

盈利能力修复，市占率稳步提升

——豪迈科技（002595）深度报告

2018年11月26日

强烈推荐/首次

豪迈科技 深度报告

报告摘要：

轮胎模具龙头，公司竞争优势进一步扩大。受行业内公司竞争力差异和外部环境变化影响，轮胎模具行业近年来分化明显。豪迈科技凭借出色的成本控制能力、研发实力、工期控制、产能和渠道建设，市占率持续提升。从资产情况来看，豪迈科技相比其他竞争对手，固定资产占比较小，折旧压力远小于其他同行业公司。公司海外收入占比从2008年的15.59%提升到2018年上半年的63.77%，公司轮胎模具的出口额占同行业出口的90%以上。持续的研发投入为公司带来了较强的竞争实力。2017年公司研发投入1.31亿元，为全行业最高，研发费用收入占比达到4.39%。

公司盈利能力触底反弹，估值有望修复。从豪迈科技业绩和市场表现来看，公司股价和估值水平和公司经营情况相关性较大。公司上市以来经历了2011年-2012年四季度、2015年二季度-2018年一季度两个业绩放缓周期，主要受橡胶价格、以及轮胎行业投资周期影响。2013年一季度至2015年一季度，受益于全球经济逐步复苏，企业运行环境向好，天然橡胶价格保持低位，轮胎企业利润可观，催生一波轮胎投资扩产高峰，公司订单饱满，业绩维持高增长。2018年二季度以后，人民币保持贬值态势，原材料价格上涨趋缓，公司盈利能力触底反弹。公司海外收入占比持续提高，市占率进一步提升。

轮胎行业周期回暖，模具市场集中度有望进一步提升。2017年以来，全球轮胎行业投资较为活跃。根据《轮胎商业》统计，21家主要轮胎企业财政预算资本支出达到97.35亿美元，同比增长11.9%，接近历史最高水平。2017年世界轮胎整体规模超过22亿套，整体产值约2230亿美元，预计2017-2022年世界轮胎销量复合增速为3.4%，到2022年，全球轮胎市场销量有望达到27亿套。我们预测2017年-2020年全球子午线轮胎模具市场空间在120亿元到140亿元之间，公司市占率有望进一步提升。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司2018年-2020年实现营业收入分别为35.35亿元、39.51亿元和44.02亿元；归母净利润分别为7.88亿元、8.85亿元和9.76亿元；EPS分别为0.98元、1.10元和1.22元，对应PE分别为16X、14X和13X。给予公司6个月目标价19.8元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：1、原材料价格大幅波动；2、轮胎行业投资低于预期；3、人民币汇率大幅波动；4、全球贸易保护主义进一步升温。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,606.48	2,994.93	3,535.20	3,950.54	4,401.51
增长率(%)	12.89%	14.90%	18.04%	11.75%	11.42%
净利润(百万元)	715.44	675.42	788.12	884.64	975.82
增长率(%)	11.20%	-5.59%	16.69%	12.25%	10.31%
净资产收益率(%)	20.35%	17.33%	17.70%	17.44%	16.96%
每股收益(元)	0.90	0.84	0.98	1.10	1.22
PE	17.40	18.64	15.91	14.18	12.85
PB	3.55	3.21	2.82	2.47	2.18

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

樊艳阳

010-66554089

fanyanyang1990@126.com

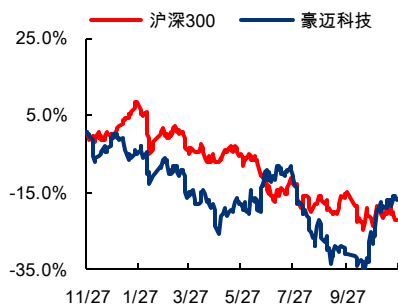
执业证书编号：

S1480518060001

交易数据

52周股价区间(元)	15.66-19.29
总市值(亿元)	125.28
流通市值(亿元)	82.66
总股本/流通A股(万股)	80000/52785
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.23

52周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《豪迈科技（002595）事件点评：产能持续扩张 静待盈利回升》2017-10-25
- 2、《豪迈科技（002595）：订单饱满，三季度延续高增长态势》2014-10-23
- 3、《豪迈科技（002595）调研快报：市占率仍有提升空间，高增长可持续》2014-08-29
- 4、《豪迈科技（002595）中报点评：乘用车模具支撑公司持续增长》2012-08-20

目 录

1. 豪迈科技成长历史复盘：大浪淘沙始见金	4
1.1 快速成长的全球轮胎模具龙头	4
1.2 公司隐形冠军特质明显，竞争壁垒高筑	5
1.3 公司历史业绩及股价、估值复盘	8
2. 轮胎模具市场集中度有望进一步提升	9
2.1 轮胎行业周期回暖，投资积极性提高	9
2.2 全球轮胎模具市场空间测算	12
3. 铸造及大型零部件加工业务向好	13
4. 盈利预测与投资评级	14
5. 风险提示	14

表格目录

表 1: 公司主要国内外竞争对手	5
表 2: 不同车辆配套胎及更换周期	13
表 3: 全球轮胎模具市场预测	13
表 4: 公司盈利预测表	15

插图目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司营业收入稳步增长（单位：亿元）	4
图 3: 公司归母净利总体（单位：亿元）	4
图 4: 豪迈科技全球服务体系	5
图 5: 公司毛利率远超同行业竞争对手（单位：%）	6
图 6: 公司与主要竞争对手收入增速对比（单位：%）	6
图 7: 各公司固定资产在总资产占比（单位：%）	6
图 8: 各公司折旧在营业收入占比（单位：%）	6
图 9: 公司海外收入占比情况（单位：%）	7
图 10: 公司国内外业务毛利率对比（单位：%）	7
图 11: 豪迈科技研发持续高投入（单位：万元人民币）	7
图 12: 豪迈科技研发投入收入占比（单位：%）	7
图 13: 豪迈科技历史营收、利润、股价、估值对照（单位：亿元）	8
图 14: 全球汽车市场稳定增长（单位：辆、%）	9
图 15: 天然橡胶价格近年总体保持低位（单位：美元/吨）	9
图 16: 全球主要轮胎企业市场份额（单位：%）	10

图 17: 全球主流轮胎企业销售复苏 (单位: 亿美元)	10
图 18: 全球主要轮胎企业营业收入 (单位: 亿元人民币)	10
图 19: 全球主要轮胎企业净利润 (单位: 亿元人民币)	10
图 20: 全球主要轮胎企业毛利率 (单位: %)	10
图 21: 全球主要轮胎企业净利率 (单位: 美元/吨)	10
图 22: 全球主要轮胎企业资本性支出 (单位: 亿元人民币)	11
图 23: 国内主要轮胎企业资本性支出 (单位: 亿元人民币)	11
图 24: 国内轮胎外胎、轮胎内胎新增产能情况 (单位: 万条/年)	11
图 25: 全球汽车产量及同比增速 (单位: 辆)	12
图 26: 全球汽车保有量数据 (单位: 辆)	12
图 27: 国内替换胎及配套胎占比情况	12
图 28: 全球替换胎及配套胎占比情况	12
图 29: 公司燃气轮机缸体加工产品	14
图 30: 公司铸造业务产品	14

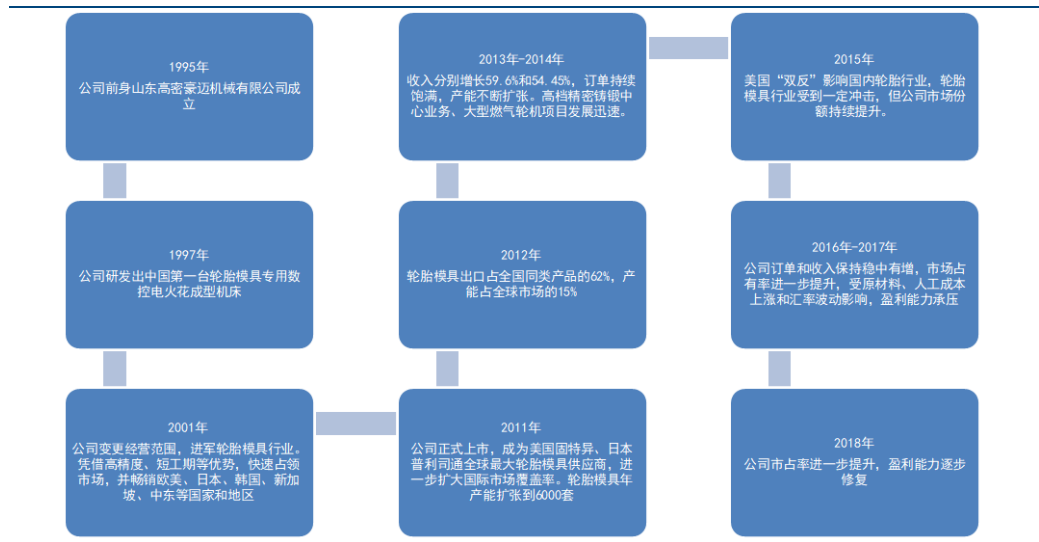
1. 豪迈科技成长历史复盘：大浪淘沙始见金

1.1 快速成长的全球轮胎模具龙头

豪迈科技始创于1995年，公司前身专注于轮胎模具专用设备行业，相继研发了轮胎模具专用数控电火花成型机床、数控刻字机床、数控车床、电极铣床及相关软件等产品，引领我国轮胎模具制造业进入数控机械化时代。

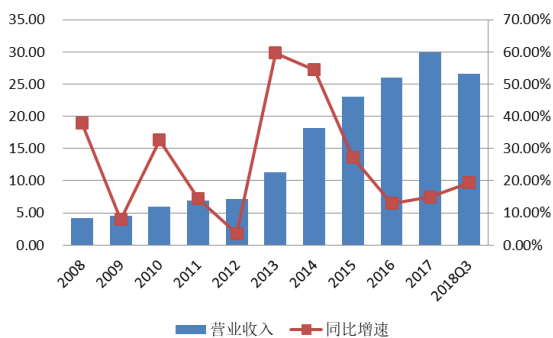
2001年，公司变更经营范围，正式进入轮胎模具行业。凭借高精度、短工期、研发、盈利能力等优势，公司市场份额快速提升。

图 1：公司发展历程



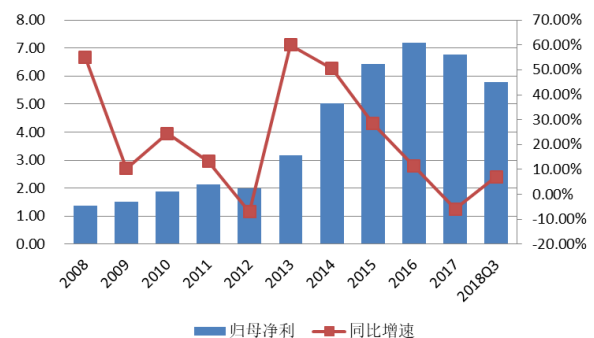
资料来源：公司官网，公司公告，东兴证券研究所

图 2：公司营业收入稳步增长（单位：亿元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 3：公司归母净利总体（单位：亿元）

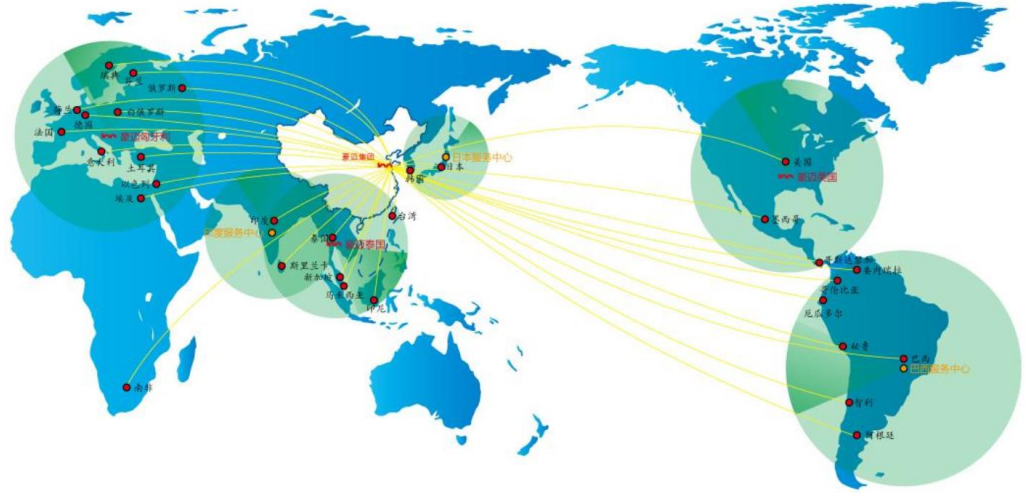


资料来源：Wind，东兴证券研究所

公司进军轮胎模具以来保持较快的复合增速，2008年-2017年间，公司营业收入复合增速达到24.43%，归母净利润复合增速达到19.41%。

公司产品覆盖乘用车模具、载重胎模具、工程胎模具、巨型胎模具等, 公司客户覆盖普利司通、米其林、固特异、大陆、倍耐力等国际轮胎巨头, 以及佳通、双钱、风神、玲珑轮胎等国内主流客户。

图 4: 豪迈科技全球服务体系



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

截至目前, 豪迈科技年产各类轮胎模具超过 20000 套, 与全球前 75 名轮胎生产商中 62 家建立了业务关系, 轮胎模具国际市场占有率 25% 以上, 轮胎模具出口额占国内同类产品的 90% 以上。

1.2 公司隐形冠军特质明显, 竞争壁垒高筑

受行业内公司竞争力差异和外部环境变化影响, 轮胎模具行业近年来分化明显。豪迈科技凭借出色的成本控制能力、研发实力、工期控制、产能和渠道建设, 市占率持续提升。

表 1: 公司主要国内外竞争对手

专业轮胎模具企业	国内	巨轮智能、天阳模具、山东万通、沈阳子午线、合肥大道模具等
	国外	美国 Quality 公司、德国 AZ 公司、德国赫伯特 (HERBERT) 公司、韩国世华 (Saehwa) 模具公司等
轮胎公司体系内的轮胎模具厂		日本普利司通、法国米其林、美国固特异、美国固铂等

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

(1) 公司盈利能力显著好于同行业竞争对手

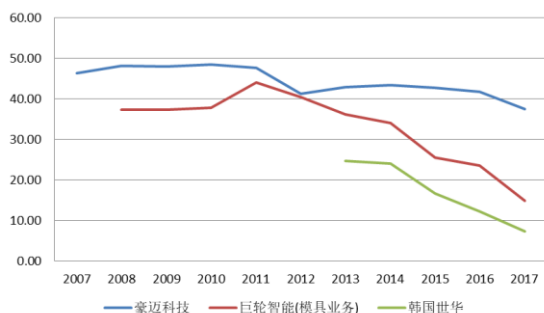
随着轮胎行业景气度和美国“双反”、劳动力及原材料成本上升等因素影响, 2014 年后轮胎模具行业分化加剧。

从业务增速和盈利能力来看, 公司与同行业竞争对手不断拉开差距, 主要竞争对手一方面面临收入和份额萎缩, 同时盈利能力也被大幅压缩。

轮胎模具专用设备的积淀为公司提供了巨大制造和成本优势。根据招股说明书的数据，公司自主研发的电火花机床成本较低，每台价值约 10 万元左右，且公司转型模具制造商后仅供自用。而若采用数控雕刻采用的五轴联动机床单台价值量超过百万。

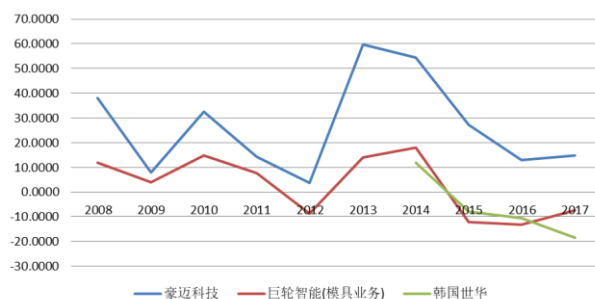
从资产情况来看，豪迈科技相比其他竞争对手，固定资产占比较小，折旧压力远小于其他同行业公司。

图 5：公司毛利率远超同行业竞争对手（单位：%）



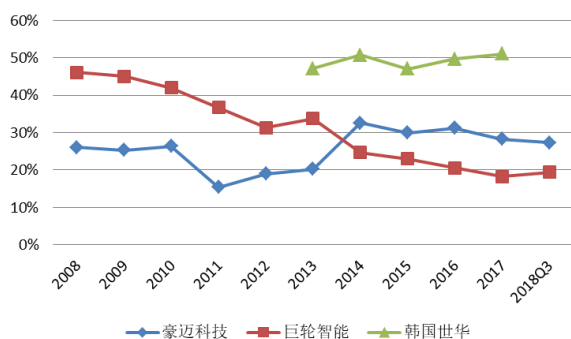
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 6：公司与主要竞争对手收入增速对比（单位：%）



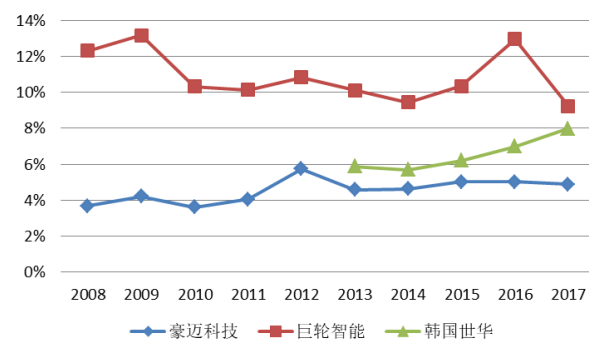
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 7：各公司固定资产在总资产占比（单位：%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 8：各公司折旧在营业收入占比（单位：%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

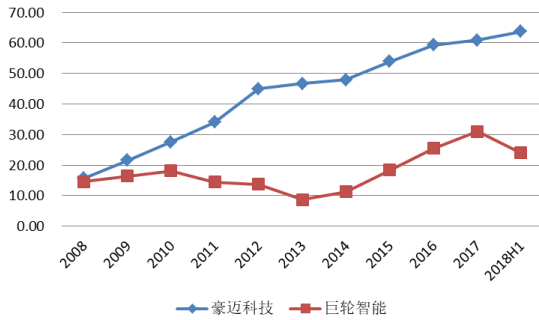
(2) 海外收入持续提升助力公司平滑周期波动

2014 年前后，受国内轮胎新增产能影响，轮胎模具行业需求旺盛，半钢子午线轮胎用机械设备和模具甚至供不应求。且行业逻辑呈现轮胎生产线投资高峰期新模具订单多；轮胎市场销售形势不乐观时花纹更新速度加快，模具更换频率随之加快。

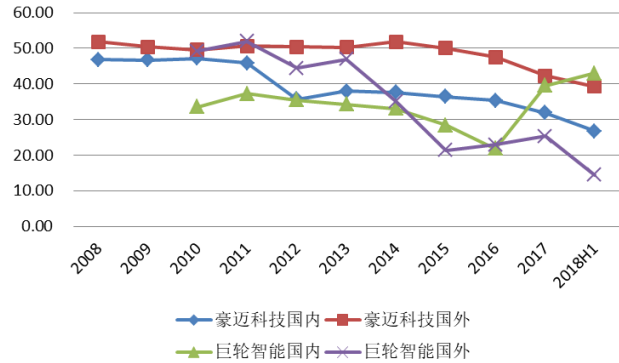
随着 2014 年下半年轮胎企业投资缩减，以及美国“双反”等因素影响，国内轮胎模具行业结构性过剩现象显现。国内轮胎企业加大国外投资力度，这种形势下，提升轮胎模具在国际市场的竞争力成为豪迈科技继续成长的必由之路。

豪迈科技近年来持续拓展海外客户，公司海外收入占比从 2008 年的 15.59% 提升到 2018 年上半年的 63.77%，公司轮胎模具的出口额占同行业出口的 90% 以上。

由于竞争格局和产品层次差异, 从盈利能力来看, 轮胎模具海外收入毛利率明显高于国内 10 个百分点以上。

图 9: 公司海外收入占比情况 (单位: %)


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 10: 公司国内外业务毛利率对比 (单位: %)


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

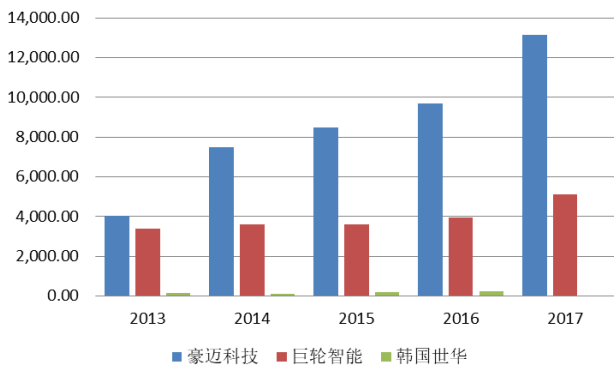
(3) 高研发投入树立公司产品壁垒

轮胎模具制造行业属于技术、资金密集型行业。近年来, 轮胎行业为了适应消费者需求, 广泛采用新技术、新材料、新工艺、新花纹, 与此配套的轮胎模具行业也必须进行相应的技术更新和产品升级。

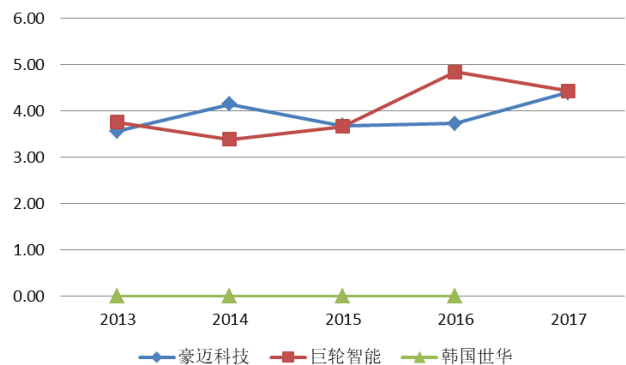
因此, 专业数控设备的研发、模具结构的设计和制造工艺的创新尤为重要, 此外还需要丰富的产品开发和制造经验, 以及高水平的技术开发和制造人员。

豪迈科技持续的研发投入为公司带来了较强的竞争实力。2017 年公司研发投入 1.31 亿元, 为全行业最高, 研发费用收入占比达到 4.39%。

公司是同行业少有的熟练掌握电火花、雕刻、精铸铝三种模具加工技术的公司, 同时还在模具制造过程中运用激光雕刻、3D 打印等多种工艺, 在技术工艺的全面性、先进性、稳定性上拥有无可比拟的优势。

图 11: 豪迈科技研发持续高投入 (单位: 万元人民币)


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

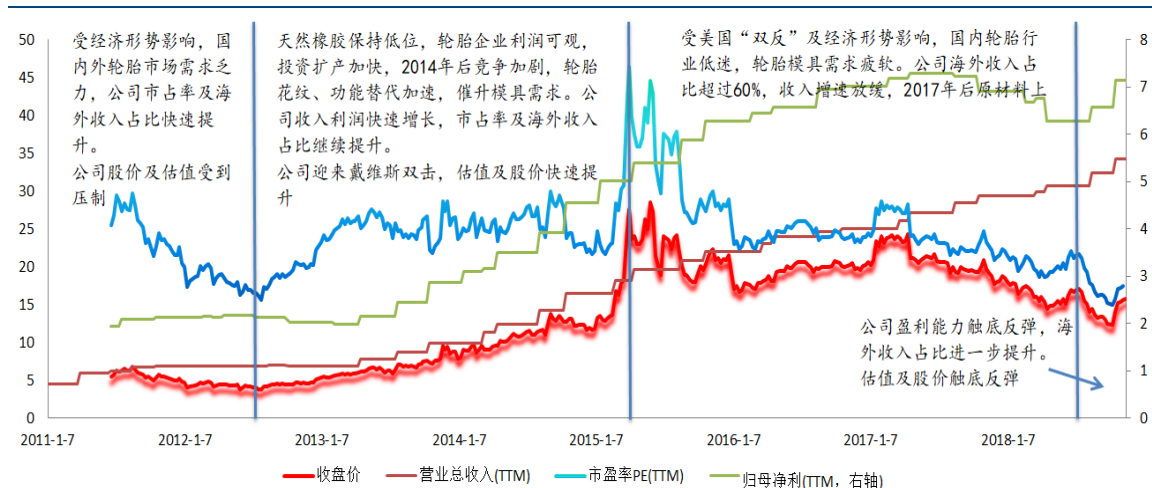
图 12: 豪迈科技研发投入收入占比 (单位: %)


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

1.3 公司历史业绩及股价、估值复盘

通过对豪迈科技上市以来营收、利润、估值、股价的回溯分析, 我们大致将豪迈科技截止目前的业绩及市场表现分为四个阶段。

图 13: 豪迈科技历史营收、利润、股价、估值对照 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

(1) 2011年-2012年四季度

期间国内橡胶价格总体维持高位震荡运行, 国内轮胎行业投资增速放缓, 一定程度影响了轮胎模具的市场需求。公司推进高端客户拓展, 继续扩大轮胎模具市场的占有率。公司轮胎模具产能从2010年的4500套提高到2011年的6000套。

公司2011年收入6.86亿元, 同比增长14.30%, 归母净利2.13亿元, 同比增长13.17%。公司2012年收入7.11亿元, 同比增长3.61%, 归母净利1.98亿元, 同比下降7.09%。

(2) 2013年一季度-2015年一季度

全球经济逐步复苏, 企业运行环境向好, 天然橡胶价格保持低位, 轮胎企业利润可观, 催生一波轮胎投资扩产高峰, 轮胎模具订单饱满。随着下游竞争激烈, 新功能、新花纹轮胎替代速度加快, 促使轮胎厂商更多采购新模具以保持竞争主动。

2013年公司收入11.35亿元, 同比增长59.60%, 归母净利3.16亿元, 同比增长59.95%。2014年公司营业收入18.15亿元, 同比增长54.45%, 归母净利5.02亿元, 同比增长50.59%。

(3) 2015年二季度-2018年一季度

全球经济增速放缓, 美国“双反”对国内轮胎行业造成严重影响, 模具行业受到一定冲击。公司海外客户占比超过6成, 国内订单增长趋缓, 但国外市场份额持续增加。2017年后, 原材料价格上涨、人工成本增加及汇率波动因素影响, 使得公司毛利率和净利率承压。

2015 年公司营业收入 23.09 亿元, 同比增长 27.24%, 归母净利 6.44 亿元, 同比增长 28.30%。2016 年公司收入 26.06 亿元, 同比增长 12.89%, 归母净利 7.18 亿元, 同比增长 11.36%。2017 年公司收入 29.95 亿元, 同比增长 14.90%, 归母净利 6.76 亿元, 同比下降 5.83%。

(4) 2018 年二季度以来

2018 年二季度以后, 人民币保持贬值态势, 原材料价格上涨趋缓, 公司盈利能力触底反弹。公司海外收入占比持续提高, 市占率进一步提升。

2018 年三季度, 公司单季度收入 9.30 亿元, 同比增长 24.77%, 归母净利 2.24 亿元, 同比增加 34.02%。

从豪迈科技业绩和市场表现来看, 公司股价和估值水平和公司经营情况相关性较大。

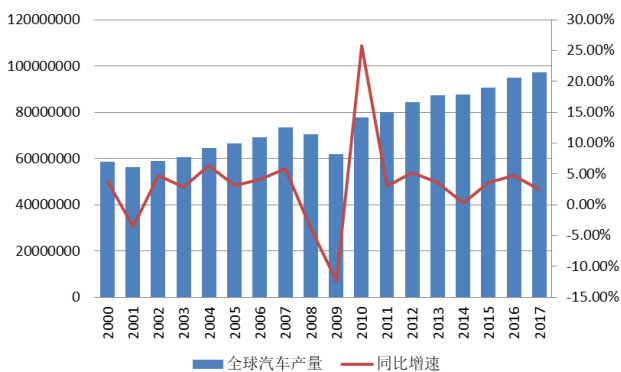
2. 轮胎模具市场集中度有望进一步提升

2.1 轮胎行业周期回暖, 投资积极性提高

轮胎行业受全球经济、汽车产销量、橡胶等原材料波动, 以及行业投资周期等因素影响。根据史密瑟斯·拉普纳 (Smithers Rapra) 公司预测, 2017 年世界轮胎整体规模超过 22 亿套, 整体产值约 2230 亿美元, 预计 2017-2022 年世界轮胎销量复合增速为 3.4%, 到 2022 年, 全球轮胎市场销量有望达到 27 亿套。

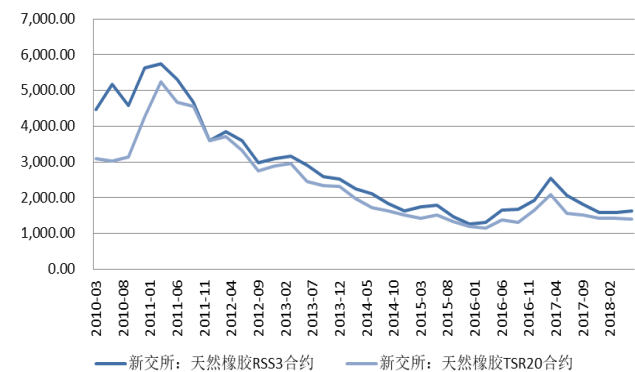
全球轮胎市场的增长主要依靠北美、欧洲、日本等成熟市场以及亚洲地区新兴市场。中国市场, 以及北美、欧洲的高性能轮胎的发展将对世界轮胎行业带来较大影响。

图 14: 全球汽车市场稳定增长 (单位: 辆、%)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 15: 天然橡胶价格近年总体保持低位 (单位: 美元/吨)

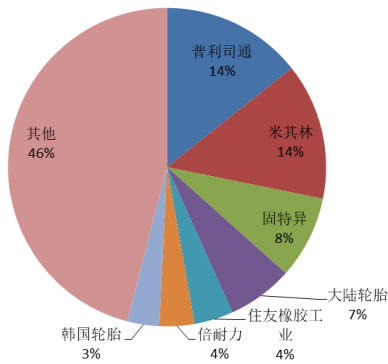


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2017 年以来全球轮胎市场走出下降通道, 销售额保持较快增长, 盈利能力企稳。

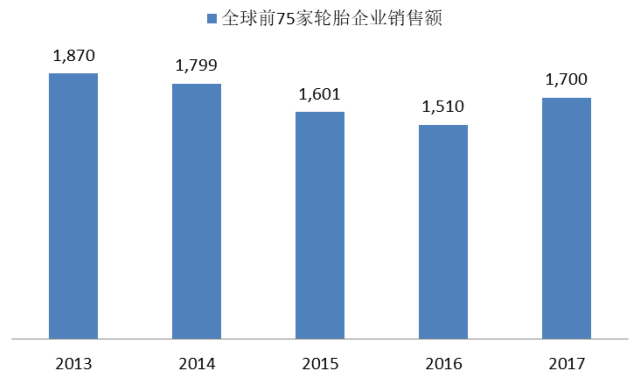
根据美国《轮胎商业》预测分析, 世界轮胎投资活跃, 投资预算及研发费用创新高, 轮胎制造商大多看好轮胎未来。预测 2018 年世界轮胎需求继续向好, 但盈利能力不容乐观, 轮胎投资将更活跃。

图 16: 全球主要轮胎企业市场份额 (单位: %)



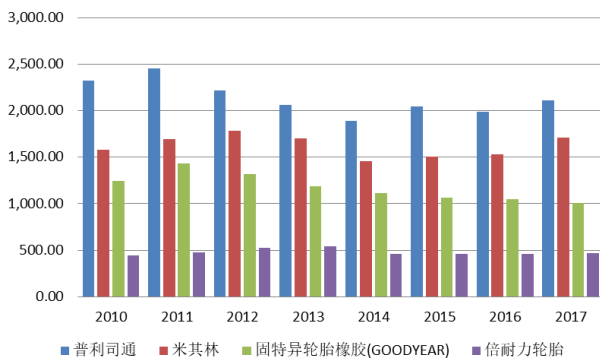
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 17: 全球主流轮胎企业销售复苏 (单位: 亿美元)



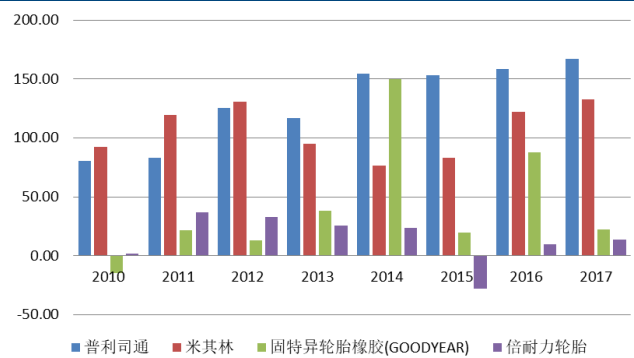
资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

图 18: 全球主要轮胎企业营业收入 (单位: 亿元人民币)



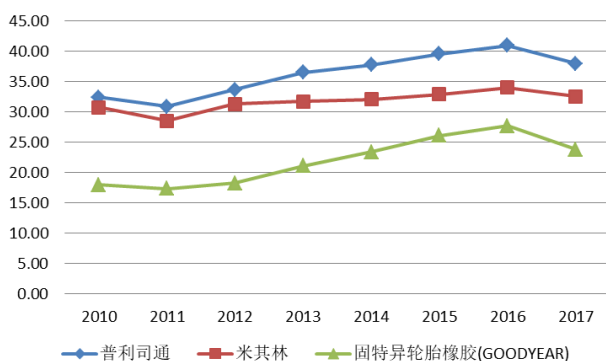
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 19: 全球主要轮胎企业净利润 (单位: 亿元人民币)



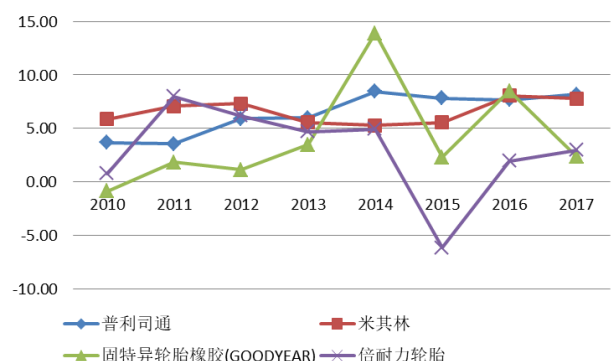
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 20: 全球主要轮胎企业毛利率 (单位: %)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 21: 全球主要轮胎企业净利率 (单位: 美元/吨)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

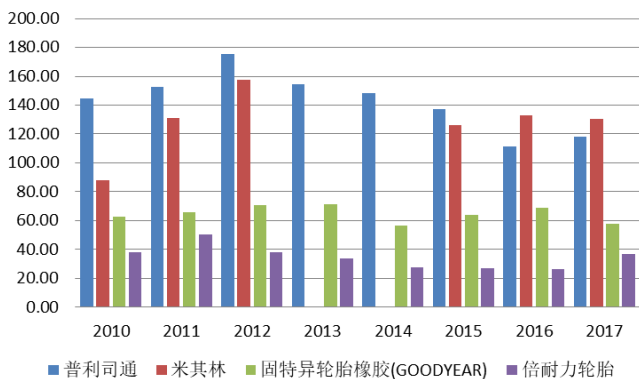
根据《轮胎商业》统计的全球前 75 家企业销售额, 2017 年轮胎行业销售约合 1700 亿美元, 同比增长 12.5%, 为连续五年负增长后首次转正。

从世界轮胎巨头陆续公布的 2018 年上半年轮胎业绩看, 销售额增长占多数, 轮胎价格普涨, 预测 2018 年轮胎销售额增幅在 5% 以上。

近期, 多家轮胎企业巨头宣布涨价。2018 年 9 月初, 固特异将旗下乘用车轮胎价格上调了 3%。普利司通美洲公司宣布, 计划从 10 月 1 日起, 对在美国和加拿大销售的 firestone (费尔斯通) 牌农业轮胎提价 4%。固铂轮胎美国公司宣布, 将在 2018 年 10 月 1 日之前上调所有旗下品牌轮胎的价格, 涨幅为 4%。此外, 横滨橡胶 (优科豪马)、Alliance 轮胎、特瑞堡, 以及 Camso 和 Carlstar 等企业, 均宣布提高轮胎售价。

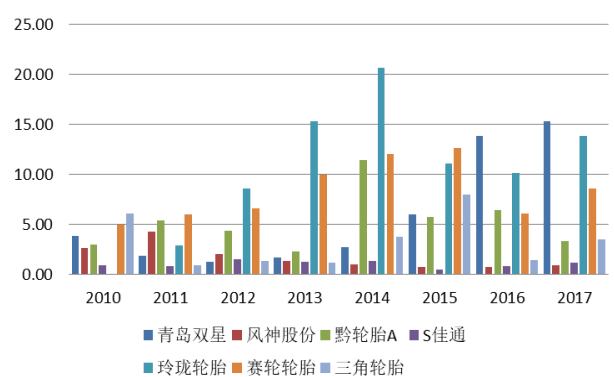
原材料、人工成本上涨, 以及中美贸易战摩擦是轮胎行业此轮涨价的主要驱动因素。

图 22: 全球主要轮胎企业资本性支出 (单位: 亿元人民币)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 23: 国内主要轮胎企业资本性支出 (单位: 亿元人民币)

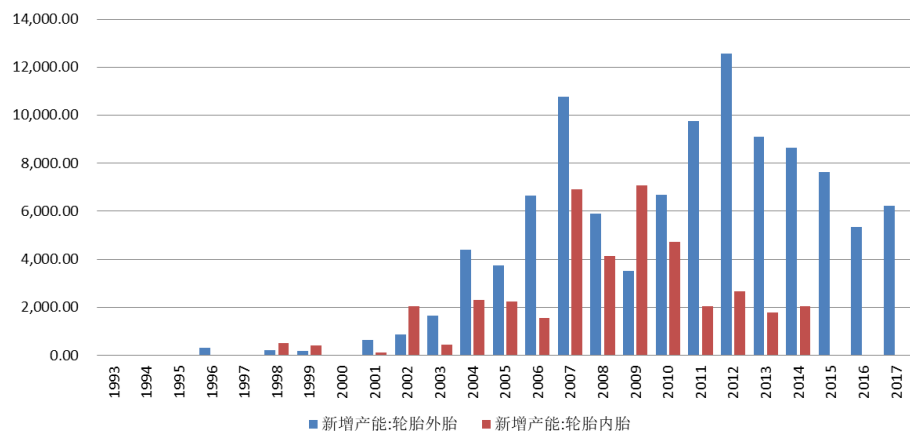


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2017 年以来, 全球轮胎行业投资较为活跃。根据《轮胎商业》统计, 21 家主要轮胎企业财政预算资本支出达到 97.35 亿美元, 同比增长 11.9%, 接近历史最高水平。

其中, 75 亿美元用于轮胎新建或扩产, 预计新增 8200 万条乘用车/轻卡胎及 750 万条载重胎及工程胎, 较上年大幅提升。

图 24: 国内轮胎外胎、轮胎内胎新增产能情况 (单位: 万条/年)



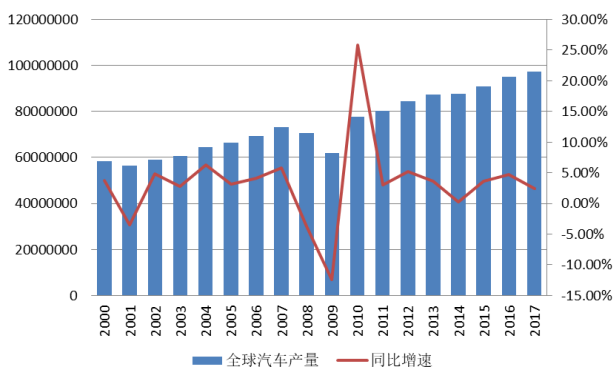
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

从各轮胎公司公布的轮胎项目看，新一轮轮胎投资热情正在进行中，主导者不仅仅有世界轮胎巨头，一大批中小规模轮胎企业也正加大轮胎投入。预计 2018 年轮胎投资额在 100 亿美元以上。

2.2 全球轮胎模具市场空间测算

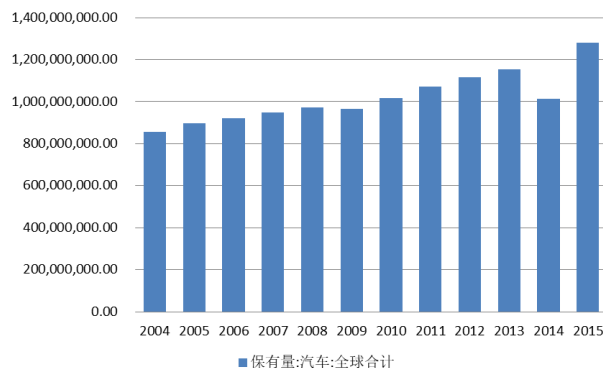
轮胎销售需求主要来自于与新车销售相关的轮胎配套需求，以及与存量市场相关的轮胎替换需求。随着汽车保有量的逐步提升，轮胎替换占据整个轮胎市场的主流份额，根据米其林的统计，国内轮胎市场的 68%，全球轮胎市场的 81% 为替换轮胎市场。

图 25: 全球汽车产量及同比增速（单位：辆）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

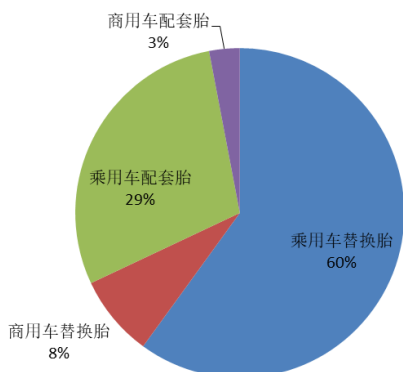
图 26: 全球汽车保有量数据（单位：辆）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

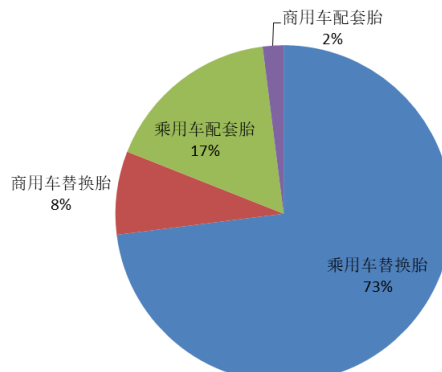
根据我们测算，2017 年全球汽车保有量预计接近 15 亿辆，每年新增汽车超过 9000 万辆。庞大的机动车保有量为全球轮胎市场提供了较强的存量支撑。

图 27: 国内替换胎及配套胎占比情况



资料来源：米其林，东兴证券研究所

图 28: 全球替换胎及配套胎占比情况



资料来源：米其林，东兴证券研究所

表 2: 不同车辆配套胎及更换周期

	车辆类别	配套胎	替换系数	替换周期 (年)
乘用车轮胎	轿车	5 条	1.5	3.3
	轻卡	7 条	4.2	1.7
商用胎	中卡	11 条	15	0.7
	重卡	16-22 条	10-20	1.1-1.6
	客车	7-11 条	2-5	2.2-3.5
工程胎	装载机械	4 条	2	2
	运输工程机械	6 条	3	2

资料来源: 中国橡胶工业协会, 东兴证券研究所

我们按照 2017 年全球轮胎产量 22 亿条, 到 2020 年年均复合增速 3.4%, 每套轮胎模具生产轮胎 2 万条, 轮胎模具均价 12 万元测算。

推测得出, 2017 年-2020 年全球子午线轮胎模具市场空间在 120 亿元到 140 亿元之间。

表 3: 全球轮胎模具市场预测

	2017	2018	2019	2020
全球轮胎销量 (亿条)	22	22.75	23.52	24.32
同比增速		3.40%	3.40%	3.40%
子午化率	95%	95%	95%	95%
子午线轮胎 (亿条)	20.9	21.6125	22.344	23.104
每套模具生产轮胎 (万条)	2	2	2	2
轮胎模具需求 (套)	10.45	10.81	11.17	11.55
轮胎模具单价 (万元/套)	12	12	12	12
轮胎模具市场空间 (亿元)	125.40	129.68	134.06	138.62

资料来源: 轮胎商业, 东兴证券研究所

3. 铸造及大型零部件加工业务向好

2008 年, 豪迈集团收购了当地一家成立于 1952 年的专业球铁铸造厂, 并于 2009 年建设高端铸造中心。目前, 迈铸铁能力年产达到 10 万吨, 高端铸钢项目年产 1 万吨, 单件最大铸造能力达到 100 吨。

豪迈科技 2013 年 12 月公告, 以超募资金 1.14 亿元收购关联方山东豪迈机械制造有限公司 (简称“豪迈制造”) 大型燃气轮机零部件加工项目 (含相关资产及业务)。

大型燃气轮机零部件加工业务是豪迈制造于 2007 年 12 月开始投资建设项目, 投产后已建成年加工大型燃气轮机缸体 500 套的生产线。该项目主要客户为美国通用电气公司、西门子等。现已成为美国通用电气公司全球最大的燃气轮机壳体加工供应商, 并积极开拓国内外新客户, 如、法国阿尔斯通、日本三菱、东方汽轮机有限公司等。

公司 2018 年上半年铸造业务随着新建产能的陆续释放以及客户认可度的进一步提升,

订单和收入持续增长。

公司大型零部件加工项目练内功、提效率, 在提升自身竞争力的同时持续开发新产品。

图 29: 公司燃气轮机缸体加工产品



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图 30: 公司铸造业务产品



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

2018 年上半年, 公司铸造业务收入 2.22 亿元, 同比增长 96.5%; 公司大型零部件业务收入 1.53 亿元, 同比增长 6.13%。

4. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2018 年-2020 年实现营业收入分别为 35.35 亿元、39.51 亿元和 44.02 亿元; 归母净利润分别为 7.88 亿元、8.85 亿元和 9.76 亿元; EPS 分别为 0.98 元、1.10 元和 1.22 元, 对应 PE 分别为 16X、14X 和 13X。给予公司 6 个月目标价 19.8 元, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

- ◆ 1、原材料价格大幅波动; 2、轮胎行业投资低于预期; 3、人民币汇率大幅波动、4、全球贸易保护主义进一步升温。

表 4: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1830	2556	3203	3917	5386	营业收入	2606	2995	3535	3951	4402
货币资金	228	290	1410	1918	3162	营业成本	1519	1876	2264	2520	2814
应收账款	773	955	1356	1515	1688	营业税金及附加	47	38	35	40	44
其他应收款	15	10	12	13	15	营业费用	54	50	71	79	88
预付款项	23	18	18	18	18	管理费用	185	220	247	277	308
存货	475	617	316	352	393	财务费用	-10	47	10	10	10
其他流动资产	2	14	14	14	14	资产减值损失	-1.08	12.19	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2088	2048	1622	1516	1407	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	197	291	0	0	0	投资净收益	15.80	20.84	0.00	0.00	0.00
固定资产	1224	1301	1208	1129	1047	营业利润	828	780	907	1026	1138
无形资产	211	213	267	246	225	营业外收入	7.57	7.21	60.00	60.00	60.00
其他非流动资产	398	106	0	0	0	营业外支出	3.08	4.72	0.30	0.40	0.50
资产总计	3918	4604	4825	5433	6793	利润总额	832	783	967	1085	1197
流动负债合计	360	665	371	360	1037	所得税	117	107	179	201	222
短期借款	0	243	26	0	0	净利润	715	675	788	885	976
应付账款	131	173	130	145	162	少数股东损益	-2	0	1	1	1
预收款项	62	61	61	61	721	归属母公司净利润	718	676	787	884	975
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	1159	1186	1066	1191	1307
非流动负债合计	26	36	0	0	0	EPS (元)	0.90	0.84	0.98	1.10	1.22
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	386	701	372	360	1037	成长能力					
少数股东权益	5	5	6	7	8	营业收入增长	12.89%	14.90%	18.04%	11.75%	11.42%
实收资本(或股	800	800	800	800	800	营业利润增长	10.74%	-5.75%	16.30%	13.06%	10.92%
资本公积	506	506	506	506	506	归属于母公司净利	16.51%	12.22%	16.51%	12.22%	10.32%
未分配利润	1925	2234	2438	2668	2922	获利能力					
归属母公司股东	3527	3899	4448	5066	5749	毛利率(%)	41.71%	37.37%	35.95%	36.22%	36.08%
负债和所有者权	3918	4604	4825	5433	6793	净利率(%)	27.45%	22.55%	22.29%	22.39%	22.17%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)					
经营活动现金流	582	424	1032	859	1597	偿债能力					
净利润	715	675	788	885	976	资产负债率(%)	10%	15%	8%	7%	15%
折旧摊销	341.74	358.91	0.00	155.64	159.03	流动比率	5.08	3.85	8.65	10.91	5.20
财务费用	-10	47	10	10	10	速动比率	3.76	2.92	7.80	9.93	4.82
应收账款减少	0	0	-401	-159	-173	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	660	总资产周转率	0.70	0.70	0.75	0.77	0.72
投资活动现金流	-289	-414	654	-50	-50	应收账款周转率	4	3	3	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	23.73	19.74	23.33	28.71	28.69
长期股权投资减	0	0	591	0	0	每股指标(元)					
投资收益	16	21	0	0	0	每股收益(最新摊	0.90	0.84	0.98	1.10	1.22
筹资活动现金流	-348	94	-501	-301	-302	每股净现金流(最新	-0.07	0.13	1.48	0.64	1.56
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.41	4.87	5.56	6.33	7.19
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	17.40	18.64	15.91	14.18	12.85
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	3.55	3.21	2.82	2.47	2.18
现金净增加额	-56	104	1185	508	1244	EV/EBITDA	10.61	10.53	10.44	8.90	7.16

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

樊艳阳

中国人民大学经济学院本科及硕士，3年财经媒体上市公司从业经验，主要跟踪新能源汽车产业链、机械行业，2016年加入民生证券，2017年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。