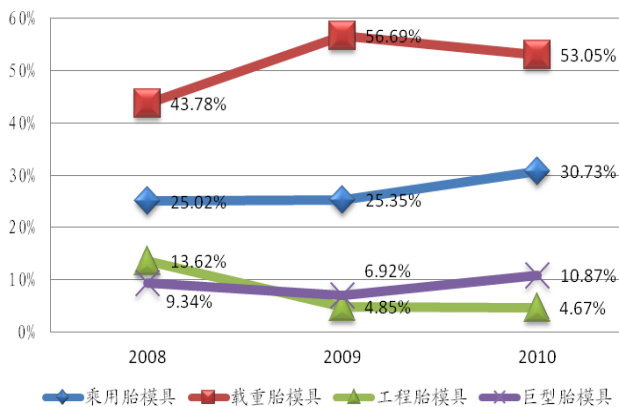
从产能看，2010 年公司年产 4875 套轮胎模具，其中，工程胎模具 138 套、巨型胎模具 12 套、乘用车和载重胎模具 4725 套。2011 年的产能比 2010 年增长了 33%，达到 6000 套，随着募投项目在 2012 年逐渐达产，能够将产能扩大到近 9000 套。但公司表示会根据市场行情来制定生产计划，不一定 100% 达产，减小公司库存积压的风险。从生产周期看，公司乘用车胎模具、载重胎模具生产周期最短 28 天，通常 2-3 个月，工程胎模具及巨型胎模具平均在 4-6 个月。公司确认收入一般周期为 2-3 个月，在客户验收合格之后再行确认。公司的生产没有淡季和旺季之分，是根据汽车市场的行情来波动。

2、公司主营业务构成

公司的四种产品中载重胎模具的占比最大，2010 年达到 53%，其次是乘用车模具 31%、

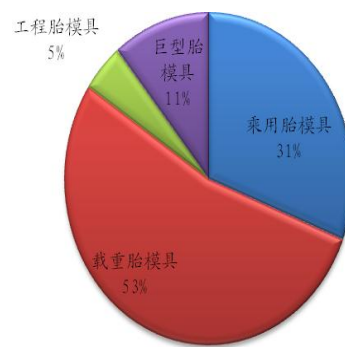
巨型胎模具 11%和工程胎模具 5%。这四种产品的收入占比是逐年变化的，载重胎模具的占比由于受到运输车产量下滑的影响逐渐减少；乘用车模具的需求增长较快，受益于汽车市场行情表现较好；工程胎模具的占比最小且增长缓慢，但是毛利要高于承重胎模具和载重胎模具，短期内不会出现放量增长；巨型胎模具全部用于出口，目前国内的厂家由于配方向题暂时没有办法生产巨型胎，在国际市场上，公司的巨型胎模具销售规模排名第一，具有绝对优势，固特异的巨型胎模具全部从公司采购，售价约为 20 万美元左右。

图 7：四种产品占比变化



资料来源：wind 宏源证券

图 8：2010 年主营收入构成



资料来源：wind 宏源证券

三、轮胎模具细分市场分析

(一) 与汽车市场紧密相关

汽车工业高速发展带来的轮胎存量需求和更新需求（花纹更新和轮胎翻新等）为行业发展提供了巨大市场空间。

根据上下游产业链的关系，轮胎模具产业主要是为轮胎生产行业提供产品的，和轮胎生产密切相关，收益随汽车行业的市场行情波动而变化。所有影响汽车行业发展的因素都会成为影响轮胎和轮胎模具生产的因素。包括宏观政策对汽车行业的影响，如汽车购买政策对乘用车消费市场的影响，基础设施建设对载重车和工程车的影响，以及矿山开采政策等对巨型胎市场的影响等。

2011 年我国汽车产销增速大幅回落，主要受到国家宏观调控、鼓励政策的退出、上年基数较高和北京等城市限购四方面因素的影响，其中国家宏观调控和鼓励政策的退出是影响 2011 年汽车增长的主要因素。中国汽车工业协会统计显示，2011 年汽车产销分别为 1841.89 万辆和 1850.51 万辆，产销均超过上年。从增长率来看，产销分别增长 0.84% 和 2.45%，比上年分别回落 31.60 和 29.92 个百分点，产销增速为 13 年来最低。

国家统计局数据显示，2011年1-11月轮胎制造行业实现销售收入3554.07亿元，同比增长29.27%；利润总额153.20亿元，同比增长14.69%，销售利润率4.31%。

据汽车协会预测，2012年汽车市场将回归6%~8%的常态增长，预计销售量2000万辆左右。据此，轮胎分会初步预测，2012年全国轮胎总量4.83亿条左右，比上年增长5%~7%；其中子午胎产量4.32亿条左右，增长8%~9%，子午化率89%左右。目前我国仍然具有较大汽车产品消费潜力，子午化率提高的趋势并未因经济暂时波动改变，特别是工程胎、载重胎等类别子午化率仍较低，与之相关的轮胎行业投资和更新仍然会持续进行，从而带动中高端轮胎模具的更新投资和新增投资。子午化率的提高对公司需求增长有很大的帮助。

虽然从目前来看，2012年一季度汽车市场仍处于底部，回暖还需要一段时间，但是新车产销的巨大基数和仍在不断增长的汽车保有量都决定了配套胎和替换胎的需求总规模仍然在一个较高的水平。

（二）花纹更换成为轮胎模具行业主要需求

一般轮胎模具生产企业的市场需求主要来自两个方面：汽车轮胎花纹的更换和新增生产线。其中花纹更换是最重要的原因，公司产品订单80%的需求来自于花纹的更换，新增生产线只有20%的影响。

轮胎模具是极具个性化、高技术含量、高精密度和高附加值的模具产品，其特殊的花纹造型、特殊的模具结构和特殊的加工工艺在模具产品中都是相当独特的，具有很高的技术难度。随着对汽车高速性、舒适性、安全性要求的不断提高，决定轮胎牵引力、制动力、耐磨性、散热性、操控稳定性的轮胎花纹也随着发生变化，花纹造型和式样的更新速度不断加快。据了解，米其林等国外厂商每年投入100亿美元用于轮胎花纹的设计，花纹设计作为汽车轮胎制造的核心技术，它的更换需求成为轮胎模具行业最重要的影响因素。

（三）国内外市场竞争格局改变

轮胎模具市场的份额很小，由于国内技术发展不成熟，多年以来主要集中在国外，国外的轮胎巨头都有依附于自己的模具制造厂家，产品几乎全部内部使用，很少外部采购。但是随着国际产业转移，国外轮胎制造企业在国内投资力度加大，轮胎模具的采购亦呈现出本土化的趋势。包括米其林、固特异、大陆等公司在内的世界著名轮胎制造企业，正在不断减少模具设备自供率，转而从市场购买轮胎模具，其市场采购轮胎模具的开支计划每年大约增加3-4%。仅此一项，每年全球轮胎模具的销售额就有望增长10%左右。德国大陆已经关闭自己的模具供应厂，但是受到欧债危机和就业压力的影响，巨头关闭其模具加工工厂的速度有所减缓，这也使得其向国内市场转移的速度减慢，会对公司海外订单的增长有一些影响，但是海外市场增长的趋势不会改变，只是增长速度放缓。

(四) 公司行业地位

模具市场的产业集中度越来越高，早在 2009 年，规模居前的几家企业模具销售数量合计占市场的 35% 左右，但当期合计销售收入却占到行业总体收入的 70% 左右，市场集中度较高。2011 年，公司的市场份额更是由原来的 26% 逐渐上升到 30-35% 且比较稳定。主要是由于模具设计和制造技术水平的提高，要求轮胎模具制造企业必须具有强大的技术研发能力、足够的生产能力和完善的质量保证体系，另外模具生产企业和轮胎生产厂商之间的技术交流合作进一步加强，增强双方技术交流，建立畅通信息通道，形成互相支持、互惠双赢的良性循环机制。这样那些研发能力差，生产能力不足的小型企业将很难得到大型轮胎企业的认可，从而导致市场逐渐向行业前几名的模具制造商集中。

在国内公司主要的竞争对手有广州巨轮、广州天阳、山东万通、沈阳子午线等，豪迈科技在产能、收入和毛利等各方面都远远超过竞争对手，成为国内轮胎模具行业细分市场具有绝对优势的龙头。

下表统计为 2010 年公司募投之前产能与其他公司的比较，随着募投项目的达产，公司目前产能为 6000 套，预计 2012 年底可以完全达产，达到 9000 套。

表 1：豪迈科技与主要国内竞争对手比较

	豪迈科技	巨轮股份	天阳模具	山东万通	沈阳子午线
主要产品	钢质、铝质载重胎模具、乘用车胎及巨型胎模具等	铸铝乘用车胎模具，钢质载重胎、工程胎模具等	钢质载重胎模具、铸铝乘用车胎模具、钢质工程胎模具等	铸铝乘用车胎，钢质载重胎等	铸铝乘用车胎，钢质载重胎等
产能	4500/套	2600 套/年	2000 套/年	1000 套/年	800 套/年
2009 年销售收入	43966 万	40760 万	17314 万	9020 万	5194 万

资料来源：招股说明书 宏源证券

公司与同类上市公司的比较可以知道，2012 年一季度公司的销售毛利和净利率都达到远超过行业平均水平，毛利比竞争对手巨轮股份高出 3 个百分点，净利更是高出 14 个百分点，虽然 EPS 相对于 2011 年有所下降（系股本增加所致），但是依然远高于巨轮股份。营业收入增长率和净资产收益率都比较高，显示出良好的盈利能力。

公司的 PE 为 17.82（按 5 月 11 日收盘价 19.33 元计算），低于巨轮股份的 20.29（按 5 月 11 日收盘价 7.08 元计算）和行业均值的 32，具有较好的安全边际，处于被低估的阶段。另外，和最大的竞争对手巨轮股份相比较，公司海外订单占收入的比重接近 40%，而巨轮股份只有 15%，且公司通过的国外客户的认证要远高于巨轮股份，这说明公司具有更加稳定的国外客户资源，随着海外市场向国内转移，公司将从这些轮胎巨头处得到更多的订单，而海外订单的毛利要比国内市场高出 5%，对拉动公司利润增长非常有利。

表 2: 豪迈科技与行业公司对比

公司简称	每股收益 EPS-基 本(元)	每股净资 产 BPS(元)	销售毛利 率(%)	销售净利 率(%)	净资产 收益率 ROE (%)	基本每股 收益同比 增长率 (%)	营业利润 同比增长 率(%)	应收账款 周转率 (次)
豪迈科技	0.21	10.06	42.79	29.75	2.10	-16.00	9.62	0.56
天汽模	0.09	6.79	22.66	12.43	1.32	50.00	36.06	0.69
巨轮股份	0.06	3.12	39.99	15.07	1.82	20.00	0.85	0.62
成飞集成	0.003	5.88	26.68	-1.74	0.05	-93.02	-118.58	0.29
行业均值	0.0634	5.52	30.02	11.30	1.17	-49.77	-33.55	0.69

资料来源: wind 宏源证券

四、公司的竞争优势

(一) 电火花技术是公司的技术命脉

公司成立以来, 主要从事轮胎模具专用加工设备的研发和生产, 其间公司自主研发的、具有知识产权保护的轮胎模具加工专用电火花成型机床及数控专用刻字机床等设备, 推动中国轮胎模具制造业由手工、半手工操作阶段进入数控加工时代, 促进了我国高档子午线轮胎模具的国产化进程。公司目前的电火花机床已经更新至第五代, 是国内独有的技术, 其他一些厂家只能采用精密锻造、数控雕刻等技术, 相比电火花技术在花纹的复杂性和成本、效率等方面有很大的差距。目前国内市场还有巨轮股份也采用电火花技术进行加工, 但巨轮股份的电火花机床系从公司采购, 为第一代和第二代产品。巨轮股份轮胎模具生产主要采用数控雕刻加工工艺, 核心设备包括大量四轴、五轴联动加工中心等通用设备及刻字机, 主要依靠外购甚至进口, 其五轴加工中心单台价值、对外采购的进口刻字机等设备价值较高, 致使其固定资产金额相对较大。

表 3: 电火花与其他加工技术对比

	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

资料来源: 招股说明书 宏源证券

通过采用电火花加工技术, 公司在成本控制等方面比其他公司具有很大的优势, 能较大幅度提高毛利率, 同时, 其花纹加工工艺也能满足轮胎巨头对花纹复杂性的要求, 满足

客户个性化定制花纹的需求。

（二）产品毛利处于行业前列

公司产品的综合毛利一直维持在 47-48% 的水平上，处于行业领先地位，综合分析公司能够保持高毛利的原因：一是产品的个性化定制，客户订单的量很少，每次 1-2 个，几乎不会重复，没有办法批量生产要求产品有一个较高的盈利；二是公司自主生产电火花机床等设备，使得固定资产只有其他同类公司的 1/3，大大减少了公司固定成本折旧费用；三是电火花技术相比其他技术在成本控制方面有显著的效果；四是公司在行业中有很好的议价能力，和供应商签订了采购合同修正条款，在原材料市场价格波动比较大的时候能够及时转移风险。

（二）募投项目投产保证公司增长

公司的募投项目有四个：

1、精密子午线轮胎模具项目。有利于完善品种结构和缓解公司由于产能瓶颈制约带来的难以满足客户需求的矛盾，使公司进一步巩固并扩大现有产品的市场份额。

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

项目总投资 34912 万元，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。

募投项目投产后，公司产能能够达到 9000 套，约扩大一倍，2011 年已经达到 6000 套，在 2012 年底就能够全部达产，但公司预计会根据市场行情来释放产能。

2、高档精密铸锻中心项目。这个项目属于公司向上游延伸的项目，通过自制铸锻件可以保证原材料的供应质量，灵活控制采购周期、加工周期，降低资金占用，为保持公司较高的毛利空间提供坚实的保证。

3、巨型子午线轮胎硫化机项目，是公司向下游延伸的一个项目，属于与巨型轮胎模具配套使用的硫化设备，可提供给客户配套的整体产品生产设备，具有提高客户忠诚度和依赖度的优势。

目前公司是国内唯一能够同时生产巨型胎和巨型胎硫化机的企业，公司在巨型胎市场上占有绝对优势地位，这个项目的完成能够帮助公司扩大产品范围和收入。在上市之前，此项目就已经达产，但是由于国内巨胎加工企业在配方方面的问题一直没有发挥产能，预计随着国内巨胎生产配方的改善很快就可以为公司贡献收入和利润。

4、轮胎模具工程研究开发中心。项目实施后将使公司在新产品开发、研制、检测等技术方面具备先进的研制手段和试验条件，从而增强公司的自主创新能力，加快公司产品研发及产业化的速度。

五、盈利预测和估值

目前公司的产能能够满足市场需要，收入增长主要看订单情况，特别是海外订单的增长。由于国外客户认证通过及国外轮胎模具采购向中国转移等多种因素的影响，海外市场开始放量增长，公司海外接单数目比较多，从去年下半年开始公司接单情况已经逐渐恢复好转，预计今年的收入增长能够达到 15-20%，接近 8 个亿。并且以后几年都能够保持比较稳定的增长趋势，预计为 20% 左右。

公司 2011 年平均加权股本为 1.75 亿股，而 2012 年股本为 2 亿股，由此根据我们的估值模型，按 5 月 14 日的收盘价 19.11 元计算，公司 12-14 年的 EPS 分别为 1.28、1.55、1.85 元，对应的 PE 为 14.96、12.36 和 10.32 倍，和行业同类公司相比市盈率比较低，公司股票处于被低估的位置，有较好的安全边际。按 2012 年 20 倍的市盈率计算，未来 6 个月的目标价格为 25.6 元，首次给予“增持”评级。

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E	项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	686	783	938	1,126	货币资金	992	1,147	1,310	1,461
减：营业成本	360	425	504	602	应收票据	122	152	169	207
营业税金及附加	7	8	10	12	应收账款	249	269	317	392
销售费用	16	18	23	27	预付账款	73	73	84	108
管理费用	53	58	68	84	其他应收款	3	3	4	4
财务费用	(6)	(27)	(31)	(35)	存货	123	122	145	184
资产减值损失	6	2	2	2	其他流动资产	10	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0	流动资产合计	1,572	1,765	2,029	2,356
二、营业利润	250	299	362	433	长期股权投资	0	0	0	0
加：营业外收支净额	(0)	1	1	1	固定资产	319	316	312	288
三、利润总额	250	300	363	434	在建工程	56	58	60	70
减：所得税费用	37	44	54	64	无形资产	126	123	121	118
四、净利润	213	255	309	370	其他非流动资产	3	3	3	3
归属于母公司的利润	213	255	309	370	非流动资产合计	503	500	495	479
五、基本每股收益 (元)	1.22	1.28	1.55	1.85	资产总计	2,074	2,265	2,524	2,835
主要财务指标					短期借款	0	0	0	0
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E	应付票据	0	0	0	0
EV/EBITDA		8.0	6.2	4.9	应付账款	53	54	64	76
成长能力：					预收账款	15	17	17	17
营业收入同比	14.3%	14.1%	19.8%	20.0%	其他应付款	1	0	0	0
营业利润同比	14.2%	19.4%	21.1%	19.9%	应交税费	10	11	11	11
净利润同比	13.2%	20.0%	21.1%	19.8%	其他流动负债	20	0	0	0
营运能力：					流动负债合计	98	82	92	104
应收账款周转率	3.17	3.02	3.20	3.18	长期借款	0	0	0	0
存货周转率	3.68	3.47	3.77	3.66	其他非流动负债	7	7	7	7
总资产周转率	0.48	0.36	0.39	0.42	非流动负债合计	7	7	7	7
盈利能力与收益质量：					负债合计	104	89	99	111
毛利率	47.5%	45.8%	46.3%	46.5%	股本	200	187	187	187
净利率	31.0%	32.6%	32.9%	32.9%	资本公积	1,173	1,173	1,173	1,173
总资产净利率ROA	10.3%	11.3%	12.2%	13.1%	留存收益	69	273	520	817
净资产收益率ROE	14.8%	15.6%	16.4%	17.0%	少数股东权益	0	0	0	0
资本结构与偿债能力：					所有者权益合计	1,442	1,634	1,881	2,177
流动比率	16.11	21.61	22.10	22.61	负债和股东权益合计	2,074	1,722	1,980	2,288
资产负债率	5.0%	3.9%	3.9%	3.9%	现金流量表				
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
每股指标：					经营活动现金流量	86	201	217	200
每股收益	1.22	1.36	1.65	1.98	投资活动现金流量	(158)	(22)	(22)	(10)
每股经营现金流量		1.07	1.16	1.07	筹资活动现金流量	1,027	(24)	(31)	(39)
每股净资产		2.42	3.17	4.33	现金及等价物净增加	0	154	164	150

资料来源：公司公告、宏源证券研究所

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究组组长、资深研究员, 中国人民大学硕士研究生, 15 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司: 围海股份、金陵药业、积成电子、三元达、银河磁体、中福实业、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、富安娜、航民股份、报喜鸟、九牧王、七匹狼、首商股份等。

吴 洋: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 3 年行业研究经验。主要研究覆盖医药行业、中小市值上市公司研究等。

机构销售团队

华北 区域	郭振举	牟晓凤	李倩	王燕妮	
	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com	
华东 区域	张珺	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	021-51782236 lilan@hysec.com
华南 区域	贾浩森	孙婉莹	罗云		
	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com		
QFII	方芳	胡玉峰			
	010-88085842 fangfang@hysec.com	010-88085843 huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

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 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

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。