

豪迈科技 (002595.SZ)

其它专用设备行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

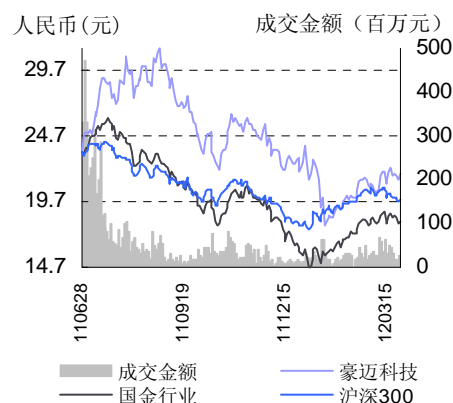
市价(人民币): 21.64元

海外市场开拓顺利, 业绩略低于预期

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 50.00 |
| 总市值(百万元) | 4,328.00 |
| 年内股价最高最低(元) | 31.36/17.95 |
| 沪深 300 指数 | 2901.22 |
| 中小板指数 | 6641.82 |



相关报告

1. 《经营情况良好》, 2011.10.26
2. 《业绩符合预期》, 2011.8.26
3. 《创新无止境, 豪迈当自强》, 2011.7.28

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130511030005
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 1.254 | 1.064 | 1.333 | 1.602 | 1.943 |
| 每股净资产(元) | 4.03 | 9.85 | 11.05 | 12.18 | 13.99 |
| 每股经营性现金流(元) | 1.24 | 0.43 | 1.19 | 1.44 | 1.68 |
| 市盈率(倍) | N/A | 22.55 | 16.23 | 13.51 | 11.13 |
| 行业优化市盈率(倍) | 63.20 | 48.96 | 48.96 | 48.96 | 48.96 |
| 净利润增长率(%) | 24.48% | 13.17% | 25.25% | 20.17% | 21.31% |
| 净资产收益率(%) | 31.09% | 10.81% | 12.06% | 13.15% | 13.89% |
| 总股本(百万股) | 150.00 | 200.00 | 200.00 | 200.00 | 200.00 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

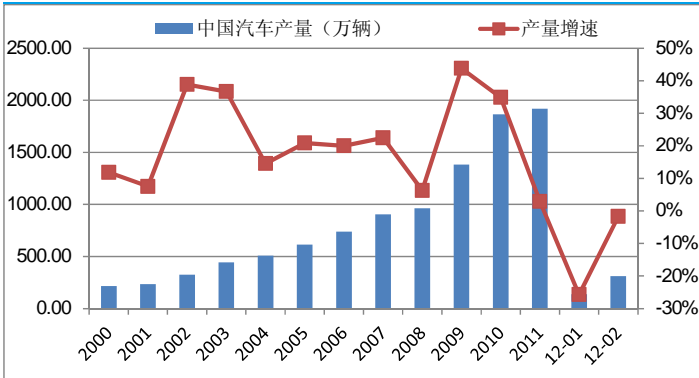
业绩简评

- 公司 11 年实现营业收入 686 百万元, 同比增长 14.30%; 归属母公司股东的净利润 213 百万元, 同比增加 13.17%, EPS 为 1.064 元, 业绩稍低于我们预期(原预测收入为 712 百万元, EPS 为 1.112 元)。公司的利润分配预案为每 10 股派发现金红利 6 元。

经营分析

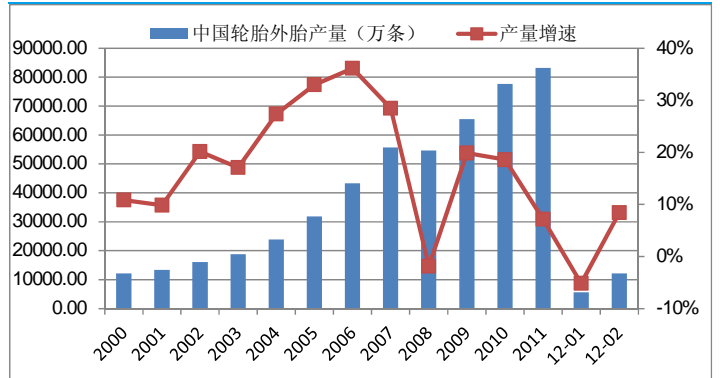
- **国内轮胎市场增长缓慢, 下游行业销售增速止跌企稳:** 受汽车、工程机械等下游行业景气度下降影响, 11 年度国内轮胎市场增长缓慢, 全国橡胶轮胎外胎产量为 83,209 万条, 同比增长 7.18%, 增速比 10 年下滑 11.41 个百分点。经历了行业需求的大幅回落, 从 12 年 1~2 月的汽车产量情况来看, 行业增速有止跌企稳的迹象, 预计 12 年的需求形势好于 11 年。
- **海外市场开拓顺利:** 与内销 7.62% 增速相对应的是, 公司 11 年外销收入同比增加 35.93%, 达到 219 百万元, 外销比重从 10 年的 26.90% 提高到 31.99%。公司已经成功进入固特异、普利司通、米其林、德国大陆、美国固铂、倍耐力等国际轮胎巨头的采购体系, 随着公司继续加强在北美、欧洲、日本、印度等地区的营销力度和售后服务体系建设, 海外市场仍将成为收入的主要增长来源。
- **维持稳定的高毛利率:** 2011 年度公司综合毛利率为 47.5%, 较 10 年的 48.3% 略有下降; 其中模具的毛利率为 47.84%, 与 10 年基本一致。从公司经营历史看, 毛利率一直稳定维持在较高水平, 主要受益于公司定位于中高端轮胎模具业务和核心技术优势带来的成本优势, 以及公司行业地位带来的较强议价能力, 我们认为未来模具业务仍会保持稳定的高毛利率。
- **期间费用率有所下降:** 由于公司加大研发投入以及上市费用(6 百万元)的增加, 11 年管理费用为 53 百万元, 同比增长 31.53%; 而财务费用则因上市融资后归还银行贷款和存款利息增加而大幅下降, 仅为 -6 百万元, 同比减少 15 百万元, 期间费用率从 10 年同期的 10.66% 下降为 9.20%。
- **预付款项与存货增加较快致经营性现金流减少:** 期末公司预付款项和存货分别为 73 和 123 百万元, 同比分别增长 76.78% 和 69.77%, 主要原因是募投项目的设备采购和存货储备增加, 以及期末未执行订单带来的。由此导致经营性现金流较 10 年的 186 百万元明显减少, 降为 86 百万元。

图表1: 国内汽车产量及同比增速

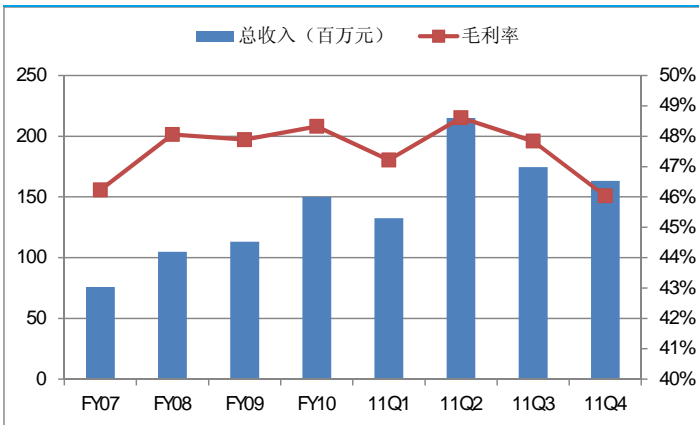


来源: 行业协会 国金证券研究所

图表2: 国内轮胎外胎产量及同比增速

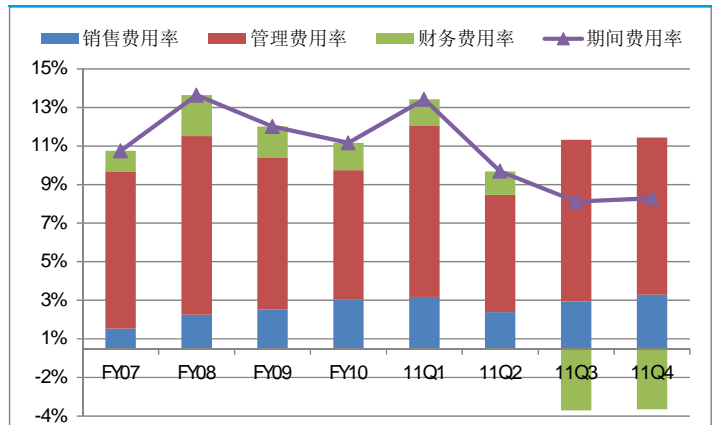


图表3: 单季度营业收入和综合毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 公司三项费用率



盈利预测与投资建议

- 公司募投的精密铸锻项目已于 11 年试生产, 预计 12 年将正式投产, 对公司的收入和利润产生贡献。
- 根据下游的需求形势和公司的经营情况, 我们调低了对公司 12-13 年的盈利预测, 预计 12-14 年公司营业收入分别为 872、1,045 和 1,263 百万元, 归属于母公司股东的净利润分别为 266、320 和 388 百万元; EPS 分别为 1.333, 1.602 和 1.943 元。12-13 年的 EPS 分别较原先下调约 10%。
- 公司目前股价对应 16.23 倍 PE12E, 我们看好公司模具业务的核心优势和发展潜力, 维持“买入”评级。

风险提示

- 轮胎模具的需求与汽车市场关联度大, 汽车需求增速下降可能将影响轮胎及模具需求; 此外轮胎产量还会受橡胶价格影响而波动, 从而影响模具需求。
- 公司的关联公司豪迈制造的一些优质业务存在注入可能性。

图表5: 分项业务预测

| 项 目 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|---------|---------|---------|-----------|---------|----------|
| 模具 | | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 412.42 | 576.73 | 660.63 | 746.51 | 865.96 | 1,004.51 |
| 增长率 (YOY) | 12.61% | 39.84% | 14.55% | 13.00% | 16.00% | 16.00% |
| 毛利率 | 47.85% | 47.87% | 47.84% | 48.00% | 48.00% | 48.00% |
| 销售成本 (百万元) | 215.08 | 300.67 | 344.58 | 388.19 | 450.30 | 522.35 |
| 增长率 (YOY) | 13.09% | 39.79% | 14.60% | 12.66% | 16.00% | 16.00% |
| 毛利 (百万元) | 197.34 | 276.06 | 316.06 | 358.33 | 415.66 | 482.16 |
| 增长率 (YOY) | 12.09% | 39.89% | 14.49% | 13.37% | 16.00% | 16.00% |
| 占总销售额比重 | 91.11% | 96.07% | 96.28% | 85.61% | 82.84% | 79.52% |
| 占主营业务利润比重 | 91.03% | 95.16% | 96.90% | 91.75% | 88.96% | 85.21% |
| 镜造 | | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | | | 2.36 | 100.00 | 150.00 | 225.00 |
| 增长率 (YOY) | | | NA | 4142.50% | 50.00% | 50.00% |
| 毛利率 | | | -40.49% | 20.00% | 25.00% | 30.00% |
| 销售成本 (百万元) | | | 3.31 | 80.00 | 112.50 | 157.50 |
| 增长率 (YOY) | | | NA | 2315.80% | 40.63% | 40.00% |
| 毛利 (百万元) | | | -0.95 | 20.00 | 37.50 | 67.50 |
| 增长率 (YOY) | | | NA | -2195.49% | 87.50% | 80.00% |
| 占总销售额比重 | | | 0.34% | 11.47% | 14.35% | 17.81% |
| 占主营业务利润比重 | | | -0.29% | 5.12% | 8.03% | 11.93% |
| 其它 | | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 40.24 | 23.58 | 23.18 | 25.50 | 29.32 | 33.72 |
| 增长率 (YOY) | -24.27% | -41.40% | -1.69% | 10.00% | 15.00% | 15.00% |
| 毛利率 | 48.31% | 59.49% | 47.75% | 48.00% | 48.00% | 48.00% |
| 销售成本 (百万元) | 20.80 | 9.55 | 12.11 | 13.26 | 15.25 | 17.54 |
| 增长率 (YOY) | -24.75% | -54.08% | 26.83% | 9.47% | 15.00% | 15.00% |
| 毛利 (百万元) | 19.44 | 14.03 | 11.07 | 12.24 | 14.08 | 16.19 |
| 增长率 (YOY) | -23.74% | -27.84% | -21.10% | 10.58% | 15.00% | 15.00% |
| 占总销售额比重 | 8.89% | 3.93% | 3.38% | 2.92% | 2.81% | 2.67% |
| 占主营业务利润比重 | 8.97% | 4.84% | 3.39% | 3.13% | 3.01% | 2.86% |
| 销售总收入 (百万元) | 452.66 | 600.31 | 686.17 | 872.01 | 1045.28 | 1263.23 |
| 销售总成本 (百万元) | 235.88 | 310.22 | 360.00 | 481.45 | 578.05 | 697.38 |
| 毛利 (百万元) | 216.78 | 290.09 | 326.17 | 390.57 | 467.23 | 565.85 |
| 平均毛利率 | 47.89% | 48.32% | 47.53% | 44.79% | 44.70% | 44.79% |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表6: 财务报表预测

损益表 (人民币百万元)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 主营业务收入 | 453 | 600 | 686 | 872 | 1,045 | 1,263 |
| 增长率 | | 32.6% | 14.3% | 27.1% | 19.9% | 20.9% |
| 主营业务成本 | -236 | -310 | -360 | -481 | -578 | -697 |
| %销售收入 | 52.1% | 51.7% | 52.5% | 55.2% | 55.3% | 55.2% |
| 毛利 | 217 | 290 | 326 | 391 | 467 | 566 |
| %销售收入 | 47.9% | 48.3% | 47.5% | 44.8% | 44.7% | 44.8% |
| 营业税金及附加 | -5 | -6 | -7 | -9 | -11 | -14 |
| %销售收入 | 1.2% | 1.0% | 1.1% | 1.1% | 1.1% | 1.1% |
| 营业费用 | -9 | -15 | -16 | -21 | -25 | -30 |
| %销售收入 | 2.0% | 2.5% | 2.4% | 2.4% | 2.4% | 2.4% |
| 管理费用 | -36 | -40 | -53 | -65 | -75 | -88 |
| %销售收入 | 7.9% | 6.7% | 7.7% | 7.4% | 7.2% | 7.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 167 | 229 | 249 | 296 | 356 | 433 |
| %销售收入 | 36.8% | 38.1% | 36.3% | 33.9% | 34.0% | 34.3% |
| 财务费用 | -7 | -9 | 6 | 21 | 23 | 27 |
| %销售收入 | 1.6% | 1.4% | -0.9% | -2.4% | -2.2% | -2.1% |
| 资产减值损失 | -1 | -1 | -5 | -4 | -3 | -4 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 159 | 219 | 250 | 313 | 376 | 456 |
| 营业利润率 | 35.0% | 36.5% | 36.5% | 35.9% | 36.0% | 36.1% |
| 营业外收支 | 13 | 2 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 税前利润 | 172 | 221 | 250 | 314 | 377 | 457 |
| 利润率 | 38.0% | 36.8% | 36.4% | 36.0% | 36.1% | 36.2% |
| 所得税 | -21 | -33 | -37 | -47 | -57 | -69 |
| 所得税率 | 12.1% | 14.8% | 14.8% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润 | 151 | 188 | 213 | 267 | 320 | 389 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 151 | 188 | 213 | 267 | 320 | 389 |
| 净利率 | 33.4% | 31.3% | 31.0% | 30.6% | 30.7% | 30.8% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|------------|-------------|--------------|-------------|------------|-------------|
| 净利润 | 151 | 188 | 213 | 267 | 320 | 389 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 21 | 25 | 36 | 40 | 48 | 57 |
| 非经营收益 | 6 | 5 | 4 | 1 | -1 | -1 |
| 营运资金变动 | -40 | -32 | -166 | -70 | -80 | -108 |
| 经营活动现金净流 | 138 | 186 | 86 | 238 | 288 | 337 |
| 资本开支 | -68 | -160 | -158 | -153 | -78 | -69 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -68 | -160 | -158 | -154 | -78 | -69 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 1,152 | 0 | -69 | 0 |
| 债权募资 | 16 | 8 | -115 | -5 | 0 | 0 |
| 其他 | -85 | -18 | -11 | 0 | -26 | -26 |
| 筹资活动现金净流 | -69 | -11 | 1,026 | -5 | -95 | -26 |
| 现金净流量 | 0 | 15 | 954 | 79 | 115 | 242 |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 25 | 38 | 992 | 1,071 | 1,186 | 1,428 |
| 应收款项 | 270 | 288 | 373 | 425 | 483 | 563 |
| 存货 | 68 | 73 | 123 | 132 | 154 | 180 |
| 其他流动资产 | 47 | 41 | 83 | 98 | 112 | 128 |
| 流动资产 | 410 | 440 | 1,572 | 1,726 | 1,934 | 2,298 |
| %总资产 | 63.0% | 54.3% | 75.8% | 73.6% | 74.8% | 77.4% |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 188 | 273 | 374 | 491 | 528 | 547 |
| %总资产 | 28.8% | 33.6% | 18.0% | 20.9% | 20.4% | 18.4% |
| 无形资产 | 52 | 96 | 126 | 125 | 123 | 121 |
| 非流动资产 | 241 | 371 | 503 | 619 | 652 | 669 |
| %总资产 | 37.0% | 45.7% | 24.2% | 26.4% | 25.2% | 22.6% |
| 资产总计 | 651 | 811 | 2,074 | 2,345 | 2,586 | 2,967 |
| 短期借款 | 117 | 102 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 58 | 53 | 68 | 72 | 81 | 93 |
| 其他流动负债 | 35 | 31 | 32 | 62 | 68 | 76 |
| 流动负债 | 209 | 185 | 100 | 134 | 150 | 169 |
| 长期贷款 | 25 | 20 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 0 | 0 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 234 | 206 | 104 | 134 | 150 | 169 |
| 普通股股东权益 | 417 | 605 | 1,970 | 2,211 | 2,436 | 2,799 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债股东权益合计 | 651 | 811 | 2,074 | 2,345 | 2,586 | 2,967 |

比率分析

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 1.007 | 1.254 | 1.064 | 1.333 | 1.602 | 1.943 |
| 每股净资产 | 2.780 | 4.034 | 9.850 | 11.053 | 12.181 | 13.994 |
| 每股经营现金净流 | 0.917 | 1.238 | 0.432 | 1.188 | 1.439 | 1.683 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.130 | 0.130 | 0.130 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 36.24% | 31.09% | 10.81% | 12.06% | 13.15% | 13.89% |
| 总资产收益率 | 23.20% | 23.20% | 10.26% | 11.37% | 12.39% | 13.10% |
| 投入资本收益率 | 26.23% | 26.81% | 10.79% | 11.37% | 12.41% | 13.16% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 7.94% | 32.62% | 14.30% | 27.08% | 19.87% | 20.85% |
| EBIT增长率 | 10.39% | 37.23% | 8.97% | 18.58% | 20.26% | 21.90% |
| 净利润增长率 | 10.37% | 24.48% | 13.17% | 25.25% | 20.17% | 21.31% |
| 总资产增长率 | 10.70% | 24.53% | 155.77% | 13.03% | 10.30% | 14.75% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 132.4 | 105.7 | 115.2 | 120.0 | 115.0 | 110.0 |
| 存货周转天数 | 125.9 | 82.8 | 99.2 | 100.0 | 97.0 | 94.0 |
| 应付账款周转天数 | 41.5 | 37.3 | 44.0 | 40.0 | 37.0 | 34.0 |
| 固定资产周转天数 | 132.9 | 129.9 | 169.4 | 169.3 | 157.5 | 135.9 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 27.94% | 13.97% | -50.36% | -48.44% | -48.68% | -51.01% |
| EBIT利息保障倍数 | 23.0 | 26.9 | -39.6 | -13.8 | -15.2 | -16.0 |
| 资产负债率 | 35.96% | 25.39% | 5.03% | 5.72% | 5.80% | 5.68% |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-----|------|------|------|------|
| 强买 | 0 | 0 | 0 | 1 | 4 |
| 买入 | 0 | 1 | 1 | 1 | 7 |
| 持有 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 卖出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0 | 2.00 | 2.00 | 1.75 | 1.75 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|--------------|----|-------|---------------|
| 1 2011-07-28 | 买入 | 28.75 | 31.69 ~ 33.00 |
| 2 2011-08-26 | 买入 | 31.09 | N/A |
| 3 2011-10-26 | 买入 | 23.63 | N/A |

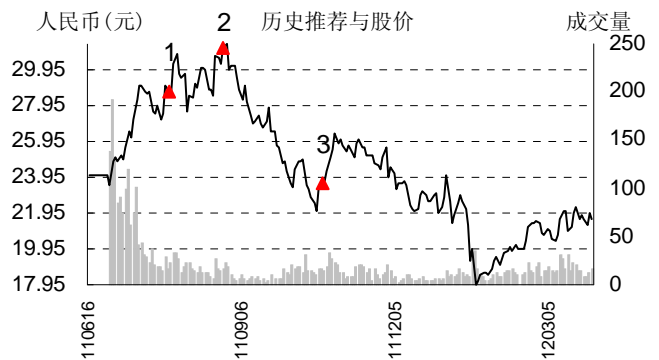
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|---------------------------------|----------------------------|
| 电话: (8621)-61038271 | 电话: 010-6621 6979 | 电话: 0755-33516015 |
| 传真: (8621)-61038200 | 传真: 010-6621 5599-8803 | 传真: 0755-33516020 |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编: 201204 | 邮编: 100032 | 邮编: 518026 |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层 | 地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B |