

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

海外订单支撑公司业绩平稳增长

——豪迈科技（002595.SZ）年报点评

研究报告-公司点评

增持（下调）

发布日期：2012年03月30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。公司作为轮胎模具制造业龙头企业拥有自主研发的电火花专用机床，在技术上较对手有显著的优势。伴随巨型轮胎在国内销售放量，公司将迎来爆发式增长。

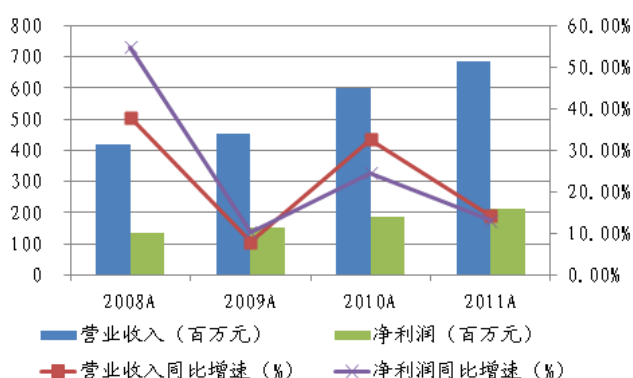
事件：

豪迈科技（002595.SZ）公布2011年年报。公司实现营业收入约6.86亿元，较2010年的6.00亿元增长14.30%；实现净利润2.13亿元，较2010年的1.88亿元增长13.17%。收入、利润、合同额均创历史新高。同时，公司公布利润分配预案每10股派发现金红利6元（含税）。

点评：

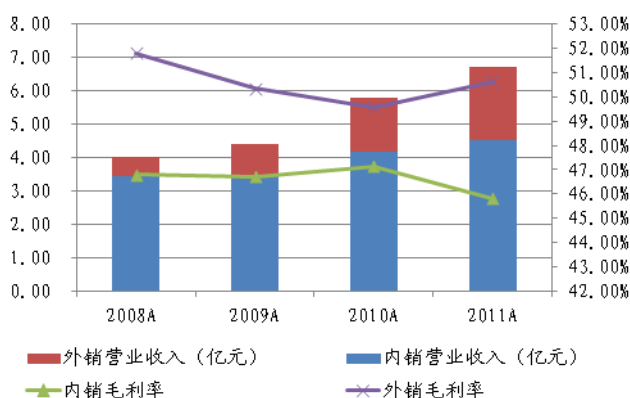
- **2011年海外市场营收增长远高于国内市场。**2011年公司海外销售收入2.19亿元，同比增长35.93%。同期国内市场贡献收入4.51亿元，增速仅为7.62%。海外市场销售向好，主要受益于欧美轮胎模具产能向亚洲转移。公司产品质量已经达到或超越国际竞争对手，此外公司采用专用电火花加工机床，生产效率和成本较欧美竞争对手优势显著。公司内销增速放缓一部分原因与国内巨型轮胎模具市场暂时遇阻有关，另外公司新增产能还未完全释放，在订单的选择上可能偏向毛利较高的国外订单。

图1：2008-2011年公司营业收入和净利润



数据来源：WIND，中原证券研究所

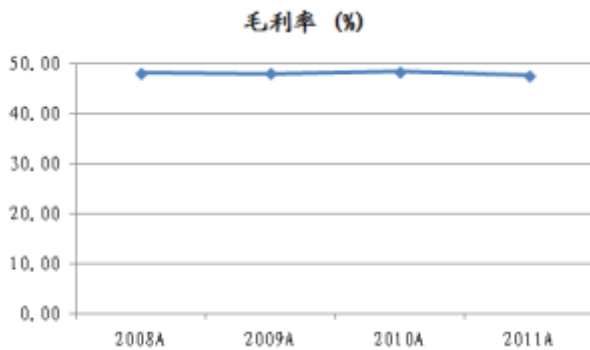
图2：2008-2011年公司国内外市场销售额与毛利率



数据来源：WIND，中原证券研究所

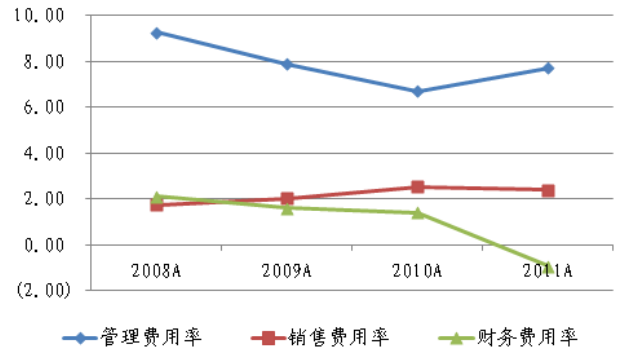
- **盈利能力出众基于技术领先。**2011年公司毛利率47.40%较2010年略微下降0.43个百分点。公司毛利水平一直高于同行业竞争对手约10个百分点，主要原因系公司大规模采用专用电火花加工机床取代加工中心使公司设备成本远低于竞争对手。在加工效率方面，电火花工艺适合钢质模具加工，效率高于切削加工。

图3： 2008年-2011年公司毛利率 (%)



数据来源：WIND，中原证券研究所

图4： 2008年-2011年公司三项费用率 (%)



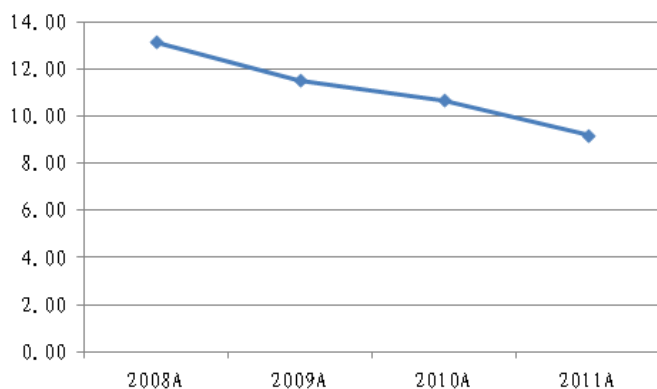
数据来源：WIND，中原证券研究所

- **公司期间费用率略降。**2011年公司期间费用率9.20%，较2010年下降1.46个百分点。主要系公司2011年财务费用下降所致。公司2011年上市融资成功偿还银行贷款，增加了银行存款，财务状况改善，财务费用大幅下降。

公司2011年销售费用率2.40%，同比下降0.14个百分点，变化幅度不大。公司销售主要与集团客户直接对接，需要经过客户的供应商考核体系，通过考核后客户订单会陆续释放，产生的销售费用相对稳定不会产生大幅波动。

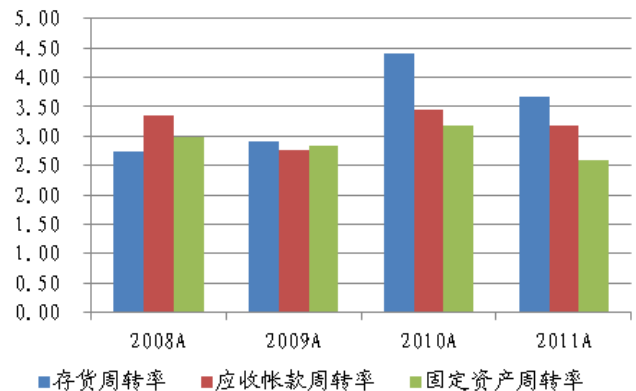
公司管理费用比上年增加1269万元，同比增长31.53%，增加的主要原因是土地使用税、上市费用、研发费及工资支出增加所致。

图5： 2008年-2011年公司期间费用率 (%)



数据来源：WIND，中原证券研究所

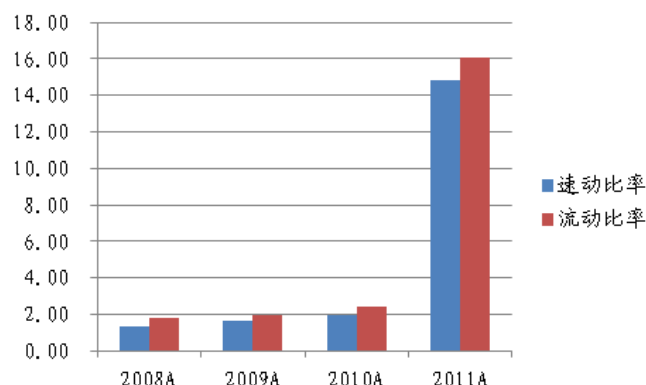
图6： 2008年-2011年公司营运能力



数据来源：WIND，中原证券研究所

- **公司营运能力。**公司存货周转率下降，我们判断存货增长的原因是公司年底订单增加导致公司备货增加所致。固定资产周转率下降主要系去年公司固定资产增长45%左右，募投项目采购的设备和部分工程达到结转要求使固定资产增速高于营收增速所致。应收账款周转率变动幅度不大，小幅下降的主要原因是公司一年期以内应收款项同比增速达到34.47%，高于营业收入增速，我们判断公司下游客户普遍有较好资信，年底应收增长可能与公司大客户交货周期集中有关。
- **公司偿债能力。**公司上市后负债大幅下降，偿债能力处于历史最好水平。

图7: 2008年-2011年公司偿债能力



数据来源: WIND, 中原证券研究所

- **世界轮胎制造中心向亚洲转移。**我国将成为世界轮胎第一大生产国和出口国。受益于整个轮胎行业的发展, 中国将成为轮胎模具制造中心。轮胎市场空间巨大拉动轮胎模具需求。市场上轮胎的需求主要有两大方向, 即原配市场和替换胎市场。2010年, 全国汽车保有量超过8, 000万辆, 原配市场与替换胎市场空间巨大, 直接拉动轮胎模具需求。

表1: 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

- **巨型轮胎模具和硫化设备静待爆发。**公司是国内轮胎模具企业中产品覆盖范围最广, 加工手段最全的轮胎模具制造企业。此外, 公司是国内唯一一家生产巨型轮胎模具的企业。国内巨型轮胎市场一直受制于质量问题, 无法达到欧美客户对轮胎使用寿命的要求。但是, 有资料显示山东地区部分厂商正在积极改进橡胶配方, 实验阶段轮胎寿命已经接近和超过欧美标准。预计, 配方持续改进只是时间问题, 未来伴随巨型轮胎产品出口增长和国内对矿用巨型车辆需求增长, 公司巨型轮胎模具以及硫化设备销售会迎来爆发式增长。

表2: 国内知名轮胎模具企业业务覆盖范围

公司名称	载重轮胎模具	乘用车轮胎模具	工程胎模具	巨型胎模具	钢质	铝制
豪迈科技	✓	✓	✓	✓	✓	✓
巨轮股份	✓	✓	✓		✓	✓
天阳模具	✓	✓	✓		✓	✓
山东万通	✓	✓			✓	✓

沈阳子午线	✓	✓			✓	✓
-------	---	---	--	--	---	---

资料来源：公司招股说明书， 中原证券研究所

- **募投项目进展：**公司募投项目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、轮胎模具工程研究开发中心项目进展顺利，其中精密子午线轮胎模具项目贡献收入1278.77万元。预计今年年底前，募投项目将陆续完工。
- **投资建议：**预计公司12年和13年每股收益分别为1.19元，1.61元。按照3月27日收盘价21.64元计算，对应市盈率为16.40倍和12.12倍，给予“增持”评级。
- **风险提示：**国内轮胎市场持续低迷；由于国内下游企业技术原因导致巨型胎模具及设备需求无法释放。

盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(亿元)	6.00	6.86	7.99	10.55
增长比率(%)	32.62%	14.30%	16.41%	32.10%
净利润(亿元)	1.88	2.13	2.37	3.21
增长比率(%)	24.48%	13.17%	11.56%	35.11%
全面摊薄每股收益(元)	0.94	1.07	1.19	1.61
市盈率(倍)	20.77	18.24	16.40	12.12

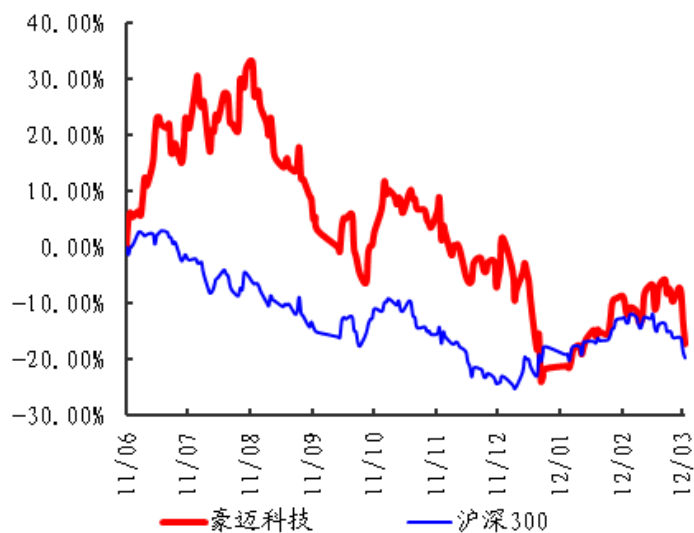
市场数据 (2012年03月29日)

收盘价(元)	19.52
一年内最高/最低(元)	31.63/17.60
沪深300指数	2443.12
市净率(倍)	1.98
流通市值(亿元)	9.76

基础数据 (2011年12月31日)

每股净资产(元)	9.85
每股经营现金流(元)	0.43
毛利率(%)	47.53
净资产收益率-摊薄(%)	10.83
资产负债率(%)	5.01%
总股本/流通股(亿股)	2.00/0.50
B股/H股(亿股)	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分析师资格。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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。