

轮胎模具行业龙头，业绩回升值得期待

——豪迈科技（002595）调研报告

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2017年02月21日

汽车——汽车零部件

证券分析师

郑连声

022-28451904

zhengls@bhzq.com

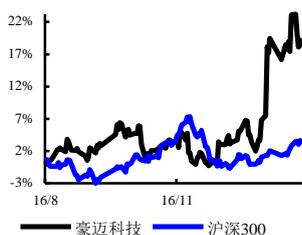
评级： 增持

上次评级：

目标价格：

最新收盘价： 23.84

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 全球轮胎模具龙头，市场份额较高

豪迈主营轮胎模具、橡胶机械、燃气轮机及铸造业务。受益于汽车产业的快速发展，二十年来，公司以年均复合增长率 50% 的速度快速发展。公司已成为世界轮胎模具研发与生产基地，与全球前 75 名轮胎生产商中 62 家建立了业务关系，是世界轮胎三强米其林、普利司通和固特异的优质供应商，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%。

● 轮胎模具行业有望复苏，公司将充分受益

1) 我国轮胎模具机会在于：①从产业转移角度，我们认为，随着我国模具加工技术水平的不断提升和国际轮胎公司模具采购国际化程度的提高，预计各大国际轮胎企业在我国采购轮胎模具的比重将不断增加。②从汽车行业竞争态势看，行业竞争加剧，新车投放、旧车改型步伐不断加快，周期越来越短，使得汽车配套轮胎规格型号也不断增加，花纹更新日趋频繁。汽车轮胎型号和花纹被动或主动的更新，使得轮胎模具往往在使用寿命到来之前就被更换，拉动了对轮胎模具的需求。我们认为，新车产销稳定增长+越来越庞大的汽车保有量将成为我国轮胎模具产业保持较快增长的有力支撑。我们预计到 2020 年国内轮胎模具市场规模超 40 亿元，全球市场规模 111 亿元，2015-2020 年复合增速分别为 1.51/2.05%，保持稳健增长态势。2) 从模具行业周期看，轮胎模具公司营收走势基本滞后汽车产销及轮胎制造业利润总额一年。我们推断，国内外胎企盈利情况与产能周期+模具订单完成周期共同作用导致反应滞后。因此，从去年汽车行业较高景气度、轮胎企业盈利改善以及近两年轮胎企业产能释放较为集中（国内胎企海外建厂扩产）来推断，今年轮胎模具行业有望复苏，公司作为行业龙头有望充分受益。考虑到公司产能准备较为充足（在建工程大幅增长显示公司在扩产），我们预计，公司轮胎模具主业有望实现较为快速的增长，其中，今年上半年公司全钢胎模具有望受益于本轮重卡工程机械复苏而快速增长。3) 公司积极发展燃气轮机零部件加工以及铸造业务，近两年保持快速增长。根据产能规划与客户情况，我们预计这两项业务仍有望保持快速增长。

● 盈利预测，首次覆盖给予“增持”评级

综上分析，我们预计 2016-18 年公司实现营业收入 26.42/32.79/40.08 亿元，同比增长 14.44/24.09/22.23%，实现归母净利润 7.49/9.33/11.29 亿元，同比增长 16.24/24.55/21.05%，对应 EPS 分别为 0.94/1.17/1.41 元/股，对应 2017 年动态 PE 为 21 倍。考虑到公司全球轮胎模具龙头地位，盈利能力强，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：轮胎及模具行业景气度低于预期；原材料价格上涨超预期；成本费用增长超预期；产能投放低于预期。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	1,815	2,309	2,642	3,279	4,008
(+/-)%	60%	27%	14%	24%	22%
经营利润 (EBIT)	590	737	869	1091	1322
(+/-)%	63%	25%	18%	25%	21%
净利润	502	644	749	933	1129
(+/-)%	59%	28%	16%	25%	21%
每股收益 (元)	1.26	0.81	0.94	1.17	1.41

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2014	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	149	248	396	623	1001	营业收入	1815	2309	2642	3279	4008
应收票据	287	298	418	487	582	营业成本	1029	1323	1495	1836	2260
应收账款	526	707	770	970	1193	营业税金及附加	15	25	26	32	40
预付款项	25	13	18	-49	-80	销售费用	43	56	66	84	100
其他应收款	6	5	6	8	9	管理费用	130	165	186	236	285
存货	405	398	451	579	691	财务费用	0	-17	-8	-3	-1
其他流动资产	240	91	91	91	91	资产减值损失	20	16	18	19	20
长期股权投资	0	200	200	200	200	投资收益	2	6	11	12	12
固定资产	949	1054	1099	1171	1245	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	55	30	115	148	154	营业利润	580	747	871	1087	1315
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	10	6	6	6	6
无形资产	206	207	166	124	83	税前利润	590	753	876	1092	1321
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减：所得税	88	110	128	161	193
资产总计	2914	3523	4058	4788	5727	净利润	502	643	748	931	1128
短期借款	1	142	42	0	0	归属于母公司的净利润	502	644	749	933	1129
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	-1	-1	-1	-2	-2
应付账款	87	89	123	151	178	基本每股收益	1.26	0.81	0.94	1.17	1.41
预收款项	149	110	164	215	241	稀释每股收益	1.26	0.81	0.94	1.17	1.41
应付职工薪酬	83	106	106	106	106	财务指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
应交税费	11	30	30	30	30	成长性					
其他应付款	1	3	3	3	3	营收增长率	59.9%	27.2%	14.4%	24.1%	22.2%
其他流动负债	1	1	1	1	1	EBIT 增长率	63.0%	24.9%	18.0%	25.5%	21.2%
长期借款	5	5	5	5	5	净利润增长率	58.8%	28.3%	16.2%	24.5%	21.0%
负债合计	353	514	501	538	591	盈利性					
股东权益合计	2561	3010	3558	4249	5137	销售毛利率	43.3%	42.7%	43.4%	44.0%	43.6%
现金流量表	2014	2015	2016E	2017E	2018E	销售净利率	27.7%	27.9%	28.4%	28.5%	28.2%
净利润	502	643	748	931	1128	ROE	19.6%	21.4%	21.1%	22.0%	22.0%
折旧与摊销	89	122	112	116	121	ROIC	19.56%	19.94%	20.59%	21.86%	21.95%
经营活动现金流	253	553	630	674	765	估值倍数					
投资活动现金流	-634	-363	-189	-168	-148	PE	19.2	29.9	25.72	20.65	17.1
融资活动现金流	-120	-52	-292	-279	-239	P/S	5.3	8.3	7.3	5.9	4.8
现金净变动	-501	138	149	227	378	P/B	3.76	6.40	5.41	4.53	3.75
期初现金余额	609	149	248	396	623	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	1.2%
期末现金余额	107	288	396	623	1001	EV/EBITDA	14.0	22.3	19.3	15.4	12.7

目 录

1. 轮胎模具龙头，发展快速，盈利能力强.....	6
2. 轮胎行业复苏，公司有望充分受益.....	7
3. 盈利预测及估值讨论	17

图 目 录

图 1: 公司主营业务	6
图 2: 公司股权结构情况	6
图 3: 公司汽车轮胎模具业务情况	7
图 4: 公司净利润持续增长	7
图 5: 公司利润率稳定且明显高于同行	7
图 6: 公司轮胎装备产量情况	7
图 7: 模具制造投资持续走高	8
图 8: 我国模具营收持续增长	8
图 9: 汽车固定资产投资持续走高	9
图 10: 汽车研发费用占比近几年持续提升	9
图 11: 汽车产量较快增长	10
图 12: 我国汽车保有量增长较快	10
图 13: 我国汽车轮胎产量稳步增长(单位: 亿条)	10
图 14: 我国轮胎模具需求预测: 稳定增长	11
图 15: 全球轮胎模具需求预测	11
图 16: 汽车部件模具标的营收走势基本滞后汽车产量一年	11
图 17: 汽车部件模具营收走势基本滞后轮胎业利润总额一年	11
图 18: 轮胎外胎新增产能较多	13
图 19: 去年新上市公司募投项目情况	13
图 20: 轮胎行业开工率相比 2015 年上升较明显	13
图 21: 公司客户优质丰富	15
图 22: 公司研发占比高于同行	15
图 23: 2016 年公司在建工程大增	15
图 24: 公司固定资产情况	15
图 25: 重卡 2016 年强势复苏	16
图 26: 挖掘机产量增长快速	16
图 27: 公司燃气轮机零部件业务快速增长	17
图 28: 公司铸造业务快速增长	17

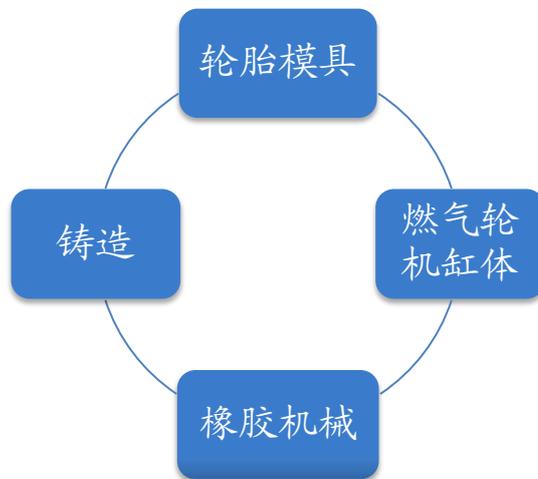
表 目 录

表 1: 全球前十大轮胎公司均在我国建厂	8
表 2: 国内轮胎企业在外建厂情况	12
表 3: 2016 年主要轮胎上市公司业绩有不同程度的改善	14
表 4: 公司分业务盈利预测情况	18

1. 轮胎模具龙头，发展快速，盈利能力强

豪迈始创于 1995 年，主营轮胎模具、橡胶机械、燃气轮机及铸造业务。受益于汽车产业的快速发展，二十年来，公司以年均复合增长率 50% 的速度快速发展。经过多年积累与发展，公司已成为世界轮胎模具研发与生产基地，与全球前 75 名轮胎生产商中 62 家建立了业务关系，是世界轮胎三强米其林、普利司通和固特异的优质供应商，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%。

图 1：公司主营业务



数据来源：公司官网，渤海证券研究所

股权结构方面，截止最新 2016 年三季报，大股东及实际控制人张恭运先生持有公司 29.92% 的股份；另外，二股东（监事会主席）柳胜军持有公司 13.48% 的股份。

图 2：公司股权结构情况



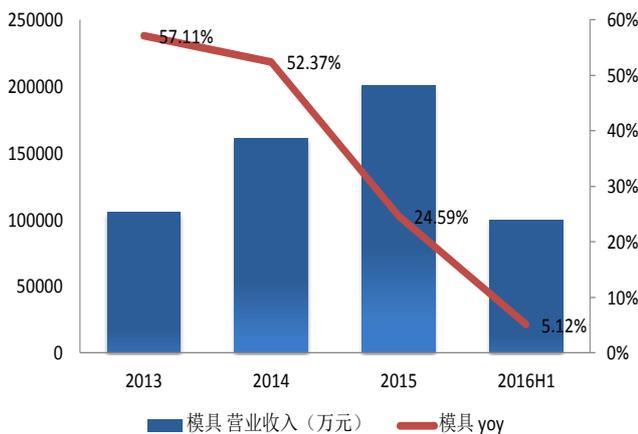
数据来源：公司公告，渤海证券研究所

经营情况

公司 2013-15 年轮胎模具主业在产能陆续释放+主要轮胎客户需求复苏的推动下，实现收入与净利润快速增长。

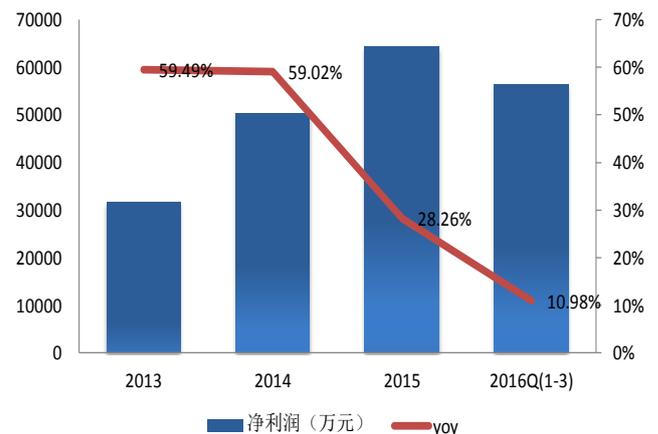
由于公司自主掌握了轮胎模具电火花加工工艺等核心工艺，成本控制能力较强，使得公司利润率明显高于同行，盈利能力强。

图 3: 公司汽车轮胎模具业务情况



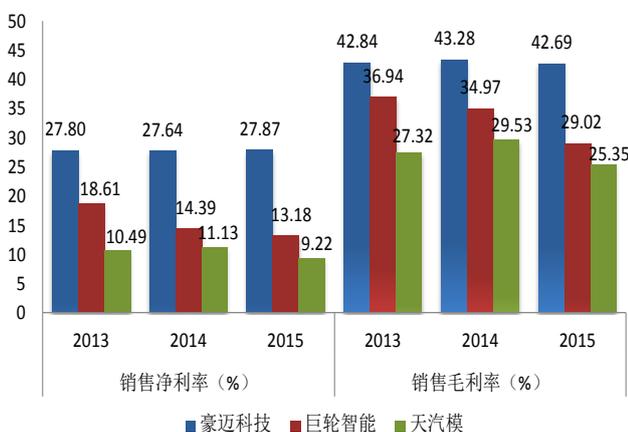
数据来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 4: 公司净利润持续增长



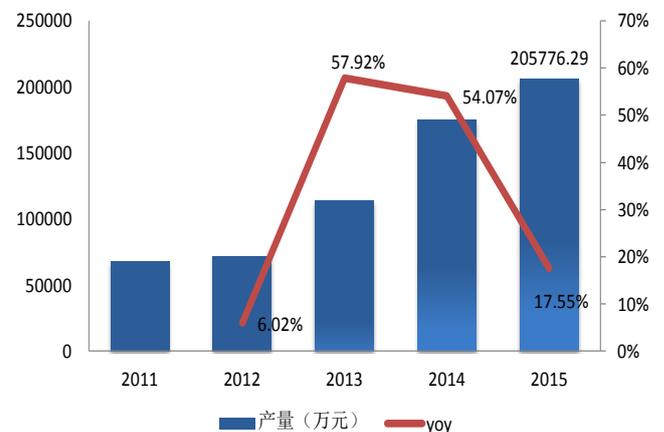
数据来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 5: 公司利润率稳定且明显高于同行



数据来源: wind 资讯, 渤海证券研究所

图 6: 公司轮胎装备产量情况



数据来源: wind 资讯, 渤海证券研究所

2. 轮胎模具行业有望复苏，公司将充分受益

行业层面

世界轮胎行业的重心在向以我国为代表的亚洲市场转移，包括世界轮胎企业前十名在内的国际轮胎制造商均已在我国投资设厂，中国正在成为世界轮胎制造基

地。包括轮胎模具在内的模具制造产业标准化程度较低，走小批量定制化模式，属于劳动密集型产业，从人工成本来看，中国等亚洲发展中国家相比欧美拥有比较优势，因此，模具产业正逐步向东南亚等国家转移。数据显示，我国模具制造产业营收 2011-14 年复合增速 14.69%，模具制造业固定资产投资完成额复合增速达到 23%，在国内汽车产销增速明显走低的背景下显示出良好的发展态势，在一定程度上印证了模具产业向我国转移的趋势。

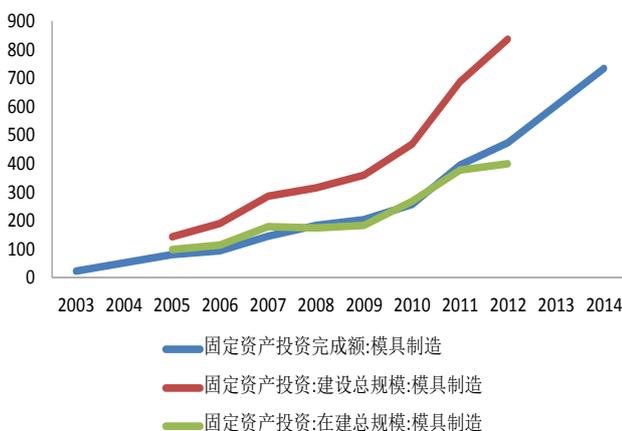
综上，从产业转移的角度，我们认为，随着我国模具加工技术水平的不断提升和国际轮胎公司模具采购国际化程度的提高，预计各大国际轮胎企业在中国采购轮胎模具的比重将不断增加。

表 1: 全球前十大轮胎公司均在我国建厂

轮胎企业	2015 年销售额 (亿美元)	国内工厂
普利司通	240.45	沈阳、天津、无锡、惠州
米其林	221.30	沈阳、上海、安徽无为县
固特异	148.00	大连
大陆轮胎	107.80	合肥
倍耐力	69.34	兖州
住友橡胶工业	60.51	常熟
韩泰轮胎	53.20	重庆、嘉兴、淮安
优科豪马	41.53	苏州、杭州、山东
正新橡胶	38.47	厦门、昆山、重庆、天津
中策橡胶	33.95	杭州、安吉

数据来源: 搜狐网 (美国《轮胎商业》), 渤海证券研究所

图 7: 模具制造投资持续走高



数据来源: wind 资讯, 渤海证券研究所

图 8: 我国模具营收持续增长

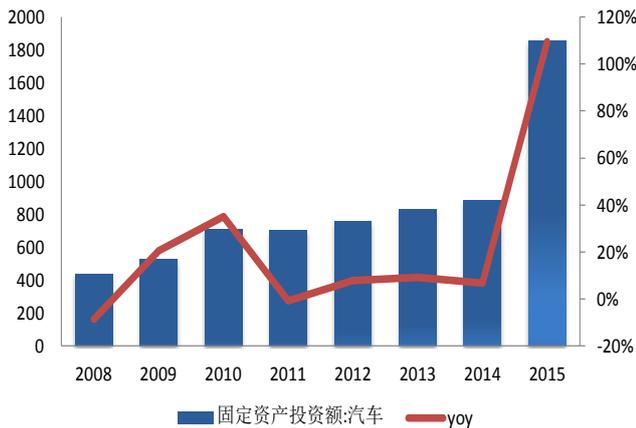


数据来源: wind 资讯, 渤海证券研究所

从汽车行业竞争态势来看，随着汽车企业竞争的加剧，企业更多地依靠新车型上市来争取市场份额，经常同时开发多款新车型。新车投放、旧车改型步伐不断加

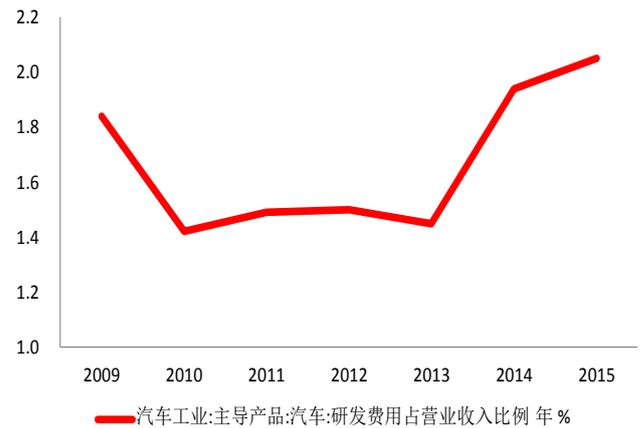
快，周期越来越短，其中全新车型开发周期已由原来的 4 年左右缩短到 1~3 年，旧车改型周期已由原来的 6~24 个月缩短到 4~15 个月，这些可从汽车行业投资以及车企研发费用占比近几年持续提升中可见一斑。因此，汽车配套轮胎规格型号也不断增加，花纹更新日趋频繁。汽车轮胎型号和花纹被动或主动的更新，使得轮胎模具往往在使用寿命到来之前就被更换，从而拉动了轮胎模具的需求。

图 9: 汽车固定资产投资持续走高



数据来源: wind 资讯, 渤海证券研究所

图 10: 汽车研发费用占比近几年持续提升



数据来源: wind 资讯, 渤海证券研究所

首先，根据数据测算，我国 2016 年汽车千人保有量为 140 辆/千人，刚刚达到世界平均水平，仍然明显低于欧美日等主要发达国家水平。我们认为，随着东部产业升级，中部崛起及西部开发战略的持续深入推进，我国汽车市场仍具备不错的增长空间，需求来自：东部主流一二线城市换购增购需求，中西部首次购车需求释放。从汽车保有量连续多年保持较快增长可以印证。

其次，国内汽车保有量 2016 年达 1.94 亿辆，最新的 2014 年全球汽车保有量为 10.14 亿辆。我们认为，庞大的汽车保有量为汽车轮胎更新需求提供了有力支撑。目前更新胎约占轮胎产销的 3/4，因此，更新胎的较快增长将带动轮胎模具需求较快增长。

综上所述，新车产销稳定增长+越来越庞大的汽车保有量将成为我国轮胎模具产业保持较快增长的有力支撑。

图 11: 汽车产量较快增长



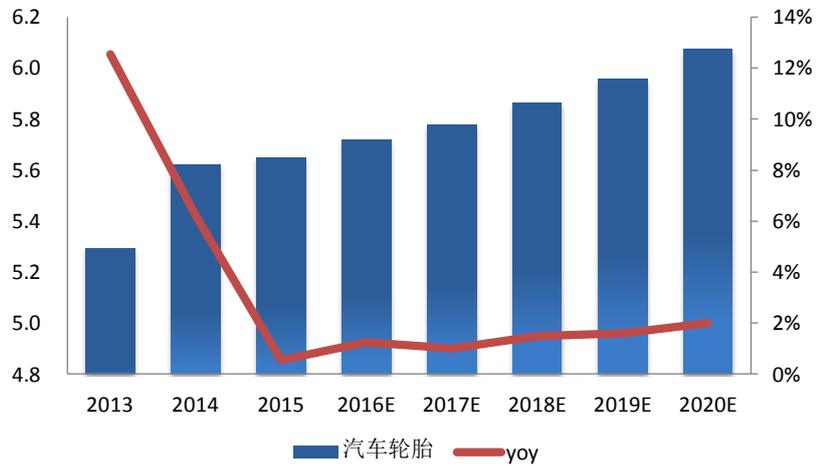
数据来源: wind 资讯, 渤海证券研究所

图 12: 我国汽车保有量增长较快



数据来源: wind 资讯, 渤海证券研究所

图 13: 我国汽车轮胎产量稳步增长 (单位: 亿条)

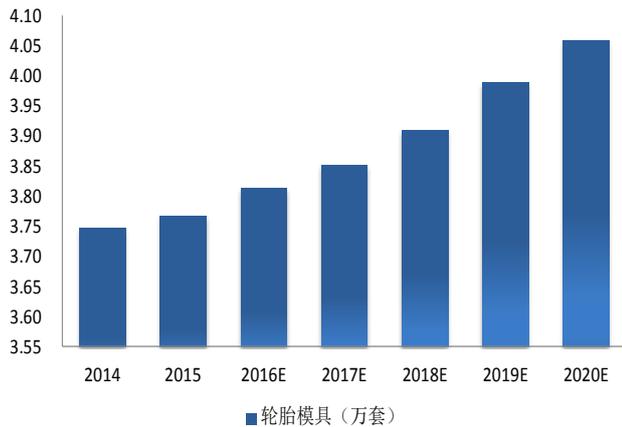


数据来源: 轮胎工业生产现状与未来发展, 渤海证券研究所

轮胎模具市场规模预测

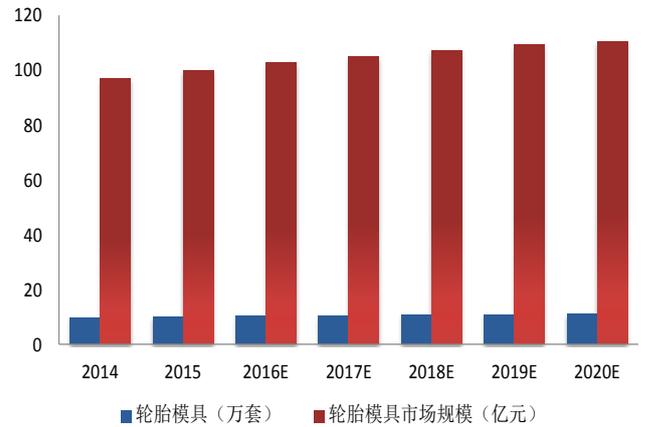
按照行业经验规律, 一套模具可以生产出 1.3-2 万条轮胎。根据全球以及国内经济情况, 预计汽车与轮胎产销将保持低速稳健增长。据此, 我们假设一套模具生产 1.5 万条轮胎, 模具均价为 10 万元, 则预计到 2020 年国内轮胎模具需求达到 4.06 万套, 对应市场规模超 40 亿元, 全球轮胎模具需求达到 11.05 万套, 对应市场规模 111 亿元, 2015-2020 年复合增速分别为 1.51/2.05%, 保持稳健增长态势。

图 14: 我国轮胎模具需求预测: 稳定增长



数据来源: 渤海证券研究所

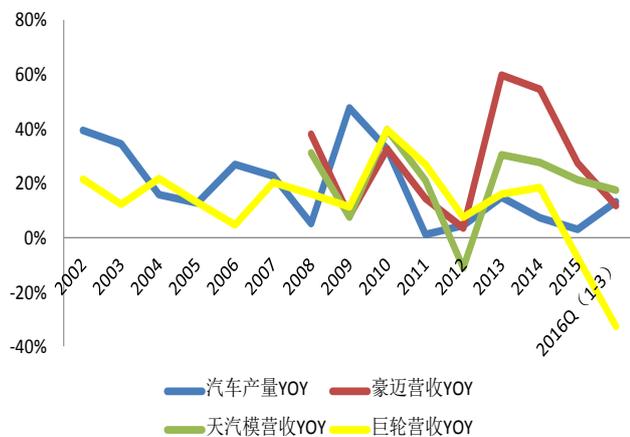
图 15: 全球轮胎模具需求预测



数据来源: wind 资讯, 渤海证券研究所

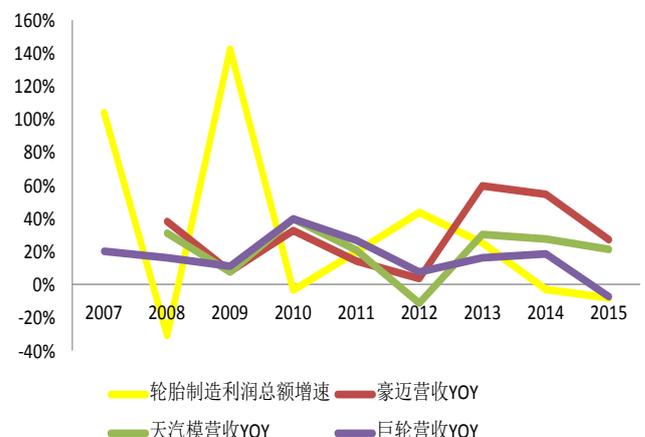
从模具行业周期看, 根据数据模拟发现, 其营收走势基本滞后汽车产销及轮胎制造业利润总额一年。我们认为, 主要是, 一方面, 汽车产销好转带动汽车轮胎销量好转, 轮胎企业开工率或产能利用率提升, 天胶等原材料补库存, 轮胎企业经营开始好转, 经营性现金流改善, 从而推动轮胎企业加大资本开支进行扩产, 最终提升对轮胎模具的需求 (轮胎模具生产周期: 半钢胎 50-60 天, 全钢胎及巨胎 4-5 个月); 另一方面, 汽车产销低迷时, 配套轮胎需求减少, 自主半钢胎零售端需求弹性较低 (因竞争力较差)。因此, 国内轮胎制造业产能利用率下降, 盈利下滑, 导致扩产意愿下降, 甚至出现轮胎企业倒闭以致产能逐步出清, 从而减少对轮胎模具的需求。因此, 我们推断, 国内外胎企盈利情况与产能周期+模具订单完成周期共同作用导致轮胎模具反应滞后。因此, 2016 年汽车行业较高的景气度 (产销增速分别达到 14.47/13.58%) 使今年轮胎模具行业有望出现复苏, 优势企业有望充分受益。

图 16: 汽车部件模具标的营收走势基本滞后汽车产量一年



数据来源: wind 资讯, 渤海证券研究所

图 17: 汽车部件模具营收走势基本滞后轮胎业利润总额一年



数据来源: wind 资讯, 渤海证券研究所

目前情况

首先，为了应对欧美等主要国家因“双反”对出口带来的负面影响，国内轮胎企业，一方面积极在东南亚天胶主产区建立生产基地，不仅可以规避美国针对我国轮胎的“双反”影响，也能够缩短天胶原料的供应半径，降低运输费用，提升企业经营业绩与抗政策风险能力，如玲珑、赛轮金宇等；另一方面，国内轮胎企业积极开拓非“双反”国家市场，从而尽可能降低美国等国家“双反”对我国轮胎出口带来的影响。因此，随着国内胎企海外扩张建厂并叠加去年玲珑、三角与通用 IPO 融资投建产能（还有国内轮胎企业因环保加严而技改升级），短期产能扩厂较为集中。

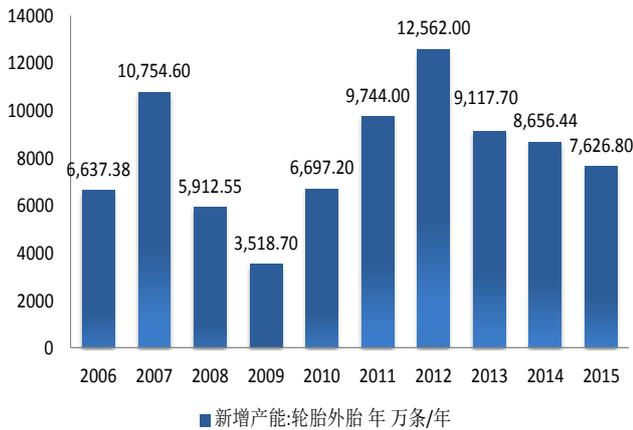
其次，去年轮胎企业经营整体好转，轮胎行业开工率上升较为明显，主流轮胎企业经营均出现了不同程度的改善（风神、三角与 S 佳通改善相对不明显）。根据上述滞后周期规律，加上近两年轮胎企业产能集中释放，我们预计，今年轮胎模具行业订单将增加，经营局面有望好转。

表 2：国内轮胎企业在外建厂情况

投产时间	企业	所在国家	产品名称	年产量（万条）	投资额（亿美元）
2013 年	赛轮金宇	越南胡志明市福东工业园	半钢子午胎	780	2.60
			工程子午胎	1.5	
2015 年	玲珑	泰国春武里府	半钢子午胎	1200	6.89
			全钢子午胎	120	
2015 年	中策	泰国罗勇府	半钢子午胎	700	10 亿 RMB
			全钢子午线轮胎	200	
2015 年	森麒麟	泰国立盛工业园	半钢子午胎	1200	4
2017（建设）		美国佐治亚州 LaGrange	半钢胎/航空胎	1200/8	5.3
2016 年底	奥戈瑞	印尼雅加达	半钢子午胎	800	2.7
			全钢子午胎	200	
2016 年 7 月（建设）	华谊集团（原为双钱股份）	泰国罗勇府	全钢子午胎	150	双方投资 3 亿美元
			工程机械子午胎	5	
	青岛双星	哈萨克斯坦	全钢子午胎	60	0.3025
			工程斜交胎	1.5	

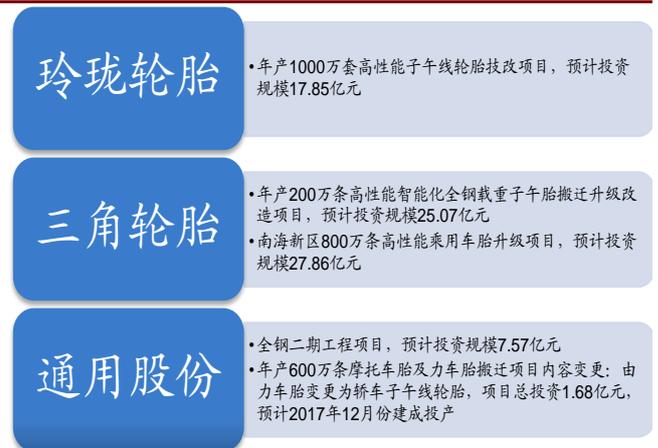
数据来源：我国轮胎工业形势分析与展望，搜狐网，中国橡胶网，渤海证券研究所

图 18: 轮胎外胎新增产能较多



数据来源: wind 资讯, 渤海证券研究所

图 19: 去年新上市公司募投项目情况



数据来源: wind 资讯, 渤海证券研究所

图 20: 轮胎行业开工率相比 2015 年上升较明显



数据来源: wind 资讯, 渤海证券研究所

表 3: 2016 年主要轮胎上市公司业绩有不同程度的改善

证券代码	证券简称	营收 (亿元)				净利润 (亿元)				
		2013	2014	2015	2016Q(1-9)	2013	2014	2015	2016Q(1-9)	2016E
600469.SH	风神股份	85.38	81.67	63.58	43.01	3.13	3.32	2.47	1.81	
yoy			-4.35%	-22.15%	-12.44%		5.99%	-25.49%	-11.35%	
000599.SZ	青岛双星	52.72	39.78	29.94	36.79	0.28	0.58	0.59		净利润约
yoy			-24.54%	-24.74%	70.29%		110.30%	1.77%	112.86%	0.82
										9189.71~11027.65 万元,增长 50%~80%
601163.SH	三角轮胎	100.63	91.65	71.87	49.51	9.03	10.13	8.05	5.67	
yoy			-8.92%	-21.58%	-9.64%		12.19%	-20.53%	-0.38%	
601966.SH	玲珑轮胎	115.48	102.78	87.34	74.17	9.80	8.34	6.77		净利润较 2015 年度 无大幅波动
yoy			-11.00%	-15.03%	15.54%		-14.89%	-18.79%	272.32%	7.76
601500.SH	通用股份	37.17	35.02	32.15	23.94	2.20	2.03	1.60	1.32	
yoy			-5.79%	-8.20%	3.47%		-8.02%	-21.06%	3.86%	
601058.SH	赛轮金宇	80.22	111.28	97.69	80.50	2.34	3.44	1.97		净利润增长 85%~105%
yoy			38.72%	-12.21%	11.92%		46.88%	-42.66%	92.75%	3.16
600182.SH	S 佳通	46.50	39.88	31.70	21.77	5.58	4.18	4.05	2.44	
yoy			-14.23%	-20.52%	-12.33%		-25.12%	-3.01%	-27.65%	
000589.SZ	黔轮胎 A	64.78	55.63	47.33	40.73	1.74	1.67	-2.59		净利润约 1200 万元 ~2400 万元
yoy			-14.11%	-14.92%	15.25%		-4.23%	-254.81%	-91.33%	0.07

数据来源: wind 资讯, 渤海证券研究所

公司层面

公司在轮胎模具领域优势明显:

1) 客户丰富优质 (前述内容); 2) 技术优势明显。公司掌握着最先进最成熟的轮胎模具电火花加工工艺, 能够加工钢质和铝质的轮胎模具花纹。同时, 还掌握着雕刻工艺和精密铸造工艺, 是世界同行少有的熟练掌握三大加工工艺的公司。

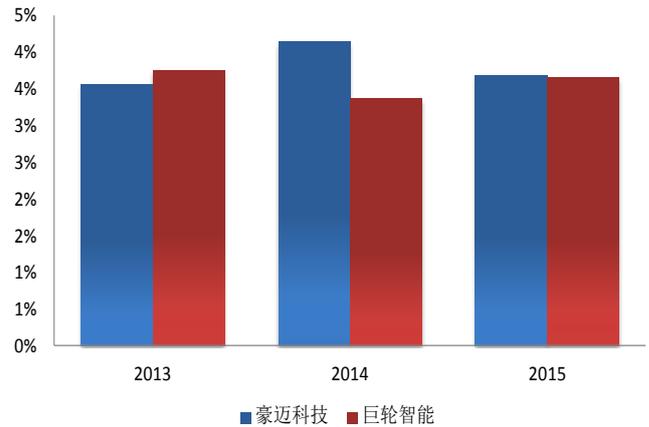
3) 注重创新与研发。公司积极倡导创新变革, 鼓励创新, 宽容失败。公司注重产学研相结合, 同多家知名高校专家学者建立了密切的合作关系, 同时, 设有子午线轮胎模具国家地方联合工程实验室、山东省子午线轮胎模具工程技术研究中心、山东省重点企业技术中心。公司发明的以电加工为核心的轮胎模具制造体系, 打破了国外长期垄断高端轮胎模具制造技术的历史, 使我国轮胎模具逆转进口为出口, 并占国内同类产品出口额的 80%。

图 21: 公司客户优质丰富



数据来源: 公司官网, 渤海证券研究所

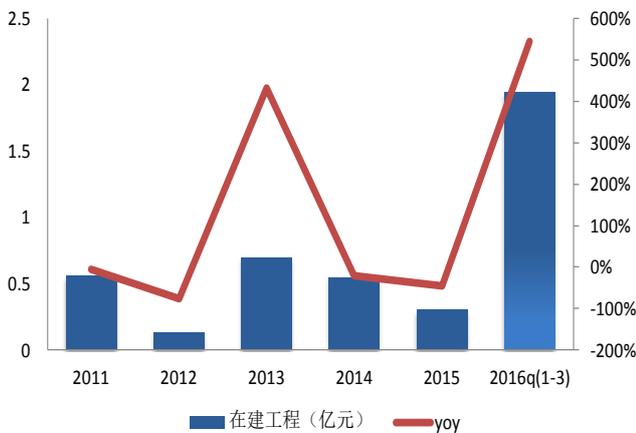
图 22: 公司研发占比高于同行



数据来源: wind 资讯, 渤海证券研究所

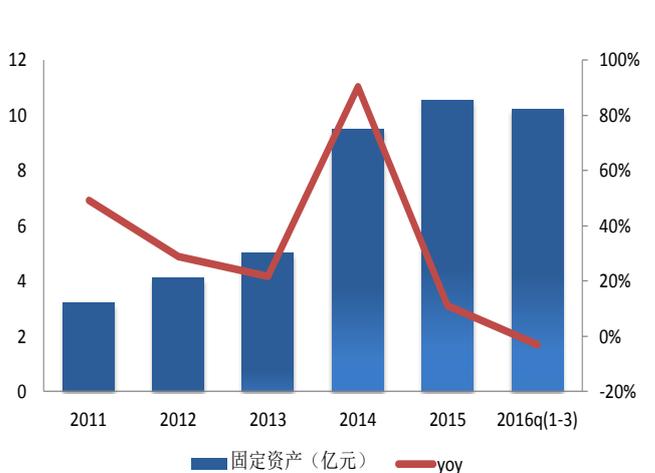
2016 年三季度在建工程达到 1.94 亿元, 相比 15 年底大幅增长, 从 2016 年半年报附注来看, 主要是在安装设备、产业园 C 区/D 区以及豪迈泰国工厂项目增加多, 反映公司在扩产。根据周期规律, 我们预计今年公司新产能有望陆续释放, 从而有助于满足客户订单需求。

图 23: 2016 年公司在建工程大增



数据来源: wind 资讯, 渤海证券研究所

图 24: 公司固定资产情况



数据来源: wind 资讯, 渤海证券研究所

综合分析, 根据滞后周期规律, 我们认为, 公司有望充分受益于轮胎模具行业的复苏, 在出口上充分受益于国内胎企海外建厂扩产潮。考虑到公司产能准备较为充足, 我们预计, 公司轮胎模具主业有望实现较为快速的增长。

另外, 去年下半年重卡与工程机械受益于去年治超新政加严、房地产复苏及上游原材料补库存而实现产销快速增长 (叠加重型柴油机国五排放标准于 7 月 1 日正式实施, 预计快速增长趋势有望延续到今年上半年), 从而也带动了公司全钢胎模具的配套需求。我们预计, 公司去年四季度全钢胎模具订单增长明显。考虑订单

完成周期约在 4-5 个月，因此，今年上半年公司全钢胎模具收入有望实现快速增长。

图 25: 重卡 2016 年强势复苏



数据来源: wind 资讯, 渤海证券研究所

图 26: 挖掘机产量增长快速



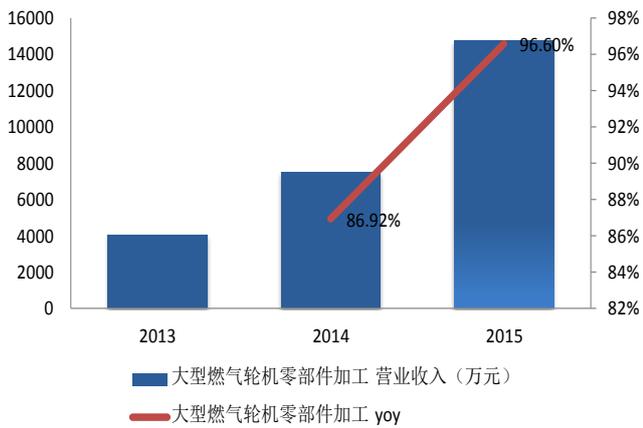
数据来源: wind 资讯, 渤海证券研究所

其他业务快速增长, 有望成为公司未来增长新亮点

首先, 公司燃气轮机零部件加工业务快速增长, 2015 年收入达到 1.48 亿元, 同比接近翻倍增长。公司燃气轮机零部件主要是制造燃气轮机内的缸体、环类零件等, 前期主要供货 GE, 近年开始与三菱、西门子接触合作供货。除了燃气轮机零部件外, 公司现在也在生产蒸汽轮机、发电机零部件等, 未来发展空间大。根据产能规划, 我们预计今年公司新产能投放将带动燃气轮机零部件业务继续快速增长。

其次, 公司铸造业务快速增长, 2015 年收入达到 1.19 亿元, 同比增长 58%。根据产能与客户情况, 我们预计未来仍有望保持快速增长。

图 27: 公司燃气轮机零部件业务快速增长



数据来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 28: 公司铸造业务快速增长



数据来源: 公司公告, 渤海证券研究所

3. 盈利预测及估值讨论

假设条件

1. 轮胎模具业务较快增长;
2. 燃气轮机零部件与铸造业务保持快速增长;
3. 期间费用控制良好。

表 4: 公司分业务盈利预测情况

业务	项目	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
模具	营业收入 (万元)	105700.10	161060.39	200672.50	220739.75	264887.70	312567.49
	yoy		52.37%	24.59%	10.00%	20.00%	18.00%
	营业成本 (万元)	59787.23	90064.08	114397.66	124717.96	148337.11	176600.63
	毛利率	43.44%	44.08%	42.99%	43.50%	44.00%	43.50%
其他	营业收入 (万元)	6877.58	18405.53	28659.83	43500.00	63000.00	88200.00
	yoy		167.62%	55.71%	51.78%	44.83%	40.00%
	营业成本 (万元)	4512.60	11605.08	16907.25	24795.00	35280.00	49392.00
	毛利率	34.39%	36.95%	41.01%	43.00%	44.00%	44.00%
主业合计	营业收入 (万元)	112577.67	179465.92	229332.34	264239.75	327887.70	400767.49
	yoy		59.42%	27.79%	15.22%	24.09%	22.23%
	营业成本 (万元)	64299.83	101669.16	131304.90	149512.96	183617.11	225992.63
	毛利率	42.88%	43.35%	42.74%	43.00%	44.00%	44.00%
合计	其他业务收入 (万元)	892.87	1998.70	1558.96			
	其他业务成本 (万元)	562.40	1260.79	1027.59			
合计	营业收入 (万元)	113470.54	181464.62	230891.29	264239.75	327887.70	400767.49
	yoy		59.92%	27.24%	14.44%	24.09%	22.23%
	营业成本 (万元)	64862.22	102929.95	132332.49	149512.96	183617.11	225992.63
	毛利率	42.84%	43.28%	42.69%	43.42%	44.00%	43.61%

数据来源: 公司公告, 渤海证券研究所

综上所述, 我们预计 2016-18 年公司实现营业收入 26.42/32.79/40.08 亿元, 同比增长 14.44/24.09/22.23%, 实现归母净利润 7.49/9.33/11.29 亿元, 同比增长 16.24/24.55/21.05%, 对应 EPS 分别为 0.94/1.17/1.41 元/股, 对应 2017 年动态 PE 为 21 倍。考虑到公司全球轮胎模具龙头地位, 盈利能力强, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 轮胎及模具行业景气度低于预期; 原材料价格上涨超预期; 成本费用增长超预期; 产能投放低于预期。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

副所长 (金融行业研究&研究所主持工作)

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长

谢富华
+86 22 2845 1985

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
张冬明
+86 22 2845 1857

计算机行业研究小组

王洪磊
+86 22 2845 1975
朱晟君
+86 22 2386 1673

环保行业研究小组

林徐明
+86 10 6878 4238
刘蕾
+86 10 6878 4250

电力设备与新能源行业研究

伊晓奕
+86 22 2845 1632

医药行业研究小组

任宪功 (部门经理)
+86 10 6878 4237
王斌
+86 22 2386 1355
赵波
+86 10 6878 4256

通信&电子行业研究小组

徐勇
+86 10 6878 4235
高峰
+86 10 6878 4251
宋敬祎
杨青海
+86 10 6878 4239

家用电器行业研究

安伟娜
+86 22 2845 1131

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2386 1319

机械行业研究

李骥
+86 10 6878 4263

新材料行业研究

张敬华
+86 10 6878 4257

食品饮料、交通运输行业研究

齐艳莉
+86 22 2845 1625

休闲服务行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

证券行业研究

任宪功 (部门经理)
+86 10 6878 4237
洪程程
+86 10 6878 4260

金融工程研究&部门经理

崔健
+86 22 2845 1618

权益类量化研究

潘炳红
+86 22 2845 1684
李莘泰

衍生品类研究

祝涛
+86 22 2845 1653
李元玮

CTA策略研究

郝惊
+86 22 2386 1600

基金研究

刘洋
+86 22 2386 1563

债券研究

王琛皞
+86 22 2845 1802

流动性、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
杜乃璇
+86 22 2845 1945

博士后工作站

冯振 债券·经纪业务创新发展研究
+86 22 2845 1605
朱林宁 量化·套期保值模型研究

综合质控&部门经理

郭靖
+86 22 2845 1879

机构销售·投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995

行政综合

白骐玮
+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn