

# 立足电火花工艺，轮胎模具龙头

——豪迈科技（002595）调研快报

2011年12月15日

中性/首次

豪迈科技

调研快报

**王明德** 执业证书编号: S1480511100001  
**联系人: 史成波** shicb@dxzq.net.cn 010-6655 4022

## 事件:

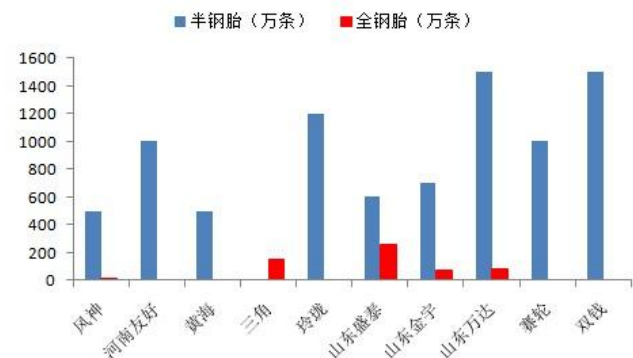
近期我司实地调研了豪迈科技，并与公司高管就当前子午线轮胎模具行业现状进行了深入探讨。

## 观点:

1、半钢胎投资渐热、轮胎巨头本地化采购给模具行业带来增长动力。

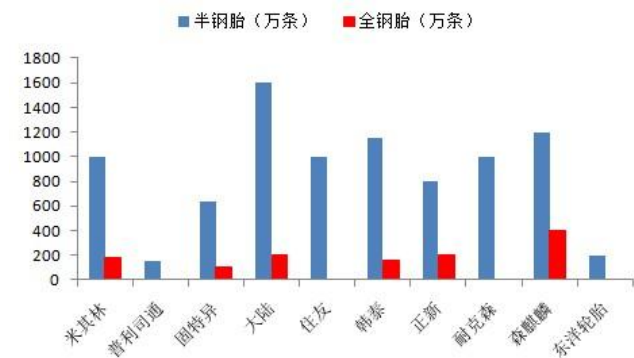
**半钢胎投资渐热。**我国半钢现由外资及合资占主流，外资与合资占的比重大约为 70%。根据我国轮胎“十二五”规划及轮胎企业规划，我国轮胎工业发展重点将在半钢胎。我国轮胎企业尤其是山东一些企业在全钢胎得到实惠并拥有一定积累后，我国半钢胎有明显加速迹象。初步统计“十二五”我国半钢项目在 20 个以上，新增半钢胎规模在 2 亿以上。

图 1: 国内新上轮胎项目不完全统计



资料来源: 盖世汽车网, 东兴证券研究所

图 2: 外资新上轮胎项目不完全统计



资料来源: 盖世汽车网, 东兴证券研究所

**轮胎巨头本地化采购。**一方面，世界经济呈现一体化的大趋势，全球采购成为必然，各国轮胎制造商纷纷通过世界范围内采购获取性价比更好的模具产品。随着世界轮胎制造业向中国转移的步伐加快，国际轮胎巨头纷纷在中国投资设厂，尝试在国内采购轮胎模具。另一方面，米其林等世界知名轮胎企业已经全部进入大陆市场，随着投资额的增加，他们不断地释放其设备购买力，进入开放市场采购更多的东西。只要上述轮胎企业每年购买橡胶机械的支出平均增加 3%到 4%，全球轮胎机械销售收入每年就可望增长 10%左右。

表 1: 中国企业已进入世界知名轮胎企业模具配套体系

	普利司通	米其林	固特异	德国大陆	倍耐力	住友	库铂	锦湖轮胎	佳通	MRF
2009 年排名	1	2	3	4	5	6	9	10	14	18
巨轮股份	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
豪迈科技	✓	✓	✓	✓	✓		✓		✓	

资料来源: 公司公告

**未来轮胎模具行业增速超过 10%。**从产能角度出发，目前我国全钢胎已经占到世界市场份额的 50%左右，我国全钢胎产能 0.88 亿条，半钢胎产能 2.88 亿条，全球市场全钢胎需求 1.6 亿条，半钢胎需求 13 亿条。按一套模具平均硫化 1.5 万条子午胎，全球模具总需求量 10 万套，中国需求 2.4 万套左右。从需求角度测算，2011 年我国汽车产量接近 2,000 万辆，轮胎内外销总量 3.8 亿条，按一套模具加工 1.5 万条子午胎测算，模具需求量超过 2.5 万套。

**表 2：我国汽车轮胎、模具需求量预测**

	汽车（万辆、%）			子午线轮胎（万条、%）					子午线轮胎模具（万套、%）		
	产量	YOY	汽车保有量	配套轮胎	替换轮胎	内需	出口	轮胎小计	YOY	需求量	YOY
2010	1,826	32%	9,086	11,906	8,750	20,656	13,761	34,417	-	22,945	28.54%
2011E	1,972	8%	10,500	12,858	10,000	22,858	15,000	37,858	10.00%	25,239	11.42%
2012E	2,130	8%	12,000	13,843	11,400	25,243	17,000	42,243	11.58%	28,162	11.58%
2013E	2,300	8%	13,900	14,951	13,205	28,156	19,500	47,656	12.81%	31,771	12.81%

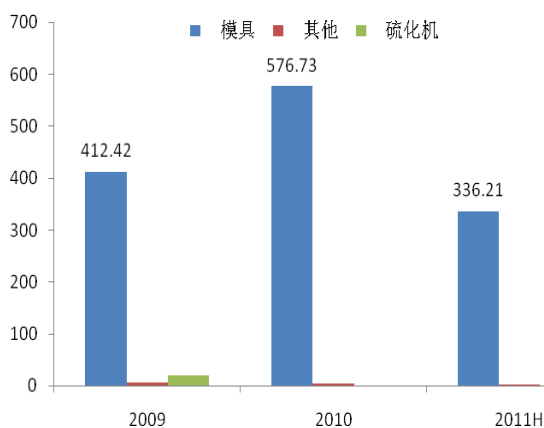
资料来源：2010 年汽车销量、子午线轮胎出口数据来源于 wind，其余数据来源于东兴证券研究所测算

## 2、模具行业竞争格局稳定，公司快速成长为龙头企业。

2008 年全国轮胎模具产量 2.8 万套，销售收入 13 亿左右，与 2007 年相比略有增长。目前，我国轮胎模具企业数量已超过百家，但大都规模较小，且多数生产斜交轮胎模具，生产子午线轮胎模具的企业约有 20 多家，包括国企、民企、三资企业，企业数量呈上升趋势。

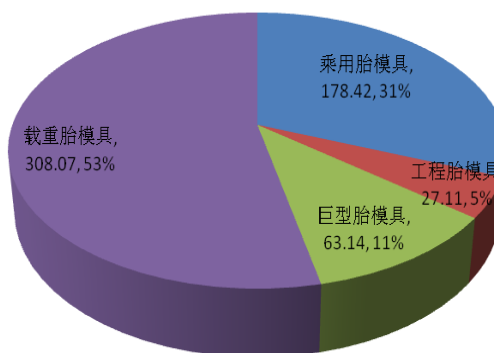
公司模具业务 2007 年收入 3 亿元，到 2010 年已经超过 6 亿元，成为全国乃至全球最大的轮胎模具企业。

**图 1：公司主营业务收入构成**



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 2：2010 年公司模具业务细分构成**



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 3、公司立足于电火花加工工艺，同时拥有雕刻、铸铝等生产能力，成本优势明显。

公司模具业务以电火花专用机床加工钢质模具起家，靠钢质模具得到飞速发展，目前已是全球最大模具生产企业。目前电火花工艺、五轴加工中心雕刻、精密铸铝等工艺公司都能做，同时公司还是电火花轮胎模具加工专用机的发明者。在轮胎厂采购模具时，可以根据对方实际需求量、交付时间、提供不同工艺生产模具。

**表 3：三种加工工艺比较**

工艺	何种模具适用	材质	花纹复杂度
精密铸造	适合批量大（国外半钢胎模具主要以此为主）	铸铝	低

雕刻	加工周期短（以乘用车模具为例，30天左右）、批量小	钢、锻铝	高
电火花	加工周期长（以乘用车模具为例，40天左右）、批量小	钢、锻铝	高

资料来源：公司公告、东兴证券研究所整理

相较于同行业其他竞争对手，公司的竞争优势在于电火花加工机床完全自产，技术全球领先，生产设备固定资产较低，一台 CNC 电火花模具专用机床价格 10-20 万元，而且不对外销售，以前销售出去的电火花机床型号较旧（第 2-3 代的水平），公司电火花机床已经升级到第 8 代，加工效率、精度都有较大提升。而其他模具生产企业采用雕刻技术的话，都需要采购国外先进的五轴加工中心，单价较高，往往都超过 1,000 万元，相对而言固定资产折旧较高。毛利率高出同行 10 个百分点中的 7、8 个百分点主要由于折旧摊销较小。此外，公司模具产品出口比例大（50%左右）、出口产品价格相对国内销售价格较高，使得公司相对毛利率较高。固特异、大陆、米其林、倍耐力等世界轮胎巨头中有八家是公司的客户，海外市场一直是公司重点发展的领域。这两年海外市场爆发式增长的原因主要是，08 年开始外国企业开始对公司进行认证，这一过程比较繁琐，有考察、小批量试用、大规模采购等环节，现在基本上结束了。前段时间几大巨头来公司评审时，对公司的评价很高。

5、集团除上市公司外还有豪迈制造等资产，其主要给卡特彼勒、三菱、西门子等做零部件机加工，如燃气轮机部件，我们预计未来可能会注入上市公司。

### 风险提示：

- 1) 中国全钢胎产能接近世界一半，随着全钢胎产能投资的下滑，未来钢质模具业务存在下行风险。
- 2) 如果轮胎厂在模具加工工艺上存在对精密铸铝、雕刻工艺的选择性偏好，可能导致公司毛利率下滑。

### 结论：

我们判断公司过去的高增长主要受益于我国重卡的快速发展，随着我国重卡销售的持续疲软，全钢胎电火花工艺加工的钢质模具高增长不可持续。未来公司的主要成长点在于精密铸铝在半钢胎模具市场的竞争力，以及是否能够推广钢质模具在半钢胎模具行业的应用。

我们预计公司 EPS 分别为 1.16、1.43、1.64 元，对应当前股价 PE 分别为 19.1X、15.5X、13.5X，首次给予“中性”评级。

**表 4：公司盈利预测**

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	452.66	600.31	691.32	811.00	941.47
主营收入增长率	7.94%	32.62%	15.16%	17.31%	16.09%
EBITDA（百万元）	185.94	251.00	285.25	324.65	368.27
EBITDA 增长率	14.57%	34.99%	13.65%	13.81%	13.43%
净利润（百万元）	151.12	188.12	232.27	285.27	327.45
净利润增长率	10.37%	24.48%	23.47%	22.82%	14.79%
ROE	36.24%	31.09%	9.49%	10.54%	10.91%
EPS（元）	0.756	0.941	1.161	1.426	1.637
P/E	29.34	23.57	19.09	15.54	13.54
P/B	7.98	5.50	1.81	1.64	1.48
EV/EBITDA	18.51	13.59	9.43	7.59	5.99

## 分析师简介

---

### 王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

## 联系人简介

---

### 史成波

工学学士，经济学硕士，2010年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

## 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。

## 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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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。