



买入

28% ↑

目标价格: 人民币52.62

原目标价格: 人民币52.83

002595.CH

价格: 人民币 41.15

目标价格基础: 22倍 2014年市盈率

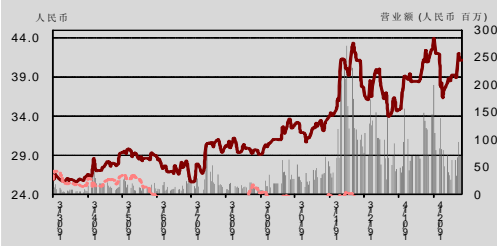
板块评级: 中立

豪迈科技

靓丽业绩如期而至

公司发布 2013 年业绩, 全年收入实现 11.35 亿元, 同比增长 59.6%, 归属于母公司所有者净利润 3.16 亿元, 同比增长 59.95%, 每股收益 1.58 元, 符合预期。报告期内公司模具业务保持快速增长, 增速达到 57.1%, 主要由于海外市场进入收获期, 同时硫化机业务发力, 铸造业务扭亏, 预计今年将继续贡献业绩。今年将有燃机业务并表, 并有超预期的可能, 我们预计 2014、2015 年每股收益分别为 2.39 元、3.18 元, 坚持看好公司成长性, 依照 2014 年 22 倍市盈率, 下调目标价至 52.62 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	(0.1)	0.6	0.2	66.1
相对新华富时 A50 指数	14.0	7.4	12.9	87.6

发行股数(百万)	200
流通股(%)	70
流通股市值(人民币 百万)	8,230
3个月日均交易额(人民币 百万)	86
净负债比率(%) (2014E)	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 2014 年 3 月 14 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

支撑评级的要点

- 模具业务保持快速增长。其中海外收入较去年增长 73%, 国内收入增长 52.7%, 海外收入比例的提升到 40.11%, 带动了整体毛利率和净利率的上涨。
- 2014 年公司产能预计将扩张 30% 以上。其中钢模业务场地搬迁及设备更新正在进行中; 铝模业务新采购的设备即将到位, 预计上半年产能将大幅提高。
- 公司募投项目高档精密铸锻中心项目已扭亏为盈, 预计今年将保持快速发展并贡献业绩。硫化机业务全年新接订单 9 台, 其中 4 台交付海外客户, 预计今年交付量将保持稳定。
- 燃机业务目前正在申请西门子、三菱及阿尔斯通等客户的供应资质, 年内将迎来新客户, 并且在壳体铸件、燃气轮机内部零部件等产品上将有突破。
- 公司披露一季度业绩预计增长 35%-65%, 目前在手订单丰富, 排产饱和, 预计全年将继续保持高速增长。
- 公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 6 元。

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

- 公司 2013 年全年业绩增长 59.6%, 业绩靓丽, 符合预期。报告期内公司海外收入增速保持高位, 利好业绩保持快速增长, 我们预计 2014、2015 年每股收益分别为 2.39 元、3.18 元, 坚持看好公司成长性, 依照 2014 年 22 倍市盈率, 目标价由 52.83 元下调至 52.62 元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	711	1,135	1,654	2,232	2,910
变动(%)	4	60	46	35	30
净利润(人民币 百万)	198	316	478	635	831
全面摊薄每股收益(人民币)	0.989	1.582	2.392	3.176	4.155
变动(%)	(7.1)	59.9	51.2	32.8	30.8
先前预测每股收益(人民币)	-	-	2.345	3.209	-
调整幅度(%)	-	-	2.0	(1.0)	-
核心每股收益(人民币)	1.002	1.622	2.413	3.197	4.175
变动(%)	(8.0)	61.9	48.8	32.5	30.6
全面摊薄市盈率(倍)	41.6	26.0	17.2	13.0	9.9
核心市盈率(倍)	41.1	25.4	17.1	12.9	9.9
每股现金流量(人民币)	0.66	1.14	1.25	1.75	2.50
价格/每股现金流量(倍)	62.2	36.0	33.0	23.5	16.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.1	18.1	13.4	10.1	7.7
每股股息(人民币)	0.600	0.600	0.598	0.794	1.039
股息率(%)	1.5	1.5	1.5	1.9	2.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 公司全年业绩对比

(人民币, 百万)	2012 年	2013 年	同比变化(%)
营业收入	710.96	1,134.71	59.60
营业成本	(417.99)	(648.62)	55.18
营业税金及附加	(6.70)	(11.93)	78.06
销售费用	(19.93)	(31.29)	56.96
管理费用	(59.38)	(77.48)	30.48
财务费用	26.06	7.55	(71.03)
资产减值损失	(2.67)	(10.50)	293.27
公允价值变动净收益	0.00	0.00	
投资净收益	0.00	5.08	
营业利润	230.35	367.52	59.55
营业外收入	1.27	1.81	42.65
营业外支出	(1.65)	(0.69)	(58.29)
税前利润	229.97	368.64	60.30
所得税	(32.18)	(53.18)	65.27
净利润	197.79	315.46	59.49
少数股东损益	0.00	0.90	
归属于母公司所有者的净利润	197.79	316.36	59.95
盈利能力 (%)			百分点变动
毛利率	41.21	42.84	1.63
净利润率	27.82	27.88	0.06

资料来源: 公司资料、中银国际研究

图表 2. 公司第 4 季度业绩对比

(人民币, 百万)	2012 年 4 季度	2013 年 4 季度	同比变化(%)
营业收入	186.12	328.91	76.72
营业成本	(116.07)	(198.23)	70.79
营业税金及附加	(1.54)	(3.43)	123.30
销售费用	(5.72)	(13.75)	140.57
管理费用	(14.57)	(24.98)	71.41
财务费用	4.22	1.59	(62.35)
资产减值损失	0.02	(9.63)	(39,945.52)
公允价值变动净收益	0.00	0.00	
投资净收益	0.00	4.01	
营业利润	52.46	84.48	61.02
营业外收入	0.50	0.48	(3.27)
营业外支出	(1.09)	(0.10)	(91.02)
税前利润	51.87	84.86	63.60
所得税	(6.47)	(10.87)	67.96
净利润	45.40	74.00	62.97
少数股东损益	0.00	0.73	
归属于母公司所有者的净利润	45.40	74.72	64.57
盈利能力 (%)			百分点变动
毛利率	37.64	39.73	2.09
净利润率	24.40	22.72	(1.68)

资料来源: 公司资料、中银国际研究

业绩靓丽，符合预期

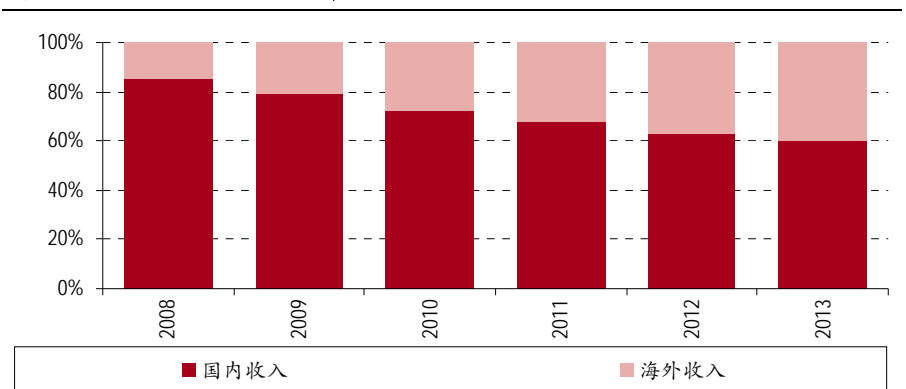
公司发布了 2013 年业绩，全年实现收入 11.35 亿元，同比增长 59.6%，实现归属于母公司所有者净利润 3.16 亿元，同比增长 59.95%，实现每股收益 1.58 元，公司全年业绩靓丽，符合预期。毛利率方面，2013 年公司毛利率提高 1.83 个百分点，达到 42.84%，主要由于盈利能力较强的海外业务收入占比提高。目前公司在手订单以海外客户的订单为主，预计未来海外收入占比还将继续上升，利好业绩增长。

海外市场放量，支持业绩增长

公司从 2013 年起海外市场进入收获期，全年海外收入增长 73%，占收入比例达到 40.11%，毛利率稳定在 50% 左右。公司海外客户众多，我们预计不同客户会分批释放订单，公司增长的趋势将能保持 3 年以上。海外业务毛利率保持在 50% 的位置，依然高于国内业务。海外客户对供应商一般采取合理利润率的政策，即允许供应商盈利水平维持在一定水平之上，以免压榨利润空间造成产品质量缺陷，因此我们认为这样的毛利水平未来还能保持。

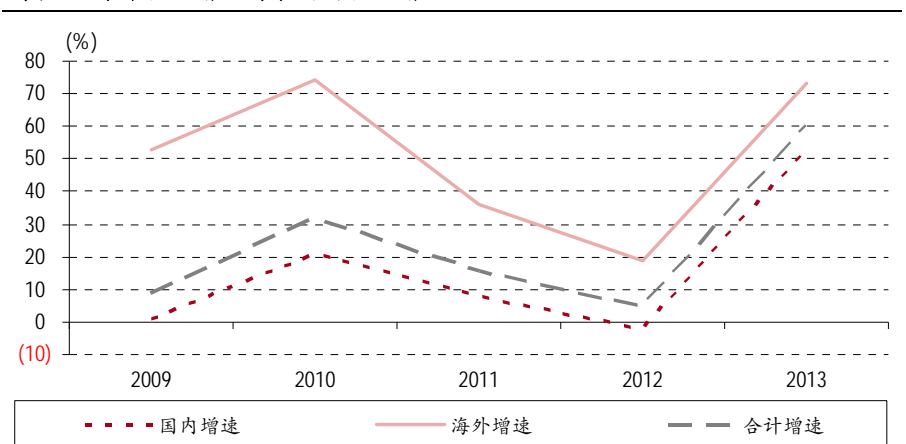
从轮胎行业格局来看，海外四大轮胎企业占据全球轮胎市场份额近 50%，各自基于对自身竞争力的判断，均有 5-10 年的发展规划，配合轮胎产能扩张，对模具的消费量将逐步提高。目前公司的意向订单以海外订单为主，未来海外业务占比不断提升有利于公司业绩增长。

图表 3. 公司海外收入比例逐年提高

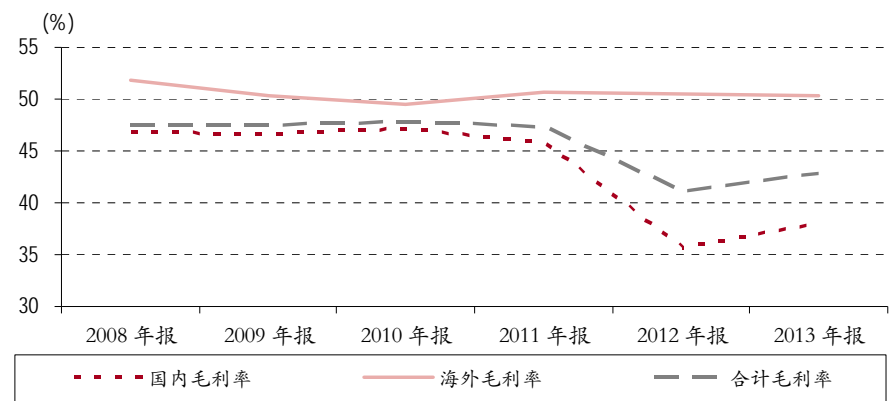


资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 4. 海外收入增速高于国内收入增速



资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 5. 海外业务毛利率高于国内


资料来源：公司资料、中银国际研究

产能扩张仍在继续，将助力市场份额提高

公司募投项目完全达产，但产能扩张的步伐仍在继续。钢模方面，去年底收购了关联公司豪迈制造的部分厂房及通用设备，用于钢制模具扩产，同时公司将升级部分生产设备，以提高生产效率。铝制模具方面，公司凭借强大的机械加工能力，在外购设备的基础上进行了独立的改造优化，保证了良品率处于行业领先水平，使铝制模具在投产后毛利率迅速改善。目前公司已采购了新的设备，预计年内将完成扩产。总体来看，公司今年产能扩张将在 30% 以上，由于订单充足，排产饱和，公司在全球市场的份额将继续上升。依照公司的经营目标，在 3-5 年内轮胎模具市场占有率将达到 30%。

新业务有超预期的可能

公司去年收购了关联公司豪迈制造的加工项目。这一业务主要为燃气轮机、蒸汽轮机和发电机部件及其相关产品的加工、制造和销售。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。同时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，预计 2014 年将有收获。在产品上也正在进行新的尝试，正在推进的新产品包括燃气轮机壳体铸件、内部零件加工等，在 2014 年也将有所突破。凭借低成本、高质量、短工期等优势公司在行业内具有领先地位，同时基于新客户及新产品的开拓，我们预计铸件及加工业务 2014 年将有超预期的可能。

估值

公司 2013 年全年业绩增长 59.6%，业绩靓丽，符合预期。报告期内公司海外收入增速保持高位，利好业绩保持快速增长，我们预计 2014、2015 年每股收益分别为 2.39 元、3.18 元，坚持看好公司成长性，依照 2014 年 22 倍市盈率，下调目标价至 52.62 元，维持 **买入** 评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	711	1,135	1,654	2,232	2,910
销售成本	(418)	(649)	(935)	(1,238)	(1,615)
经营费用	(42)	(65)	(143)	(237)	(309)
息税折旧前利润	251	421	576	757	986
折旧及摊销	(44)	(55)	(33)	0	0
经营利润(息税前利润)	207	365	544	757	986
净利息收入/(费用)	26	8	20	(10)	(10)
其他收益/(损失)	(3)	(4)	(5)	(5)	(5)
税前利润	230	369	559	742	971
所得税	(32)	(53)	(81)	(107)	(140)
少数股东权益	0	1	0	0	0
净利润	198	316	478	635	831
核心净利润	200	324	483	639	835
每股收益(人民币)	0.989	1.582	2.392	3.176	4.155
核心每股收益(人民币)	1.002	1.622	2.413	3.197	4.175
每股股息(人民币)	0.600	0.600	0.598	0.794	1.039
收入增长(%)	4	60	46	35	30
息税前利润增长(%)	(17)	77	49	39	30
息税折旧前利润增长(%)	(10)	68	37	31	30
每股收益增长(%)	(7)	60	51	33	31
核心每股收益增长(%)	(8)	62	49	33	31

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	230	369	559	742	971
折旧与摊销	44	55	33	0	0
净利息费用	(26)	(8)	(20)	10	10
运营资本变动	10	(148)	(248)	(300)	(347)
税金	(32)	(53)	(81)	(107)	(140)
其他经营现金流	(93)	14	6	6	6
经营活动产生的现金流	132	229	249	351	499
购买固定资产净值	(72)	(248)	(210)	(210)	(210)
投资减少/增加	0	3	0	0	0
其他投资现金流	0	(189)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(72)	(434)	(210)	(210)	(210)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	(3)	0	0	0
支付股息	(120)	(120)	(120)	(120)	(159)
其他融资现金流	0	0	20	(10)	(10)
融资活动产生的现金流	(120)	(124)	(100)	(130)	(169)
现金变动	(60)	(329)	(61)	11	121
期初现金	992	932	604	543	554
公司自由现金流	34	(213)	39	141	289
权益自由现金流	60	(209)	59	131	279

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	932	604	543	554	675
应收帐款	408	530	710	917	1,147
库存	197	297	398	527	688
其他流动资产	69	322	380	442	518
流动资产总计	1,606	1,753	2,032	2,441	3,028
固定资产	423	568	740	944	1,148
无形资产	125	141	141	141	141
其他长期资产	4	6	6	6	6
长期资产总计	552	715	887	1,091	1,295
总资产	2,158	2,469	2,919	3,532	4,323
应付帐款	65	134	195	260	340
短期债务	0	1	1	1	1
其他流动负债	34	68	99	131	171
流动负债总计	99	203	294	392	511
长期借款	0	5	5	5	5
其他长期负债	9	11	11	11	11
股本	200	200	200	200	200
储备	1,850	2,048	2,406	2,921	3,594
股东权益	2,050	2,248	2,606	3,121	3,794
少数股东权益	0	2	2	2	2
总负债及权益	2,158	2,469	2,919	3,532	4,323
每股帐面价值(人民币)	10.25	11.24	13.03	15.61	18.97
每股有形资产(人民币)	9.62	10.53	12.32	14.90	18.26
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.66)	(2.99)	(2.69)	(2.74)	(3.34)

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	35.2	37.1	34.8	33.9	33.9
息税前利润率(%)	29.1	32.2	32.9	33.9	33.9
税前利润率(%)	32.3	32.5	33.8	33.3	33.4
净利率(%)	27.8	27.9	28.9	28.5	28.6
流动性					
流动比率(倍)	16.2	8.7	6.9	6.2	5.9
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	75.7	98.6
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)	14.2	7.2	5.6	4.9	4.6
估值					
市盈率(倍)	41.6	26.0	17.2	13.0	9.9
核心业务市盈率(倍)	41.1	25.4	17.1	12.9	9.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	52.5	32.4	21.8	16.5	12.6
市净率(倍)	4.0	3.7	3.2	2.6	2.2
价格/现金流(倍)	62.2	36.0	33.0	23.5	16.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.1	18.1	13.4	10.1	7.7
周转率					
存货周转天数	139.6	138.9	135.7	136.5	137.3
应收帐款周转天数	200.7	150.9	136.7	133.1	129.4
应付帐款周转天数	34.0	32.0	36.3	37.2	37.6
回报率					
股息支付率(%)	60.7	37.9	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	9.8	14.7	19.7	22.2	24.0
资产收益率(%)	8.4	13.5	17.3	20.1	21.5
已运用资本收益率(%)	10.3	17.0	22.3	26.4	28.4

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资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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(“上市集团”)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