

UBS Investment Research
豪迈科技
首次覆盖：模具市场持续稳定增长，全球竞争力提高市占率
■ 模具需求受两大因素驱动，有望持续稳定增长

模具是轮胎生产中的消耗品，其需求受轮胎产量和花纹数量驱动。全球市场规模约100亿元，我们预计未来三年CAGR6%，其中中国市场CAGR11%。2013H1由于汽车销量增速加快和美国特保案到期，国内市场显著反弹，我们预计未来一年国内市场将维持上半年增速：1) 汽车销量增速维持10%左右；2) 经济活动企稳替换胎需求上升；3) 海外市场替换胎需求逐季复苏。

■ 凭借高质量低成本优势，提高全球市场占有率

豪迈国内和全球市占率分别为14%/7%，我们认为其市占率能持续提高：1) 国际一流的质量；2) 低成本优势；3) 交货期短。我们测算生产成本比海外竞争者低30%，并且优势能够维持。低人工成本，全球独特的工艺，规模优势是其成本优势的来源。

■ 海外市场开拓陆续突破，乘用车模具放量增长

2011-2013年，公司陆续成为全球前十轮胎企业的核心供应商，部分客户正从小批量向大批量供货发展。2013年底精铸铝项目完全投产后，乘用车模具产量占比有望达到50%。我们认为领先的制造能力和优秀客户基础将推动乘用车模具快速增长。我们认为海外市场和乘用车模具将推动公司业绩超预期。

■ 估值：首次覆盖给予“买入”评级和40元目标价

我们预测公司2013/14/15年EPS为1.59/2.03/2.60元，CAGR38%左右。我们给予40元目标价和“买入”评级。目标价基于瑞银现金贴现VACM模型得出(WACC=8.2%)，对应2013/14年PE为25/20倍。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	686	711	1,186	1,500	1,951
息税前利润 (UBS)	244	204	357	464	598
净利润 (UBS)	213	198	317	406	521
每股收益 (UBS, Rmb)	1.22	0.99	1.59	2.03	2.60
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.00	0.60	0.60	0.48	0.61

盈利能力和估值	五年历史均值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润率 (%)	-	28.7	30.1	30.9	30.7
ROIC (EBIT) %	-	19.5	26.5	27.2	29.8
EV/EBITDA (core) x	-	12.0	11.2	9.4	7.5
市盈率 (UBS) (x)	-	19.9	18.9	14.8	11.5
净股息收益率 (%)	-	3.0	2.0	1.6	2.0

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年09月06日21时33分的股价 (Rmb29.93) 得出。

李博

分析师
S1460511020004
benenson.li@ubssecurities.com
+86-213-866 8876

付伟琦

分析师
S1460512090001
weiqi.fu@ubssecurities.com
+86-213-866 8812

全球证券研究报告

中国

工厂设备

12个月评级

买入
之前：未予评级

12个月目标价

Rmb40.00/US\$6.54

股价

Rmb29.93/US\$4.89

路透代码: 002595.SZ 彭博代码002595 CH

2013年9月9日
交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb31.18-19.16/US\$5.09-3.04

市值 Rmb5.99十亿/US\$0.98十亿

已发行股本 200百万 (ORDA)

流通股比例 30%

日均成交量 (千股) 654

日均成交额(Rmb 百万) Rmb18.9

资产负债表数据 12/13E

股东权益 Rmb2.25十亿

市净率 (UBS) 2.7x

净现金 (债务) Rmb0.66十亿

预测回报率

预测股价涨幅 +33.6%

预测股息收益率 2.0%

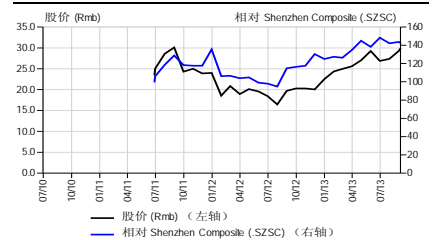
预测股票回报率 +35.6%

市场回报率假设 8.7%

预测超额回报率 +26.9%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/13E		12/12 实际
	从	到市场预测	
Q1	-	0.30	0.21
Q2	-	0.48	0.33
Q3E	-	0.42	0.23
Q4E	-	0.40	0.23
12/13E	-	1.59	-
12/14E	-	2.03	-

股价表现 (Rmb)


资料来源：UBS

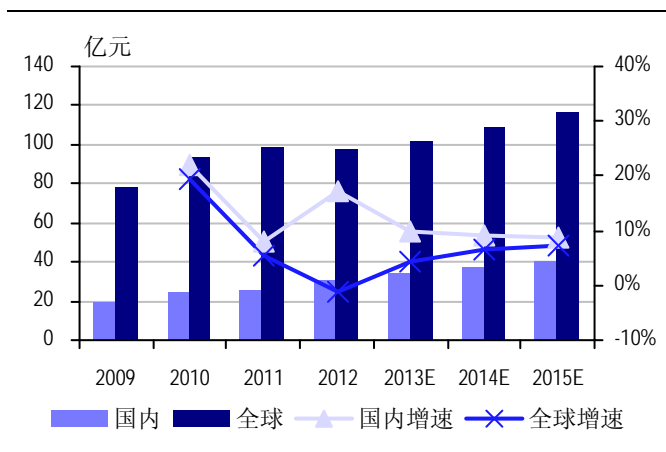
www.ubssecurities.com

目录	页
投资主题	3
— 关键催化剂.....	4
— 瑞银预测对比市场预期.....	6
— 乐观/悲观情景分析.....	7
轮胎模具：持续稳定增长的消耗品	7
— 驱动力一：轮胎产量.....	7
— 驱动力二：轮胎花纹和型号.....	9
— 全球轮胎模具市场预测.....	10
— 未来一年的情况会怎样？.....	11
竞争分析	14
— 行业吸引力评估：寡头垄断的竞争格局.....	14
— 竞争优势：质量一流，成本领先.....	15
管理层策略	19
— 策略一：扩大在海外轮胎巨头采购市场中的份额.....	19
— 策略二：利用制造优势扩大乘用车模具产量.....	20
财务状况	21
— 利润表.....	21
— 资产负债表.....	22
— 现金流量表.....	24
公司背景	26
— 公司历史.....	26

李博
 分析师
 S1460511020004
 benson.li@ubssecurities.com
 +86-213-866 8876

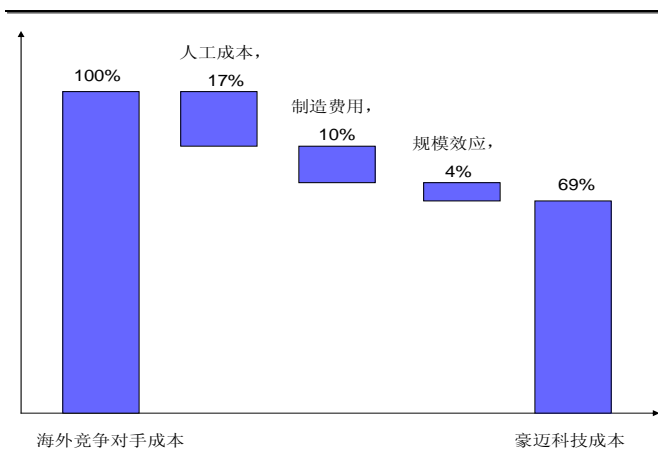
付伟琦
 分析师
 S1460512090001
 weiqi.fu@ubssecurities.com
 +86-213-866 8812

图1: 国内和全球的轮胎模具的需求



数据来源：瑞银证券估算

图2: 豪迈成本优势



数据来源：瑞银证券估算

投资主题

■ 模具需求受两大因素驱动，有望持续稳定增长

模具是轮胎生产过程中的消耗品，其需求受两大因素推动。驱动力一：轮胎的产量；轮胎的产量与两点正相关：1) 汽车产量：对应新车胎需求；2) 汽车保有量：对应替换胎需求。基于瑞银对汽车产量的预计，我们测算国内轮胎产量未来三年CAGR10%；海外轮胎产量CAGR6%；

驱动力二：轮胎花纹数量；过去四年国内上市车型数量复合增速20%；我们预计轮胎花纹数量增速对应也在20%左右。

我们估算中国模具市场规模未来三年将从31亿增长到41亿元，CAGR11%左右；全球轮胎模具需求未来三年将从100亿增长到115亿元，CAGR6%。

■ 2013H1行业增速显著反弹，未来一年趋势能够持续

2013H1国内模具市场增速15%，比2011/2012年8%左右增速显著反弹。主要原因：1) 上半年汽车销量增速比2011/2012年加快；2) 美国特保案到期，轮胎出口增速加快；3) 经济活动加速，轮胎更新需求加快；

我们预计未来一年模具需求将维持15%左右增长：1) 瑞银预计2013H2/2014年汽车销量增速13%/9%；2)经济活动企稳回升，替换胎需求上升；3) 国内车型数量增速维持在20%左右；4) 海外轮胎市场上半年逐季复苏，2013H1增速3%，由于2009年新车大幅增长，2013年替换胎需求开始释放，我们预计轮胎市场逐季复苏趋势将延续。

■ 凭借高质量低成本优势，提高全球市场占有率

豪迈目前全球市场份额约5%，是最大的独立模具企业。我们相信豪迈能够持续提高其全球市场份额，主要基于其三点竞争优势：1) 产品质量达到国际一流水平；2) 低成本优势：我们测算其生产成本比海外竞争者低30%，因此其能做到售价低20%-30%，但毛利率比竞争对手高15%；3) 交货期短，国内工作时间灵活，交货期比海外竞争者短50%；

我们认为其低成本优势能够持续：1)低人工成本：人工薪酬占成本20%，国外竞争者几乎没有在国内建厂；2) 独特的生产工艺：公司自主研发并不断升级的电火花工艺投资是竞争对手的30%-50%，3) 规模经济优势。我们测算这三点分别贡献成本优势的17%/10%/4%。

■ 海外客户开拓取得成效，乘用车模具持续放量

经过3-5年的海外客户的开发，豪迈在2012-2013年陆续成为全球前十的轮胎企业的核心模具供应商，正从小批量往大批量供货发展，我们相信豪迈未来几年在全球前十的客户中的销量将持续快速增长；

我们相信其乘用车模具增速将快于载重胎，并且持续增长。精铸铝项目今年年底完全投产后，公司的乘用车模具产能达到7000套，产量占比已从2010年30%提高到50%，业务结构更加合理。由于电火花制造工艺的积累，其精铸铝在成本和质量上有较大优势。

关键催化剂

- 公司在海外客户的开拓进展更快，比如取得米其林的最高等级认证，或者获得海外巨头大额订单；
- 乘用车和商用车销量增速加快；
- 公司三季报和年报业绩超出市场预期；

风险

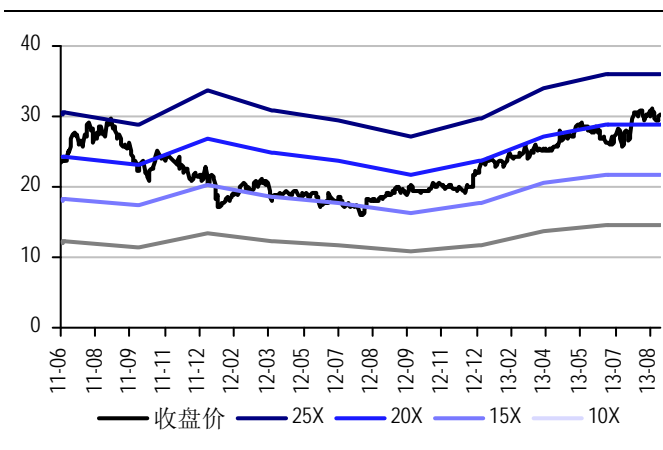
- **市场风险：**汽车销量是轮胎模具需求的先行指标，如果汽车销量增速大幅下滑甚至负增长，轮胎模具的需求也会受到影响，公司业绩面临风险；
- **政策风险：**国内轮胎产量中30%-40%出口海外，海外出口受到贸易政策的影响。如果未来几年主要出口国家出台类似于美国特保法案的贸易保护主义政策，或使得国内的轮胎产量增速下降甚至负增长，模具需求也会受到影响，公司业绩面临风险；
- **原材料价格风险：**模具的主要原材料锻钢，铸钢，铝材等占到产品成本的50%，如果原材料价格大幅上涨，公司不能及时充分调整产品销售价格，会对公司业绩产生负面影响；

估值和推导我们目标价的基础

我们预测公司2013-2015销售收入分别为11.9/15/19.5亿，净利润为3.2/4.1/5.2亿元，EPS分别为1.59/2.03/2.60元，CAGR38%左右。

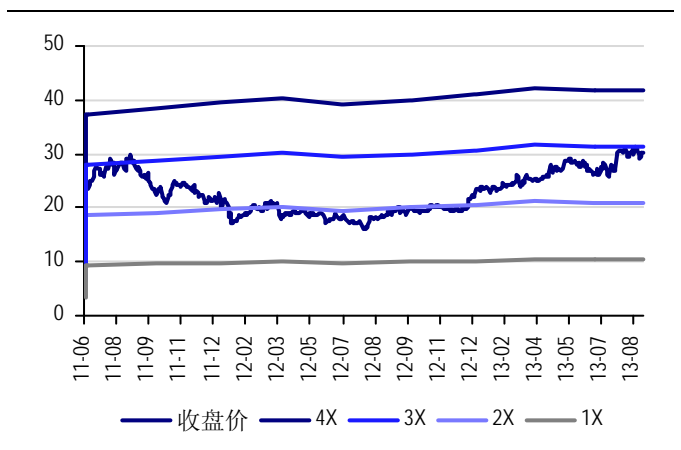
从估值看，公司的PE-BAND在15-20倍左右，PB-BAND在2-3倍左右。我们认为对应于其业绩的高增长，目前的估值过低；与A股同产业链上市公司相比，行业平均估值水平25倍左右，对应复合增速40%左右，公司目前的PE低于行业平均水平。

图3:豪迈科技PE-BAND



数据来源：WIND

图4:豪迈科技PB-BAND



数据来源：WIND

表1:A股上市公司估值对比表

估值比较	路透代码	股价 (元)	市值(百 万元)	EPS预测(元)				近3年利润 平均复合增 速	市盈率(x)			
				2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
A股上市公司												
巨轮股份	002031.sz	7.21	3,402	0.24	0.39	0.51	0.64	39%	30	18	14	11
软控股份	002073.sz	9.01	6,689	0.28	0.33	0.50	0.70	35%	32	27	18	13
赛象科技	002337.sz	9.43	1,866	0.06	0.33	0.43	0.53	160%	148	28	22	18
平均值									70	25	18	14
豪迈科技	002595.sz	29.88	6,072	0.99	1.59	2.03	2.60	38%	31	19	14	11

数据来源: WIND, 瑞银证券估算。股价、市值、市场一致预期是2013年9月5日数据。豪迈科技为瑞银证券估算, 其余未市场一致预期。

我们给予公司40元的目标价和“买入”评级。我们的目标价基于瑞银现金贴现VACM模型得出(WACC=8.2%), 此目标价对应2013-2014年PE为25/20倍。

表2: 豪迈科技的VACM估值表

相对年 财年	+1E 2013E	+2E 2014E	+3E 2015E	+4E 2016E	+5E 2017E	+6E 2018E	+7E 2019E	+8E 2020E	+9E 2021E	+10E 2022E
息税前利润	357	464	598	743	952	917	1,057	1,197	1,331	1,451
折旧及摊销*	120	92	96	102	107	115	139	167	197	229
资本支出	(175)	(125)	(185)	(205)	(125)	(130)	(156)	(184)	(214)	(244)
运营资本变动	(411)	(218)	(294)	(344)	(541)	(590)	(652)	(728)	(793)	(843)
所得税(营运)	(54)	(70)	(90)	(111)	(143)	(229)	(264)	(299)	(333)	(363)
其他	(14)	(9)	(14)	(13)	(21)	(22)	(25)	(28)	(30)	(32)
自由现金流	(176)	135	112	171	230	60	100	126	158	198
增长		NM	-16.8%	52.6%	34.6%	-73.7%	65.3%	26.2%	25.7%	25.0%

估值	
明计现金流现值	1,014
期末价值(第15年)现值	5,775
企业价值	6,790
占永续价值百分比	85%
联营公司及其他	0
-少数股东权益	0
现金盈余**	724
-债务***	7
权益价值	7,507
已发行股数[m]	200.0
每股权益价值(Rmb/股)	37.50
权益成本	8.2%
股息收益率	1.7%
1年期目标价(Rmb/股)	40.00

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	16.2%	12.1%	11.0%
息税前利润率	19.0%	12.4%	8.0%
资本支出/销售收入	3.2%	3.1%	3.0%
投资资本回报率	17.4%	11.5%	7.8%

估值对应指标			
财年	2013E	2014E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	14.2x	12.2x	12.8x
企业价值 / 息税前利润	19.0x	14.6x	15.8x
自由现金流收益率	NM	2.0%	0.5%
市盈率(现值)	23.6x	18.5x	19.9x
市盈率(目标)	25.2x	19.7x	21.2x

加权平均资本成本	
无风险利率	3.70%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.90
债务/权益比	0.1%
边际税率	25.0%
权益成本	8.2%
债务成本	5.7%
WACC	8.2%

期末假设值	
VCH(年数)	15
对应的自由现金流增长	8.1%
投资资本回报率增幅	8.1%
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	7.3x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

Source: 瑞银证券估算

瑞银预测对比市场预期

我们的收入预计比市场高20%-30%，我们的净利润预计比市场高12%-19%。我们与市场不同的观点在于：

- 市场可能认为豪迈模具主要用于重卡和工程机械轮胎生产，受经济周期波动太大。2010年公司上市时载重胎和工程胎合计占比70%，但是过去2年，由于公司精铸铝产能扩张，以及获得国外轮胎巨头的认可，公司的乘用车模具增长较快。我们预计到今年年底乘用车模具收入占比能够达到45%-50%，公司的业务结构已经更加合理；

- **市场可能认为豪迈的乘用车模具没有竞争优势。**我们认为其乘用车模具的优势在于：1) 电火花工艺积累的制造能力；2) 通过电火花工艺和载重胎获得的客户基础和客户认可。我们相信其乘用车模具增速会比载重胎模具快，并能持续增长；
- **市场可能认为海外市场开拓存在瓶颈。**全球约40%的模具市场被自有模具厂占据，市场可能认为公司海外开拓的市场空间有限。我们认为由于豪迈产品的质量和价格优势，海外客户将加大外购力度，自产模具的比例会下降。我们已经看到普利司通等关闭自有模具厂，加大外购的动作。

表2:瑞银预测对比市场一致预测

百万元	2013E	2014E	2015E
营业收入			
瑞银预测	1186	1500	1951
市场预期	978	1227	1499
差幅	17.56%	18.17%	23.15%
净利润			
瑞银预测	317	406	521
市场预期	280	353	440
差幅	11.72%	13.01%	15.47%

数据来源：WIND，瑞银证券估算，市场一致预期截至2013年9月5日。

乐观/悲观情景分析

- **乐观情景：**如果公司开拓海外客户的努力进展更快，公司的业绩可能比我们预计更好。乐观情况下，2014年EPS或能达到2.3元，在假设PE为20倍的情况下，每股估值可能达到46元；
- **悲观情景：**如果公司开拓海外客户的努力进展更慢，或者已有的海外客户转移供应商，公司业绩可能低于预期。悲观情况下，2014年EPS或为1.8元，假设PE为20倍情况下，每股估值可能达到36元。

轮胎模具：持续稳定增长的消耗品

轮胎模具是轮胎定型硫化的关键装备。模具应用在轮胎生产过程的硫化工艺中,通过硫化机和模具的定型硫化，轮胎从生胎变为熟胎，并在表面形成花纹。轮胎的大小、样式和花纹都由轮胎模具决定。

轮胎模具需求的驱动因素有两点：1) 轮胎的产量。轮胎模具是轮胎生产过程的消耗品，平均而言，一套模具能够硫化出1.3-1.5万条轮胎，因此模具需求量与轮胎产量直接相关；2) 轮胎的花纹和型号。新花纹和型号需要开发新的模具，新花纹的样式越多，模具需求种类越多。

驱动力一：轮胎产量

中国的产量：预计未来三年复合增速 10%左右

轮胎的需求按下游应用不同可分为乘用车胎和载重胎。其中乘用车胎占比约70%，载重胎占比30%；按轮胎作用不同，可分为新车胎和替换胎，统计数据

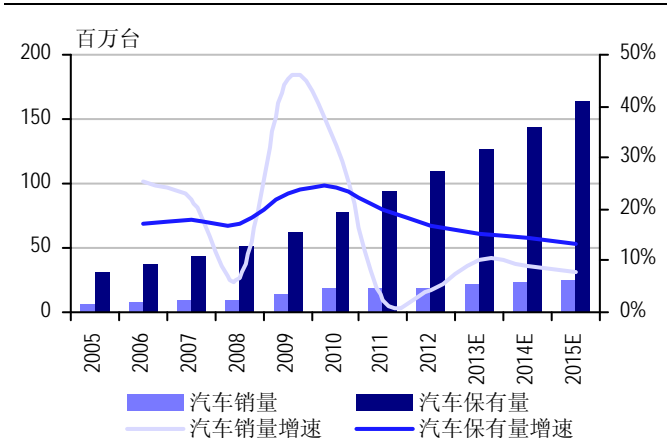
表明，欧美成熟经济体替换胎/新车胎占总需求的比重为75%/25%，而新兴市场国家，替换胎与新车胎的比重为55%/45%。

乘用车胎的需求主要与两点相关：1) 乘用车的保有量。保有量对应替换胎需求，由于乘用车的更换频率基本稳定，其替换胎的需求增速与保有量增速基本一致；2) 乘用车的产量：汽车产量对应于新车胎需求。

载重胎的需求主要与三点正相关：1) 卡车保有量；2) 经济活跃程度：与乘用车胎不同，载重胎更新频率受到经济活动的显著影响。卡车胎平均替换周期8万公里，经济越活跃，货运量越大，其替换频率越高；3) 卡车销量，卡车销量对应于新车胎需求。

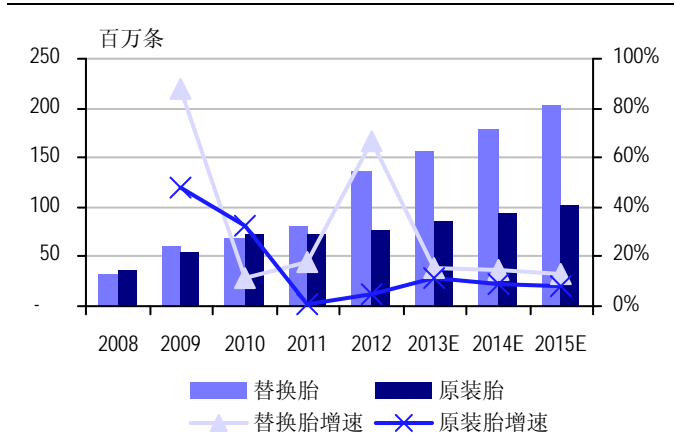
国内市场：瑞银汽车研究员预计2013-2015年的汽车销量增速为10%/9%/8%，对应的新车胎需求增速为12%/9%/8%；由于过去几年国内汽车保有量快速增长，保有量对应的替换胎增速快于新车胎，我们测算替换胎增速分别为14%/12%/12%。（详细测算过程见表3）

图5:汽车销量与保有量及增速



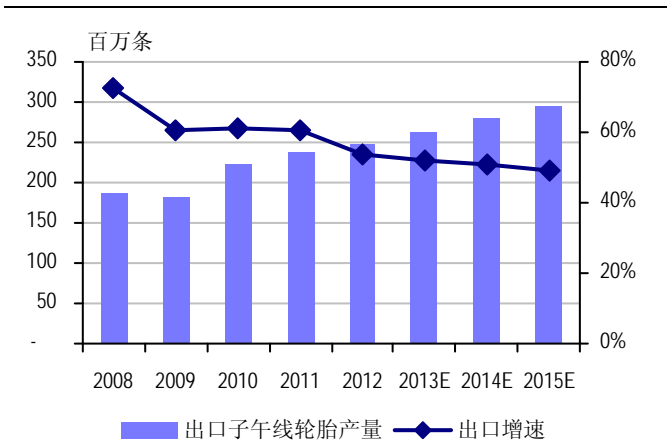
数据来源：中汽协，瑞银证券估算

图6:国内市场轮胎需求量及增速



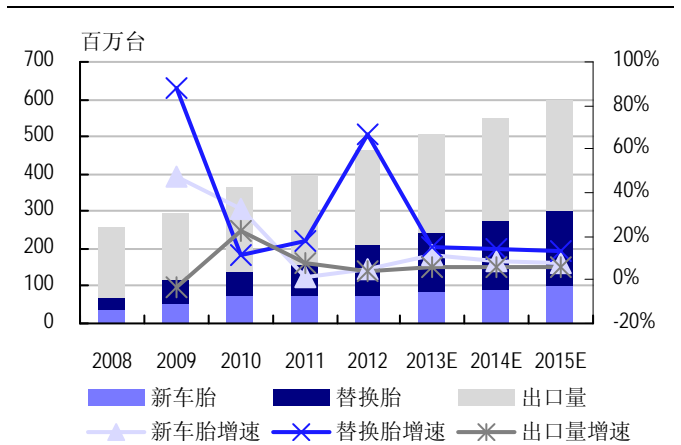
数据来源：国家统计局，瑞银证券估算

图7:中国轮胎出口量占产量比重



数据来源：国家统计局，瑞银证券估算

图8:中国轮胎产量预计



数据来源：国家统计局，瑞银证券估算

出口市场：国内轮胎产量中40%-50%出口，中国轮胎的出口目的地主要是欧美国家，我们预计出口的增速跟全球轮胎需求增速持平，未来三年CAGR6%左右；

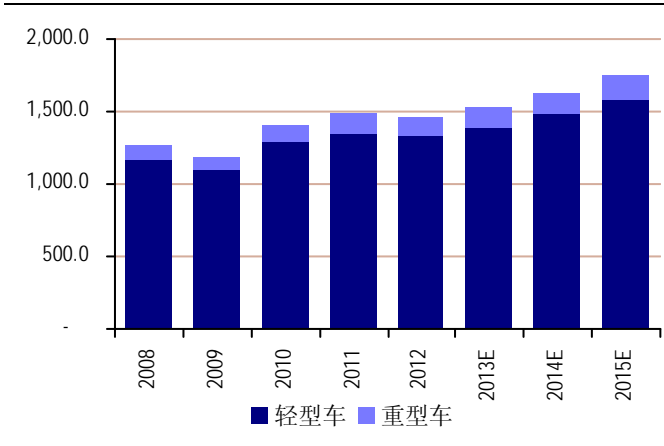
综合国内市场和出口市场，我们预计2013-2015年中国的轮胎产量增速分别为10%/9.0%/9%。

海外的产量：预计未来三年复合增速 6%左右

瑞银预计未来三年全球轮胎需求增速6%左右。瑞银海外轮胎行业研究员预计2015年全球轮胎需求从2012年的14.63亿条增长到17.5亿条，年均复合增速6%左右。其中卡车胎从1.28亿条增长到1.62亿条，CAGR8%，轿车及轻卡胎从13.3亿条增长到15.9亿条，CAGR6%

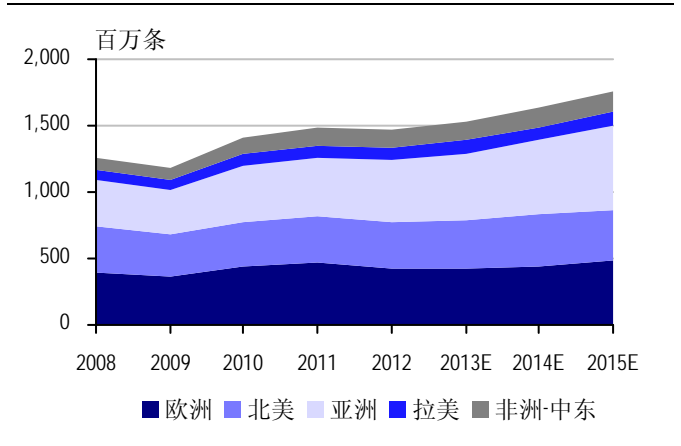
剔除中国产量后，我们预计2013-2015年海外轮胎产量从10亿条增长到11.5亿条，复合增速6%左右。

图9:全球轮胎需求预测



数据来源: Michelin, 瑞银证券估算

图10:全球各主要市场轮胎需求预测



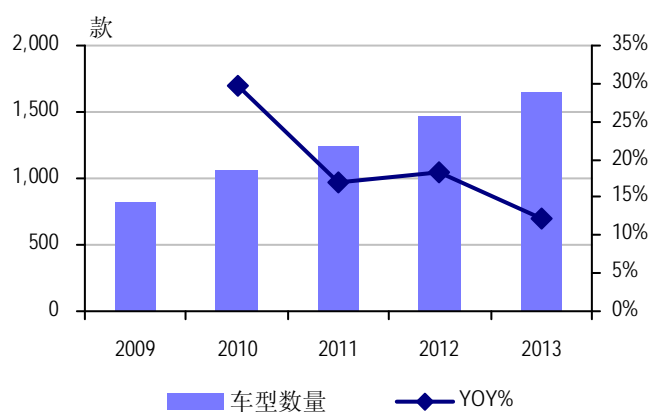
数据来源: Michelin

产量增速和需求增速之间受到库存量的影响，但整体上趋于一致。我们预计未来三年中国的轮胎产量增速约10%左右，海外的轮胎产量增速6%左右。

驱动力二：轮胎花纹和型号

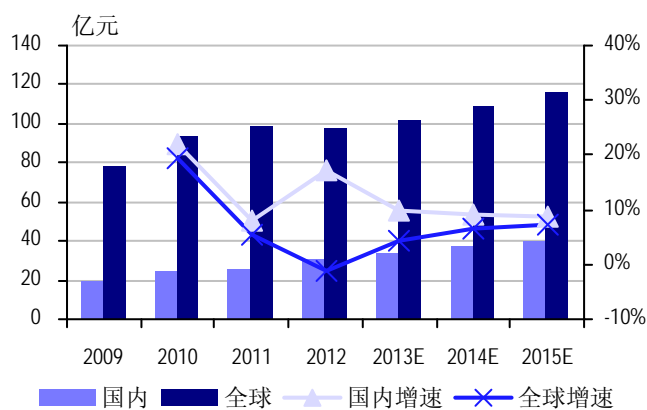
模具需求第二个驱动力是轮胎的花纹和型号。不同花纹和型号的轮胎要求使用不同的模具，而轮胎的花纹和型号与车型有关。过去几年，国内上市的新车型数量持续增长，带动了轮胎模具需求增长。我们统计，国内上市的新车型数量从2009年的820种增长到2013年的1700种，复合增速20%；我们预计未来轮胎花纹和型号增速维持在20%左右。

图11:国内的车型以及更新的车型



数据来源：中汽协，瑞银证券估算

图12:国内和全球的轮胎模具的需求



数据来源：瑞银证券估算

全球轮胎模具市场预测

根据轮胎产量，轮胎花纹的增速预计，我们测算中国的轮胎模具市场规模未来三年将从31亿元增长到41亿元，CAGR11%左右；全球轮胎模具的需求未来三年将从100亿增长到117亿，CAGR6%左右。

表3:全球轮胎模具需求预测

千辆/千条	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
中国市场							
汽车销量	13,645	18,062	18,505	19,306	21,237	23,148	25,000
YOY%		32%	2%	4%	10%	9%	8%
汽车产量	13,764	18,243	18,432	19,271	21,510	23,446	25,322
YOY%		33%	1%	5%	12%	9%	8%
新车胎产销量	55,055	72,971	73,727	77,084	86,041	93,785	101,288
YOY%		33%	1%	5%	12%	9%	8%
汽车保有量	62,806	77,964	93,563	109,331	126,177	144,255	163,497
YOY%		24%	20%	17%	15%	14%	13%
替换胎需求量	116,752	141,885	154,766	212,384	242,189	272,304	303,619
YOY%		22%	9%	37%	14%	12%	12%
子午线轮胎出口量	181,284	221,772	238,398	248,118	263,005	278,785	295,513
YOY%		22%	7%	4%	6%	6%	6%
子午线轮胎总产量	298,036	363,657	393,164	460,502	505,194	551,089	599,132
轮胎产量增速%		22%	8%	17%	10%	9%	9%
车型增速%		20%	17%	18%	20%	15%	15%
模具增速%		26%	9%	20%	12%	10%	10%
中国轮胎模具需求: 数量(套)	19,869	24,244	26,211	30,700	33,680	36,739	39,942
金额(亿元)	20	24	26	31	34	37	40
海外市场							
海外轮胎产量	881764	1,044,243	1,089,336	1,002,498	1,023,006	1,079,911	1,151,068
YOY%		18%	4%	-8%	2%	6%	7%
海外模具需求: 数量(套)	58,784	69,616	72,622	66,833	68,200	71,994	76,738
金额(亿元)	59	70	73	67	68	72	77
全球市场							
全球模具需求: 数量(套)	78,653	93,860	98,833	97,533	101,880	108,733	116,680
金额(亿元)	79	94	99	98	102	109	117
YOY%		19%	5%	-1%	4%	7%	7%

数据来源: 瑞银证券估算

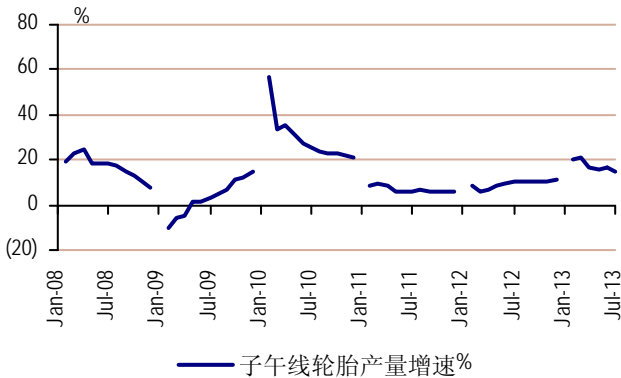
未来一年的情况会怎样?

中国市场: 上半年增速显著加快, 下半年有望维持此增速

2013年上半年, 国内轮胎产量增速显著加快。1-7月, 累计产量约3.2亿条, 同比增速约15%, 比2011/2012年轮胎产量增速6%/9%显著加快。主要的原因:

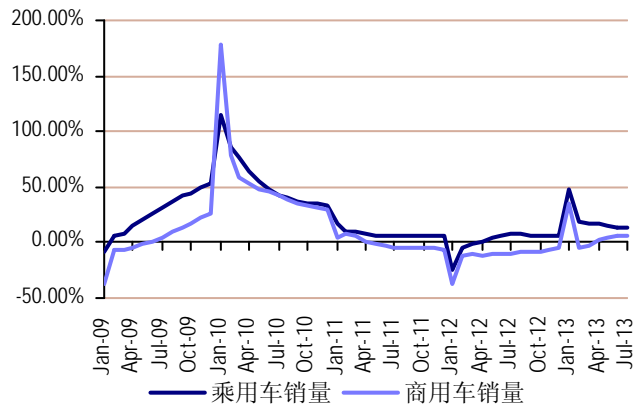
- 上半年汽车以及重卡的销量增速加快; 1-7月, 国内乘用车累计销量同比增长13%, 比2011/2012年销量增速5%/7%显著加快; 商用车销量同比增长6.6%, 比2011/2012年销量增速-6%/-6%加快;

图13:2013H1国内轮胎产量增速显著快于2011/2012



数据来源: WIND

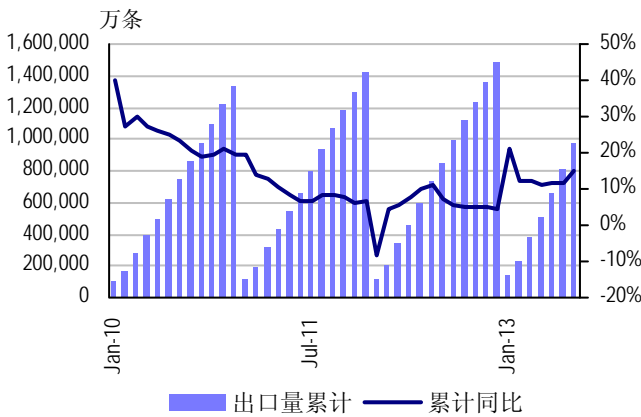
图14:2013H1国汽车销量显著快于2011/2012



数据来源: 中汽协

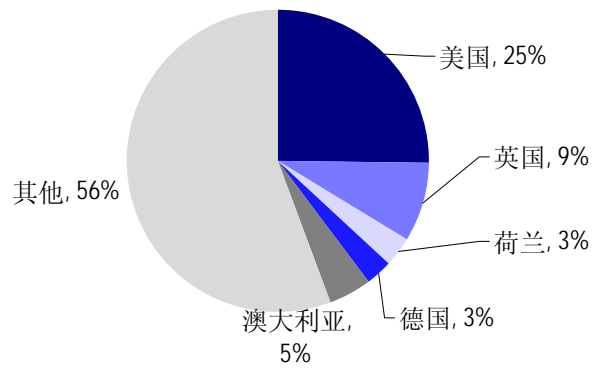
- **特保案到期, 出口销量增速加快;** 子午线轮胎出口数量占国内轮胎总产量的40%-50%, 其中出口美国占出口量的25%。2012年10月, 美国特保案到期, 国内轮胎出口反弹。1-7月, 轮胎出口增速15%左右, 比2011/2012年7%/4%的增速显著反弹;
- **经济活动加速, 更新需求加快;** 商用车的轮胎的平均更新周期约8万公里, 替换需求与经济活跃程度密切相关, 经济繁荣, 更新需求会加快;

图15:2013H1轮胎出口增速显著反弹



数据来源: 国家统计局

图16:国内轮胎出口的目的地 (2012年)

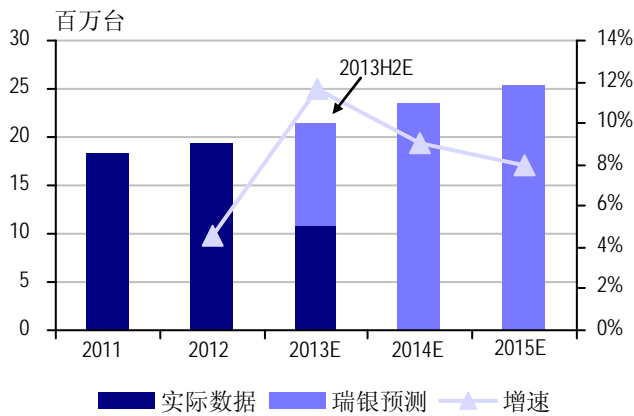


数据来源: 国家统计局

展望未来一年: 我们预计国内轮胎需求维持10%左右的增速。轮胎模具的需求增速12%-15%左右

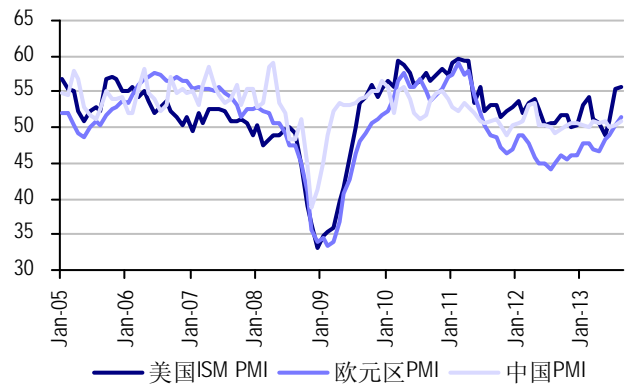
- **未来1年新车胎销量增速维持在10%左右。** 瑞银预计2013H2国内汽车销量增速约10%, 2014年汽车销量增长9%, 对应的新车胎销量增速约10%左右;
- **经济活动企稳回升, 汽车的替换胎需求上升。** 根据汽车保有量数据计算, 我们预计替换胎需求增速12%左右, 并且增速会随着经济活动回升而加快;

图17:汽车产量增速预测



数据来源：中汽协，瑞银证券估算，2013年实际数据截至6月。

图18:全球主要经济体PMI数据



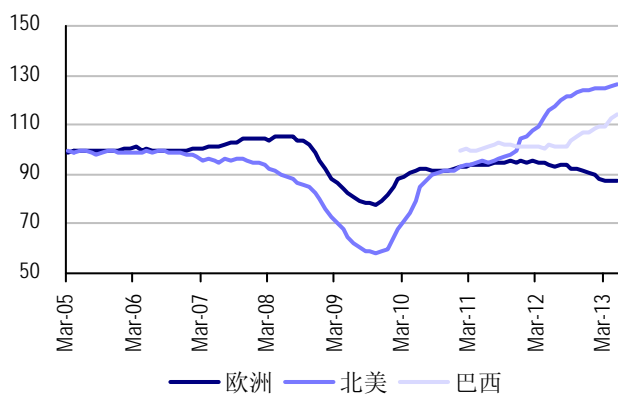
数据来源：WIND

海外市场：替换胎需求释放，逐季复苏趋势将延续

今年以来，海外地区的轮胎产量增速约3%，呈现逐季微弱复苏的趋势。主要有几个特点：

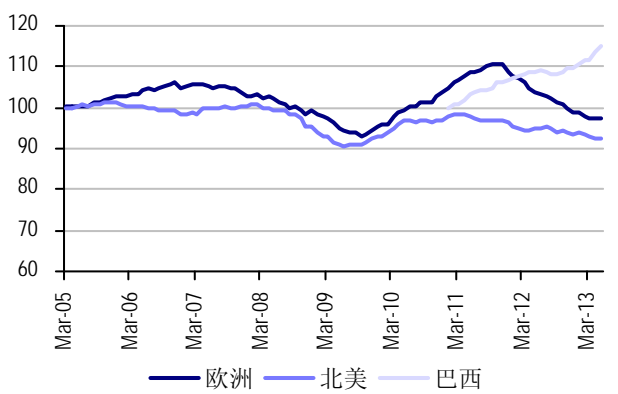
- 巴西等南美市场需求旺盛。不论是轿车胎还是卡车胎，替换需求和新车需求都很旺盛，从2012年底以来显著反弹，指数均创出或接近历史新高；
- 北美市场上，轿车新车胎显著反弹。同比增长30%左右，替换胎需求和卡车胎需求同比下降1%-3%；
- 欧洲市场上，卡车胎明显复苏。新车胎需求相比去年年底增长了19%，替换胎比去年年底增长8%；

图19:轿车新车胎市场指数



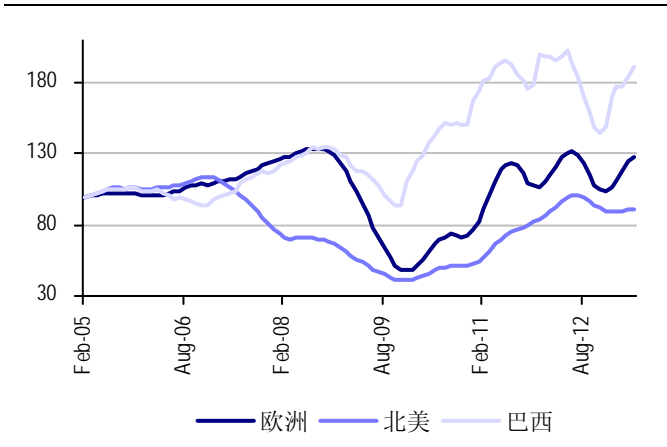
数据来源：Michelin

图20:轿车替换胎市场指数



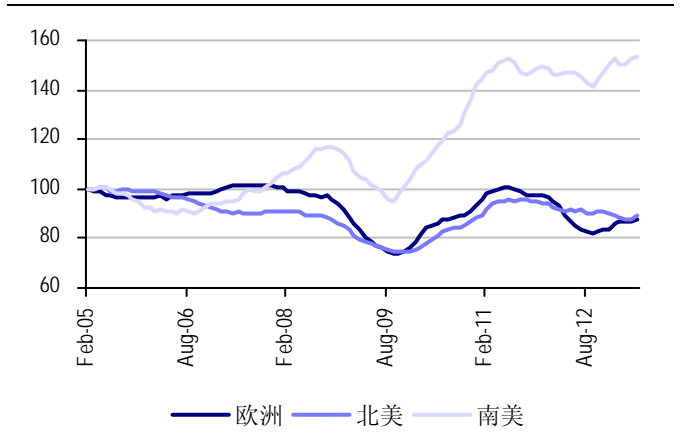
数据来源：Michelin

图21:卡车新车胎市场指数



数据来源: Michelin

图22:卡车替换胎市场指数



数据来源: Michelin

瑞银海外团队看好2013H2和2014年轮胎市场, 预计未来一年轮胎增速4.5%左右, 据此我们预计对应的模具需求增速在4%左右。主要的原因:

- 看好欧美成熟国家替换胎市场: 2009-2012年, 在各国刺激政策推动下, 汽车销量大幅增长。2013年开始, 这些汽车轮胎的替换需求开始释放, 带动欧美替换胎市场增长。
- 欧美经济企稳回升: 欧元区经济结束持续6个季度的环比衰退, 实现0.3%的环比增长; 美国经济保持温和复苏; 欧美经济的企稳回升有望带动新车胎的需求;

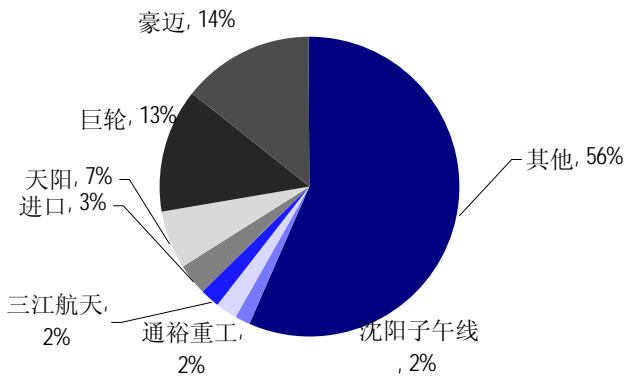
竞争分析

行业吸引力评估: 寡头垄断的竞争格局

国际市场独立模具企业占据60%市场。全球轮胎模具40%的份额掌握在轮胎企业自己手中, 如固特异, 普利司通, 米其林有自己附属模具厂。韩国世华和豪迈是全球最大的独立模具企业, 2012年市场占有率分别为8%/5%左右, 其余的模具产能掌握在一些家族企业和小企业手中, 如德国Az公司, 德国Herbert公司等。

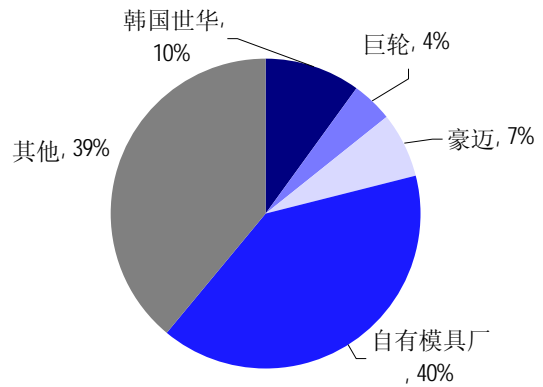
国内市场行业集中度高。国内的轮胎模具市场中, 豪迈, 巨轮, 天阳三家合计占到了40%的市场份额, 2012年豪迈和巨轮的市场份额分别是23%和15%。

图23:2010年国内模具的市场竞争结构



数据来源：《2011年模具工业年鉴》

图24:轮胎模具全球市场竞争结构（2012年）



数据来源：公司数据

在全球范围内，豪迈海外最大的竞争对手是韩国世华。2012年世华销售收入约10亿人民币，其产能约13000套铝制模具，其中韩国本部产能约7000套，全球其他地方产能约6000套。世华在中国有三个生产基地，位于天津和南京。除世华外，其余海外模具企业基本都没有在中国设立生产基地。

我们注意到，最近几年，轮胎模具产业的竞争格局有几个变化：

- **海外模具厂关闭产能。** 由于中国模具企业产品质量和性能已经达到国际领先水平，具有较高的性价比优势。海外大轮胎企业加大从中国的模具采购量，减少自给量；比如普利司通关闭了其自有的三个模具厂中的一个，欧洲的模具企业被收购或者破产；
- **国内模具企业转型或退出模具行业。** 比如巨轮开始转型做轮胎设备以及机器人设备；天阳模具产值一直维持在1亿左右停滞不前；一些小的模具厂经营困难。
- **行业下游集中度有望提高。** 2012年下半年工信部已经发布《轮胎翻新行业准入条件》，据媒体报道，2013年底将出台《轮胎行业准入条件》，小的轮胎企业或被关闭或收购，行业集中度会提高，对应的小轮胎模具企业或被关闭或收购。

竞争优势：质量一流，成本领先

轮胎模具的竞争主要体现在三个方面：

- **质量：** 模具的主要性能包括：稳定性，精度保持性，花纹结构复杂性；模具应用于轮胎的最终成型，对轮胎的性能有直接影响，因此轮胎企业对于模具质量要求严格。
- **交货期：** 轮胎的花纹样式更新周期越来越快，要求模具企业有更快的交货期；
- **价格：** 模具是轮胎生产中重要的耗材，一个1000万条产量的轮胎企业，年模具采购量约7000万元，价格是采购时重要的考虑因素。

我们认为豪迈有三方面的竞争优势：1) 质量达到国际一流水平；2) 成本低于竞争对手；3) 交货期更短

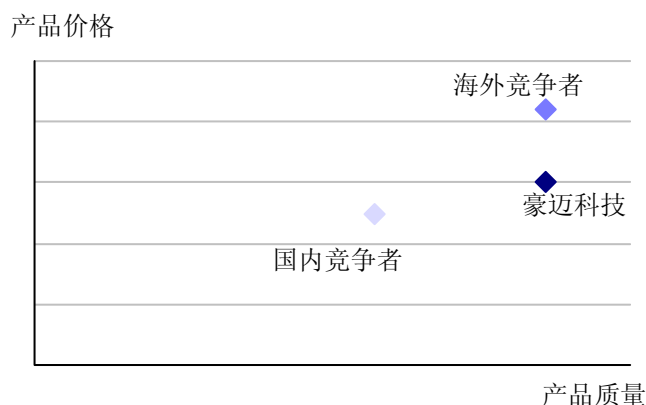
竞争优势一：质量达到国际一流水平

豪迈的模具产品，在花纹附和性，钢片数量，花纹间隙和圆跳动方面都达到了世界领先水平，可以满足国际顶级客户和最复杂的轮胎加工要求。由于产品性能更好，豪迈的产品价格比国内同行业公司高2%-5%左右，毛利率高7-10个百分点。

竞争优势二：成本持续低于竞争对手

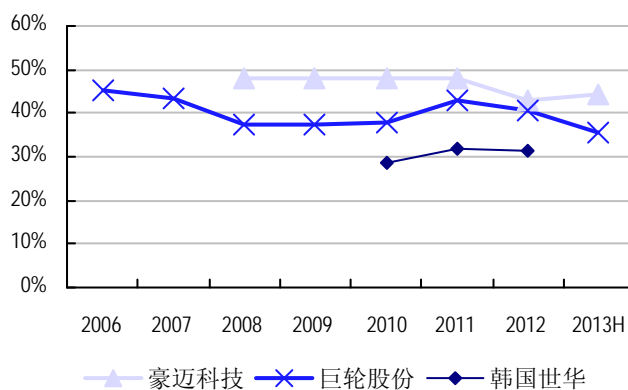
与国外竞争对手相比，豪迈的模具价格便宜20%-30%，但其毛利率比海外竞争者高15个百分点。我们认为成本优势是豪迈最大的竞争优势，其总成本领先的优势来源有三点：

图25:豪迈产品性价比具有优势



数据来源：瑞银证券估算

图26:三家轮胎模具公司毛利率对比

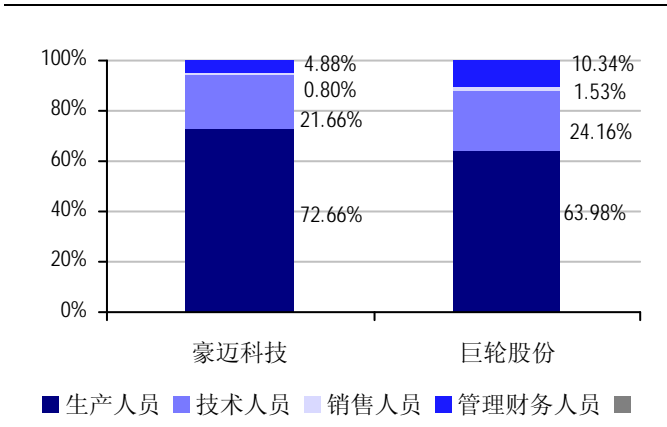


数据来源：公司数据

优势来源一：劳动密集型行业与低人工成本

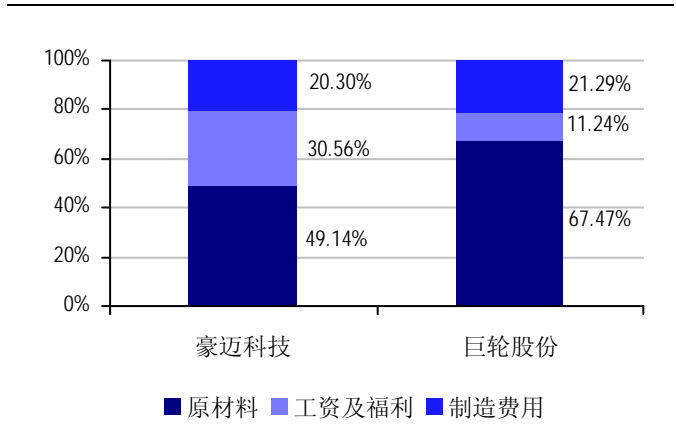
- 远低于欧美竞争者的人工成本。轮胎模具行业是劳动密集型企业，需要大量人工进行模具的后处理，包括修补，检验等工序，难以用自动化设备替代。人工成本占成本比重20%左右，豪迈一线工人的平均薪酬约3000-5000元/月，远低于欧美蓝领工人20000-30000元/月的薪酬。

图27:模具公司人员结构



数据来源：公司数据

图28:轮胎模具成本结构



数据来源：公司数据

优势来源二：自主开发并不断升级的生产工艺

轮胎模具的加工工艺主要有数控机床、精铸铝和电火花三种。精铸铝模具主要用于轻卡/轿车胎的生产，数控机床加工用于载重胎生产。豪迈的生产工艺以电火花为核心，其特点在于：1) 加工精度高，可加工任何复杂花纹；2) 加工成本低；3) 应用范围广：可加工铝制和钢制模具。

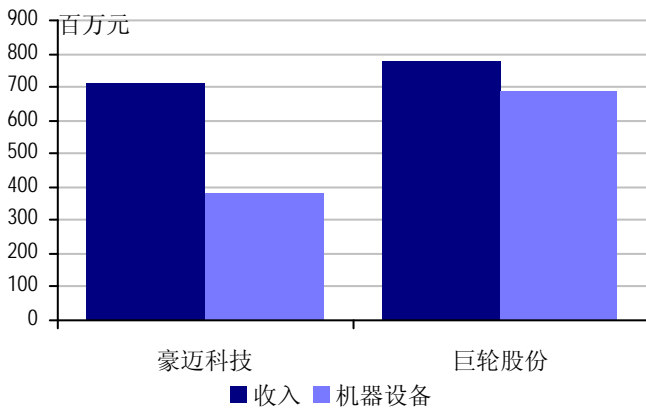
表4:模具加工三种工艺优缺点

	加工成本	加工质量		加工效率	工艺适用性
		精度	花纹复杂程度		
精铸铝工艺	批量生产时成本低	精度低	可加工非常复杂花纹	高	主要用于乘用车模具
电火花	批量生产时成本低	精度高	适应任何复杂花纹	普通电火花机床效率低，豪迈自主研发使得加工效率较高	可用于载重胎，乘用车模具
数控机床	五轴数控机床，加工成本高	精度高	适应简单花纹	高	花纹简单的载重胎和工程胎模具

数据来源：瑞银证券

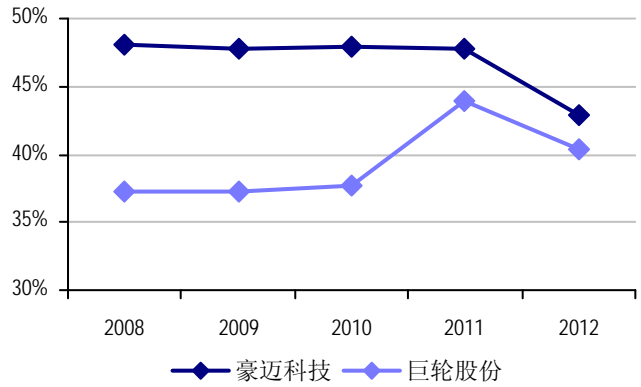
- **电火花工艺在载重胎等钢制模具的生产上具有绝对优势。**精铸铝不能用于载重胎的加工，与数控雕刻加工载重胎相比，电火花工艺具有绝对的成本优势，主要原因是：轮胎模具加工的五轴数控中心需要进口，价格昂贵；而豪迈自己研发的电火花机床成本便宜，只有进口设备的1/2至1/3，我们测算由于电火花设备折旧较低使得其成本比数控机床成本低7%-10%左右；

图29:轮胎模具公司收入和设备配比 (2012年)



数据来源: 公司数据

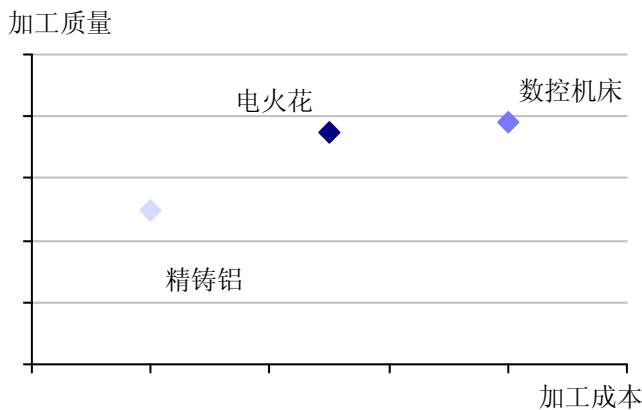
图30:两家公司模具产品的毛利率对比



数据来源: 公司数据

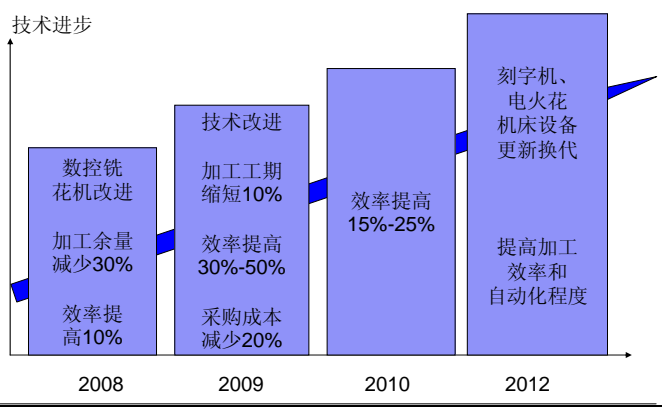
■ **自主研发升级生产工艺, 解决加工效率和精度的缺陷。**电火花机床在国内其他企业没有大规模应用, 主要的原因是通用的电火花机床自动化程度和加工效率低, 需要人工干预造成加工精度不足。豪迈的轮胎模具生产工艺和设备基本都自己研发制造。1997年其研制出国内第一台轮胎模具专用电火花机床, 通过8代升级改造, 不断提高电火花机床的自动化程度, 加工精度和效率, 目前其电火花工艺在国内外已罕有竞争对手。

图31:轮胎模具的三种加工工艺对比



数据来源: 瑞银证券估算

图32:公司通过不断升级提高效率 and 自动化程度



数据来源: 公司资料

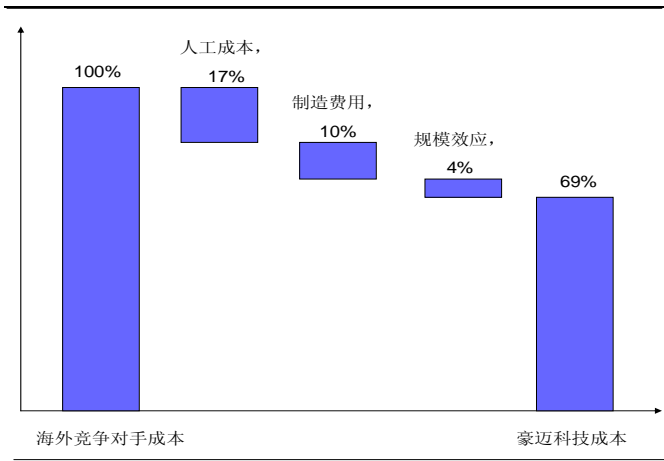
■ **优秀的制造能力使得豪迈的精铸铝工艺后来居上。**精铸铝的工艺是乘用车模具制造的主流工艺。其特点是可以加工非常复杂的花纹, 批量生产时成本低, 缺点是精度低。豪迈上市后募投项目用于精铸铝模具生产, 其精铸铝模具的成品率比海外竞争者高2-5个百分点, 价格比海外竞争者低20%, 而其毛利率比海外对手仍然高15个百分点左右。低成本优势仍然是其主要竞争优势。

优势来源三：规模经济效应

采购价格有优势。轮胎模具的成本中50%是钢材，铝材等原材料。豪迈目前的模具产量全球最大，年采购钢铝约3万吨，能够获得比小模具企业和海外竞争对手低3%-4%的采购价格。

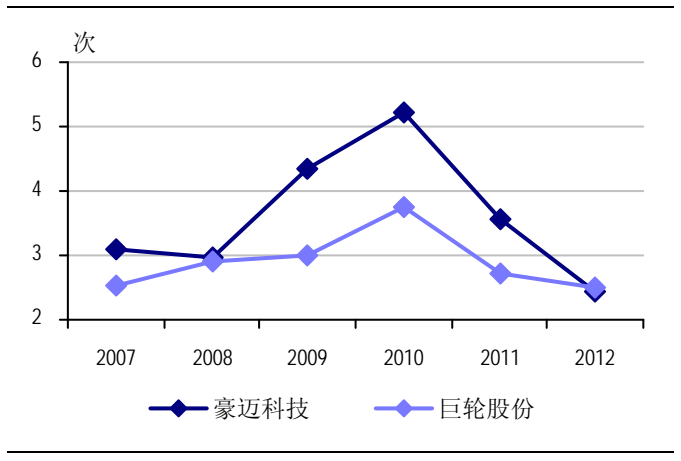
我们测算，豪迈的生产成本比海外竞争对手低30%左右，其中17%来自于较低的人工成本，10%来自于独特的生产工艺和更高的成品率，4%来自于规模经济优势。

图33:豪迈成本优势



数据来源：瑞银证券估算

图34:模具公司的存货周转率



数据来源：公司数据

竞争优势三：交货期更短

由于国内工作时间更灵活，豪迈的交货期更短。豪迈模具生产周期可达到45天，平均生产周期2个月，比海外竞争对手的供货周期缩短50%。

管理层策略

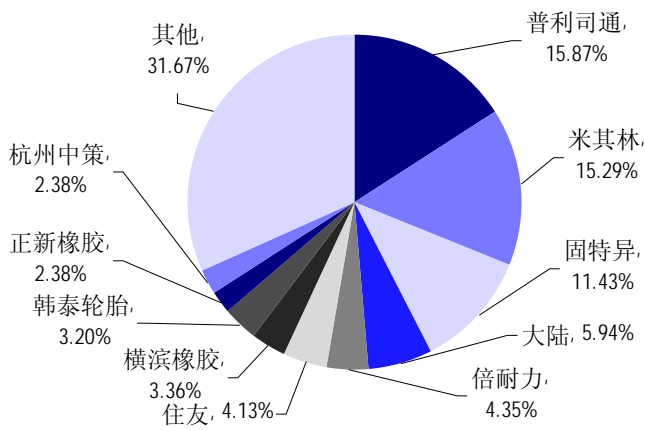
策略一：扩大在海外轮胎巨头采购市场中的份额

全球轮胎市场是垄断竞争的格局。全球前十大轮胎企业占据70%市场份额，其中普利司通，米其林，固特异前三大企业占据了全球42%份额。

海外客户认证周期长，2013年取得较大突破。海外客户的认证需要经历“交流接触——试做试用——小单生产——大单订购”的过程。从接触到小单生产需要2-3年时间，从小单到大单订购需要2-3年时间，整个认可周期在4-6年左右。

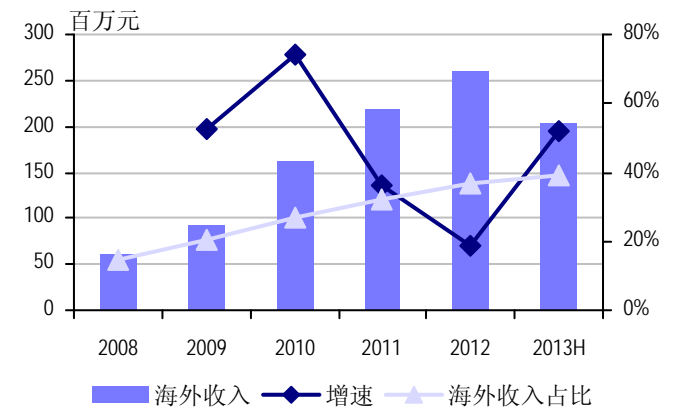
经过3-4年的开拓，2011-2012年以来，公司陆续获得普利司通，米其林，固特异等轮胎巨头的认可，目前全球前十大轮胎企业基本都将豪迈列为核心供应商。2013年以来，部分轮胎巨头已从小批量采购到大批量供货。我们认为豪迈未来几年在全球前十的客户中的销量将持续快速增长，在普利司通，米其林等客户的模具销售将突破瓶颈放量增长。

图35:全球轮胎市场竞争格局



数据来源：欧洲橡胶杂志

图36:海外销售收入，增速及占总收入比重



数据来源：公司数据

表5:公司获得的海外客户的认证情况

海外客户	资质	资质取得时间
德国大陆	A级供应商	2011/2012
固铂轮胎	最佳供应商	2011/2012
固特异	全球最大外部模具供应商，最佳模具供应商	2008/2010/2011
普利司通	全球最大的外部供应商	2011/2012
普利司通	国内首家“亚洲地区模具合格供应商”证书	2007
米其林	供应商杰出表现奖，亚洲地区唯一B级供应商	2009/2012

数据来源：公司数据

策略二：利用制造优势扩大乘用车模具产量

海外的乘用车模具一般都是用精铸铝工艺生产。精铸铝模具虽然精度低，容易损坏，但由于批量生产时成本低，能够加工复杂花纹，在乘用车模具生产中广泛应用。豪迈上市前并没有精铸铝工艺，募投资金用于精铸铝产能建设。由于电火花制造工艺的积累，目前其精铸铝产品成品率比竞争对手高2%-5%，价格能够便宜20%左右。

我们认为其乘用车模具产销量能够快速增长。主要的原因：1) 模具的下游客户是轮胎企业，而不是整车企业。轮胎企业既采购载重胎模具也采购乘用车模具，因此获得这些顶级客户的认可最为重要。我们看到豪迈2011年以来已陆续获得国际顶级客户的认可，如普利司通，米其林等，我们认为乘用车模具产销量能快速增长；2) 精铸铝模具仍然具有性价比优势：性能达到国际一流水平，价格比海外竞争对手便宜20%。

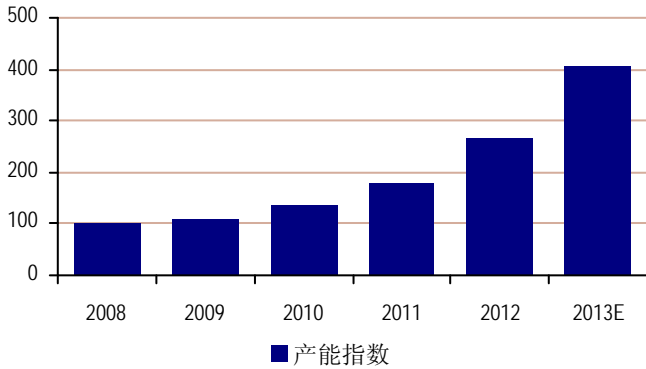
财务状况

利润表

产能分析

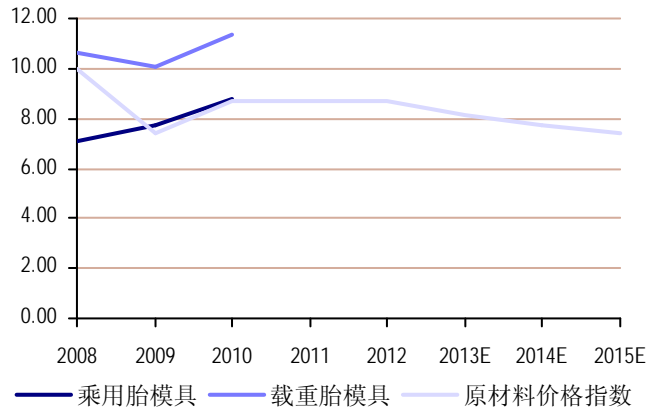
公司产能的主要瓶颈在于加工机床数量，后处理工人数量。通过加班，提高效率，提高外协比例等手段，产能有30%左右的弹性。公司2012年产能5000套，我们预计2013年年底能达到1.2-1.5万套。

图37:公司产能指数



数据来源：公司数据，瑞银证券估算

图38:原材料价格指数与公司模具价格



数据来源：公司数据，瑞银证券估算

收入分析

- 销量预计：我们预计公司乘用车模具销量未来5年的CAGR约33%；载重胎模具销量的CAGR22%。
- 售价预计：从过去几年看，轮胎模具的价格基本稳定。由于轮胎模具的采购量占轮胎企业采购金额比重很低，客户对模具企业的价格压力不大。模具的价格压力主要来自于行业内部的竞争，在前面我们对行业竞争格局的判断下，我们认为剔除原材料影响，模具的价格能够维持稳定。

成本分析

- 公司的产品成本中，原材料占比50%，人工成本30%，制造费用占比20%。瑞银钢铁研究员预计未来3年的钢铁价格年均下降5%，或有助公司年均提高毛利率2.5个百分点。
- 我们预计人工成本年均提高10%，影响总成本3个百分点。公司通过提高效率，可以缓解部分人工成本上升的压力，但人工成本上升对毛利率有所侵蚀。
- 制造费用主要是设备的折旧，我们预计会保持平稳。综合分析，我们认为毛利率能够维持基本稳定。如果钢铁价格判断与我们不一致，可能毛利率出现下降；

表6:利润表预测

百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	453	600	686	711	1,186	1,500	1,951
营业成本	236	310	360	418	671	844	1,101
销售费用	9	15	16	20	33	42	55
管理费用	36	40	53	59	101	127	166
财务费用	7	9	-6	-26	-16	-13	-14
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
营业税金及其他	6	7	13	9	24	23	31
营业利润	159	219	250	230	373	477	613
营业外净收入	13	2	-0	-0	0	0	0
利润总额	172	221	250	230	373	477	613
所得税	21	33	37	32	56	72	92
净利润	151	188	213	198	317	406	521
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	151	188	213	198	317	406	521
全面摊薄EPS	0.76	0.94	1.06	0.99	1.59	2.03	2.60
扣非EPS	0.70	0.93	1.07	0.99	1.59	2.03	2.60

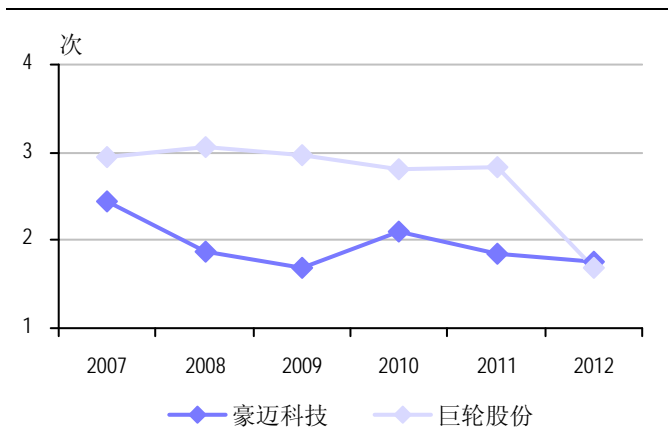
数据来源：公司数据，瑞银证券估算。注：这里的EPS是按照最新股本计算。

资产负债表

应收款项质量较好。公司的应收款项主要是票据和应收款，半数以上的货款通过票据结算。应收款项周转率历史上比竞争对手低，2012年基本跟竞争对手持平。95%的应收款一年内能够收回，整体应收款质量较好；

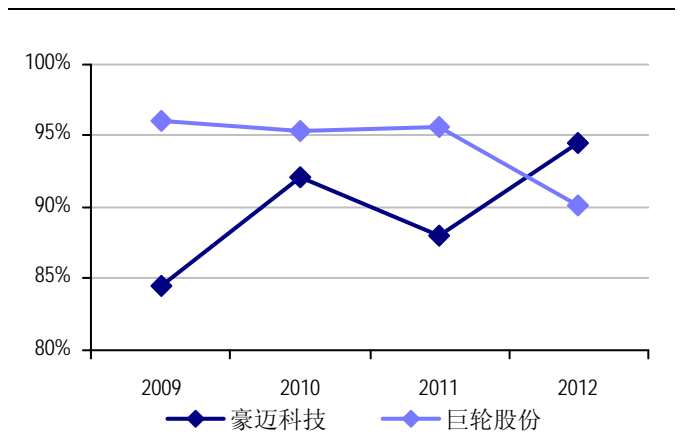
存货周转快反映更快的交货速度。豪迈的存货构成在产品约47%，原材料占比20%，库存占比15%，存货周转率约3，显著高于行业竞争对手。我们认为较快的存货周转率一定程度上反应了其更快的交货速度；

图39:模具公司应收款项周转率



数据来源：公司数据

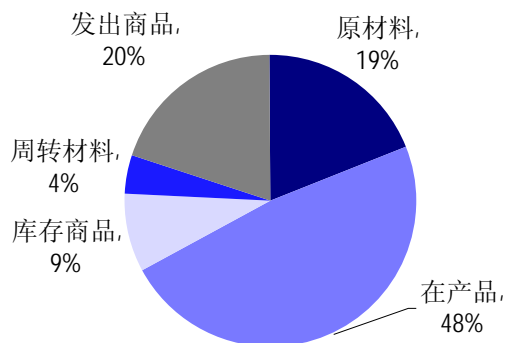
图40:模具公司一年内到期的应收款回收率



数据来源：公司数据

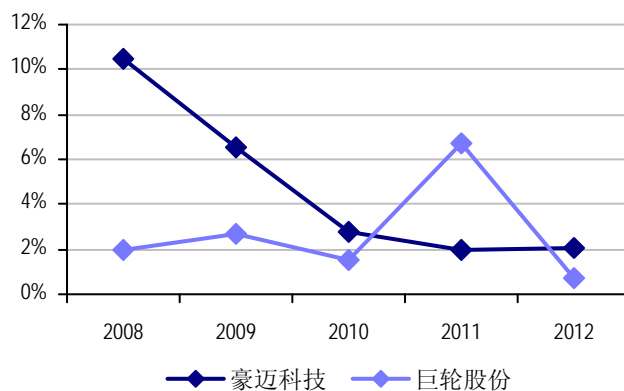
预收款表征意义不大。公司的收款政策一般是3: 3: 3: 1的比例，但由于下游轮胎客户基本都是长期合作关系，预收款政策执行并不严格，表征意义不大。

图41:存货的构成 (2012年末)



数据来源：公司数据

图42:模具公司预收款占下年收入的比重



数据来源：公司数据

表7:资产负债表预测

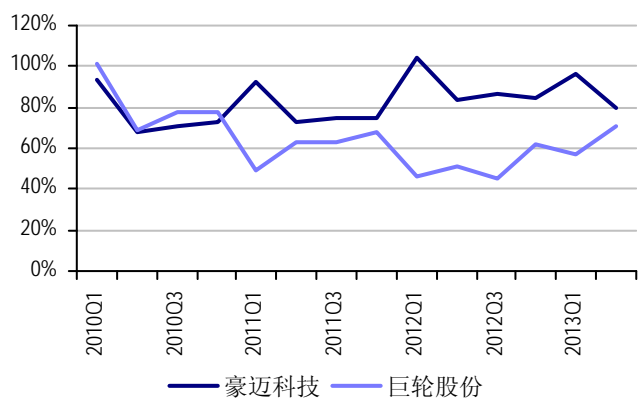
百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	25	38	992	932	672	743	777
应收款项	317	330	457	477	802	1,014	1,319
存货	68	73	123	197	305	337	367
其他流动资产	0	0	0	0	0	0	0
金融资产	0	0	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	0	0
固定资产	165	214	319	410	478	491	551
在建工程	23	59	56	13	33	53	83
其他非流动资产	54	98	129	129	131	133	135
总资产	651	811	2,074	2,158	2,421	2,772	3,231
短期借款	117	102	0	0	10	10	10
经营性应付款项	29	34	53	33	0	0	0
预收款项	17	13	15	32	0	0	0
其他流动负债	32	29	30	33	52	66	86
长期借款	25	20	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	3	7	9	9	9	9
负债合计	234	206	104	108	175	216	276
股本	150	150	200	200	200	200	200
盈余公积	29	47	69	89	120	161	213
未分配利润	167	336	528	586	752	1,023	1,369
归属于母公司所有者权益合计	417	605	1,970	2,050	2,246	2,557	2,956
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0
股东权益合计	417	605	1,970	2,050	2,246	2,557	2,956

数据来源：公司数据，瑞银证券估算

现金流量表

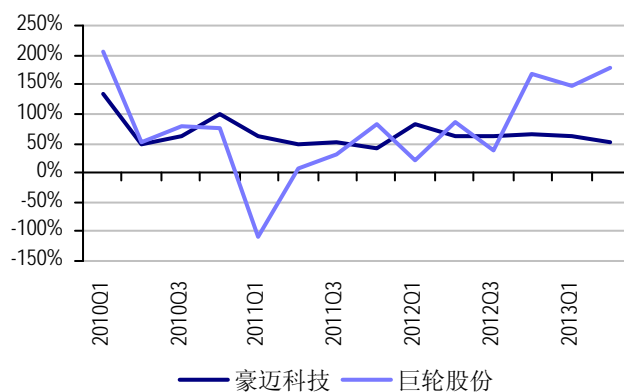
- 收现比：豪迈的收现比基本稳定在80%-100%，一般一季度现金流较差，年底集中回款现金流较好。
- 经营活动现金流净额/净利润：豪迈的经营现金流净额/净利润基本稳定在50%左右。

图43:模具公司的收现比



数据来源: 公司数据

图44:模具公司的经营活动现金流净额/净利润



数据来源: 公司数据

表8:现金流量表预测

百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	151	188	213	198	317	406	521
折旧摊销	21	25	36	46	98	98	106
财务费用	6	7	5	0	-16	-13	-14
存货的减少	27	-12	-51	-73	-108	-33	-30
经营性应收项目的减少	-43	-3	-138	-44	-338	-220	-317
经营性应付项目的增加	-25	-18	23	128	59	40	60
其它	-0	-5	-1	1	-2	0	0
经营活动产生的现金流量净额	138	186	86	132	11	278	326
收回投资所收到的现金	0	0	0	0	0	0	0
购置资产支付现金	68	163	165	72	175	125	185
投资所支付的现金	0	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-68	-160	-158	-72	-175	-125	-185
吸收投资收到的现金	0	0	1,152	0	0	0	0
取得借款收到的现金	185	117	85	0	10	0	0
偿还债务支付的现金	169	110	200	0	0	0	0
利息股利支付的现金	85	18	4	120	103	82	107
其他	0	0	-6	0	-2	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-69	-11	1,027	-120	-95	-82	-107
现金及现金等价物净增加额	0	15	954	-60	-259	71	33
货币资金的期初余额	23	23	38	992	932	672	743
货币资金的期末余额	23	38	992	932	672	743	777

数据来源：公司数据，瑞银证券估算

公司背景

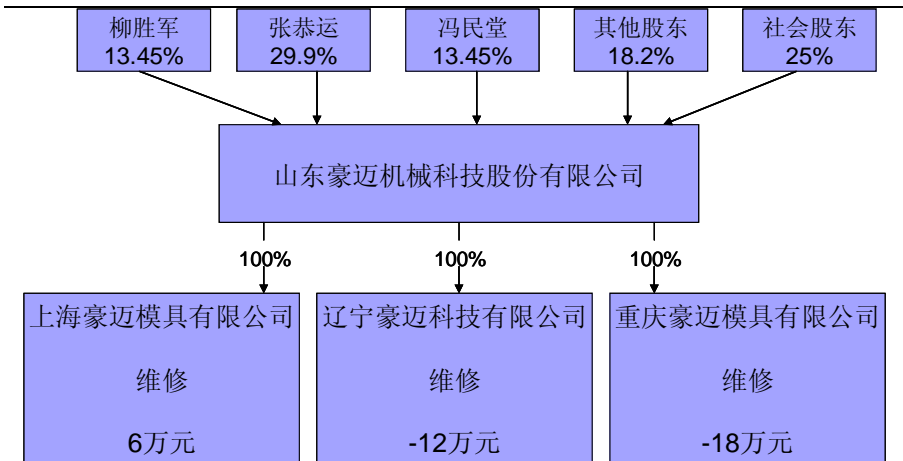
公司历史

豪迈科技前身山东豪迈机械成立于1995年，主要生产机床。1997年，国内第一台轮胎模具专用数控电火花机床在豪迈诞生。2012年豪迈成为全球最大的专业轮胎模具生产企业。

截至12年年末，豪迈的控股股东及董事长张恭运持有29.9%的股权，监事会主席柳胜军和董事冯民堂分别持有13.45%的股权。公司高管，职工等41人持有公司18.2%的股权，社会股东持有25%股权。

公司的子公司有三家，包括上海豪迈，辽宁豪迈和重庆豪迈，主要从事模具维修业务。控股股东控制的其他企业主要有：从事机械零部件加工的豪迈机械，从事整机装配的豪迈重装；

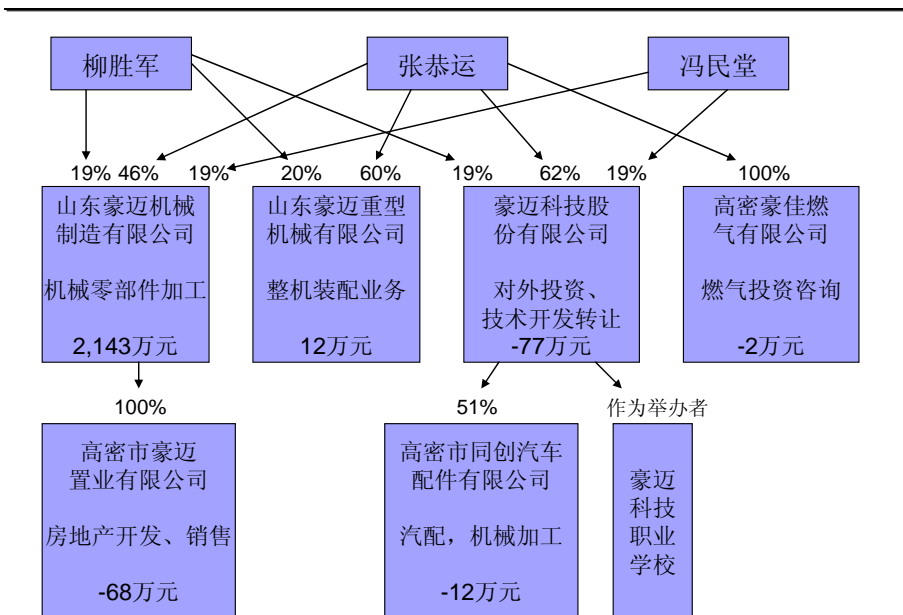
图45:公司股权结构（2012年末）



注：子公司框内为主营业务及2012年净利润

数据来源：公司数据

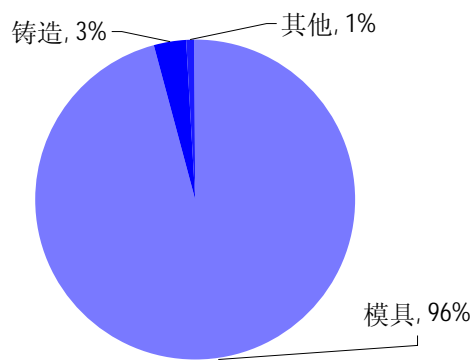
图46:主要控股股东其他资产情况



注：子公司框内为主营业务及2010年净利润

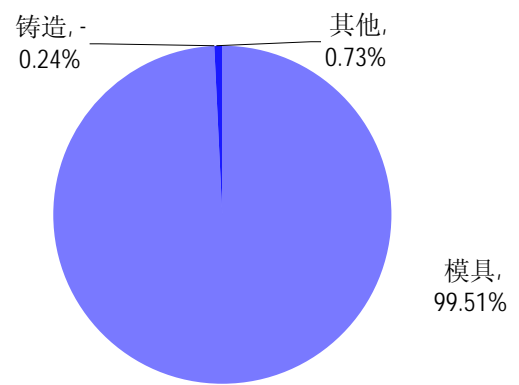
数据来源：公司数据。注：最新公开数据为2010年数据。

图47:豪迈2012年的收入构成



数据来源: 公司数据

图48:豪迈2012年营业利润构成



数据来源: 公司数据

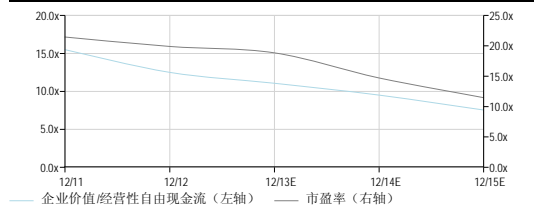
损益表 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业收入	453	600	686	711	1,186	66.8	1,500	26.5	1,951	30.1
营业费用 (不含折旧)	(266)	(347)	(410)	(460)	(709)	54.0	(944)	33.2	(1,256)	33.1
息税折旧摊销前利润 (UBS)	187	253	276	251	477	90.4	556	16.5	694	24.8
折旧	(21)	(25)	(32)	(46)	(120)	158.5	(92)	-23.4	(96)	4.5
营业利润 (息税前利润, UBS)	166	227	244	204	357	74.9	464	29.9	598	28.9
其他盈利和联营公司盈利	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净利息	(7)	(9)	6	26	16	-39.9	13	-14.7	14	7.8
非正常项目 (税前)	13	2	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	172	221	250	230	373	62.2	477	28.0	613	28.3
税项	(21)	(33)	(37)	(32)	(56)	73.9	(72)	28.0	(92)	28.3
税后利润	151	188	213	198	317	60.3	406	28.0	521	28.3
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净利润 (本地会计准则)	151	188	213	198	317	60.3	406	28.0	521	28.3
净利润 (UBS)	139	187	213	198	317	60.0	406	28.0	521	28.3
税率 (%)	12	15	15	14	15	7.2	15	0.0	15	0.0
不计非正常项目税率 (%)	12	15	15	14	15	7.2	15	0.0	15	0.0
每股 (Rmb)	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
每股收益 (本地会计准则)	1.01	1.25	1.22	0.99	1.59	60.3	2.03	28.0	2.60	28.3
每股收益 (UBS)	0.93	1.24	1.22	0.99	1.59	60.0	2.03	28.0	2.60	28.3
每股股息净值	0.00	0.45	0.00	0.60	0.60	-0.3	0.48	-20.5	0.61	28.0
每股现金收益	1.07	1.41	1.40	1.22	2.19	78.7	2.49	13.9	3.08	23.9
每股账面净值	2.08	3.03	9.85	10.25	11.23	9.5	12.78	13.8	14.77	15.6
资产负债表 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
有形固定资产净值	188	273	374	423	511	20.7	544	6.6	634	16.5
无形固定资产净值	52	96	126	125	127	1.8	130	1.7	132	1.6
净营运资本 (包括其他资产)	296	323	485	578	954	65.0	1,158	21.4	1,432	23.7
其他负债	(2)	(3)	(7)	(9)	(9)	0.0	(9)	0.0	(9)	0.0
运营投入资本	533	690	978	1,118	1,584	41.6	1,823	15.1	2,189	20.1
投资	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	533	690	978	1,118	1,584	41.6	1,823	15.1	2,189	20.1
股东权益	417	605	1,970	2,050	2,245	9.5	2,556	13.8	2,955	15.6
少数股东权益	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
总股东权益	417	605	1,970	2,050	2,245	9.5	2,556	13.8	2,955	15.6
净债务 / (现金)	116	85	(992)	(932)	(661)	-29.0	(732)	10.7	(766)	4.5
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	533	690	978	1,118	1,584	41.6	1,823	15.1	2,189	20.1
现金流量表 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	166	227	244	204	357	74.9	464	29.9	598	28.9
折旧	21	25	32	46	120	158.5	92	-23.4	96	4.5
营运资本变动净值	(40)	(32)	(166)	11	(387)	-	(213)	-45.1	(286)	34.7
其他 (经营性)	5	4	7	(123)	(7)	-94.2	(8)	6.7	(5)	-33.7
经营性现金流 (税前/息前)	152	225	117	139	83	-39.9	336	303.0	403	20.0
收到 / (支付) 利息净值	(7)	(9)	6	26	16	-39.9	13	-14.7	14	7.8
已付股息	0	(90)	0	(120)	(120)	-0.28	(95)	-20.52	(122)	28.01
已缴付税项	(21)	(33)	(38)	(33)	(56)	70.7	(72)	28.0	(92)	28.3
资本支出	(68)	(160)	(158)	(72)	(175)	143.5	(125)	-28.6	(185)	48.0
并购/处置净值	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	-	99	(3)	0	14	191559958213134720.0	13	-1.1	14	7.8
股份发行	0	0	1,152	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	(29)	32	1,076	(60)	(238)	297.6	71	-	33	-53.1
外汇/非现金项目	-	0	0	0	(32)	8622.9	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	-	32	1,077	(60)	(270)	348.6	71	-	33	-53.1
核心息税折旧摊销前利润	187	253	276	251	477	90.4	556	16.5	694	24.8
维护资本支出	(5)	(7)	(9)	(11)	(13)	20.7	(14)	6.6	(16)	16.5
维护营运资本净支出	2	1	7	0	15	3522.6	9	-45.1	11	34.7
税前经营性自由现金流	184	247	273	241	480	99.6	551	14.8	690	25.2

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注: 对于部分公司而言, 所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

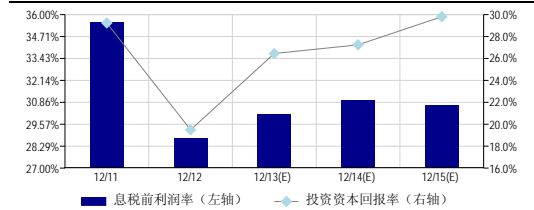
公司概况

豪迈科技前身山东豪迈机械成立于1995年，主要生产机床。1997年，国内第一台轮胎模具专用数控电火花机床在豪迈诞生。2012年豪迈成为全球最大的专业轮胎模具生产企业。

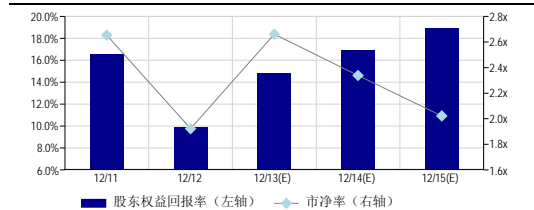
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



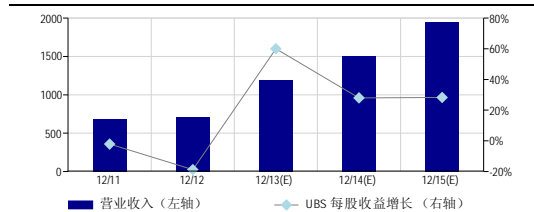
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS每股收益）



估值 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
市盈率 (本地会计准则)	-	24.6	19.9	18.9	14.8	11.5
市盈率 (UBS)	-	21.5	19.9	18.9	14.8	11.5
股价/每股现金收益	-	18.6	16.1	13.7	12.0	9.7
净股息收益率 (%)	-	0.0	3.0	2.0	1.6	2.0
市净率	-	2.7	1.9	2.7	2.3	2.0
企业价值/营业收入 (核心)	-	6.2	4.2	4.5	3.5	2.7
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	15.3	12.0	11.2	9.4	7.5
企业价值/息税前利润 (核心)	-	17.4	14.7	14.9	11.3	8.7
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	15.5	12.5	11.1	9.5	7.6
企业价值/运营投入资本	-	5.1	2.9	3.9	3.1	2.6

企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值	5,228	3,942	5,986	5,986	5,986
+ 少数股东权益	0	0	0	0	0
+ 平均净债务 (现金)	(992)	(932)	(661)	(732)	(766)
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	0	0	0	0	0
核心企业价值	4,236	3,010	5,325	5,254	5,220

增长率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	-	14.3	3.6	66.8	26.5	30.1
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-	9.1	-9.2	90.4	16.5	24.8
息税前利润 (UBS)	-	7.2	-16.2	74.9	29.9	28.9
每股收益 (UBS)	-	-2.1	-18.7	60.0	28.0	28.3
每股现金收益	-	-0.8	-12.8	78.7	13.9	23.9
每股股息净值	-	-	-	-0.3	-20.5	28.0
每股账面净值	-	NM	4.1	9.5	13.8	15.6

利润率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税折旧摊销前利润/营业收入	-	40.2	35.3	40.3	37.1	35.6
息税前利润/营业收入	-	35.5	28.7	30.1	30.9	30.7
净利润 (UBS) /营业收入	-	31.1	27.9	26.7	27.1	26.7

资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	-	29.2	19.5	26.5	27.2	29.8
税后投资资本回报率	-	24.9	16.8	22.5	23.2	25.3
净股东权益回报率	-	16.6	9.9	14.8	16.9	18.9

偿付比率	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润/净利息	-	-	-	-	-	-
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	-	1.7	2.6	4.3	4.3
股息支付率 (%，UBS 每股收益)	-	-	60.6	37.7	23.4	23.4
净债务/息税折旧摊销前利润	-	NM	NM	NM	NM	NM

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入/运营投入资本	-	0.8	0.7	0.9	0.9	1.0
营业收入/固定资产	-	1.6	1.4	2.0	2.3	2.7
营业收入/净营运资本	-	1.7	1.3	1.6	1.4	1.5

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
经营性自由现金流/息税前利润	-	1.1	1.2	1.3	1.2	1.2
资本支出/营业收入 (%)	-	23.1	10.1	14.8	8.3	9.5
资本支出/折旧	-	4.9	1.5	1.5	1.4	1.9

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净债务/总权益	-	(50.4)	(45.5)	(29.5)	(28.7)	(25.9)
净债务/(净债务 + 权益)	-	NM	(83.3)	(41.8)	(40.2)	(35.0)
净债务 (核心) /企业价值	-	(23.4)	(31.0)	(12.4)	(13.9)	(14.7)

资料来源：公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年09月06日21时33分的股价 (Rmb29.93) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

李博

分析师
S1460511020004
benon.li@ubssecurities.com
+86-213-866 8876

付伟琦

分析师
S1460512090001
weiqi.fu@ubssecurities.com
+86-213-866 8812

■ 豪迈科技

豪迈科技前身山东豪迈机械成立于1995年，主要生产机床。1997年，国内第一台轮胎模具专用数控电火花机床在豪迈诞生。2012年豪迈成为全球最大的专业轮胎模具生产企业。

■ 风险声明

市场风险：汽车销量是轮胎模具需求的先行指标，如果汽车销量增速大幅下滑甚至负增长，轮胎模具的需求也会受到影响，公司业绩面临风险；政策风险：国内轮胎产量中30%-40%出口海外，海外出口受到贸易政策的影响，如果未来几年主要出口国家出台类似于美国特保法案的贸易保护主义政策，将使得国内的轮胎产量增速下降甚至负增长，模具需求也会受到影响，公司业绩面临风险；原材料价格风险：模具的主要原材料锻钢，铸钢，铝材等占到产品成本的50%，如果原材料价格大幅上涨，公司不能及时充分调整产品销售价格，会对公司业绩产生负面影响。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	45%	35%
中性	持有/中性	44%	37%
卖出	卖出	10%	22%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	33%
卖出	卖出	低于1%	20%

1: 全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2: 12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4: 短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2013年06月30日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

主要定义

预测股票收益率 (FSR) 指在未来的12个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率

市场收益率假设 (MRA) 指一年期当地利率加上5% (假定的并非预测的股票风险溢价)

处于观察期 (UR) : 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

短期评级 反映股票的预期近期 (不超过三个月) 表现，而非基本观点或投资卖点的任何变

股票目标价 的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例

英国和欧洲投资基金的评级和定义: 买入: 结构、管理、业绩、折扣等因素积极; 中性: 结构、管理、业绩、折扣等因素中性; 减持: 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

主要评级段例外 (CBE): 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 李博; 付伟琦。

涉及报告中提及的公司的披露

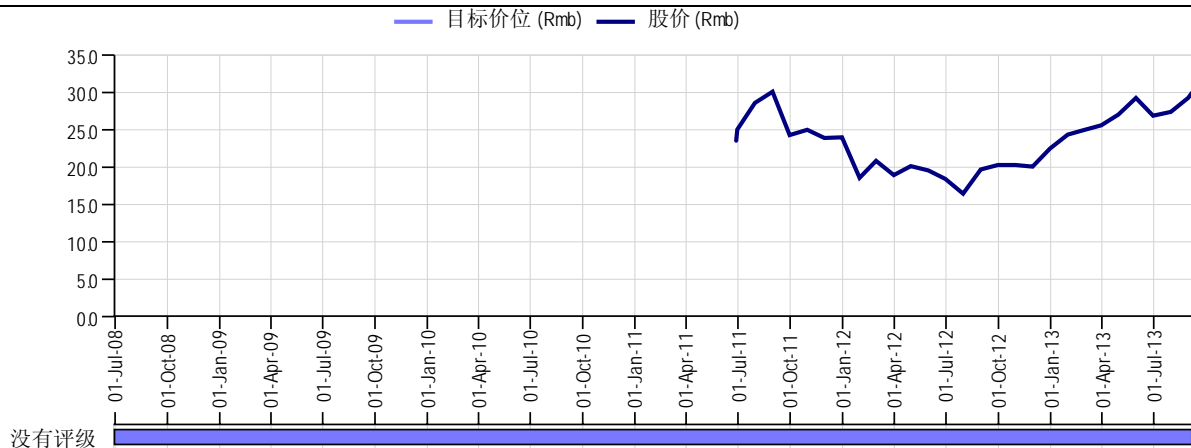
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
豪迈科技	002595.SZ	未予评级	不适用	Rmb29.93	2013年09月06日

资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

豪迈科技 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2013年9月6日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用;在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可不在发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有较高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和理解市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区:除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACP)和金融市场监管局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。**德国:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:**由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:**由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。**俄罗斯:**由UBS Securities CJSC编制并分发。**瑞士:**仅由UBS AG向机构投资者分发。意大利:由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。**南非:**由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited分发。**以色列:**UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:**本文件由瑞银集团(及其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**美国:**由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:**由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港:**由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:**由UBS Securities Pte. Ltd(mica (p) 033/11/2012和Co. Reg. No.: 198500648C)或UBS AG新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请向UBS Securities Pte Ltd,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问;或向UBS AG新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第19章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第289章)定义下之认可及机构投资者。**日本:**由UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由UBS Securities Japan Co., Ltd.编制,则UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者,出版人及发行人。**澳大利亚:**由UBS AG(澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及2001年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:**由UBS New Zealand Ltd分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:**由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:**由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:**本文件获准由UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:**Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码:+912261556000 SEBI 注册号:NSE 现金交易:INB230951431, NSE 期货与期权:INF230951431; BSE 现金交易:INB010951437。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的或元素。©UBS 2013版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

