



买入

24% ↑

目标价格: 人民币40.45

原目标价格: 人民币35.25

002595.CH

价格: 人民币 32.69

目标价格基础: 25倍13年市盈率

板块评级: 中立

豪迈科技

业绩靓丽, 看好公司成长性

公司2013年1-9月份实现营业收入8.06亿元, 同比增长53.53%, 实现归属于母公司所有者净利润2.42亿元, 同比增长58.57%, 接近预增上限。业绩的快速增长来自于国内市场恢复, 及海外业务扩展迅速, 毛利率改善。公司海外市场份额的逐步提高将保障未来的成长性, 业绩提升动力强劲。我们提高公司2013年盈利预测至1.62元, 给予25倍2013年市盈率, 目标价提高至40.45元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 前三季度公司毛利率达到44.11%, 同比去年上升1.63个百分点, 今年高毛利的海外订单占比增加, 带来公司毛利率较去年同期有较大增长。今年年初公司铝制模具产能投产, 投产初期新的工艺及流程尚未完善, 导致一季度毛利率较低。二季度以来公司通过改善生产流程, 以及加强工人培训, 公司毛利率逐季提升。
- 报告期内公司销售费用增长23.34%, 管理费用增长17.17%, 表明公司在收入大幅增长的同时, 销售费用及管理费用控制良好。
- 报告期内天然橡胶价格保持低位震荡, 汽车销量增长, 轮胎行业景气向上。国内轮胎企业走出过去两年的低谷, 寻求产能扩张, 对轮胎模具的需求逐步恢复。
- 海外轮胎巨头如普利司通等, 正通过提高轮胎模具外包比例, 来降低生产成本。公司作为最大的模具生产企业进入多家轮胎巨头供应商名录, 未来市场份额将逐步增长。市场重心向海外转移将保障公司长期的成长性。

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

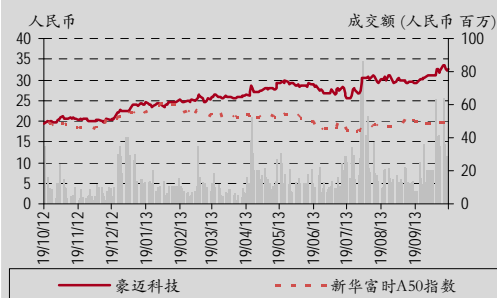
- 公司海外市场份额逐步提高, 我们预计这一过程将保障公司未来的成长性, 同时海外订单占比提高将有助于毛利率改善, 公司业绩提升动力强劲。我们提高公司2013年盈利预测至1.62元, 给予25倍2013年市盈率, 目标价提高至40.45元, 维持买入评级。

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	1,145	1,533	1,977
变动(%)	14	4	61	34	29
净利润(人民币百万)	213	198	324	435	577
全面摊薄每股收益(人民币)	1.064	0.989	1.618	2.176	2.884
变动(%)	(15.1)	(7.1)	63.6	34.5	32.5
先前预测每股收益(人民币)			1.454	1.847	2.454
变动(%)			11.3	17.8	17.5
核心每股收益(人民币)	1.090	1.002	1.631	2.189	2.897
变动(%)	(12.9)	(8.0)	62.8	34.2	32.3
全面摊薄市盈率(倍)	30.7	33.1	20.2	15.0	11.3
核心市盈率(倍)	30.0	32.6	20.0	14.9	11.3
每股现金流量(人民币)	0.43	0.66	0.40	1.11	1.63
价格/每股现金流量(倍)	75.6	49.5	81.5	29.6	20.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.9	22.4	14.9	11.2	8.9
每股股息(人民币)	0.600	0.600	0.404	0.523	0.693
股息率(%)	1.8	1.8	1.2	1.6	2.1

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	45	12	25	-
相对新华富时A50指数	57	16	20	-

发行股数(百万)	200
流通股(%)	70
流通股市值(人民币百万)	6,538
3个月日均交易额(人民币百万)	15
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10月18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

公司 1-3 季度业绩靓丽

公司披露 2013 年三季报，1-9 月份公司实现营业收入 8.06 亿元，同比增长 53.53%，实现归属于母公司所有者净利润 2.42 亿元，同比增长 58.57%，接近预增上限。业绩的快速增长来自于国内市场恢复，及海外业务扩展迅速，毛利率改善。第三季度收入实现 2.83 亿元，同比增长 72.15%，归属于母公司所有者净利润 8711 万元，同比增长 91.13%。第三季度业绩大幅增长主要由于去年三季度为业绩低点，且今年产能扩张明显，较去年有较大增长。

毛利率方面，前三季度公司毛利率达到 44.11%，同比去年上升 1.63 个百分点，今年高毛利的海外订单占比增加，带来公司毛利率较去年同期有较大增长。今年年初公司铝制模具产能投产，投产初期新的工艺及流程尚未完善，导致一季度毛利率较低。二季度以来公司通过改善生产流程，以及加强工人培训，公司毛利率逐季提升。

期间费用方面，报告期内公司销售费用增长 23.34%，管理费用增长 17.17%，表明公司在收入大幅增长的同时，销售费用及管理费用控制良好。报告期内利息净收入下降 72.7%，去除财务费用影响公司净利润将增长 80% 左右，业绩表现靓丽。

国内外市场双重驱动，保障未来成长

我们认为报告期内公司的高增长来自于国内及国外市场的双重驱动。国内轮胎企业扩产更新是国内市场增长的驱动因素。报告期内天然橡胶价格保持低位震荡，汽车销量增长，轮胎行业景气向上。国内轮胎企业走出过去两年的低谷，寻求产能扩张，对轮胎模具的需求逐步恢复。

海外市场增长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，正通过提高轮胎模具外包比例，来降低生产成本。公司作为最大的模具生产企业进入多家轮胎巨头供应商名录，未来市场份额将逐步增长。市场重心向海外转移将保障公司长期的成长性。

估值

公司海外市场份额逐步提高，我们预计这一过程将保障公司未来的成长性，同时海外订单占比提高将有助于毛利率改善，公司业绩提升动力强劲。我们提高公司 2013 年盈利预测至 1.62 元，给予 25 倍 2013 年市盈率，目标价提高至 40.45 元，维持买入评级。

图表 1. 2013 年 1-3 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年前 3 季度	2013 年前 3 季度	同比变化(%)
营业收入	524.84	805.79	53.53
营业成本	(301.92)	(450.39)	49.18
营业税金及附加	(5.16)	(8.49)	64.57
销售费用	(14.22)	(17.54)	23.34
管理费用	(44.81)	(52.50)	17.17
财务费用	21.84	5.96	(72.70)
资产减值损失	(2.69)	(0.87)	(67.83)
公允价值变动净收益	0.00	0.00	-
投资净收益	0.00	1.07	-
营业利润	177.88	283.04	59.11
营业外收入	0.77	1.33	72.33
营业外支出	(0.56)	(0.59)	5.61
税前利润	178.10	283.78	59.34
所得税	(25.71)	(42.32)	64.59
净利润	152.39	241.46	58.45
少数股东损益	0.00	0.17	-
归属于母公司所有者的净利润	152.39	241.64	58.57
盈利能力 (%)			百分点变动
毛利率	42.47	44.11	1.63
净利润率	29.03	29.99	0.95

资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 2. 2013 年 3 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年 3 季度	2013 年 3 季度	同比变化(%)
营业收入	164.18	282.64	72.15
营业成本	(94.90)	(156.43)	64.83
营业税金及附加	(2.09)	(3.04)	45.56
销售费用	(4.92)	(6.49)	32.11
管理费用	(17.59)	(18.02)	2.44
财务费用	7.17	1.08	(84.97)
资产减值损失	1.76	1.27	(27.60)
公允价值变动净收益	0.00	0.00	-
投资净收益	0.00	1.07	-
营业利润	53.62	102.08	90.39
营业外收入	0.25	0.89	250.88
营业外支出	(0.13)	(0.31)	145.67
税前利润	53.75	102.66	91.01
所得税	(8.17)	(15.78)	93.27
净利润	45.58	86.88	90.61
少数股东损益	0.00	0.24	-
归属于母公司所有者的净利润	45.58	87.11	91.13
盈利能力 (%)			百分点变动
毛利率	42.20	44.66	2.46
净利润率	27.76	30.82	3.06

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	1,145	1,533	1,977
销售成本	(360)	(418)	(667)	(892)	(1,130)
经营费用	(47)	(42)	(86)	(115)	(183)
息税折旧前利润	279	251	392	527	663
折旧及摊销	(30)	(44)	(33)	(33)	0
经营利润(息税前利润)	249	207	359	494	663
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	376	506	670
所得税	(37)	(32)	(53)	(71)	(94)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	213	198	324	435	577
核心净利润	218	200	326	438	579
每股收益(人民币)	1.064	0.989	1.618	2.176	2.884
核心每股收益(人民币)	1.090	1.002	1.631	2.189	2.897
每股股息(人民币)	0.600	0.600	0.404	0.544	0.721
收入增长(%)	14	4	61	34	29
息税前利润增长(%)	9	(17)	74	38	34
息税折旧前利润增长(%)	11	(10)	56	34	26
每股收益增长(%)	(15)	(7)	64	35	33
核心每股收益增长(%)	(13)	(8)	63	34	32

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	376	506	670
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	(262)	(238)	(247)
税金	(37)	(32)	(53)	(71)	(94)
其他经营现金流	16	(93)	6	6	6
经营活动产生的现金流	86	132	80	221	325
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)	(81)	(109)
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)	(66)	(99)
现金变动	955	(60)	(230)	(55)	16
期初现金	38	992	932	702	647
公司自由现金流	(83)	34	(130)	11	115
权益自由现金流	(191)	60	(110)	26	125

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	702	647	664
应收帐款	373	408	602	766	939
库存	123	197	295	394	499
其他流动资产	83	69	100	127	157
流动资产总计	1,572	1,606	1,698	1,935	2,258
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	2,421	2,829	3,357
应付帐款	67	65	104	139	178
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	30	34	55	74	95
流动负债总计	98	99	159	213	273
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	2,053	2,408	2,876
股东权益	1,970	2,050	2,253	2,608	3,076
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,074	2,158	2,421	2,829	3,357
每股帐面价值(人民币)	9.85	10.25	11.27	13.04	15.38
每股有形资产(人民币)	9.22	9.62	10.64	12.41	14.75
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.96)	(4.66)	(3.51)	(3.24)	(3.32)

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	34.2	34.3	33.6
息税前利润率(%)	36.3	29.1	31.4	32.2	33.6
税前利润率(%)	36.4	32.3	32.8	33.0	33.9
净利率(%)	31.0	27.8	28.3	28.4	29.2
流动性					
流动比率(倍)	16.1	16.2	10.7	9.1	8.3
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	Net cash	Net cash
速动比率(倍)	14.8	14.2	8.8	7.2	6.4
估值					
市盈率(倍)	30.7	33.1	20.2	15.0	11.3
核心业务市盈率(倍)	30.0	32.6	20.0	14.9	11.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	37.1	40.4	24.8	18.5	14.0
市净率(倍)	3.3	3.2	2.9	2.5	2.1
价格/现金流(倍)	75.6	49.5	81.5	29.6	20.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.9	22.4	14.9	11.2	8.9
周转率					
存货周转天数	99.2	139.6	134.4	140.9	144.2
应收帐款周转天数	176.0	200.7	161.0	162.8	157.4
应付帐款周转天数	30.5	34.0	27.0	29.0	29.3
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	15.0	17.9	20.3
资产收益率(%)	14.7	8.4	13.5	16.2	18.4
已运用资本收益率(%)	18.5	10.3	16.7	20.3	23.4

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