机械行业研究小组
分析师：徐敏锋
执业证书编号：S0730511080003
联系人：张宇 zhangyu00@ccnew.com

提早布局制造业 把握轮胎模具龙头

豪迈科技(002595.SZ)——调研简报

研究报告-调研报告 **买入(维持)**

发布日期：2011年11月02日

报告关键要素：

轮胎模具行业将受益于产能向亚洲转移、整车销售增长、汽车保有量增长，未来市场空间巨大。豪迈科技作为轮胎模具制造业龙头企业凭借电火花专用机床的技术优势和钢质轮胎模具的大量推广未来增长潜力巨大。

事件：

- **豪迈科技(002595.SZ)山东省高密市总部调研。**2011年10月13日，与公司董事会秘书冯民堂，董事长助理周拓夫针对公司募投项目进展和近期经营状况进行了深入交流，并参观了豪迈科技位于山东省高密市总部的轮胎模具加工车间和豪迈制造的燃气轮机缸体加工车间。

点评：

- **公司经营情况。**公司前三季度整体经营情况保持平稳增长，实现营业收入5.23亿元，归属母公司净利润1.63亿元，同比分别增长19.10%和17.65%。毛利率48.00%，依然维持行业内较高水平。第三季度公司期间费用率整体小幅下降0.72个百分点。从分项上看，在银行存款产生的存款利息和超募资金偿还银行贷款减少的贷款利息支出使得财务费用同比大幅下降120.06%。此外，公司增加了研发费用的投入，管理费用同比增加40.96%。

- **募投项目进展。**公司募投项目主要包括精密子午线轮胎模具项目、高档精密锻铸中心项目、巨型子午线轮胎硫化机项目和轮胎模具工程研究开发中心项目。由于公司上市前已用自有资金先期投入项目建设，截至目前精密子午线轮胎模具项目和高档精密锻铸中心项目部分达产(有200套/月的生产能力)。巨型硫化机项目初步具备生产能力，但是市场情况不乐观，主要是暂时受到国内轮胎销售企业巨型轮胎产品质量不合格，轮胎企业设备采购暂缓的影响。研发中心项目已建设完成处于内部装修阶段。

表1：公司募集项目进展

序号	募投项目	总投资（万元）	达产时间（年）	项目进度
1	精密子午线轮胎模具项目	34,912	2012	现有约200套/月的新增产能
2	高档精密锻铸中心项目	21,651	2014	部分设备处于试运行阶段,释放产能较少
3	巨型子午线轮胎硫化机项目	11,197	2011	暂停
4	轮胎模具工程研究开发中心项目	4,022		建筑物处于内部装修阶段

资料来源：中原证券研究所 招股说明书

- **我国未来轮胎模具市场需求潜力巨大。**从产业链的视角观察，轮胎模具、轮胎、整车是自上而下的

产业链。之前，受益于汽车保有量的快速提升和整个轮胎行业的发展，中国轮胎模具制造也得到了快速发展的机遇。但是，年初以来我国汽车行业销售放缓，直接导致轮胎行业不景气，轮胎模具行业也受到了一定的影响，但是程度有限。主要原因有：1.轮胎销售主要由原配市场和替换市场构成，在国内大约各占50%市场份额。即便汽车销售放缓，汽车保有量依然快速增长，未来轮胎替换市场所占份额将持续扩大，并带动模具市场保持增长。2.限制我国轮胎企业出口的“特保案”将在2012年9月到期，我国轮胎市场出口增加将带动产业链上游市场。

我们建立了一个模型来衡量对轮胎模具需求影响最大的国内轮胎市场。预测涉及的关键假设：1.“十二五”期间国内汽车销售增速年均8%。2. “十二五”期间国内汽车报废量年均增长10%。3.轮胎产量与轮胎模具的生产关系为1.5万条轮胎需要1套轮胎模具。4.汽车大约使用2年或行驶6万公里需要替换轮胎，选取30%的保有量作为待替换轮胎车辆，平均每辆汽车需要5条轮胎（卡车需要轮胎数量较多）。在假设参数的选择上，一致采用相对保守的原则，结果显示国内轮胎模具的需求量仍将维持在年均12%以上的增速。

表3：轮胎模具市场需求预测

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
国内市场增速	-	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
新车（万辆）	1800.00	1944.00	2099.52	2267.48	2448.88
报废车辆增速	-	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
国内报废车辆（万辆）	286.20	314.82	346.30	380.93	419.03
国内汽车保有量（万辆）	9000.00	10629.18	12382.40	14268.95	16298.80
国内替换轮胎市场（万条）	13500.00	15943.77	18573.60	21403.42	24448.20
国内配套轮胎市场（万条）	9000.00	9720.00	10497.60	11337.41	12244.40
国内轮胎模具需求量（套）	15000.00	17109.18	19380.80	21827.22	24461.74
同比增速	-	14.06%	13.28%	12.62%	12.07%

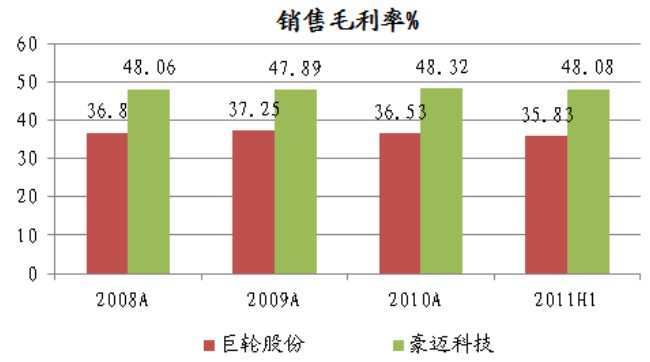
资料来源：中原证券研究所

- **世界轮胎模具制造中心向亚洲转移。**公司依托技术和较高的产品质量赢得了国际客户的青睐。在公司前五大客户名单中，包括美国固特异，北美米其林和美国库珀。此外，公司进入了固特异和德国大陆A级供应商名册。这不仅反映了公司产品质量在国际市场中受到世界顶级轮胎企业的认可，而且说明公司的价格优势推动了国际客户订单转移的速度。美国固特异正是看中了公司的综合实力，把原本属于其下属企业卢森堡和北美工厂的订单转移由豪迈科技来完成。

- **工艺和技术优势成就高盈利能力。**公司采用自主研发的电火花加工机床取代5轴联动加工中心，满足了复杂花纹轮胎铁质模具雕刻工艺。电火花加工机床是豪迈公司针对轮胎模具加工设计的专用机床，较5轴联动加工中心主要有设备造价低，加工效率高等优势。此外,铁质模具的大量使用取代了铝质模具，有效的降低了原材料成本。先进技术的采用使公司的行业竞争优势明显，毛利率水平显著高于竞争对手12个百分点。

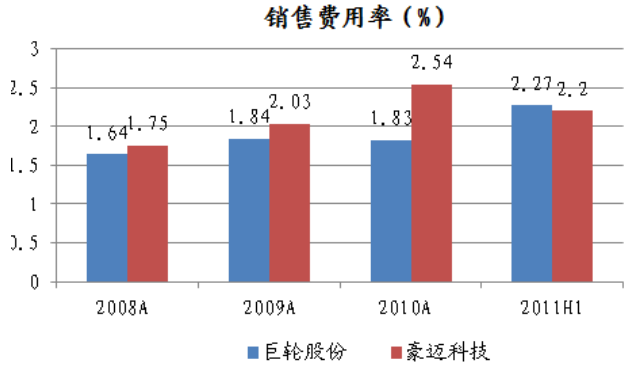
- **公司期间费用控制优势显著。**公司管理能力显著强于竞争对手。从期间费用来看除销售费用率与竞争对手基本持平外，公司财务费用率较竞争对手低6.21个百分点，主要系公司截至三季度末资产负债率仅为5.60%，而同期巨轮股份资产负债率为49.63%，公司在资金成本上的优势显著。未来行业需求加速公司资本可运作空间大。公司管理费用率较对手低1.26个百分点，也体现公司在成本控制方面的一些优势。

图1：2008A-2011H1豪迈科技与巨轮股份销售毛利率



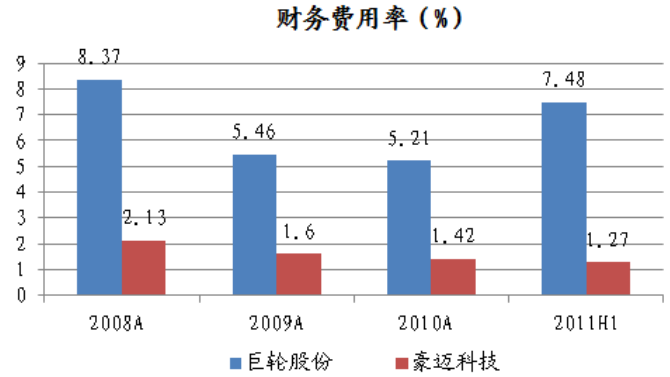
数据来源：Wind，中原证券

图2：2008A-2011H1豪迈科技与巨轮股份销售费用率



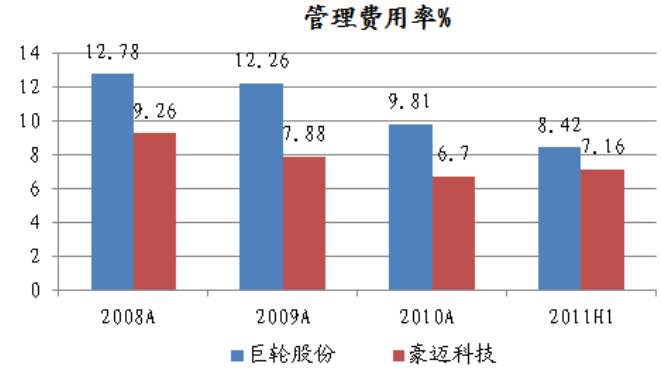
数据来源：Wind，中原证券

图3：2008A-2011H1豪迈科技与巨轮股份财务费用率



数据来源：Wind，中原证券

图4：2008A-2011H1豪迈科技与巨轮股份管理费用率



数据来源：Wind，中原证券

- **依托技术优势引导客户使用钢质模具。**钢质模具较铝制模具的优点是精度高，使用寿命长，便于修补。如果使用钢制模具大规模替代铝制模具有利于轮胎制造企业降低成本，增加边际效益。但是，由于钢质模具材料硬度高，不适合使用5轴联动加工中心切削加工，在行业内发展还处于起步阶段。而公司研发的电火花机床使用腐蚀加工原理，在加工钢质材料方面有先天的优势。未来公司将继续依托技术优势，引导行业变革，拓展钢质模具在行业内的使用。

表4：钢质和铝质轮胎模具的性能比较

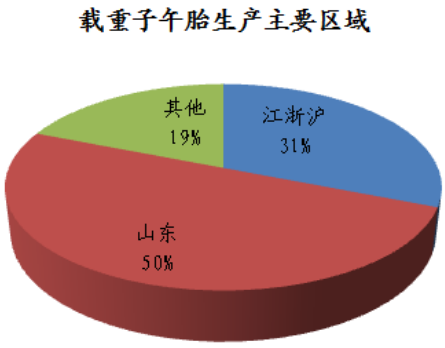
性能	钢质轮胎模具	铝制轮胎模具
	锻钢、铸钢	锻铝、铸铝
耐腐蚀性	分子活性弱，不易与硫化过程中产生的酸碱物质反应，耐腐蚀性强	分子活性强，易发生化学反应，耐腐蚀性较差
可修复性	焊接性能较铝质材料优良，损伤易修复	焊接性能一般，对于铸铝损伤不易修复，特别是结合面尖角处
钢片	钢片可一体加工，全部保留，不易脱落	均能实现钢片镶嵌，但铸铝镶嵌钢片易脱落、松动
导热性	导热性较慢，预热时间较长，但正常硫化时间与铝模接近	重量轻，导热性能强，预热时间较短

硫化的轮胎外观	硫化的轮胎外观美观	锻铝硫化的轮胎外观美观，但铸铝机械性能弱、耐腐蚀性差，会影响硫化出轮胎的外观质量
使用寿命	总体较铝制材料模具使用寿命长	铝制材料模具较钢质材料使用寿命短，但是锻铝较铸铝使用寿命长
机械性能	机械性能强，耐碰、耐磕、耐划，经热处理后不易变形，多次喷洗都不会影响其花筋和胎顶的尺寸精度、表面粗糙度	锻铝在硬度、抗拉、抗压、屈服强度等方面优于铸铝，锻铝多次喷洗后表面依旧光滑一致；铸铝机械性能较差，多次喷洗后，花筋和胎顶尺寸精度及表面粗糙度受影响，以暴露皮下气孔和缩松
花纹一致性、精度保持性	电火花工艺加工，花纹圈胎顶及胎肩径向跳动小于 0.1mm；硫化出的轮胎在动、静平衡方面优于铝模硫化的轮胎	锻铝花纹的一致性和精度较高，花纹圈径向跳动可以控制在 0.2mm 以内；铸铝的基模使用加工中心加工，精度高，但其后序的制造工艺使其精度逐渐降低，决定花纹圈的径向跳动很难保证 0.20mm，一般大于 0.30mm
致密性	锻钢不存在皮下气泡、缩松和夹渣等铸造缺陷，致密度高；铸钢存在铸造缺陷，但可铸造出形状复杂的零件	锻铝不存在铸造缺陷，致密度高；铸铝致密度低
适用范围	锻钢主要适用于乘用胎模具、载重胎模具加工；铸钢理论上适用与各种尺寸轮胎模具加工，但由于其固有的铸造缺陷及轮胎模具性能要求，目前主要用于工程胎模具及巨型胎模具加工	主要用以乘用胎模具加工，其中，铸铝模具可铸造非常复杂的花纹，同规格花纹批量生产成本低

资料来源：豪迈科技招股说明书， 中原证券

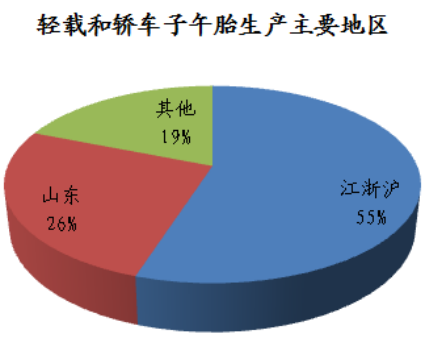
- **服务贴近客户。**我国轮胎产能主要分布在江浙沪、山东、广东等东部沿海地区，公司以贴近客户为目的分别在上海、沈阳和重庆布局模具厂，主要以维修为目的，并有少量生产。

图6：我国轻载和轿车子午胎生产地区分布



数据来源：中原证券

图7：我国载重子午胎生产区域分布



数据来源：中原证券

国际方面，豪迈集团在美国、巴西和土耳其分别建立了协作服务单位，用于与国际客户联络。公司未来可能利用募集资金进一步拓展海外业务，收购国外模具企业，满足全球化生产和大客户需要，提高对重点客户的响应速度。这些举措都将拓展公司在轮胎模具行业的优势地位，为公司达到全球轮胎模具市场份额15%的目标奠定基础。

表4：战略布局广泛，贴近客户需求

隶属于	地点	成立时间	现状
豪迈科技	山东	1995年3月31日	豪迈科技总部，主要生产基地，服务覆盖山东客户
	上海	2004年11月8日	配备专用加工设备和技术精湛加工操作人员，为长江以南的双钱、上海米其林、杭州中策等客户服务
	重庆	2008年7月11日	为西南的四川橡胶、重庆佳通、重庆双钱等客户提供服务
	辽宁	2010年8月16日	为东北客户提供服务
豪迈集团	美国（协作服务单位）		主要针对美国境内固特异、固铂、米其林、大陆
	巴西（协作服务单位）		主要针对巴西境内米其林、固特异、普利司通、大陆、倍耐力和其他南美国家轮胎客户
	土耳其（协作服务单位）		主要针对欧洲客户

资料来源：中原证券研究所　豪迈集团

- **盈利预测**：伴随2012年9月份美国“特保案”到期，我国轮胎出口有望增长，汽车行业特别是汽车保有量的快速提升，我国轮胎模具的需求将迎来稳定增长。预计2011年和2012年EPS分别为1.25元和1.41元。
- **投资建议：**按11月1日25.45元的收盘价计算，2011年和2012年对应PE分别为20.36倍和18.05倍，估值偏低。综合考虑公司的创新能力、产业集群优势、公司在行业中龙头地位、以及“十二五”期间轮胎模具制造业向亚洲转移的趋势，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**

  1.公司电火花加工技术被行业内竞争对手突破或行业内出现新技术，公司技术优势消失；

  2.国际宏观经济形式显著恶化。

图8：2007A-2011Q3公司营业收入和净利润

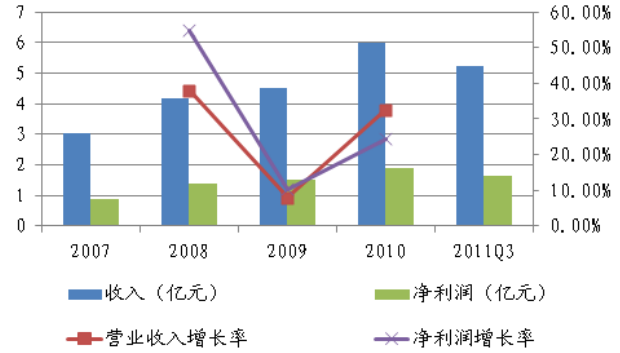
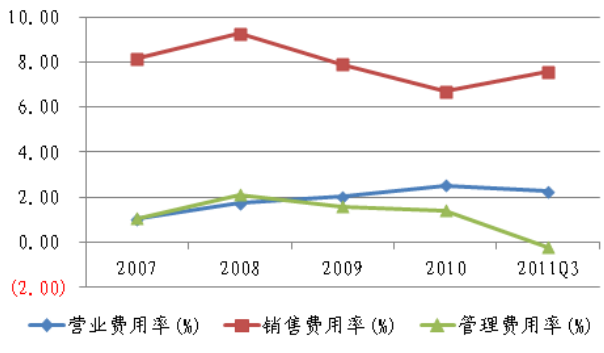


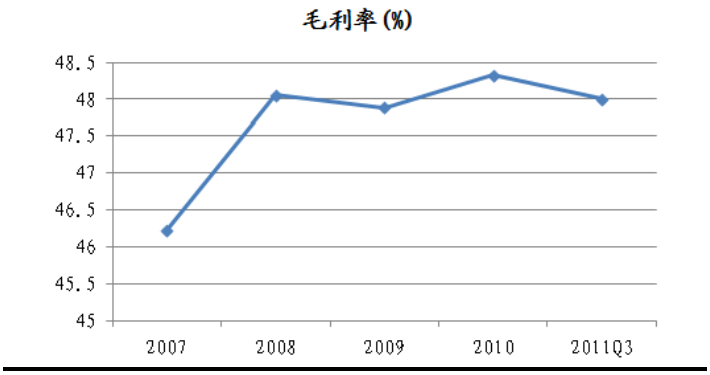
图9：2007A-2011Q3公司三项费用



数据来源：Wind，中原证券

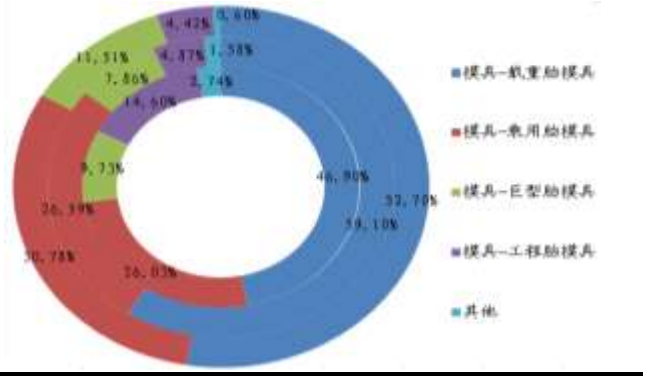
数据来源：Wind，中原证券

图10：2007A-2011Q3公司毛利率



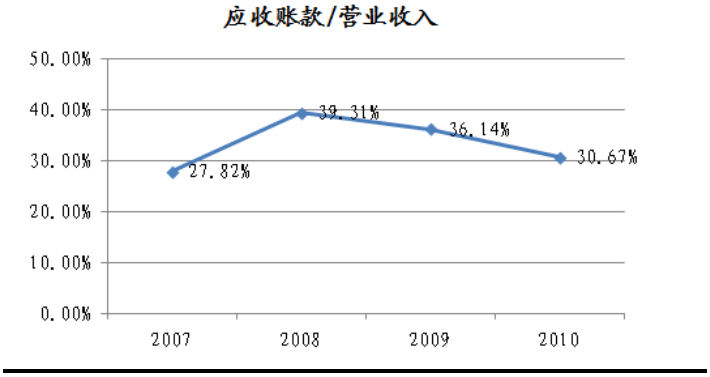
数据来源：Wind，中原证券

图11：公司主要产品销售利润占比



数据来源：Wind，中原证券

图12：2007年-2010年公司应收账款与营业收入比率

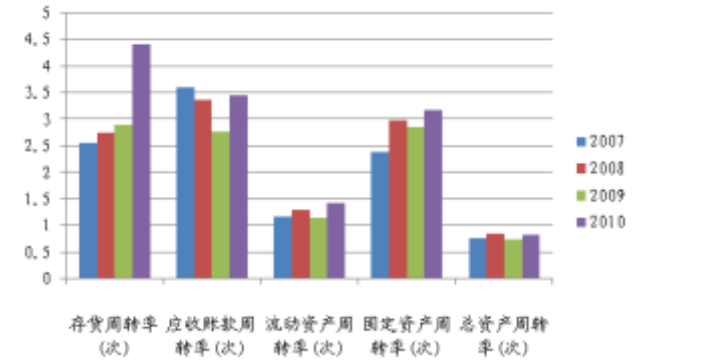


数据来源：Wind，中原证券

图13：公司偿债能力

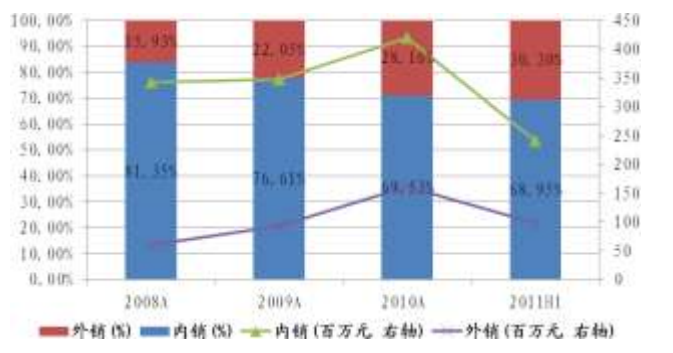
数据来源：Wind，中原证券

图14：公司营运能力



数据来源：Wind，中原证券

图15：2008 -2011H1公司按地区划分销售



数据来源：Wind，中原证券

盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	452.66	600.31	701.16	911.51
增长比率(%)	7.94%	32.62%	16.68%	30.00%
归属股东净利润(百万元)	151.12	188.12	218.22	281.50
增长比率(%)	10.37%	24.48%	16.00%	29.00%
基本每股收益(元)	0.76	0.94	1.25	1.41
市盈率(倍)	33.49	27.07	20.36	18.05

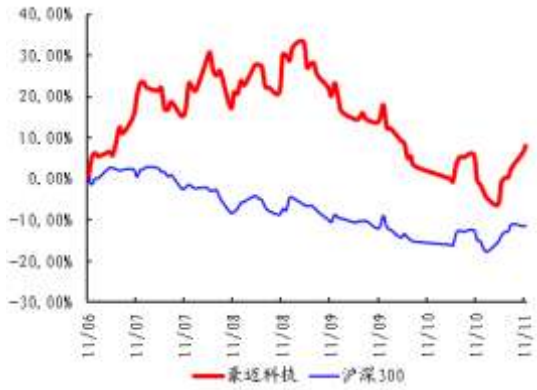
市场数据（2011年11月01日）

收盘价（元）	25.45
一年内最高/最低(元)	31.63/21.20
沪深300指数	2625.43
市净率(倍)	2.51
流通市值(亿元)	11.69

基础数据（2011年06月30日）

每股净资产（元）	9.32
每股经营现金流(元)	0.25
毛利率(%)	48.08
净资产收益率-摊薄(%)	5.70
资产负债率(%)	11.07
总股本/流通股(亿股)	2.00/0.50
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：　　未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：　　未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：　　未来6个月内公司相对大盘涨幅－5％至5％；
卖出：　　未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。