

豪迈科技 (002595.SZ)

其它专用设备行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

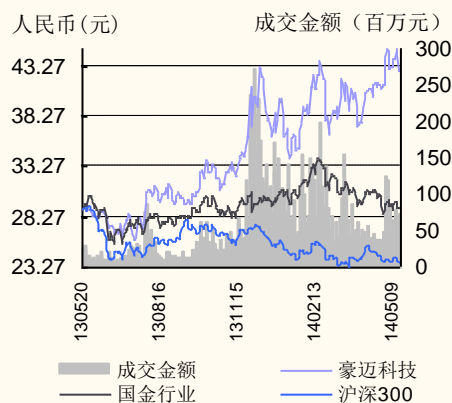
市价(人民币): 43.00元

目标(人民币): 60.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	96.85
总市值(百万元)	8,600.00
年内股价最高最低(元)	45.05/26.10
沪深300指数	2115.14
中小板指数	5930.88



## 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.989	1.582	2.245	3.009	3.890
每股净资产(元)	10.25	11.24	13.49	16.49	20.38
每股经营性现金流(元)	0.66	1.14	2.91	2.08	2.67
市盈率(倍)	22.74	25.00	19.16	14.29	11.05
行业优化市盈率(倍)	16.80	31.31	29.43	29.43	29.43
净利润增长率(%)	-7.09%	59.95%	41.91%	34.04%	29.29%
净资产收益率(%)	9.65%	14.08%	16.65%	18.24%	19.08%
总股本(百万股)	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 公司是国内具备核心竞争力的轮胎模具制造商, 主营业务仍然有较大成长空间: 公司掌握轮胎模具加工三大工艺, 其独有的电火花工艺构成了最大的技术壁垒。公司在过去证明了其管理层优秀的经营能力, 随着其海外客户获得突破性进展, 公司的成长性长期看好。
- 市场普遍担心公司经营业绩的周期性, 我们认为轮胎模具的行业属性、公司的客户结构和竞争实力决定其有望穿越周期。1) 轮胎模具属于易耗件, 具备一定的消费属性, 预计每年的行业规模增速为 8%, 高于轮胎行业增速且比较稳定。2) 大客户供应体系的全面布局的完成, 公司的业绩表现有望与大客户的资本开支直接捆绑, 业绩增长将更具稳定性。3) 行业空间可达 150 亿, 公司目前市占率仅 8%。公司作为行业龙头, 生产规模、技术实力、成本控制、营销服务能力均处于行业领先地位, 有望在未来几年的竞争中继续拓展全球市场份额。
- 公司在短、中、长期均有投资亮点: 1) 短期, 公司订单饱满, 其发展主要受产能限制, 2014 年 7 月扩产 30%, 基本保障今年 40% 以上的增长。2) 中期, 集团业务中的换热器和油气设备配套具有较好的发展前景, 值得关注。3) 长期, 公司的成长空间巨大, 其优秀的制造能力不仅保证其进一步拓展轮胎模具市场的份额, 也有能力向其他领域拓展。

## 投资建议与估值

- 盈利预测: 综合以上假设, 我们预计公司 2014-2016 年实现销售收入 1563 百万元、2094 百万元与 2708 百万元; 归属母公司股东净利润分别为 449 百万元、602 百万元与 778 百万元, 对应 EPS 分别为 2.25 元、3.01 元、3.89 元。分别同比增长 41.91%、34.04%、29.29%。对应 2014-2016 年 PE 分别为 19.16 倍、14.29 倍、11.05 倍。
- 我们认为轮胎模具行业具备消费属性, 行业属性决定其未来几年的增速比较稳定, 公司是行业内最优秀的企业, 目前完成了前期的客户拓展准备, 正处于提升市场份额、快速成长的重要时期。我们给予公司 2015 年 20 倍 PE, 对应未来 12 个月目标价 60 元, 给予买入评级。

## 风险

- 原材料价格大幅度上涨。海外客户大幅缩小轮胎模具采购订单规模。

邓鑫

联系人  
(8621)61038229  
dengl@gjzq.com.cn

胡正洋

联系人  
(8621)60870933  
huzhengyang@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)60230235  
hegw@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司是国内轮胎模具行业龙头 .....	4
公司是具有核心技术实力的轮胎模具制造商 .....	4
公司的成长性长期看好 .....	4
公司股权结构与管理层 .....	6
公司穿越周期的三大理由 .....	7
轮胎模具属于易耗件，具备消费属性 .....	7
大客户战略布局完成——业绩长期稳定向上的保证 .....	8
技术领先——构筑公司发展的护城河 .....	10
公司短、中、长期的投资亮点分析 .....	12
短期，产能扩张助力业绩增长持续靓丽 .....	12
中期，集团业务空间巨大，资产注入预期或成投资亮点 .....	12
长期，成长空间巨大 .....	13
盈利预测与估值 .....	15
风险 .....	15
附录：三张报表预测摘要 .....	17
附录：三张报表预测摘要 .....	17

## 图表目录

图表 1：公司生产的轮胎模具产品 .....	4
图表 2：公司 2007-2013 年营业收入快速增长 .....	5
图表 3：公司 2007-2013 年净利润快速增长 .....	5
图表 4：2013 年公司股价大幅度上涨背后是公司竞争实力的持续性增强 .....	5
图表 5：公司股权结构 .....	6
图表 6：轮胎模具中的花纹块 .....	7
图表 7：轮胎硫化估算 .....	7
图表 8：我国千人汽车保有量水平仍然不高 .....	8
图表 9：全球机动车数量预测 .....	8
图表 10：2013 年全球汽车胎销量分布 .....	8
图表 11：2013 年全球卡车胎销量分布 .....	8
图表 12：全球轮胎行业增速预测表 .....	9
图表 13：2012 年全球轮胎巨头营业收入 .....	9
图表 14：2012 年全球轮胎巨头市场份额 .....	9
图表 15：几大轮胎十年业绩增长表现（十亿美元） .....	10
图表 16：轮胎巨头资本支出总体保持稳定增长 .....	10
图表 17：轮胎模具认证过程 .....	10

图表 18: 公司海外收入快速增长 .....	10
图表 19: 三种工艺对比 .....	11
图表 20: 公司与巨轮股份的收入与设备值对比 .....	11
图表 21: 公司毛利率或将稳中有升 .....	11
图表 22: 近年来公司的产能快速扩张 .....	12
图表 23: 公司的模具产能构成 .....	12
图表 24: 螺旋缠绕管式换热器 .....	12
图表 25: 无菌级换热器 .....	12
图表 26: 豪迈制造公司生产的油气设备配套 .....	13
图表 27: 燃气轮机业务收入及利润 .....	13
图表 28: 公司主营业务拆分 .....	16

## 公司是国内轮胎模具行业龙头

### 公司是具有核心技术实力的轮胎模具制造商

- 公司是国内专业的轮胎模具制造商，也是全球最大的轮胎模具供应商。公司的主要产品包括各种子午轮胎模具，具体的品种涵盖用活络模具或者两半模具开合动作的乘用车、轻卡车、载重车、工程车、巨型工程车、飞机、摩托车轮胎模具，以及工业实心胎模具和胶囊模具等。

图表1：公司生产的轮胎模具产品



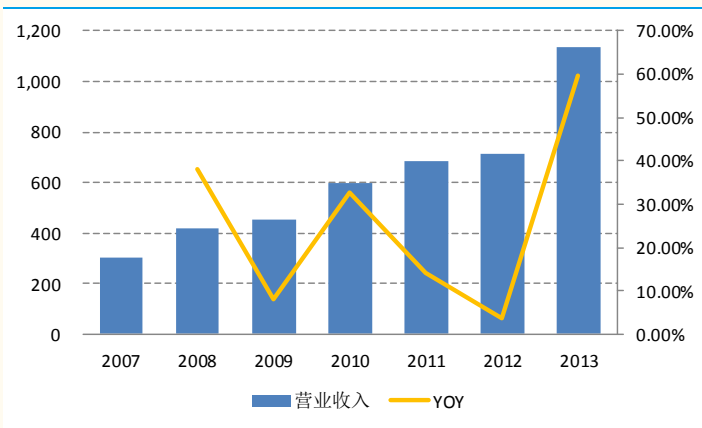
来源：公司网站，国金证券研究所

- **核心技术奠定行业龙头地位。**公司最先研发并掌握了最先进最成熟的轮胎模具电火花加工工艺，能利用电火花技术加工钢质和铝质的轮胎模具花纹，尤其擅长复杂花纹的加工。同时，熟练掌握了雕刻工艺和精密铸造工艺，是世界同行业少有的熟练掌握三大加工工艺的厂家。

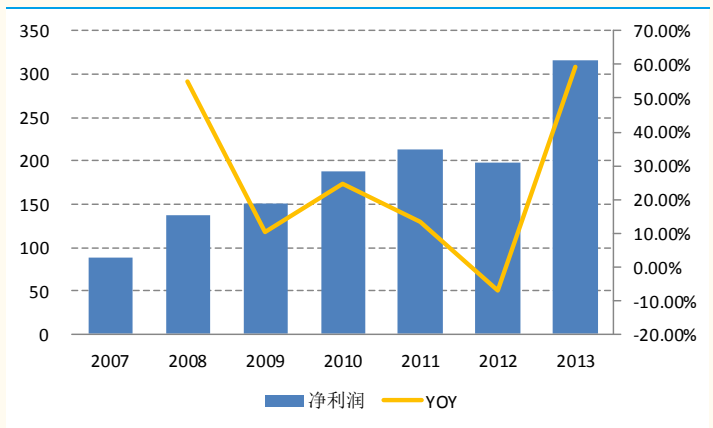
### 公司的成长性长期看好

- **公司竞争实力强劲，市占率不断提升。**公司专注于轮胎模具行业，凭借优秀的加工工艺和先进的管理，公司不断开拓国内外市场，营业收入快速增长，2007-2013年，公司营业收入从303.89百万元增长至1134.71百万元，复合增长率达24.56%；净利润从88.42百万元增长至315.46百万元，复合增长率达23.61%。目前，公司的国内市场占有率达30%以上，远高于行业中的第二、三位企业。

图表2: 公司 2007-2013 年营业收入快速增长



图表3: 公司 2007-2013 年净利润快速增长



来源: 公司年报, 国金证券研究所

- **2013 年股价大幅上涨源于市场对公司业绩爆发性增长的认可, 高增长具有持续性。**2013 年, 公司业绩呈现爆发式增长, 实现营业收入 11.34 亿元, 净利润 3.15 亿元, 分别同比增长 59.60%和 59.46%。业绩出现爆发式增长的背后, 除了下游轮胎行业投资回暖外, 最主要的原因是公司前期国际化战略布局成效逐渐显现。我们认为公司竞争实力较几年前大幅度增强, 业绩增长主要来自于下游客户结构的改善, 而行业波动因素对其影响削弱, 业绩高增长具有持续性。

图表4: 2013 年公司股价大幅度上涨背后是公司竞争实力的持续性增强



来源: 国金证券研究所

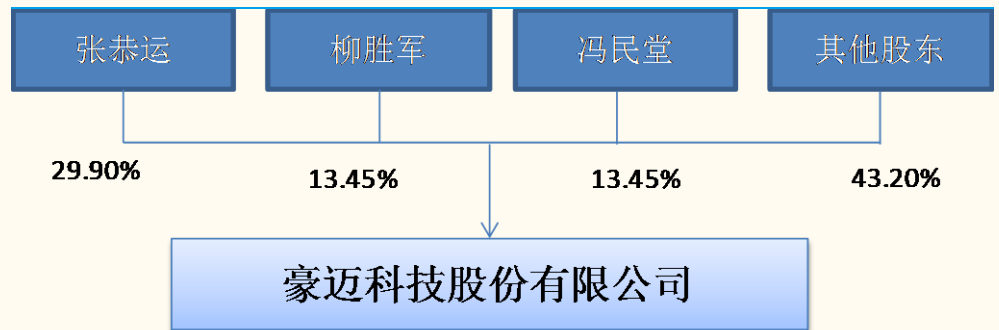
- **大客户持续突破, 长期业绩向上。**从全球情况来看, 由于下游轮胎行业的集中度很高, 致使轮胎行业的主要产销量来自于全球主要轮胎生产厂商, 其资本开支中对轮胎模具的采购构成了需求的主要来源。公司自 2008 年成为固特异的供应商以来, 2011-2012 年逐步获得了包括普利司通、米其林、德国大陆等 88 家轮胎企业的供应商资质, 基本进入了全球排名前十大的轮胎制造商的供应体系。大客户供应体系的逐步突破, 将成为公司业绩持续增长的保证。

- 市场普遍担心公司经营业绩的周期性，我们认为轮胎模具的行业属性、公司的客户结构和竞争实力决定其有望穿越周期。1) 轮胎模具属于易耗件，具备一定的消费属性，其使用周期一般为半年，与轮胎橡胶设备等其它固定资产投资相比，更换周期明显较短。2) 受益于大客户供应体系的全面布局的完成，公司的业绩表现有望与大客户的资本开支直接捆绑，业绩增长将更具稳定性。3) 行业空间大，据普利司通调查显示，2013 年全球轮胎模具市场约 150 亿元，年需求模具全球约 10 万套，公司 2013 年只有 9000 多套。公司作为行业龙头，生产规模、技术实力、成本控制、营销服务能力均处于行业领先地位，有望在未来几年的竞争中继续拓展全球市场份额。

#### 公司股权结构与管理层

- 管理层持股比例高，管理层利益与股东利益高度一致。公司实际控制人为张恭运（董事长），持股比例约 30%，其他重要股东包括柳胜军（监事会主席）、冯民堂（董事会秘书）、徐华兵、张光磊等。管理层总体持股比例达 58.46%。

图表5：公司股权结构



来源：国金证券研究所

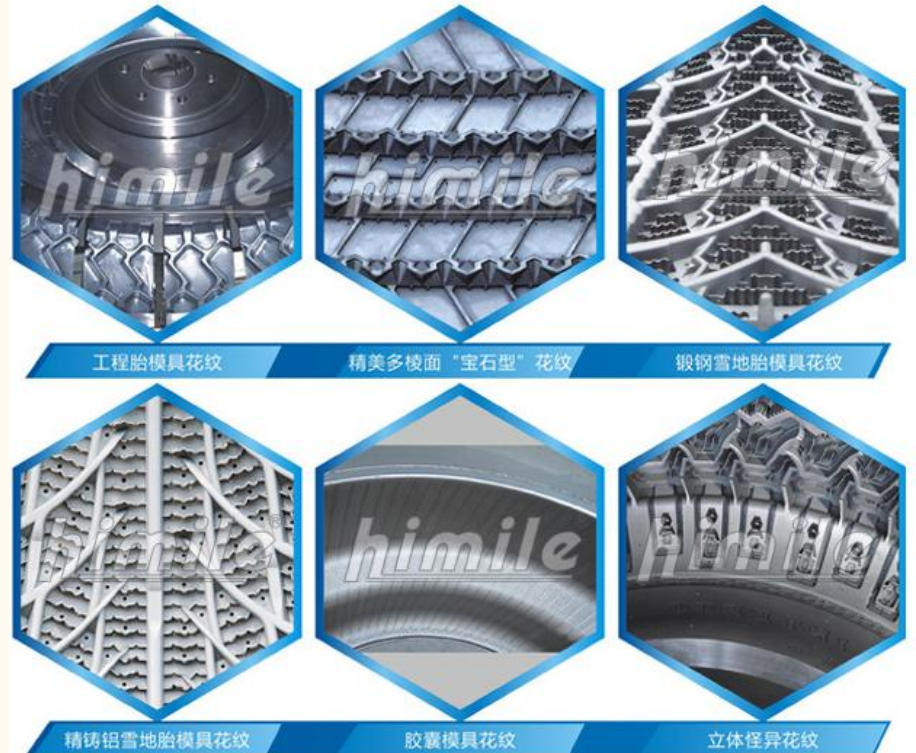
- 管理层优秀，具备创新能力和战略眼光。公司自主研发了用于轮胎模具制造的专用电火花机床，证明了管理层优秀的创新能力。此后，公司切入轮胎模具行业，并在行业中迅速做到了业界第一，业绩多年来保持快速增长，证明了管理层的战略眼光和执行能力。公司始终专注主业经营，具备成为行业巨头的基因。

## 公司穿越周期的三大理由

### 轮胎模具属于易耗件，具备消费属性

- **轮胎花纹更替频繁加速模具消耗。**轮胎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。轮胎花纹的主要作用就是增加胎面与路面间的磨擦力,以防止车轮打滑,这与鞋底花纹的作用如出一辙。出于安全、美观等方面的消费需求趋势的考虑,为了提高轮胎产品的竞争力以获得更多的市场份额,各家轮胎巨头都着力于设计研发各式花纹的轮胎,例如米其林每年都会推出新的花纹,且近年来推出新花纹的频率正在加快。

图表6: 轮胎模具中的花纹块



来源: 公司网站, 国金证券研究所

- **轮胎模具使用寿命短, 更替周期快。**根据我们的调研显示, 轮胎模具的更换周期跟硫化时间直接相关, 一般情况下, 轮胎模具硫化 1.5-2 万条需要更换, 按照硫化速度中小型轮胎 15 分钟/条, 大型轮胎 30 分钟/条, 大致可以计算得到一般轮胎模具的寿命为一年。此外, 由于轮胎模具采购金额往往仅占整体固定资产投资的 1%-2%, 厂商对其的价格敏感性较低, 构成了更替频繁的重要原因。

图表7: 轮胎硫化估算

轮胎种类	硫化速度	全天工作时长	全年工作日	全年硫化轮胎条数
中小型	15min/条	20h	300	24000
大型	30min/条	20h	300	12000

来源: 国金证券研究所, 注: 巨型轮胎硫化时间需要一天, 不能按此方法估算。

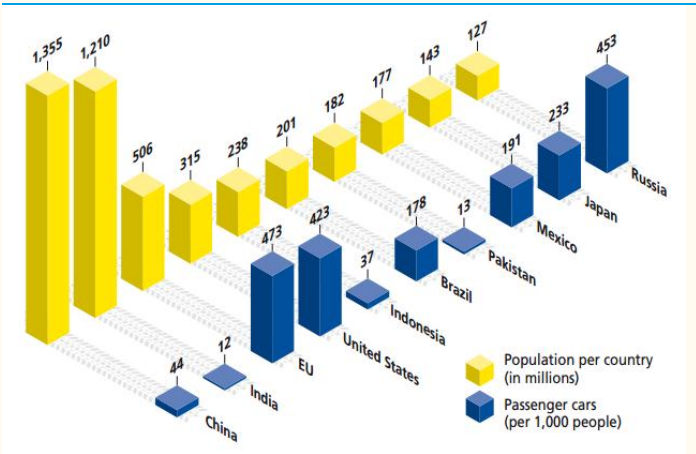
- **我们认为轮胎模具属于工业耗材, 具有消费品属性, 其行业发展增速与轮胎行业的增长没有必然的联系。**在当今轮胎花纹快速更新的时代, 轮胎模具行业具备稳定增长的潜力, 预计每年的行业规模将增长 8%, 高于全球轮胎行业 5% 的增速 (增速预测根据普利司通和我们软控报告中的预测方法)。行业竞争胜出的关键是看各家厂商的竞争实力, 是对企业包括产品的设计、研发、生产制造、销售、服务以及品牌等各个方面能力的考量,

胜出者将获得更多的市场份额和发展空间，而无疑豪迈具备各个方面的实力，是最有望享受高速增长的企业。

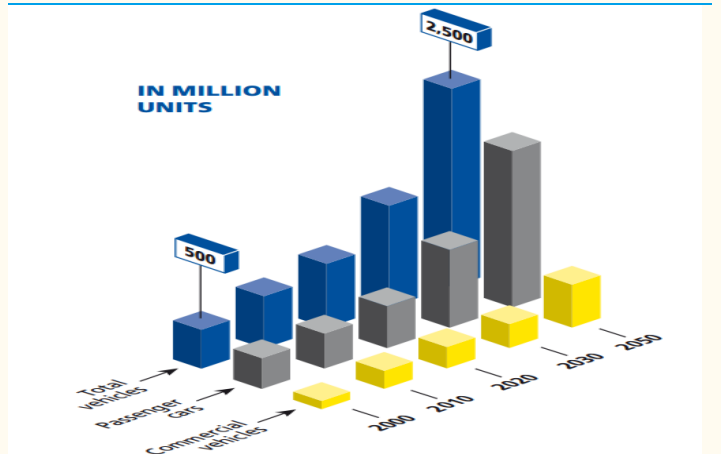
大客户战略布局完成——业绩长期稳定向上的保证

- **轮胎行业投资稳定向上。**我们从全球汽车行业发展的视角分析，根据米其林的数据大致推算出汽车行业的增速为6%，轮胎行业的增速为4%-6%。
- **全球汽车行业将保持6%的增长。**当前新兴市场的汽车拥有量较发达国家仍然很低，因此，未来新兴市场需求将成为拉动全球汽车工业增长的重要动力。据米其林轮胎2013年年报预测，当前全球机动车辆保有量超过10亿辆，新增汽车产量过8300万辆；预计2020年保有量将超过15亿辆，新增汽车产量将超过1亿辆。

图表8: 我国千人汽车保有量水平仍然不高



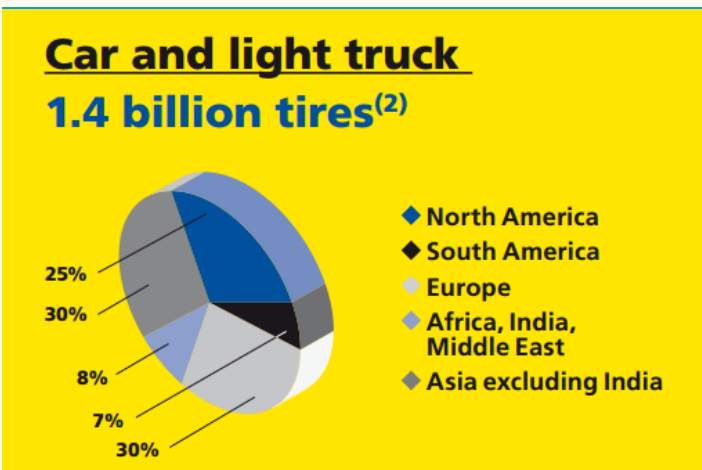
图表9: 全球机动车数量预测



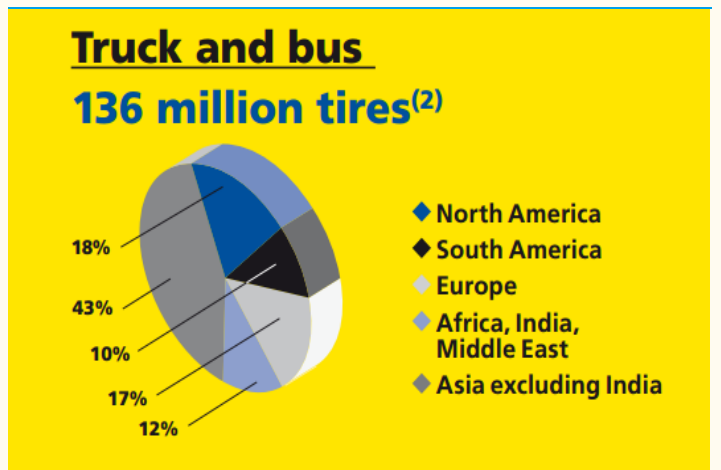
来源: 米其林, 国金证券研究所

- **汽车工业的稳定向上发展带动轮胎需求稳定增长。**2013年，全球轮胎行业市场规模大约1300亿美元，其中60%为汽车胎，30%为卡车胎。轮胎需求主要产生于新增原配轮胎市场（25%）以及替换轮胎市场（75%）。据米其林预计，未来成熟市场的行业增速为1%-2%，而新兴市场的行业增速为5%-10%。

图表10: 2013年全球汽车胎销量分布



图表11: 2013年全球卡车胎销量分布



来源: 米其林, 国金证券研究所

- **全球轮胎行业未来有望保持5%左右的增长。**我们通过对汽车胎（半钢胎）和卡车胎（全钢胎）的存量（其中，14亿条汽车胎中40%在新兴市场销售，1.36亿条卡车胎中70%在新兴市场销售），以及其在成熟市场和新兴市场的增速的敏感性分析，发现在一般情形下（成熟市场增速1.5%，新兴市场7.5%），汽车胎和卡车胎增速分别为4.15%

和 5.91%，到 2020 年，汽车胎和卡车胎销量分布有望达到 18.61 亿条和 2.01 亿条。

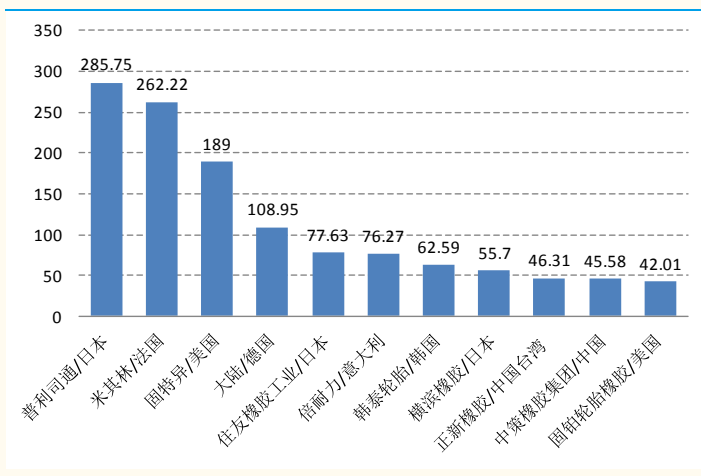
图表12: 全球轮胎行业增速预测表

		2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	增速
汽车胎	成熟市场	8.40	8.48	8.57	8.65	8.74	8.83	8.92	9.01	1.00%
		8.40	8.53	8.65	8.78	8.92	9.05	9.18	9.32	1.50%
		8.40	8.57	8.74	8.91	9.09	9.27	9.46	9.65	2.00%
	新兴市场	5.60	5.88	6.17	6.48	6.81	7.15	7.50	7.88	5.00%
		5.60	6.02	6.47	6.96	7.48	8.04	8.64	9.29	7.50%
		5.60	6.16	6.78	7.45	8.20	9.02	9.92	10.91	10.00%
卡车胎	成熟市场	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	1.00%
		0.41	0.41	0.42	0.43	0.43	0.44	0.45	0.45	1.50%
		0.41	0.42	0.42	0.43	0.44	0.45	0.46	0.47	2.00%
	新兴市场	0.95	1.00	1.05	1.10	1.16	1.22	1.28	1.34	5.00%
		0.95	1.02	1.10	1.18	1.27	1.37	1.47	1.58	7.50%
		0.95	1.05	1.15	1.27	1.39	1.53	1.69	1.86	10.00%
行业增速										
汽车胎	乐观情形	14.00	14.73	15.52	16.37	17.29	18.29	19.38	20.56	5.64%
	一般情形	14.00	14.55	15.13	15.74	16.39	17.09	17.83	18.61	4.15%
	悲观情形	14.00	14.36	14.74	15.14	15.55	15.98	16.42	16.89	2.71%
卡车胎	乐观情形	1.36	1.46	1.58	1.70	1.84	1.98	2.15	2.32	7.95%
	一般情形	1.36	1.44	1.52	1.61	1.70	1.81	1.92	2.03	5.91%
	悲观情形	1.36	1.41	1.47	1.52	1.58	1.64	1.71	1.78	3.89%

来源：国金证券研究所

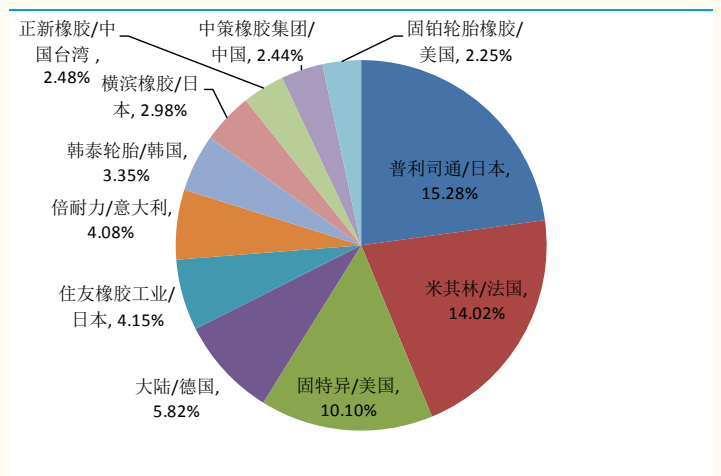
- 轮胎行业集中度高，轮胎模具厂商绑定大客户保证采购需求稳定增长。根据 ERJ 公布的数据，2012 年前十大轮胎巨头的市场份额达 66.94%，前四大巨头的市场份额达 45% 以上，且近年来一直保持较稳定的格局。回顾前几大轮胎巨头过去十年的业绩表现，我们发现其收入年复合增速基本与我们预测的轮胎行业增速持平（其中，普利司通为 6.28%，米其林为 4.45%，固特异为 2.60%，大陆为 6.89%，倍耐力为 0.78%）。这表明轮胎行业增长的确定性机会主要集中在轮胎巨头的业绩的稳定增长上。

图表13: 2012 年全球轮胎巨头营业收入



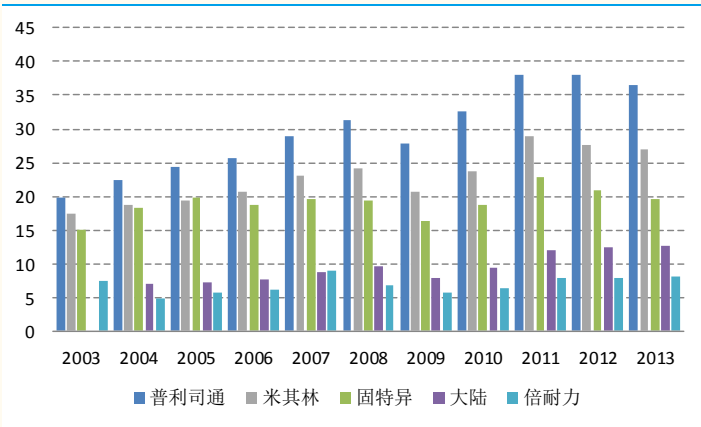
来源：中国橡胶网，国金证券研究所

图表14: 2012 年全球轮胎巨头市场份额

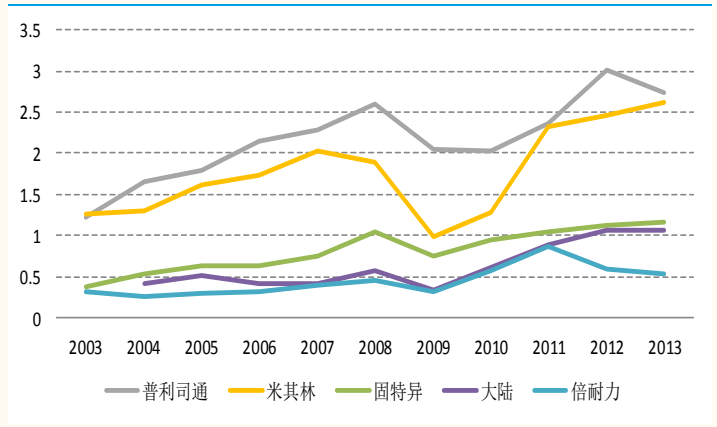


- 由于历年来轮胎巨头的资本开支占营业收入的比例普遍比较稳定，因此，资本开支总体保持稳定增长。作为轮胎厂商固定资产投资中的一部分，巨头对轮胎模具的采购将保持稳定增长。

图表15: 几大轮胎十年业绩增长表现 (十亿美元)



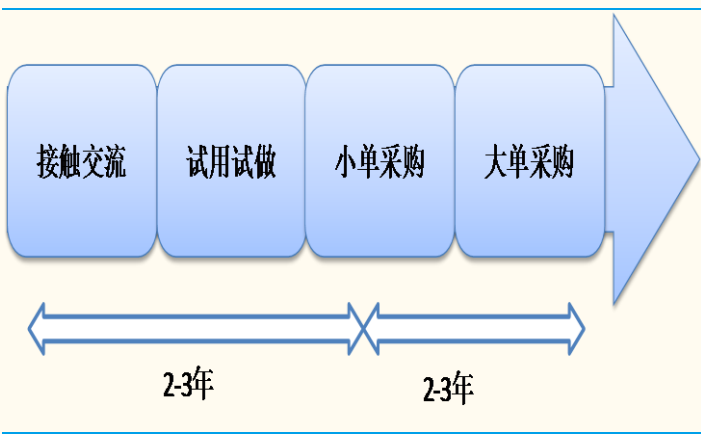
图表16: 轮胎巨头资本支出总体保持稳定增长



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

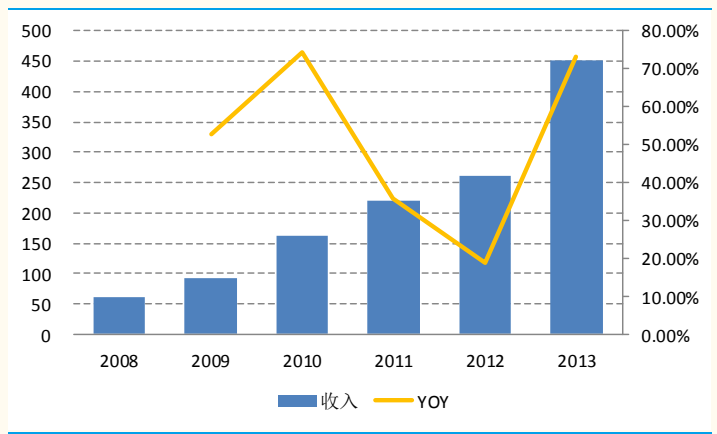
- **轮胎巨头模具采购外包逐渐放开。**轮胎巨头起初大多自制模具，一是出于保密的考虑，二是因为市场上的模具厂商无法达到其要求。如今，随着轮胎模具厂商的实力不断增强、3D 打印等新技术的不断进步，专业化的分工外包趋势逐渐形成。例如，公司最大的客户-普利司通目前自产模具占比 50%，未来将继续提升外购比例。
- **大客户供应链突破不易，一旦成功即可形成壁垒。**轮胎巨头对于轮胎模具的采购有着严格的认证要求，一般会经历从最初的接触交流到最后的大单采购需要 4-6 年的时间。在实现大单采购后，两者的合作关系将变得十分牢固。公司自 2008 年来在海外客户开拓上不断积累，目前已经实现了对国际主要客户的模具供应。我们认为，公司一方面有望在现有的供应体系内继续增长供应份额，另一方面有望发挥现有的客户关系的示范效应，进入国际上更多轮胎客户的采购体系。

图表17: 轮胎模具认证过程



来源: 国金证券研究所

图表18: 公司海外收入快速增长



技术领先——构筑公司发展的护城河

- **公司集三大工艺于一身，打造业界最强技术实力。**公司是目前业界唯一一家拥有电火花、精铸铝和雕刻等三大工艺的企业，其中利用电火花工艺是公司的核心竞争力。公司自主研发的轮胎模具加工专用电火花机床具备唯一性（国内仅起初购买公司产品企业拥有此项技术，国外无企业掌握此技术，经过不断改进升级之后，公司的第八代电火花机床在行业内独一无二），能利用电火花技术加工钢质和铝质的轮胎模具花纹，尤其擅长复杂花纹的加工，且相比传统的雕刻工艺在成本和性能上都具有优势。

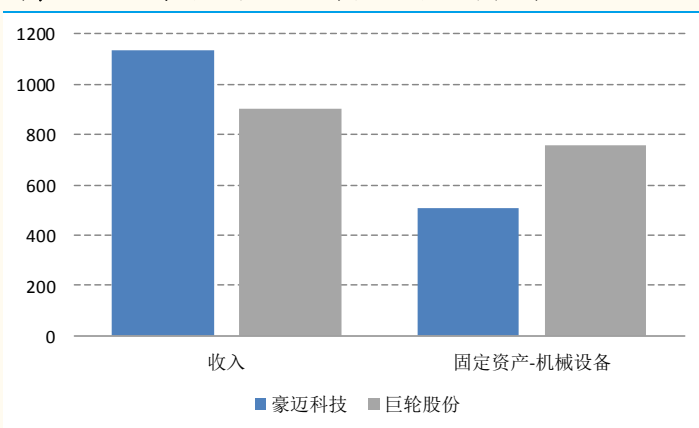
图表19: 三种工艺对比

工艺	加工精度	加工效率	加工成本	适用材料	花纹复杂程度
电火花	高	较高	较低	钢、铝	高
精密铸造	较低	高	较低	铝	高
雕刻	高	较高	高	钢、铝	较低

来源: 国金证券研究所

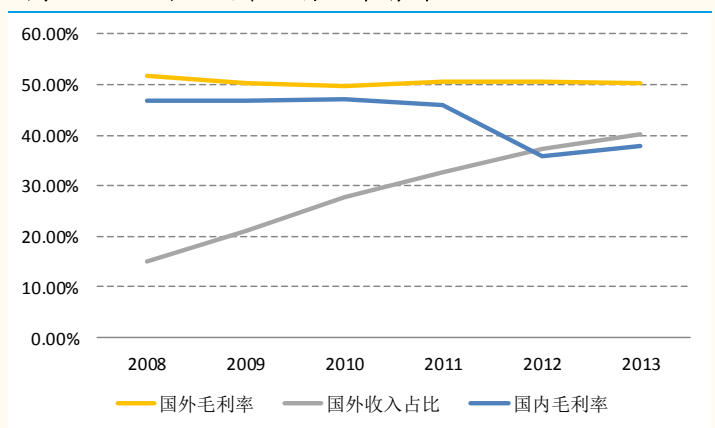
- **成本控制能力领先，高毛利率有望维持。** 得益于先进的工艺技术和规模效应，公司在成本控制上能力突出，盈利能力优秀。
  - **公司资产较轻，盈利能力强。** 公司自制的电火花机床单台价值在 20 万元左右，相比雕刻工艺中所用的价值 200 万元左右的五轴联动机床具有巨大的比价优势。设备成本的低廉带来各期资产折旧的相对减少，从而提升了公司整体盈利水平。
  - **公司产品议价能力较高。** 公司生产的轮胎模具质量优秀，能够满足客户个性化、复杂工艺的要求，从而获得了较高的议价能力。此外，由于客户对于轮胎模具产品的价格敏感性较低，因而，这种议价能力一旦形成便显得非常稳固。
  - **公司毛利率较高，未来或将稳中有升。** 近年来公司整体毛利率基本保持稳定波动，2012 年毛利率出现下降主要因为毛利率偏低的精铸铝模具收入占比提高以及募投项目高档精密铸锻中心的亏损，2013 年随着海外客户的开拓取得突破性进展，公司毛利率小幅上涨。我们判断，未来随着海外客户收入占比的继续提升，公司的毛利率或将稳中有升。

图表20: 公司与巨轮股份的收入与设备值对比



来源: wind, 国金证券研究所

图表21: 公司毛利率或将稳中有升

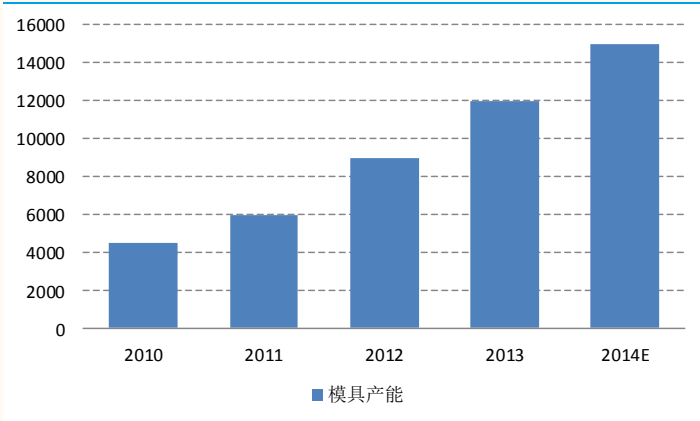


## 公司短、中、长期的投资亮点分析

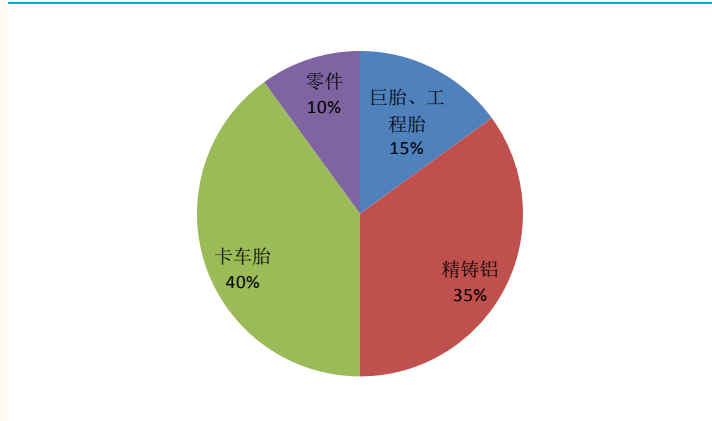
### 短期，产能扩张助力业绩增长持续靓丽

- **轮胎模具订单饱满，产能持续扩张。**公司在海外市场快速扩张，在多年来持续保持产能扩张的情形下，订单仍然供不应求，业绩在很大程度上受制于产能。2014年公司计划投入2亿元，扩产30%以上，主要用于效率提升和工艺改进。根据公司的长期产能规划，在2015及2016年会继续较快的产能扩张以应对订单的增长。

图表22：近年来公司的产能快速扩张



图表23：公司的模具产能构成



来源：公司资料，国金证券研究所

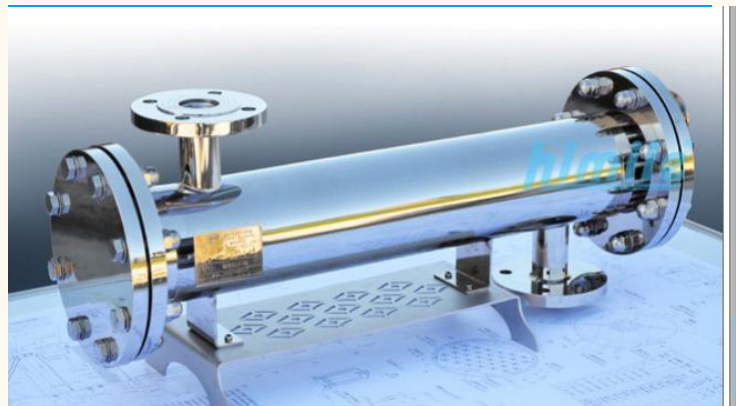
### 中期，集团业务空间巨大，资产注入预期或成投资亮点

- **豪迈集团有诸多优质资产。**豪迈集团下属公司豪迈制造主要拥有两大优质资产，分别是高效换热器和油气装备配套设备，豪迈制造公司的2012年的整体营业收入达到了6亿多元。
- 豪迈制造于2010年研发成功高效换热器，主要包括螺旋缠绕管式换热器和无菌级换热器。螺旋管式换热器具有换热效率高、能耗少、结垢倾向低、占用空间小、运行费用省等明显优势。无菌级换热器完全符合GMP和FDA认证，可满足血浆、疫苗、针剂和注射用水等高洁净工况的需求。公司的产品广泛运用到食品、医疗、化工等行业，获得了石药、新华、伊利、齐都、万润、东药、华药、齐鲁制药、海科化工、淄博电厂和孚日家纺等客户，2012年实现业务收入1亿元，并且已经拥有千万级别的企业应用。我们判断，工业换热器的具有巨大的市场空间，公司的产品具备明显的竞争实力，未来业务增长的空间广阔。

图表24：螺旋缠绕管式换热器



图表25：无菌级换热器



来源：国金证券研究所

- 豪迈集团与美国油气设备制造巨头卡麦隆签署了协议，以租赁厂房的形式为其在中国提供生产工厂，集团借此进入油气设备配套领域。随着两者合作的加深，未来或将具备更强的盈利能力。

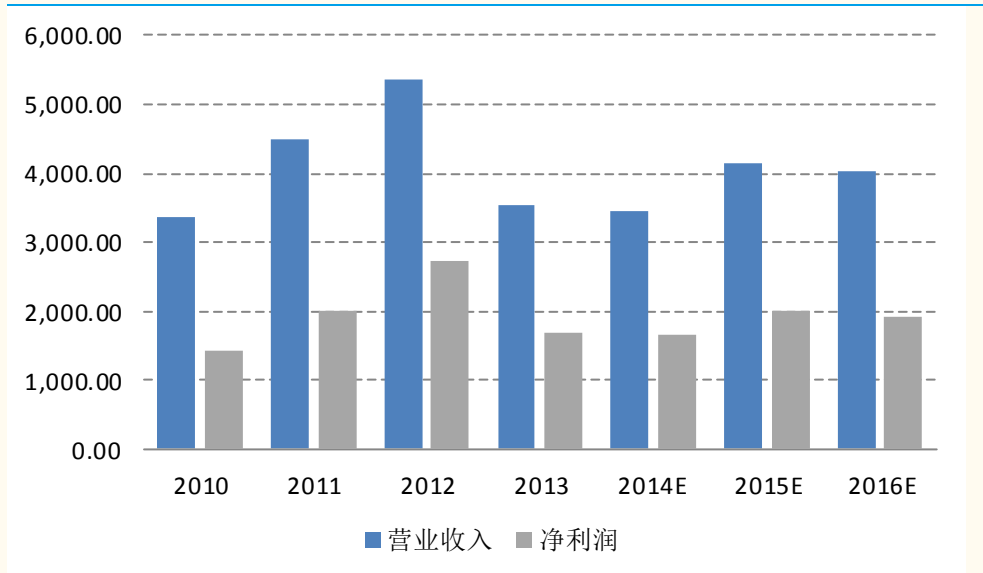
图表26: 豪迈制造公司生产的油气设备配套



来源: 国金证券研究所

- **资产注入并非空想。**我们认为未来集团公司的资产注入上升公司并非空想，主要基于以下判断：1) 集团公司与上市公司的实际控制人相同，只要上市公司认为集团资产注入有助于整体发展，且小股东利益得到满足，资产注入便没有障碍。2) 集团公司的项目以孵化为主，发展壮大需要更大的平台。3) 集团业务已经有一次资产注入上市公司的历史——2013年12月，公司收购集团下的大型燃气轮机零部件加工业务。
- 燃气轮机零部件加工业务属于来料加工，按小时计算加工费，主要客户为美国通用电气公司的美国工厂、法国工厂等，收入比较稳定，每年产值3000-4000万，毛利率有50%，净利润1800万左右。此次收购还签订了盈利补偿协议，协议标准为该业务2014-2016年将产生利润分别达1,653.40万元、1,993.45万元、1,929.69万元。

图表27: 燃气轮机业务收入及利润



来源: 公司资料, 国金证券研究所

长期，成长空间巨大

- **公司在轮胎模具行业仍然有很大发展空间。**当前轮胎模具行业的规模约为150亿，并且保持每年8%的增长，年需求全球10多万套。根据前文中我们的分析，公司是行业内竞争实力最强的竞争者，我们判断随着公司进入

海外大客户的收获期，未来公司的市场份额会快速上升，有望达到 30%以上的份额，即收入仍然有 3-5 倍的提升空间。

- **公司强大的制造加工能力使其切入到更多领域的成为可能。**公司过去专注于轮胎模具制造行业，并取得了优秀的业绩。我们认为管理层具有长远的眼光，会根据公司的发展不断调整其战略，并会在适当的时机积极布局其他相关产业，嫁接其强大的制造加工能力，不断打破公司发展的瓶颈。

## 盈利预测与估值

### ■ 主要假设:

- **模具:** 公司目前的模具订单供不应求, 根据一季度的订单情况以及全年的产能扩张情况, 我们预测全年该块业务收入增长 40%。随着公司精铸铝产能达产, 当前的产能结构处于比较合理状态, 考虑到公司海外客户占比的逐步上升, 未来毛利率或将稳中有升。
- **铸造:** 公司对原先规划的高档精密锻铸中心项目进行了产能缩减并已经成功实现达产。基于下游客户需求较好, 我们判断此块业务 2014 年有望实现较快增长。
- **其他业务:** 公司 2013 年年报对此块业务构成进行了调整, 将燃气轮机零部件加工业务并入到了此部分, 我们基于燃气轮机零部件加工业务收购时的利润补偿说明对此部分进行预测。

- **盈利预测:** 综合以上假设, 我们预计公司 2014-2016 年实现销售收入 1563 百万元、2094 百万元与 2708 百万元; 归属母公司股东净利润分别为 449 百万元、602 百万元与 778 百万元, 对应 EPS 分别为 2.25 元、3.01 元、3.89 元。分别同比增长 41.91%、34.04%、29.29%。对应 2014-2016 年 PE 分别为 19.16 倍、14.29 倍、11.05 倍。

- **估值:** 我们认为轮胎模具行业具备消费属性, 行业属性决定其未来几年的增速比较稳定, 公司是行业内最优秀的企业, 目前完成了前期的客户拓展准备, 正处于提升市场份额、快速成长的重要时期。我们给予公司 2015 年 20 倍 PE, 对应未来 12 个月目标价 60 元, 给予买入评级。

### 风险

- 原材料价格大幅度上涨。
- 海外客户大幅缩小轮胎模具采购订单规模。

图表28: 公司主营业务拆分

项 目	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>模具</b>						
销售收入(百万元)	660.63	672.80	1,057.00	1,479.80	1,997.73	2,597.05
增长率(YOY)	14.55%	1.84%	57.10%	40.00%	35.00%	30.00%
毛利率	47.84%	42.82%	43.44%	45.00%	45.00%	45.00%
销售成本(百万元)	344.58	384.71	597.84	813.89	1,098.75	1,428.38
增长率(YOY)	14.59%	11.64%	55.40%	36.14%	35.00%	30.00%
毛利(百万元)	316.05	288.09	459.16	665.91	898.98	1,168.67
增长率(YOY)	14.50%	-8.84%	59.38%	45.03%	35.00%	30.00%
占总销售额比重	99.64%	93.32%	93.89%	94.69%	95.42%	95.90%
占主营业务利润比重	100.30%	100.24%	95.10%	96.00%	96.60%	97.00%
<b>铸造</b>						
销售收入(百万元)	2.36	23.38	36.24	47.11	56.53	67.84
增长率(YOY)	#DIV/0!	890.68%	55.00%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利率			23.43%	24.00%	24.00%	24.00%
销售成本(百万元)	3.31	24.08	27.75	35.81	42.97	51.56
增长率(YOY)	#DIV/0!	627.49%	15.24%	29.03%	20.00%	20.00%
毛利(百万元)	-0.95	-0.70	8.49	11.31	13.57	16.28
增长率(YOY)	#DIV/0!	-26.32%	-1313.00%	33.16%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	0.36%	3.24%	3.22%	3.01%	2.70%	2.51%
占主营业务利润比重	-0.30%	-0.24%	1.76%	1.63%	1.46%	1.35%
<b>机械产品及其他</b>						
销售收入(百万元)		24.78	32.54	35.79	39.37	43.31
增长率(YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	31.33%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率			46.59%	46.00%	46.00%	46.00%
销售成本(百万元)	0.00	24.78	17.38	19.33	21.26	23.39
增长率(YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	-29.86%	11.22%	10.00%	10.00%
毛利(百万元)	0.00	0.00	15.16	16.47	18.11	19.92
增长率(YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	8.61%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	0.00%	3.44%	2.89%	2.29%	1.88%	1.60%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	3.14%	2.37%	1.95%	1.65%
销售总收入(百万元)	662.99	720.96	1125.78	1562.71	2093.64	2708.20
销售总成本(百万元)	347.89	433.56	642.97	869.02	1162.98	1503.32
毛利(百万元)	315.10	287.39	482.81	693.68	930.66	1204.88
平均毛利率	47.53%	39.86%	42.89%	44.39%	44.45%	44.49%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>主营业务收入</b>	<b>686</b>	<b>711</b>	<b>1,135</b>	<b>1,563</b>	<b>2,094</b>	<b>2,708</b>	货币资金	992	932	609	990	1,272	1,698
增长率		3.6%	59.6%	37.7%	34.0%	29.4%	应收款项	373	408	530	601	805	1,041
<b>主营业务成本</b>	<b>-360</b>	<b>-418</b>	<b>-649</b>	<b>-891</b>	<b>-1,193</b>	<b>-1,542</b>	存货	123	197	297	366	458	592
%销售收入	<b>52.5%</b>	<b>58.8%</b>	<b>57.2%</b>	<b>57.0%</b>	<b>57.0%</b>	<b>56.9%</b>	其他流动资产	83	69	318	179	240	309
<b>毛利</b>	<b>326</b>	<b>293</b>	<b>486</b>	<b>671</b>	<b>901</b>	<b>1,166</b>	流动资产	1,572	1,606	1,753	2,136	2,774	3,640
%销售收入	<b>47.5%</b>	<b>41.2%</b>	<b>42.8%</b>	<b>43.0%</b>	<b>43.0%</b>	<b>43.1%</b>	%总资产	<b>75.8%</b>	<b>74.4%</b>	<b>71.0%</b>	<b>71.4%</b>	<b>75.3%</b>	<b>79.6%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-12</b>	<b>-16</b>	<b>-21</b>	<b>-27</b>	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	<b>1.1%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>	固定资产	374	423	568	662	711	724
<b>营业费用</b>	<b>-16</b>	<b>-20</b>	<b>-31</b>	<b>-44</b>	<b>-59</b>	<b>-76</b>	%总资产	<b>18.0%</b>	<b>19.6%</b>	<b>23.0%</b>	<b>22.1%</b>	<b>19.3%</b>	<b>15.8%</b>
%销售收入	<b>2.4%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.8%</b>	无形资产	126	125	141	187	194	202
<b>管理费用</b>	<b>-53</b>	<b>-59</b>	<b>-77</b>	<b>-109</b>	<b>-147</b>	<b>-190</b>	非流动资产	503	552	715	855	912	932
%销售收入	<b>7.7%</b>	<b>8.4%</b>	<b>6.8%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.0%</b>	%总资产	<b>24.2%</b>	<b>25.6%</b>	<b>29.0%</b>	<b>28.6%</b>	<b>24.7%</b>	<b>20.4%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>249</b>	<b>207</b>	<b>365</b>	<b>503</b>	<b>675</b>	<b>873</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,074</b>	<b>2,158</b>	<b>2,469</b>	<b>2,991</b>	<b>3,686</b>	<b>4,572</b>
%销售收入	<b>36.3%</b>	<b>29.1%</b>	<b>32.2%</b>	<b>32.2%</b>	<b>32.2%</b>	<b>32.3%</b>	短期借款	0	0	1	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>6</b>	<b>26</b>	<b>8</b>	<b>16</b>	<b>23</b>	<b>30</b>	应付款项	68	66	138	188	252	325
%销售收入	<b>-0.9%</b>	<b>-3.7%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>-1.1%</b>	<b>-1.1%</b>	其他流动负债	30	33	64	87	116	150
<b>资产减值损失</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	98	99	203	275	368	476
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	5	5	5	5
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	其他长期负债	7	9	11	12	12	12
%税前利润	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.5%</b>	<b>负债</b>	<b>104</b>	<b>108</b>	<b>219</b>	<b>292</b>	<b>385</b>	<b>493</b>
<b>营业利润</b>	<b>250</b>	<b>230</b>	<b>368</b>	<b>524</b>	<b>703</b>	<b>909</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,970</b>	<b>2,050</b>	<b>2,248</b>	<b>2,697</b>	<b>3,299</b>	<b>4,077</b>
营业利润率	<b>36.5%</b>	<b>32.4%</b>	<b>32.4%</b>	<b>33.5%</b>	<b>33.6%</b>	<b>33.6%</b>	少数股东权益	0	0	2	2	2	2
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,074</b>	<b>2,158</b>	<b>2,469</b>	<b>2,991</b>	<b>3,686</b>	<b>4,572</b>
<b>税前利润</b>	<b>250</b>	<b>230</b>	<b>369</b>	<b>525</b>	<b>704</b>	<b>910</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	<b>36.4%</b>	<b>32.3%</b>	<b>32.5%</b>	<b>33.6%</b>	<b>33.6%</b>	<b>33.6%</b>		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>所得税</b>	<b>-37</b>	<b>-32</b>	<b>-53</b>	<b>-76</b>	<b>-102</b>	<b>-132</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	<b>14.8%</b>	<b>14.0%</b>	<b>14.4%</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.5%</b>	每股收益	1.064	0.989	1.582	2.245	3.009	3.890
<b>净利润</b>	<b>213</b>	<b>198</b>	<b>315</b>	<b>449</b>	<b>602</b>	<b>778</b>	每股净资产	9.850	10.249	11.238	13.485	16.494	20.384
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	每股经营现金净流	0.432	0.661	1.143	2.912	2.083	2.674
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>213</b>	<b>198</b>	<b>316</b>	<b>449</b>	<b>602</b>	<b>778</b>	每股股利	0.000	0.000	0.600	0.000	0.000	0.000
净利率	<b>31.0%</b>	<b>27.8%</b>	<b>27.9%</b>	<b>28.7%</b>	<b>28.7%</b>	<b>28.7%</b>	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	10.81%	9.65%	14.08%	16.65%	18.24%	19.08%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	10.26%	9.17%	12.81%	15.01%	16.33%	17.02%
<b>净利润</b>	<b>213</b>	<b>198</b>	<b>315</b>	<b>449</b>	<b>602</b>	<b>778</b>	投入资本收益率	10.79%	8.68%	13.86%	15.89%	17.45%	18.29%
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>36</b>	<b>46</b>	<b>66</b>	<b>68</b>	<b>83</b>	<b>95</b>	主营业务收入增长率	14.30%	3.61%	59.60%	37.72%	33.98%	29.35%
<b>非经营收益</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	EBIT增长率	8.97%	-16.99%	76.55%	37.58%	34.19%	29.48%
<b>营运资金变动</b>	<b>-166</b>	<b>11</b>	<b>-146</b>	<b>71</b>	<b>-263</b>	<b>-332</b>	净利润增长率	13.17%	-7.09%	59.95%	41.91%	34.04%	29.29%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>86</b>	<b>255</b>	<b>229</b>	<b>582</b>	<b>417</b>	<b>535</b>	总资产增长率	155.77%	4.02%	14.42%	21.15%	23.23%	24.03%
<b>资本开支</b>	<b>-158</b>	<b>-72</b>	<b>-240</b>	<b>-207</b>	<b>-139</b>	<b>-114</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-196</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	115.2	135.6	95.7	85.0	85.0	85.0
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	存货周转天数	99.2	139.6	138.9	150.0	140.0	140.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-158</b>	<b>-72</b>	<b>-434</b>	<b>-202</b>	<b>-134</b>	<b>-109</b>	应付账款周转天数	44.0	37.4	27.3	30.0	30.0	30.0
<b>股权募资</b>	<b>1,152</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	169.4	210.6	160.5	138.5	106.7	83.6
<b>债权募资</b>	<b>-115</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-11</b>	<b>-121</b>	<b>-119</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净负债/股东权益	-50.36%	-45.46%	-26.80%	-36.47%	-38.38%	-41.49%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,026</b>	<b>-121</b>	<b>-122</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	EBIT利息保障倍数	-39.6	-7.9	-48.4	-31.1	-29.3	-28.8
<b>现金净流量</b>	<b>954</b>	<b>63</b>	<b>-327</b>	<b>381</b>	<b>282</b>	<b>426</b>	资产负债率	5.03%	5.00%	8.88%	9.76%	10.45%	10.78%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	8	10	17	33
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.03

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-08-19	增持	18.40	N/A
2 2012-10-18	增持	19.88	N/A

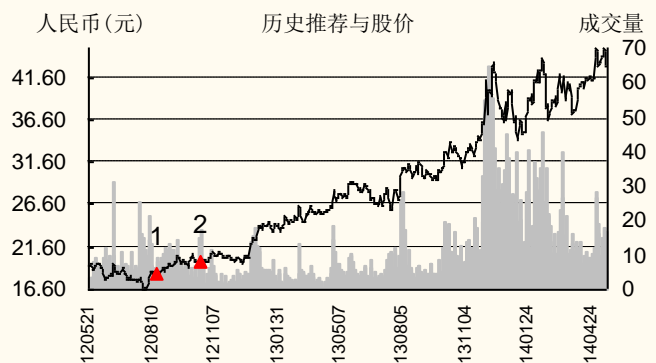
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD