



大业股份（603278.SH）：金属骨架材料龙头或迈入第二成长极

2024年2月2日

推荐/首次

大业股份

公司报告

山东大业股份有限公司成立于2003年，是一家聚焦于胎圈钢丝、钢帘线及胶管钢丝研发、生产和销售的金属骨架新材料一体化的国家级高新技术企业，是《胎圈用钢丝》国家标准主要承担指定单位。公司是全球最大胎圈钢丝生产企业，占全球胎圈钢丝市场20%以上（占中国胎圈钢丝近1/3市场）；此外公司亦是全球第三大、中国第二大钢帘线生产企业。公司已建立全规格超高强度胎圈钢丝及全规格强破断力钢帘线生产能力，是目前国内以轮胎骨架材料行业全产业链业务为主的龙头公司。公司核心产品为胎圈钢丝、钢帘线及胶管钢丝，公司产品主要用于轮胎及汽车行业，属于国家战略性新兴产业重点鼓励发展产品。

胎圈钢丝业务是公司具有强竞争力的支柱业务板块。胎圈钢丝是一种用高碳钢制成且表面镀有青铜或黄铜的钢丝，是轮胎与轮辋紧密固定的生产要素。从产量角度观察，近四年公司胎圈钢丝产量复合增长率达8.3%，国内市场占有率增长6.76pct，至2022年公司胎圈钢丝总产量及市场占有率已分别达到35.21万吨及39%，公司已成为国内胎圈钢丝行业的绝对龙头企业。公司胎圈钢丝产能利用率与产销率极高，近四年公司胎圈钢丝产能利用率及产销率均值分别达到105.4%及99.7%，显示了业务的强竞争力及强成长性。此外，该业务毛利水平有优化空间。2020-2022年阶段受原材料成本波动较大及公司产能持续扩张下试达产过程中产生的冲击成本影响，胎圈钢丝毛利率降至4.23%。考虑到公司产能在2024年已进入达产优化阶段，叠加原料成本及行业需求进入稳定及扩张阶段，我们预计该业务毛利水平有望出现持续性修复及优化，至2025年或增至12%。

钢帘线业务有望推动公司第二成长极显现。钢帘线是由Φ5.5mm盘条经处理拉拔捻制而成的细钢丝绳，是子午线轮胎的核心生产要素。公司钢帘线业务已出现结构性扩张，2020-2022年完成盛通钢帘线收购后该业务产能由20万吨增长至46.5万吨，复合增长率达52.5%。从产量及产能利用率角度观察，公司钢帘线产量同期由18.76万吨增至34.72万吨（CAGR=36%），产能利用率因胜通钢帘线重组导致有效产能未运转而由93.8%降至74.7%。鉴于2023年内钢帘线有效在产产能已恢复至常态化，预计公司钢帘线产量或将突破40万吨。按2022年中国钢帘线总产量289.5万吨测算，公司钢帘线业务市占率或攀升至13.8%（该数据2020年为7.6%）。另一方面，公司20-22年钢帘线平均98.2%产销率意味着该业务具有极强的现金流创造能力，鉴于公司已系统性的进行统筹产销、产能恢复及工艺优化等工作，预计钢帘线业务利润状态将出现质变（如23H1公司钢帘线业务已实现盈利）。我们认为钢帘线业务占公司主营收入比例的持续扩张（业务占比已升至49.3%），业务毛利水平的持续优化（至25年毛利率或增至10%以上）以及业务利润的持续贡献（预计至25年毛利贡献约4.09亿元），该业务的强成长性有望推动公司第二成长极显现。

胶管钢丝业务持续稳定发展。胶管钢丝是表面镀有黄铜由高碳钢制成的钢丝，是橡胶胶管的骨架材料。公司胶管钢丝业务营收及毛利维持稳定状态，至2022年营收占比及毛利率分别为7.52%及8.14%。鉴于胶管钢丝外销占比已经出现攀升，考虑到平均销售价格的上涨叠加公司胶管钢丝实际产量增长将受益于钢帘线产能扩张及产能利用率的攀升，预计该业务将有助推动公司效益规模的显现。从市场需求角度观察，公司胶管钢丝产品同样维持极高产销率，2020-2022年间，该业务产销率分别为101.3%、100.1%及98.9%，至23H1产销水平增至101.7%，整体反映公司胶管钢丝业务仍具有稳定成长的特性。

公司从三方面维持成长优势。公司持续的成长性分别体现于产能及产销量提升、海外市场收入占比提升以及利润率或已进入优化周期。从产能角度观察，预计公司在2023-2025的产销规

公司简介：

公司主营业务为胎圈钢丝、钢帘线以及胶管钢丝的研发、生产和销售，产品主要应用于乘用车轮胎、载重轮胎、工程轮胎以及航空轮胎等各种轮胎制品。公司是全球及国内规模最大的胎圈钢丝制造企业。公司拥有“大业”注册商标被认定为中国驰名商标，山东省名牌产品、中国橡胶工业推荐品牌产品；公司拥有的“胜通”牌钢帘线是山东省名牌产品，也是国内钢帘线行业唯一的“中国供应商”、“中国名企”和“中国信用企业认证体系示范单位”。公司于2017年在上海证券交易所上市，是中国橡胶工业协会副会长单位，也是中国橡胶工业协会骨架材料专业委员会副理事长单位。

资料来源：公司公告、恒生聚源

未来3-6个月重大事项提示：

2024-04-26 2023年年报披露

资料来源：公司公告、恒生聚源

发债及交叉持股介绍：

2019-05-09 发行5亿元5年期可转换公司债券，截止2024年1月15日累计共有498,900,000元“大业转债”已转换为公司股份，累计转股数为53,495,342股，占“大业转债”转股前公司已发行股份总额的18.45%。

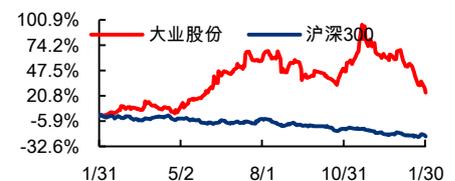
资料来源：公司公告、恒生聚源

交易数据

52周股价区间（元）	14.69-7.5
总市值（亿元）	31.85
流通市值（亿元）	31.85
总股本/流通A股（万股）	34,176/34,176
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	4.7

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：张天丰

模有望达到 83 万吨、90 万吨及 100 万吨，这意味着公司产销规模在 2022-2025 年间 CAGR 达到 12.6% (2022 年产销规模为 70.03 万吨)。从海外市场收入占比观察，公司海外地区业务收入占比由 2018 年的 15.94% 增长至 2022 年的 24.76%，考虑到公司超高强度(ST、SST)和特高强度(UT)钢帘线产品销售占比的持续攀升、自主研发缆型胎圈产品销量的增长，预计公司未来三年海外市场收入占比或升至 40% 以上。从公司利润角度观察，海外业务收入占比攀升所带来的产品毛利提升、规模效益显现及 ESG 执行下所带来的成本优化、融资结构的积极变化均有助提升公司综合毛利水平由 2.08% 提升至 11.23%。

公司具有七大核心可比优势。公司具有金属骨架材料行业的技术研发及品牌优势，产品、规模及区域优势，产业链一体化优势，行业壁垒优势，业务模式优势，客户优势以及政策性优势。

公司所在行业处于景气扩张期。汽车胎圈钢丝市场处于快速发展阶段，LP Infor 预测，2022 年全球胎圈钢丝市场规模约 12.06 亿美元，预计到 2029 年市场规模会达到 16.6 亿美元，其中 2023-2029 年间 CAGR 为 4.7%；钢帘线市场规模同样具有持续增长空间，根据 GIR 调研预测，2021 年全球钢帘线市场收入约 51.9 亿美元，预计到 2028 年将达到 72.46 亿美元，CAGR 为 4.9%。此外，公司下游主要需求领域为轮胎、汽车、机器人等行业的景气度均处于提升且快速发展阶段。

公司盈利预测及投资评级：考虑到公司产品特性、产能成长性及所处行业的扩张性，结合对公司各业务条线的产能、产能利用率、产销率及毛利率的预测，我们预测公司 2023-2025 年营收分别为 57.98/73.98/81.90 亿元，同比增长 11.2%/27.6%/10.7%，综合毛利率分别为 6.91%/9.72%/11.23%。实现归母净利润 1.12/2.31/4.02 亿元，同比增长扭亏/+105.8%/+73.8%，当前股价对应 2023-2025 年 PE 值分别为 26.4X/12.8X/7.4X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动，市场需求不及预期，产能释放不及预期，毛利率下降风险，技术创新风险，市场竞争风险，政策风险。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5,086.84	5,213.03	5,798.00	7,398.31	8,190.25
增长率 (%)	65.50%	2.48%	11.22%	27.60%	10.70%
归母净利润 (百万元)	210.88	(255.24)	112.32	231.19	401.74
增长率 (%)	105.69%	-228.25%	-141.53%	105.82%	73.77%
净资产收益率 (%)	10.84%	-14.94%	6.50%	11.79%	17.01%
每股收益 (元)	0.73	(0.88)	0.39	0.80	1.39
PE	14.00	(11.61)	26.37	12.81	7.37
PB	1.52	1.73	1.71	1.51	1.25

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

021-25102914

执业证书编号：

zhang_tf@dxzq.net.cn

S1480520100001

目 录

1. 中国专业的橡胶骨架材料细分龙头企业	5
1.1 历史沿革: 具有 20 年发展历史的骨架材料一体化国家级高新技术企业	5
1.2 股东户数明显下降, 股权质押比例回落, 股票回购高频次显现	5
2. 市场规模扩容及产能持续扩张, 提振公司成长属性	6
2.1 业务综述: 国内以轮胎骨架材料行业全产业链业务为主的上市公司	6
2.1.1 胎圈钢丝属于国家重点鼓励发展产品, 是公司核心且具成长性的业务	8
2.1.2 钢帘线业务推动公司第二成长极显现	9
2.1.3 胶管钢丝业务持续稳定发展	10
3. 公司具有橡胶骨架材料完整供应体系且已构建一体化协同体系	11
3.1 采购模式: 以订单驱动的采购模式	11
3.2 生产模式: 采取以销定产的柔性生产方式, 数字智能化生产助力	12
3.3 销售模式: 产品销售为直销模式, 下设国内与国际两个销售平台	12
3.4 公司在行业内的主要竞争对手	13
4. 多维度构筑公司比较优势: 公司具有七大核心竞争优势	13
5. 公司从多方面维持成长优势	16
6. 行业分析盈利预测	18
6.1 公司所在行业处于景气扩张期	18
6.1.1 胎圈钢丝及钢帘线市场规模处于扩张阶段	18
6.1.2 公司下游主要需求领域处于景气周期	19
6.2 公司盈利分析	20
7. 风险提示	21
相关报告汇总	23

插图目录

图 1: 大业股份发展历程	5
图 2: 公司股权结构及子公司	5
图 3: 大业股份商业模式	6
图 4: 公司上下游产业链	7
图 5: 公司营收及增速情况	7
图 6: 公司主营构成情况	7
图 7: 公司产品产销率情况	7
图 8: 公司胎圈钢丝营收及占比情况	8
图 9: 胎圈钢丝生产工艺流程	8
图 10: 公司胎圈钢丝产能、产量及产能利用率变化情况	9
图 11: 公司胎圈钢丝国内市占率变化情况	9
图 12: 公司钢帘线营收及占比情况	10
图 13: 钢帘线生产工艺流程	10

图 14： 公司钢帘线&胶管钢丝产能、产量及产能利用率情况.....	10
图 15： 公司钢帘线国内市占率变化情况（2023 为预测）	10
图 16： 胶管钢丝生产工艺流程	11
图 17： 公司胶管钢丝业务营收毛利及收入占比变化	11
图 18： 大业股份采购模式.....	11
图 19： 前五大供应商集中度变化.....	12
图 20： 公司应付账款占比变化情况	12
图 21： 前五大客户集中度变化	12
图 22： 公司应收账款占比变化情况	12
图 23： 公司内销外销客户定制产品占比	15
图 24： 公司主要境内外客户	15
图 25： 公司近 3 年胎圈钢丝及钢帘线产能规模（20-22）	16
图 26： 公司 2022-2025E 预期产销规模 CAGR 达到 12.6%.....	16
图 27： 公司海外市场销售占比变化（%）	17
图 28： 公司海外市场业务收入规模及毛利率变化.....	17
图 29： 公司海外毛利率与境内毛利率差别（pct）	18
图 30： 公司资产负债率变化情况.....	18
图 31： 全球胎圈钢丝市场规模预测	18
图 32： 全球钢帘线市场规模预测.....	18
图 33： 橡胶轮胎产量、出口数量及出口金额累计同比.....	19
图 34： 中国新能源汽车销量累计值及同比增速	19
图 35： 中国汽车出口数量及增速.....	19
图 36： 全球及中国机器人市场规模（亿元）	19

表格目录

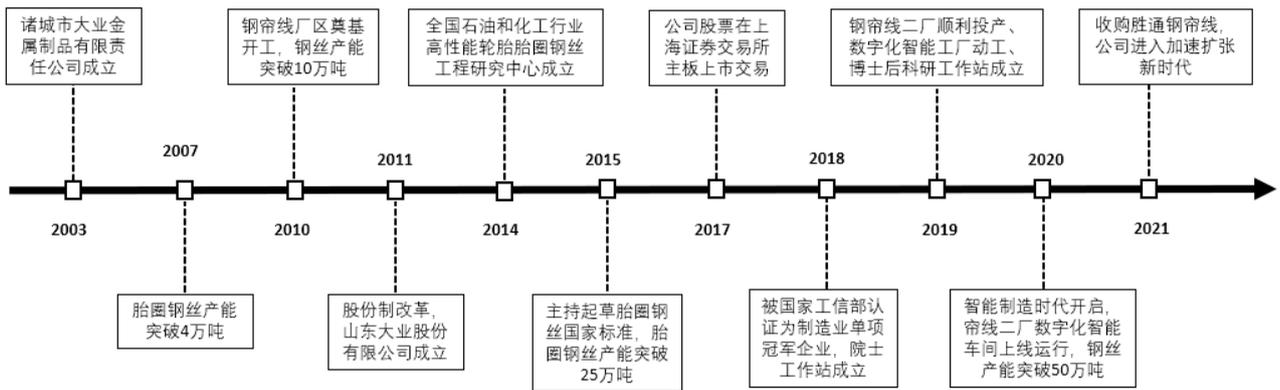
表 1： 公司在轮胎骨架材料行业主要竞争对手	13
表 2： 行业相关政策一览.....	15
表 3： 营收及毛利预测	20
附表： 公司盈利预测表	22

1. 中国专业的橡胶骨架材料细分龙头企业

1.1 历史沿革：具有 20 年发展历史的骨架材料一体化国家级高新技术企业

山东大业股份有限公司成立于 2003 年，是一家聚焦于胎圈钢丝、钢帘线及胶管钢丝研发、生产和销售的骨架新材料一体化的国家级高新技术企业。通过十余年的自主创新及发展，公司已经成为全球最大的胎圈钢丝生产企业，占据全球胎圈钢丝市场 20% 以上（占中国胎圈钢丝行业近 1/3 市场）；此外公司亦是全球第三大、中国第二大钢帘线生产企业，占据全球钢帘线行业 8% 市场份额（占中国约 12%）。公司已建立线径 0.8mm-1.30mm、1.55mm-1.65mm、1.83mm-2.00mm 全规格超高强度胎圈钢丝及全规格强破断力钢帘线生产能力，并且具备线径覆盖 0.25mm 至 0.70mm，抗拉强度覆盖 2150Mpa-3050Mpa 全规格胶管钢丝制备能力。公司产品主要用于轮胎及汽车行业，属于国家战略性新兴产业重点鼓励发展产品，是高等级子午线轮胎生产所必须的骨架材料。公司于 2017 年在上海证券交易所上市，是中国橡胶工业协会副会长单位，也是中国橡胶工业协会骨架材料专业委员会副理事长单位，并且是《胎圈用钢丝》国家标准主要承担指定单位。

图1：大业股份发展历程



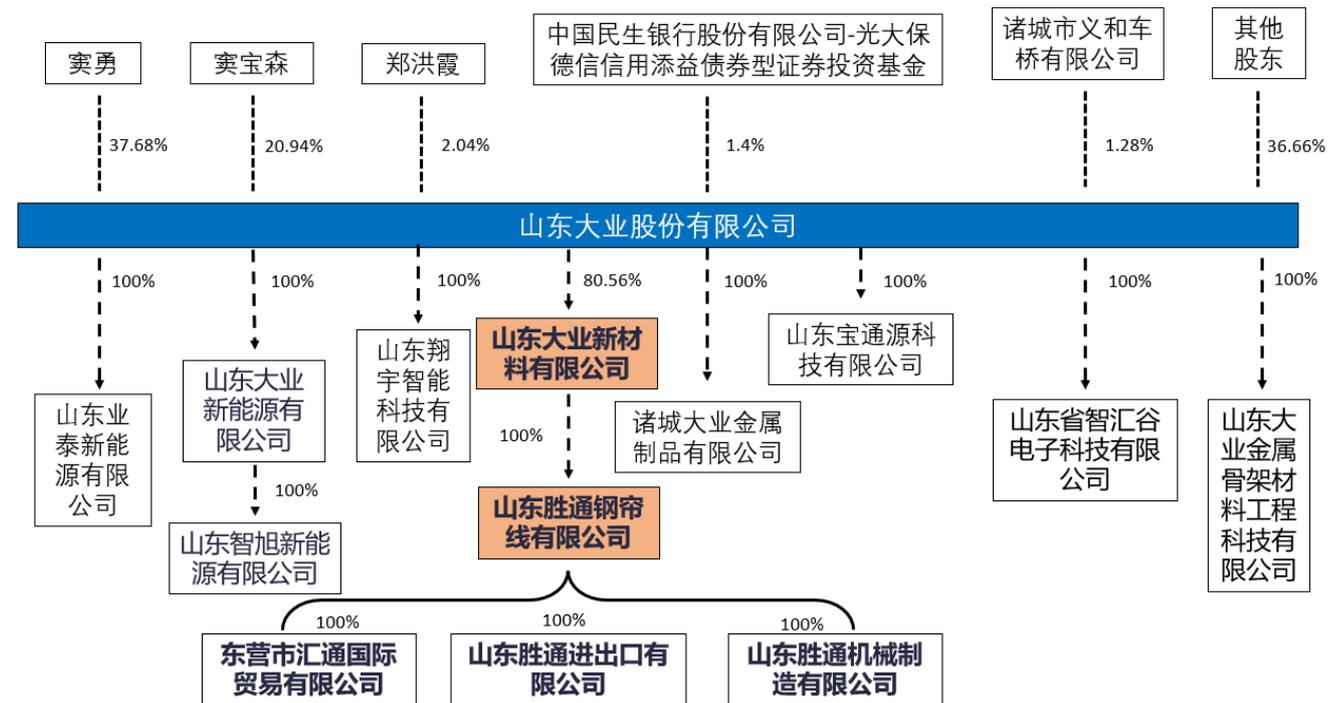
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 股东户数明显下降，股权质押比例回落，股票回购高频次显现

公司实控人为窦勇先生。公司当前总股本为 3.4176 亿股，截止 2023 年三季度末，前十大股东合计持股 67.55%。其中窦勇先生（37.68%）及窦宝森先生（20.94%）共计持股占比 58.62%，为公司实际控股股东及一致行动人。公司总经理郑洪霞女士持股 2.04%，为公司第三大股东。截止 2023Q3，公司股东总户数由 2022 年末 13201 户降至 10672 户，下降-19.2%；户均持股市值同期由 15.1 万元增至 30.58 万元，增长+102.5%。

股权质押比例明显下降，自 2022 年以来显现高频次股票回购。根据中登统计，截止 24M1，公司股权质押总量为 7480.14 万股，占 A 股合计比例 21.89537%，股权质押占比较 23Q3 的 44.5% 已出现明显下降。其中公司股东窦勇、窦宝森、郑洪霞股权质押数量占总持有股份比例为 41.72%。此外，公司自 2022 年以来持续进行股票回购。公司自 2022 年 7 月以来以自有资金进行了四次股票回购，其中三次为股权激励注销的定向回购，累计回购注销数量为 16.45 万股；并且在 2022 年 7 月 22 日完成 318.05 万股非股权激励流通股的回购。

图2：公司股权结构及子公司



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

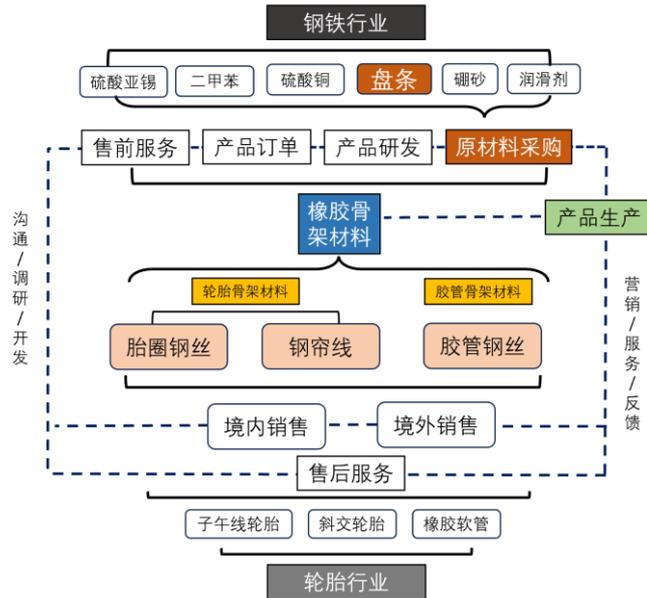
2. 市场规模扩容及产能持续扩张，提振公司成长属性

2.1 业务综述：国内以轮胎骨架材料行业全产业链业务为主的上市公司

公司具有胎圈钢丝、钢帘线等轮胎骨架材料钢丝产品的研发、生产至销售一体化服务链条，是国内规模最大的胎圈钢丝制造企业，亦是目前国内以轮胎骨架材料行业全产业链业务为主的龙头公司。公司主要业务由胎圈钢丝、钢帘线及胶管钢丝三部分构成，其中胎圈钢丝业务是公司最为核心的支柱业务，钢帘线业务则具有较大成长性，而胶管钢丝业务整体维持强稳定性特征。从产业链角度观察，公司的核心骨架材料产品处于产业链中游，属于轮胎行业的中游，钢铁行业的下游。

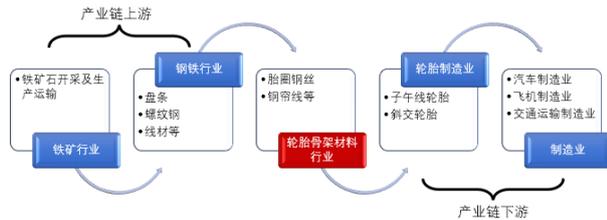
公司产品的需求属性与轮胎及汽车行业的政策及发展紧密相关。**胎圈钢丝**主要用于胎圈部分，是轮胎与轮辋紧密固定的生产要素；**钢帘线**作为核心骨架材料主要用于生产子午线轮胎的胎面和胎壁，其中胎面和胎壁均用钢帘线的轮胎为全钢胎，仅胎面使用钢帘线的轮胎为半钢胎；此外，**胶管钢丝**作为橡胶软管的骨架材料，主要用于机械、冶金、采矿、航空等行业的液压系统。公司的主要产品应用于各种类型的轮胎（包括汽车轮胎、工程车轮胎、力车胎、农用轮胎、航空轮胎等各种轮胎产品）及其他橡胶制品。公司主要生产基地在山东省诸城市及东营市，其中胎圈钢丝业务主要分布在诸城市，而钢帘线及胶管钢丝的主要生产基地则为东营市。

图3：大业股份商业模式



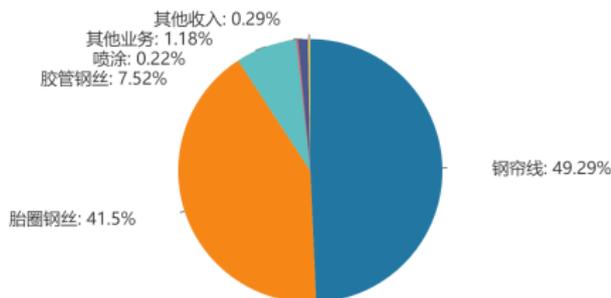
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图4: 公司上下游产业链



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图6: 公司主营构成情况



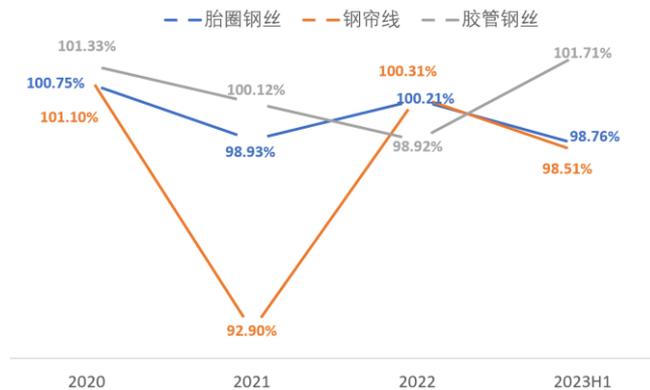
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图5: 公司营收及增速情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图7: 公司产品产销率情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.1.1 胎圈钢丝属于国家重点鼓励发展产品，是公司核心且具成长性的业务

胎圈钢丝属于国家战略新兴产业重点产品，是轮胎骨架材料中最重要的生产要素之一。胎圈钢丝一种用高碳钢制成且表面镀有青铜或黄铜的钢丝，核心用途为将轮胎紧密固定在轮辋上，主要应用于汽车、工程机械、飞机等轮胎。根据性能不同，胎圈钢丝可分为普通及高性能两类，其中高性能胎圈钢丝通常指能达到高强度、高扭转、高延伸、高屈强比、高锡镀层等性能指标的钢丝产品，属于国家重点鼓励发展产品。

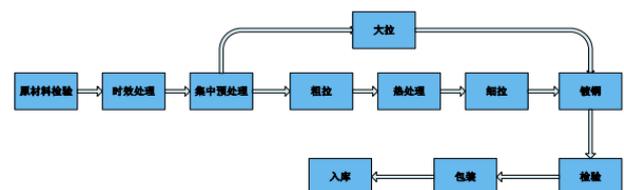
- 从生产工艺观察，胎圈钢丝可分为冷拉胎圈钢丝和回火胎圈钢丝，生产工艺从普通胎圈钢丝向高性能胎圈钢丝升级。冷拉胎圈钢丝为性能较差的普通强度钢丝，规格以 0.96mm 和 1.00mm 为主，该产品当前已无法满足子午线轮胎的性能要求（子午线轮胎胎圈部位受力比同规格斜交轮胎高 30%-50%）；回火胎圈钢丝的物理性能和粘合性能要优于冷拉胎圈钢丝，当前已经成为子午线轮胎的核心生产要素。
- 胎圈钢丝业务为公司的支柱业务板块，公司已成为全国规模最大的胎圈钢丝生产企业。从产量角度观察，近四年公司胎圈钢丝产量复合增长率达 8.3%，国内市场占有率增长 6.76pct。2019-2022 年公司胎圈钢丝总产量分别为 27.73 万吨、29.47 万吨、35.09 万吨及 35.21 万吨，分别占国内市场份额的 32.21%、31.49%、33.88% 及 39%，市场占有率的数据显示公司已经成为国内胎圈钢丝行业的绝对龙头企业。
- 公司胎圈钢丝业务营收规模稳定扩张，近三年产销率平均 99.7%。从营收角度观察，胎圈钢丝的量价齐升推动业务板块规模的持续放大。2019-2022 年公司胎圈钢丝业务规模复合增长率 11.4%，由 15.63 亿元增至 21.63 亿元；对应胎圈钢丝产量粗算年均单位销售价格由 5637.5 元/吨升至 6144 元/吨。从产销角度观察，公司胎圈钢丝产销率维持极高状态，2020-2022 年产销率分别高达 100.75%、98.93%、100.21%，至 23H1 产销率仍为 98.8%，整体反映出公司产品在市场上具有的较高竞争力及较强的受欢迎程度。
- 公司胎圈钢丝产能利用率极高，毛利率有优化空间。公司当前产能已处于饱和状态，胎圈钢丝产能利用率由 2020 年 98.23% 升至 23H1 的 117.66%，近四年平均产能利用率达 105.4%。产能利用率的高企与公司胎圈钢丝市场占有率提升相关（2020-2022 公司对全球前五强轮胎企业胎圈钢丝销量复合增长率达 33.65%），而这点也被公司胎圈钢丝产销率持续攀升所印证。从成本角度观察，公司胎圈钢丝成本有进一步优化空间，2020-2022 年该业务毛利率由 10.4% 下降至 4.23%，营收规模增长下的毛利水平下降主要源于原材料成本波动较大（盘条、能源、海运费等）且公司产能持续扩张下试达产过程中产生的冲击成本，考虑到公司产能逐渐进入达产优化阶段，叠加原料成本及行业需求进入稳定及扩张阶段，预计公司毛利水平有望出现持续性的修复及优化，我们认为至 2025 年公司胎圈钢丝行业毛利水平或由 2022 年 4.23% 增至 12%。

图8：公司胎圈钢丝营收及占比情况



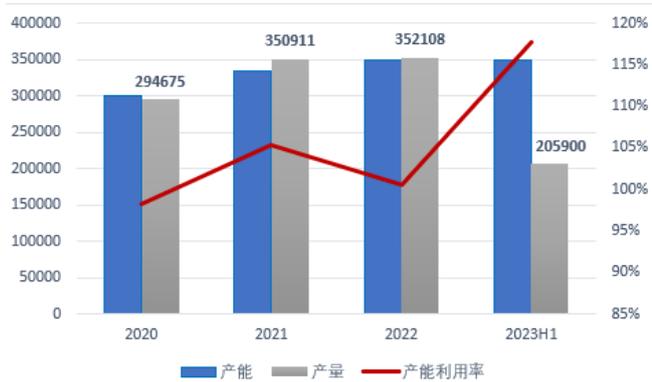
资料来源：wind，东兴证券研究所

图9：胎圈钢丝生产工艺流程



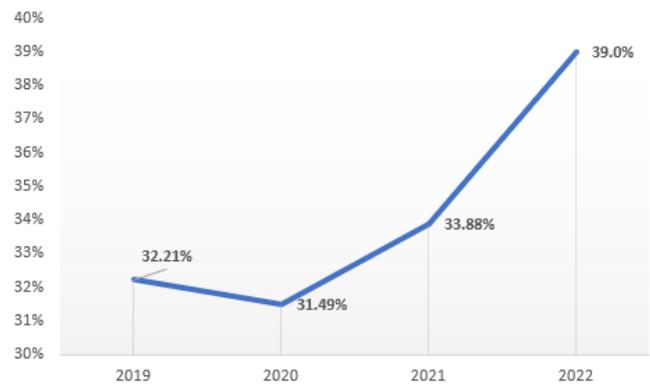
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图10: 公司胎圈钢丝产能、产量及产能利用率变化情况 (吨)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图11: 公司胎圈钢丝国内市占率变化情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

2.1.2 钢帘线业务推动公司第二成长极显现

钢帘线是轮胎工业最为重要的骨架材料。钢帘线是由Φ5.5mm 盘条经处理拉拔为电镀黄铜的高碳钢丝再拉拔成的细钢丝捻制而成的细钢丝绳，用来替代斜交轮胎中的锦纶尼龙等帘子布，主要应用于汽车、工程机械和航空轮胎及其它橡胶制品。钢帘线产品跟随子午线轮胎的普及而发展，其中全钢子午线轮胎的带束层和胎体全部采用钢帘线作为骨架材料，而半钢子午线轮胎的带束层则用钢帘。经过 40 余年发展，行业已经有几十种不同规格的钢帘线，其中高强度 (HT)、超高强度 (ST) 钢帘线已逐渐形成普及化趋势，特高强度 (UT) 钢帘线的应用也进入发展阶段。

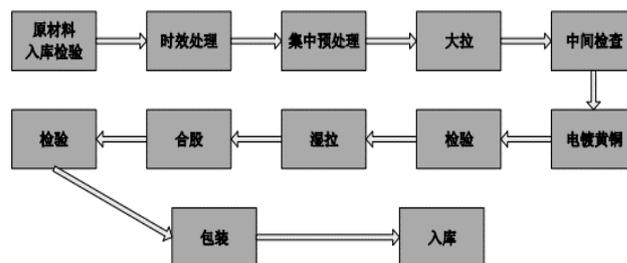
- 从生产工艺观察，钢帘线的生产过程大致分四步，生产技术呈现持续性升级。从生产步骤观察，钢帘线生产经过预处理大拉→热处理电镀→湿拉→合股成绳，至最后包装入库。从生产技术观察，优异的钢帘线产品聚焦于抗疲劳、抗磨损、耐腐蚀和橡胶粘合性能。由于宽断面、扁平化的子午线轮胎促使轮胎工业对钢帘线的性能要求越来越高，钢帘线的产品由普通强度向高强度及超高强度、由普通开放型钢帘线向全渗胶型钢帘线、由层型钢帘线向密集型钢帘线、以及由高伸长钢帘线向高冲击型钢帘线转变。
- 公司钢帘线业务已出现结构性的扩张。2020-2022 年公司钢帘线设计产能由 20 万吨增长至 46.5 万吨，复合增长率达 52.5%。公司钢帘线业务的快速增长源于 2021 年 5 月完成对胜通钢帘线的收购，胜通钢帘线属于国家级重点高新技术企业，具有 26.5 万吨智能化生产产能并有较为知名的胜通钢帘线品牌，收购胜通钢帘线有助于扩大公司在钢帘线市场的竞争力与市占率并提升公司的规模效益。从产量及产能利用率角度观察，公司钢帘线产量同期由 18.76 万吨增至 34.72 万吨 (CAGR=36%)，产能利用率却由 93.78% 降至 74.66%。产能利用率未能充分有效利用主要与胜通钢帘线破产重组所导致有效产能未运转有关，鉴于 2023 年内钢帘线的有效在产产能已逐步恢复至常态化，预计公司钢帘线产量或将突破 40 万吨。按 2022 年中国钢帘线总产量 289.5 万吨测算，公司钢帘线业务市占率或将攀升至 13.8% (该数据 2020 年或为 7.6%)。
- 钢帘线业务或推动公司第二成长极显现。公司钢帘线业务产能利用率的常态化将带动钢帘线产品有效产出释放，而 2020-2022 年公司钢帘线平均 98.2% 的产销率意味着该业务具有极强的现金流创造能力。另一方面，公司钢帘线板块的毛利水平具有持续优化空间。2022 年钢帘线业务因胜通的并表而出现亏损，业务端全年毛利率-1.36%，但考虑到胜通钢帘线的生产经营已经开始回归常态化，叠加公司已在系统性的进行统筹购销、产能恢复及工艺优化等工作，预计公司钢帘线业务利润状态将出现质变 (如 23H1 公司钢帘线业务已实现盈利)。考虑到钢帘线业务占公司主营收入比例的持续扩张 (业务占比已升至 49.3%)，该业务的强成长性有望推动公司第二成长极显现。

图12: 公司钢帘线营收及占比情况



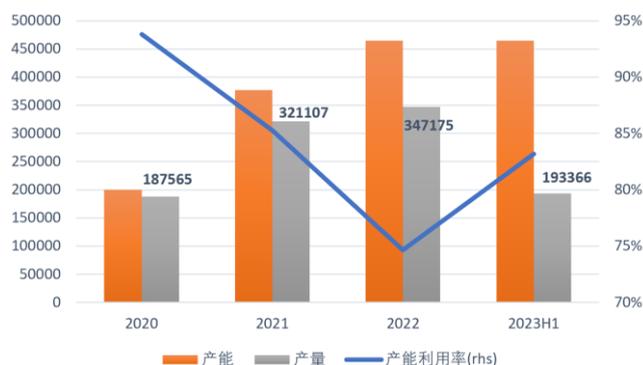
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图13: 钢帘线生产工艺流程



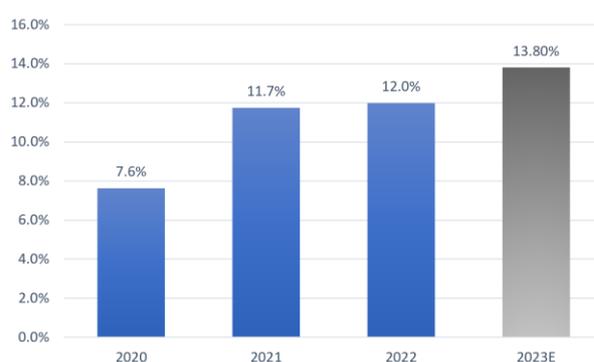
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图14: 公司钢帘线&胶管钢丝产能、产量及产能利用率情况 (吨)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图15: 公司钢帘线国内市占率变化情况 (2023 为预测)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

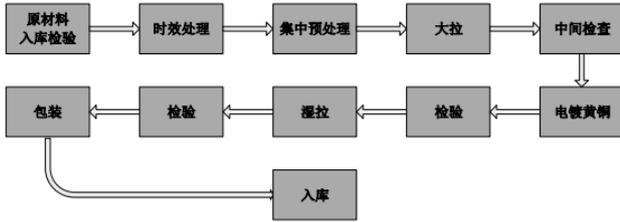
2.1.3 胶管钢丝业务持续稳定发展

胶管钢丝是表面镀有黄铜由高碳钢制成的钢丝，是橡胶软管的骨架材料，主要用于增强液压橡胶软管。使用胶管钢丝加强的橡胶软管对高温、高压、高冲击力具有较好的承受能力，是工程机械、冶金、采矿、石油开采、航空、智能化机械等行业的液压系统中比较重要的生产原料。胶管钢丝的生产工艺与钢帘线相似，但无需进行合股工序。

- 公司胶管钢丝业务营收及毛利维持稳定状态。2020-2022 年公司胶管钢丝营收分别为 3.2 亿元、4.45 亿元及 3.92 亿元，占公司主营业务比例分别为 10.4%、8.75%及 7.52%，该业务营收状态整体稳定，但主营占比受钢帘线业务高增长而略有回落。从利润角度观察，当前胶管钢丝毛利水平处于三类主营业务偏高位置，2022 年该业务毛利率上升 1.27pct 至 8.14%，鉴于胶管钢丝外销占比已经出现攀升，考虑到平均销售价格的上涨叠加公司胶管钢丝实际产量增长将受益于钢帘线产能扩张及产能利用率的攀升，预计公司该业务将有助推动公司效益规模的显现。
- 公司胶管钢丝产品规格齐全，业务仍处稳定扩张区间。从产品规格角度观察，公司胶管钢丝产品线径覆盖 0.25mm 至 0.70mm，抗拉强度覆盖 2150-2450Mpa、2450-2750Mpa、2750-3050Mpa，产品的多样化可有效满足需求的多样化，从而提升产品竞争优势。从市场需求角度观察，公司胶管钢丝产品同样维持极高的产销

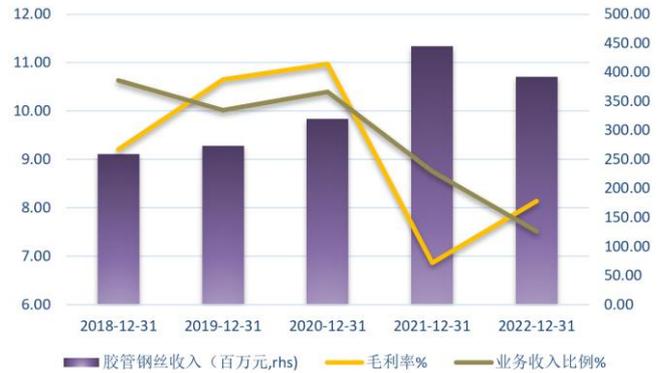
率，2020-2022 年间，该业务产销率分别为 101.3%、100.1%及 98.9%，至 23H1 产销水平增至 101.7%，整体反映公司胶管钢丝业务仍具有稳定成长的特性。

图16：胶管钢丝生产工艺流程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图17：公司胶管钢丝业务营收毛利及收入占比变化



资料来源：wind，东兴证券研究所

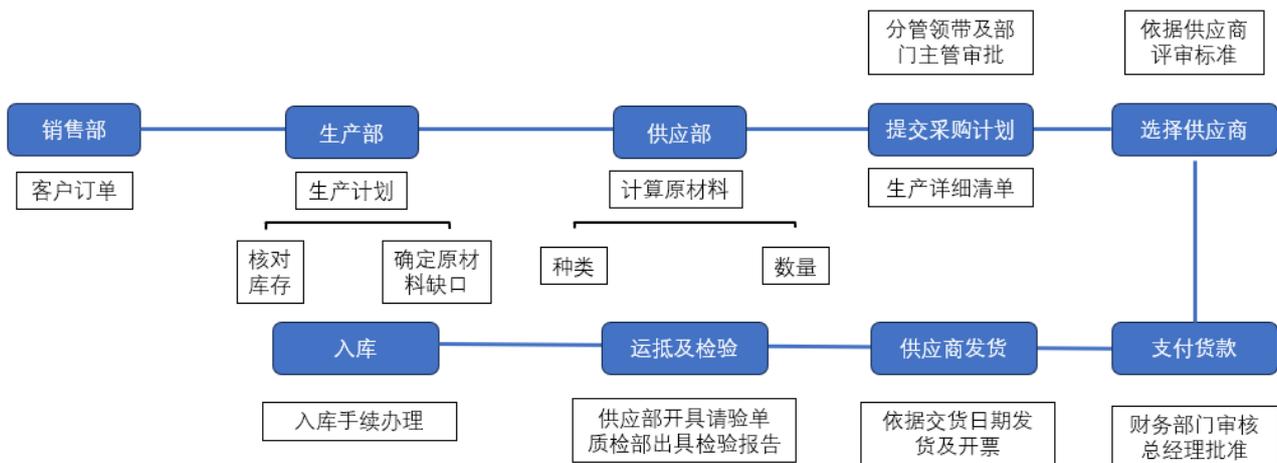
3. 公司具有橡胶骨架材料完整供应体系且已构建一体化协同体系

公司是国内能够一体化且规模化生产全系列轮胎橡胶骨架材料的新材料厂家之一。公司已拥有胎圈钢丝、钢帘线及胶管钢丝从采购、研发、生产到销售的完整供应体系，公司的经营模式基于其构建的一体化骨架金属材料协同体系。

3.1 采购模式：以订单驱动的采购模式

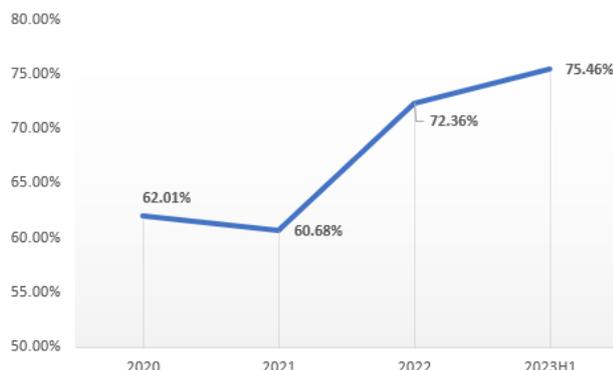
公司根据生产计划所需原材料并结合原料库存等因素制定统一采购计划，并由供应部根据采购的标准化流程及供应商管理体系（公司建立的完善的内部采购控制制度）来进行原材料的统一采购并进行质监检测。公司生产所需采购的原材料主料为盘条，辅料为二甲苯、硫酸铜、硼砂、硫酸亚锡等。其中盘条占公司原材料生产成本比重达 65.9%，公司在选择钢材供应商时依据供应商评审标准并核心考虑钢材的质量、价格及供应商的地理位置，并采取预先支付货款方式。

图18：大业股份采购模式



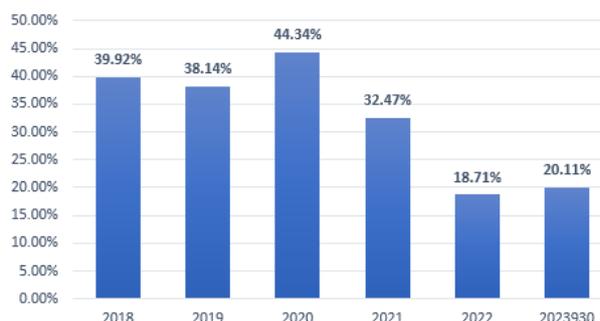
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图19: 前五大供应商集中度变化



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图20: 公司应付账款占比变化情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

3.2 生产模式: 采取以销定产的柔性生产方式, 数字智能化生产助力

公司根据销售订单来制定销售及生产计划。销售部根据客户订单情况提出销售计划后, 生产部结合原材料库存状态, 制造车间产能情况制定生产计划并安排生产。在生产过程中技术部门会提供相应技术及工艺指导来配合生产, 最终由生产车间具体实施生产。

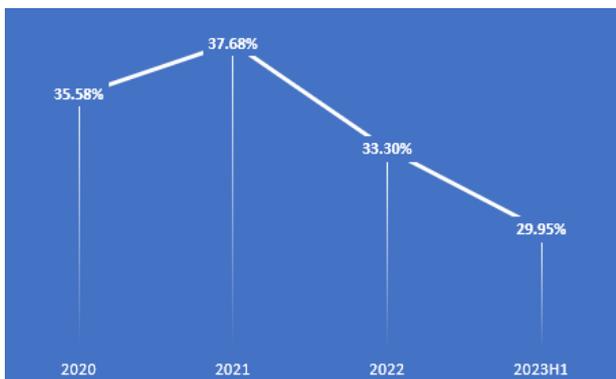
公司采取柔性生产方式, 智能制造有效显现。公司生产环节严格按照《产品生产过程控制程序》执行, 采取自动化流水线的柔性生产方式, 在同一条生产线上通过设备调整来完成不同规格产品的批量生产任务, 这样既满足客户多样化定制需求的生产, 又能保证设备流水线维持偏高的产能利用率。此外, 公司持续重视生产系统数字化及智能化水平的提升, 公司已经建成钢帘线智能检配中心, 已完全实现物流自动运输、信息自动采集、产品自动检测等生产步骤, 这有助于进一步提升产品质量并降低人工成本。公司在 2021 年已入选山东省工信厅第一批省级绿色工厂名单, 随着公司智能制造的持续推进, 伴随年产 20 万吨子午线轮胎用高性能胎圈钢丝项目的建成达产, 公司智能制造的优势有望进一步显现。

3.3 销售模式: 产品销售为直销模式, 下设国内与国际两个销售平台

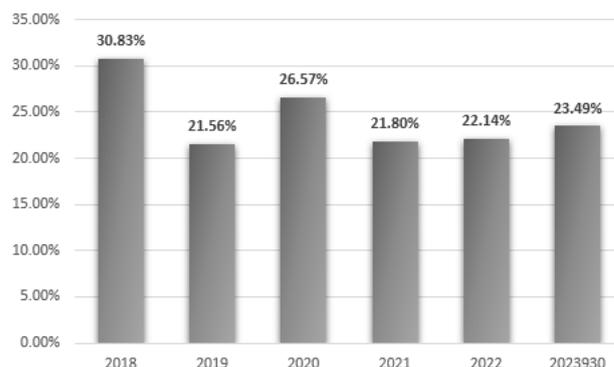
公司销售部分国内和国际两个平台, 其中国内销售采取直销模式, 海外销售则采取直销及经销相结合模式。公司坚持以客户需求为导向, 以重点轮胎客户为中心, 根据下游轮胎客户的个性化需求进行产品的研发、生产及销售。根据不同规模的市场客户, 公司客户的开发周期有所不同, 小 (年收入规模<5 亿元)、中 (年收入规模>5 亿元) 及大 (全球轮胎行业前十) 客户的开发周期通常为 1-2 个月、3-6 个月以及 2-3 年, 其中大客户对产品研发及性能要求更为严格, 有效合作后会有助于公司进入其全球采购体系并建立长久业务合作关系。公司具有体系化的销售模式, 通过“调研-拓展-订制-订单转换-追踪-售后服务-客户反馈-培训”的全流程服务体系来增强客户信任度及黏性。

图21: 前五大客户集中度变化

图22: 公司应收账款占比变化情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所



资料来源: wind, 东兴证券研究所

3.4 公司在行业内的主要竞争对手

公司的主要竞争对手集中于电感性材料领域。公司在国际市场的主要竞争对手为贝卡尔特、高丽制钢及东京制钢，在国内市场的竞争对手则为兴达国际、恒星科技及江苏胜达科技。从供应角度观察，国内主要胎圈钢丝生产企业约 20 家，其中年生产规模在 2 万吨以上企业约 10 家，占国内市场份额 70% 之上；而年产能超过 8 万吨的仅有大业股份、兴达国际、胜达科技；海外较为知名的企业则有韩国高丽制钢、韩国晓星、东京制钢、比利时贝卡尔特等公司。

表1：公司在轮胎骨架材料行业主要竞争对手

公司名称	股票代码	简介
国外		
高丽制钢	KRX:002240	成立于 1945 年，总部位于韩国釜山，主营业务为开发和生产高品质的线材产品，产品涉及子午线轮胎用钢帘线、胎圈钢丝、胶管钢丝、钢丝绳、超导复合线材、弹簧钢丝、琴钢丝等 9 大类 30 余种线材产品。于 2001 年代进入中国设厂，2006 年 11 月在青岛设立中国总部，目前在中国设有 5 家制造公司和 1 家贸易公司。
贝卡尔特	BEKB	成立于 1880 年，总部位于比利时，在布鲁塞尔泛欧交易所上市。全球最大的钢帘线生产商，在钢丝变形和镀膜领域是全球技术和市场份额领先者。贝卡尔特于 1990 年代进入中国，目前在中国 10 个城市拥有 20 个运营场所，其中包括贝卡尔特全球两大研发中心之一。
国内		
兴达国际	HKEX: 1899	位于江苏省兴化市，是钢帘线行业和国家标准的起草单位，产品涉及子午线轮胎用钢帘线、胎圈钢丝、高压胶管钢丝等橡胶骨架材料和精密切割钢丝。兴达国际的产品以钢帘线为主，胎圈钢丝为辅。
恒星科技	002132.SZ	成立于 1995 年，位于河南省巩义市，主要从事镀锌钢丝、镀锌钢绞线、钢帘线、胶管钢丝、预应力钢绞线、金刚线等金属制品的生产和销售。
江苏胜达科技		成立于 2011 年 3 月，位于江苏省江阴市，达主要产品为轮胎胎圈钢丝，线径涵盖 0.78-1.83mm 系列，具有高性能、高强度胎圈钢丝研发生产能力，年产能达 15 万吨。

资料来源: wind, 公司公告, 东兴证券研究所

4. 多维度构筑公司比较优势：公司具有七大核心竞争优势

(1) **技术研发及品牌优势**：公司具有行业领先的技术及研发优势，是国家级高新技术企业，山东省智能制造标杆企业、山东

省省级技术创新示范企业，也是山东省轮胎用金属骨架材料产业技术创新战略联盟理事长单位。公司拥有累计授权专利 199 项，其中国内发明专利 57 项、实用新型专利 70 项，并且在 2022 年有 8 个研发项目列入山东省科技创新项目。在约二十年专业发展过程中，公司始终坚持自主研发及技术创新，积累了子午线轮胎专用超高强度胎圈钢丝产业化技术等关键核心技术，公司自主研发的“高性能轮胎用高锡胎圈钢丝”填补了国内空白，缆型胎圈技术打破国际垄断，镀层技术达到国际先进水平。公司“大业”牌胎圈钢丝获“山东省名牌”称号，也是国家工商管理总局商标局认定的驰名商标；公司“胜通”牌钢帘线山东省名牌产品，也是国内钢帘线行业唯一的“中国供应商”、“中国名企”和“中国信用企业认证体系示范单位”。

此外，公司在轮胎骨架材料行业的研发能力获得多项荣誉。公司的企业技术中心被认定为国家级企业技术中心、全国石油和化工行业高性能轮胎胎圈钢丝工程研究中心，并经全国钢标准化技术委员会同意建立了“国家橡胶骨架材料标准研发基地”。公司为《胎圈用钢丝》国家标准主要承担制定单位，公司主持及参与起草国际标准、国家标准和行业标准共 13 项，其中参加制定的 GB/T24242.1、GB/T24242.2、GB/T24242.4 于 2020 年已公布，与冶金工业信息标准研究院共同牵头制定的钢丝领域专用国际标准被 ISO 正式批准立项 (ISO/AWI 16650)。

(2) **产品、规模及区域优势：**公司具有可信赖的产品及规模优势。公司已通过 ISO9001 质量体系认证、汽车行业质量管理体系认证、能源管理体系认证、环境管理体系认证及企业知识产权管理体系认证。公司的产品优势源于公司完善的生产管理与质量管理控制体系以及境内外知名客户需求数据的多年积累。鉴于公司下游客户对产品性能的要求具有严格化及差异化特点，公司在生产时严格按照《产品生产过程控制程序》管理体系执行，并且对来料和产品生产过程进行全流程质检与监控。公司具有先进的自动化生产设备丰富的产品经验（多样化的样本数据），公司对于生产端设备及技术的持续升级和优化进一步提升了产品质量的优越性，这有助于公司产品优势的进一步扩大。此外，公司较强的成本控制能力令公司在海外业务拓展时具有同等品质下的价格优势，这有助于公司海外市占率的持续攀升。

公司在行业内明显的规模优势有助于公司定价权优势的显现。公司已成为国内最具规模的胎圈钢丝生产企业，公司胎圈钢丝产品在国内市场市占率长期维持在 30% 以上且呈现持续攀升格局，至 2022 年公司胎圈钢丝产量已达 35.2 万吨，国内市场占有率提升至 39% (2020 年为 31.5%)。此外，公司收购胜通钢帘线后已成为国内第二大钢帘线生产企业，公司钢帘线产品国内市场占有率升至 12%，而全球市场份额增至 8%。公司产品较高的市占率有助其产品定价优势的显现，公司核心产品定价在业内已具有一定的指引性及行业影响力。

公司具有明显的区域性优势。公司生产运营基地为山东省，山东省是国内重点的钢铁及轮胎生产基地之一，省内的山钢、日钢等大型钢铁企业有效保证公司原材料供给的稳定及成本的可控；而省内的赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟等 260 余家轮胎企业则有助于公司形成稳定的客户群体并增加客户黏性，公司所处的区域优势从原材料端及销售端对公司予以了竞争性赋能。

(3) **胎圈类骨架产品产业链一体化优势：**公司已有效整合胎圈类骨架产品的研发、生产及销售的一体化产业链条，并加强深化大业及胜通双品牌运营的互补。公司对于产品、技术及市场多年来的经验积累叠加胜通钢帘线业务的注入拓展，令公司可以在大宗原材料采购、上下游议价能力、产能规模的利用及释放、产品品质的优化质控、营销渠道的系统性拓展、用户需求的解决方案等方面更好的一体化协同，从而为公司进一步强化成本优势、效率优势、营销优势及客户优势。

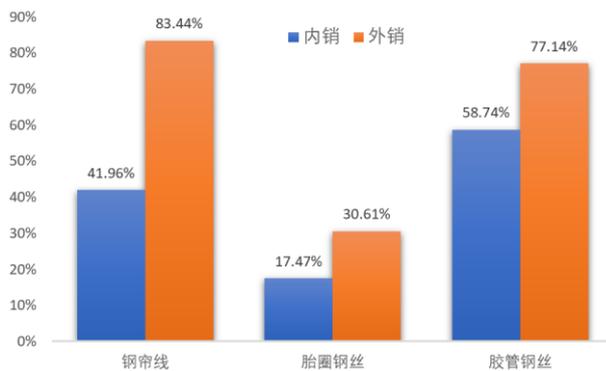
(4) **行业壁垒优势：**胎圈钢丝及钢帘线的性能指标直接决定了轮胎的安全性能和使用寿命，因此产品的质量、工艺和技术等多方面均需要满足行业的较高要求。轮胎骨架材料行业对资金、技术、人才以及供应商认证等存在多项壁垒，较高的行业进入难度意味着新进入者在短周期内较难对公司形成冲击及挑战（如国际知名轮胎企业对供应商的确定周期通常为 2-3 年）。公司经过十余年与国内外轮胎企业的深度合作及对轮胎骨架材料行业的持续研发拓展，已具备了行业领先的技术、人才、产能及客户优势，并且已经形成了较强品牌优势。考虑到公司积累的研发、生产及销售经验令公司生产线具有强适配能力，有助于公司的持续性发展。

(5) **业务模式优势：**公司采取以销定产的柔性生产方式，在同一生产线上通过设备调整来完成不同规格产品的批量生产任务，

既有助于销售利润率的优化, 亦有利于生产周期与库存周期的动态平衡。此外, 公司在境内采取的直销销售模式也有助于公司产销计划的动态调节及现金流管理能力的提升。

(6) **客户优势:** 极优质客户群体及高客户黏度。公司客户群体涵盖境内外轮胎行业主要知名企业, 公司已与米其林、普利司通、固特异、德国大陆、住友橡胶、韩泰轮胎、倍耐力等国外知名轮胎企业, 以及中策橡胶、玲珑轮胎、赛轮轮胎、风神股份、森麒麟等国内知名客户建立了长期稳定的战略合作关系。鉴于行业转换供应商成本较高, 客户对供应商产品的研发能力、性能品质、生产运输周期、快速反应能力、以及技术服务支持能力均有严格要求, 因此公司客户群具有强黏性特点。此外, 公司被授予 2022 年“米其林中国年度最佳供应商”, 这有助于公司客户优势的进一步强化。

图23: 公司内销外销客户定制产品占比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图24: 公司主要境内外客户



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

(7) **轮胎新材料行业获国家重点支持的政策性优势。**公司主要产品胎圈钢丝及钢帘线属于国家鼓励发展的新材料类产业, 国家出台的一系列扶持行业发展的重大政策, 从发展战略、产业培育、体系建设等多个方面为行业提供政策依据。如《橡胶行业“十四五”发展规划指导意见》提出, 到“十四五”末, 中国轮胎子午化率达到 96%, 全钢胎无内胎率达到 70%, 乘用车子午胎扁平化率达到 30% (55-45 系列), 农业胎子午化率由“十三五”末的 2.5% 提升至 15% 左右, 巨型工程胎子午化率达到 100%, 而钢帘线作为子午线轮胎的关键骨架材料, 将在子午线轮胎渗透率快速上涨中获益。

表2: 行业相关政策一览

发布主体	年份	政策	主要内容
国务院	2010	《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	到 2020 年, 战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到 15% 左右。节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造产业成为国民经济的支柱产业, 新能源、新材料、新能源汽车产业成为国民经济的先导产业。
工信部	2010	《轮胎产业政策》	旨在促进轮胎产业调整结构和技术升级、提高竞争能力、推进轮胎产业节能减排工作和资源综合利用、推动轮胎子午化率、规范轮胎行业发展。
国务院	2015	《中国制造 2025》	“建立基础工艺创新体系, 利用现有资源建立关键共性基础工艺研究机构, 开展先进成型、加工等关键制造工艺联合攻关; 支持企业开展工艺创新, 培养工艺专业人才。加大基础专用材料研发力度, 提高专用材料自给保障能力和制备技术水平”。
工信部	2016	《石化和化学工业发展规划 (2016—2020 年)》	发展航空子午胎、绿色子午胎、农用车子午胎等高性能轮胎以及低滚动阻力填料、超高强和特高强度钢帘线、高分散白炭黑及其分散剂等配套原料。

科技部	2017	《“十三五”材料领域科技创新专项规划》	发展重点: ①重点基础材料技术提升与产业升级: 有色金属材料技术、新型稀有/稀贵金属材料, 有色/稀有/稀贵金属材料先进制备加工技术等、石油与化工材料技术、绿色高性能精细化学品关键技术, 特种高端化工新材料等。②材料基因工程关键技术与支撑平台: 开展能源材料、生物医用材料、稀土功能材料、催化材料和特种合金材料等验证性示范应用研究。③纳米材料与器件: 高选择性高转化率纳米催化材料, 低成本燃料电池催化剂。④新型功能与智能材料: 催化等功能材料, 燃料电池等关键材料及工程化技术。
发改委	2017	战略性新兴产业重点产品和服务指导目录	明确将“高端专用材料如磁性材料、功能性金属粉末材料、软磁复合材料”列入指导目录
发改委	2019	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	鼓励类第十一项“石化化工”第15条“高性能子午线轮胎(包括无内胎载重子午胎、巨型工程子午胎(49吋以上), 低断面和扁平化(低于55系列))及智能制造技术与装备, 航空轮胎、农用车子午胎及配套专用材料和设备生产, 新型天然橡胶开发与应用”。
橡胶工业协会	2020	《橡胶行业“十四五”发展规划指导纲要》	到“十四五”末, 即2025年中国轮胎的年产量规划目标为7.04亿条, 子午化率96%。其中巨型工程子午胎2万条, 子午化率达到100%; 农用胎1,200万条, 子午化率16%; 航空轮胎5.4万条, 国产化率15%。
十三届全国人大四次会议	2021	中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要	聚焦新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等战略性新兴产业, 加快关键核心技术创新应用, 增强要素保障能力, 培育壮大产业发展新动能。

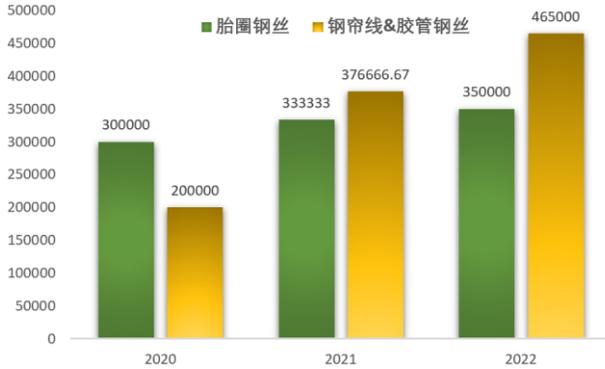
资料来源: 工信部, 发改委, 国家统计局, 科技部, 国务院, 橡胶工业协会, 东兴证券研究所

5. 公司从多方面维持成长优势

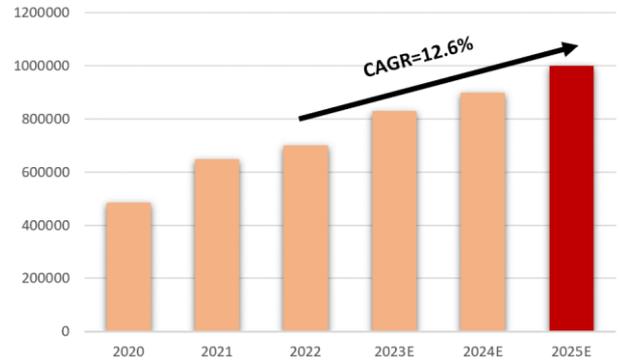
公司持续的成长性体现在三个方面, 分别是产能及产销量提升、海外市场收入占比提升以及毛利水平持续提升。

公司产销规模仍处扩张周期。从产能角度观察, 公司胎圈钢丝及钢帘线产能近三年CAGR分别达到8%及52.5%, 当前公司胎圈钢丝、钢帘线总产能已经分别增至35万吨及46.5万吨; 鉴于公司产能利用率长期的高饱和状态叠加公司极高的产销率水平, 预计公司在2023-2025的产销规模有望达到83万吨、90万吨及100万吨, 这意味着公司产销规模在2022-2025年间CAGR达到12.6% (2022年产销规模为70.03万吨)。

图25: 公司近3年胎圈钢丝及钢帘线产能规模(20-22)(吨) **图26: 公司2022-2025E预期产销规模CAGR达到12.6%(吨)**



资料来源: wind, 东兴证券研究所

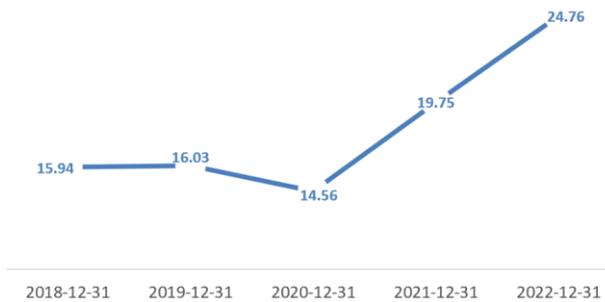


资料来源: wind, 东兴证券研究所

公司海外市场业务扩容将推动主营业务规模持续放大。从公司近几年海外市场收入角度观察,公司海外市场业务占比已呈现持续性攀升特点。公司海外地区业务收入占比由2018年的15.94%增长至2022年的24.76%,这一方面显示公司产品竞争力的提升所带来海外客户增量的持续性增长,另一方面则反映了公司海外市场占有率的持续攀升。考虑到公司超高强度(ST、SST)和特高强度(UT)钢帘线产品销售占比的持续攀升、自主研发缆型胎圈产品销量的增长,叠加公司与米其林、普利司通、固特异、德国大陆、住友橡胶等全球领先的轮胎生产商已建立的良好关系,结合公司未来三年海外市场收入占比目标提升至40%以上,预计公司在海外市场方面仍将保持强拓展性,海外业务占公司主营比例仍将持续增长并有望推动公司业务规模的进一步扩大。

图27: 公司海外市场销售占比变化 (%)

图28: 公司海外市场业务收入规模及毛利率变化 (百万元)



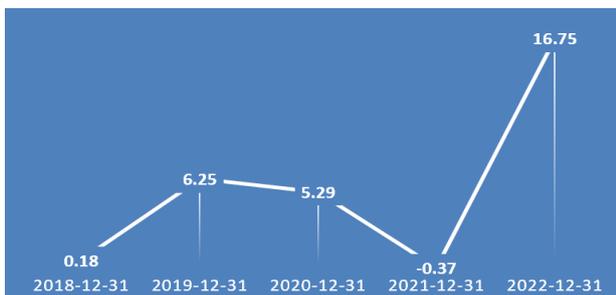
资料来源: wind, 东兴证券研究所



资料来源: wind, 东兴证券研究所

公司利润率或已进入优化周期。公司利润率的优化源于三个方面,分别是海外业务收入占比攀升所带来的产品毛利提升、规模效益显现及ESG执行下所带来的成本优化、融资结构的积极变化。从海外业务利润角度观察,公司海外毛利水平明显高于境内,至2022年二者毛利水平差距已扩至16.75pct(海外毛利率至14.31%)。结合公司海外收入占比三年内目标达到40%的持续攀升,公司整体毛利水平将受益于海外业务的拓展而提升。此外,公司规模效益及生产成本优化也正显现。公司年产20万吨高性能胎圈钢丝项目及胜通钢帘线产能的升级释放及投达产所带来生产效率的提高将有助于降低产品单位的生产成本,而公司在执行ESG要求下,自制自来水、自制蒸汽方面亦出现了有效的成本降低,考虑到公司太阳能光伏等绿能使用比例的进一步提升(2022电力成本占营业总成本8.8%),公司整体毛利仍有抬升空间。另一方面,公司的融资结构正在发生积极变化。公司的资产负债率由2021年的75.3%降至23Q3的69.5%,同期负债合计规模由59.4亿元降至48.7亿元,总负债规模下降18%,这有助于公司财务成本的结构性降低从而进一步优化公司的利润水平。综合观察,我们认为公司的综合毛利水平有望由2.08%提升至11.23%。

图29: 公司海外毛利率与境内毛利率差别 (pct)



料来源: wind, 东兴证券研究所

图30: 公司资产负债率变化情况 制图所引用的完整数据请在研报中提供

料来源: iFinD, 东兴证券研究所

6. 行业分析盈利预测

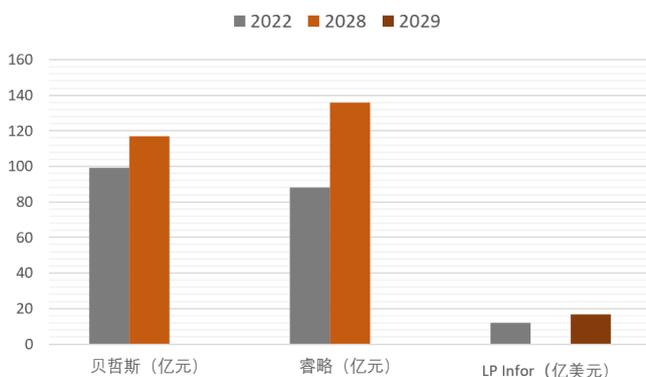
6.1 公司所在行业处于景气扩张期

6.1.1 胎圈钢丝及钢帘线市场规模处于扩张阶段

汽车胎圈钢丝市场处于快速发展阶段。汽车行业的技术、安全及多样化创新拓展了胎圈钢丝的应用场景并推动高性能胎圈钢丝市场扩容。根据贝哲斯咨询预测,2022年全球胎圈钢丝市场规模99.3亿元,预计至2028年会达到116.96亿元(CAGR=2.8%)。而睿略研究预测,全球胎圈钢丝市场2022年规模为88.02亿元,预计至2028年将增至135.87亿元(CAGR=7.5%)。此外,LP Infor 预测,2022年全球胎圈钢丝市场规模约12.06亿美元,预计到2029年市场规模会达到16.6亿美元,其中2023-2029年间CAGR为4.7%。

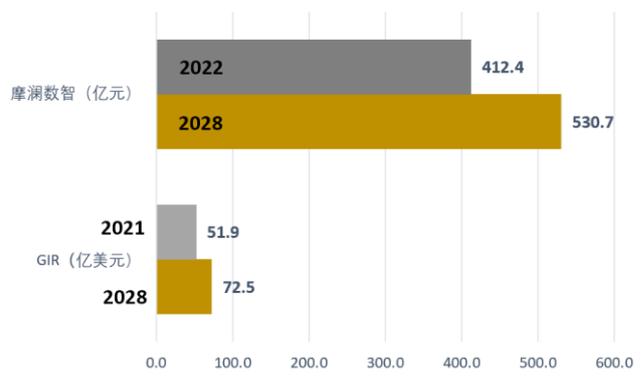
全球钢帘线市场规模具有持续增长空间。钢帘线作为子午线轮胎的核心骨架材料,市场规模是胎圈钢丝市场的3倍。根据GIR调研预测,2021年全球钢帘线市场收入约51.9亿美元,预计到2028年将达到72.46亿美元,CAGR为4.9%。而根据摩澜数智预测,预计2022-2028年全球钢帘线市场的CAGR将达到4.3%,市场规模由412.4亿元增至530.68亿元。

图31: 全球胎圈钢丝市场规模预测



料来源: 贝哲斯, 睿略, LP Infor, 东兴证券研究所

图32: 全球钢帘线市场规模预测



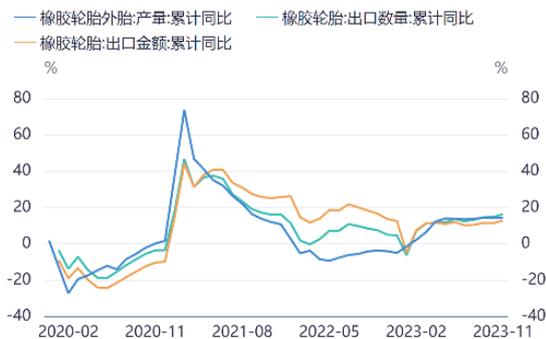
料来源: 摩澜数智, GIR, 东兴证券研究所

6.1.2 公司下游主要需求领域处于景气周期

公司下游主要需求领域为轮胎、汽车、机器人等景气度提升且快速发展领域。

- 轮胎方面，中国轮胎行业再度进入产销两旺格局，行业子午化率持续提升。新能源汽车行业规模的扩大推动半钢轮胎产销增长，而重卡市场的修复则带动了全钢胎的触底反弹。从产量角度观察，2023 前 11 月中国累计轮胎外胎产量已达 9.02 亿条，同比增速 14.4%；从国内轮胎行业的出口角度观察，同期中国橡胶轮胎出口量+16.4%至 812 万条，出口金额+12.8%至 203.4 亿美元，这一方面显示出中国轮胎海外占比的持续提升，另一方面则显示轮胎价格已经处于上行通道，整体反映了轮胎行业景气度的抬升。此外，2022 年中国子午线轮胎产量已经超过 6.5 亿条，子午化率升至 94%以上，而按照《橡胶行业“十四五”发展规划指导纲要》，预计至十四五末中国轮胎子午化率将达到 96%，巨型工程胎子午化率达到 100%，显示轮胎行业的扩张升级将提升胎圈钢丝及钢帘线的需求规模。
- 新能源汽车产销保持稳定性增长趋势，汽车市场整体稳定扩张。2022 年中国新能源汽车和全球电动汽车销量分别为 688.7 万辆和 1009 万辆，其中 2019-2022 年中国新能源汽车销量复合增长率达 78.7%；而至 2023 年 11 月，中国新能源车累计销量增速已达 36.9%至 830.4 万辆。此外，中国汽车市场在 23 年前 11 月销量达到 2693.8 万辆，累计增速升至 10.8%；同期汽车出口数量达到 441.2 万辆，出口增速升至 58.4%，整体反映出国内汽车行业景气周期的抬升。
- 机器人产业已进入加速发展时期。公司的金属骨架材料是机器人传动系统中腱绳零部件的核心生产要素之一。从全球工业机器人市场规模观察，根据 IFR 预测，2020-2023 年由 139 亿美元增至 210 亿美元，CAGR=14.7%；中国工业机器人市场扩容迅速，2017-2022 年市场规模由 46 亿美元增至 87 亿美元，CAGR 达 13.6%。而根据艾瑞咨询预测，2021-2025 年中国智能机器人市场规模年均复合增长率将达到 40%，至 2025 年预计市场规模近千亿元。从产量角度观察，中商产业研究院预计至 2023 年中国工业机器人产量将达到 48.25 万套，较 2020 年的 23.71 万套增长 103.5%。考虑到机器人产业是数字化及智能化技术升级的核心应用终端之一，根据《“十四五”机器人产业发展规划》及《“机器人+”应用行动实施方案》指引，机器人的制造密度、应用深度和广度以及国产化率均有较大提升空间。

图33：橡胶轮胎产量、出口数量及出口金额累计同比



资料来源：wind，东兴证券研究所

图35：中国汽车出口数量及增速

图34：中国新能源汽车销量累计值及同比增速

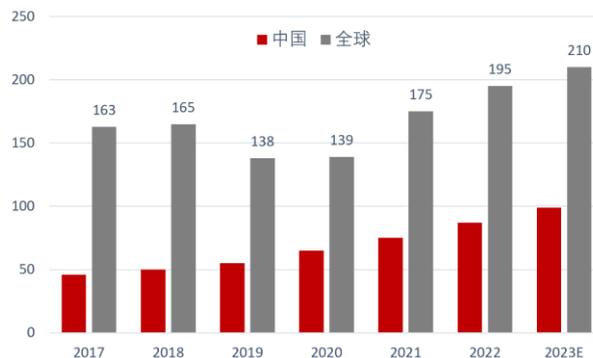


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图36：全球及中国机器人市场规模（亿元）



资料来源: wind, 东兴证券研究所



资料来源: wind, 东兴证券研究所

6.2 公司盈利分析

表3: 营收及毛利预测

(单位: 百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,086.84	5,213.03	5,798.00	7,398.31	8,190.25
胎圈钢丝	2,300.12	2,163.30	2298.45	3151.26	3593.17
钢帘线	2,229.96	2,569.66	3035.61	3731.22	4084.65
胶管钢丝	445.04	391.98	386.94	431.07	424.24
汽车配件加工制造	25.40	15.08	17.50	21.30	23.20
其他业务	57.70	61.43	59.50	63.45	65.00
营业成本	4,721.89	5,104.75	5,397.30	6,679.02	7,270.62
胎圈钢丝	2,097.55	2,071.86	2114.57	2804.63	3161.99
钢帘线	2,129.63	2,604.72	2880.79	3432.73	3676.18
胶管钢丝	414.47	360.07	344.38	379.35	369.09
汽车配件加工制造	24.40	14.82	16.80	19.81	21.11
其他业务	43.18	43.57	40.76	42.51	42.25
毛利	364.95	108.28	400.70	719.30	919.63
胎圈钢丝	2,097.55	2,071.86	2114.57	2804.63	3161.99
钢帘线	100.34	-35.07	154.82	298.50	408.46
胶管钢丝	30.56	31.91	42.56	51.73	55.15
汽车配件加工制造	1.00	0.26	0.70	1.49	2.09
其他业务	14.52	17.86	18.74	20.94	22.75
毛利率(%)	7.17%	2.08%	6.91%	9.72%	11.23%
胎圈钢丝	8.81	4.23	8.0%	11.0%	12.0%
钢帘线	4.50	-1.36	5.1%	8.0%	10.0%
胶管钢丝	6.87	8.14	11.0%	12.0%	13.0%
汽车配件加工制造	3.93	1.73	4.0%	7.0%	9.0%
其他业务	25.16	29.07	31.5%	33.0%	35.0%
归母净利润	210.88	(255.24)	112.32	231.19	401.74

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

公司盈利预测及投资评级: 考虑到公司产品特性、产能成长性及所处行业的扩张性, 结合对公司各业务条线的产能、产能利用率、产销率及毛利率的预测, 我们预测公司 2023-2025 年营收分别为 57.98/73.98/81.90 亿元, 同比增长 11.2%/27.6%/10.7%, 综合毛利率分别为 6.91%/9.72%/11.23%。实现归母净利润 1.12/2.31/4.02 亿元, 同比增长扭亏/+105.8%/+73.8%, 当前股价对应 2023-2025 年 PE 值分别为 26.4X/12.8X/7.4X。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

7. 风险提示

原材料价格大幅波动, 市场需求不及预期, 产能释放不及预期, 毛利率下降风险, 技术创新风险, 市场竞争风险, 政策风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024	2025E
流动资产合计	4089	3600	4171	4721	5175	营业收入	5087	5213	5798	7398	8190
货币资金	1065	933	1126	1381	1560	营业成本	4722	5105	5397	6679	7271
应收账款	1338	1478	1584	2059	2259	营业税金及附加	25	37	35	44	49
其他应收款	35	41	46	59	65	营业费用	49	75	46	83	78
预付款项	126	102	7	-67	-172	管理费用	96	91	71	110	111
存货	952	664	895	988	1140	财务费用	76	128	146	126	118
其他流动资产	2	7	17	58	76	研发费用	58	90	96	116	122
非流动资产合计	3796	3602	3511	3595	3771	资产减值损失	-21.23	-10.10	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	61	63	64	65	66	公允价值变动收益	2.23	3.87	3.05	3.46	3.26
固定资产	2793	2755	2589	2433	2348	投资净收益	5.00	7.72	35.00	3.42	6.36
无形资产	385	373	400	430	476	加:其他收益	15.26	11.33	69.00	19.27	13.30
其他非流动资产	215	94	94	94	94	营业利润	68	-313	114	267	464
资产总计	7885	7202	7682	8316	8945	营业外收入	149.54	2.99	18.00	0.00	0.00
流动负债合计	4889	3883	4076	4476	4857	营业外支出	2.52	1.82	2.00	0.00	0.00
短期借款	1006	1812	1409	1611	1510	利润总额	215	-312	130	267	464
应付账款	523	452	530	620	695	所得税	4	-42	17	36	62
预收款项	0	0	58	132	214	净利润	211	-270	112	231	402
一年内到期的非流动负债	346	438	264	351	308	少数股东损益	0	-15	0	0	0
非流动负债合计	1050	1268	1028	1028	1028	归属母公司净利润	211	-255	112	231	402
长期借款	221	199	309	309	309	主要财务比率					
应付债券	454	475	434	434	434		2021A	2022A	2023E	2024	2025E
负债合计	5939	5151	5104	5504	5885	成长能力					
少数股东权益	0	342	342	342	342	营业收入增长	65.50%	2.48%	11.22%	27.60	10.70%
实收资本(或股本)	290	290	290	290	290	营业利润增长	-40.96%	-561.61	-136.27%	134.8	73.77%
资本公积	570	580	580	580	580	归属于母公司净利润增长	105.69%	-221.03	-144.01%	105.8	73.77%
未分配利润	897	642	754	985	1387	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1946	1708	1729	1960	2362	毛利率(%)	7.17%	2.08%	6.91%	9.72%	11.23%
负债和所有者权益	7885	7202	7682	8316	8945	净利率(%)	4.15%	-5.19%	1.94%	3.12%	4.91%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.67%	-3.54%	1.46%	2.78%	4.49%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	10.84%	-14.94%	6.50%	11.79	17.01%
经营活动现金流	213	-100	725	462	1081	偿债能力					
净利润	211	-270	112	231	402	资产负债率(%)	75%	72%	66%	66%	66%
折旧摊销	273.95	322.68	278.28	296.01	319.36	流动比率	0.84	0.93	1.02	1.05	1.07
财务费用	76	128	146	126	118	速动比率	0.64	0.76	0.80	0.83	0.83
应收帐款减少	-489	-140	-106	-475	-199	营运能力					
预收帐款增加	0	0	58	74	82	总资产周转率	0.77	0.69	0.78	0.92	0.95
投资活动现金流	-1099	-910	-56	-434	-547	应收账款周转率	5	4	4	4	4
公允价值变动收益	2	4	3	3	3	应付账款周转率	11.91	10.70	11.80	12.86	12.46
长期投资减少	0	0	156	-1	-1	每股指标(元)					
投资收益	5	8	35	3	6	每股收益(最新摊薄)	0.73	-0.88	0.39	0.80	1.39
筹资活动现金流	977	929	-476	227	-355	每股净现金流(最新摊薄)	0.32	-0.28	0.67	0.88	0.62
应付债券增加	22	21	-41	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.71	5.89	5.97	6.76	8.15
长期借款增加	51	-22	110	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	14.00	-11.61	26.37	12.81	7.37
资本公积增加	-31	11	0	0	0	P/B	1.52	1.73	1.71	1.51	1.25
现金净增加额	92	-81	193	255	179	EV/EBITDA	9.39	36.05	7.91	6.23	4.40

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	周期底部孕育新动能——机械行业 2024 年投资展望	2023-11-22
行业深度报告	机械: 9 月制造业 PMI 重回扩张区间, 布局先进生产力——2023 年四季度投资策略	2023-10-13
行业深度报告	机械行业 2023 年中期策略: 四主线把握机械行业投资机会	2023-07-12
行业深度报告	机械行业 2023 年半年度展望: 四主线把握机械行业投资机会	2023-07-05
行业深度报告	机械行业报告: 超额收益视角下的五轴联动数控机床	2023-03-17

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张天丰

金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理 (CTA)，东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所 (中金所) 期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商大赛三等奖，中金所股指期货做市商大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师，Wind 金牌分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数):

以报告日后的6个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数):

以报告日后的6个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526