



**买入**

**29% ↑**

目标价格: 人民币 52.83

原目标价格: 人民币 44.75

002595.CH

价格: 人民币 41.06

目标价格基础: 22倍 2014年市盈率

板块评级: 中立

# 豪迈科技

## 收购关联公司资产, 进军燃机零部件制造领域

公司公告拟以 2.62 亿元收购关联公司两项资产, 用于大型燃气轮机零部件加工业务以及轮胎模具扩产。收购完成后公司 2014-2016 年每股收益将直接增厚 0.08 元、0.10 元和 0.10 元。同时轮胎模具扩产加速, 公司市场份额提高将有保障。我们预测公司 2013-2015 年每股收益分别为 1.60 元、2.40 元及 3.27 元, 复合增长率为 42.9%, 基于 22 倍 2014 年市盈率, 将目标价由 44.75 元提高至 52.83 元, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 公司公告拟使用超募资金 1.14 亿元收购关联公司豪迈制造大型燃气轮机零部件加工业务项目及资产, 账面价值为 4,612.41 万元, 收购市净率为 2.5 倍。同时以 1.48 亿元收购豪迈制造相关土地、厂房、部分通用设备用于模具扩产。拟收购资产账面价值 1.31 亿元, 收购市净率为 1.3 倍。两项收购价格相对合理。
- 豪迈制造承诺大型燃气轮机零部件加工业务 2014 年-2016 年的预期收益分别为 1,653.40 万元、1,993.46 万元、1,929.69 万元。对于净利润不足预期收益的差额部分, 豪迈科技将予以补偿。收购完成后 2014-2016 年每股收益将增厚 0.08 元、0.10 元和 0.10 元。
- 由于加工项目主要为来料加工形式, 毛利率受订单结构影响明显, 今年豪迈制造新接订单以新客户、新产品为主, 导致毛利率有所降低, 我们预计未来将会逐步恢复。
- 模具扩产项目有助于公司未来市场份额的提升。我们预计未来 3-5 年公司轮胎模具世界市场份额将达到 30%。

### 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。
- 海外扩张不达预期。

### 估值

- 此次收购后 2014-2016 年将直接增厚业绩 0.08、0.10 及 0.10 元。同时轮胎模具扩产加速, 公司市场份额提高将有保障。公司凭借优秀的制造能力在轮胎模具行业稳坐龙头位置, 未来随着市场份额提高业绩增长确定。我们预测公司 2013-2015 年每股收益分别为 1.60 元、2.40 元及 3.27 元, 复合增长率为 42.9%, 基于 22 倍 2014 年市盈率, 将目标价由 44.75 元提高至 52.83 元, 维持买入评级。

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	20	5	14	#N/A
相对新华富时 A50 指数	26	10	21	#N/A

发行股数(百万)	200
流通股(%)	70
流通股市值(人民币 百万)	8,212
3 个月日均交易额(人民币 百万)	27
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 11 月 27 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

(8610) 6622 9331

junping.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090004

### 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	1,131	1,622	2,096
变动(%)	14	4	59	43	29
净利润(人民币 百万)	213	198	320	480	653
全面摊薄每股收益(人民币)	1.064	0.989	1.599	2.401	3.266
变动(%)	(15.1)	(7.1)	61.7	50.1	36.0
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.599	2.237	2.901
变动(%)	-	-	0.0	7.3	12.6
核心每股收益(人民币)	1.090	1.002	1.613	2.415	3.279
变动(%)	(12.9)	(8.0)	60.9	49.7	35.8
全面摊薄市盈率(倍)	38.6	41.5	25.7	17.1	12.6
核心市盈率(倍)	37.7	41.0	25.5	17.0	12.5
每股现金流量(人民币)	0.43	0.66	0.44	1.22	2.09
价格/每股现金流量(倍)	95.0	62.1	94.3	33.6	19.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.8	29.1	19.4	16.3	12.7
每股股息(人民币)	0.600	0.600	0.400	0.600	0.816
股息率(%)	1.5	1.5	1.0	1.5	2.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预

### 收购关联公司资产，进军燃气轮机零部件制造领域

公司公告拟使用超募资金 1.14 亿元收购关联公司豪迈制造大型燃气轮机零部件加工业务项目及资产。该项目投产后已建成年加工大型燃气轮机缸体 500 套的生产线。账面价值为 4,612.41 万元，收购市净率为 2.5 倍。

该项目已具备年加工 500 套大型燃气轮机缸体的生产能力，此次收购完成后公司将进入燃气轮机制造产业，公司强大的制造优势继续得以发挥。燃气轮机广泛用于工业发电、城市调峰发电、公共事业用电等中小型电厂和输气管道的泵站，以及舰船制造业等。2012 年全球燃气轮机市场容量超过 1,000 亿元，而至 2015 年则可能达到 2,700 亿元。

豪迈制造加工项目的业务范围主要为燃气轮机、蒸汽轮机和发电机部件及其相关产品的加工、制造和销售。凭借低成本、高质量、短工期等优势在此行业内具有领先地位。主要客户为美国通用电气公司（GE）、哈尔滨电气股份有限公司，豪迈制造从 2008 年开始与 GE 合作，现已成为美国通用电气公司全球最大的燃气轮机壳体加工供应商。同时豪迈制造正积极开拓国内外新客户，如德国西门子、法国阿尔斯通、日本三菱、东方汽轮机有限公司等。

### 承诺盈利补偿，未来增长稳定

豪迈制造同时签署了一份盈利补偿协议，承诺大型燃气轮机零部件加工项目 2013 年 12 月及 2014 年-2016 年的预期收益分别为 118.57 万元、1,653.40 万元、1,993.46 万元、1,929.69 万元。如大型燃气轮机零部件业务及相关资产在交割后，在 2013 年 12 月及 2014 年-2016 年每个利润补偿年度或期间未达到上述预期收益，对于净利润不足预期收益的差额部分，豪迈科技将予以补偿。收购完成后 2014-2016 年每股收益将增厚 0.08 元、0.10 元和 0.10 元。

由于此项目主要为来料加工形式，毛利率受订单结构影响明显，今年豪迈制造新接订单以新客户、新产品为主，导致毛利率有所降低，我们预计未来将会逐步恢复。

图表.1 大型燃气轮机零部件加工项目盈利预测

(百万元)	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
收入	53.59	41.62	48.17		
成本	19.60	20.41	27.45		
净利润	27.3	17.03	16.53	19.93	19.30
(%)					
毛利率	63.4	51.0	43.0		
净利润率	50.9	40.9	34.3		

资料来源：公司资料、中银国际研究

### 模具扩产助力市场份额提高

公司同时公告拟使用超募资金 9,933.89 万元，节余募集资金 4,082.67 万，以及自有资金 744.86 万元，共计 1.48 亿元收购豪迈制造相关土地、厂房、部分通用设备用于模具扩产。拟收购资产账面价值 1.31 亿元，收购市净率为 1.3 倍。两项收购价格相对合理。

随着公司模具产品的逐步完善和国内外模具业务市场的开拓，模具订单呈增长趋势，我们预计未来 3-5 年内公司在轮胎模具世界市场占有率将达到 30%。公司订单充足，排产饱和，随着市场份额的提升，要求生产能力配合提高。此次收购后公司将转移部分生产能力到新的厂区，并配套生产设备，为将来的增长打下基础。

#### 估值

此次收购后 2014-2016 年将直接增厚业绩 0.08、0.10 及 0.10 元。同时轮胎模具扩产加速，公司市场份额提高将有保障。公司凭借优秀的制造能力在轮胎模具行业稳坐龙头位置，未来随着市场份额提高业绩增长确定。我们预测公司 2013-2015 年每股收益分别为 1.60 元、2.40 元及 3.27 元，复合增长率为 42.9%，基于 22 倍 2014 年市盈率，将目标价由 44.75 元提高至 52.83 元，维持**买入**评级。

**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	1,131	1,622	2,096
销售成本	(360)	(418)	(659)	(884)	(1,107)
经营费用	(47)	(42)	(85)	(134)	(216)
息税折旧前利润	279	251	387	604	772
折旧及摊销	(30)	(44)	(33)	(33)	0
经营利润(息税前利润)	249	207	355	571	772
净利息收入/(费用)	6	26	20	(10)	(10)
其他收益/(损失)	(6)	(3)	(3)	(3)	(3)
税前利润	250	230	372	558	759
所得税	(37)	(32)	(52)	(78)	(106)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	213	198	320	480	653
核心净利润	218	200	323	483	656
每股收益(人民币)	1.064	0.989	1.599	2.401	3.266
核心每股收益(人民币)	1.090	1.002	1.613	2.415	3.279
每股股息(人民币)	0.600	0.600	0.400	0.600	0.816
收入增长(%)	14	4	59	43	29
息税前利润增长(%)	9	(17)	71	61	35
息税折旧前利润增长(%)	11	(10)	55	56	28
每股收益增长(%)	(15)	(7)	62	50	36
核心每股收益增长(%)	(13)	(8)	61	50	36

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	372	558	759
折旧与摊销	30	44	33	33	0
净利息费用	(6)	(26)	(20)	10	10
运营资本变动	(167)	10	(251)	(284)	(250)
税金	(37)	(32)	(52)	(78)	(106)
其他经营现金流	16	(93)	6	6	6
经营活动产生的现金流	86	132	87	245	419
购买固定资产净值	(165)	(72)	(210)	(2,510)	(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)	(2,510)	(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)	(80)	(120)
其他融资现金流	(10)	0	20	(10)	(10)
融资活动产生的现金流	1,027	(120)	(100)	(90)	(130)
现金变动	955	(60)	(223)	(2,355)	79
期初现金	38	992	932	709	(1,647)
公司自由现金流	(83)	34	(123)	(2,265)	209
权益自由现金流	(191)	60	(103)	(2,275)	199

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	709	(1,647)	(1,568)
应收帐款	373	408	594	813	998
库存	123	197	291	390	489
其他流动资产	83	69	99	127	154
流动资产总计	1,572	1,606	1,692	(317)	73
固定资产	374	423	595	2,566	2,770
无形资产	126	125	125	625	625
其他长期资产	3	4	4	4	4
长期资产总计	503	552	723	3,195	3,399
总资产	2,074	2,158	2,416	2,877	3,472
应付帐款	67	65	103	143	182
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	30	34	54	76	98
流动负债总计	98	99	157	219	280
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	2,050	2,450	2,983
股东权益	1,970	2,050	2,250	2,650	3,183
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,074	2,158	2,416	2,877	3,472
每股帐面价值(人民币)	9.85	10.25	11.25	13.25	15.92
每股有形资产(人民币)	9.22	9.62	10.62	10.12	12.79
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.96)	(4.66)	(3.54)	8.23	7.84

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	40.7	35.2	34.2	37.2	36.8
息税前利润率(%)	36.3	29.1	31.4	35.2	36.8
税前利润率(%)	36.4	32.3	32.9	34.4	36.2
净利率(%)	31.0	27.8	28.3	29.6	31.2
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	16.1	16.2	10.8	(1.5)	0.3
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	57.1	77.2
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	62.1	49.3
速动比率(倍)	14.8	14.2	8.9	(3.2)	(1.5)
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	38.6	41.5	25.7	17.1	12.6
核心业务市盈率(倍)	37.7	41.0	25.5	17.0	12.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	48.5	52.7	32.8	21.9	16.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	4.2	4.0	3.7	3.1	2.6
价格/现金流(倍)	95.0	62.1	94.3	33.6	19.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.8	29.1	19.4	16.3	12.7
<b>周转率</b>					
存货周转天数	99.2	139.6	135.0	140.5	144.8
应收帐款周转天数	176.0	200.7	161.7	158.3	157.6
应付帐款周转天数	30.5	34.0	27.1	27.6	28.2
<b>回报率</b>					
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	14.9	19.6	22.4
资产收益率(%)	14.7	8.4	13.3	18.6	20.9
已运用资本收益率(%)	18.5	10.3	16.5	23.3	26.5

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