



买入

38% ↑

目标价格:人民币 43.04

002595.CH

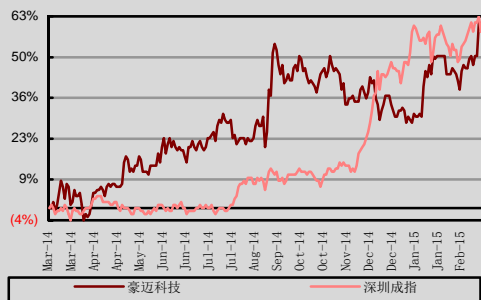
原目标价格:人民币 43.03

价格:人民币 31.15

目标价格基础:25倍 15年市盈率

板块评级:中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	26.7	11.4	13.6	60.6
相对深证成指	25.5	6.6	(2.6)	2.0

发行股数(百万)	400
流通股(%)	56
流通股市值(人民币 百万)	6,997
3个月日均交易额(人民币 百万)	88
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
张恭运	30

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以 2015 年 3 月 4 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

机械设备: 通用机械

张君平

(8610) 66229331

junping.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090004

杨绍辉

(8621) 20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

闵琳佳

(8621) 20328512

linjia.min@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080002

豪迈科技

客户结构优化, 业绩保持高速增长

公司发布 2014 年年报, 报告期内实现营业收入 18.15 亿元, 同比增长 54.45%, 实现归属于母公司所有者净利润 5.02 亿元, 同比增长 50.59%, 符合预期。我们预计 2015 年公司订单饱满, 外资客户占比继续提高, 产能自然增长且不排除继续扩产的可能, 业绩高速增长有望持续。我们预计公司 2015-17 年每股收益分别 1.72 元、2.38 元及 3.22 元, 给予 25 倍 2015 年市盈率, 目标价上调至 43.04 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **订单饱满, 产能扩张, 客户结构优化带来业绩高速增长。**2014 年公司模具订单饱满, 且新增产能全部投产。同时公司从年中开始调整订单结构, 强化了高毛利的海外轮胎企业订单占比, 模具毛利率提高 0.64 个百分点, 达到 44.08%。保证了业绩连续高速增长。
- **产能利用率高, 不排除今年继续扩产的可能。**2014 年公司投入 5 亿元购置了厂房及设备, 同时生产工人增加 37.8%, 目前员工技术水平基本成熟, 今年产能自然增长可期。以普利司通为代表的大客户订单增长迅速, 目前排产饱满, 不排除今年继续扩产的可能。
- **优质客户结构将使公司在轮胎双反案中规避风险。**受国内经济下行和美国“双反”调查的影响, 国内轮胎企业将受限制, 但美国车市复苏带来的刚性需求将给其他国家的轮胎厂商带来机遇。公司因多年的客户积累, 外资客户占比超 55%, 加之前期国际市场的持续开拓, 预计 2015 年外资品牌的销售仍将会有较大提升。年初, 公司已收到来自多家知名轮胎厂商的全年框架订单增长意向。优质客户结构将使公司在轮胎双反案中规避风险。
- **期待公司寻找新的增长点。**公司在精密加工及专机制造方面能力突出, 且已经在钢模、铝模、燃气轮机壳体加工等业务上有所体现, 我们认为这种低成本、高效率的精密加工制造能力是公司最核心的竞争力, 也具有很强的可复制性, 将能保障公司在不同机械领域间顺利切换, 寻求模具业务之外新的增长点。

评级面临的主要风险

- 海外扩张不达预期。
- 国内客户应收账款发生坏账风险。

估值

- 公司目前订单饱满, 我们看好产能扩张带来的业绩增长。我们预计公司 2015-17 年每股收益分别 1.72 元、2.38 元及 3.22 元, 给予 25 倍 2015 年市盈率, 目标价由 43.03 元上调至 43.04 元, 维持**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	1,175	1,815	2,461	3,322	4,490
变动(%)	65	54	36	35	35
净利润(人民币 百万)	334	502	689	954	1,286
全面摊薄每股收益(人民币)	0.834	1.256	1.722	2.384	3.215
变动(%)	68.6	50.6	37.1	38.5	34.9
全面摊薄市盈率(倍)	37.4	24.8	18.1	13.1	9.7
价格/每股现金流量(倍)	54.5	49.2	29.3	20.0	14.8
每股现金流量(人民币)	0.57	0.63	1.06	1.56	2.11
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.9	18.0	15.4	10.9	7.8
每股股息(人民币)	0.270	0.450	0.465	0.644	0.868
股息率(%)	0.9	1.4	1.5	2.1	2.8

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)	2013 年	2014 年	同比变化(%)
营业收入	1,174.90	1,814.65	54.45
营业成本	(667.47)	(1,029.30)	54.21
营业税金及附加	(11.97)	(15.45)	29.12
销售费用	(31.38)	(42.54)	35.59
管理费用	(78.34)	(129.54)	65.36
财务费用	7.17	0.32	(95.50)
资产减值损失	(10.28)	(20.12)	95.63
公允价值变动净收益	0.00	0.00	-
投资净收益	5.08	1.72	(66.20)
营业利润	387.72	579.73	49.52
营业外收入	1.81	14.35	692.93
营业外支出	(0.69)	(4.32)	530.06
税前利润	388.84	589.75	51.67
所得税	(56.24)	(88.11)	56.68
净利润	332.60	501.64	50.82
少数股东损益	0.90	0.59	(33.95)
归属于母公司所有者的净利润	333.50	502.24	50.59
盈利能力 (%)			百分点变动
毛利率	43.19	43.28	0.09
净利润率	28.39	27.68	(0.71)

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)	2013 年 4 季度	2014 年 4 季度	同比变化(%)
营业收入	337.70	499.65	47.96
营业成本	(200.71)	(294.38)	46.67
营业税金及附加	(3.45)	(4.51)	30.66
销售费用	(13.73)	(15.35)	11.82
管理费用	(25.28)	(37.82)	49.61
财务费用	1.46	(2.36)	(261.49)
资产减值损失	(9.77)	(7.29)	(25.41)
公允价值变动净收益	0.00	0.00	-
投资净收益	4.01	0.45	(88.72)
营业利润	90.23	138.40	53.37
营业外收入	0.48	0.54	12.55
营业外支出	(0.10)	(1.30)	1,226.78
税前利润	90.62	137.64	51.89
所得税	(11.72)	(17.13)	46.11
净利润	78.89	120.51	52.75
少数股东损益	0.73	(0.00)	(100.03)
归属于母公司所有者的净利润	79.62	120.51	51.36
盈利能力 (%)			百分点变动
毛利率	40.57	41.08	0.52
净利润率	23.58	24.12	0.54

资料来源: 公司资料、中银国际研究

模具业务引领业绩高增长

2014 年公司模具业务实现 16.11 亿元，同比增长 52.37%，连续两年实现高增长。同时铸造产品及燃气轮机零部件加工业务略超预期，其中，铸造产品实现收入 7,530 万元，同比增长 107.82%，大型燃气轮机零部件加工业务实现收入 7,514 万元，同比增长 86.92%，硫化机及其他产品收入实现 3,361 万元，同比增长 3.29%。

毛利率方面，由于客户结构优化，模具毛利率实现 44.08%，同比增长 0.64 个百分点，同时铸造业务规模优势显现，毛利率实现 27.71%，同比增长 4.28 个百分点。硫化机及大型燃气轮机零部件加工业务由于订单结构原因，毛利率均有所下降。

费用方面，销售费用较去年同期增长 35.59%，主要是报告期内订单增多运费、售后服务费、差旅费等增加所致。管理费用较去年上升 65.36%，主要是报告期内研发费用支出、管理人员工资及管理用固定资产折旧加大所致。

产能扩张完成，期待今年贡献业绩

2014 年公司完成对关联方豪迈制造的土地、厂房和部分通用设备的收购，并进行了统一规划，用于轮胎模具的制造和扩大再生产。新扩产的产能与原有生产基础相结合，形成了专业化生产模式，并持续发挥规模优势，迅速实现产能，使 2014 年完成产能提升 30% 以上。

同时从公司员工结构来看，2014 年底公司在职工 7,562 人，同比增长 41.7%，其中生产工人 5,515 名，同比增长 37.8%。考虑到公司一直以来主要的产能瓶颈在于员工数量，生产工人的快速增长也有利于今年生产能力的自然增长。

优质客户结构使公司有机会在轮胎双反案中规避风险

2015 年初美国“双反”案最终裁决，中国约有 5,500 万条轿车胎不能进入美国市场，国内轮胎行业将受到影响，但美国的刚性需求给其他国家的轮胎厂商带来机遇，他们都在扩大产能和新上项目。公司因多年的客户积累，外资客户占比超 55%，且知名轮胎厂商对公司的认同度和依赖度较高，因此乐观的预计，公司将成为这部分订单的最大受益者，模具相关业务的海外占比将会继续提升，公司 2015 年业绩增长依然可期。年初，公司已收到来自普利司通、德国大陆、固特异等多家知名轮胎厂商的全年框架订单增长意向。

设立泰国子公司，助力海外扩张

公司市场重心已转向海外，目前全球市场份额在 10% 左右，未来还将逐步提高。由于海外轮胎巨头在东南亚、欧洲等地也有工厂，之前由于工期及运输时间的原因，一些订单无法满足。2014 年公司在泰国设立泰国豪迈，预计今年 3 月投产，一方面有助于开拓本地区的市场，另一方面对于售后服务等需求的反应速度也将加快。目前其他境外子公司的建设也在积极论证和探讨中。海外分厂的建设，将进一步提升豪迈产品的市场占有率和服务能力，配合母公司共同接单，也将不断提升母公司的盈利能力。

估值

我们预计 2015 年公司订单饱满，外资客户占比继续提高，产能自然增长且不排除继续扩产的可能，业绩高增长有望持续。我们预计公司 2015-17 年每股收益分别 1.72 元、2.38 元及 3.22 元，给予 25 倍 2015 年市盈率，目标价 43.04 元，维持**买入**评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	1,175	1,815	2,461	3,322	4,490
销售成本	(667)	(1,029)	(1,405)	(1,866)	(2,523)
经营费用	(66)	(98)	(253)	(342)	(462)
息税折旧前利润	441	687	803	1,114	1,505
折旧及摊销	(55)	(89)	0	0	0
经营利润(息税前利润)	386	598	803	1,114	1,505
净利息收入/(费用)	7	0	(3)	(3)	(3)
其他收益/(损失)	(4)	(8)	9	9	9
税前利润	389	590	809	1,120	1,511
所得税	(56)	(88)	(121)	(167)	(226)
少数股东权益	1	1	1	1	1
净利润	334	502	689	954	1,286
核心净利润	341	511	681	946	1,279
每股收益(人民币)	0.834	1.256	1.722	2.384	3.215
核心每股收益(人民币)	0.853	1.277	1.703	2.366	3.197
每股股息(人民币)	0.270	0.450	0.465	0.644	0.868
收入增长(%)	65	54	36	35	35
息税前利润增长(%)	86	55	34	39	35
息税折旧前利润增长(%)	76	56	17	39	35
每股收益增长(%)	69	51	37	38	35
核心每股收益增长(%)	70	50	33	39	35

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	389	590	809	1,120	1,511
折旧与摊销	55	89	0	0	0
净利息费用	(7)	(0)	3	3	3
运营资本变动	(148)	(348)	(275)	(342)	(456)
税金	(56)	(88)	(121)	(167)	(226)
其他经营现金流	(4)	11	10	10	10
经营活动产生的现金流	229	253	426	624	842
购买固定资产净值	(248)	(492)	(210)	(210)	(210)
投资减少/增加	3	(82)	0	0	0
其他投资现金流	(190)	(61)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(435)	(635)	(210)	(210)	(210)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(3)	(0)	0	0	0
支付股息	(120)	(120)	(200)	(207)	(286)
其他融资现金流	(0)	(0)	(3)	(3)	(3)
融资活动产生的现金流	(124)	(120)	(203)	(210)	(289)
现金变动	(330)	(502)	13	204	343
期初现金	932	604	102	114	319
公司自由现金流	(214)	(383)	216	414	632
权益自由现金流	(210)	(382)	213	411	629

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	604	102	114	319	661
应收帐款	541	819	1,058	1,361	1,757
库存	306	405	553	735	993
其他流动资产	241	313	322	334	350
流动资产总计	1,692	1,639	2,048	2,748	3,761
固定资产	598	1,004	1,204	1,404	1,604
无形资产	141	213	213	213	213
其他长期资产	94	49	49	49	49
长期资产总计	840	1,275	1,475	1,675	1,875
总资产	2,532	2,914	3,523	4,423	5,636
应付帐款	138	237	322	432	584
短期债务	0	1	1	1	1
其他流动负债	81	97	132	176	238
流动负债总计	218	334	455	609	823
长期借款	5	5	5	5	5
其他长期负债	11	14	14	14	14
股本	200	400	400	400	400
储备	2,095	2,161	2,650	3,397	4,396
股东权益	2,295	2,561	3,050	3,797	4,796
少数股东权益	2	0	(1)	(2)	(3)
总负债及权益	2,532	2,914	3,523	4,423	5,636
每股帐面价值(人民币)	5.74	6.40	7.62	9.49	11.99
每股有形资产(人民币)	10.77	5.87	7.09	8.96	11.46
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.99)	(0.24)	(0.27)	(0.78)	(1.64)

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	37.5	37.9	32.6	33.5	33.5
息税前利润率(%)	32.8	32.9	32.6	33.5	33.5
税前利润率(%)	33.1	32.5	32.9	33.7	33.6
净利率(%)	28.4	27.7	28.0	28.7	28.6
流动性					
流动比率(倍)	7.8	4.9	4.5	4.5	4.6
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	267.7	371.5	501.7
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)	6.4	3.7	3.3	3.3	3.4
估值					
市盈率(倍)	37.4	24.8	18.1	13.1	9.7
核心业务市盈率(倍)	36.5	24.4	18.3	13.2	9.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	50.4	33.7	25.3	18.2	13.5
市净率(倍)	5.4	4.9	4.1	3.3	2.6
价格/现金流(倍)	54.5	49.2	29.3	20.0	14.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.9	18.0	15.4	10.9	7.8
周转率					
存货周转天数	137.5	126.1	124.5	125.9	125.0
应收帐款周转天数	147.4	136.7	139.1	132.9	126.7
应付帐款周转天数	31.5	37.6	41.4	41.4	41.3
回报率					
股息支付率(%)	36.0	39.8	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	15.4	20.7	24.5	27.9	29.9
资产收益率(%)	14.1	18.7	21.2	23.9	25.5
已运用资本收益率(%)	17.7	24.6	28.6	32.5	35.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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