

巨轮股份 (002031)

多点布局 转型自动化方案解决商

——巨轮股份首次覆盖报告

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 26.00

当前价格: 19.44

2015.04.09

吕娟 (分析师)	常微 (研究助理)	王浩 (分析师)
021-38676139	021-38674937	0755-23976068
lvjuan@gtjas.com	changwei014300@gtjas.com	wanghao013539@gtjas.com
证书编号 S0880511010047	S0880114090009	S0880513090004

本报告导读:

2015 年公司自动化解决方案有望在轮胎和 3C 行业取得爆发式增长。由此给予公司目标价 26 元, 首次覆盖增持评级。

投资要点:

结论: 2015 年公司自动化解决方案有望在轮胎和 3C 行业取得爆发式增长。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.47、0.62、0.81 元, 分别增长 71.2%、31.6%、30.9%。考虑到公司符合工业 4.0 和中国制造 2025 发展方向, 给予公司 2015 年 55 倍 PE, 高于行业平均估值。给予目标价 26 元, 首次覆盖增持评级。

硫化机行业液压式占比不断提升, 公司作为龙头企业显著受益: ①目前国内硫化机液压式占比显著低于欧美日, 轮胎企业改造升级需求迫切。若 2017 年液压式硫化机渗透率达到 50%, 则 2014-2017 年均需求量至少为 1100 台, 年均需求额至少为 16.5 亿元。②公司系液压式硫化机龙头企业, 产品型谱全, 产能显著高, 将受益于液压式硫化机渗透率的提升。

自动化解决方案有望在轮胎和 3C 行业取得爆发式增长: ①公司已推出高端精密数控机床和工业机器人产品, 可提供完备自动化解决方案。②公司在轮胎行业拥有广泛国内客户资源。这些客户依然劳动力密集, 迫切需要自动化升级改造。公司已为国内轮胎龙头中策提供自动化解决方案, 有望在轮胎行业获得更大市场。③公司区位上接近 3C 行业产业集群, 同时多年的轮胎模具生产经验使得公司深谙精密件的加工, 使得其在手机金属机壳自动化钻攻领域具有天然优势。随着手机金属机壳渗透率快速提升, 公司自动化解决方案有望在 3C 行业爆发式增长。

催化剂: 自动化解决方案在轮胎和 3C 行业持续取得突破、外延式发展;

风险因素: 美国“双反”造成国内轮胎行业低迷的风险、环保标准增加导致国内轮胎行业不景气的风险。

交易数据

52 周内股价区间 (元)	7.06-19.97
总市值 (百万元)	10,963
总股本/流通 A 股 (百万股)	564/443
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	78%
日均成交量 (百万股)	1283.53
日均成交值 (百万元)	206.69

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,882
每股净资产	5.11
市净率	3.8
净负债率	-22.71%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.08	0.14
Q2	0.07	0.13
Q3	0.07	0.13
Q4	0.05	0.07
全年	0.27	0.47

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	17%	47%	146%
相对指数	-4%	28%	62%

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	901	1,067	1,574	1,875	2,234
(+/-)%	16.1%	18.4%	47.5%	19.1%	19.2%
经营利润 (EBIT)	231	236	326	391	483
(+/-)%	27.4%	2.3%	38.1%	19.8%	23.5%
净利润	168	154	264	348	455
(+/-)%	50.3%	-7.9%	71.2%	31.6%	30.9%
每股净收益 (元)	0.30	0.27	0.47	0.62	0.81
每股股利 (元)	0.12	0.10	0.14	0.19	0.24

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	36.2%	31.9%	26.8%	26.3%	26.5%
净资产收益率 (%)	9.5%	5.4%	8.6%	10.4%	12.3%
投入资本回报率 (%)	13.6%	10.7%	13.9%	15.4%	17.6%
EV/EBITDA	31.4	30.1	24.3	20.8	17.3
市盈率	65.4	71.0	41.5	31.5	24.1
股息率 (%)	0.6%	0.5%	0.7%	1.0%	1.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2015.04.08

股票研究

工业
资本货物

巨轮股份 (002031)

首次覆盖

评级: **增持**

目标价格: **26.00**

当前价格: 19.44

2015.04.08

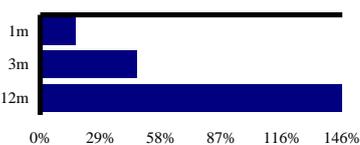
公司网址

www.greatoo.com

公司简介

公司是一家致力于汽车子午线轮胎模具、汽车子午线轮胎设备等装备和相关技术的开发、制造及销售的专业公司，多年来，公司产品畅销全国，国内市场占有率在行业中排名第一；公司品牌形象日渐提升，产品远销美国、东南亚、欧洲等国家市场，国际客户订货明显增加，被美国固特异、英国邓禄普、法国米其林、日本普利司通、意大利皮列里等国际轮胎巨头列入全球采购供应体系，成为国内外高端客户的主流供应商。

绝对价格回报 (%)

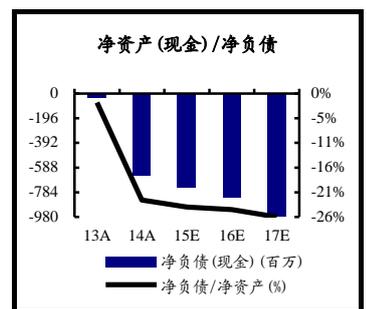
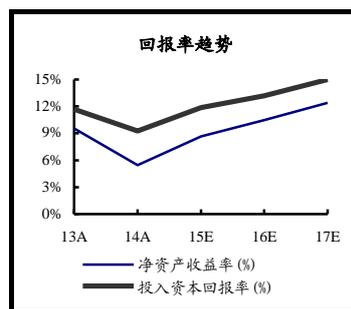
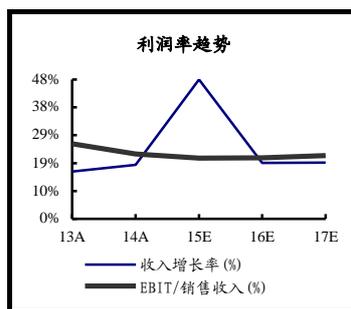


52 周价格范围 7.06-19.97

市值 (百万) 10,963

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	901	1,067	1,574	1,875	2,234
营业成本	568	694	1,055	1,258	1,493
税金及附加	6	8	5	6	7
销售费用	14	23	66	79	94
管理费用	77	94	110	131	156
EBIT	231	236	326	391	483
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	5	5	5	5
财务费用	44	67	30	-21	-59
营业利润	187	170	296	412	542
所得税	28	25	46	63	82
少数股东损益	0	-1	-6	8	11
净利润	168	154	264	348	455
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	680	1,183	1,296	1,390	1,551
其他流动资产	890	1,530	1,862	2,231	2,638
长期投资	61	61	61	61	61
固定资产合计	986	994	963	936	902
无形及其他资产	200	215	199	193	186
资产合计	2,816	3,983	4,381	4,810	5,338
流动负债	982	1,014	1,163	1,319	1,471
非流动负债	62	81	130	125	139
股东权益	1,772	2,888	3,089	3,366	3,728
投入资本(IC)	1,705	2,209	2,352	2,533	2,750
现金流量表					
NOPLAT	198	203	277	332	410
折旧与摊销	95	104	96	102	109
流动资金增量	(31)	482	209	225	271
资本支出	89	(8)	70	70	70
自由现金流	352	781	653	729	860
经营现金流	132	159	184	226	251
投资现金流	(87)	(430)	(51)	(61)	(61)
融资现金流	(192)	811	(19)	(71)	(29)
现金流净增加额	(147)	539	114	94	161
财务指标					
成长性					
收入增长率	16.1%	18.4%	47.5%	19.1%	19.2%
EBIT 增长率	27.4%	2.3%	38.1%	19.8%	23.5%
净利润增长率	50.3%	-7.9%	71.2%	31.6%	30.9%
利润率					
毛利率	36.9%	35.0%	32.9%	32.9%	33.2%
EBIT 率	25.6%	22.1%	20.7%	20.8%	21.6%
净利润率	18.6%	14.5%	16.8%	18.6%	20.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	9.5%	5.4%	8.6%	10.4%	12.3%
总资产收益率(ROA)	6.0%	3.9%	6.0%	7.2%	8.5%
投入资本回报率(ROIC)	11.6%	9.2%	11.8%	13.1%	14.9%
运营能力					
存货周转天数	222	267	240	260	265
应收账款周转天数	152	158	147	158	159
总资产周转天数	1116	1163	970	895	829
净利润现金含量	0.79	1.03	0.69	0.65	0.55
资本支出/收入	9.89%	-0.76%	4.45%	3.73%	3.13%
偿债能力					
资产负债率	37.1%	27.5%	29.5%	30.0%	30.2%
净负债率	-1.9%	-22.7%	-24.2%	-24.7%	-26.3%
估值比率					
PE	54.7	71.0	41.5	31.5	24.1
PB	6.2	3.8	3.5	3.3	3.0
EV/EBITDA	31.4	30.1	24.3	20.8	17.3
P/S	12.17	10.27	6.97	5.85	4.91
股息率	0.6%	0.5%	0.7%	1.0%	1.2%



目 录

1. 核心投资逻辑.....	4
2. 受益轮胎行业升级，液压式硫化机持续快速增长.....	4
2.1. 《规范》助力我国轮胎行业升级，拉动液压式硫化机需求.....	4
2.2. 公司作为龙头，液压式硫化机将保持快速增长.....	6
3. 自动化解决方案有望在轮胎和 3C 行业爆发式增长.....	6
3.1. 经多年积累和产品扩充，可提供自动化系统解决方案.....	6
3.1.1. 通过参股德国 OPS，积累自动化升级改造经验.....	6
3.1.2. 通过成立德国 ODG，实现高端精密数控机床国产化.....	6
3.1.3. 接力国内外专家力量，形成工业机器人较完备产业链.....	7
3.2. 开拓轮胎行业具备显著的客户资源优势，市场空间巨大.....	7
3.2.1. 拥有广泛的国内轮胎企业客户资源.....	7
3.2.2. 轮胎企业自动化升级改造需求迫切.....	8
3.2.3. 以龙头企业中策为突破口，有望获得更大市场.....	8
3.3. 开拓 3C 行业具备天时地利人和的优势，有望成倍增长.....	9
3.3.1. 金属手机壳渗透率不断提升，拉动自动化钻攻生产线需求.....	9
3.3.2. 公司地处手机机壳加工产业集群，拥有显著的区位优势.....	10
3.3.3. 公司模具与手机金属机壳同属精密件加工，异曲同工.....	10
3.3.4. 公司金属手机壳自动化生产线性性价比高，有望成倍增长.....	11
4. 盈利预测与投资建议.....	11
5. 风险因素.....	12
5.1. 美国“双反”造成国内轮胎行业低迷的风险.....	12
5.2. 环保标准增加导致国内轮胎行业不景气的风险.....	12

1. 核心投资逻辑

结论: ① 受益于硫化机升级改造, 公司液压式硫化机有望保持快速增长; ② 基于通过轮胎模具和液压式硫化机积累的轮胎行业客户资源、机电一体化和自动化技术, 公司自动化解决方案有望在轮胎行业取得爆发式增长; ③ 基于德国子公司欧吉索的精密数控机床技术以及公司接近 3C 行业的区位优势, 判断公司钻攻自动化生产线有望在 3C 行业取得重大突破, 享受 3C 行业自动化升级盛宴。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.47、0.62、0.81 元。考虑到公司符合工业 4.0 和中国制造 2025 发展方向, 给予 2015 年 55 倍 PE, 高于行业平均估值。给予目标价 26 元, 首次覆盖增持评级。

硫化机行业液压式占比不断提升, 公司作为龙头企业显著受益: ① 目前国内硫化机液压式占比显著低于欧美日, 轮胎企业改造升级需求迫切。若 2017 年液压式硫化机渗透率达到 50%, 则 2014-2017 年均需求量至少为 1100 台, 年均需求额至少为 16.5 亿元。② 公司系液压式硫化机龙头企业, 产品型谱全, 产能显著高, 将受益于液压式硫化机渗透率的提升。

自动化解决方案有望在轮胎和 3C 行业取得爆发式增长: ① 公司已推出高端精密数控机床和工业机器人产品, 可提供完备的自动化解决方案。② 公司在轮胎行业拥有广泛的国内客户资源。这些客户劳动力密集, 迫切需要自动化升级改造。公司通过为国内轮胎龙头企业中策提供自动化解决方案, 有望在轮胎行业获得更大的市场。③ 公司区位上接近 3C 行业产业集群, 同时多年的轮胎模具生产经验使得公司深谙精密件的加工, 使得其在手机金属机壳自动化钻攻领域具有天然优势。随着手机金属机壳渗透率快速提升, 公司自动化解决方案有望在 3C 行业爆发式增长。

股价催化剂: 自动化解决方案在轮胎和 3C 行业持续取得突破、外延式发展。

风险因素: 美国“双反”造成国内轮胎行业低迷的风险、环保标准增加导致国内轮胎行业不景气的风险。

2. 受益轮胎行业升级, 液压式硫化机持续快速增长

2.1. 《规范》助力我国轮胎行业升级, 拉动液压式硫化机需求
 全球轮胎产业正向集约化、全球化、自动化、信息化、绿色化和智能化等方向发展, 欧美等发达国家早已出台相关法律法规促进轮胎升级。而作为世界第一大轮胎生产国、消费国和出口国, 我国终于在 2014 年 2 月 24 日由中国橡胶工业协会发布了《绿色轮胎技术规范》, 为我国轮胎升级提供有力支持。

表 1: 各国出台法律法规保障轮胎升级

时间	国家	法规名称	内容
----	----	------	----

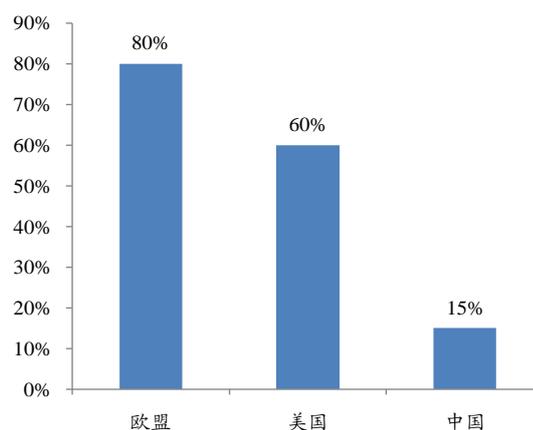
2006	欧盟	REACH 法规	橡胶企业开发了新型的轮胎材料品种，禁用芳烃油和重金属类材料
2012		轮胎标签法	轮胎的滚动阻力、噪声值和湿地抓地性能等综合划分为 7 个等级，性能最佳的为 A 级，最差为 G 级。达不到最低限值 (F 级) 的轮胎不得在欧盟境内销售。
2007	美国	轮胎标签法	2016 年前平均每加仑汽油行驶里程必须达到 35.5 英里 (即 15.1km/L)。这意味着对轮胎的性能提出了更高的要求，而只有低滚动阻力轮胎才能满足这一要求。
2010	日本	轮胎标签法	要求在轮胎上标识滚动阻力和湿抓地性能的等级。
2014	中国	绿色轮胎技术规范	推荐了绿色轮胎生产工艺技术，比如炼胶硫化废气除臭、低温连续混炼、锅炉烟气脱硫/除尘/脱硝、高温充氮硫化、炭黑管道输送、橡胶助剂造粒、轮胎自动化成型及半部件大卷化、轮胎压出/压延电子束预硫化等技术；并建议逐步取消胎面底面涂胶浆技术。

数据来源：中国橡机网，国泰君安证券研究

由于轮胎的产品外观质量、轮胎最终的均匀性以及企业的生产效率几乎全由轮胎硫化设备来决定。且硫化设备投资大约占到轮胎企业设备投资的 25% 以上；同时轮胎硫化是轮胎生产过程中消耗蒸汽能源的主要工序。因此轮胎硫化设备常被视为轮胎生产现代化水平的象征和标志。

硫化机主要有液压硫化机和机械式硫化机，由于液压式硫化机加工精度明显优于机械式硫化机，故目前国际上以液压式硫化机为主。其中欧盟超过 80%，美国超过 60%，而我国仅有 15% 左右。随着国内轮胎的升级，我国液压式硫化机发展空间广阔。

图 1：我国液压式硫化机占所有硫化机比例仅有 15%



数据来源：中国橡机网，国泰君安证券研究

假设 2017 年我国液压式硫化机渗透率达到 50%，则 2014-2017 年均需求量至少为 1100 台。若按液压式硫化机单价为 150 万元/台计算，则年均需求额至少为 16.5 亿元。

2.2. 公司作为龙头，其液压式硫化机将保持快速增长

目前公司液压式硫化机年产能约为 350 台/年，市场占有率约为 20%，是我国液压式硫化机龙头企业。其产能遥遥领先于国内其他企业。

表 2：巨轮股份为我国液压硫化机龙头企业

生产企业	年产能 (台)	备注
广东巨轮模具股份有限公司	350	全为液压式硫化机
桂林橡胶机械厂	150	
益阳橡胶塑料机械集团有限公司	150	与神户公司合资
广州华工百川科技股份有限公司	150	
软控股份有限公司	100	全为液压式硫化机
福建华橡自控技术股份有限公司	100	
北京贝特里戴瑞科技发展有限公司	50	全为液压式硫化机
华澳轮胎设备科技有限公司	50	
青岛双星橡塑机械有限公司	50	从自用向外销发展

数据来源：中国橡机网、国泰君安证券研究

公司作为龙头企业将显著受益于我国液压式硫化机占比上升，预计公司液压式硫化机业务将在未来几年保持快速增长。

3. 自动化解决方案有望在轮胎和 3C 行业爆发式增长

3.1. 经多年积累和产品扩充，可提供自动化系统解决方案

3.1.1. 通过参股德国 OPS，积累自动化升级改造经验

公司早在 2011 年便参股德国高端模具制造商 OPS。OPS 位于德国中部巴尔布赫地区，拥有 58 年的电火花成型加工机床制造经验和 17 年的五轴联动高速加工中心制造经验，致力于为模具加工企业提供技术领先的高精度、高可靠性的高速加工中心和电火花成型加工机床。

公司参股并学习 OPS，有利于提高公司自身技术水平及经验。G450C 龙门式精密数控电火花机床即为公司与 OPS 合作推出的专门为亚洲市场开发的新机型，2013 年底一经推出，广受市场好评。OPS 为公司经营层面带来的更多增量值得关注。

3.1.2. 通过成立德国 ODG，实现高端精密数控机床国产化

2014 年 4 月，公司的三级全资子公司 Greatoo (Europe) Holding 出资 2.5 万欧元在德国美茵河畔法兰克福设立了全资子公司 ODG(欧德吉)，经营范围为国际贸易等。

ODG 在德国拥有一支专门从事自动化技术研究的专业技术团队，其核心成员由德国 ODG 自动化技术团队以及德国亚琛大学工业机器人领域专家团队组成，ODG 的技术团队有超过 20 年从事智能产品技术研发的经验，其产品如精密数控机床(高速加工中心，高速钻削中心)和机器人等广泛服务于制造业。与德国 ODG 合作，能有效推动公司在机床、机器人、控制系统等关键设备上实现自主生产，使得公司在这些关键设备的进口替代上占据有利地位。

3.1.3. 借力国内外专家力量，形成工业机器人较完备产业链

2013 年底以来公司开始频繁布局机器人产业。截止目前，不仅在广州设立了智能装备研发中心，还出资 500 万元在安徽机器人产业集聚区设立全资子公司，以面向华东市场。此外，公司还建立了包含国内外专家的机器人专家库，其中德国专家负责系统集成，日本专家负责电器反馈控制，国内高校专家则负责控制器研究。

结合自身及国内外专家力量，目前公司已形成多种机器人成型产品，主要包含重型机器人、码垛机器人和自动识别搬运系统等。

图 2: 公司主要机器人产品



数据来源：中国橡胶机械网、国泰君安证券研究

并且公司还成功开发出机器人核心零部件高精密 RV 减速器，已成功应用于自有机器人中，打破了国外垄断。除此之外，公司还聘用硅谷天堂作为其境内外收购与兼并财务顾问，其在机器人等新兴领域的进一步布局值得期待。

至此，公司已具备高端数控机床、机器人等关键产品。并且得益于其强大的专家团队和丰富的行业经验，也已经具备提供完整自动化解决方案的能力，有望在轮胎和 3C 行业实现爆发式增长。

3.2. 开拓轮胎行业具备显著的客户资源优势，市场空间巨大

3.2.1. 拥有广泛的国内轮胎企业客户资源

公司通过轮胎模具和液压式硫化机业务积累了广泛的轮胎企业客户资源。我国领先轮胎公司北京首创、风神、贵州轮胎、杭州中策、江苏通用科技、青岛赛轮、四川轮胎橡胶、山东玲珑、山东金宇、肇庆骏鸿实业等均为巨轮股份长期合作客户。

由中商情报网数据可知，国内轮胎企业在全中国范围内的排名有整体上升趋势。2014 年全球前 75 名轮胎企业中，国内企业占据 41%，较 2013 年提升 5%。愈来愈强的国内轮胎企业为公司提供了丰富的客户资源。

表 3: 我国轮胎企业在全中国范围内排名整体上升

2014 年度全球排名	2013 年度全球排名	公司	2013 年销售额 (单位: 亿美元)
10	10	杭州中策橡胶	45.291

15	16	三角集团	27.124
18	19	山东玲珑橡胶	18.841
20	20	双钱轮胎控股	18
23	29	山东恒丰	15.8
24	21	兴源轮胎	15.569
26	24	风神股份	14.084
27	28	山东金宇	11.39
28	31	建大轮胎	11.061
29	33	山东盛泰	10.898
30	32	贵州轮胎	10.684
34	30	青岛赛轮	9.956
35	--	山东德瑞宝	9.915
36	38	白俄罗斯轮胎	9.7
37	26	青岛双星轮胎	8.779
38	36	江苏通用科技	8.743
40	39	山东万达	7.811
43	--	山东恒宇	6.23
45	43	华南轮胎橡胶	5.744
46	47	双喜轮胎	5.706
51	49	山东三工轮胎	4.606
53	53	徐州徐工	3.936
54	58	四川海德轮胎	3.665
60	59	朝阳浪马	3.159
61	63	青岛森麒麟轮胎	2.866
64	62	新疆昆轮	2.443
65	--	山东泰山	2.113
66	--	山东八一	2.009
67	66	北京首创	1.639
74	65	好友轮胎	1.197
75	71	天津联合轮胎	1.124

数据来源：中商情报网、国泰君安证券研究

3.2.2. 轮胎企业自动化升级改造需求迫切

我国轮胎行业目前仍是典型的“劳动密集型”产业，自动化程度低、内部生产流通环节繁多。特别是车间内的物流运输，从热胶物流、半制品的车间搬运，再到半成品胎和成品胎之间跨区域的物流运输，到最后的成品胎的仓储物流管理，人工依然占主导地位，信息流也处在人工抄录、人工打单的状态。

随着企业产能越来越大，人工成本越来越高，整个行业面临着急迫的自动化改造需求。对国内轮胎企业而言，引进先进的物流技术和工业机器人技术，实现轮胎厂成产车间的自动化，无疑将有利于其在与国际轮胎巨头的竞争中占据一席之地。

3.2.3. 以龙头企业中策为突破口，有望获得更大市场

2014年12月，证券时报网报道，巨轮股份为国内轮胎生产龙头中策集

团定制设计的首条工业机器人自动化线日前正式投入使用。资料显示,该自动化线整线以 50kg 六轴工业机器人、机器人电控柜、胎坯定位机构、胎坯车物流线、条码识别仪等部件组成,线体可满足胎坯的自动运输,自动装车,胎坯车自动更换等功能。

最为关键的是,线体能够与巨轮股份自主研发的硫化机等设备有机结合,在整个轮胎生产流程中形成一体化应用模式。由此将有效减少生产企业的人工,并提高搬运的效率,同时避免了因人工失误造成的产品质量问题。

并且,中证网进一步报道称,该自动化线获得中策集团的高度评价,有望在中策集团实现全面推广,并成为轮胎行业率先应用工业机器人自动化线的典型范例。预计该项目也将为公司赢得更多的国内轮胎企业自动化改造市场。

据中商情报网披露,全国目前轮胎行业生产线保有量约有 6 亿条,假设自动化渗透率在 5 年内达到 50%,按一条自动化物流生产线的价格为 100 万计算,则潜在年均自动化物流生产线市场空间为 60 亿元。

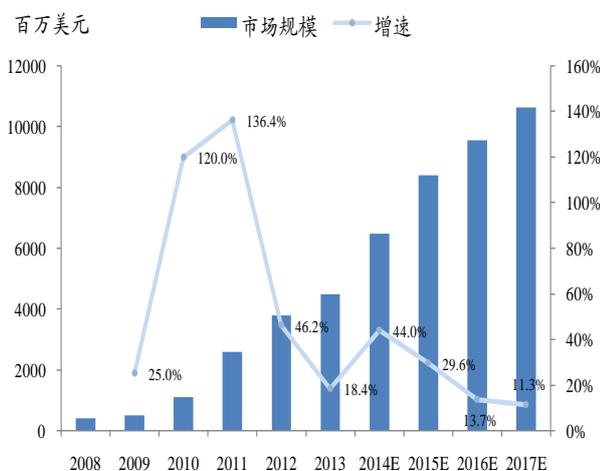
3.3. 开拓 3C 行业具备天时地利人和的优势,有望成倍增长

3.3.1. 金属手机壳渗透率不断提升,拉动自动化钻攻生产线需求

由于金属机壳会增加智能机的质感,提升手机外壳握感,目前使用金属化外观件越来越成为高端智能手机的标准配置,手机外壳也日趋金属化。

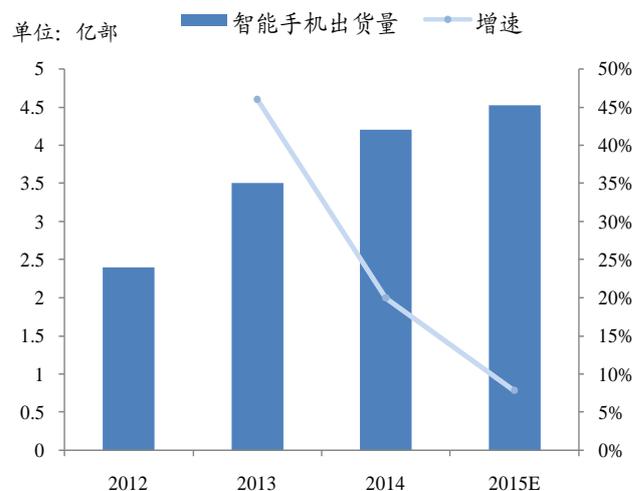
据 iSuppli 数据披露,2013 年全球智能手机金属壳规模增速高达 44%,并且将在未来几年保持着至少 11% 以上的增速。金属壳渗透率将不断增加。

图 3: 全球智能手机金属壳规模保持较高增速



数据来源: iSuppli、国泰君安证券研究

图 4: 2015 年我国智能手机出货量预计为 4.5 亿部



数据来源: 中国产业信息网、国泰君安证券研究

据了解,华为、小米、OPPO, ViVO 等都有望在 2015 年大规模启动金属机壳的生产,使得中国手机品牌金属机壳的渗透率有望从 2014 年

5-10%，提升到 2015 年的 15-20%左右。由此 2015 年将新增金属机壳 4800 万个。

一条自动化钻攻生产线（包含 3 台 CNC、1 个工业机器人）一年可加工金属机壳约 1.5 万个，则 2015 年自动化钻攻生产线需求约为 3200 条。保守按照自动化钻攻生产线单价 120 万/条线计算，则 2015 年仅手机金属机壳自动化钻攻生产线业务就拥有 38.4 亿市场空间。

3.3.2. 公司地处手机机壳加工产业集群，拥有显著的区位优势

据中国产业信息网披露，我国至少有 60% 的手机机壳加工集中在广东地区。公司地处广东省揭东经济开发区，距深圳市仅 330 公里，在产品推广、销售、布局和售后服务上都有显著的区位优势。

图 5: 公司具备显著的区位优势



数据来源：百度地图、国泰君安证券研究

3.3.3. 公司模具与手机金属机壳同属精密件加工，异曲同工

公司原主营业务为子午线轮胎模具，其主要原材料为钢材，涉及到打磨、切割、打孔等工艺；而手机金属机壳的加工原材料主要是铝合金，其加工工艺同样涉及到切割、打磨、打孔等。二者同属金属精密件加工，在材料上、加工工艺上异曲同工。

公司在轮胎模具领域一直处于领先地位，且具备多年生产经验，这使得公司切入手机金属机壳自动化钻攻生产线具有天然优势。

图 6: 轮胎模具一览



数据来源：公司官网

图 7: 手机金属机壳一览



数据来源：泡泡网

3.3.4. 公司金属手机壳自动化生产线性价比高，有望成倍增长

据我们产业链调研了解，公司一套手机金属机壳自动化钻攻生产线单价约为 100 多万，包含 3 台 CNC 和 1 台机器人。其中 CNC 单价约在 20 多万左右，低于西门子 70 多万和日本发那科 40 万左右的单价，性价比优势明显。随着金属手机壳占比不断提升，公司该业务有望成倍增长。

4. 盈利预测与投资建议

考虑到公司在 3c 行业及轮胎行业自动化解决方案业务的突破，预计其新兴领域机器人业务将快速增长。预计机器人 2015-2017 年业务收入分别为 3.5、4.2、5.02 亿元人民币，增速将分别为 5527.91%、20%、25%。

公司轮胎行业自动化解决方案业务及 3C 行业自动化钻攻生产线业务将在 2015 年取得爆发式增长。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.47、0.62、0.81 元。考虑到公司符合工业 4.0 和中国制造 2025 发展方向，给予公司 2015 年 55 倍 PE，高于行业平均估值。对应股价为 26 元。

同样，考虑到公司符合工业 4.0 和中国制造 2025 发展方向，给予公司 2015 年 6.3 倍 PB，高于行业平均估值水平。由此对应股价为 32.6 元。遵循谨慎性原则，我们最终给予公司目标价 26 元。首次覆盖给予增持评级。

表 4: 同类公司估值比较

公司	代码	股价		EPS			PE		PB	
		20150407	2013A	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E		2016E
赛象科技	002337.SZ	21.15	0.25	0.35	0.14	0.17	--	--	--	8.89
亚威股份	002559.SZ	33	0.46	0.54	0.64	0.81	60.12	52.09	40.01	4.5
豪迈科技	002595.SZ	55.33	1.58	1.21	1.68	2.16	46.1	33.39	25.67	7.86
金明精机	300281.SZ	34.45	0.46	0.54	0.68	0.94	63.39	49.82	36.55	5.79
软控股份	002073.SZ	20.23	0.17	0.29	0.38	0.55	71.21	53.19	35.7	4.3
	中值						60.12	49.82	25.67	5.79
	均值						60.19	47.12	34.48	5.61

数据来源: WIND (2015-4-7 最新 PE、PB 计算值, 前者基于 WIND 一致盈利预测预期, 后者基于最新每股净资产计算)、国泰君安证券研究

表 5: 盈利预测核心假设

(单位: 百万元)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	407.60	569.41	722.94	776.53	901.17	1,067.15	1,573.87	1,875.10	2,234.20
增速	11.25%	39.70%	26.96%	7.41%	16.05%	18.42%	47.48%	19.14%	19.15%
营业成本	255.75	361.41	434.09	490.75	568.30	694.00	1,055.49	1,257.57	1,493.45
营业毛利	151.85	208.00	288.85	285.78	332.86	341.72	518.38	617.53	740.75
毛利率(%)	37.25	36.53	39.95	36.80	36.94	32.02	32.94	32.93	33.16
主营业务									
收入	406.23	567.01	713.51	719.28	872.86	1,035.72	1,573.87	1,875.10	2,234.20
增速	11.36%	39.58%	25.84%	0.81%	21.35%	18.66%	51.96%	19.14%	19.15%

成本	255.75	361.41	434.09	490.75	568.30	694.00	1,055.49	1,257.57	1,493.45
毛利	150.47	205.60	279.42	228.54	304.56	341.72	518.38	617.53	740.75
毛利率(%)	37.04	36.26	39.16	31.77	34.89	32.99	32.94	32.93	33.16
模具制造销售	89.35%	73.47%	62.30%	52.89%	51.98%	51.78%	41.43%	41.03%	40.64%
收入	364.20	418.36	450.41	410.73	468.39	552.59	652.05	769.42	907.92
增速	4.11%	14.87%	7.66%	-8.81%	14.04%	17.98%	18.00%	18.00%	18.00%
成本	228.41	260.44	252.25	244.74	299.22	364.57	430.35	507.82	599.22
毛利	135.79	157.93	198.16	165.98	169.17	188.01	221.70	261.60	308.69
毛利率(%)	37.28	37.75	43.99	40.41	36.12	34.02	34.00	34.00	34.00
硫化机	9.25%	25.18%	35.62%	39.23%	44.49%	44.39%	36.12%	36.38%	36.64%
收入	37.69	143.40	257.48	304.60	400.91	473.71	568.45	682.14	818.57
增速	182.51%	280.45%	79.55%	18.30%	31.62%	18.16%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	25.47	98.59	175.88	207.58	261.00	318.71	380.86	457.04	548.44
毛利	12.23	44.82	81.60	97.01	139.91	155.00	187.59	225.11	270.13
毛利率(%)	32.44	31.25	31.69	31.85	34.90	32.72	33.00	33.00	33.00
机器人	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.05%	0.58%	22.24%	22.40%	22.56%
收入					0.45	6.22	350.00	420.00	504.00
增速						1282.00%	5527.91%	20.00%	20.00%
成本					0.40	4.49	241.50	289.80	342.72
毛利					0.05	1.73	108.50	130.20	161.28
毛利率(%)					11.04	27.76	31.00	31.00	32.00
软件开发等	0.84%	0.66%	0.32%	0.51%	0.35%	0.30%	0.21%	0.19%	0.17%
收入	3.41	3.74	2.31	3.96	3.11	3.21	3.37	3.54	3.71
增速	106.67%	9.68%	-38.24%	71.40%	-21.37%	3.03%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	0.51	0.58	0.80	2.71	2.86	2.64	2.77	2.91	3.06
毛利	2.90	3.16	1.51	1.25	0.25	0.56	0.59	0.62	0.65
毛利率(%)	84.99	84.39	65.23	31.53	8.07	17.61	17.61	17.61	17.61
轮胎销售及其他	0.23%	0.26%	0.46%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
收入	0.92	1.51	3.31						
增速		63.44%	119.74%						
成本	0.90	1.27	3.13						
毛利	0.02	0.24	0.18						
毛利率(%)	2.23	15.83	5.41						

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

5. 风险因素

5.1. 美国“双反”造成国内轮胎行业低迷的风险

2015年1月20日,美国商务部发布了对华乘用车及轻卡轮胎反倾销初裁结果,认定中国输美有关轮胎存在倾销行为。这将大大加重国内轮胎企业进入美国市场的关税,影响其外销进程,从而可能会引起国内轮胎行业的低迷。

5.2. 环保标准增加导致国内轮胎行业不景气的风险

我国环保标准的不断加强、政策执行力度的不断加大一方面可能会促使更多城市加入“限购”行列限制汽车的销售;另一方面汽车环保成本的加大也会对汽车销售造成负面影响。汽车销售的下滑无疑会造成国内轮胎行业的不景气,从而对公司经营造成不利影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		