

豪迈科技 (002595.SZ)

基础机械加工行业

评级：增持 首次评级

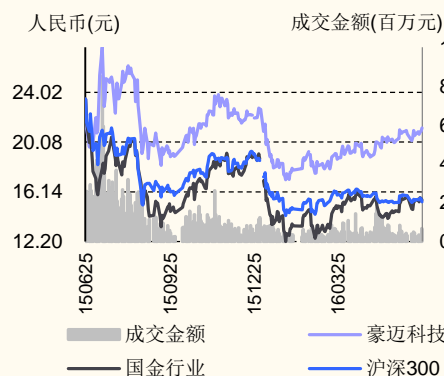
公司深度研究

市场价格 (人民币): 21.20 元  
 目标价格 (人民币): 24.26-24.26 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)	465.84
总市值(百万元)	16,960.00
年内股价最高最低(元)	27.59/17.10
沪深 300 指数	3077.16
深证成指	10147.70



## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.256	0.806	0.991	1.232	1.511
每股净资产(元)	6.40	3.76	4.50	5.48	6.74
每股经营性现金流(元)	0.63	0.69	1.08	1.05	1.28
市盈率(倍)	19.75	28.17	21.39	17.20	14.03
行业优化市盈率(倍)	38.70	60.78	54.96	54.96	54.96
净利润增长率(%)	58.76%	28.32%	23.01%	24.36%	22.58%
净资产收益率(%)	19.61%	21.43%	22.02%	22.48%	22.40%
总股本(百万股)	400.00	800.00	800.00	800.00	800.00

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，机加工能力突出：公司掌握轮胎模具加工三大工艺，其独有的电火花工艺是最大的技术壁垒。过去几年，公司获得全球轮胎巨头的认可，订单持续放量，经历了高速成长期。2015年，公司在遭受行业下滑的压力下，凭借优秀的经营能力仍实现20%以上的业绩增长，实属难得。
- 轮胎行业“寒冬已过”，轮胎模具行业规模超百亿，公司市场份额有望继续提升。今年以来轮胎行业开工率回升，行业已有复苏迹象。考虑到轮胎行业的周期性，我们预测轮胎模具行业未来将平稳增长，到2020年其规模可达147亿元。作为行业龙头，公司将在生产规模、技术实力、成本控制、营销能力等方面的增强来进一步提升公司的市占率，未来公司的全球市占率有望提升至30%。
- 轮胎模具业务继续增长，燃气轮机零部件加工业务有望持续放量。轮胎模具、燃气轮机业务、铸造业务齐头并进，将保障公司未来盈利持续增长。1) 公司目前已经成为绝大多数轮胎巨头的模具供应商，最大受益于订单转移趋势，传统核心业务仍将增长；2) 公司通过了GE的严苛认证，获得了GE的燃气轮机零部件加工订单，2015年该业务实现收入1.47亿元，同比增长96.7%。未来有望承接全球高端铸件加工业务，预计未来3年有望保持60%左右的高增长，成为公司的另一增长极。

## 投资建议

- 盈利预测：我们预计公司2016年-2018年实现销售收入28.48/34.84/42.35亿元，归属于母公司股东净利润分别为7.93/9.86/12.08亿元，EPS分别为0.99/1.23/1.51元。当前股价(21.20元)对应2016年-2018年PE分别为21.39/17.20/14.03倍。
- 估值：我们认为轮胎模具行业未来几年增速仍较为稳定，公司是行业内最优秀的企业，在机加工方面能力突出，在高端燃气轮机零部件加工领域已和GE等巨头展开合作，是制造业中较为难得的好公司。公司未来几年的增长仍具备确定性，我们给予公司2017年20倍PE，对应未来6-12个月目标价24.26元，首次覆盖，给予“增持”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。

沈伟杰 联系人  
 (8621)60870933  
 shenweijie@gjzq.com.cn

徐才华 分析师 SAC 执业编号：S1130516010004  
 (8610)66216932  
 xucaihua@gjzq.com.cn

潘贻立 分析师 SAC 执业编号：S1130515040004  
 (8621)60230252  
 panyili@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、公司为国内轮胎模具行业龙头 .....	4
1.1 公司拥有领先市场的竞争力 .....	4
1.2 公司拥有稳定的客户群与优异业绩 .....	4
1.3 公司财务状况表现优异 .....	5
1.4 公司股权结构与管理层 .....	6
2、轮胎模具产业渐入复苏佳境 .....	7
2.1 轮胎模具与上下游关系密切 .....	7
2.2 轮胎模具产业度过“寒冬” .....	9
3、公司竞争优势明显，未来业绩将继续豪迈向前 .....	11
3.1 轮胎模具业务仍将拓展，公司行业龙头地位不断巩固 .....	11
3.2 燃气轮机机壳加工业务增长迅速，前景乐观 .....	12
4、盈利预测与估值 .....	14
5、风险 .....	15

## 图表目录

图表 1：部分产品图样 .....	4
图表 2：豪迈科技历史荣誉 .....	4
图表 3：2015 年公司对前五大客户销售情况 .....	5
图表 4：2015 年豪迈科技营业收入构成 .....	5
图表 5：2013 年-2015 年豪迈科技经营状况 .....	5
图表 6：2015 年豪迈科技营业收入构成 .....	5
图表 7：2013 年-2015 年资产负债情况 .....	5
图表 8：2015 年流动资产与非流动资产情况 .....	5
图表 9：部分偿债能力指标 .....	6
图表 10：2013 年-2015 年 ROE（加权） .....	6
图表 11：2015 年流动资产与非流动资产情况 .....	6
图表 12：实际控制人股份持有情况(2015 年年报披露数据) .....	6
图表 13：轮胎模具中的花纹块 .....	7
图表 14：轮胎模具在纺织机械行业中的地位 .....	7
图表 15：轮胎模具的三种分类 .....	7
图表 16：2013.6.1-2016.5.13 螺纹钢价格 .....	8
图表 17：2013.5-2016.4 全球铝材价格 .....	8
图表 18：2010 年-2014 年全球前十大轮胎巨头营业收入 .....	8
图表 19：2014 年全球轮胎巨头市场份额 .....	8
图表 20：2010 年-2014 年中国外胎产量 .....	8
图表 21：2010 年-2014 年中国子午线外胎产量 .....	8
图表 22：主要轮胎业务上市企业营业收入增速变化 .....	9

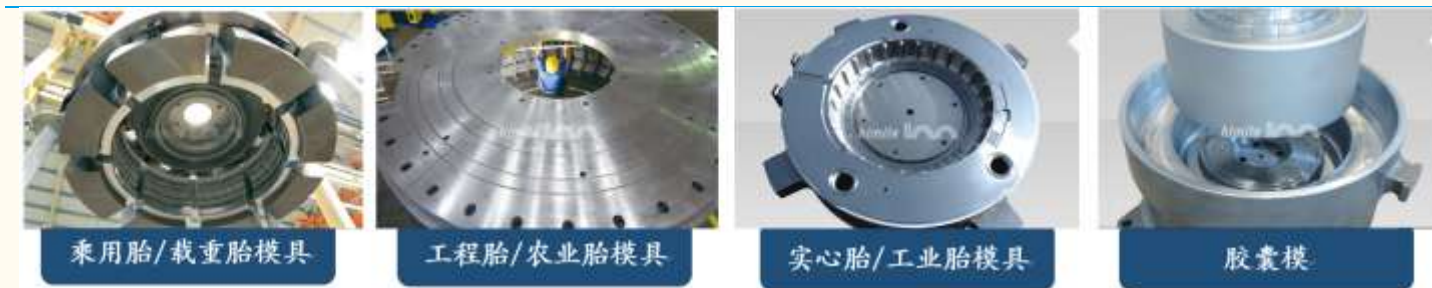
图表 23: 2015 年全球轮胎产出分布 .....	9
图表 24: 2010 年-2020 年中国汽车保有量 .....	10
图表 25: 2010 年-2020 年中国汽车产量 .....	10
图表 26: 2013 年-2020 年中国高速公路里程数.....	10
图表 27: 国内子午线轮胎模具需求.....	11
图表 28: 国内子午线轮胎模具需求.....	11
图表 29: 轮胎模具业务收入预测 .....	12
图表 30: GE 是目前全球燃机装机容量最大的企业 .....	12
图表 30: 公司燃气轮机机加工业务收入预测 .....	13
图表 32: 公司三张报表预测.....	15

## 1、公司为国内轮胎模具行业龙头

### 1.1 公司拥有领先市场的竞争力

- 山东豪迈机械科技股份有限公司成立于 1995 年，2011 年上市，注册资金 8 亿元。公司主营业务为汽车子午线轮胎模具及轮胎制造设备的生产、销售及相关技术开发，主要产品有乘用车、轻卡车、载重车、工程车、巨型工程车、飞机、摩托车等轮胎模具，以及工业实心胎模具和胶囊模具等。

图表 1：部分产品图样



来源：公司网站，国金证券研究所

- 公司是世界上产能最大、品种最全的轮胎模具制造销售商。2014 年轮胎模具国际市场占有率 20% 以上，轮胎模具出口额占国内同类产品的 80%，年产能达 1.7 万套。公司是世界上少有的同时熟练掌握轮胎模具电火花加工工艺、雕刻工艺和精密铸造工艺等三大加工工艺的公司。同时，公司发明了以电加工为核心的轮胎模具制造体系，打破国外垄断，使中国轮胎模具逆转进口为出口，取得良好的经济效益，并多次获得政府与客户的表彰。

图表 2：豪迈科技历史荣誉

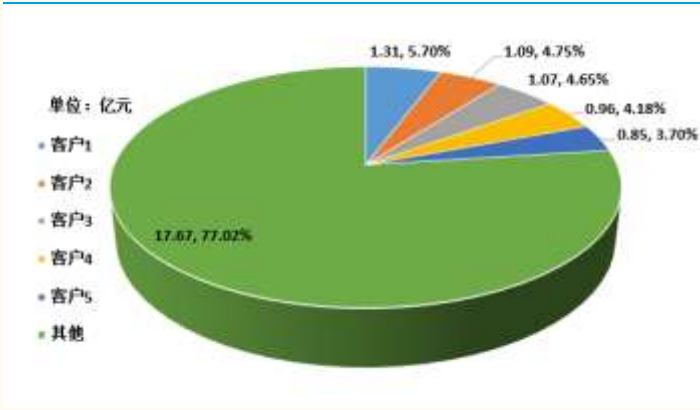


来源：公司网站，国金证券研究所

### 1.2 公司拥有稳定的客户群与优异业绩

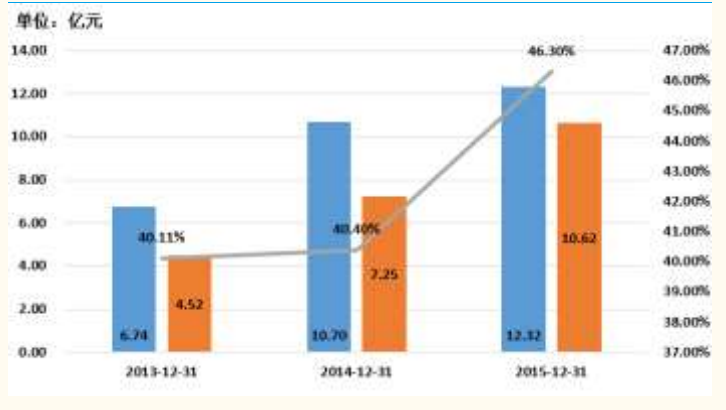
- 客户群稳定，模具订单量逐年上升。公司客户遍布全球，普利司通、米其林、固特异、德国大陆、倍耐力等世界顶级轮胎厂商均是公司的优质客户，且公司客户群较稳定，2015 年对前五大客户的销售收入占总销售总额的 22.99%。虽然近年国内市场需求有所放缓，但国外客户订单的稳定增长保证了公司业绩增长的可持续性，且 2015 年公司国外业务收入占比由 2013 年的 40.11% 上升到了 2015 年的 46.3%。

图表 3：2015 年公司对前五大客户销售情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：2015 年豪迈科技营业收入构成



来源：同花顺，国金证券研究所

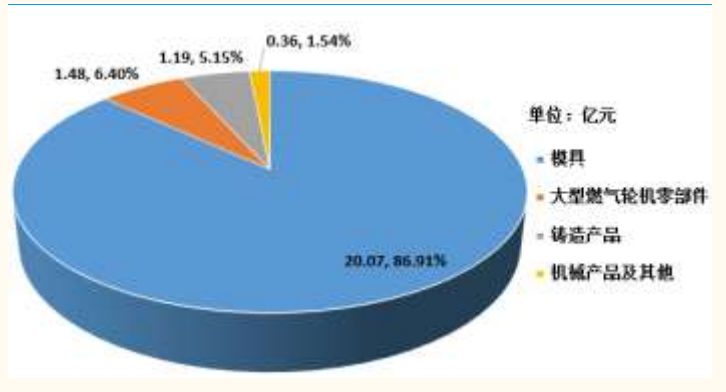
- 公司 2015 年实现营业收入为 23.09 亿元，同比增长 27.24%；净利润 6.44 亿元，同比增长 28.32%；销售净利润率一直维持在 27.6% 以上，公司盈利能力较好。从产品来看，营业收入占比排在首位的是模具，为 20.07 亿元，占总营收的 86.91%。

图表 5：2013 年-2015 年豪迈科技经营状况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：2015 年豪迈科技营业收入构成

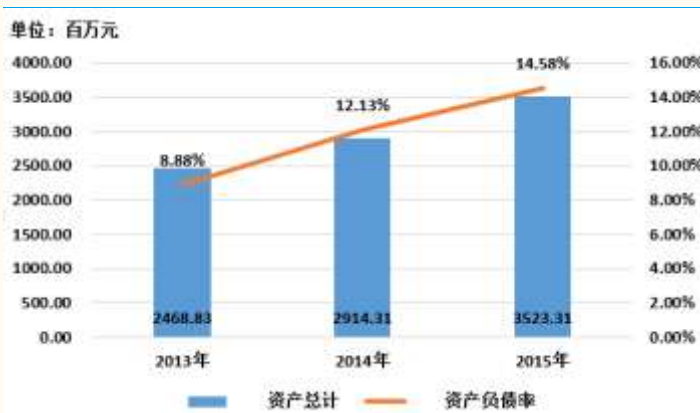


来源：Wind，国金证券研究所

### 1.3 公司财务状况表现优异

- 公司偿债压力较小。2015 年，公司资产负债率仅为 14.58%，同比增加 2.45%；流动资产占比为 49.93%，表明公司整体偿债压力较小。

图表 7：2013 年-2015 年资产负债情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：2015 年流动资产与非流动资产情况

项目	金额 (百万元)	比例
非流动资产	1764.24	50.07%
流动资产	1759.08	49.93%
资产合计	3523.31	100.00%

来源：Wind，国金证券研究所

- 公司拥有较好的偿债能力。2015 年，企业速动比率为 282.43%，现金比率为 113.2%，产权比率为 17.08%，各项指标反映出企业具有较好的偿债能力和盈利能力。

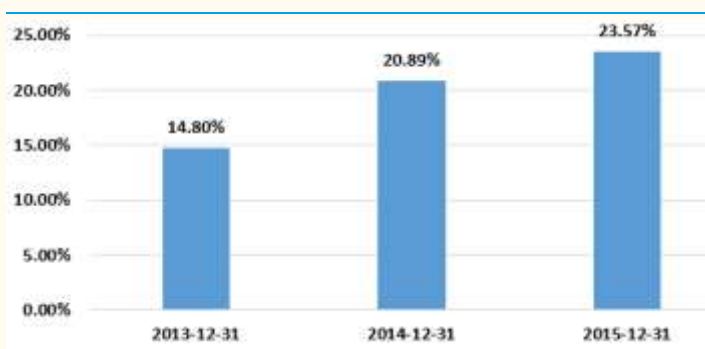
**图表 9：部分偿债能力指标**

年份	2015 年	2014 年	2013 年
流动比率	365.06%	490.67%	865.15%
速动比率	282.43%	369.36%	718.63%
现金比率	113.2%	130.57%	405.50%
产权比率	17.08%	13.80%	9.76%

来源：Wind，国金证券研究所

- **企业资产盈利能力较好，费用控制能力较强。**2015 年企业净资产收益率为 23.15%，销售净利率为 27.87%，资产周转率为 0.72，存货周转率为 3.29，表明资产盈利能力较好，经营状况良好，存货变现速度较快；销售期间费用率为 8.80%，表明费用控制能力较强。
- **企业坏账风险较低，存货压力较小。**企业应收账款占营业收入的 30.62%，应收账款周转率为 3.75，说明企业回收应收账款能力较好，坏账风险压力较小，而企业存货占营业收入的 17.25%，存货占用资金量较小，库存压力较小。

**图表 10：2013 年-2015 年 ROE (加权)**



来源：Wind，国金证券研究所

**图表 11：2015 年流动资产与非流动资产情况**

项目	比率	项目	比率
应收账款/营业收入	30.62%	存货/销售收入	17.25%
净资产收益率	23.15%	资产周转率(次)	0.7173
销售净利率	27.87%	存货周转率(次)	3.29
销售期间费用率	8.80%	应收账款周转率(次)	3.75

来源：Wind，国金证券研究所

#### 1.4 公司股权结构与管理层

- **管理层持股比例较高，管理层与股东利益保持高度一致。**公司目前实际控制人为董事长张恭运，持有公司 29.92%的股份，前三大股东合计持有公司 49.72%的股份，管理层总计持有 52.97%的股份。

**图表 12：实际控制人股份持有情况(2015 年年报披露数据)**



来源：Wind，国金证券研究所

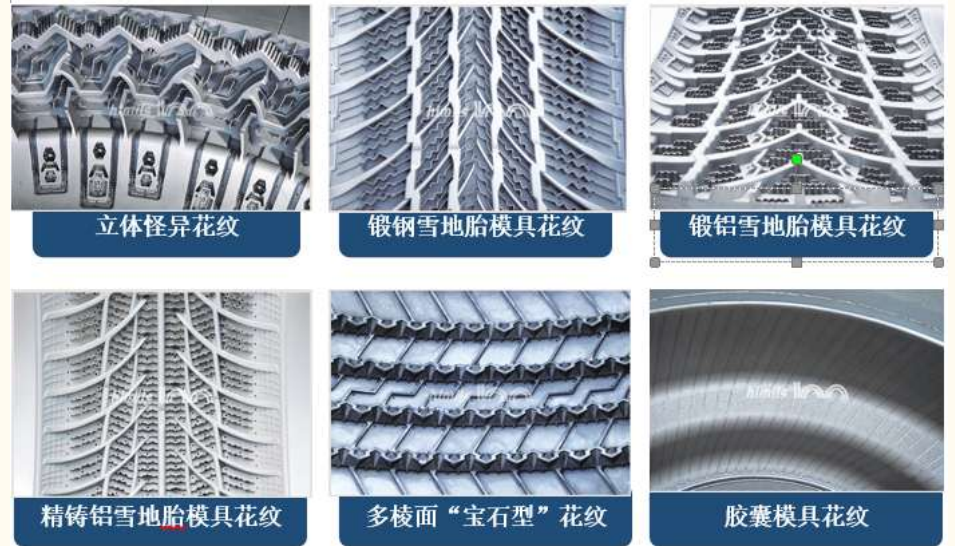
- **管理层优秀，具备创新能力和战略眼光。**公司自主研发了用于轮胎模具制造的专用电火花机床，证明了管理层优秀的创新能力。并且公司在进入轮胎模具行业后，迅速成长为行业第一，并保持多年快速增长，进一步证明了管理层战略眼光和执行能力的优秀，具备成为行业巨头的基因。

## 2、轮胎模具产业渐入复苏佳境

### 2.1 轮胎模具与上下游关系密切

- 轮胎模具作为一种易耗品，有更新换代快，需求多变的特点。单就国内来看，上市的车型从 2009 年的 820 余款增加到了 2013 年的 1700 多款，而对于每一款新车型，都会采用新的型号或花纹轮胎，这很大程度降低了轮胎模具的实际使用寿命，缩短了轮胎模具更周期。常见得花纹有立体怪异花纹、锻钢雪地胎模具花纹、锻铝雪地胎模具花纹等。

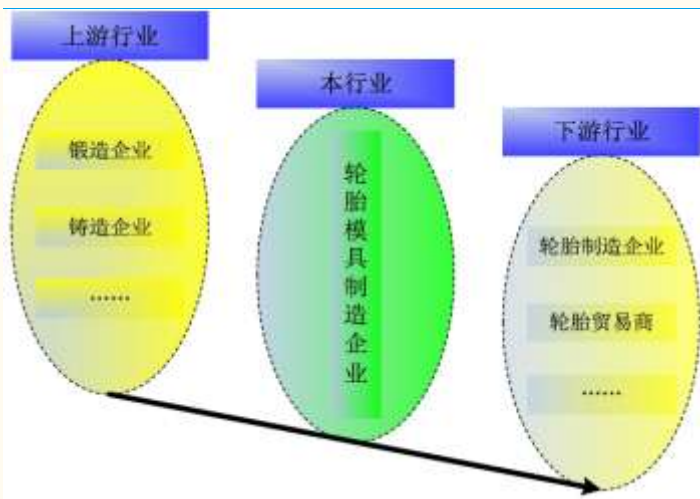
图表 13：轮胎模具中的花纹块



来源：公司网站，国金证券研究所

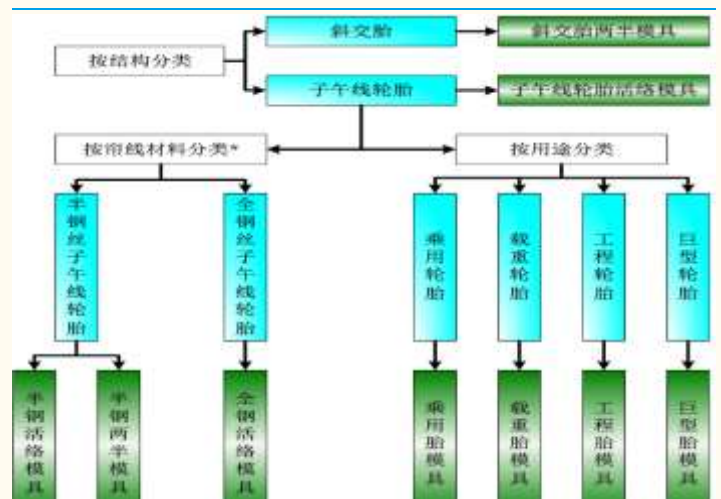
- 轮胎模具行业上游主要为铸造、锻造行业，主要原材料为钢材、铝材；下游行业主要为轮胎制造业，主要服务于汽车制造业。轮胎模具作为上下游的连接点，可按结构、帘线材料和用途等三种方法进行分类。

图表 14：轮胎模具在纺织机械行业中的地位



来源：公司首次公开发行股票招股说明书，国金证券研究所

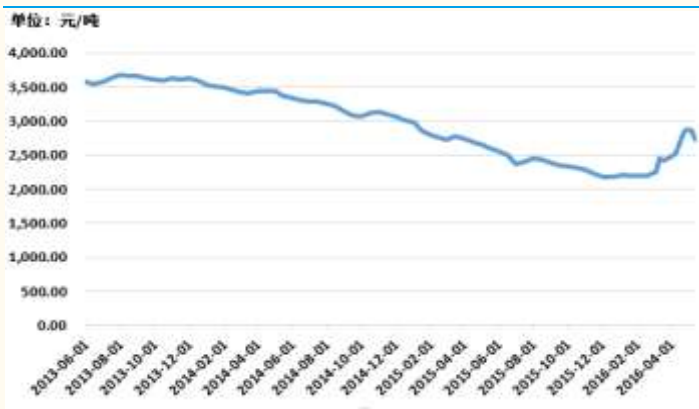
图表 15：轮胎模具的三种分类



来源：公司首次公开发行股票招股说明书，国金证券研究所

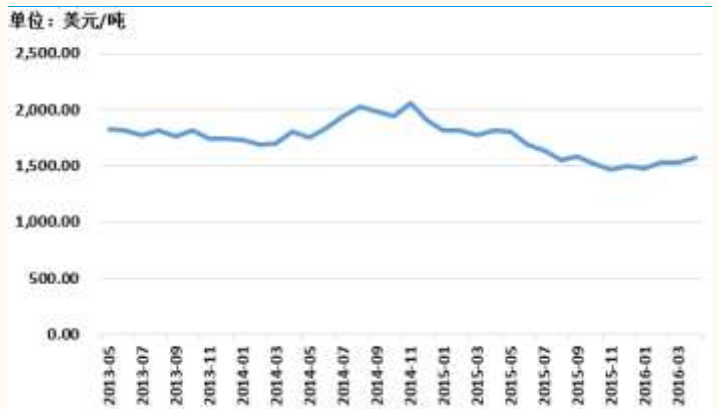
- 从上游来看，铸锻件是轮胎模具制造的主要原材料。近三年铸锻件成本占轮胎模具生产成本的比例在 55%-62%之间，其价格的波动直接影响了轮胎模具单位成本的变化。

图表 16: 2013.6.1-2016.5.13 螺纹钢价格



来源: Wind, 国金证券研究所

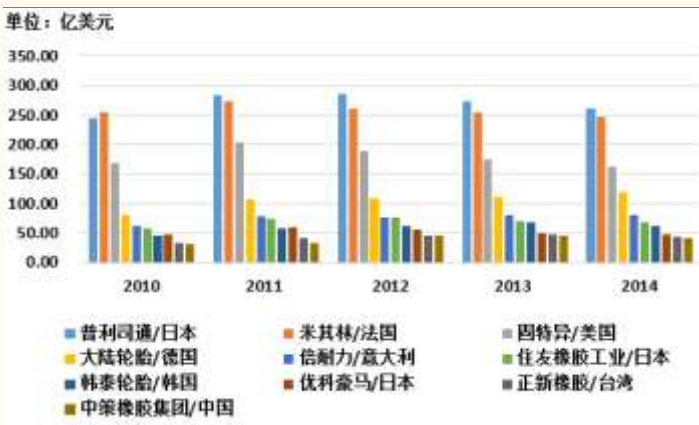
图表 17: 2013.5-2016.4 全球铝材价格



来源: Wind, 国金证券研究所

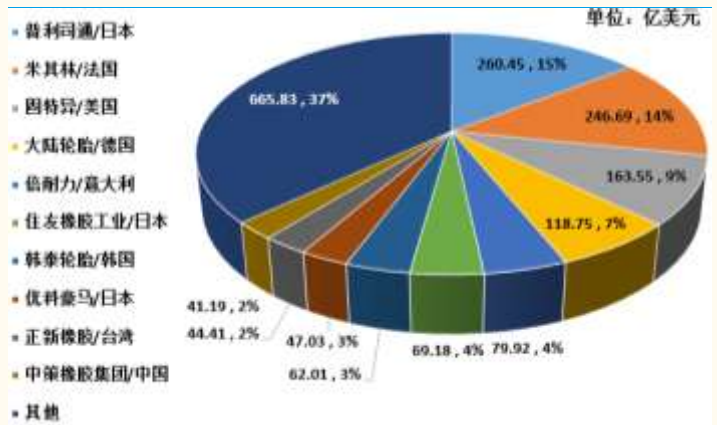
- 从下游产业来看, 轮胎产业的蓬勃发展有力的促进了轮胎模具工业的发展。从全球来看, 轮胎行业集中度较高, 行业整体增长水平受轮胎巨头业绩增长水平影响明显。根据美国知名杂志《轮胎商业》数据, 2014年, 全球前十大轮胎厂商占据了62.99%的市场份额, 前四大厂商占据了43.88%的市场份额, 且近年来一直保持较稳定格局。

图表 18: 2010年-2014年全球前十大轮胎巨头营业收入



来源: 《轮胎杂志》, 国金证券研究所

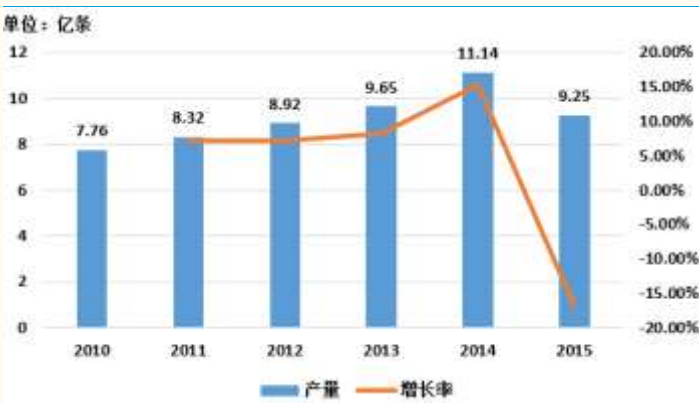
图表 19: 2014年全球轮胎巨头市场份额



来源: 《轮胎杂志》, 国金证券研究所

- 中国经济的持续快速增长和公路运输业的稳定发展, 极大地刺激了国内汽车的生产 and 消费, 给轮胎工业提供了良好的发展机遇和广阔的市场空间。全国橡胶轮胎外胎产量的增长率也一直保持上行态势, 由2011年的7.2%逐步上涨至2014年的15.4%; 子午线轮胎外胎产量达6.3亿条, 与2013年同期相比增长了8.0%。

图表 20: 2010年-2014年中国外胎产量



来源: 中国轮胎商业网, 国金证券研究所

图表 21: 2010年-2014年中国子午线外胎产量



来源: 中国轮胎商业网, 国金证券研究所

## 2.2 轮胎模具产业度过“寒冬”

- **2016 年以来，全球轮胎制造业呈现明显的复苏迹象。**美国橡胶制造商协会（RMA）最新预测，2016 年，美国轮胎出货量将超过 3.15 亿条，较 2015 年增长 0.7%。其中，替换乘用车轮胎出货量将达到 2.068 亿条，较 2015 年增长 0.3%，创下历史新高；根据欧洲轮胎和橡胶制造商协会数据，一季度欧盟乘用车轮胎产量 5328 万条，同比增长 3%。
- **国内 2016 年一季度轮胎企业主要上市公司业绩回暖。**2016 年一季度主要轮胎业务上市公司平均营业收入增长率为 11.24%；而根据工信部数据显示，2015 年上半年，国内轮胎制造商平均开工率仅约 60%；而根据生意社数据，截止至 2016 年 4 月 22 日，国内轮胎行业全钢胎开工率已提升至 72%，半钢胎开工率更是跃升至 76%。

图表 22：主要轮胎业务上市企业营业收入增速变化

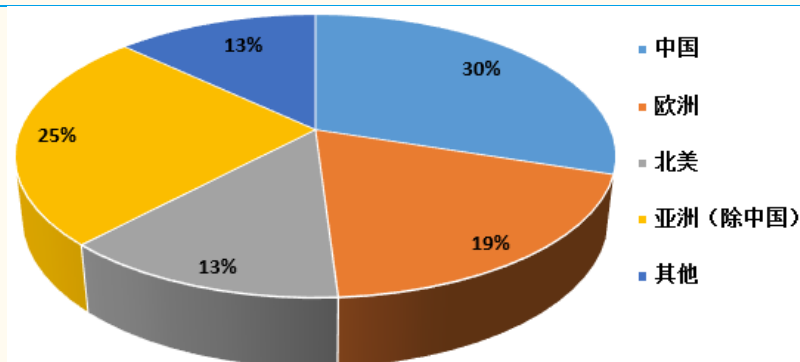
证券简称	营业收入同比增长率		
	2016 一季 [单位] %	2015 年年报 [单位] %	2015 一季 [单位] %
青岛双星	56.98	-24.74	-38.96
S 佳通	-14.72	-20.52	-24.28
风神股份	-18.52	-22.15	-21.82
黔轮胎 A	-7.29	-14.92	-28.02
赛轮金宇	13.55	-12.21	-17.05
华谊集团	37.43	20.09	-31.89
平均值	11.24	-12.41	-27.01

来源：Wind，国金证券研究所

## 2.3 未来轮胎模具市场潜力将进一步释放

- 根据美国市场研究机构公布最新调研报告，预测到 2020 年，全球轮胎市场总量将达到 2875 亿美元，年增长率在 7% 左右；而 2015 年，全球轮胎产量为 19.87 亿条，以年 1% 的增速计算，2020 年将达 20.88 亿条。从全球轮胎的产量分布来看，轮胎产地主要集中于亚洲（东亚和东南亚）、欧洲和北美，其中，亚洲产量占比约为 55%（仅中国产量占比已达 30%），欧洲产量占比约为 19%，北美产量占比约为 13%，中国为 5.65 亿条。

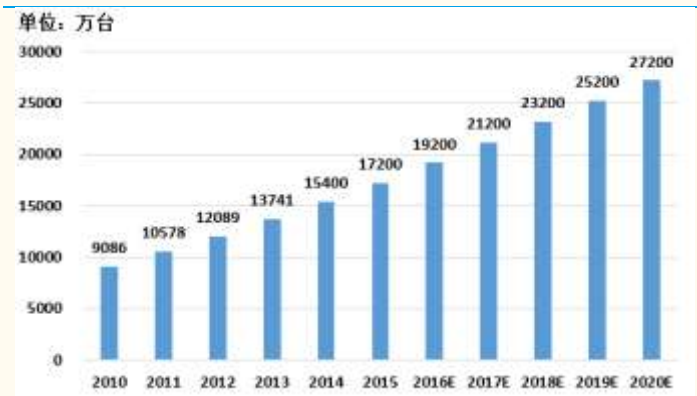
图表 23：2015 年全球轮胎产出分布



来源：轮胎数据网，国金证券研究所

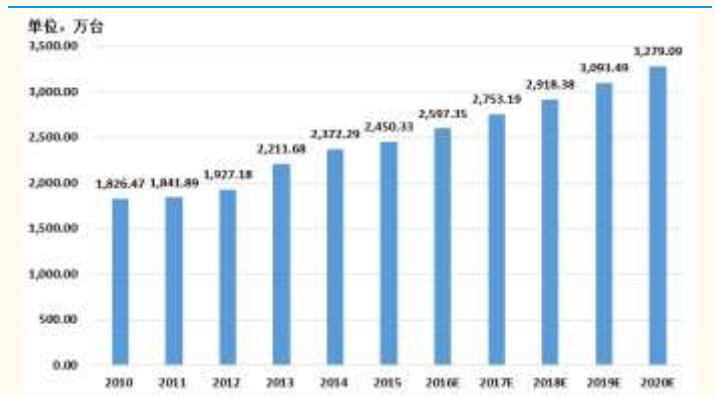
- **汽车工业的继续发展将进一步刺激轮胎产能，加大轮胎模具需求。**2015 年，国内汽车保有量为 1.72 亿辆，未来 5 年，以平均每年 2000 万辆增长幅度计算，到 2020 年将达 2.72 亿辆；而 2015 年，中国汽车产量达到 2450 万辆，根据中汽协预计，未来几年我国将以 6% 的增速增加汽车产量，预计到 2020 年，国内汽车产量将达 3279 万辆。

图表 24: 2010 年-2020 年中国汽车保有量



来源: 中汽协, Wind, 国金证券研究所

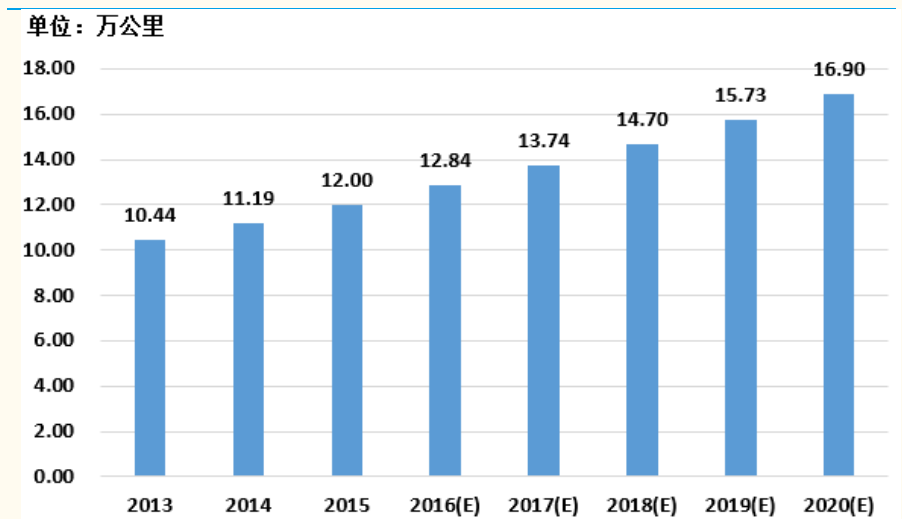
图表 25: 2010 年-2020 年中国汽车产量



来源: 中汽协, Wind, 国金证券研究所

- 公路建设和运输业快速发展进一步推动轮胎模具发展。交通环境的改善将进一步增加汽车需求量, 提升轮胎的需求。交通运输部表示, 2016 年中国将新增高速公路 4500 公里左右; 新改建国省干线升级公路 1.6 万公里左右; 此外, 力争新建改建农村公路 18 万公里。而“十三五”期间全国高速公路将新增通车里程 4.6 万公里, 2020 年高速公路通车里程将达 16.9 万公里, 增长率为 37%

图表 26: 2013 年-2020 年中国高速公路里程数



来源: Wind, 国金证券研究所

- 2020 年全球轮胎模具市场将达 147 亿元。根据中国产业信息网的预测, 2015 年全球轮胎模具市场规模约为 133 亿元, 随着未来对轮胎花纹多样性需求以及轮胎需求的提升, 我们认为未来轮胎产业规模还将以 2% 的速度继续增长, 到 2020 年, 我们预计全球轮胎模具市场规模将达到 147 亿元。

### 3、公司竞争优势明显，未来业绩将继续豪迈向前

#### 3.1 轮胎模具业务仍将拓展，公司行业龙头地位不断巩固

- 公司在行业内的竞争优势主要体现在技术、成本控制以及客户群体等几个方面：
  - 1) 技术优势，公司以电火花机床制造起家，并将该技术应用于轮胎模具行业，此后公司陆续研发掌握了雕刻工艺和精铸铝加工工艺，获得客户的高度认可。我们认为公司对于创新的不断追求以及在研发方面的不断投入是推动其制造加工能力不断增强的核心因素，也是其多年来实现快速成长的根本。
  - 2) 成本控制，公司不断通过技术升级和工艺改进控制成本，使得其长期以来轮胎模具业务能够保持较高的毛利率。
  - 3) 客户群体，公司依靠前者优势积累了国内外主流轮胎客户资源，获得其高度认可。伴随着轮胎模具订单不断流出轮胎制造企业体系内，公司将是最大的受益者。
- 公司将继续加强市场开发，提高市场份额。面对美国双反影响，公司将持续优化客户结构，继续加大风险管控能力，降低坏账发生率；同时，加强市场开发与渗透力度，在现有优质客户中扩大份额，提升业务比例，继续加大对新兴客户及潜力客户的深入挖掘。目前，国内轮胎产量的 40%都用于出口，而美国市场在出口中占据超过四分之一的份额，虽然国内部分企业收到美国“双反”影响，但公司以其广泛的客户源，差异化产品经营以及高附加值等优势，未来国际市场占有率还将进一步扩大，2020 年将达 30%左右。
- 我们预计到 2020 年，公司将拥有 3.8 万套全球轮胎模具市场份额。以全球 20.88 亿条轮胎总产量计算，轮胎模具总需求约为 12.66 万套，以 30% 的市场占有率计算，公司将拥有 3.8 万套全球市场份额。

图表 27：国内子午线轮胎模具需求



来源：国金证券研究所

- 根据测算，2020 年，我国汽车保有量将达 2.72 亿辆，产量将达 3279 万辆。按经验数据，一套轮胎模具可硫化 1.3—2 万条轮胎，我们以平均值 1.65 万计算，到 2020 年，子午线轮胎模具国内市场需求量预计达到 4 万余套。公司未来国内市场占有率以 35% 计算，在国内市场将享有约 1.4 万套份额。

图表 28：国内子午线轮胎模具需求

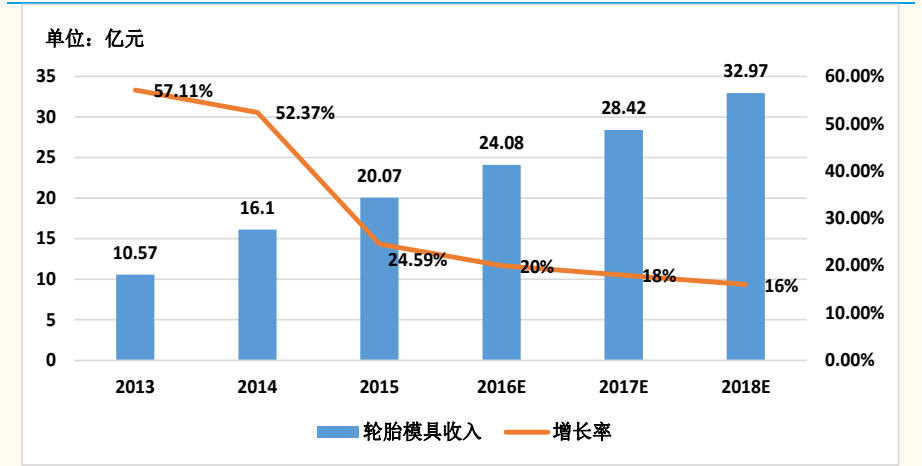
年份	国内汽车总量 (万辆)		国内轮胎需求量 (万条)				国内子午线轮胎模具需求数量 (套)
	汽车产量	汽车保有量	配套轮胎	替换轮胎	出口需求	总计	
2015 年	2450.33	17200	9801.32	17200	18000.88	45002.2	27274
2020 年	3279.09	27200	13116.36	27200	26877.57	67193.93	40724

来源：Wind，国金证券研究所

- 2015 年，虽然美国“双反”对整个轮胎和轮胎模具市场带来冲击，但公司轮胎模具业务营业收入同比增长 24.59%，显示了公司稳健的发展能力。

由于轮胎行业存在周期性，今年以来轮胎行业已有逐步回暖迹象，未来总体仍然会保持平稳。我们认为公司凭借在技术研发、客户群开发等多个方面的不断提升，未来三年轮胎模具业务仍将保持 15%-20%左右的稳健增长。

图表 29：轮胎模具业务收入预测



来源：Wind，国金证券研究所

### 3.2 燃气轮机机壳加工业务增长迅速，前景乐观

- 燃气轮机机壳加工业务快速成长，彰显公司优秀的机加工能力。公司燃气轮机零部件加工业务 2015 年实现营收 1.47 亿元，同比增长 96.7%，毛利率在 45%左右。公司在高端机械加工方面，目前主要参与 GE 大型燃气轮机零部件的生产加工，未来有望切入到西门子、三菱等燃气轮机的机壳加工供应体系内。我们认为该业务是公司在高端加工能力方面的又一点重要体现，在增加公司业绩的同时，为公司争取更多高端装备客户资源，使得公司在全球范围内具备知名度和竞争力。
- 燃气轮机机壳加工业务具备成长性。据 McCoy Power Reports 数据统计，GE2014 年燃机订单容量占据全球燃机订单量的 51%，全球排名第一。而据 GE 财报显示，过去几年其燃机出货量超过 100 台，我们估算其壳体、缸体、燃烧室等铸件的成本在 1000 万元人民币/台，那么单就 GE 燃机加工对应的市场需求可达 10 亿元，全球范围内的燃机加工业务规模可达 20 亿元。公司已经通过了 GE 严苛的工艺认证，未来将有望承接各大厂商的订单，该业务的成长性良好。

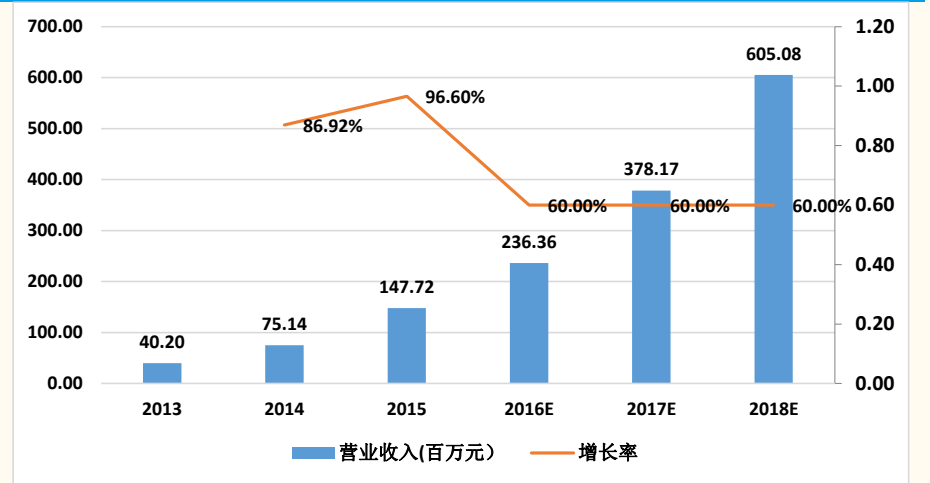
图表 30：GE 是目前全球燃机装机容量最大的企业



来源：国金证券研究所

- 我们预计公司未来 3 年燃气轮机业务将保持高速增长，预测未来 3 年的平均增速将达 60%。

图表 31：公司燃气轮机机加工业务收入预测



来源：公司年报，国金证券研究所

#### 4、盈利预测与估值

##### ■ 主要假设：

- **模具业务：**公司目前的模具订单仍旧处于供不应求状态，同时，继豪迈美国、豪迈泰国后，2016年豪迈欧洲也将投产。根据公司一季度的订单情况及全年的产能扩张情况，我们预测2016年公司该块业务收入增长在20%左右。伴随着公司在高端产品产能和技术上的双提升，公司的模具业务未来几年仍然有望保持较快增长。
- **大型燃气轮机零部件加工业务：**公司目前正大力推进GE项目，并且随着技术的不断成熟，大型燃气轮机零部件业务将迎来新的增长。我们预测公司未来三年该业务将保持60%左右的高速增长。
- **铸造业务：**公司于2008年收购了一家成立于1952年的专业球铁铸造厂，并投资2亿元在豪迈产业园建设了新的铸造厂。目前，豪迈铸造年产能达3万吨，业务规模继续扩展，铸造能力不断增强。我们预测该业务未来三年平均增速为35%。
- **机械产品及其他业务：**公司目前正大力推进模具业务、大型燃气轮机零部件以及铸造业务的增长，同时提升其他业务中有市场竞争力的产品，逐步缩小低附加值、技术落后的业务。预计公司2016年机械产品及其他业务与上期大致保持一致。
- **盈利预测：**综合以上假设，我们预计公司2016年-2018年实现销售收入28.48/34.84/42.35亿元，归属于母公司股东净利润分别为7.93/9.86/12.08亿元，EPS分别为0.99/1.23/1.51元。当前股价（21.20元）对应2016年-2018年PE分别为21.39/17.20/14.03倍。
- **估值：**我们认为轮胎模具行业未来几年增速仍较为稳定，公司是行业内最优秀的企业，在机加工方面的能力突出，且在高端燃气轮机零部件加工领域已和GE等巨头展开合作，是制造业中较为难得的好公司。公司未来几年的增长仍具备确定性，我们给予公司2017年20倍PE，对应未来6-12个月目标价24.26元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 32: 公司三张报表预测

项 目	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>模 具</b>						
销售收入 (百万元)	1,057.00	1,610.60	2,006.72	2,408.06	2,841.52	3,296.16
增长率 (YOY)	57.11%	52.37%	24.59%	20.00%	18.00%	16.00%
毛利率	43.44%	44.08%	42.99%	43.00%	43.00%	43.00%
销售成本 (百万元)	597.87	900.64	1,143.98	1,372.60	1,619.66	1,878.81
增长率 (YOY)	55.41%	50.64%	27.02%	19.98%	18.00%	16.00%
毛利 (百万元)	459.13	709.96	862.74	1,035.47	1,221.85	1,417.35
增长率 (YOY)	59.36%	54.63%	21.52%	20.02%	18.00%	16.00%
占总销售额比重	93.15%	88.76%	86.91%	84.55%	81.57%	77.84%
占主营业务利润比重	94.45%	90.40%	87.54%	85.97%	82.82%	78.68%
<b>大型燃气轮机零部件加工</b>						
销售收入 (百万元)	0.00	75.14	147.72	236.36	378.17	605.08
增长率 (YOY)	0.00%	86.92%	96.60%	60.00%	60.00%	60.00%
毛利率	0.00%	45.10%	45.00%	46.00%	47.00%	48.00%
销售成本 (百万元)	0.00	41.25	81.25	127.63	200.43	314.64
增长率 (YOY)	0.00%	118.93%	96.94%	57.10%	57.04%	56.98%
毛利 (百万元)	0.00	33.89	66.48	108.72	177.74	290.44
增长率 (YOY)	0.00%	#DIV/0!	96.18%	63.55%	63.48%	63.40%
占总销售额比重	0.00%	4.14%	6.40%	8.30%	10.86%	14.29%
占主营业务利润比重	0.00%	4.31%	6.75%	9.03%	12.05%	16.12%
<b>铸造产品</b>						
销售收入 (百万元)	36.24	75.31	118.90	166.47	224.73	292.15
增长率 (YOY)	23.43%	107.80%	57.90%	40.00%	35.00%	30.00%
毛利率	23.43%	27.71%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
销售成本 (百万元)	27.75	54.44	89.18	124.85	168.55	219.11
增长率 (YOY)	54.98%	96.18%	63.80%	40.01%	35.00%	30.00%
毛利 (百万元)	8.49	20.86	29.73	41.62	56.18	73.04
增长率 (YOY)	26.41%	145.75%	42.49%	39.98%	35.00%	30.00%
占总销售额比重	3.19%	4.15%	5.15%	5.84%	6.45%	6.90%
占主营业务利润比重	1.75%	2.66%	3.02%	3.46%	3.81%	4.05%
<b>机械产品及其他</b>						
销售收入 (百万元)	41.47	53.60	35.56	37.34	39.21	41.17
增长率 (YOY)	180.68%	29.26%	-33.66%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	44.53%	38.50%	74.90%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本 (百万元)	23.00	32.96	8.93	18.67	19.60	20.58
增长率 (YOY)	415.23%	43.30%	-72.92%	109.13%	5.00%	5.00%
毛利 (百万元)	18.46	20.64	26.63	18.67	19.60	20.58
增长率 (YOY)	13.22%	11.76%	29.06%	-29.90%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	3.65%	2.95%	1.54%	1.31%	1.13%	0.97%
占主营业务利润比重	3.80%	2.63%	2.70%	1.55%	1.33%	1.14%
销售总收入 (百万元)	1134.71	1814.65	2308.91	2848.23	3483.62	4234.55
销售总成本 (百万元)	648.62	1029.30	1323.32	1643.75	2008.25	2433.14
毛利 (百万元)	486.08	785.35	985.58	1204.48	1475.38	1801.41
平均毛利率	42.84%	43.28%	42.69%	42.29%	42.35%	42.54%

来源: 国金证券研究所

## 5、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。

**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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,135</b>	<b>1,815</b>	<b>2,309</b>	<b>2,848</b>	<b>3,484</b>	<b>4,235</b>	货币资金	609	149	248	1,024	1,490	2,221
增长率	59.6%	59.9%	27.2%	23.4%	22.3%	21.6%	应收账款	530	819	1,010	1,119	1,369	1,664
主营业务成本	-649	-1,029	-1,323	-1,644	-2,008	-2,433	存货	297	405	398	518	633	767
%销售收入	57.2%	56.7%	57.3%	57.7%	57.6%	57.5%	其他流动资产	318	266	104	35	42	51
毛利	486	785	986	1,204	1,475	1,801	流动资产	1,753	1,639	1,759	2,696	3,534	4,702
%销售收入	42.8%	43.3%	42.7%	42.3%	42.4%	42.5%	%总资产	71.0%	56.2%	49.9%	63.1%	68.5%	74.9%
营业税金及附加	-12	-15	-25	-28	-35	-42	长期投资	0	0	200	201	200	200
%销售收入	1.1%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	568	1,004	1,084	1,158	1,200	1,150
营业费用	-31	-43	-56	-68	-84	-102	%总资产	23.0%	34.4%	30.8%	27.1%	23.3%	18.3%
%销售收入	2.8%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	无形资产	141	213	214	214	221	228
管理费用	-77	-130	-165	-199	-244	-296	非流动资产	715	1,275	1,764	1,575	1,622	1,579
%销售收入	6.8%	7.1%	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%	%总资产	29.0%	43.8%	50.1%	36.9%	31.5%	25.1%
息税前利润 (EBIT)	365	598	740	908	1,113	1,361	<b>资产总计</b>	<b>2,469</b>	<b>2,914</b>	<b>3,523</b>	<b>4,271</b>	<b>5,156</b>	<b>6,282</b>
%销售收入	32.2%	32.9%	32.1%	31.9%	32.0%	32.1%	短期借款	1	1	142	0	0	0
财务费用	8	0	17	4	25	37	应付款项	138	238	202	289	354	429
%销售收入	-0.7%	0.0%	-0.8%	-0.1%	-0.7%	-0.9%	其他流动负债	64	95	137	360	395	437
资产减值损失	-10	-20	-16	0	0	0	流动负债	203	334	482	649	749	866
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	5	5	5	5	5	6
投资收益	5	2	6	7	7	7	其他长期负债	11	14	27	15	15	15
%税前利润	1.4%	0.3%	0.8%	0.8%	0.6%	0.5%	<b>负债</b>	<b>219</b>	<b>353</b>	<b>514</b>	<b>669</b>	<b>769</b>	<b>887</b>
营业利润	368	580	747	919	1,145	1,405	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,248</b>	<b>2,561</b>	<b>3,007</b>	<b>3,599</b>	<b>4,385</b>	<b>5,394</b>
营业利润率	32.4%	31.9%	32.4%	32.3%	32.9%	33.2%	少数股东权益	2	0	3	2	1	1
营业外收支	1	10	6	7	7	7	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,469</b>	<b>2,914</b>	<b>3,523</b>	<b>4,271</b>	<b>5,156</b>	<b>6,282</b>
税前利润	369	590	753	926	1,152	1,412	<b>比率分析</b>						
利润率	32.5%	32.5%	32.6%	32.5%	33.1%	33.4%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-53	-88	-110	-134	-167	-205	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.4%	14.9%	14.6%	14.5%	14.5%	14.5%	每股收益	1.582	1.256	0.806	0.991	1.232	1.511
净利润	315	502	643	792	985	1,208	每股净资产	11.238	6.402	3.758	4.499	5.482	6.742
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1	-1	每股经营现金净流	1.143	0.633	0.692	1.077	1.052	1.284
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>316</b>	<b>502</b>	<b>644</b>	<b>793</b>	<b>986</b>	<b>1,208</b>	每股股利	0.000	0.000	0.600	0.250	0.250	0.250
净利率	27.9%	27.7%	27.9%	27.8%	28.3%	28.5%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	14.08%	19.61%	21.43%	22.02%	22.48%	22.40%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	12.81%	17.23%	18.29%	18.56%	19.12%	19.24%
							投入资本收益率	13.86%	19.81%	20.03%	21.53%	21.67%	21.55%
净利润	315	502	643	792	985	1,208	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	59.60%	59.92%	27.24%	23.36%	22.31%	21.56%
非现金支出	66	110	138	130	142	153	EBIT 增长率	76.55%	63.61%	23.83%	22.69%	22.55%	22.27%
非经营收益	-7	-13	2	-10	-13	-13	净利润增长率	59.95%	58.76%	28.32%	23.01%	24.36%	22.58%
营运资金变动	-146	-345	-230	-50	-272	-320	总资产增长率	14.53%	18.04%	20.90%	21.22%	20.72%	21.83%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>229</b>	<b>253</b>	<b>553</b>	<b>862</b>	<b>842</b>	<b>1,027</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-240	-474	-123	63	-182	-103	应收账款周转天数	95.7	84.6	97.5	95.0	95.0	95.0
投资	-196	-164	-247	-1	0	0	存货周转天数	138.9	124.5	110.8	115.0	115.0	115.0
其他	2	4	7	7	7	7	应付账款周转天数	27.3	26.8	24.3	25.0	25.0	25.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-434</b>	<b>-634</b>	<b>-363</b>	<b>69</b>	<b>-175</b>	<b>-96</b>	固定资产周转天数	160.5	190.9	166.6	131.6	103.6	80.9
股权募资	0	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-3	0	138	-154	0	1	净负债/股东权益	#####	-5.62%	-3.33%	-28.29%	#####	-41.06%
其他	-119	-121	-184	-1	-201	-201	EBIT 利息保障倍数	-48.4	#####	-42.7	-227.1	-44.5	-36.4
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-122</b>	<b>-121</b>	<b>-46</b>	<b>-155</b>	<b>-201</b>	<b>-200</b>	资产负债率	8.88%	12.13%	14.58%	15.67%	14.92%	14.13%
<b>现金净流量</b>	<b>-327</b>	<b>-502</b>	<b>144</b>	<b>776</b>	<b>466</b>	<b>731</b>							

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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**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 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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作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：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD