

豪迈科技 (002595.SZ)

——好品质+全球化+大客户

投资评级： 买入（首次）

收盘价（元）	20.67
目标价（元）	25.00
上次目标价（元）	不适用

韩伟琪 执业证书编号：
S1100515080001

机械 (021)68416988*206

e-mail hanweiqi@cczq.com

川财证券研究所

成都：
交子大道 177 号中海国际 B
座 17 楼，610041
总机：（028）86583000
传真：（028）86583002

核心观点

- ◆ 燃气轮机作为新一代动力装置，在发电、舰船动力、航空发动机等市场拥有广阔的发展前景。预计未来 10 年拥有 2 万亿的市场价值。
- ◆ 豪迈燃气轮机部件业务成长迅猛，产品获得 GE 认可后，订单量逆势大增。目前公司也已为西门子和三菱供应样品，预计顺利的话 2017 年有望获得正式的商业订单。另外，国内燃气轮机产业扶持力度加大，国产化有望提速实现，届时豪迈有望从中揽单获益。
- ◆ 预计轮胎模具行业整体增长速度会快于轮胎产业，轮胎行业竞争加剧、新产品推出速度提升，以及轮胎厂逐步剥离模具业务等因素都会利好优质的模具企业。豪迈全球化的战略配合过硬的工艺品质和庞大的主流客户群体，保障了其主业的稳步成长。
- ◆ 我们预计公司 2016、17 年实现营业收入分别为 28.35 亿元和 34.21 亿元，YoY 分别增长 22.80%和 20.68%；实现净利润 7.51 亿元和 9.30 亿元，YoY 分别增长 16.59%和 23.76%；对应 EPS 分别为 0.939 元和 1.162 元。按 6 月 17 日收盘价 20.67 元（165 亿市值）计，公司 16、17 年 P/E 为 22 倍和 18 倍，首次覆盖建议给予买入建议，建议目标价 25 元（200 亿市值）。

财务和估值数据摘要

	2013A	2014A	2015	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1135	1815	2309	2835	3421
增速	59.60%	59.92%	27.24%	22.80%	20.68%
归属母公司股东净利润（百万元）	316	502	644	751	930
增速	59.95%	58.76%	28.32%	16.59%	23.76%
总股本（百万股）	200.00	400.00	800.00	800.00	800.00
EPS（元）	1.582	1.256	0.806	0.939	1.162
P/E（X）	1135	1815	2309	2835	3421

过硬技术+捆绑巨头，燃气轮机部件业务驶入“快车道”

全球燃气轮机制造业坐拥两万亿市场

燃气轮机是继蒸汽轮机和内燃机之后的新一代动力装置，其具有质量轻、体积小、功率大、起动快、污染小、热效率高、经济性好、可靠性高、寿命长等优点。

燃气轮机从 20 世纪 50 年代开始取代了活塞式发动机；从 60 年代开始应用军用水面舰船和城市发电；70 年代末期开始应用于美国主战坦克；80 年代以来开始应用于高速客轮、高速船、石油、石化、化工等领域。

燃气轮机在美国、西欧等发电机组中应用已十分广泛，基本负荷发电以大功率重型燃气轮机为主，调峰发电以航改轻型燃气轮机为主，其在每年新建电站机组中超过 80%；而亚洲为 36%，其中中国仅为 4%，主要以调峰为主。在水面舰船领域，燃气轮机是现代大、中型水面舰艇和高性能舰船的主要动力装置，国外超过 3/4 的水面舰船采用了燃气轮机（含柴-燃联合）。另外其在军用领域，如军舰、坦克等作战武器上的搭载率也超过 50%

随着燃气轮机技术不断成熟进化，其大功率、高热效率、良好的经济性、灵活性和可靠性等优势将进一步，同时全球范围内环保意识增强，对天然气等清洁能源依赖度提升，都是燃气轮机普及率上升的推动力。

据 NexTurbine®全球燃机观察、Forest International 等机构的预期：2014 年到 2024 年全球燃气轮机的需求量总和约有 1.88 万台，其中 1/3 预计用于机械驱动，而超过 50%是将投放于发展中国家的轻型燃机（50MW 以下），主要用于调峰。同时预计整体制造的产值预计为 3417 亿美元，约合 2 万 1 千多亿人民币。

燃气轮机部件工艺品质获巨头认可，看好其长期快速增长

豪迈 15 年的燃气轮机部件业务收入接近 1.5 亿元，YoY+96.6%，占收入比例提升至 6.4%。GE 仍是公司最主要的客户，同时公司已为西门子和三菱开始供样，有望在 1~2 年内实现初具规模的商业化供货。

15 年 9 月，GE 以 85 亿元收购阿尔斯通获得欧盟反垄断机构的通过，虽然 GE 同意出售阿尔斯通燃气轮机的部分关键业务给安萨尔多，但不仅获得了 GT13E2 型燃机，更是获得了全球约 720 台在运的阿尔斯通燃机维护合同，使 GE 在全球燃气轮机市场的优势更加明显的状况。

根据 GE 2015 年财报，全年 GE 燃气轮机出货量为 107 台，较 14 年下降 1 台。但是豪迈与之相关的业务收入却呈现翻番之势，说明 GE 对豪迈产品的采购量明显放大。这也直接说明了豪迈的工艺品质过硬之处。

一般一台 E 级燃气轮机售价在 1 亿美元左右，其中壳体、环件等部件的成本占比大约在 3% 上下，约 1.5~2 百万美元左右。按此粗略估算，GE 一年对于壳体、环件的采购金额约在 12 亿元人民币左右，而豪迈仅占其中的 10% 左右，仅针对 GE 合作的上升空间便十分巨大。

同时 15 年，豪迈进入了 GE 燃气轮机售后维修业务部门的采购链，AM 市场的需求量和盈利能力同样不容小觑。

目前豪迈燃气轮机部件业务产线已经接近满负荷运转，新产能正在筹建过程中，预计 16 年下半年可以陆续投放，再考虑人员配置、设备调试、生产磨合等，达产可能要等到 17 年中期。

我们预计豪迈 16 年燃气轮机部件业务的收入成长速度能达到 50% 甚至更高；而 2017 年，考虑新产能继续释放，西门子、三菱等订单落地，收入规模的增长速度预计会进一步加快。

中国燃气轮机国产化预提速，作为有经验、有技术的部件商，公司有望承接部件订单

中国燃气轮机的研制起步较早但因政策、资金、“市场换技术”失败等因素，进展较慢，距离世界先进水平存在较大差距。

2012 年，国务院批准设立“航空发动机与燃气轮机”国家科技重大专项，目的就是要通过重点型号自主研发，建立我国两机动力行业的自主创新体系，把我国航机和燃机行业打造成具有国际竞争力的战略性新兴产业，以满足我国航空、能源和电力工业对高性能动力装备的需求。2014 年 7 月，两机专项实施方案正式上报国务院。2015 年，李克强总理所作的政府工作报告中，首次将航空发动机项目写入，提出要实施航空发动机、燃气轮机等重大项目，加大国防科研和高新技术武器装备建设力度。国务院出台的“中国制造 2025”规划，提出十大重点工程，其中排名第三即为航空航天装备。规划要求突破高推重比、先进涡浆(轴)发动机及大涵道比涡扇发动机技术，建立发动机自主发展工业体系。

目前中国国内燃气轮机以轻型为主，现有运行 180 台左右，以国际品牌为主，其中 GE 约 100 多台（80 多台 LM2500，20 多台 LM6000），西门子 60 多台（包括罗罗的 50 多台），普惠 10 多台。

而国内企业也开始追赶之旅，14 年 5 月，上海电气以 4 亿欧元的价格收购了安萨尔多 40% 的股权，从而获得了 ALSTON F 级和 H 级的燃气轮机技术。除此之外，另有东方电气、哈尔滨电气、沈阳黎明等集团或企业研发、生产和制造燃气轮机整机。其中沈阳黎明的 R0110 型燃机涉及功率已经达到 114.5MW，简单循环的能量转换效率达到 36%。

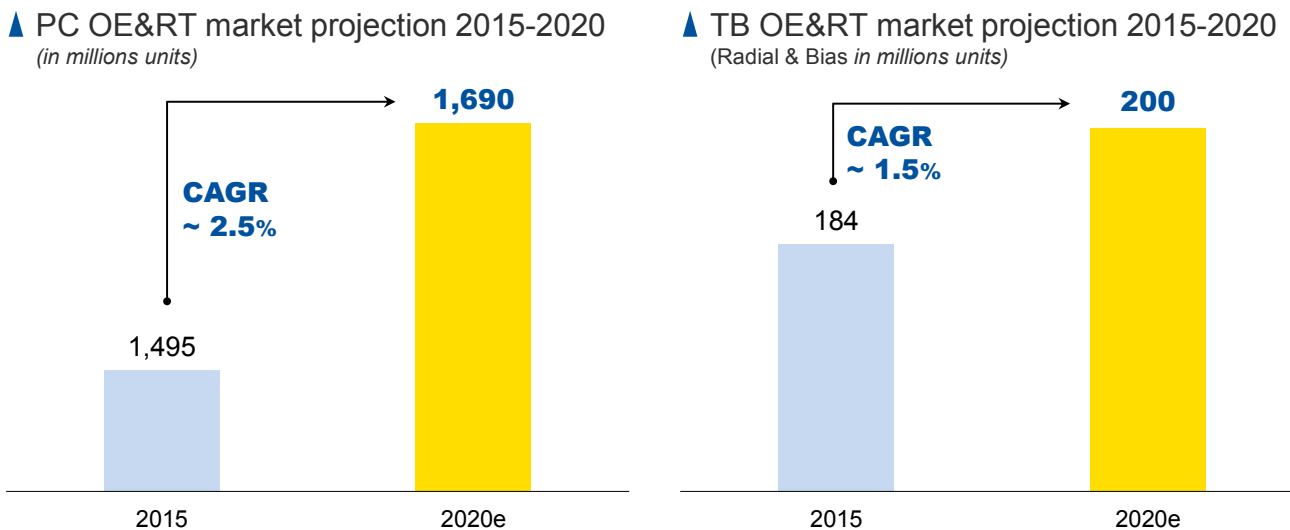
我们认为，待我国自主研发的燃气轮机取得进一步成果、并开始放量投入应用后，国产燃机产生的部件需求势必会由国内优秀的制造业企业承接，而作为拥有与 GE 等国际巨头长期合作经验的豪迈科技，将是首当其冲的参与者。

“轮胎行业竞争加速+巨头模具业务逐步外包”是豪迈主业前进动力

全球轮胎行业总需求量波澜不惊，轮胎模具景气度要优于下游

米其林、普利司通和固特异三巨头的财务报告中，都指出了全球轮胎产业的增长速度处于稳定波动的阶段，2015 年全球汽车轮胎销售量达到 16.8 亿条，YoY+1.73%，其中乘用车和轻型卡车用轮胎销售 14.6 亿条，YoY+2.2%。对于后市的预期，米其林集团在 2015 财年报告中做出预期：2015~2020 年间，乘用车及轻型卡车用轮胎的 CAGR 约为 2.5%，而其他商用车用轮胎 CAGR 约为 1.5%。

图表一：米其林 2015-2020 年全球汽车轮胎市场预期



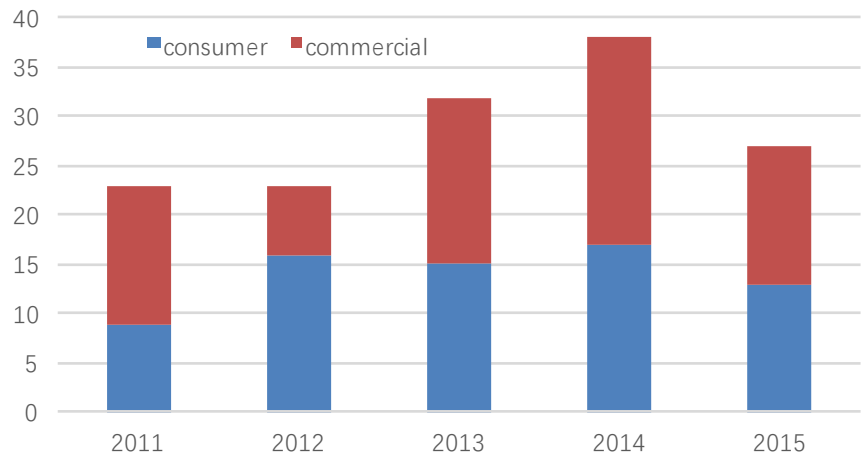
资料来源：米其林集团

但我们认为，轮胎模具市场的增长驱动因素不仅仅是轮胎产销量的增长。

首先，虽然轮胎市场的竞争格局已经相对稳定，各个厂商为了适应市场对于环保节能、降噪、安全性、制动性能等因素不断严苛的要求，产品升级以及全球化布局脚步不断加快，而每条新产线的建设、每一款新产品的上线都需要新的模具来执行生产制造任务。

图表二：固特异 11~15 年全球新产品/产品线推出情况

单位：条



资料来源：固特异年报

其次，各大轮胎巨头原本自有的轮胎模具厂正在逐步去产能甚至剥离，因模具作为“金属加工”的属性，与轮胎厂橡胶产品的属性相去甚远；额外的人工、设备、设计研发成本，以及内部专供难以发挥规模效益，对企业集团整体的成本有所拖累；加之目前以豪迈为代表的企业拥有远胜当初的商业保密制度和措施，有效避免了产品参数等商业机密的泄露。

鉴于上述两点以及轮胎产业自身需求 2% 左右（by 米其林）的成长性，我们认为轮胎模具每年的行业性增长速度能接近 10%。

全球化供应体系+巨头客户战略保障豪迈收获明显优于行业均值的增长

豪迈旗下客户多为国际企业，15 年公司国际业务收入占比为 46.2%，且世界轮胎前 100 大企业中，接近 90 家是豪迈的客户。以市场份额讨论，公司在中国大陆地区的轮胎模具市场拥有约 40% 的份额，而全球范围内的市占率约在 15%~20% 左右。考虑上述轮胎企业模具业务剥离因素，以及公司自身的发展，我们认为公司全球市占率在三年左右的时间里有望达到 25% 左右。

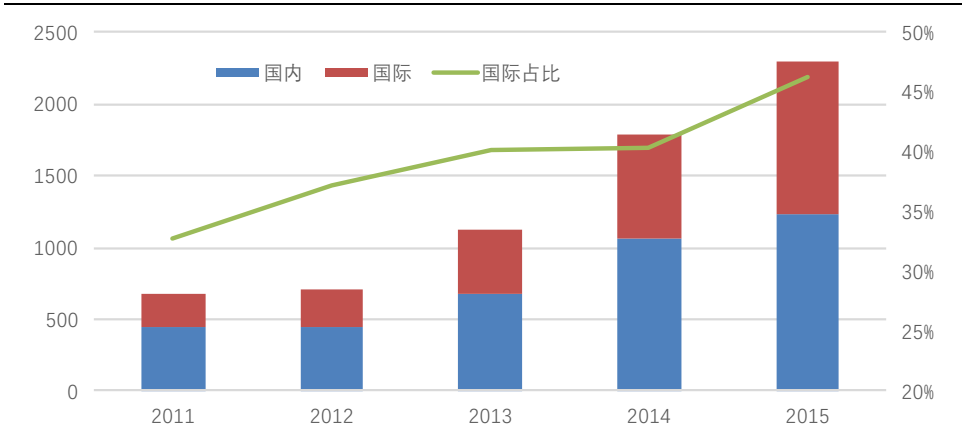
另需提到的是，此前对中美轮胎特保案和中国轮胎“双反”的事件，导致国内轮胎产业景气度大幅下挫。但为了填补此次事件造成的中国产能退出，国际企业开始了一波新产能建设，尤以东南亚地区建厂为盛。

这一系列国际贸易事件的影响，从豪迈的财报中就可以卡出，2012 年（09 年特保案后开征特别关税的第三年），国内轮胎模具市场盈利情况大幅下滑，而国际业务的盈利能力一直保持稳定，且占收入比例不断提高。

全球化和大客户战略，对于公司对抗行业波动、保持经营效率和长期可持续发展十分有利。

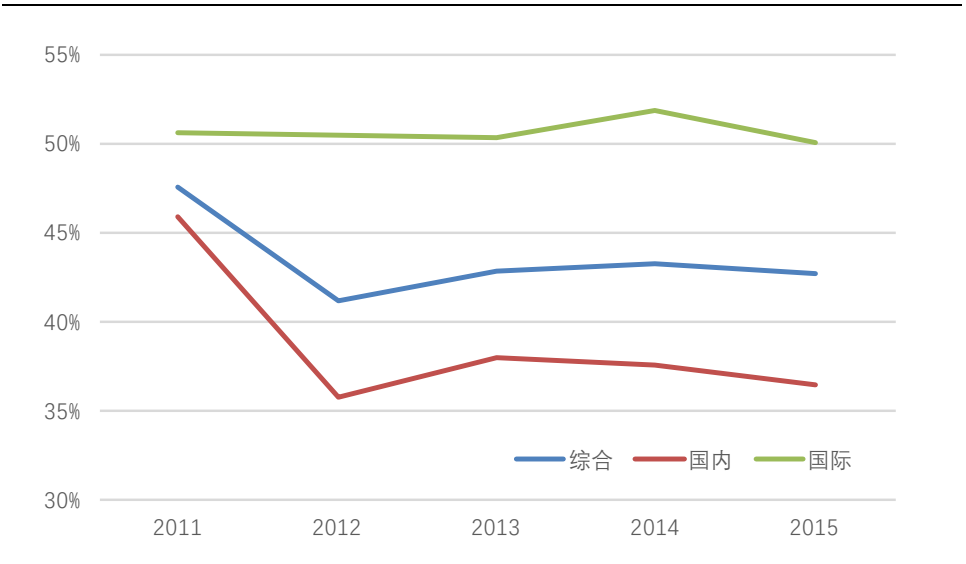
图表三： 豪迈国际、国内收入占比

单位：mnRMB, %



资料来源：公司财报

图表四： 豪迈毛利率走势



资料来源：公司年报

盈利预期与投资建议

我们看好豪迈在金属加工领域的工艺、品质、经验以及全球化、大客户的战略模式，认为其在轮胎模具行业内的市占率将稳步提升，同时在燃气轮机部件领域实现快速的成长。

我们预计公司 2016、17 年实现营业收入分别为 28.35 亿元和 34.21 亿元，YoY 分别增长 22.80%和 20.68%；实现净利润 7.51 亿元和 9.30 亿元，YoY 分别增长 16.59%和 23.76%；对应 EPS 分别为 0.939 元和 1.162 元。

按 6 月 17 日收盘价 20.67 元（165 亿市值）计，公司 16、17 年 P/E 为 22 倍和 18 倍，首次覆盖建议给予买入建议，建议目标价 25 元（200 亿市值）。

图表五：豪迈科技分业务业绩预期

单位：mnRMB

	2016F	2017F	2018F
轮胎模具			
营业收入	2,408	2,841	3,267
YoY	20.00%	18.00%	15.00%
毛利润	1045	1250	1451
毛利率	43.40%	44.00%	44.40%
净利润	650	767	882
YoY	15.71%	18.00%	15.00%
净利润率	27.00%	27.00%	27.00%
给予 P/E	20	18	15
市值预期	13,004	13,810	13,234
燃气轮机部件			
营业收入	221	331	496
YoY	50.00%	50.00%	50.00%
毛利润	104	148	243
毛利率	47.60%	48.00%	49.00%
净利润	73	111	166
YoY	50.98%	50.90%	50.00%
净利润率	33.30%	33.50%	33.50%
给予 P/E	50	50	50
市值预期	3,671	5,540	8,310
铸造及其他			
营业收入	207	249	287
YoY	33.20%	20.57%	15.00%
毛利润	70	86	99
毛利率	33.81%	34.66%	34.70%
净利润	34	41	47
YoY	37.36%	20.57%	15.00%
净利润率	16.50%	16.50%	16.50%
给予 P/E	15	15	15
市值预期	512	617	709
市值合计	17,187	19,967	22,254

资料来源：川财证券

风险提示

全球轮胎行业景气下滑，燃气轮机部件订单低于预期。

财务报表及估值分析

利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1135	1815	2309	2835	3421
减: 营业成本	649	1029	1323	1615	1923
营业税金及附加	12	15	25	31	38
营业费用	31	43	56	69	84
管理费用	77	130	165	204	246
财务费用	-8	0	-17	31	34
资产减值损失	11	20	16	17	20
加: 投资收益	5	2	6	6	6
营业利润	368	580	747	873	1083
加: 营业外收入	2	14	9	10	10
减: 营业外支出	1	4	3	4	4
利润总额	369	590	753	879	1089
减: 所得税	53	88	110	128	160
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	316	502	644	751	930
资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	611	149	248	286	501
应收帐款	539	813	1005	1206	1363
存货	306	405	398	450	504
流动资产合计	1692	1639	1759	2023	2428
长期股权投资	0	0	200	220	242
固定资产合计	529	949	1054	1212	1418
在建工程	69	55	30	21	18
无形资产	134	206	207	217	228
非流动资产合计	840	1275	1764	1957	1969
资产总计	2532	2914	3523	3980	4397
流动负债	218	334	482	516	588
长期负债	17	19	32	33	34
负债合计	235	353	514	548	622
股本	200	400	800	800	800
资本公积	1173	906	506	557	629
未分配收益	818	1101	1480	1776	2060
归属母公司股东权益	2295	2561	3007	3428	3770
少数股东权益	2	0	3	4	4
股东权益合计	2297	2561	3010	3431	3775
负债与股东权益合计	2532	2914	3523	3980	4397

现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营性现金净流量	229	253	553	664	764
投资性现金净流量	-434	-634	-363	-407	-358
筹资性现金净流量	-124	-120	-52	-217	-191
现金流量净额	-328	-502	144	41	215

财务分析和估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
盈利能力 (%)					
毛利率	42.84	43.28	42.69	43.03	43.80
净利率	27.88	27.68	27.91	26.50	27.18
ROE	13.77	19.61	21.41	21.90	24.63
ROA	12.50	17.23	18.29	18.88	21.15
成长能力 (%)					
销售收入增长率	59.60	59.92	27.24	22.80	20.68
净利润增长率	59.95	58.76	28.32	16.59	23.76
资本结构					
资产负债率 (%)	9.27	12.13	14.58	13.78	14.15
流动比率	7.76	4.91	3.65	3.92	4.13
速动比率	6.35	3.69	2.82	3.05	3.27
经营效率					
总资产周转率	0.48	0.67	0.72	0.76	0.82
存货周转率	2.58	2.89	3.29	3.81	4.03
业绩和估值					
EPS	1.582	1.256	0.806	0.939	1.162
BPS	11.48	6.40	3.76	4.29	4.72
P/E	13.07	16.46	25.66	22.01	17.78
P/B	1.80	3.23	5.49	4.82	4.38

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。