

其它普通机械

署名人: 李勤

S0960200010107

010-63222909

liqin@cjis.cn

巨轮股份

002031

强烈推荐

硫化机快速增长, 轮胎模具稳步前行

投资要点:

- **国内首屈一指的轮胎模具生产商** 随着国内的汽车产业的迅猛发展, 公司的轮胎模具销量一直保持稳步增长。未来中国国民收入水平的持续提高将继续刺激我国汽车销量和汽车保有量的迅速提升, 拉动轮胎模具产品的需求持续稳步上升。
- **液压硫化机快速增长** 目前国内的硫化机大部分是机械式硫化机, 液压硫化机严重依赖进口, 需求量很大, 公司在短短几年内超越众多国内老牌硫化机厂家, 成为国内最大的液压硫化机供应商。国内轮胎企业正在掀起乘用车轮胎投资浪潮, 公司紧紧抓住机遇, 实现液压硫化机的飞跃式发展。2010年上半年巨轮股份液压式硫化机新增订单达到146台, 预计全年可实现销售160台左右, 2011年有望达到募集项目设计的200台销售规模。公司向轮胎厂商配套供应硫化机、轮胎模具, 与其他单独的硫化机厂家相比, 具有明显的优势。未来2、3年是公司液压式硫化机大发展的阶段, 公司液压硫化机将成为可与轮胎模具相匹敌的重要业务。
- **国内轮胎模具需求基础稳固** 轮胎需求来自新车配套和旧车替换, 旧车替换需求量约占总需求量的60%。预计未来1、2年内新车配套需求仍有较快增长, 是公司模具产品成长动力, 旧车替换将是未来支撑公司业绩稳定的重要基础。2009年公司销量3000多套, 国内市场占有率达到25%。预计公司轮胎模具的国内业务在未来很长一段时间内保持稳定增长。
- **出口具有很大增长潜力** 公司的子午线模具价格仅为欧美产品的1/2, 在欧美市场具有很强的竞争力, 已经进入了包括固特异、米其林、普利司通、倍耐力、佳通轮胎等在内的著名跨国轮胎公司的全球采购体系, 2009年公司出口收入占公司子午轮胎模具收入比例达到16.4%, 2010年出口销量有望同比倍增, 占比达到30%。未来刺激公司模具出口成长的因素在中短期内还将持续发挥作用, 出口有望继续高速增长。
- **盈利预测与投资建议** 我们预计巨轮股份10, 11, 12年每股收益可以达到0.43, 0.65, 0.84元, 按11年30倍PE估值, 合理价值19.50元, 强烈推荐。

风险提示:

- 中国的汽车产业是非典型周期性行业, 如果新车销售下降, 势必传导到轮胎模具行业。轮胎模具中钢材等原材料占成本50%, 钢材价格的变化可能较大地影响到公司产品的生产成本。

6-12个月目标价: 18.00元

当前股价: 11.68元

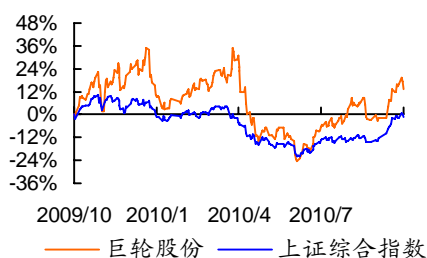
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2997.05
总股本(百万)	265
流通股本(百万)	124
流通市值(亿)	15
EPS (TTM)	0.37
每股净资产(元)	3.51
资产负债率	31.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
巨轮股份	13.73	23.60	-13.35
上证综合指数	14.04	16.37	3.06



相关报告

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	408	558	740	943
同比(%)	11%	37%	32%	27%
归属母公司净利润(百万元)	83	115	173	222
同比(%)	29%	38%	51%	28%
毛利率(%)	37.3%	38.3%	37.6%	37.1%
ROE(%)	8.9%	11.2%	14.4%	15.6%
每股收益(元)	0.31	0.43	0.65	0.84
P/E	37.30	27.01	17.92	13.96
P/B	3.33	3.03	2.59	2.18
EV/EBITDA	22	17	12	10

资料来源: 中投证券研究所

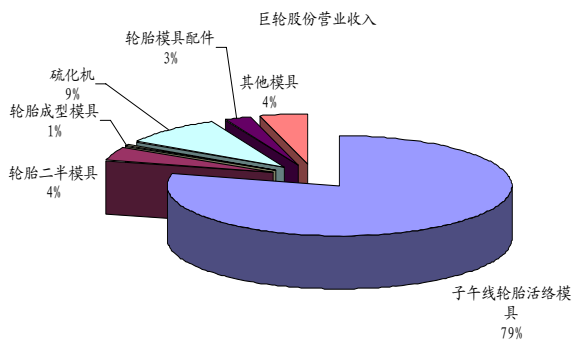
一、巨轮股份：中国最大的轮胎模具制造商

巨轮股份是目前国内规模最大、技术领先的汽车子午线轮胎制造装备开发制造企业，国家“火炬”计划重点高新技术企业，广东省百强民营企业，广东省第一批创新型企业；公司已建成的两个花园式现代化工业小区，总占地面积240000平方米，现有员工已超过1600人。

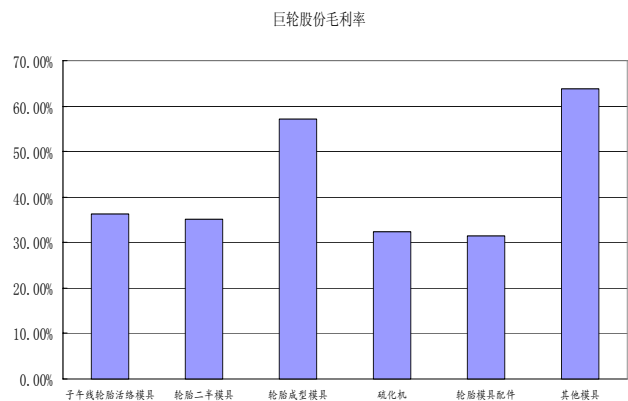
公司拥有各种高精尖制造、检测设备600多台套，采用重复定位精度在±0.005mm以内的精密数控雕刻设备、意大利FIDIA高速加工中心、日本马扎克大型铣床、瑞士WILLEMIN五轴五联动加工中心等设备；采用进口大型三坐标检测仪进行CAD联机检测；采用世界先进的UG、Ci-matron等设计软件以及美国、以色列CAD/CAE/CAM系统进行设计、模拟、制图，公司建有大型的轮胎花纹和造型数据库，关键工序实现了从产品设计、制图到加工无图纸化作业，技术装备国内一流。

公司主要产品：斜平面蒸锅式子午线轮胎模具；圆锥面蒸锅式子午线轮胎模具；斜平面热板式子午线轮胎模具；圆锥面热板式子午线轮胎模具；两半模具（钢花纹两半模和精铸铝花纹两半模）；胶囊模具（硫化胶囊模具和注射胶囊模具）；各式成型机头（径向收缩及折叠式）；其他特殊规格轮胎模具及成型机头；高精度液压式轮胎硫化机。产品畅销全国并远销意大利、美国、英国、印度等国家的世界知名轮胎制造商，列入其全球采购供应体系。公司连续六年主营业务收入和国内市场占有率在行业中排名第一。

图表 1、2009 年公司营业收入构成



图表 2、公司各类产品毛利率



资料来源：中投证券研究所

公司的主营产品为各类子午线轮胎活络模具，占公司主营业务收入的79%。子午线活络模具市场占有率30%以上，在国内名列第一。公司基于在子午线轮胎活络模具方面的雄厚产品优势，向硫化机产品进军，已经取得的不俗的成绩，销售收入连年增长，09年硫化机产品收入达到1017万，同比增长180%。预计未来很快将成为公司另一个支柱产品。硫化机产品目前国内很大程度上依赖进口，市场仍然没有定型，具有很大的成长空间和发展潜力。

二、液压式硫化机迎来乘用车轮胎投资浪潮

轮胎硫化机是汽车外胎定型硫化的专用装备，可用于各种普通轮胎和子午线轮胎的硫化。硫化机在轮胎硫化工序中需要完成装胎、定型、硫化、卸胎及后充气冷却等功能，属于大型机电一体化成套设备。根据硫化机的主要动力、结构形式不同，可以将硫化机分为机械式硫化机和液压式硫化机。

子午线轮胎的制造过程包括密炼工序——挤出工序——压延工序——成型工序——硫化工序——成品修饰及检验等工艺流程，轮胎硫化机和轮胎模具同属于轮胎硫化工序中的制造装备，是配套产品，两者需同时联动工作，成为硫化工序的一个整体。轮胎模具安装在硫化机上，轮胎胎胚放置在轮胎模具中进行硫化定型，生产出轮胎成品，最后进入修整和检测程序。

硫化机与轮胎模具都是制作轮胎的重要设备，公司从制造轮胎模具起家，与各轮胎厂商建立紧密的业务联系，巨轮股份以此为契机地进军硫化机产品。

公司从一开始就研发具有国际先进技术水平的高精度液压式轮胎硫化机，采用自主研发的“中立柱天平式”结构，具有结构简单、紧凑、受力均匀、重复定位精度高等特点，提高硫化轮胎质量；设置电脑控制自动化操作台，实现全自动化操作，提高了生产效率；上下热板增加隔热板，缩短了轮胎硫化时间，可使轮胎硫化过程的能耗大大降低，是硫化汽车子午线轮胎的新型高档成套装备。

图表 3：巨轮股份液压硫化机



资料来源：公司网站

一台液压式轮胎硫化机可以达到年产 72000 条轮胎，使用寿命在 10—15 年，目前正在使用的液压硫化机不超过 300 台，占在产硫化机的比例不足 10%，其余 90% 以上的轮胎硫化机是机械式硫化机，而且使用年限已经相当长，无法满足生产高质量的乘用车轮胎的需求。

据《欧洲橡胶杂志》统计，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，乘用车用轮胎硫化机。在我国生产高级轿车子午胎的工厂已经初步开始选用液压硫化机，使子午胎的速度级达到 V 级，许多轮胎厂家在建新厂或对老厂进行技术改造时，也优先考虑采用液压式轮胎硫化机。毫无疑问，世界硫化机的发展方向为液压式硫化机。

图表 4、未来几年国内液压式轮胎硫化机需求量预测表：

年份	2010 年	2015 年
项目	需求量 (台/年)	需求量 (台/年)
轿车胎液压机	1,008	2,400
轻载胎液压机	366	840
载重胎液压机	254	576
合计	1,628	3,816

资料来源:公司公告

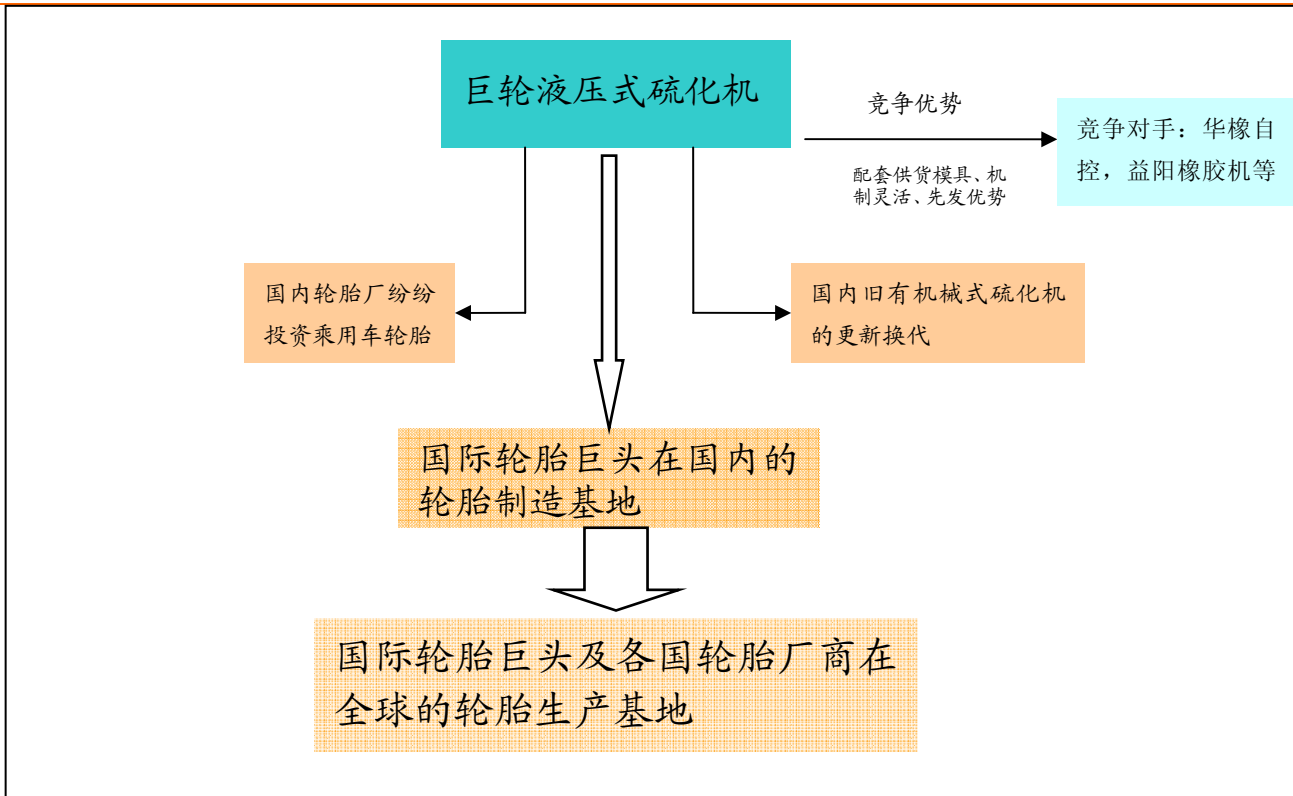
中国的轮胎产业虽然已经具有相当的规模和产能，但就技术水平和产品档次而言仍然相当落后。在目前中国轮胎橡胶协会统计的 44 家轮胎生产企业中，近 80%只生产载重汽车轮胎，客车轮胎，只有 20%左右的厂家生产速度、舒适度性能要求较高的乘用车轮胎。2009 年国产品牌轮胎在国内乘用车市场轮胎的市场份额不到 30%。随着我国汽车销量，特别是乘用车销量爆发性的增长，未来中国轮胎的配套市场和替换市场的最大份额都将存在于中小乘用车领域，中国的轮胎企业无法置身事外，不可能把自己地盘上最主要的大市场拱手让人，而且从载重车、商用车轮胎到乘用车轮胎的距离并非不可逾越。目前国内各大轮胎制造企业正在加紧规划，实施乘用车轮胎的战略转移，国内企业大规模快速的乘用车轮胎投资高潮正在到来。

巨轮股份紧紧抓住了这一历史机遇，在 06 年募集资金的硫化机项目逐步达产的时候，迎来了液压硫化机的大量需求，巨轮股份上半年液压硫化机订单就已经达到 146 台，预计全年可实现销售 150-160 台，完成销售收入 2.3 亿左右，2010 年有望达到募集项目设计产能 200 台/年的销售业绩。

国内目前的乘用车轮胎绝大部分由固特异、米其林、普利斯通等国际轮胎业巨头所占领，这些巨头在中国设轮胎厂一般都自带硫化机等设备，巨轮股份的硫化机尽管拥有在价格和性价比上优势，但在现阶段依然不具备打入该市场的条件。

轮胎模具与轮胎硫化机是配套使用的设备，客户群体相同，都是轮胎制造商，销售渠道相同。因此，巨轮股份可以充分利用现有市场平台和双方建立的信任关系销售液压式轮胎硫化机，可节约大量的市场开拓费用，降低市场营销风险。轮胎模具和轮胎硫化机在轮胎生产过程中是紧密结合，协作运行的必要设备，巨轮股份的一体化配套提供轮胎硫化机和轮胎模具，有利于在设备的安装、调试、生产过程中降低摩擦成本，相对于其他单独生产硫化机或者轮胎模具的厂家具有较大的竞争优势。

图表 5：巨轮股份液压硫化机发展路线图



资料来源：中投证券研究所

公司目前在硫化机产品上的国内竞争对手主要是福建华橡自控技术有限公司，益阳橡胶机械厂和桂林橡胶厂等少数企业，这三家企业制造硫化机的时间较长，技术力量较强，管理制度也比较完善。但是这些企业的主要产品仍然是机械式硫化机，产品需要升级换代。这几家公司虽然拥有机械式硫化机的基础，但在液压式硫化机的发展方面并未显示出优势，目前的产量和出货量都低于巨轮股份，巨轮股份在短短的几年内就已经在硫化机市场中站稳脚跟，并抢得了市场先机。

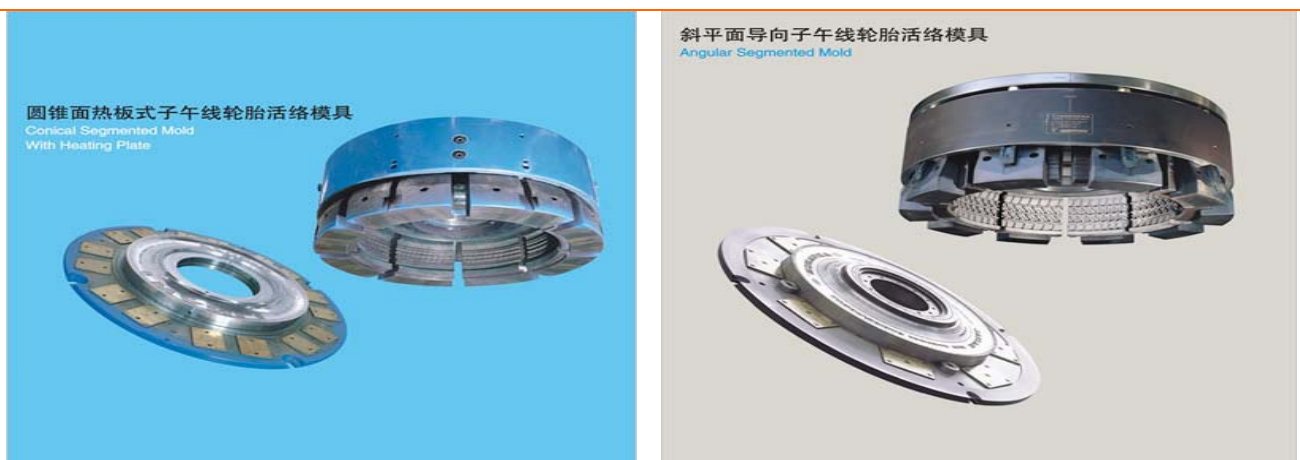
公司的液压硫化机现阶段主要瞄准国内轮胎企业开始大规模投资乘用车轮胎和国内原有机械式硫化机的更新换代两个市场，需求来势迅猛，短期内公司现有产能难以完全满足需求，3年内可以支撑公司在液压硫化机产品上的高速增长，同时为公司产品的完善、发展、升级、向国际市场发展打下坚实基础；公司将积极准备在未来进入固特异、米其林、普利司通、倍耐力等公司的采购体系，首先是争取进入其在国内的生产厂，然后是这些巨头在全球各地的生产基地，先低端后高端。2009年国内的轮胎生产量达到6.4亿条，而单米其林一家公司的轮胎年产量是7亿条，硫化机未来中长期的发展空间巨大，即使不能获得全部市场，只要获得一小部分低端市场也相当可观。

三、汽车轮胎模具市场稳定成长

轮胎模具按结构可以分为轮胎二半模具（又简称“二半模”）和子午线轮胎活络模具（又简称“子午活络模”）两大类。二半模是一种较为原始的基本结构，整套模具只有上半模和下半模，脱胎时靠硫化机的作用力实现轴向运动的简单开合模，因此，轮胎成品脱模时易变形，主要用于生产斜交轮胎线轮胎和摩托车胎等低端轮胎的硫化。子午线活络模将整套模具分为向心机构和型腔两部份，在合模工作时向心机构通过硫化机的作用力使花纹块合拢成一整体；开模工作时，向心机构通过硫化机的作用力使花纹块径向张开，轮胎成品脱模过程中具有移位小、变形均匀等优点，普遍用于生产高性能子午线轮胎。

子午线轮胎活络模具主要有两种结构：一是圆锥面导向活络模具；一是斜平面导向活络模具。前者是引进并吸收西德技术的典型结构，后者是意大利的典型技术。在制造工艺和材质上，国内也有钢刻花子午线轮胎活络模具和铸造铝合金子午线轮胎模具两大类，前者以巨轮股份、揭阳市天阳模具有限公司为代表，后者以沈阳子午线轮胎模具公司为代表。巨轮股份自主研发的线性轻触式导向结构子午线轮胎活络模具是对圆锥面、斜平面导向结构子午线轮胎活络模具的结构改革和技术升级，代表国内轮胎模具行业的最新水平。

图表 6、2009 年公司营业收入构成



资料来源：公司网站

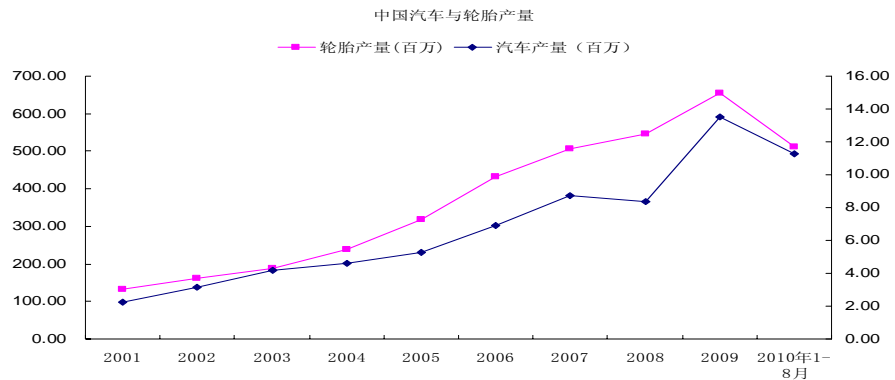
汽车轮胎占到了轮胎总消费量的 80%以上，工程机械及其他机械需要的轮胎虽然规格和技术要求较高，但总量较小。公司的发展离不开汽车轮子。

汽车轮胎的市场主要是两个市场：汽车配套市场和汽车轮胎替换市场。首先，汽车产量决定汽车轮胎配套市场的容量，而汽车保有量则决定汽车轮胎替换市场的容量。

2009 年中国汽车市场销量达到 1300 万辆，汽车保有量到达了 7600 万辆，预计 2010 年中国汽车保有量将达到 9500 万辆。按这个数目估计中国 2010 年

汽车轮胎需求量达到 2.58 亿条。轮胎的产量决定轮胎模具的市场需求量，根据经验数据统计，一套子午线轮胎活络模具平均使用寿命约为 1.5—2 万条轮胎。我们预计 2010、11、12 年中国轮胎模具需求量可以达到 12939, 15489, 17839 个，保持稳定增长。

图表 7：中国汽车与轮胎产量



资料来源：中投证券研究所

图1、汽车轮胎模具需求量分析

	汽车产量 (百万)	民用汽车保有量 (百万)	汽车轮胎需求 量(百万)	轮胎模具需求 量(套)
2008	8.38	64.67	155.64	7782
2009	13.52	76.19	208.95	10448
2010E	17.00	93.19	258.78	12939
2011E	20.00	113.19	309.78	15489
2012E	22.00	135.19	356.78	17839

资料来源：中投证券研究所

旧车的替换需求是轮胎需求的稳定来源，轮胎属于消耗品，一般到了磨损到一定程度就必须更换，而轮胎模具一般寿命也只有不到 2 万套，因此随着我国汽车保有量的上升，我国轮胎模具将有着稳定的需求基础。

我国的新车销量最近几年持续地上升，这主要得益于我国居民收入水平的持续提升，我国目前人均 GDP 达到 3600 美元，国际上一般认为，如果一个国家人均 GDP 超过 3000-4000 美元门槛，汽车需求量将呈现爆发性的增长。我国东部发达地区汽车的保有量距离稳定值仍然有 5 年左右的增长空间，而二三线城市、西部欠发达地区正进入起步阶段，未来仍然能够保持 10 年左右稳定增长时间。因此我国的新车销量是刺激轮胎以及轮胎模具需求量快速增长的重要因素。

公司轮胎模具的出口最近几年也飞速发展，公司轮胎模具在欧美市场报价仅有欧美同类产品的 1 半，当然公司产品的材质与欧美产品有所差别，寿命和质量上也有所差距，但是在汽车工业、轮胎技术飞速发展的时代，由于轮胎胎型变化较快，所以寿命过长的轮胎也不是具备超常的竞争优势。公司的产品目前的质量也足以应付日常家用轮胎的质量要求，因此公司的轮胎模具有相对较高的性价比。

近几年来国际轮胎产业集中度逐渐向世界前十名轮胎巨头集中的趋势非常明显，法国米其林、日本普利司通、美国固特异三大轮胎巨头占据国际轮胎市场的市场份额接近 70%。目前，包括米其林、固特异、普利斯通等在内的世界轮胎前十名均已进入中国市场，在中国设立独（合）资轮胎生产企业，并逐渐成为中国轮胎市场的一支极为重要的市场主体。

随着巨轮股份公司在橡胶机械领域知名度的不断提高，境外跨国轮胎巨头纷纷前来公司洽谈业务合作事宜。目前，巨轮股份的产品已经进入了包括日本普利司通、美国固特异、意大利倍耐力、新加坡佳通轮胎等在内的著名跨国轮胎公司的全球采购体系，这将有利于公司扩张市场份额，拓宽在国际市场的发展。随着公司产能的逐步释放，产品质量的快速提高，境外跨国轮胎公司的订单将不断增加，预计未来几年出口销售收入将有较大幅度增长。

2009 年公司直接出口额与去年相比增加了 1342.41 万元，同比增长 25.21%。占公司营业收入比例已经达到 16.4%，比 05 年的 3.14%有了飞速的提高。2010 年上半年，公司子午线活络模具销售收入达到 1.61 亿元，而出口收入达到 5948 万元，同比增长 82.4%，预计全年同比增长超过 100%，占子午线活络模具总销售收入的比例超过 30%。2011 年出口比例有可能接近 50%。

公司轮胎模具业正处于从国内市场模具供应商向全球供应商转变的过程中。公司在国内轮胎模具的市场占有率达到 25%，占国内企业供应量的 40%，份额已经很高，市场占有率提升的空间不大，但国内日益增长的汽车保有量为公司的模具市场提供了稳固的基础，轮胎模具作为半消耗品，出现大幅下滑的可能性很小，旺盛的新车销售又给轮胎模具提供了增长动力，未来国内市场将长期保持稳健的增长；国际市场方面，公司与全球前 10 大轮胎公司均已开展业务，近期与意大利倍耐力、印度阿波罗等国际二线的轮胎供应商的业务发展很快，成为公司 2009 年-2010 年出口额迅速增长的主要动力，短期内还有很大的释放空间，公司向固特异、米其林、普利司通三家公司已有供货，目前处于小规模试用阶段，未来的扩展空间更大，虽然这些公司均有自己附属的轮胎模具厂，但是如果能够获得其部份低端通用型模具业务，对于巨轮股份未来的发展来说已经足够了。

预计巨轮股份 2010 年轮胎模具业务国内市场仍有小幅增长，出口业务可能翻倍，总体增长有望接近 30%。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011	2012
流动资产	515	637	791	964	营业收入	408	558	740	943
现金	174	174	174	174	营业成本	256	345	461	593
应收账款	111	152	202	257	营业税金及附加	3	4	6	7
其它应收款	2	3	4	5	营业费用	7	15	20	25
预付账款	87	118	158	203	管理费用	50	54	44	57
存货	114	153	205	264	财务费用	22	20	23	21
其他	27	36	48	61	资产减值损失	1	3	3	3
非流动资产	851	904	948	982	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	616	699	764	816	营业利润	68	118	183	237
无形资产	177	164	150	137	营业外收入	28	11	11	11
其他	59	42	33	29	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	1367	1541	1738	1946	利润总额	96	128	193	248
流动负债	366	471	491	479	所得税	13	13	20	25
短期借款	293	375	366	321	净利润	83	115	173	222
应付账款	56	76	101	130	少数股东损益	0	0	0	0
其他	16	20	24	28	归属母公司净利润	83	115	173	222
非流动负债	69	45	48	46	EBITDA	151	196	274	336
长期借款	45	45	45	45	EPS (元)	0.31	0.43	0.65	0.84
其他	24	0	3	1					
负债合计	435	516	540	525	主要财务比率				
少数股东权益	1	1	2	2	会计年度	2009	2010	2011	2012
股本	265	265	265	265	成长能力				
资本公积	293	293	293	293	营业收入	11.2%	36.0	27.7	26.5
留存收益	372	466	638	860	营业利润	43.4	71.6	50.9	29.0
归属母公司股东权益	931	1024	1197	1419	归属于母公司净利润	28.6	37.4	46.4	27.7
负债和股东权益	1367	1541	1738	1946	获利能力				
					毛利率	37.3	38.3	37.9	37.3
					净利率	20.4	20.6	23.6	23.8
					ROE	8.9%	11.2%	14.0	15.2
					ROIC	7.1%	9.9%	12.8	14.3
					偿债能力				
					资产负债率	31.8	33.4	30.3	26.2
					净负债比率	77.79	81.55	76.30	69.69
					流动比率	1.41	1.35	1.62	2.04
					速动比率	1.10	1.03	1.21	1.49
					营运能力				
					总资产周转率	0.31	0.38	0.44	0.50
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	4.57	5.22	5.13	5.12
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.31	0.43	0.63	0.80
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.28	0.60	0.68
					每股净资产(最新摊薄)	3.51	3.86	4.49	5.29
					估值比率				
					P/E	37.30	27.15	18.55	14.52
					P/B	3.33	3.03	2.60	2.21
					EV/EBITDA	22	17	12	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李勤, 中投证券研究所机械行业分析师, 工学学士、经济学硕士, 9 年证券行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434