



资本货物/工业

豪迈科技 (002595)

风电需求强劲，竞争优势延伸新领域

——豪迈科技深度报告

	李煜 (分析师)	黄琨 (分析师)
	010-59312774	021-38674935
	liyu015772@gtjas.com	huangkun010844@gtjas.com
证书编号	S0880517100001	S0880513080005

本报告导读:

风电平价来临，风电铸件行业供不应求。公司竞争优势延伸，从模具到风电铸件，新业务高速增长。

投资要点:

结论: 风电平价来临，新增装机快速增长；风电铸件行业供不应求，有望量价齐升。公司竞争优势延伸，未来产能有望进一步提升，受益风电需求扩张。维持判断 2019-21 年 EPS 分别为 1.13、1.29、1.45 元，维持目标价 25.8 元，增持。

风电平价来临，风电铸件行业供不应求。 ① 风电平价来临，新增装机容量有望快速增长。建设成本下降，推进风电补贴退坡，平价上网。GWEC 预计未来两年，全球风电新增装机有望提升至 65GW 以上；2019 年全球新增装机将同比增长 27%。② 风电铸件需求取决于新增装机，年均市场规模百亿元。风电铸件行业将呈现供不应求，有望迎来量价齐升。③ 全球风电铸件产能集中在国内，竞争格局边际改善。

竞争优势的延伸，从模具到风电铸件，新业务高速增长。 ① 公司竞争优势延伸，从模具到燃机，再到风电铸件。轮胎模具业务一枝独秀，盈利能力显著超越同行。公司铸造加工一体化，通过燃机零部件加工的客户积累，进一步获得 GE、西门子等风电铸造订单，主要生产轮毂、底座等产品。② 风电铸件竞争格局边际改善，公司目前市占率约 5%，产能有望进一步提升，分享风电需求扩张。③ 未来成本上涨边际影响有限，毛利率有望企稳回升。相对模具，公司铸造、大型零部件加工业务对原材料成本更为敏感，盈利有望修复。

催化剂: 获得全球大客户订单。

核心风险: 原材料价格波动风险，汇率波动风险。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,995	3,724	4,335	4,871	5,358
(+/-)%	15%	24%	16%	12%	10%
经营利润 (EBIT)	811	889	1,050	1,189	1,329
(+/-)%	1%	10%	18%	13%	12%
净利润 (归母)	676	739	903	1,036	1,160
(+/-)%	-6%	9%	22%	15%	12%
每股净收益 (元)	0.84	0.92	1.13	1.29	1.45
每股股利 (元)	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	27.1%	23.9%	24.2%	24.4%	24.8%
净资产收益率 (%)	17.3%	17.0%	17.2%	16.5%	15.6%
投入资本回报率 (%)	18.1%	16.9%	19.2%	20.9%	22.8%
EV/EBITDA	15.94	12.21	12.47	10.53	8.84
市盈率	22.80	17.32	17.81	15.52	13.87
股息率 (%)	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **25.80**

上次预测: 25.80

当前价格: 20.99

2019.04.07

交易数据

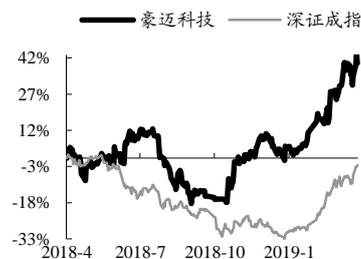
52 周内股价区间 (元)	12.05-22.25
总市值 (百万元)	16,792
总股本/流通 A 股 (百万股)	800/527
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	66%
日均成交量 (百万股)	1.95
日均成交值 (百万元)	36.78

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,343
每股净资产	5.43
市净率	3.9
净负债率	4.20%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.14	0.16
Q2	0.30	0.36
Q3	0.28	0.34
Q4	0.20	0.26
全年	0.92	1.13

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	7%	30%	36%
相对指数	-4%	-13%	38%

相关报告

- 《年报业绩符合预期，风电需求好于预期》
2019.03.29
- 《业绩快报符合预期，风电需求好于预期》
2019.02.27
- 《复盘轮胎模具变迁，一枝独秀，强者恒强》
2018.12.17
- 《汇兑收益改善明显，铸造业务好于预期》
2018.10.25
- 《模具市占率提升，燃机等业务低于预期》
2018.08.24

模型更新时间: 2019.04.07

股票研究

工业
资本货物

豪迈科技 (002595)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **25.80**

上次预测: 25.80

当前价格: 20.99

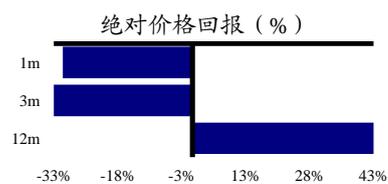
公司网址

www.haomaiteji.com

公司简介

公司是国内轮胎模具生产行业的龙头企业之一,主要从事汽车子午线轮胎模具、轮胎制造设备的生产、销售及相关技术开发。

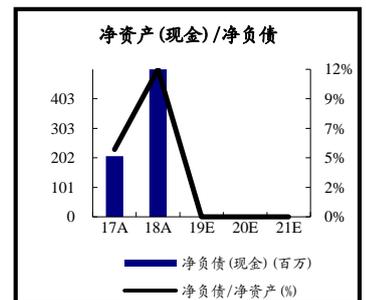
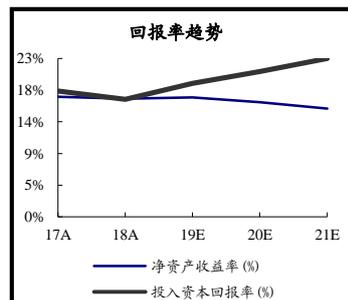
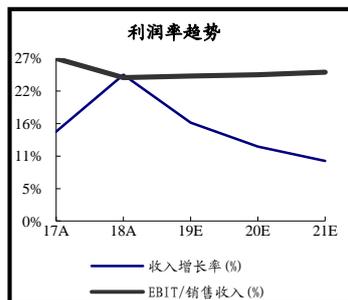
公司现已成为世界轮胎模具研发与生产基地,是世界轮胎三强米其林、普利司通和固特异的优质供应商。



52 周价格范围 12.05-22.25
市值 (百万) 16,792

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	2,995	3,724	4,335	4,871	5,358
营业成本	1,876	2,449	2,842	3,205	3,525
税金及附加	38	57	65	68	70
销售费用	50	65	74	78	80
管理费用	90	102	117	127	134
EBIT	811	889	1,050	1,189	1,329
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	21	-11	10	10	10
财务费用	47	6	12	-3	-7
营业利润	780	858	1,048	1,202	1,346
所得税	107	120	145	167	187
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	676	739	903	1,036	1,160
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	290	464	531	1,383	2,433
其他流动资产	2,266	2,425	2,576	2,888	3,179
长期投资	291	261	261	261	261
固定资产合计	1,301	1,536	1,647	1,597	1,491
无形及其他资产	456	881	874	866	859
资产合计	4,604	5,567	5,889	6,996	8,222
流动负债	665	1,168	588	660	726
非流动负债	36	53	53	53	53
股东权益	3,904	4,347	5,249	6,284	7,443
投入资本(IC)	3,856	4,530	4,718	4,901	5,010
现金流量表					
NOPLAT	700	765	905	1,024	1,145
折旧与摊销	152	175	196	207	214
流动资金增量	291	358	85	240	224
资本支出	-336	-361	-300	-150	-100
自由现金流	808	937	886	1,321	1,483
经营现金流	426	217	1,018	993	1,140
投资现金流	-414	-420	-290	-140	-90
融资现金流	92	313	-662	0	0
现金流净增加额	104	111	67	853	1,050
财务指标					
成长性					
收入增长率	14.9%	24.4%	16.4%	12.4%	10.0%
EBIT 增长率	1.3%	9.6%	18.2%	13.2%	11.8%
净利润增长率	-5.8%	9.4%	22.2%	14.7%	12.0%
利润率					
毛利率	37.4%	34.2%	34.4%	34.2%	34.2%
EBIT 率	27.1%	23.9%	24.2%	24.4%	24.8%
归母净利润率	22.6%	19.8%	20.8%	21.3%	21.6%
收益率					
净资产收益率(ROE)	17.3%	17.0%	17.2%	16.5%	15.6%
总资产收益率(ROA)	14.7%	13.3%	15.3%	14.8%	14.1%
投入资本回报率(ROIC)	18.1%	16.9%	19.2%	20.9%	22.8%
运营能力					
存货周转天数	106	99	102	101	101
应收账款周转天数	146	145	145	145	145
总资产周转天数	519	498	482	483	518
净利润现金含量	63.0%	29.4%	112.8%	95.8%	98.3%
资本支出/收入	11.2%	9.7%	6.9%	3.1%	1.9%
偿债能力					
资产负债率	15.2%	21.9%	10.9%	10.2%	9.5%
净负债率	5.3%	11.6%	0.0%	0.0%	0.0%
估值比率					
PE	22.80	17.32	17.81	15.52	13.87
PB	3.95	2.95	3.07	2.56	2.16
EV/EBITDA	15.94	12.21	12.47	10.53	8.84
P/S	5.37	4.32	3.71	3.30	3.00
股息率	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%



目 录

1. 核心投资逻辑.....	4
2. 风电平价来临，新增装机将快速增长.....	4
2.1. 补贴退坡，有望推动风电抢装周期.....	4
2.2. 弃风现象显著改善，行业步入健康通道.....	5
3. 受益全球装机快速增长，风电铸件百亿空间.....	5
3.1. 2019 年全球风电新增装机明显改善，预计 65.4GW.....	5
3.2. 海上风电新增装机稳步增长.....	6
3.3. 风电整机商集中度提升，机组平均功率上升.....	7
3.4. 风电铸件年均市场规模百亿元.....	8
4. 竞争格局、行业回顾：风电铸件行业将供不应求.....	9
4.1. 产能分布：受益风电需求扩张，铸件行业供不应求.....	9
4.2. 回顾历史：风电铸件行业收入与产业政策密切相关.....	10
4.2.1. 我国风电新增装机与产业政策密切相关.....	10
4.2.2. 风电铸件行业收入与新增装机容量波动趋同.....	11
4.3. 钢材价格下降有助提升风电铸件盈利水平.....	11
5. 竞争优势的延伸：从模具到燃机，再到风电铸件.....	12
5.1. 模具业务一枝独秀，盈利能力显著超越同行.....	12
5.2. 燃机零部件等加工，延伸至风电铸件.....	13
5.3. 成本上涨边际影响有限，毛利率有望企稳回升.....	13
6. 盈利预测与估值.....	14
7. 风险因素.....	16
7.1. 原材料价格波动风险.....	16
7.2. 汇率波动风险.....	16

1. 核心投资逻辑

结论: 风电平价来临, 新增装机快速增长; 风电铸件行业供不应求, 有望量价齐升。公司竞争优势延伸, 未来产能有望进一步提升, 受益风电需求扩张。维持判断 2019-21 年 EPS 分别为 1.13、1.29、1.45 元, 维持目标价 25.8 元, 增持。

风电平价来临, 风电铸件行业供不应求。①风电平价来临, 新增装机容量有望快速增长。建设成本下降, 推进风电补贴退坡, 平价上网。GWEC 预计未来两年, 全球风电新增装机有望提升至 65GW 以上; 2019 年全球新增装机将同比增长 27%。②风电铸件需求取决于新增装机, 年均市场规模百亿元。风电铸件行业将呈现供不应求, 有望迎来量价齐升。③全球风电铸件产能集中在国内, 竞争格局边际改善。

竞争优势的延伸, 从模具到风电铸件, 新业务高速增长。①公司竞争优势延伸, 从模具到燃机, 再到风电铸件。轮胎模具业务一枝独秀, 盈利能力显著超越同行。公司铸造加工一体化, 通过燃机零部件加工的客户积累, 进一步获得 GE、西门子等风电铸造订单, 主要生产轮毂、底座等产品。②风电铸件竞争格局边际改善, 公司目前市占率约 5%, 产能有望进一步提升, 分享风电需求扩张。③未来成本上涨边际影响有限, 毛利率有望企稳回升。相对模具, 公司铸造、大型零部件加工业务对原材料成本更为敏感, 盈利有望修复。

催化剂: 获得全球大客户订单。

核心风险: 原材料价格波动风险, 汇率波动风险。

2. 风电平价来临, 新增装机将快速增长

2.1. 补贴退坡, 有望推动风电抢装周期

风电建设成本下降, 推进补贴退坡、风电平价上网。国家能源局表示, 2017 年投产的风电、光伏电站平均建设成本比 2012 年降低了 20% 和 45%。在可再生能源消纳状况持续好转的环境下, 项目的经济性稳步提升, 为国家补贴退坡、缓解补贴资金压力创造了有利条件。

电价下调、补贴陆续退出政策的前提背景是国内国产风机制造企业对进口风机的替代, 技术进步、成本降低, 保障了风电场建设项目的收益率, 推动风电电价早日实现平价上网。长远来看, 电价下调、补贴陆续退出, 逐步实现平价上网, 行业景气度依然持续。

继 2018 年 9 月发布征求意见稿后, 2019 年 1 月, 国家发改委、能源局正式下发《关于关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》, 针对符合要求且在 2020 年前核准并开工建设的风、光平价上网试点项目推出系列政策, 2020 年前相关政策支持保持不变, 给予一定过渡窗口期。

2018年5月24日，国家能源局官网发布《关于2018年度风电建设管理有关要求的通知》，同时配发了“风电项目竞争配置指导方案（试行）”。风电项目竞争配置的出台意味着运行近10年的风电标杆上网电价政策退出，平价上网加速到来。

从2018年5月18日起，尚未印发2018年风电度建设方案的省新增集中式陆上风电项目和未确定投资主体的海上风电项目，将全部通过竞争方式配置和确定上网电价，此前已核准项目不受影响。但从2019年起，新增核准的集中式陆上风电项目和海上风电项目全部通过竞争方式配置和确定上网电价，这也带来了风电市场抢装周期。

新一轮的补贴政策即将来临，有望推动风电抢装潮。2016年底国家发改委发布陆上风电电价下调政策，2018年1月1日之后，一类至四类资源区新核准建设陆上风电标杆上网电价分别比2016-2017年电价每千瓦时降低0.03元-0.07元。新一轮风电补贴政策大概率将于近期落地，预计将会推动风电2019年到2021年抢装潮，加速风电项目建设。

2.2. 弃风现象显著改善，行业步入健康通道

2018年我国弃风限电现象得到明显缓解。根据国家能源局数据，2018年我国平均弃风率7.6%，同比下降5个百分点，弃风限电状况明显缓解，行业步入健康通道。

图 1: 弃风限电现象改善明显，行业步入健康通道



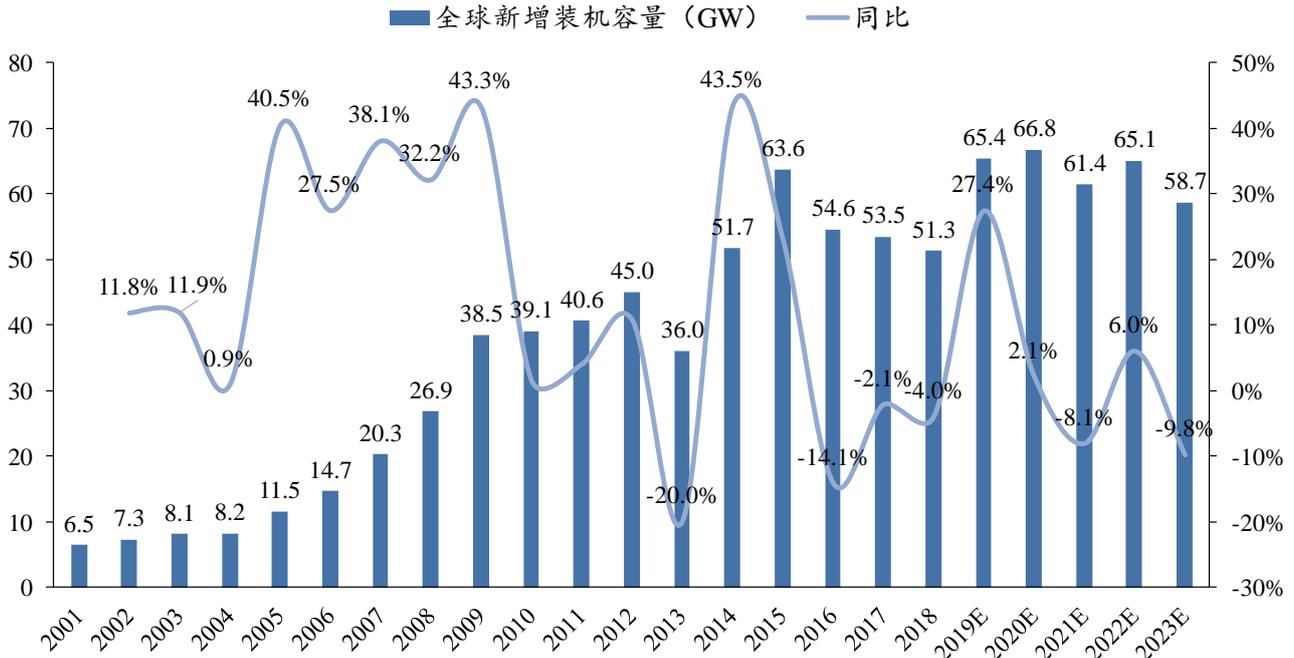
数据来源：国家能源局、国泰君安证券研究

3. 受益全球装机快速增长，风电铸件百亿空间

3.1. 2019年全球风电新增装机明显改善，预计65.4GW

全球风电新增容量预计2019-20年有较大幅度增长。2018年全球风电新增装机容量约为51.3GW，同比下降4.0%；全球累计装机容量约为592GW，同比增长9.5%。2014年以来，全球每年新增装机容量维持在50GW以上，全球风能理事会GWEC预测，2019年新增装机增速同比27.4%，将到达65.4GW。

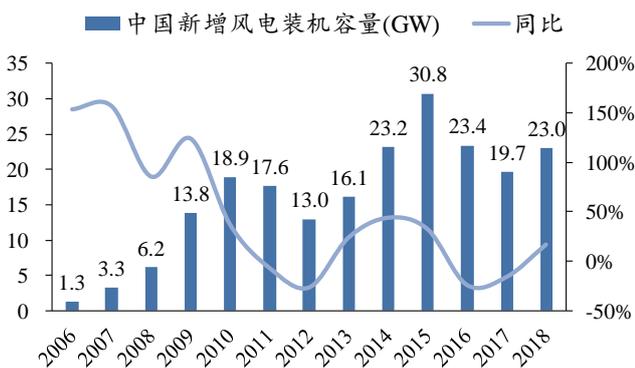
图 2: 全球新增装机容量 2019-2020 年将维持 65GW 以上



数据来源: GWEC、国泰君安证券研究

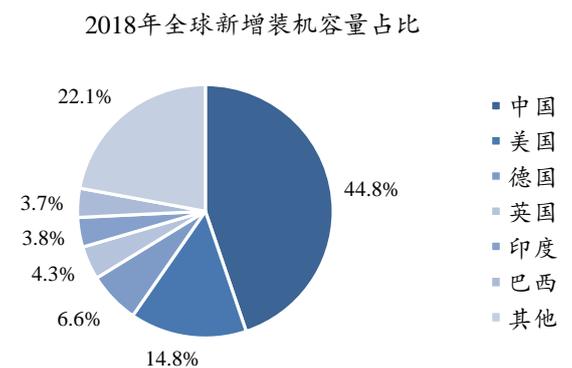
中国是全球最大风电装机国家,新增、累计装机容量居全球第一。2018年,中国新增并网风电装机 23GW,同比增长 17%;累计装机容量 211.4GW,同比增长 12%。中国是全球新增风电装机容量贡献最大的国家。2018年,中国新增装机容量全球占比约 44.8%,居于全球第一;累计装机容量全球占比约 35.7%,同样居于全球第一。

图 3: 中国新增风电装机增长迅速



数据来源: GWEC、国泰君安证券研究

图 4: 中国已经是全球新增装机贡献最大的国家

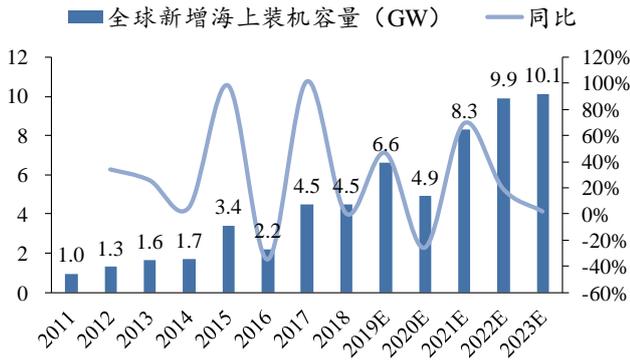


数据来源: GWEC、国泰君安证券研究

3.2. 海上风电新增装机稳步增长

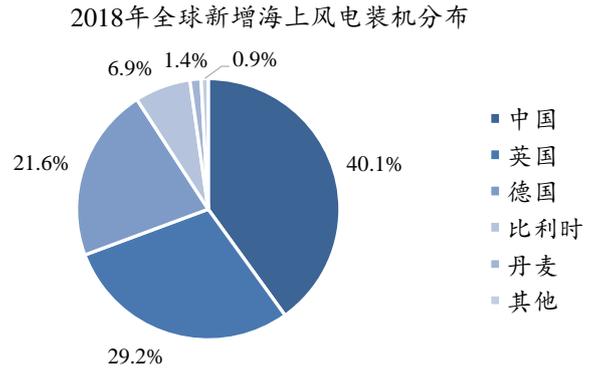
海上风电新增装机稳步提升,中国是海上风电装机增量贡献最大的国家。陆上风电新增装机量规模达到 46.8GW,同比下降 4.4%;海上风电新增装机量为 4.5GW,占比为 8.8%。其中,中国是海上风电装机增量贡献最大的国家,为 1.8GW,占比 40%居全球第一。

图 5: 全球海上风电新增装机稳步提升



数据来源: GWEC、国泰君安证券研究

图 6: 中国是海上风电装机增量贡献最大的国家



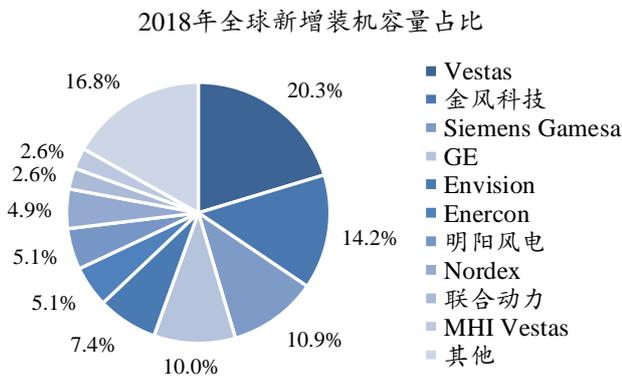
数据来源: GWEC、国泰君安证券研究

3.3. 风电整机商集中度提升, 机组平均功率上升

全球下游风电整机商集中度持续提升。根据彭博 BNEF 数据, 2018 年全球风电产业链集中度进一步提升, 前四大整机制造商 Vestas, 金风科技, GE, Siemens Gamesa 占据全球 56% 的新增风电装机, 新增装机容量分别为 10.1、7.4、5.4、5.0GW。

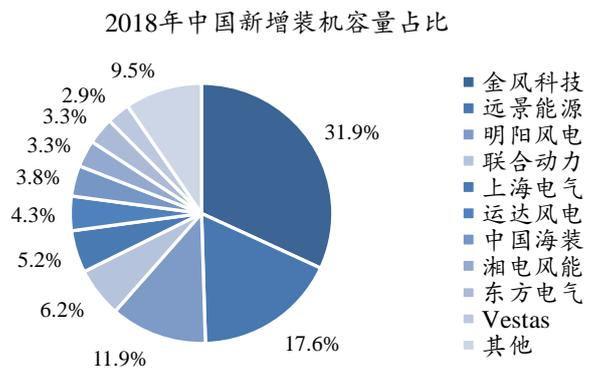
各大整机制造商的主要业务区域存在明显差异。2017 年, 金风科技 90% 的新增装机位于中国, 而 Enercon 的新增装机则几乎全部集中于欧洲。GE 的美洲业务明显强于其他地区, 而 Vestas 和 Siemens Gamesa 的路上风机销售则主要活跃于三个地区: 欧洲、中东和非洲, 及美洲和亚洲-大洋洲。

图 7: 全球下游风电整机商集中度较高



数据来源: Bloomberg、国泰君安证券研究

图 8: 我国下游风电整机商集中度较高

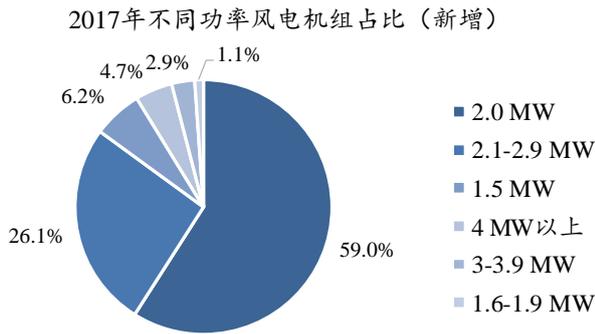


数据来源: Bloomberg、国泰君安证券研究

我国不同功率新增风电机组中, 2 MW 机组占据主流。2017 年, 我国新增风电机组中, 2MW-3MW (不包括 3MW) 的风电机组装机占比高达 85%; 与 2016 年相比, 2MW-3MW 机组所占市场份额上升 11 个百分点。

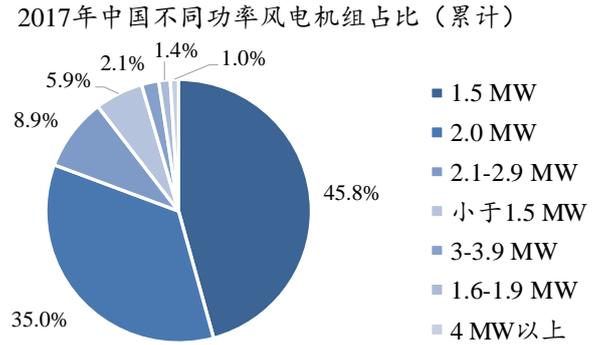
2017 年风电投标均价出现小幅下降, 2.0MW 风电机组市场投标均价维持在每千瓦 3,900-4,000 元左右; 同期 2.5MW 市场投标均价在每千瓦 4,000-4,150 元左右。

图 9: 新增风电机组中, 2 MW 机组占据主流



数据来源: 中国风能协会、国泰君安证券研究

图 10: 2 MW 风电机组占比逐步提升

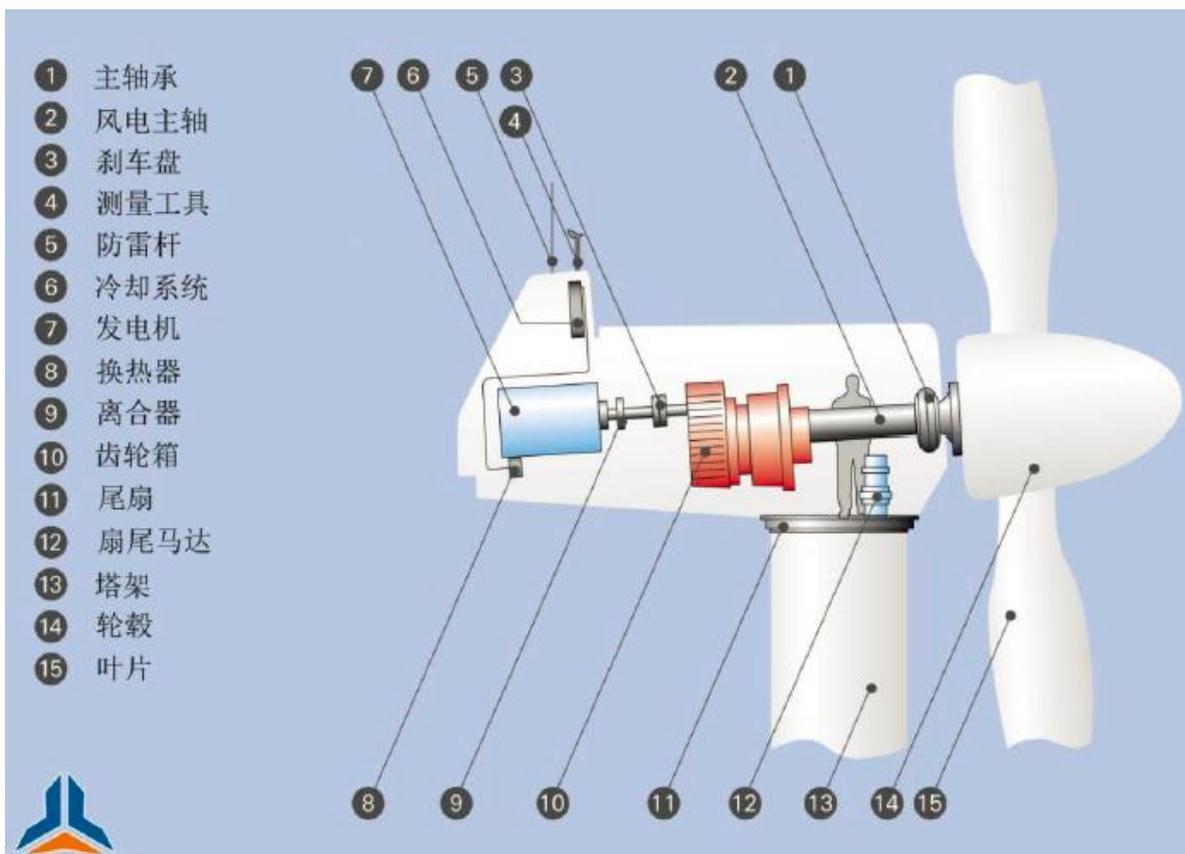


数据来源: 中国风能协会、国泰君安证券研究

3.4. 风电铸件年均市场规模百亿元

一台典型的风机设备有 800 个左右零部件, 从部件功能上分, 主要零部件有叶片、齿轮箱、发电机、偏航系统、控制系统、制动系统、轮毂、底座、塔架等; 从部件的材质上分, 主要有玻璃钢件 (如叶片)、钢结构件 (如塔架)、铸铁件 (如轮毂、底座)、锻件 (如主轴) 等。

图 11: 每 MW 风电整机大约需要 20-25 吨铸件



数据来源: 金雷风电公告

风电铸件主要包括轮毂、底座、轴及轴承座、梁、齿轮箱部件 (主要包括齿轮箱箱体、扭力臂、行星架) 等, 约占到单个风电整机成本的 8% ~ 10%。根据中国铸造协会对风电设备行业平均水平进行测算, 每 MW 风电整机大约需要 20 ~ 25 吨铸件, 其中轮毂、底座、轴、梁、轴承座等

合计约需 15~18 吨，齿轮箱部件约需 5~7 吨。

风电铸件一般需要满足 20 年不更换的高可靠性要求，因此其市场需求主要取决于风电机组新增装机容量水平。2014 年以来，全球每年新增装机容量维持在 50GW 以上，全球风能理事会 GWEC 预测，2019 年新增装机增速同比 27.4%，将到达 65.4GW。

以每 MW 风电机组需要配套 20 吨铸件为依据保守测算，假设全球每年新增装机容量为 65GW，对应风电铸件需求约为 130 万吨，考虑平均单价在 1 万元/吨，对应市场需求约为 130 亿元。

4. 竞争格局、行业回顾：风电铸件行业将供不应求

4.1. 产能分布：受益风电需求扩张，铸件行业供不应求

行业供需自 2018 年以来改善明显，2019 年铸件行业将供不应求。GWEC 预测，2019 年新增装机增速同比 27.4%，将到达 65.4GW。根据台湾永冠集团公告，2019 年出货有机会达历史新高，2019 年中国供需状况将转为供不应求，风电订单已使产能全满，预期出货 7 万吨以上。永冠预估 2019 年出货目标约 17~17.5 万吨，为历史新高。

根据我们的对国内主要风电铸件厂商的产能和客户梳理，日月股份、吉鑫科技风电铸件产能分布分别为 15、16 万吨，豪迈科技风电铸件产能 5 万吨，预计 2019 年将新增 4 万吨产能。假设全球产能约为 110 万吨，日月股份、豪迈科技对应市占率分别为 13.6%、4.5%。

(1) 日月股份：目前铸件产能 25 万吨，其中风电铸件产能约为 15 万吨。预计 2020 年新增 10 万吨产能，以满足海上风电需求。

客户主要为 Vestas、GE、Gamesa、金风科技、南高齿等。

(2) 吉鑫科技：风电铸件产能约为 16 万吨。

客户主要为 GE(2017 年收入占比 45%)、恩德-安能信、金风科技(11%)、远景(6.3%)、Vestas、运达(10.3%)等。

(3) 永冠集团：台湾上市公司，95%铸件产能在中国大陆。铸件产能约为 17.5 万吨，其中，风电铸件产能约为 7 万吨。

客户为 Siemens、GE、Nordex、GAMESA。

(4) 豪迈科技：2018 年新增风电铸件产能 5 万吨，预计 2019 年将新增 4 万吨风电产能。

客户为 GE、三菱、东芝、Siemens、GAMESA。

(5) 佳力科技：风电铸件产能约为 5 万吨。

客户为金风科技、上海电气、联合动力、湘电风能、华创风能。

(6) 华东风能：风电铸件产能约为 8 万吨。

客户为湘电集团、上海电气、常州新誉、广东明阳、保定天威、江苏天地、苏州特谱等。

(7) 龙马重工：设计铸件产能为 20 万吨，其中，官网披露风电铸件产能约为 5 万吨。

客户为金风科技、远景能源、上海电气、明阳风电、国电联合动力、湘电风能、华创风能、长风新能源、重齿等。

表 1: 日月股份、豪迈科技等预计扩张风电铸件产能

	产品	客户	备注
日月股份	风电铸件、塑料机械铸件和柴油机铸件、加工中心铸件等其他铸件	Vestas、GE、GAMESA、金风科技、南高齿	风电铸件收入占比约 59%，目前产能 25 万吨，其中风电铸件产能约 15 万吨。“年产 18 万吨（一期 10 万吨）”产能应对海上风电需求，预计 2020 年新增 10 万吨产能
吉鑫科技	750KW-10MW 风力发电机组用轮毂、底座、轴、轴承座等系列产品	GE（收入占比 45%）、恩德-安能信、金风科技（11%）、远景（6.3%）、Vestas、运达(10.3%)等	风电铸件收入占比约为 96%，产能约为 16 万吨。2017 年底座（收入占比 30%）、轮毂（39.5%）、轴（15.9%）。2018 年预亏 0.45-0.55 亿元。
永冠集团	轮毂、齿轮箱、底座、轴承座、行星支架、摇摆环、扭曲臂等零部件	Siemens、GE、Nordex、GAMESA	2019 年出货有机会达历史新高。风力发电业务展望向好，公司认为 2019 年中国供需状况已转为供不应求，风电订单已使产能全满，预期出货 7 万吨以上。永冠预估 2019 年出货目标约 17~17.5 万吨，为历史新高。能源铸件（包括风电、火电铸件）2017 年收入占比 35%。
豪迈科技	轮毂、底座、齿轮箱等	GE、三菱、东芝、Siemens、GAMESA	2018 年新增风电铸件产能 5 万吨，预计 2019 年新增 4 万吨风电产能
佳力科技	轮毂、底座、轴及轴承座、梁等铸件产品	金风科技、上海电气、联合动力、湘电风能、华创风能	风电铸件收入占比约 52%；2013 年风电设备铸件产能 2.5 万吨，2016 年形成生产 2.5-6MW 风电大型铸件 5 万吨（最大单件 75 吨）产能
华东分能	轮毂、底座、主轴、锥形支撑、轴承座、偏航制动盘等	湘电集团、上海电气、常州新誉、广东明阳、保定天威、江苏天地等	年产风电铸件 8 万吨，1.5-5MW 风电配件年加工能力达 2500 套左右
龙马重工	轮毂、底座、机舱、定、转子支架、塔筒、法兰等	金风科技、远景能源、上海电气、明阳风电、国电联合动力、湘电风能、中国中车、华创风能、长风新能源、重齿等	风电设备年生产能力达 5 万吨，压力容器（蒸压釜）年生产能力达 2.5 吨，起重机年生产能力达 2.5 吨

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

4.2. 回顾历史：风电铸件行业收入与产业政策密切相关

4.2.1. 我国风电新增装机与产业政策密切相关

受风电设备并网率低、风电脱网事故频发等现象影响，2011 年风电产业政策调整，要求未列入国家核准计划项目不得新建，新核准并网运行的风电机组应具备低电压穿越能力并通过相关机构检测，已安装的机组进行技术改造。2011-12 年风电新增装机容量下降较大。风电整机中标价格处于低位。风电整机 2011 年平均价格为 3,800 元/千瓦，相比 2010 年降幅 12%；2014 年价格回升到 4,000 元/千瓦。

2015 年风电上网电价下调刺激行业抢装，弃风率提升迅速。2014 年 9 月，发改委释放下调风电标杆电价的信号。2015 年 1 月，发改委正式公布陆上风电上网电价调整结果。风电上网电价下调，短时间内刺激风电

装机激增，而电网接纳能力并没有随之快速增加，弃风现象将更加频繁。2015 年全国平均弃风率为 15%；到了 2016 年问题愈加严重，全国平均弃风率攀升至 17%。

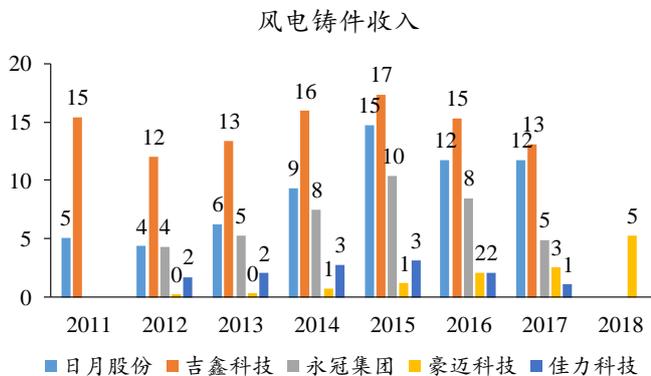
2017 年弃风问题边际改善明显。2017 年，全国弃风率下降至 13.7%，弃风限电形势大幅好转。根据国家能源局发布的《2017 年能源工作指导意见》，严格控制弃风限电严重地区新增并网项目，对弃风率超过 20% 的省份暂停安排新建风电规模。能源局要求六地不得核准新风电，弃风问题得到缓解。

4.2.2. 风电铸件行业收入与新增装机容量波动趋同

风电装机在调价时间节点前迅速上升。受到发改委对路上风电上网价格调整时间区间的影响，风电装机一般在调价时间节点前集中对风电场进行建设，导致此期间对风机产品的需求迅速上升。但是电价下调后，风电装机下滑，风电铸件市场需求也随之回落。

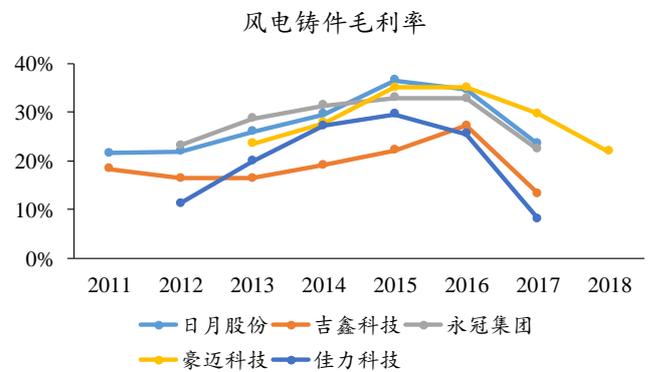
2015 年是我国近年风电新增装机容量的峰值，达到 30.8GW。国内风电铸件行业公司如日月股份、吉鑫科技、永冠等，都在 2015 年达到近年铸件销量、收入的峰值。2016 年，我国风电新增装机容量回落，连续两年负增长后，在 2018 年回升。考虑到未来风电补贴退坡，预计 2019-20 年将迎来更高的新增装机容量。

图 12: 风电铸件行业重回景气周期



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 13: 风电铸件毛利率受原材料价格影响较大



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

4.3. 钢材价格下降有助提升风电铸件盈利水平

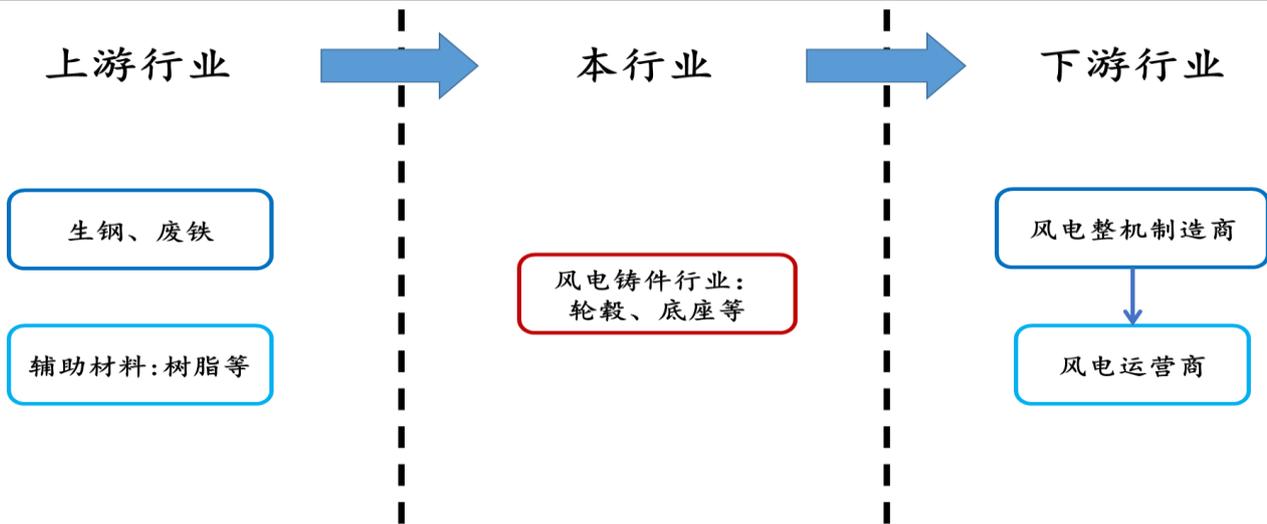
风电铸件生产所需的大宗原材料为生铁和废钢，辅助材料为树脂、球化剂、孕育剂等，成本占比较大的主要是生铁、废钢。

2016 年以来我国钢材等原材料价格较快上涨，叠加近两年国内新增装机容量的低迷，铸件行业内公司毛利率持续下降。2015 年，日月股份、吉鑫科技、永冠等毛利率分别为 36%、22%、33%，至 2017 年，分别下降至 23%、13%、22%。豪迈科技毛利率也从 2015 年 35% 下降至 2018 年的 22%。

随着风电铸件供不应求，预计有望迎来量价齐升。其中，永冠在 2018 年第四季度开始涨价 (5%-20%)。如果钢价平稳或下降，将对风电铸件

毛利率回升产生积极影响。

图 14: 原材料价格下降有助提升铸件盈利水平



数据来源: 国泰君安证券研究

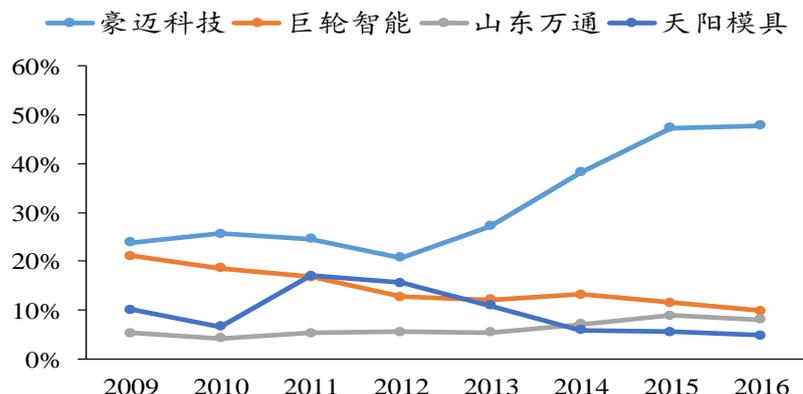
5. 竞争优势的延伸: 从模具到燃机, 再到风电铸件

在此前发布的深度报告《豪迈科技: 复盘轮胎模具变迁, 一枝独秀, 强者恒强》, 我们详细地分析了豪迈科技在轮胎模具业务的竞争格局与优势。公司主要定位于中高端市场, 是目前世界上技术领先、产能最大、品种最全、客户群最优的专业轮胎模具制造商。豪迈科技从轮胎模具的铸造能力, 延伸到燃气轮机等加工、风电铸件。

5.1. 模具业务一枝独秀, 盈利能力显著超越同行

公司模具收入持续增长, 遥遥领先于其他同行。从模具行业龙头公司表现来看, 豪迈科技模具收入增长迅速, 自 2013 年以来持续超越行业增长, 豪迈科技的全球市占率目前在 25% 以上。按国内模具市场, 公司国内市场份额约为 50%。豪迈科技模具收入规模分别是第二名巨轮智能、第三名山东万通的 6 倍, 是第四名合肥大道、第五名天阳模具的 10 倍。

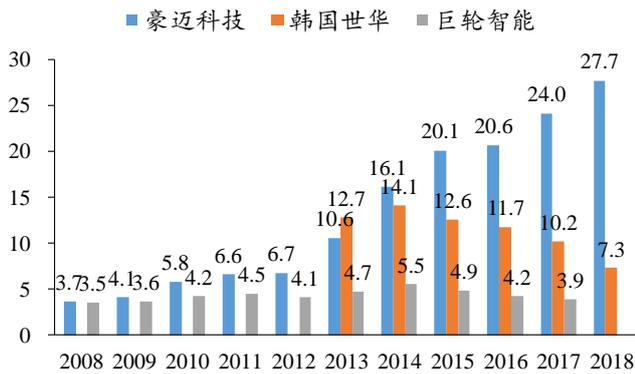
图 15: 豪迈科技在国内模具企业中, 市场份额约为 50%



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

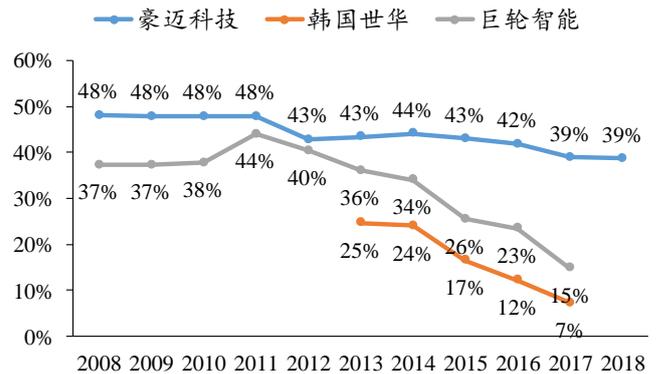
公司模具业务盈利能力也显著超越可比公司。在第三方模具公司中，规模较大的有韩国世华、巨轮智能，2017 年公司模具业务收入 24 亿，韩国世华 10.2 亿，巨轮智能 3.9 亿。十年前，公司模具业务收入于巨轮智能相当；2014 年模具业务收入超越韩国世华。2014 年以来，随着模具行业增速趋缓，公司模具毛利率水平也显著高于其他可比公司，2017 年公司毛利率分别高于韩国世华、巨轮智能约 32、24 个百分点。

图 16: 豪迈科技营收持续增长，市场份额持续提升



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 17: 豪迈科技毛利率超越可比公司



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

5.2. 燃机零部件等加工，延伸至风电铸件

公司大型燃气轮机零部件业务，主要为燃气轮机、蒸汽轮机和发电机部件及其相关产品的加工。公司掌握了燃气轮机内部高精度、易变形的环类零件的加工技术，使公司生产的产品从外壳逐渐走向核心。

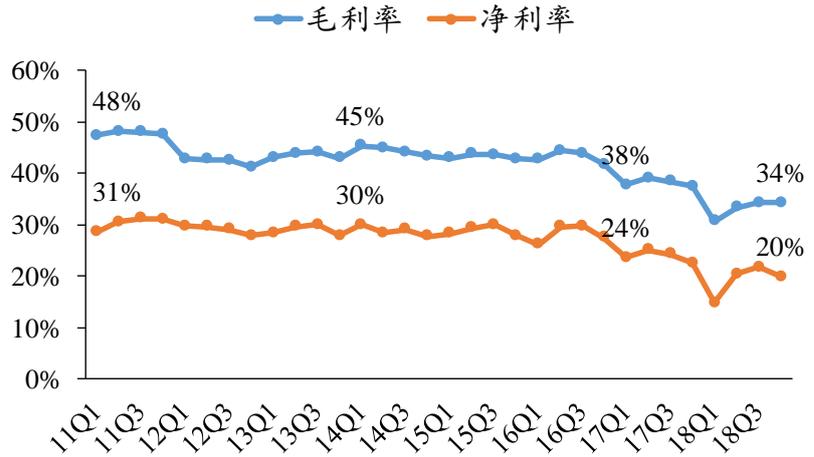
大型燃气轮机零部件 2016 年营收占比 9.2%，其中，约 70% 收入来自 GE 燃气轮机缸体的来料加工。2017 年公司在新客户与新产品类型拓展良好，西门子、三菱，以及蒸汽轮机等业务带来增量，作为公司精密制造工艺的延伸，大型燃气轮机零部件业务是公司新的成长点。

公司在 GE、西门子等客户基础上，除了燃气轮机等业务放量，也延伸至风电铸件领域。公司 2018 年新增铸造产能 5 万吨，应对风电需求。2019 年，预计还将扩产 4 万吨铸件产能。公司 2019 年在铸造产品、大型零部件加工等业务的增量，主要来自风电需求的提振。

5.3. 成本上涨边际影响有限，毛利率有望企稳回升

2017 年以来成本上升迅速侵蚀公司利润，未来成本上涨边际影响有限。公司轮胎模具主要原材料为锻钢、铝锭等铸锻件，铸造业务原材料为生铁、废钢等。由于钢材、有色金属等价格快速上涨，从 2016 第四季度开始，公司单季度毛利率已经处于 40% 以下。我们认为，原材料成本，对公司 2019 年的经营影响边际减弱。如果原材料价格和汇率保持平稳，公司轮胎模具业务毛利率有望企稳。

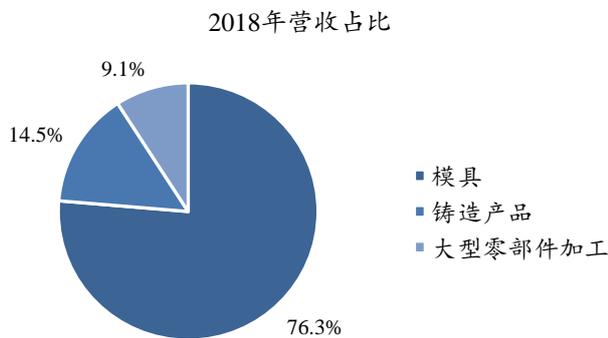
图 18: 原材料成本上升迅速, 公司毛利率受挤压



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

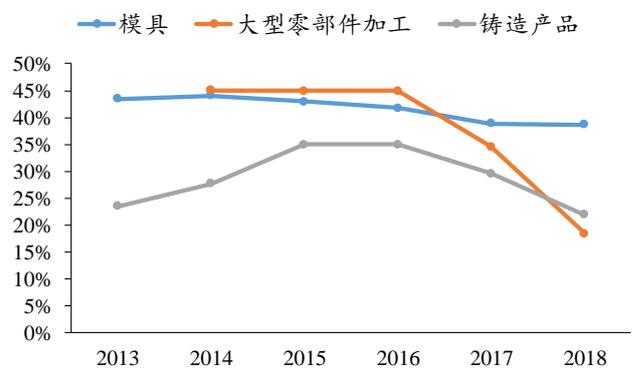
铸造、大型零部件加工业务原材料成本更为敏感, 未来盈利有望修复。公司 2018 年铸造业务产能释放, 以及海外风电需求增长, 铸造业务收入增长迅速; 但由于原材料成本更为敏感, 2017 年以来铸造、大型零部件加工业务毛利率下降幅度较大。反之, 如果未来原材料价格下降, 公司盈利将得到较大修复。

图 19: 铸造业务 2018 年产能释放, 收入增长迅速



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 20: 铸造、大型零部件加工业务毛利率侵蚀严重



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

6. 盈利预测与估值

(1) 预计 2019 年公司模具增长 10%; 毛利率全年预计 39%。

预计大型零部件加工增长 50%; 毛利率全年 22%。

预计铸造产品增长 30%; 毛利率全年 24%。

(2) 公司营业收入增长 16.4%, 毛利率预计 34.4%。

表 2: 公司营业收入预测表

项目(单位: 百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,994.93	3,724.41	4,334.65	4,870.84	5,357.93
growth	14.9%	24.4%	16.4%	12.4%	10.0%
营业成本	1,875.84	2,449.26	2,842.30	3,204.60	3,525.06

毛利率	1,119.08	1,275.14	1,492.35	1,666.24	1,832.87
主营业务					
主营业务收入	2,939.82	3,624.39	4,224.64	4,749.82	5,224.80
growth	13.6%	23.3%	16.6%	12.4%	10.0%
主营业务成本	1,832.54	2,378.04	2,764.19	3,118.68	3,430.54
毛利率	37.7%	34.4%	34.6%	34.3%	34.3%
模具					
营业收入	2,404.00	2,766.48	3,043.13	3,347.44	3,682.18
Growth	16.4%	15.1%	10.0%	10.0%	10.0%
营业成本	1,469.07	1,696.27	1,856.31	2,041.94	2,246.13
毛利	934.92	1,070.21	1,186.82	1,305.50	1,436.05
毛利率	38.9%	38.7%	39.0%	39.0%	39.0%
大型零部件加工					
营业收入	276.97	331.13	496.70	546.37	601.00
Growth	15.0%	19.6%	50.0%	10.0%	10.0%
营业成本	181.20	270.31	387.42	426.16	468.78
毛利	95.77	60.82	109.27	120.20	132.22
毛利率	34.6%	18.4%	22.0%	22.0%	22.0%
铸造					
营业收入	258.85	526.78	684.81	856.02	941.62
Growth	24.1%	103.5%	30.0%	25.0%	10.0%
营业成本	182.27	411.46	520.46	650.57	715.63
毛利	76.58	115.32	164.36	205.44	225.99
毛利率	29.6%	21.9%	24.0%	24.0%	24.0%
其他业务收入					
收入	55.11	100.02	110.02	121.02	133.12
Growth		81.5%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	43.30	71.22	78.11	85.92	94.52
毛利	11.81	28.79	31.91	35.10	38.61
毛利率	21.4%	28.8%	29.0%	29.0%	29.0%

数据来源：国泰君安证券研究

(1) PE 法估值：维持判断 2019-21 年 EPS 分别为 1.13、1.29、1.45 元，考虑风电铸件需求强劲，相对可比公司，豪迈科技具有更高的成长性，以及龙头地位，结合同行业可比公司估值水平，给予公司一定溢价；给予公司 2020 年 20 倍 PE，对应 25.8 元合理估值。

(2) PB 法估值：预计公司 2020 年每股净资产为 7.85 元/股，公司是轮胎模具龙头，全球市占率仍有巨大提升空间，成本控制领先于同行、盈利能力出众，基于行业可比估值水平给予一定溢价，给予 PB 2.5 倍，对应 19.6 元合理估值。

结合两种估值方法，我们给予公司目标价 25.8 元，增持评级。

表 3: 同类公司估值比较

代码	公司	股价		EPS			PE		PB
		2019Q4	2017A	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	

601163.SH	三角轮胎	14.12	0.60	0.55	0.66	0.83	25.5	21.3	17.0	2.24
601966.SH	玲珑轮胎	19.07	0.87	1.02	1.25	1.53	18.7	15.2	12.5	2.55
002510.SZ	天汽模	5.15	0.11	0.17	0.23	-	30.3	22.4	-	1.89
002073.SZ	软控股份	6.48	0.10	0.2	0.3	-	32.4	21.6	-	1.80
300293.SZ	蓝英装备	9.96	0.03	-	-	-	-	-	-	3.71
002031.SZ	巨轮智能	2.74	0.03	-	-	-	-	-	-	1.99
	均值						26.7	20.1	14.7	2.4
	中位数						26.7	20.1	14.7	2.4

数据来源: Wind (2019-4-1 最新 PB、PE 计算值, 前者基于 2018 年中报每股净资产计算, 后者基于 Wind 一致盈利预测预期)、国泰君安证券研究

7. 风险因素

7.1. 原材料价格波动风险

公司主要原材料为锻钢、生铁、铝锭等, 2016 年底以来, 国内钢材、有色金属价格等都出现了一定幅度的波动, 原材料价格的上涨会侵蚀公司产品毛利率, 尤其体现在大型零部件加工、铸造业务, 对原材料成本更加敏感。

7.2. 汇率波动风险

公司 2018 年海外出口业务营收占比已高达 53%, 人民币汇率波动将为公司带来汇兑损益。2018 年以来的人民币贬值, 造成公司汇兑收益, 公司盈利边际改善。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		