



**买入**

**24% ↑**

目标价格: 人民币 44.75  
原目标价: 人民币 40.45

002595.CH

价格: 人民币 35.95

目标价格基础: 20倍14年市盈率

板块评级: 增持

# 豪迈科技

## 轮胎模具行业隐形冠军

当前国内轮胎模具市场受益于轮胎行业投资恢复,景气度向上,公司作为龙头企业受益明显。同时公司的海外业务发展迅速,未来占比将继续提升。高毛利的海外业务为公司业绩的成长性提供了保障。公司在机械制造领域的能力提高了盈利能力的安全边际。我们预测公司2013-2015年每股收益分别为1.60元、2.24元、2.90元,复合增长率34.7%,给予20倍2014年市盈率,目标价44.75元,维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 由于原材料价格低位震荡,国内轮胎企业盈利能力逐步提高,经营状况改善,再加上下游需求上升,轮胎企业投资扩产意愿强烈,对轮胎机械的需求较过去两年有所恢复。公司作为轮胎模具行业的龙头受益明显。
- 经过过去五年时间培育,今年开始公司海外市场进入收获期,海外订单将不断增长,海外收入占比将继续提高,与之对应公司毛利率保持向上的趋势。
- 公司铝制模具业务逐步成熟,良品率提高,工人熟练,现在铝模毛利率已经与钢模基本持平。
- 我们认为公司的核心竞争力在于机械制造能力,基于电火花机床的加工目前在轮胎行业内建立了相对较高的技术壁垒。经过强大的加工能力的转化,公司在精铸铝工艺上也已有所突破,公司的成本优势将得以继续保持。

### 评级面临的主要风险

- 经济持续低迷导致轮胎产能扩张停滞。
- 海外扩张不达预期。

### 估值

■ 公司作为行业龙头在国内市场份额稳定,受益于市场整体复苏,在海外市场优势明显,市场份额提高趋势确定,高毛利的海外业务占比提高将继续改善公司的盈利能力。我们看好公司的成长性以及在机械制造领域的能力。我们预测公司2013-2015年每股收益分别为1.60元、2.24元、2.90元,复合增长率34.7%,给予20倍2014年市盈率,目标价44.75元,维持买入评级。

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	60	13	16	77
相对新华富时A50指数	70	10	12	70

发行股数(百万)	200
流通股(%)	70
流通股市值(人民币 百万)	7,190
3个月日均交易额(人民币 百万)	19
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
张恭运	30

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2013年11月27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

工业: 机械

许民乐, CFA

(8621) 2032 8589

minle.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120009

张君平

(8610) 6622 9331

junping.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090004

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	686	711	1,131	1,533	1,985
变动(%)	14	4	59	35	30
净利润(人民币 百万)	213	198	320	447	580
全面摊薄每股收益(人民币)	1.064	0.989	1.599	2.237	2.901
变动(%)	(15.1)	(7.1)	61.7	39.9	29.6
先前预测每股收益(人民币)			1.618	2.176	2.884
变动(%)			(1.1)	2.8	0.6
核心每股收益(人民币)	1.090	1.002	1.613	2.251	2.914
变动(%)	(12.9)	(8.0)	60.9	39.6	29.5
全面摊薄市盈率(倍)	33.8	36.4	22.5	16.1	12.4
核心市盈率(倍)	33.0	35.9	22.3	16.0	12.3
每股现金流量(人民币)	0.43	0.66	0.44	1.16	1.58
价格/每股现金流量(倍)	83.2	54.4	82.5	31.1	22.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.2	25.0	16.7	12.1	9.8
每股股息(人民币)	0.600	0.600	0.400	0.559	0.725
股息率(%)	1.7	1.7	1.1	1.6	2.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预

## 目录

盈利展望及投资摘要.....	3
我国轮胎投资恢复，模具需求增长.....	4
公司出口业务进入收获期，市场份额提高.....	8
行业龙头强势进军海外市场.....	10
机械制造技术优势行业领先.....	14
研究报告中所提及的有关上市公司.....	17

## 盈利展望及投资摘要

作为轮胎产业的一部分，轮胎模具行业与轮胎制造业景气程度息息相关。从轮胎行业的供给端来看，目前新增产能逐年增长，假设这种趋势保持不变，未来某个时点必将导致轮胎行业整体产能过剩，进而带来轮胎行业的整合及变革，一部分大型企业凭借科学管理及成本优势将挤占小企业市场份额，行业集中度提高，最终形成为数不多的几个巨型轮胎企业占据绝大部分市场的情况。我们认为这个过程将会比较缓慢，未来2-3年很难看到一大批小型轮胎企业倒掉。在大批小型轮胎企业倒掉以前，出于经济性的考虑，各企业扩充产能的意愿强烈，我们判断未来2-3年轮胎行业产能扩张的势头还将继续，这也是国内轮胎模具增长的主要动力。

从轮胎行业的需求端来看，当前我国汽车产量稳定增长，而且存量车逐年增加，对轮胎的需求保持稳步上升。下游需求的旺盛势头将延缓小型轮胎企业倒下的进程。

从原材料来看，天然橡胶价格目前处于低位，轮胎企业经营成本相对较低。轮胎企业盈利水平恢复后将有能力扩张产能，并且充足的现金流进一步延长了小型企业的生命周期。

国内市场正在恢复，公司作为行业龙头将明显受益。同时在海外扩张方面公司也已进入收获期。公司陆续取得了海外88家著名轮胎企业的一级供应商资质，经过五年时间培育，今年开始海外市场进入收获期，海外订单将不断增长，海外收入占比将继续提高，与之对应公司毛利率保持向上的趋势。

公司铝制模具业务逐步成熟，良品率提高，工人熟练，现在铝模毛利率已经与钢模基本持平。

公司的竞争力核心来自于强大的制造能力，从自主设计开发电火花加工机床开始，公司的制造能力逐步转化为成本优势，在激烈的竞争中筑起了难以逾越的技术壁垒。

### 估值

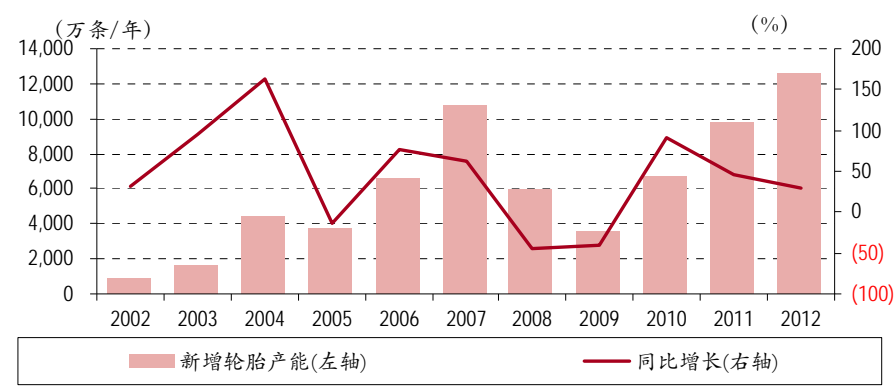
当前国内轮胎模具市场受益于轮胎行业投资恢复，景气度向上，公司作为龙头企业受益明显。同时公司的海外业务发展迅速，未来占比将继续提升。高毛利的海外业务为公司业绩的成长性提供了保障。公司在机械制造领域的能力提高了盈利能力的的安全边际。我们预测公司2013-2015年每股收益分别为1.60元、2.24元、2.90元，复合增长率34.7%，给予20倍2014年市盈率，目标价44.75元，维持**买入**评级。

## 我国轮胎投资恢复，模具需求增长

### 轮胎产能扩张是模具需求的主要动力

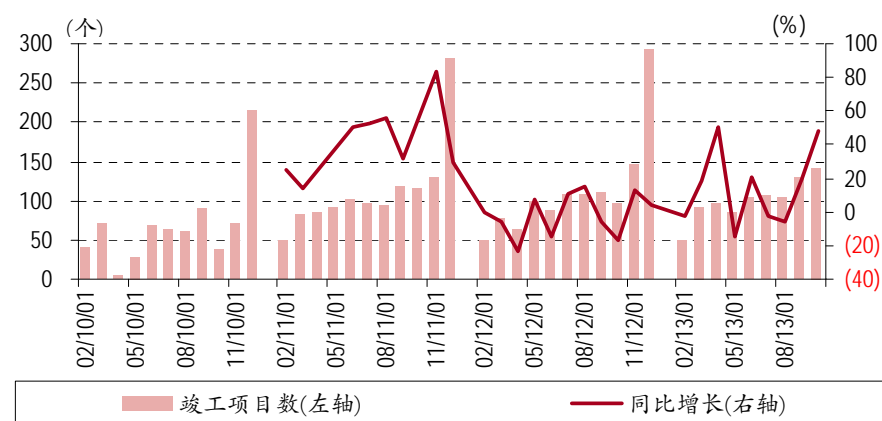
从我国轮胎产能扩张来看，2009 年为新增产能最低的时期，在金融危机的背景下，全年新增产能 3,519 万条。在随后的三年新增产能逐年增长，2012 年新增产能 12,562 万条。从目前我国轮胎制造业固定资产投资竣工项目来看，到 10 月份已累计竣工 908 个项目，超过去年同期 13.36%；10 月单月竣工 142 个项目，同比增长 47.9%，预计全年轮胎新增产能将较去年继续增长。我们认为在天然橡胶保持低位时，轮胎企业产能的新建及扩建均将加速，同时必将增加轮胎模具的采购，这是目前国内轮胎模具需求增长的主要动力。

图表 1.我国轮胎新增产能不断增长



资料来源：统计局、中银国际研究

图表 2.我国轮胎制造业固定资产投资竣工项目个数



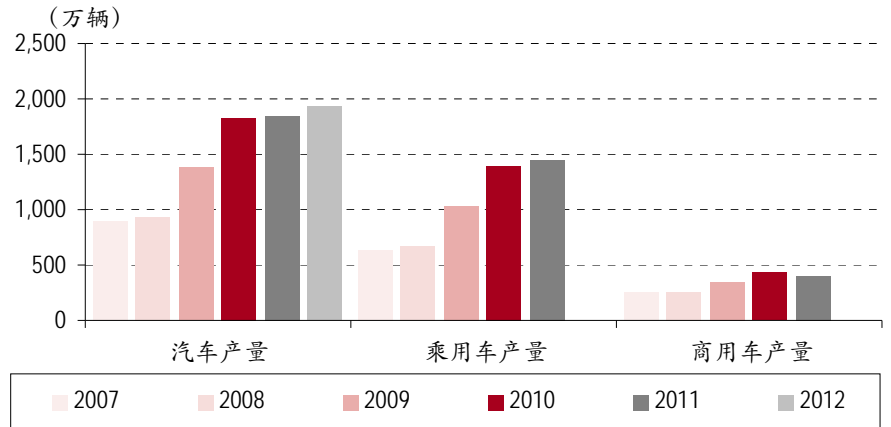
资料来源：统计局、中银国际研究

### 下游汽车产量逐年增长，带动轮胎需求稳步提升

轮胎制造业固定资产投资周期性很强，我们认为 2011 年受经济景气度低迷影响，汽车产量增速下滑，轮胎制造业固定资产投资下降，普遍收缩产能。从 2012 年开始汽车产量增速回升，根据中银国际汽车行业观点，今年汽车产量增速在 10%左右，增速还将进一步提升。在此背景下，配套轮胎产量将会提高，轮胎制造业产能扩张，固定资产投资将继续攀升。对轮胎模具的需求将随之提高。

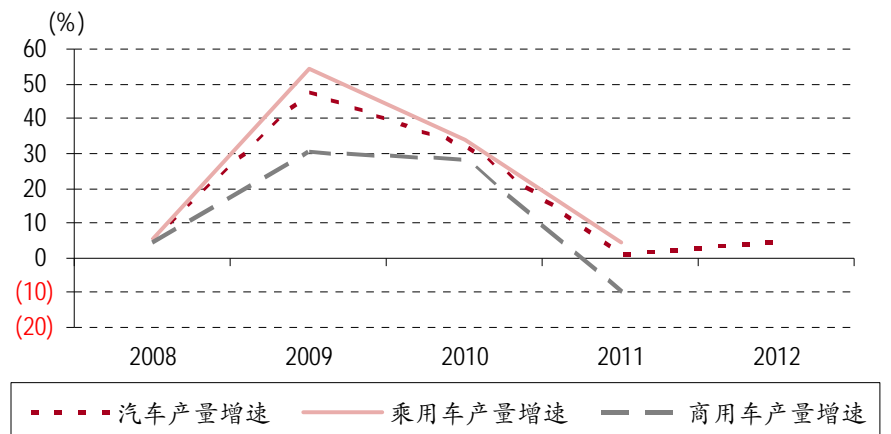
此外，汽车行业的激烈竞争，使汽车品种更新的周期从以前的5-6年，缩短为2年左右。汽车品种的更新，将加速轮胎花纹的更新和轮胎型号的淘汰。

**图表 3.我国汽车产量情况**



资料来源：统计局、中银国际研究

**图表 4.我国汽车产量增速**



资料来源：统计局、中银国际研究

### 轮胎企业盈利能力恢复，投资扩产意愿强烈

过去几年天然橡胶价格经历了大幅涨落。2008年下半年受经济危机影响，橡胶等大宗商品价格短期跳水，到2008年年底达到底部10,000元左右。随后的2009年和2010年由于泰国、马来西亚等地连续出现干旱及暴雨等灾情，并且主产国进入停割期，天然橡胶供应减少，橡胶价格大幅上涨。轮胎厂商的原料采购成本大幅波动直接影响各公司的盈利情况，从统计数据来看，2009年国内轮胎制造业毛利率迅速上升，2009年11月份达到顶点，但随后的两年毛利率一路走低，在过低的盈利水平情况下，轮胎企业普遍收缩投资。通过对比我们发现，天胶价格可以作为轮胎制造业盈利水平的反向领先指标，一般领先3-4个季度。从2011年2月到达顶点后，天胶价格一路下行，4个季度以后，到2012年2季度价格已经回落到25,000元以下，并保持低位徘徊。在这样的背景下，2012年下半开始轮胎制造业毛利率震荡上行，接近历史高位。较低的原材料价格，以及良好的盈利情况让轮胎企业停滞近2年的产能扩张计划复苏，对于轮胎机械及模具的需求恢复。

**图表 5. 天然橡胶价格与轮胎制造业毛利率变化对比**


资料来源：统计局、中银国际研究

### 我国轮胎模具市场推算

从宏观来看，随着我国公路建设，特别是高速公路里程的增加，公路运输逐渐成为长途客、货运输的重要力量，而公路运输是轮胎最大的消费产业，轮胎尤其是商用车轮胎在长距离的公路运输中的损耗非常大。因此，公路运输业的发展对商用车轮胎新增和替换市场提升作用相当大，进而带动了相关商用胎模具的大量需求。同时，乘用车保有量逐年提高，且由于乘用车主要用于城市内部代步使用，报废年限较长，其对轮胎的更新需求明显。

我们预计每年我国生产的各类汽车配套轮胎需求在 1.2 亿条左右，来自存量车更替的需求在 5.4 亿条左右，合计来看，从 2013 到 2016 年轮胎复合增长率为 6%。以每套模具生产 1.5 万条轮胎来计算，每套模具寿命在 2 年，则每年来自模具更新的需求在 4.4 万套左右，每年轮胎增量需要配套的模具需求为 5,600 套左右，2013-2016 年轮胎模具需求复合增长率为 5%。

**图表 6. 轮胎需求基本假设**

	每天行驶 小时数 小时	平均时速 公里/小时	每天行驶 里程 公里	每年平均 行驶天数 天	每年行驶 里程 万公里	轮胎更换 极限里程 万公里	每年更换 轮胎数量 条	车辆报废 极限里程 万公里	车辆报废 平均年限 年	
<b>载货车 轮胎数</b>										
重型	16	6	80	480	300	14.4	6	38.4	70	5
中型	8	8	80	640	300	19.2	6	25.6	60	3
轻型	6	8	60	480	300	14.4	6	14.4	60	4
微型	4	8	60	480	300	14.4	6	9.6	50	4
<b>客车</b>										
大型	6	6	100	600	300	18.0	6	18.0	80	5
中型	6	6	100	600	300	18.0	6	18.0	50	3
轻型	4	2	40	80	360	2.9	8	1.4	60	21
微型	4	2	40	80	360	2.9	8	1.4	60	21
轿车	4	2	40	80	360	2.9	8	1.4	60	21
底盘	6	8	80	640	300	19.2	6	19.2	70	4

资料来源：中银国际研究

**图表 7. 轮胎需求情况**

		2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
配套需求	万条	8,361.0	9,197.1	10,116.8	11,128.5	12,241.3	13,465.5
更替需求	万条	38,447.7	42,220.3	45,849.5	49,291.1	52,413.0	55,340.7
轮胎需求共计	万条	46,808.7	51,417.4	55,966.3	60,419.6	64,654.4	68,806.1

资料来源：中银国际研究

**图表 8. 轮胎模具需求基本假设**

每条轮胎需要硫化的时间	1	小时
一天工作	20	小时
一年工作	350	天
一年生产	7,000	条
每套模具生命周期内可以生产轮胎	15,000	条
每套模具生命周期	2.1	年

资料来源：中银国际研究

**图表 9. 轮胎模具需求情况**

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
每年轮胎增量需要配套的模具套	6,584	6,499	6,362	6,050	5,931
每年模具更新需求	套 33,435	36,727	39,976	43,157	46,182
每年模具需求	套 40,019	43,225	46,338	49,207	52,113

资料来源：中银国际研究

### 轮胎产品升级刺激模具需求

在天然橡胶价格保持低位，下游汽车产销不断增长的背景下，我国轮胎产能扩张的趋势将能维持。但我们也注意到一些轮胎行业结构性的变化。

首先，我国轮胎行业过去以生产载重胎为主，目前正逐步向乘用车转变，在新的领域面临海外品牌的强力竞争。从产品特性来看，这是从耐用性向舒适性转变，而且乘用车的品牌认知更加苛刻，这一因素为轮胎行业竞争充满不确定性。

其次，轮胎出口方面也面临产品升级的挑战。从去年9月开始，出口美国的轮胎特保案结束，国产轮胎回归美国市场，要以几乎全新的进入者的身份夺回市场份额，显然要求产品定位、花样、以及特性等全方位的考虑。2012年11月启动的欧盟标签法案也对我国生产的轮胎提出了更高的要求。

我国轮胎制造业产品升级的趋势已经成为必然。轮胎产品升级的将直接带来产品的多样性，满足不同性能，不同应用条件的要求，相应的需要更多花纹种类，对模具需求将明显增加。

**图表 10. 部分外资轮胎品牌国内产能分布**

公司	中国工厂地址	成立时间	主要产品	乘用车(万条)	商用车(万条)
Bridgestone 普利司通	沈阳	1996年3月	载重胎(全钢子午胎)		
	天津	2000年1月	乘用车	900	
	无锡	2003年2月	乘用车	475	
	惠州	2005年4月	载重胎		180
Kumho 锦湖	南京	1994年			
	天津	2006年	乘用车、商用车		3,000
	长春	2007年			
Goodyear 固特异	南京 TBR	2008年			
Goodyear 固特异	大连	2008年	乘用车、商用车	1,000	100
Michelin 米其林	沈阳	2010年	乘用车、商用车	1,000	180
Hankook 韩泰	江苏淮安	1996年	乘用车	1060	
	浙江嘉兴	1996年	乘用车	1,980	
Dunlop 邓禄普	重庆	2010年	商用车、乘用车	1000	160
	常熟	2002年	乘用车、商用车		1,500
Pirelli 倍耐力	长沙	2012年	乘用车		1,050
	兖州	2005年	乘用车、商用车	1,000	80
Coopertires 固铂	昆山	2003年	商用车		500
	荣成	2005年	乘用车、商用车	750	450

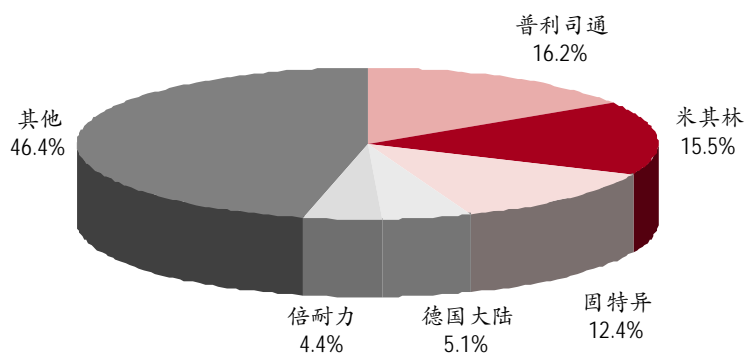
资料来源：中银国际研究

## 公司出口业务进入收获期，市场份额提高

从全球轮胎企业排名来看，全球前四大轮胎企业占据轮胎市场份额近50%。这四家轮胎巨头2012年资本开支接近617亿欧元，其中包括建设新的生产工厂、扩建及改造现有产能，以及购买轮胎模具。从四家企业的历史情况可以看到，在2009年资本开支明显缩小，主要由于受金融危机影响，汽车产销受限。从2010年开始，四家企业的资本开支逐年增长。我们认为这是由于汽车产量及存量在逐年增长，全球轮胎市场以每年5%左右的速度稳定增长。东南亚等地区子午化率还在提高，替代斜交胎的空间很大，而且新兴经济体的汽车产销量在快速增长，这些地区将是轮胎巨头争夺的重点区域，可以预见全球轮胎企业在亚洲、南美洲等地的资本开支还会保持增长。海外轮胎模具市场将保持增长。

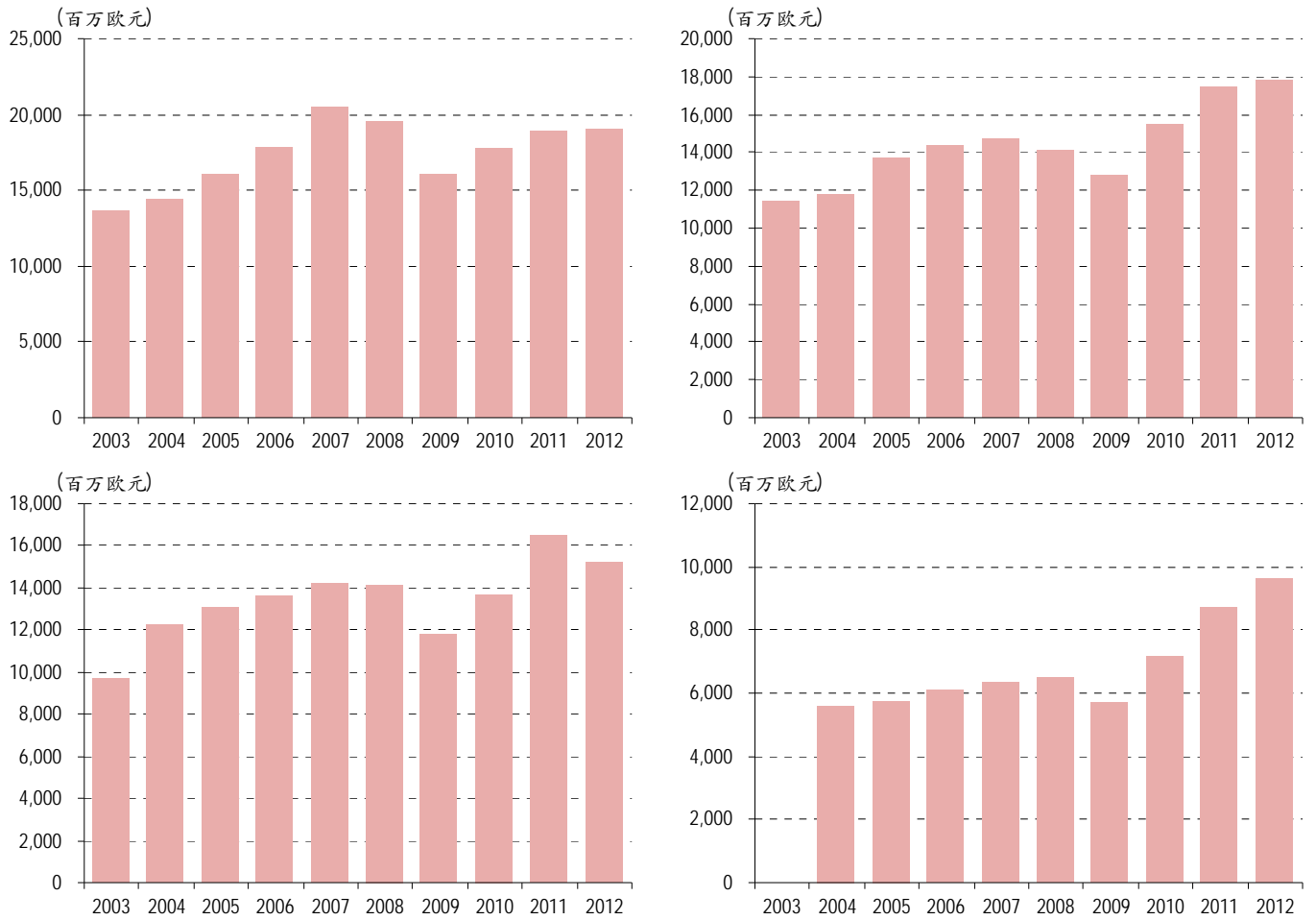
国际轮胎企业对供应商采用分级制度，一般从第一次接触到颁发供应商资质时间要2-3年。期间需要对供应商的供应链体系、制造体系、管理体系等进行全方位的考核，根据考核结果会颁发一级或二级供应商资质。在这之后一般会先给试制订单，并且与供应商公司密切沟通，反复调整，到交付的时候要花半年时间，检验合格后再给小批量订单，再检验合格后才会开始大批量下单。所以一般供应商拿到资质2年左右以后才会接到大批量订单。公司从2008年拿到固特异的一级供应商资质开始，海外战略迈出了实质性的步伐。2011-2012年逐步获得了包括普利司通、米其林、德国大陆等88家轮胎企业的供应商资质。预计今年开始公司进入海外市场的收获期，海外订单的增长以及公司规模的扩大为公司市场份额的提高奠定了基础。公司目前在全球轮胎模具市场占比10%左右，预计未来3-5年时间，公司市场份额将提高到30%。

图表 11. 全球轮胎市场份额划分



资料来源：中银国际研究

图表 12. 四大轮胎巨头资本开支逐年增长



资料来源：彭博、中银国际研究

## 行业龙头强势进军海外市场

### 国内龙头地位突出

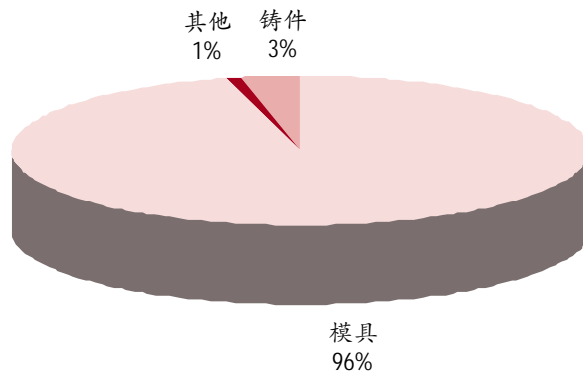
在国内模具行业豪迈科技处于绝对龙头地位，主要竞争对手为巨轮股份。从收入结构来看，豪迈科技以模具为主，巨轮股份还有硫化机业务占比较大。收入规模及利润水平方面，巨轮股份表现弱于豪迈科技。主要由于豪迈科技的电火花加工技术能够大幅降低成本，毛利空间较大。豪迈科技以此为基础迅速占领了模具市场份额，目前已占有 30%左右的份额，排名第二的巨轮股份则仅占有 17%左右的份额，差距较大。

图表 13.国内轮胎模具行业主要公司

企业名称	主要产品	生产能力 (套)	收入 (亿元)
豪迈科技	钢质、铝质载重胎模具、乘用车模具、工程胎及巨型胎模具等	9,000	6.7
巨轮股份	铸铝乘用车胎模具，钢质载重胎、工程胎模具等	3,000	4.1
天阳模具	钢质载重胎模具、铸铝乘用车胎模具、钢质工程胎模具等	2,000	1.7
山东万通	铸铝乘用车胎，钢质载重胎等	1,000	0.9
沈阳子午线	铸铝乘用车胎，钢质载重胎等	800	0.5

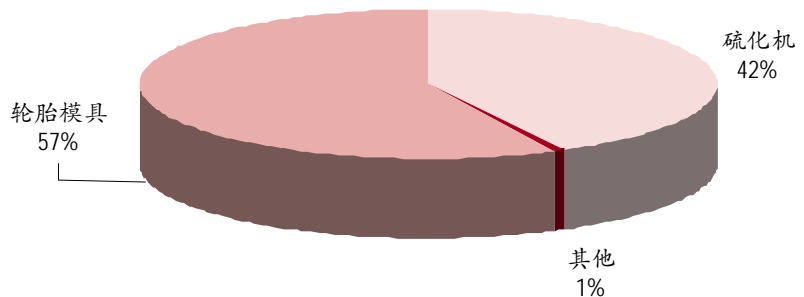
资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 14.豪迈科技业务结构



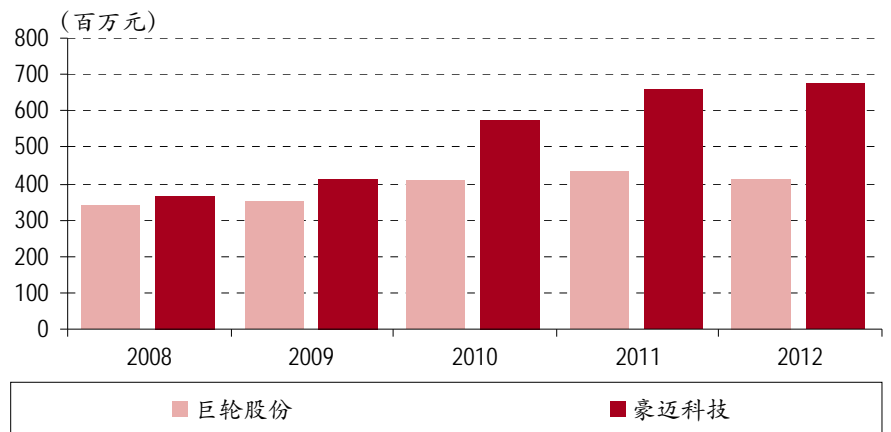
资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 15. 巨轮股份业务结构



资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 16. 模具业务收入规模对比



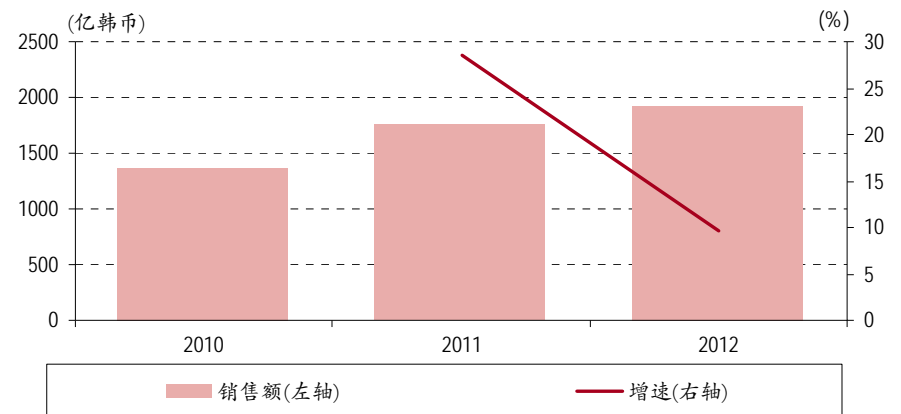
资料来源：公司资料、中银国际研究

### 强势进军海外市场

轮胎模具属于橡胶塑料机械行业，2006 年德国占世界橡塑机械产值的比重为 24.4%，为世界第一，比第二名中国高出 11 个百分点；2010 年，中国比例为 29.3%，成为世界第一，超过德国 8 个百分点。而意大利、美国、日本的橡塑机械制造业在全球中的比重都在逐年下滑。从全球轮胎模具行业的发展来看，最早的轮胎模具均由轮胎企业自己生产，如米其林、固特异等均在欧洲有自己的模具生产基地。随着轮胎产业的发展，后来在欧洲出现了独立的专做模具的家族式企业，可以为中小轮胎企业提供模具产品。在全球产业转移的大背景下，轮胎模具的生产重心从欧美转移到韩国、日本，而后进入台湾，在上个世纪 90 年代进入中国。目前以豪迈科技为代表的中国轮胎模具生产企业正承接全球轮胎模具的成长重心。

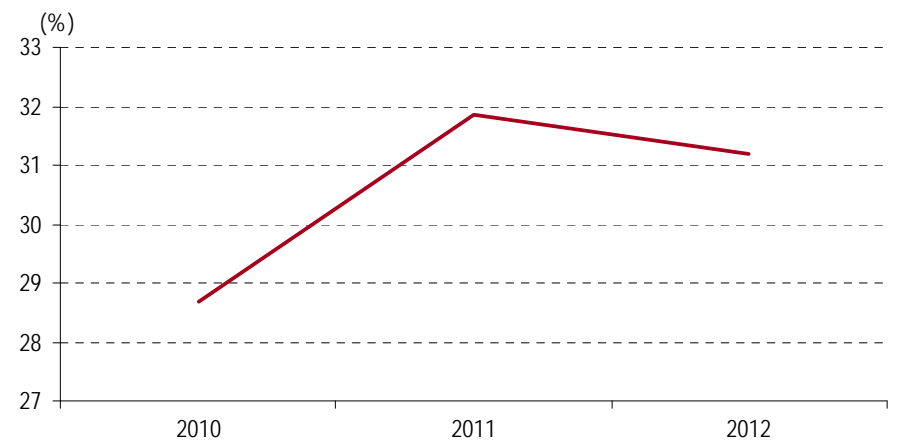
公司目前在海外市场主要的竞争来自于韩国世华 (SAEHWA)，世华成立于 1981 年，目前雇员人数 210 人，除韩国外，在中国、美洲、欧洲等地都有加工中心。世华主营业务包括轮胎模具和轮胎机械，2012 年实现营业收入 1,923 亿韩元，同比增长 9.7%，增速较 2011 年大幅下滑，主要受 2012 年全球轮胎企业资本开支停滞影响。世华收入中模具收入 1,723 亿韩元，占总收入的 90.1%。世华的轮胎模具以铸铝为主，毛利率在 31%-32%。根据豪迈科技招股书披露方法折算，世华生产能力在 6,500 套的水平。从产能来看，公司目前已超越世华成为行业龙头。

图表 17. 世华销售额及增速



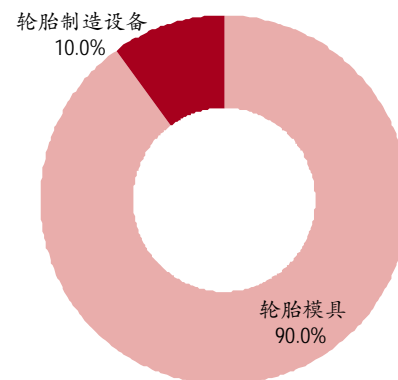
资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 18. 世华毛利率变动趋势



资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 19. 世华收入构成



资料来源：公司资料、中银国际研究

**图表 20. 世华产能估算**

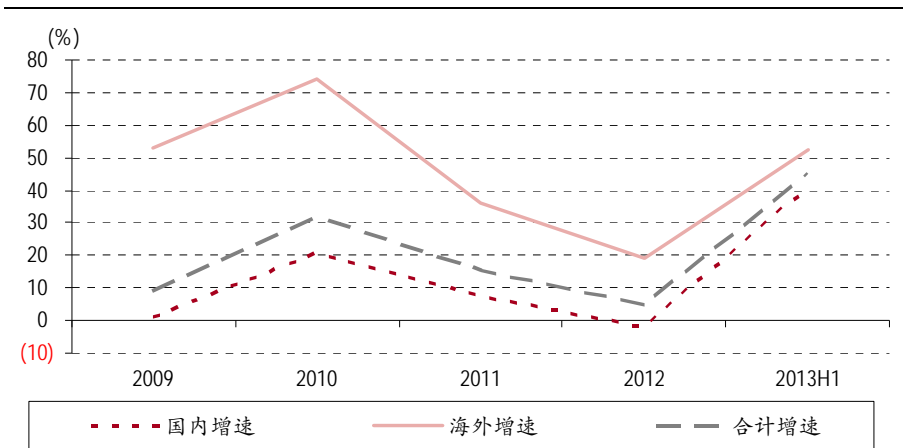
生产能力		国内	海外	总计	折算后*
铸铝花纹块	套	6000	5000	11000	5500
直雕花纹块	套	500	400	900	450
模壳	套	500	600	1100	550
总计	套	7000	6000	13000	6500

资料来源：公司资料、中银国际研究

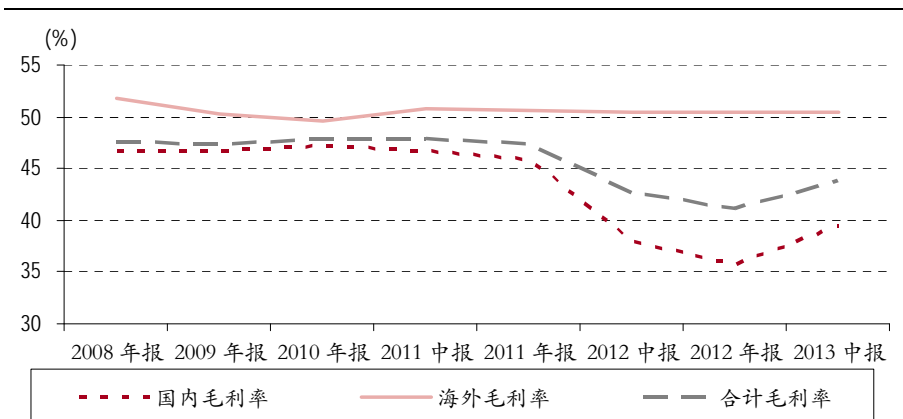
\*花纹块和模壳均按 0.5 套完整的模具计算。

### 公司海外业务占比提高，毛利率改善

从 2013 年起海外市场进入收获期，由于下游客户众多，我们预计不同客户会分批释放订单，公司增长的趋势将能保持 3 年以上。从历史数据来看，海外业务毛利率保持在 50% 的位置，高于国内业务，主要由于海外业务定价较高，而且还有出口退税，我们认为这样的毛利水平未来还能保持。海外客户对供应商一般采取合理利润率的政策，即允许供应商盈利水平维持在一定水平之上，以免压榨利润空间造成产品质量缺陷。目前公司产能紧张，接单以海外订单为主，未来海外业务占比不断提升有利于公司业绩增长。

**图表 21. 公司海外业务增长一直很快**


资料来源：公司资料、中银国际研究

**图表 22. 公司海外毛利率保持稳定**


资料来源：公司资料、中银国际研究

## 机械制造技术优势行业领先

### 电火花加工技术提升公司竞争力

轮胎模具的加工方法最早为手工制作，后来出现铸造及机床雕刻技术，这两种技术路线是模具行业主流的加工工艺。公司在 1997 年开创性的研发出了轮胎模具电火花加工专用机床，在轮胎模具加工环节开辟了新的技术路线。

电火花加工工艺是一种热腐蚀的加工工艺，几乎没有力的作用，利用放电通道中高度集中的放电能量，将工件上位于放电区域的微小材料剥离，高频率的重复放电可以将工件腐蚀成需要的形状。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。

最重要的是这种加工方式成本低廉，通过公开资料可知，单台电火花加工机床价值在 20 万元左右，而精密铸造或数控雕刻采用的五轴联动机床单台价值量达到 200-300 万元，相差悬殊。在与巨轮股份的对比中我们发现，公司的资产原值远低于巨轮股份，同期计提的折旧也要少于巨轮，而公司的产能是巨轮的近 2 倍，公司模具的毛利率要远高于同行业其他竞争对手。

图表 23.不同加工方式的特点

	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：公司资料、中银国际研究

图表 24.公司固定资产原值较巨轮股份低

	百万元	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年上半年
巨轮股份	房屋建筑物	334.4	379.8	426.1	548.2	532.2	547.7
	机器设备	385.8	418.9	522.7	635.2	691.1	710.6
	运输设备	4.1	5.0	5.0	6.1	6.0	5.3
	电子设备	11.1	11.5	14.8	15.7	18.4	18.7
	其他设备	12.3	12.8	13.9	15.4	17.5	18.1
	合计	747.6	828.0	982.4	1220.6	1265.2	1300.3
豪迈科技	房屋建筑物	37.2	48.1	68.0	108.3	160.1	169.0
	专用设备	147.0	166.2	216.4	304.6	381.7	430.0
	运输工具	2.1	2.1	1.7	3.5	4.0	4.5
	办公设备	3.4	3.9	4.4	6.7	9.5	11.0
	合计	189.8	220.4	290.5	423.1	555.2	614.5

资料来源：公司资料、中银国际研究

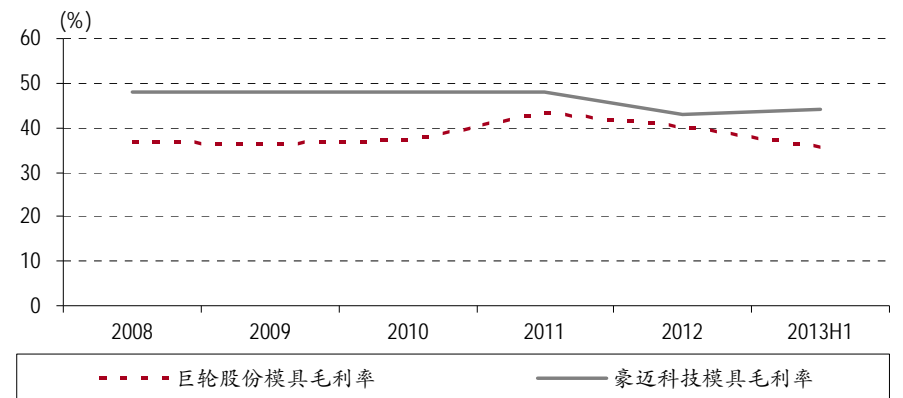
电火花加工轮胎模具是公司独创，目前行业内再无其他企业使用。并且公司还有能力对现有设备不断更新。公司于 2012 年下半年已对部分刻字机、电火花机床等关键设备进行更新换代，自主研发的新一代设备明显地提高生产效率及产品质量，同时有效地降低了生产成本，提升了公司竞争力。

### 制造优势筑起技术壁垒

我们认为公司的核心竞争力在于机械制造能力，基于电火花机床的加工目前在轮胎行业内建立了相对较高的技术壁垒。强大的加工能力将能保障公司的成本优势将保持较长时间。

公司去年开始大规模上马了精密铸造铝制模具生产线，在投产初期毛利率很低，主要由于良品率很低，无法摊薄成本。凭借公司在机械制造及加工方面的技术优势，经过一年的研究摸索，公司对生产线的核心设备进行了技术改造，配合工人操作的逐步熟练，目前铝模的毛利率已与钢模基本持平。

图表 25.公司毛利率经历波动但保持行业高位



资料来源：公司资料、中银国际研究

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	686	711	1,131	1,533	1,985
销售成本	(360)	(418)	(659)	(877)	(1,133)
经营费用	(47)	(42)	(85)	(115)	(184)
息税折旧前利润	279	251	387	541	667
折旧及摊销	(30)	(44)	(33)	(33)	0
经营利润(息税前利润)	249	207	355	508	667
净利息收入/(费用)	6	26	20	15	10
其他收益/(损失)	(6)	(3)	(3)	(3)	(3)
税前利润	250	230	372	520	674
所得税	(37)	(32)	(52)	(73)	(94)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	213	198	320	447	580
核心净利润	218	200	323	450	583
每股收益(人民币)	1.064	0.989	1.599	2.237	2.901
核心每股收益(人民币)	1.090	1.002	1.613	2.251	2.914
每股股息(人民币)	0.600	0.600	0.400	0.559	0.725
收入增长(%)	14	4	59	35	30
息税前利润增长(%)	9	(17)	71	43	31
息税折旧前利润增长(%)	11	(10)	55	40	23
每股收益增长(%)	(15)	(7)	62	40	30
核心每股收益增长(%)	(13)	(8)	61	40	29

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	250	230	372	520	674
折旧与摊销	30	44	33	33	0
净利息费用	(6)	(26)	(20)	(15)	(10)
运营资本变动	(167)	10	(251)	(240)	(260)
税金	(37)	(32)	(52)	(73)	(94)
其他经营现金流	16	(93)	6	6	6
经营活动产生的现金流	86	132	87	231	316
购买固定资产净值	(165)	(72)	(210)	(210)	(210)
投资减少/增加	7	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(158)	(72)	(210)	(210)	(210)
净增权益	1,152	0	0	0	0
净增债务	(115)	0	0	0	0
支付股息	0	(120)	(120)	(80)	(112)
其他融资现金流	(10)	0	20	15	10
融资活动产生的现金流	1,027	(120)	(100)	(65)	(102)
现金变动	955	(60)	(223)	(44)	4
期初现金	38	992	932	709	665
公司自由现金流	(83)	34	(123)	21	106
权益自由现金流	(191)	60	(103)	36	116

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	992	932	709	665	669
应收帐款	373	408	594	766	943
库存	123	197	291	387	500
其他流动资产	83	69	99	126	157
流动资产总计	1,572	1,606	1,692	1,943	2,269
固定资产	374	423	595	766	970
无形资产	126	125	125	125	125
其他长期资产	3	4	4	4	4
长期资产总计	503	552	723	895	1,099
总资产	2,074	2,158	2,416	2,838	3,368
应付帐款	67	65	103	138	179
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	30	34	54	74	95
流动负债总计	98	99	157	212	274
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	7	9	9	9	9
股本	200	200	200	200	200
储备	1,770	1,850	2,050	2,417	2,886
股东权益	1,970	2,050	2,250	2,617	3,086
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,074	2,158	2,416	2,838	3,368
每股帐面价值(人民币)	9.85	10.25	11.25	13.09	15.43
每股有形资产(人民币)	9.22	9.62	10.62	12.46	14.80
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.96)	(4.66)	(3.54)	(3.32)	(3.35)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	40.7	35.2	34.2	35.3	33.6
息税前利润率(%)	36.3	29.1	31.4	33.2	33.6
税前利润率(%)	36.4	32.3	32.9	33.9	34.0
净利率(%)	31.0	27.8	28.3	29.2	29.2
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	16.1	16.2	10.8	9.2	8.3
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	14.8	14.2	8.9	7.3	6.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	33.8	36.4	22.5	16.1	12.4
核心业务市盈率(倍)	33.0	35.9	22.3	16.0	12.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	41.1	44.7	27.7	19.9	15.4
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.6	3.5	3.2	2.7	2.3
价格/现金流(倍)	83.2	54.4	82.5	31.1	22.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.2	25.0	16.7	12.1	9.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	99.2	139.6	135.0	141.1	142.8
应收帐款周转天数	176.0	200.7	161.7	161.9	157.1
应付帐款周转天数	30.5	34.0	27.1	28.7	29.1
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	56.4	60.7	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	16.5	9.8	14.9	18.4	20.3
资产收益率(%)	14.7	8.4	13.3	16.6	18.5
已运用资本收益率(%)	18.5	10.3	16.5	20.9	23.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

锦湖轮胎(073240.KS/韩国元 11800.00, 未有评级)

固特异轮胎(GT.US/美元 22.35, 未有评级)

米其林轮胎(ML.FP/欧元 80.11, 未有评级)

韩泰轮胎(000240.KS/韩国元 24200.00, 未有评级)

倍耐力轮胎(PC.IM/欧元 11.27, 未有评级)

固铂轮胎橡胶(CTB.US/美元 24.54, 未有评级)

大陆轮胎(CON.GR/欧元 154.45, 未有评级)巨轮股份(002031.CH/人民币 7.17, 未有评级)

以 2013 年 11 月 27 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

## 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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 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

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 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