



买入

31% ↑

目标价格: 人民币 35.25

002595.CH

价格: 人民币 26.90

目标价格基础: 24倍 13年市盈率

板块评级: 中立

豪迈科技

海外订单增长, 毛利率改善

2013年上半年公司实现营业收入5.23亿元, 同比增长45.06%, 实现归属于母公司所有者净利润1.55亿元, 同比增长44.67%。随着海外轮胎企业自制模具比例逐年降低, 公司接单增加, 市占率提高。2季度铝制模具产能释放, 规模效应逐步显现, 毛利率有所提高。受益于海外订单的高增长和毛利率改善, 公司业绩提升动力强劲, 我们小幅提高2013年盈利预测至1.45元, 维持目标价35.25元不变, 相当于24.3倍2013年市盈率, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司收入增长主要来自于主营业务轮胎模具, 上半年模具业务收入达到5.02亿元, 同比增长45.43%, 分区域来看, 国内业务增长40.9%, 国外业务增长52.3%, 海外业务贡献明显。
- 报告期内橡胶价格下行, 汽车行业复苏, 国内轮胎企业产能扩张明显, 对轮胎模具需求保持增长。
- 海外轮胎企业自制模具比例下降, 轮胎巨头如普利司通等正通过增加轮胎模具外包比例, 来降低生产成本。在此进程中公司作为最大的轮胎模具生产企业直接受益。
- 年初公司铝制模具产能投产, 运营初期人力成本及固定资产摊销较大, 拉低了毛利率。2季度工人培训到位, 产能逐步释放, 规模效应显现, 铝模毛利率有所提升, 目前铝模毛利率已基本达到钢模水平。
- 上半年公司硫化机业务实现收入264万元, 暂停三年后硫化机业务重新启动, 年初签订8台订单, 预计下半年将有所放量。

评级面临的主要风险

- 经济持续低迷导致轮胎产能扩张停滞。

估值

- 受益于海外订单的高增长和毛利率改善, 公司业绩提升动力强劲, 我们小幅提高2013年盈利预测至1.45元, 维持目标价35.25元不变, 相当于24.3倍2013年市盈率, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	686	711	1,009	1,301	1,680
变动(%)	14	4	42	29	29
净利润(人民币 百万)	213	198	291	369	491
全面摊薄每股收益(人民币)	1.064	0.989	1.454	1.847	2.454
变动(%)	(15.1)	(7.1)	47.0	27.1	32.8
先前预测每股收益(人民币)			1.405	1.838	2.442
调整幅度(%)			3.4	0.5	0.5
核心每股收益(人民币)	1.090	1.002	1.467	1.861	2.467
变动(%)	(12.9)	(8.0)	46.4	26.8	32.6
全面摊薄市盈率(倍)	25.3	27.2	18.5	14.6	11.0
核心市盈率(倍)	24.7	26.8	18.3	14.5	10.9
每股现金流量(人民币)	0.43	0.66	0.25	0.57	0.59
价格/每股现金流量(倍)	62.2	40.7	109.6	47.2	45.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.7	17.8	13.3	10.8	8.9
每股股息(人民币)	0.600	0.600	0.363	0.462	0.613
股息率(%)	2.2	2.2	1.4	1.7	2.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	20	0	(1)	56
相对新华富时A50指数	39	3	14	65

发行股数(百万)	200
流通股(%)	70
流通股市值(人民币 百万)	5,380
3个月日均交易额(人民币 百万)	13
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
张恭运	30

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2013年7月30日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 机械

许民乐, CFA*

(8621) 2032 8589

minle.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120009

*张君平是本报告的重要贡献者

海外收入增长迅速

2013年上半年公司实现营业收入 5.23 亿元，同比增长 45.06%，实现归属于母公司所有者净利润 1.55 亿元，同比增长 44.67%。公司收入增长主要来自于主营业务轮胎模具，上半年模具业务收入达到 5.02 亿元，同比增长 45.43%，分区域来看，国内业务增长 40.9%，国外业务增长 52.3%，海外业务贡献明显。我们认为国内轮胎企业扩产更新是行业增长的驱动因素，报告期内天然橡胶价格下降，汽车行业增长较快，轮胎行业景气向上，国内轮胎企业走出去年的低谷，寻求产能扩张，对轮胎模具的需求增加。而海外市场主要来自于轮胎企业自制模具比例下降，海外轮胎巨头如普利司通等，正通过增加轮胎模具外包比例，来降低生产成本，公司作为最大的轮胎模具生产企业直接受益。上半年公司海外收入达到 2 亿元左右，同比去年增长 52.3%，占营业收入比例达到 39.3%，占比较去年提高 1.84 个百分点。海外订单单价较国内高 20% 左右，毛利率保持在 50.5%，高于国内水平，海外订单将明显刺激业绩增长。

规模效应显现，铝制模具毛利率改善

上半年公司毛利率同比增长 1.21 个百分点，达到 43.81%，第二季度毛利率达到 44.35%，较 1 季度增长 1.35 个百分点。年初公司铝制模具产能投产，运营初期人力成本及固定资产摊销较大，拉低了毛利率。2 季度工人培训到位，产能逐步释放，规模效应显现，铝模毛利率有所提升，目前铝模毛利率已基本达到钢模水平。公司募投项目 9 月底完全达产，预计随着产量的增加，公司毛利率还有提高的空间。公司净利润率下降 0.08 个百分点，主要由于去年同期募投项目进展缓慢，募集资金贡献利息收入丰厚，今年海外业务增长，汇兑损失增加。

募投项目投产，订单饱满

公司募投项目将于 9 月底达产，产能正逐步增长，预计产能将较去年同期增加 40%-50%。公司从去年 4 季度开始接单量有所增长，报告期内保持订单饱满，满负荷生产，现已排产到 10 月份。预收款项较期初增长 37%，显示公司订单状态良好。由于去年国内轮胎行业景气低迷，公司 3 季度订单交付较少，为业绩低点，预计今年 3、4 季度实现高增长压力较小。

估值

随着海外轮胎企业自制模具比例逐年降低，公司接单增加，市占率提高。2 季度铝制模具产能释放，规模效应逐步显现，毛利率有所提高。受益于海外订单的高增长和毛利率改善，公司业绩提升动力强劲，我们小幅提高 2013 年盈利预测至 1.45 元，维持目标价 35.25 元不变，相当于 24.3 倍 2013 年市盈率，维持 **买入** 评级。

图表 1. 2013 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年上半年	2013 年上半年	同比变化(%)
营业收入	360.65	523.15	45.06
营业成本	(207.01)	(293.96)	42.00
营业税金及附加	(3.07)	(5.46)	77.47
销售费用	(9.30)	(11.04)	18.71
管理费用	(27.22)	(34.48)	26.68
财务费用	14.67	4.88	(66.71)
资产减值损失	(4.45)	(2.14)	(51.94)
公允价值变动净收益	0.00	0.00	
投资净收益	0.00	0.00	
营业利润	124.26	180.95	45.62
营业外收入	0.52	0.44	(14.74)
营业外支出	(0.43)	(0.28)	(35.43)
税前利润	124.35	181.12	45.65
所得税	(17.54)	(26.53)	51.23
净利润	106.81	154.59	44.73
少数股东损益	0.00	(0.06)	
归属于母公司所有者的净利润	106.81	154.52	44.67
盈利能力 (%)			百分点变动
毛利率	42.60	43.81	1.21
净利率	29.62	29.54	(0.08)

资料来源: 公司公告、中银国际研究

图表 2. 2013 年 2 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年 2 季度	2013 年 2 季度	同比变化(%)
营业收入	220.03	314.68	43.02
营业成本	(126.57)	(175.13)	38.37
营业税金及附加	(1.89)	(3.53)	86.66
销售费用	(4.92)	(6.27)	27.45
管理费用	(14.52)	(18.29)	26.03
财务费用	6.76	1.80	(73.39)
资产减值损失	(3.51)	(2.23)	(36.44)
公允价值变动净收益	0.00	0.00	
投资净收益	0.00	0.00	
营业利润	75.38	111.03	47.29
营业外收入	0.18	0.21	14.92
营业外支出	(0.34)	(0.14)	(57.55)
税前利润	75.23	111.10	47.68
所得税	(10.26)	(15.72)	53.25
净利润	64.97	95.38	46.80
少数股东损益	0.00	(0.06)	
归属于母公司所有者的净利润	64.97	95.31	46.71
盈利能力 (%)			百分点变动
毛利率	42.48	44.35	1.87
净利率	29.53	30.29	0.76

资料来源: 公司公告、中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	686	711	1,009	1,301	1,680
销售成本	(360)	(418)	(591)	(761)	(965)
经营费用	(47)	(42)	(64)	(90)	(152)
息税折旧前利润	279	251	354	450	563
折旧及摊销	(30)	(44)	(33)	(33)	0
经营利润(息税前利润)	249	207	321	418	563
净利息收入/(费用)	6	26	20	15	10
其他收益/(损失)	(6)	(3)	(3)	(3)	(3)
税前利润	250	230	338	429	570
所得税	(37)	(32)	(47)	(60)	(80)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	213	198	291	369	491
核心净利润	218	200	293	372	493
每股收益(人民币)	1.064	0.989	1.454	1.847	2.454
核心每股收益(人民币)	1.090	1.002	1.467	1.861	2.467
每股股息(人民币)	0.600	0.600	0.363	0.462	0.613
收入增长(%)	14	4	42	29	29
息税前利润增长(%)	9	(17)	55	30	35
息税折旧前利润增长(%)	11	(10)	41	27	25
每股收益增长(%)	(15)	(7)	47	27	33
核心每股收益增长(%)	(13)	(8)	46	27	33

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	250	230	338	429	570
折旧与摊销	30	44	33	33	0
净利息费用	(6)	(26)	(20)	(15)	(10)
运营资本变动	(167)	10	(260)	(279)	(369)
税金	(37)	(32)	(47)	(60)	(80)
其他经营现金流	16	(93)	6	6	6
经营活动产生的现金流	86	132	49	114	117
购买固定资产净值	(165)	(72)	(210)	(210)	(210)
投资减少/增加	7	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(158)	(72)	(210)	(210)	(210)
净增权益	1,152	0	0	0	0
净增债务	(115)	0	0	0	0
支付股息	0	(120)	(120)	(73)	(92)
其他融资现金流	(10)	0	20	15	10
融资活动产生的现金流	1,027	(120)	(100)	(58)	(82)
现金变动	955	(60)	(261)	(154)	(175)
期初现金	38	992	932	671	517
公司自由现金流	(83)	34	(161)	(96)	(93)
权益自由现金流	(191)	60	(141)	(81)	(83)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	992	932	671	517	342
应收帐款	373	408	607	826	1,125
库存	123	197	278	358	454
其他流动资产	83	69	90	111	137
流动资产总计	1,572	1,606	1,647	1,812	2,058
固定资产	374	423	595	766	970
无形资产	126	125	125	125	125
其他长期资产	3	4	4	4	4
长期资产总计	503	552	723	895	1,099
总资产	2,074	2,158	2,370	2,707	3,157
应付帐款	67	65	92	119	152
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	30	34	49	63	81
流动负债总计	98	99	141	181	233
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	7	9	9	9	9
股本	200	200	200	200	200
储备	1,770	1,850	2,021	2,317	2,716
股东权益	1,970	2,050	2,221	2,517	2,916
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,074	2,158	2,370	2,707	3,157
每股帐面价值(人民币)	9.85	10.25	11.10	12.59	14.58
每股有形资产(人民币)	9.22	9.62	10.48	11.96	13.95
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.96)	(4.66)	(3.35)	(2.59)	(1.71)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	40.7	35.2	35.0	34.6	33.5
息税前利润率(%)	36.3	29.1	31.8	32.1	33.5
税前利润率(%)	36.4	32.3	33.5	33.0	34.0
净利率(%)	31.0	27.8	28.8	28.4	29.2
流动性					
流动比率(倍)	16.1	16.2	11.7	10.0	8.8
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	14.8	14.2	9.7	8.0	6.9
估值					
市盈率(倍)	25.3	27.2	18.5	14.6	11.0
核心业务市盈率(倍)	24.7	26.8	18.3	14.5	10.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	33.4	36.3	24.8	19.5	14.7
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.7	2.6	2.4	2.1	1.8
价格/现金流(倍)	62.2	40.7	109.6	47.2	45.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.7	17.8	13.3	10.8	8.9
周转率					
存货周转天数	99.2	139.6	146.7	152.7	153.7
应收帐款周转天数	176.0	200.7	183.8	201.0	211.9
应付帐款周转天数	30.5	34.0	28.4	29.5	29.4
回报率					
股息支付率(%)	56.4	60.7	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	16.5	9.8	13.6	15.6	18.1
资产收益率(%)	14.7	8.4	12.2	14.1	16.5
已运用资本收益率(%)	18.5	10.3	15.0	17.6	20.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371