

首次覆盖：全球轮胎模具翘楚， 大型铸件、五轴机床协同加速发展

002595 CH
Himile Mechanical Science and Technology
Rating: OUTPERFORM
Target Price: Rmb53.36

Yuewei Zhao
yw.zhao@htisec.com

Qiwen Liu
qw.liu@htisec.com

Kunyang Wang
ky.wang@htisec.com

投资要点：

- 公司是全球轮胎模具龙头，多业务协同+全员创新文化，带动业绩持续增长。**公司以轮胎模具专用加工设备起家，是轮胎模具数控加工时代开拓者，发展为全球轮胎模具龙头。公司协同发展，积极开拓燃气轮机和风电铸件、数控机床等多个业务。凭借具竞争力的产品布局与良好的全员创新企业文化，公司近年来业绩呈现较快增长趋势，经营性现金流优质。2023/2024H1，公司实现营收 71.66/41.38 亿元，同比+7.88%/+16.97%，实现归母净利润 16.12/9.60 亿元，同比+34.33%/+23.93%；实现经营活动现金净流量 16.05/3.43 亿元。截至 2023 年末、2024 年 6 月末，公司合同负债分别为 1.12/1.78 亿元，同比+63.50%/+62.71%，印证在手订单饱满。
- 轮胎模具：维持较高景气度；公司是全球具竞争力公司，成长空间有望进一步打开。**轮胎模具行业受益轮胎行业加速迭代与出海设厂，维持较高景气度，同时专业模具制造商已成为轮胎企业的主流选择，优质轮胎模具公司全球竞争力凸显。从市场规模来看，2023 年全球轮胎模具市场规模约 113 亿元，预计 2028 年全球轮胎模具市场有望达到 125 亿元。受益于高研发创新、产业链向上延申带来的成本低与交期短、优质客户源等优势，公司轮胎模具全球市占率实现提升，2024H1 市占率超 30%。同时，公司正加速海外布局，成长空间有望进一步打开。
- 大型零部件机械：下游燃气轮机呈现增长态势、风电中长期具备发展机会；公司具铸造一体化优势。**依托强大的研发、铸造和机械加工能力形成铸造加工一体化的综合优势，公司的大型零部件机械已成为第二成长曲线业务。其中，燃气轮机受益国产替代+能源转型呈现较快发展，公司零部件产品已获国内外龙头高度认可，发展空间广阔，24H1 公司订单饱满；风电铸件是风力发电机的关键部件，中长期受益风电新增装机上行，24H1 公司订单有所恢复。
- 数控机床：聚焦高端五轴机床，背靠集团协同效应加速发展。**五轴机床是加工复杂曲面的重要设备，被发达国家长期技术封锁和出口限制，在制造业转型升级及国产替代政策频出趋势下发展进入快车道，其中国内市场空间预计从 2021 的 80 亿元提升至 2027 年的 202 亿元。公司具备近 30 年的机床研制底蕴，受益集团协同效应，产品性能业内领先。2022 年，公司开始对外销售机床业务，并自主研发国内外性能领先的摇篮转台扩大产业链布局。2023/2024H1 公司机床业务实现收入 3.08/2.07 亿元，同比+111.76%/+141.31%，呈现快速发展态势。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万)	6642	7166	8420	9517	10721
(+/-)YoY(%)	10.6%	7.9%	17.5%	13.0%	12.7%
净利润 (百万元)	1200	1612	1907	2202	2508
(+/-)YoY(%)	14.0%	34.3%	18.3%	15.5%	13.9%
全面摊薄 EPS(元)	1.50	2.02	2.38	2.75	3.13
毛利率(%)	28.1%	34.7%	34.4%	34.2%	33.8%
净资产收益率(%)	16.4%	18.7%	19.3%	19.3%	19.1%

资料来源：公司年报 (2022-2023)，HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

- **盈利预测。**我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 84.20/95.17/107.21 亿元，同比增长 17.50%/13.03%/12.65%；归母净利润为 19.07/22.02/25.08 亿元，同比增长 18.29%/15.49%/13.87%。我们采用分部估值法与参考可比公司估值，公司合理市值 427 亿元，对应目标价 53.36 元/股，对应 24 年综合 PE 为 22.39 倍，给予“优于大市”评级。参考 PB 估值，公司 2024 年 PB 为 4.32 倍（可比公司 2024 年 PB 估值 4.65 倍），具备合理性。
- **风险提示。**业绩不达盈利预测、海外业务扩张不顺、市场竞争加剧、新业务放量放缓、宏观经济波动、汇率波动、原材料价格波动、估值方法预测偏差等风险。

目 录

1. 全球领先轮胎模具制造商，数控机床等打开新成长空间	7
1.1 引领国内轮胎模具数控加工，开拓数控机床、铸造业务	7
1.2 股权结构稳定，员工持股凝聚信心	8
1.3 盈利能力提升，经营性现金流优质	9
2. 轮胎模具：整体市场稳健，出海打开新成长	12
2.1 产业特点：技术及工艺 Know-how 要求高，客户重视品牌效应	12
2.2 行业驱动：受益轮胎行业加速迭代与出海设厂	13
2.3 公司成长：全球市占率超过 30%，积极布局海外市场	14
3. 大型零部件机械：下游以燃气轮机、风电为主，产品结构持续优化	18
3.1 产品结构：以燃气轮机、风电逐渐为主，具备一体化柔性生产优势	18
3.2 燃气轮机：受益国产替代及能源转型，公司产品优势显著	19
3.3 风电铸件：关键部件属性，中长期受益风电新增装机上行	21
4. 机床：聚焦高端五轴机床，集团协同效应加速发展	22
4.1 五轴机床：复杂曲面重要加工手段，市场稳步增长	22
4.2 公司：受益集团协同效应，五轴、转台外销打开新格局	23
5. 盈利预测与估值	25
5.1 盈利预测：2024/2025 年归母净利润 19.07/22.02 亿元	25
5.2 估值：公司合理市值 427 亿元	27
6. 风险提示：业绩不达盈利预测的风险、竞争加剧等	28
附表 前十大股东：	30
财务报表分析和预测	31

图目录

图 1	公司发展历程	7
图 2	公司主营业务涉及轮胎模具、橡胶机械、大型零部件机械、数控机床	7
图 3	公司股权结构图(股东持股比例截至 2024 年 9 月 30 日,招股书持股比例截至 2024 年 6 月 30 日)	8
图 4	2019-2024Q1-Q3 公司营业收入及增速	9
图 5	2019-2024Q1-Q3 公司归母净利润及增速	9
图 6	2019-2024H1 公司主营业务收入及增速	9
图 7	2019-2024H1 公司业务收入结构	9
图 8	2019-2024Q1-Q3 公司综合毛利率与净利率	10
图 9	2019-2024H1 公司主营业务毛利率	10
图 10	2019-2024Q1-Q3 公司期间费用率	10
图 11	2019-2024 Q1-Q3 公司存货规模及增速	10
图 12	2019-2024 Q1-Q3 公司预收账款及合同负债规模、增速	10
图 13	2019-2024 Q1-Q3 公司资产负债率	11
图 14	2019-2024 Q1-Q3 公司经营活动现金净流量	11
图 15	轮胎模具产业链及分类	12
图 16	2013-2023 年全球轮胎销量及同比增速	13
图 17	2019-2023 年中国轮胎销量及同比增速	13
图 18	公司轮胎模具全球市占率不断提升	15
图 19	2022 年全球轮胎模具市场份额	15
图 20	2019-2024H1 公司研发费用及研发费用率	15
图 21	2023 年公司员工构成	15
图 22	豪迈科技固定资产周转率显著高于竞争对手	16
图 23	豪迈科技轮胎模具业务毛利率显著高于竞争对手	16
图 24	公司在全球具备较为完备的生产服务体系布局	17
图 25	2008-2024H1 公司主营业务国内外收入结构	18
图 26	2008-2024H1 公司国内外毛利率	18
图 27	公司燃气轮机业务产品	18
图 28	公司大风电、风电齿轮箱产品	18
图 29	2013-2024H1 公司大型零部件机械业务收入及增速	19

图 30	PSM F 级燃气轮机侧面图	19
图 31	2018 年全球燃气轮机市场竞争格局.....	20
图 32	国内燃气轮机产业链供应链保持快速发展.....	21
图 33	2015-2026 年全球燃气轮机市场规模	21
图 34	风电整机成本结构	21
图 35	2013-2024H1 中国风电累计装机容量.....	22
图 36	2013-2024H1 中国风电新增装机容量.....	22
图 37	五轴联动数控机床运动方式示意图.....	22
图 38	2023 年中国五轴机床应用领域结构.....	22
图 39	2019-2024E 中国数控金属切割机床销量结构	23
图 40	2021-2027 年中国五轴机床市场规模及增速.....	23
图 41	公司直驱转台产品种类.....	24
图 42	2022-2024H1 公司机床业务收入及增速.....	25
图 43	2019-2030 年全球汽车轮胎市场规模及未来预测	25
图 44	中国汽车轮胎开工率	25
图 45	2019-2024H1 国内轮胎主要上市公司资本开支.....	26
图 46	2019-2024H1 国外轮胎主要上市公司资本开支.....	26

表目录

表 1	公司核心人员具备较强的技术背景.....	8
表 2	内轮胎模具花纹加工工艺比较.....	12
表 3	米其林多个轮胎系列对应不同的需求特点.....	13
表 4	轮胎模具供应商主要类型.....	14
表 5	中国主要轮胎上市公司海外产能情况（不完全统计）.....	14
表 6	公司轮胎模具细分市场主要客户.....	16
表 7	公司轮胎模具业务获得国外多家轮胎龙头企业高度认可.....	17
表 8	燃气轮机涉及多项技术要求.....	20
表 9	公司大型零部件机械业务多次获得国内官方协会及国际知名客户高度认可.....	20
表 10	国家相关部门近年来制定多项政策鼓励工业母机产业发展.....	23
表 11	公司在 2024CCMT 展示的重点产品.....	24
表 12	华中数控高端五轴数控系统产品包技术亮点.....	24
表 13	公司业务分拆预测.....	27
表 14	可比公司估值（2024/11/27）.....	28
表 15	公司收入增速预测敏感性分析.....	29
表 16	公司归母净利润增速预测敏感性分析.....	29

1. 全球领先轮胎模具制造商，数控机床等打开新成长空间

1.1 引领国内轮胎模具数控加工，开拓数控机床、铸造业务

公司为轮胎模具数控加工时代开拓者，大型零部件及数控机床打开长期成长空间。公司成立于1995年，以研制轮胎模具专用加工设备起家，通过自研专用数控电火花成型机床等设备推动国内轮胎模具制造业进入数控加工时代。2002年，公司确立“从专用机床向轮胎模具转移”的重大战略，凭借此前对子午线轮胎模具的深刻理解及积累的大量工艺技术成为业内龙头。2006年，公司进入高端机械零部件制造行业，并于2013年收购山东豪迈机械制造有限公司的大型燃气轮机零部件加工项目，正式开启第二成长曲线。2022年，公司机床产品确立对外销售，业务涵盖数控金切机床、机床功能附件等，可以为客户提供完整的工艺解决方案和一站式服务。

图1 公司发展历程



资料来源：豪迈科技官网、招股说明书、2023年年报、《关于使用超募资金、募投项目节余资金及自有资金购买关联方资产及相关业务的公告》，豪迈集团微信公众号，HTI

公司主营业务涉及轮胎模具、橡胶机械、大型零部件机械产品的铸造及精加工、数控机床。

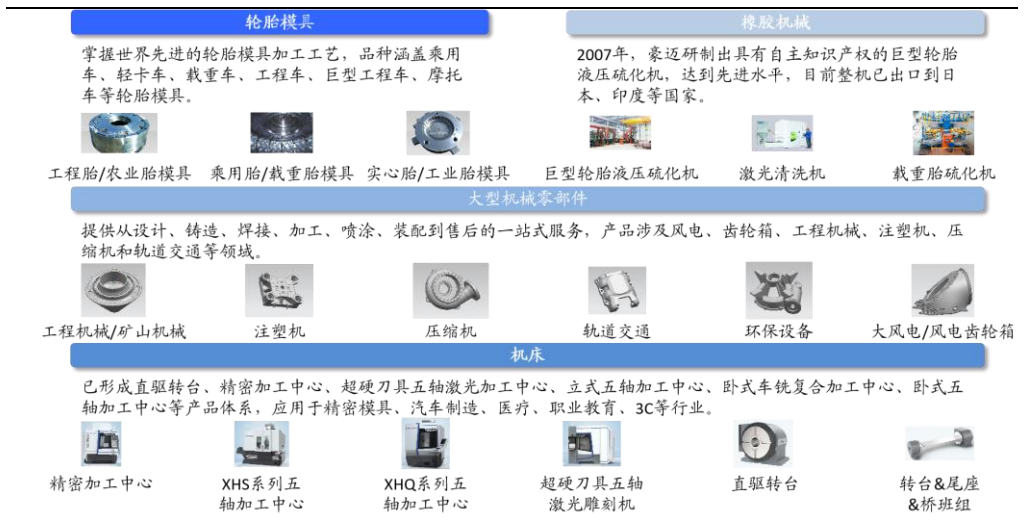
①轮胎模具：公司全面掌握先进技术，品种涵盖乘用车、轻卡车、载重车、工程车、巨型工程车、摩托车等轮胎模具；

②橡胶机械：公司巨型轮胎液压硫化机达到先进水平，整机已出口到日本、欧洲等国家；

③大型零部件机械：公司可以提供从设计、铸造、焊接、加工、喷涂、装配到售后的一站式服务，下游涉及齿轮箱、工程机械、注塑机、压缩机和轨道交通等领域；

④数控机床：包括直驱转台、精密加工中心、五轴加工中心等产品体系，产品应用于精密模具、汽车制造、医疗、职业教育、3C等行业。

图2 公司主营业务涉及轮胎模具、橡胶机械、大型零部件机械、数控机床

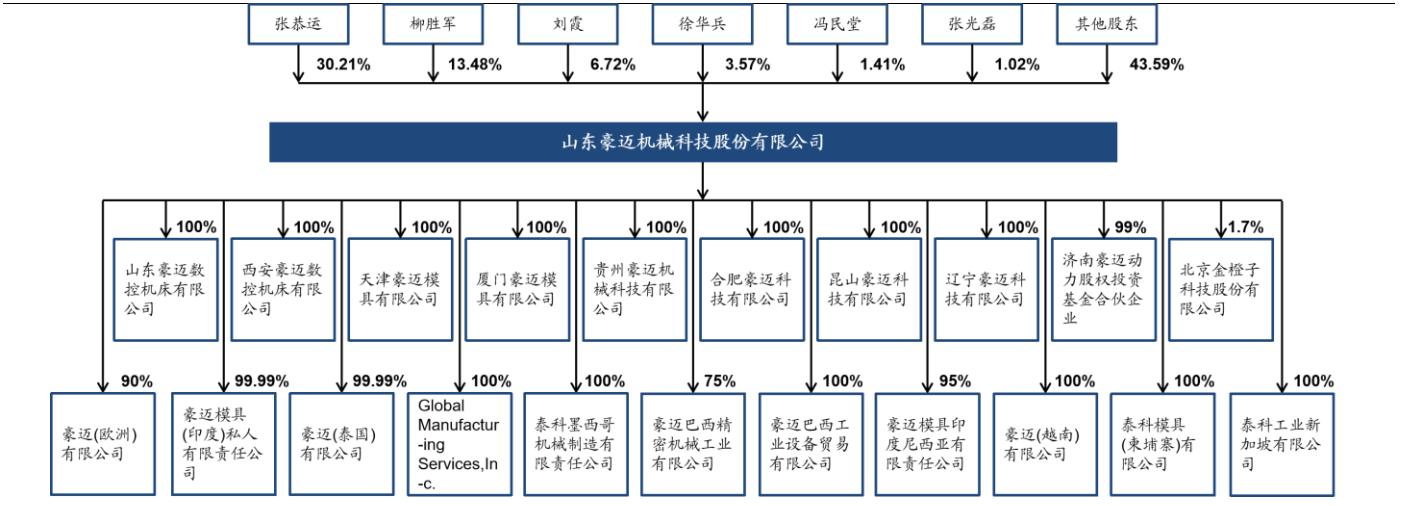


资料来源：豪迈科技官网，HTI

1.2 股权结构稳定，员工持股凝聚信心

公司股权结构稳定，重视员工激励促进长期发展。截至2024年9月30日，公司大股东、实际控制人张恭运持有公司股份30.21%。公司第二大股东柳胜军是创始人之一，持有公司股份13.48%。其他股东持股比例均低于10%。公司自2000年进行股权机制改革，持续吸纳骨干员工入股。2022、2023年，公司连续两次发布员工持股计划，参加对象包括公司董事、监事、高级管理人员、各岗位的骨干员工，员工持股计划的发布将有助于调动员工的积极性，进一步提高公司竞争力。

图3 公司股权结构图（股东持股比例截至2024年9月30日，招股书持股比例截至2024年6月30日）



资料来源：豪迈科技2024年半年报，Wind，HTI

公司坚持全员创新文化，核心团队技术实力雄厚。公司树立“改善即是创新，人人皆可创新”的创新理念，形成特有的创新体系和竞争力，推动创新成果快速转化。公司实际控制人张恭运先生曾参与公司轮胎模专用电火花成型机床、轮胎模专用数控刻字机床等系列专用数控设备的研发，荣获科技部“创新人才推进计划科技创新创业人才”、“中国橡胶机械行业时代精英奖”、“中国橡胶工业行业发展贡献奖”等荣誉，2018年入选第三批国家高层次人才特殊支持计划。公司董事长单既强先生曾获中国机械工业科学技术奖一等奖、山东省科学技术进步奖一等奖等荣誉。

表1 公司核心人员具备较强的技术背景

姓名	公司职务	履历
张恭运	实际控制人	<ul style="list-style-type: none"> · 大学本科学历，正高级工程师 · 曾任职高密市锻压机床厂工程师、技术科长、生产科长、副厂长； · 曾参与公司轮胎模专用电火花成型机床、轮胎模专用数控刻字机床等系列专用数控设备的研发 · 获科技部“创新人才推进计划科技创新创业人才”、“中国橡胶机械行业时代精英奖”、“中国橡胶工业行业发展贡献奖”、“山东省行业领军企业家”、“山东省优秀党务工作者”“山东省优秀经营管理者”、“全省友友创业先进个人”、“富民兴鲁劳动奖章”等荣誉，2018年入选第三批国家高层次人才特殊支持计划
单既强	董事长、提名委员会委员、战略委员会主席（召集人）	<ul style="list-style-type: none"> · 大学本科学历，正高级工程师 · 曾任职潍坊环太平洋通讯电缆有限公司副总经理 · 获中国机械工业科学技术奖一等奖、山东省科学技术进步奖一等奖、山东省企业管理创新成果奖等荣誉
曹爱军	总经理	<ul style="list-style-type: none"> · 高级技师，毕业于天津市第二轻工业学校模具设计与制造专业 · 2002年3月加入公司，从事机床装配、轮胎模具的生产制造等工作，2004年起担任公司轮胎模具业务的管理工作，曾任车间主管、总调度、部长、事业部总经理等职务·获授权国家专利6项，兼任山东模具工业协会副理事长 · 高级工程师、高级技师，专科学历
闫方清	副总经理	<ul style="list-style-type: none"> · 2001年9月加入公司，从事机床相关的生产、技术研发、管理等工作，曾任机床事业部主管、部长、事业部总经理等职务，2022年8月起任山东豪迈数控机床有限公司执行董事 · 现任公司副总经理，主要负责山东豪迈数控机床有限公司的经营管理工作

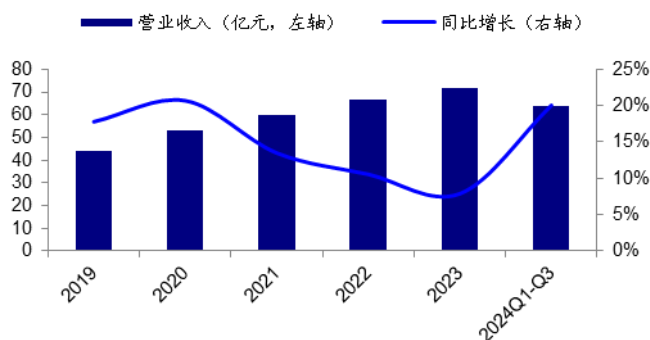
资料来源：豪迈科技2022-2023年年报、《关于董事，高级管理人员辞职暨补选董事，聘任高级管理人员的公告》，Wind，HTI

1.3 盈利能力提升，经营性现金流优质

公司收入规模稳定增长，轮胎模具收入占比超过 50%、机床收入快速提升。2023/2024H1，公司实现收入 71.66/41.38 亿元，同比+7.88%/+16.97%，轮胎模具/大型零部件机械/数控机床 2023 年收入占比分别为 52.89%/38.65%/4.30%，2024H1 收入占比分别为 53.57%/35.40%/2.66%。其中，①轮胎模具：2023 年营收同比+15.76%，受益轮胎行业国内复苏以及海外订单持续增长；2024H1 收入同比+19.52%，内销增速较快，外销稳健增长；②大型零部件机械：2023 年收入同比-8.91%，其中燃气轮机受益政策驱动和技术进步订单饱满，而风电零部件受铸造产能过剩、招标价格走低等影响收入下滑；2024H1 收入增速为 2.65%，其中燃气轮机需求向好，公司订单饱满，风电订单有所恢复，但行业价格依然面临波动；③机床：持续研发推出多款产品，处于刚起步阶段，2023/2024H1 收入同比+111.76%/+141.31%。2024Q1-Q3，公司实现收入 63.65 亿元，同比+20.05%。

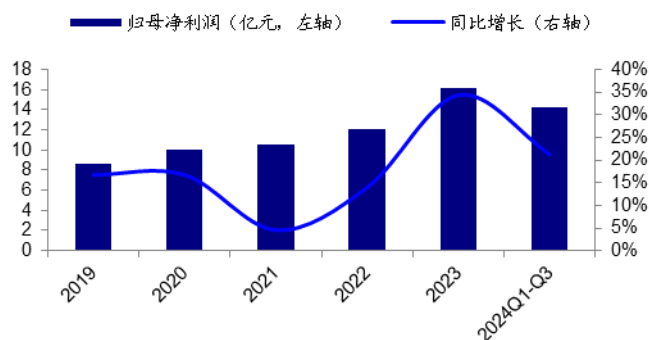
公司归母净利润实现较快增长。2023/2024Q1-Q3，公司实现归母净利润 16.12/14.17 亿元，同比增长 34.33%/21.23%，2019-2023 年归母净利润 CAGR 为 16.92%。

图4 2019-2024Q1-Q3 公司营业收入及增速



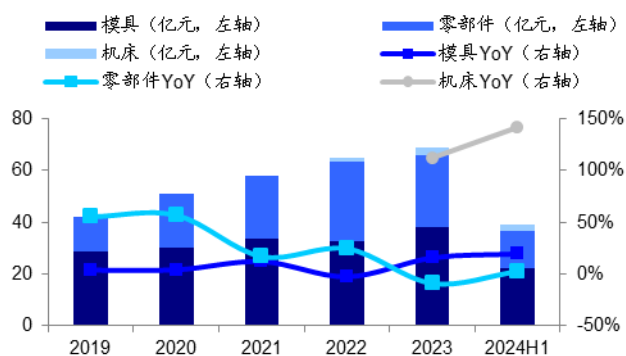
资料来源：Wind, HTI

图5 2019-2024Q1-Q3 公司归母净利润及增速



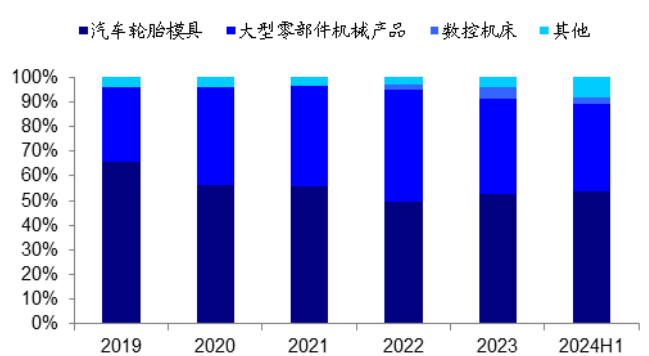
资料来源：Wind, HTI

图6 2019-2024H1 公司主营业务收入及增速



资料来源：Wind, 豪迈科技 2024 年半年报, HTI

图7 2019-2024H1 公司业务收入结构



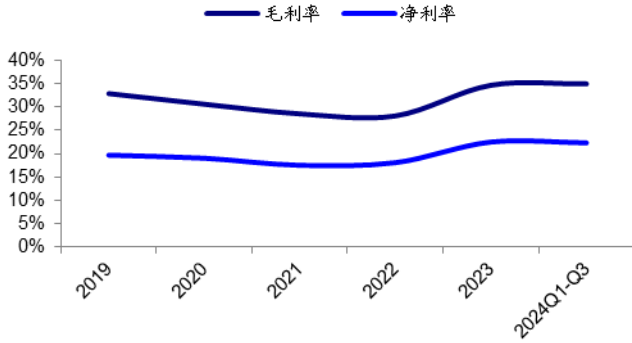
资料来源：Wind, HTI

公司盈利能力与期间费用率情况：综合毛利率同比提升、期间费用率较为稳健。

1) 综合毛利率同比回升，受益原材料成本降低、产品结构优化、效率提升等因素。2023 年公司毛利率为 34.65%，同比+6.58pct，其中轮胎模具、大型零部件机械为 43.06%/23.41%，同比+5.02/+6.57pct，轮胎模具与大型零部件机械毛利率同比提升主要系汇率变动、原材料成本降低、效率提升及产品结构优化等因素。2024H1 公司毛利率为 35.22%，同比+2.23pct，轮胎模具、大型零部件机械毛利率为 41.59%/24.48%。其中，汽车轮胎模具受内外销变化等因素的综合影响，毛利率同比-1.21pct；大型零部件机械受产品结构优化、原材料价格降低、汇率变动及效率提升等因素影响，毛利率同比+4.36pct。2024Q1-Q3 公司毛利率为 34.94%，同比+0.92pct。

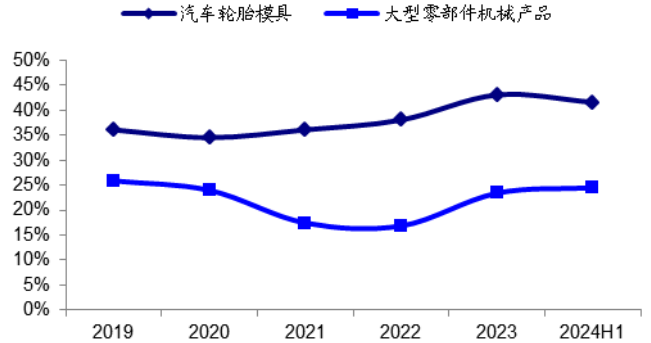
2) 净利率维持稳健, 汇兑损益波动较大。①净利率: 2023/2024Q1-Q3 净利率达到 22.49%/22.29%, 同比增长 4.43pct/0.26pct。②期间费用率: 2023 年, 公司期间费用率为 8.42%, 同比+1.42pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.29%/2.46%/-0.29%/4.96%, 同比+0.19pct/+0.06pct/+0.65pct/+0.52pct; 2024Q1-Q3, 公司期间费用率分别为 9.62%, 同比+1.11pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.32%/2.82%/0.31%/5.17%, 同比-0.03pct/+0.29pct/+0.48pct/+0.37pct。其中, 2024Q1-Q3 财务费用率上升主要系汇率变动导致的汇兑损失增多所致。

图8 2019-2024Q1-Q3 公司综合毛利率与净利率



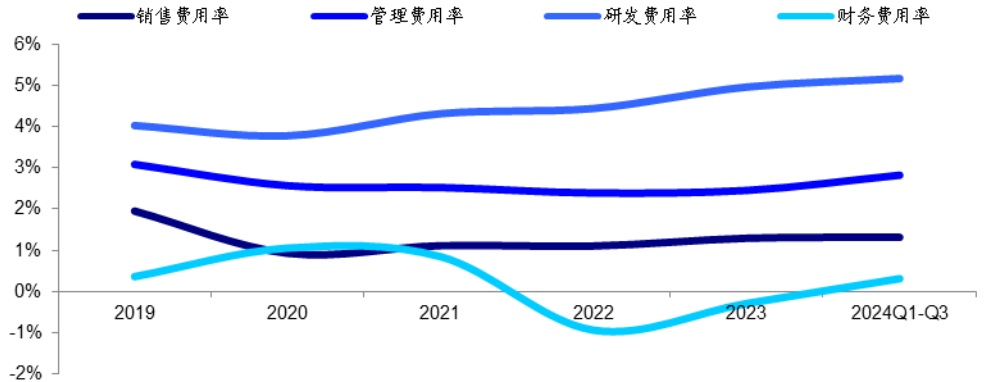
资料来源: Wind, HTI

图9 2019-2024H1 公司主营业务毛利率



资料来源: Wind, HTI

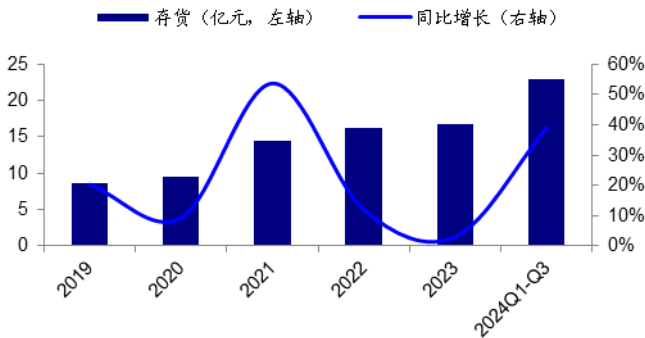
图10 2019-2024Q1-Q3 公司期间费用率



资料来源: Wind, HTI

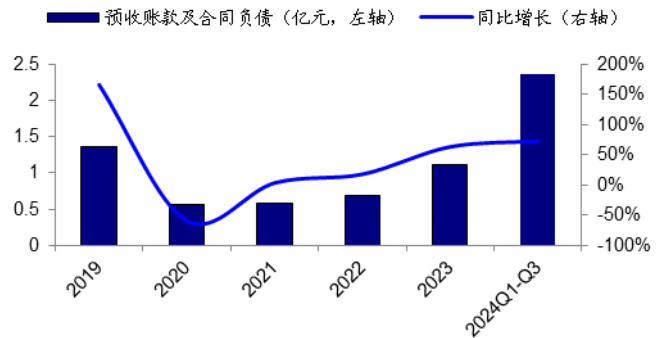
公司存货、合同负债规模稳定增长, 印证公司在手订单规模较饱满。2023/2024Q1-Q3, 公司存货规模分别为 16.72/23.01 亿元, 同比+3.05%/+39.07%, 合同负债分别为 1.12/2.36 亿元, 同比+63.50%/+73.21%。

图11 2019-2024 Q1-Q3 公司存货规模及增速



资料来源: Wind, HTI

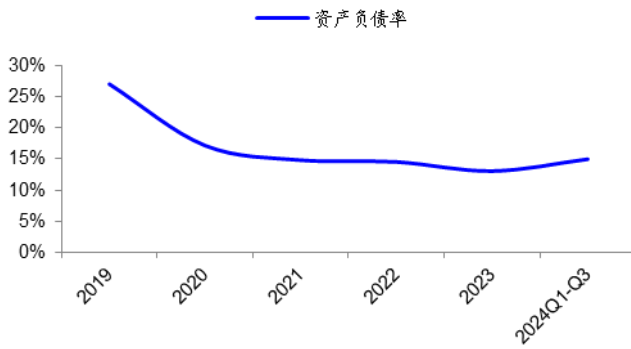
图12 2019-2024 Q1-Q3 公司预收账款及合同负债规模、增速



资料来源: Wind, HTI (注: 2019 年为预收账款, 2020 年及之后为合同负债)

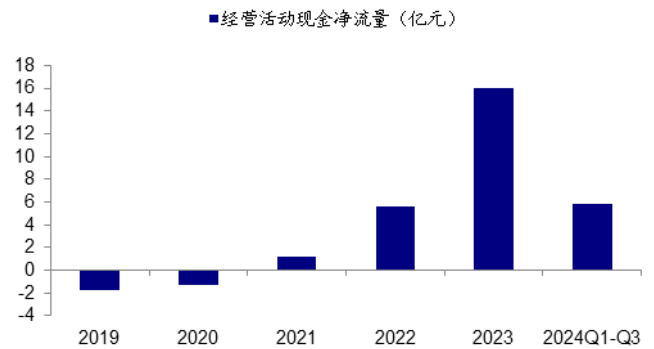
公司资产负债率较低，经营活动现金流维持流入。1) 资产负债率：公司资产负债率保持较低水平，2023/2024 Q1-Q3 分别为 13.06%/14.97%，同比-1.47/+1.54pct。2) 经营活动现金流：2023/2024 Q1-Q3 公司经营活动现金净流量分别为 16.05/5.86 亿元。

图13 2019-2024 Q1-Q3 公司资产负债率



资料来源：Wind, HTI

图14 2019-2024 Q1-Q3 公司经营活动现金净流量



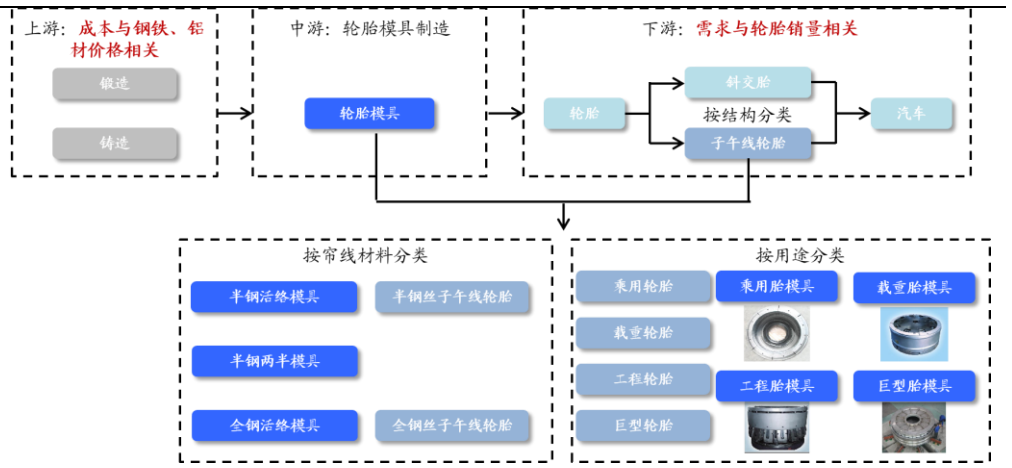
资料来源：Wind, HTI

2. 轮胎模具：整体市场稳健，出海打开新成长

2.1 产业特点：技术及工艺 Know-how 要求高，客户重视品牌效应

轮胎模具决定轮胎的外观特征和使用性能，成本与钢材、铝材价格挂钩，需求与下游轮胎销量相关。轮胎模具是将原材料成型并模制成最终轮胎的专用模具，具体作用包括硫化和成型，其中硫化是使橡胶由生胶变为熟胶的过程，使轮胎的弹性、强度和抗氧化性能达到要求，成型是根据模型形状形成轮胎个性化的花纹、图案、字体及其他外观特征。从产业链来看，轮胎模具上游为锻铸件，根据豪迈科技招股说明书，锻铸件成本占比约 60%，主要原材料钢铁和铝材的价格波动直接影响轮胎模具单位成本的变化；轮胎模具行业的需求则与下游轮胎销量直接相关。

图15 轮胎模具产业链及分类



资料来源：华经产业研究院，豪迈科技招股说明书，HTI

轮胎模具生产技术要求高，加工设备精度和工艺 Know-how 是产品竞争力的重要影响因素。轮胎的寿命、性能取决于轮胎花纹结构及其深度，轮胎花纹构造以及高速运转的平衡性和安全性依赖于轮胎模具的制造工艺和加工精度。目前，轮胎模具的花纹加工主要包括精密铸造、数控雕刻和电火花加工三种类型。其中，电火花加工在精度、效率、成本等方面具备较大优势，适应任何材质和复杂花纹的加工，应用范围逐渐变广，但是对专用加工电火花机床的性能要求较高。同时，轮胎模具属于单件生产，从设计到制造都是新产品的研制过程，需要一整套技术处理方法和丰富的实际加工、装配经验，对熟练技术工人的要求很高，通常需要培养 3 年以上才能真正产生效益，在制造过程中技术人员摸索出的工艺技巧往往成为决定产品竞争力的重要因素之一。

表 2 内轮胎模具花纹加工工艺比较

工艺	加工精度	加工效率	加工成本	适应材料	花纹复杂性
精密铸造	较低	高	较低	铝	高
数控雕刻	高	较高	高	钢、铝	较低
电火花	高	较高	较低	钢、铝	高

资料来源：豪迈科技招股说明书，HTI

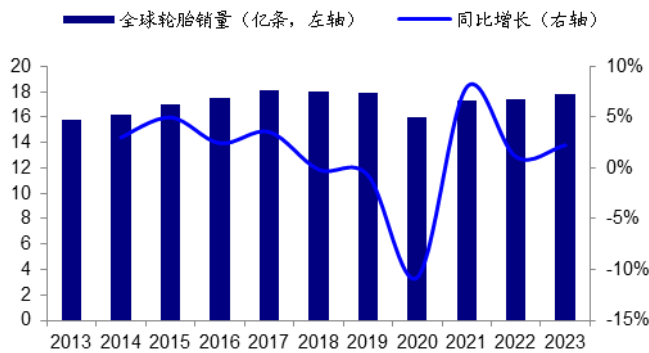
轮胎模具个性需求突出，属于低值易耗品但是更替成本高，看重供应商的品牌和诚信。轮胎模具供应商需要根据轮胎制造商所要求的规格、花纹结构、扁平比以及外观等技术参数进行加工生产，体现出明显的“一对一”加工方式。同时，轮胎模具属于低值易耗品，对于轮胎厂来讲，每年采购的模具数额仅占其成本占比中很小的一部分，因此对价格并不十分敏感，反而更看重工期、质量、服务。轮胎模具不是最终消费产品，轮胎企业对产品质量的认同只能建立在长期考察和业务合作的基础上。以世界轮胎三巨头普利司通、米其林和固特异的供应链体系为例，他们的供应商需要经过 3-5 年严格认证，其采购过程通常是先试用几套，再小批量订货，在质量、工期和服务等各方面完全达到要求后才会大批量采购。

为了保证轮胎模具的高精密度、高一致性以及保护商业机密，轮胎制造商通常不会轻易改变轮胎模具供应商，业务合作具有相对稳定性和长期性。这种基于长期合作而形成的客户忠诚度和品牌效应是进入轮胎模具制造行业的最大障碍。

2.2 行业驱动：受益轮胎行业加速迭代与出海设厂

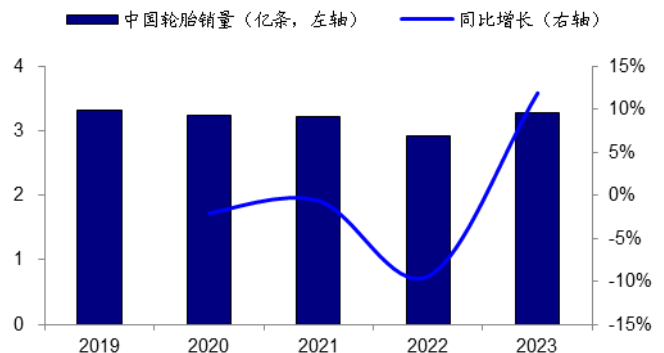
轮胎属于成熟行业，整体保持稳健增长。根据米其林年报，2023 年全球轮胎销量 17.85 亿条，同比增长 2.25%，2013-2023 年 CAGR 为 1.25%，除 2020、2021 年增速波动较大之外整体保持稳健增长。其中，2023 年中国市场轮胎销量 3.27 亿条，同比增长 11.90%，较全球保持更快增速。长期来看，根据米其林年报预测，成熟市场的轮胎销量有望保持 0%-2% 增速，新兴市场的销量有望保持 2%-4% 增速。

图16 2013-2023 年全球轮胎销量及同比增速



资料来源：米其林 2014、2016、2018、2019、2021、2023 年报，HTI

图17 2019-2023 年中国轮胎销量及同比增速



资料来源：米其林 2019、2021、2023 年报，HTI

我们测算，2023 年全球轮胎模具市场规模约 113 亿元，预计 2028 年全球轮胎模具市场有望达到 125 亿元。关键假设如下：

①下游需求增速：参考米其林年报的预测，我们假设全球轮胎市场销量年均增速保持 2%；②轮胎与轮胎模具生产配比：根据豪迈科技招股说明书，单套轮胎模具在其使用寿命内约可生产 1.3-2 万条轮胎，我们按照单套模具可生产 1.5 万条轮胎进行假设；③轮胎模具单价：根据豪迈科技招股说明书，2008-2010 年豪迈科技乘用车胎模具、载重胎模具销售均价约为 8-11 万元/套，而下游客户对轮胎模具价格不敏感，因此轮胎模具的价格变动不大，我们假设轮胎模具单价为 9.5 万元/套。基于上述假设，我们测算 2023 年全球轮胎模具市场规模约 113 亿元，2028 年有望达到 125 亿元。

新能源汽车快速发展以及轮胎快速迭代拉动轮胎模具需求。汽车工业尤其是新能源汽车的快速发展对轮胎性能提出更高要求，新能源汽车的车身重（配备大电池组）、扭矩大加速快、续航要求高、车体内部静音要求高，因此轮胎的承重力、抓地力、轻量化、静音性等性能需要具备更好的表现。同时，由于车型、轮胎花纹时尚与功能需求、路面条件、季节环境、规格、市场等的变化，轮胎产品更新速度越来越快，轮胎企业为增加市场竞争力不断推出新的轮胎品种，许多轮胎模具未达到使用寿命可能就被提前更换，进一步拉动轮胎模具的需求。

表 3 米其林多个轮胎系列对应不同的需求特点

系列	产品种类	特点
舒适静音	浩悦 4、旅悦加强版	静音、制动距离短
运动操控	竞驰 5、竞驰 4	精准操控、制动距离短
坚韧耐磨	韧悦加强版、耐越、瀚越	长里程、坚韧
电动汽车	e.聆悦、竞驰 EV	提升单次续航、静音
冬季轮胎	新冰驰 X-ICE	三峰雪花、持久抓地力
越野轮胎	径悦 LTX TRAIL	非凡拉力、坚韧耐磨

资料来源：米其林官网，HTI

专业模具制造商已成为轮胎企业的主流选择。轮胎模具供应商主要包括两类，一种是附属于轮胎制造商的米其林、固特异等模具公司，产品出于保护商业机密的需要一般不对外销售；一种是以豪迈科技、巨轮智能、韩国世和等为代表的专业轮胎模具制造企业，具备规模大、品种全、质量好、技术领先等优势，包括米其林、固特异、大陆在内的世界著名轮胎公司正在不断减少模具设备自供率，转而从市场购买轮胎模具。第三方专业轮胎模具制造商通过与轮胎企业稳定、长期的合作形成相互促进的共生关系。

表 4 轮胎模具供应商主要类型

模式一		模式二	
附属的国际轮胎公司	附属轮胎模具企业业务模式	专业轮胎模具企业	专业轮胎模具企业业务模式
法国米其林	附属于米其林公司，主要为其品牌轮胎公司研制开发的轮胎新品、高端轮胎等配套轮胎模具的铸铝花纹块	美国 QUALITY	与轮胎制造商结成长期的业务合作关系，并签订长期保密协议，长期为轮胎制造商供应轮胎模具
日本普利司通	附属于普利司通公司，主要为其品牌轮胎公司研制开发的轮胎新品、高端轮胎等配套轮胎模具	德国 AZ	
美国固特异	附属于固特异公司，主要为其品牌轮胎公司研制开发的轮胎新品、高端轮胎等配套轮胎模具	德国 HERBERT	
美国固铂	附属于固铂公司，主要为其品牌轮胎公司研制开发的轮胎新品、高端轮胎等配套轮胎模具的锻铝雕刻花纹块	韩国世和模具	

资料来源：豪迈科技招股说明书，HTI

国产轮胎加速出海国产轮胎模具厂商获得快速发展的重要契机。伴随海运价格回落、高通胀带来的成本压力持续侵蚀欧美轮胎厂及其下游产业链利润并加速落后产能退出，国产轮胎凭借相对性价比高的优势不断获取全球认可度，头部轮胎企业加速海外扩张。跟随轮胎厂出海设立模具生产基地已成为中国模具企业的必然选择，轮胎模具出口有望保持高速增长。

表 5 中国主要轮胎上市公司海外产能情况（不完全统计）

企业	国家/工厂项目	产品类型及规划年产能
玲珑轮胎	泰国	乘用车及轻卡胎 1500 万条/年，卡客车胎 220 万条/年
	塞尔维亚	乘用车及轻卡胎 1200 条/年，卡客车胎 160 万条/年，全钢子午胎 80 万条/年，工程子午胎 5 万条，农业子午胎 15 万条/年，翻新轮胎 10 万条/年
森麒麟	泰国一期	半钢子午胎 1000 万条/年
	泰国二期	半钢子午胎 600 万条/年，全钢子午胎 200 万条/年
	摩洛哥一期	轿车、轻卡子午胎 600 万条/年
	摩洛哥二期	轿车、轻卡子午胎 600 万条/年
赛轮轮胎	越南	半钢胎 1600 万条/年，全钢胎 260 万条/年，非公路胎 10 万条/年
	ACTR	全钢胎 265 万条/年
	柬埔寨	半钢胎 2100 万条/年，全钢胎 165 万条/年，半钢胎 600 万条/年
	墨西哥	半钢胎 600 万条/年
贵州轮胎	印尼	子午线 360 万条/年，非公路胎 3.7 万吨/年
	越南一期	全钢子午胎 120 万条/年
	越南二期	全钢子午胎 95 万条/年
	越南三期	半钢胎 600 万条/年
通用股份	泰国一期	全钢胎 130 万条/年，半钢胎 600 万条/年
	泰国二期	半钢胎 1000 万条/年
	柬埔寨一期	全钢胎 90 万条/年，半钢胎 500 万条/年
	柬埔寨二期	全钢胎 75 万条/年，半钢胎 350 万条/年

资料来源：玲珑轮胎、赛轮轮胎、贵州轮胎、通用股份 2023 年年报，森麒麟、贵州轮胎互动易，《山东玲珑轮胎股份有限公司境外（塞尔维亚）投资扩建项目可行性研究报告》，《森麒麟（摩洛哥）年产 600 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目（二期）可行性研究报告》，《森麒麟（摩洛哥）年产 600 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目可行性研究报告》，《赛轮（柬埔寨）年产 1200 万条半钢子午线轮胎项目可行性研究报告》，《赛轮轮胎柬埔寨年产 600 万条半钢子午线轮胎项目可行性研究报告》，《赛轮印尼年产 360 万条子午线轮胎与 3.7 万吨非公路轮胎项目可行性研究报告》，《江苏通用科技股份有限公司泰国 1000 万条高性能半钢子午胎扩产项目可行性研究报告》，HTI

2.3 公司成长：全球市占率超过 30%，积极布局海外市场

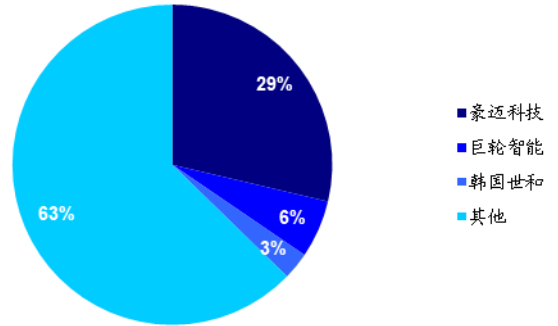
公司轮胎模具的全球市占率不断提升，2024 年超过 30%。从全球市场来看，根据我们测算的全球轮胎模具市场空间，2022 年豪迈科技、巨轮智能、韩国世和轮胎模具市场份额分别为 29%、6%、3%。其中，公司全球市占率不断提升，根据豪迈科技互动易平台以及《2024 年 7 月 24 日投资者关系活动记录表》，2013 年，公司轮胎模具全球市占率仅为 8%-10%，至 2024 年上半年公司市占率提升至 30% 以上。

图18 公司轮胎模具全球市占率不断提升



资料来源：豪迈科技互动易平台、《2024年7月24日投资者关系活动记录表》，HTI

图19 2022 年全球轮胎模具市场份额

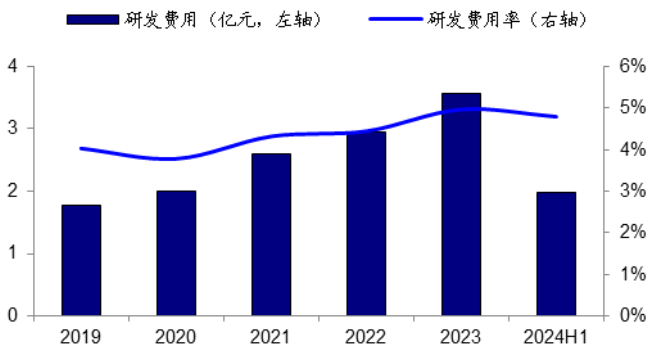


资料来源：Wind，米其林年报，豪迈科技招股说明书，HTI 测算

我们认为，公司在过去十余年逐渐成为轮胎模具行业的龙头，竞争优势主要包括注重研发创新带来的技术优势、产业链向上延伸带来的成本及交期优势、注重渠道开拓获得的优质客户优势。具体来看：

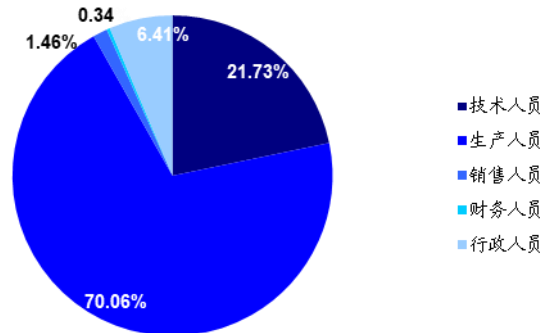
1) 研发创新：公司保持较高研发投入，在加工设备、生产工艺、产品规模等方面不断创新。公司研发费用率及技术人员占比保持较高水平，一直致力于轮胎模具专用数控机床的设计研发、轮胎模具的结构设计和加工工艺的不断创新。在加工设备方面，公司利用自主研发的专用数控电火花成型机床成功开发轮胎模具花纹的 EDM 加工工艺，使花纹精度大幅提高，得到顶级客户的普遍认可，并相继研发轮胎模具铣花设备、精密分度装置、CNC 电极铣床、CNC 电火花机床及相关软件。在生产工艺方面，公司同时掌握电火花、雕刻、精铸铝三种模具加工技术，并运用激光雕刻、3D 打印等多种全新工艺，具备全面性、先进性、稳定性优势。在产品规模方面，公司可进行定制化生产，产品尺寸从轮辋直径 R9 到轮辋直径 R63。花纹种类从普通花纹到雪地胎花纹、蜈蚣腿花纹、怪异花纹、概念花纹等复杂花纹，材质涵盖锻钢、铸钢和锻铝，产品应用领域覆盖乘用车模具、载重胎模具、工程胎模具、巨型胎模具，规格型号达千余种。强大的研发能力为公司持续完善产品结构、提高产品竞争力、扩大市场份额、增强品牌影响力、提高抵御市场风险能力提供了坚实的保证。

图20 2019-2024H1 公司研发费用及研发费用率



资料来源：Wind，HTI

图21 2023 年公司员工构成

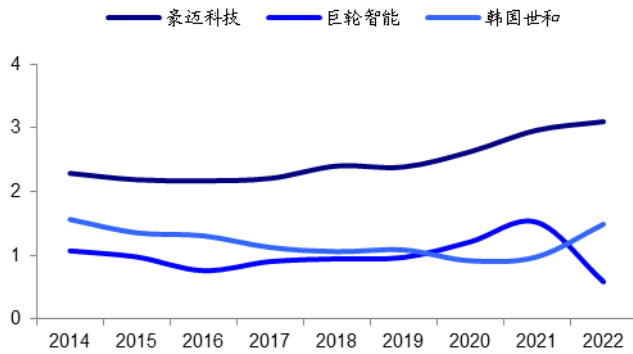


资料来源：豪迈科技 2023 年年报，HTI 测算

2) 产业链向上延伸：公司自制生产设备并布局铸锻环节，具备良好的成本管控能力。在生产设备方面，公司自研专用设备，一方面降低设备的外购成本，另一方面提高固定资产周转率，通过降低固定资产折旧以摊薄模具产品的单位成本。在上游环节布局方面，公司通过 IPO 募资建设高档精密锻铸中心项目，根据公司招股说明书，该项目投产后可提高产品综合毛利率约 1-3%。在成本管控体系方面，公司通过设备升级、工艺改进、加强管理等方式加强生产和采购等环节控制，提高加工精度不断降低“单边余量”，同时在采购铸锻件时制定最小“单边余量”来控制采购成本，使得单位产品耗用原材料比例不断降低；并在供应商体系中引入合作和竞争的机制，从而获得比市场价格低约 3%-4% 的平均采购价格。

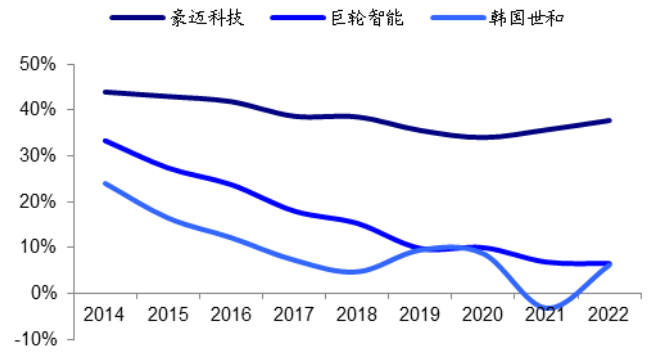
综合来看，公司产品质量高、性能稳定，劳动力成本优势和专用设备优势突出，相比国外同类、同质量的产品成本低 30%-40%，具有更强的国际市场竞争能力。同时，公司加工效率更高、响应速度更快，及时解决客户交期痛点。轮胎模具对轮胎生产的成功率和质量影响很大，轮胎企业非常注重轮胎模具的质量、工期和供货稳定性。通过持续自主研发、更新换代多种模具制造自动化专用装备，公司乘用车模具、载重胎模具生产周期通常 2-3 个月，最短 28 天，工程胎模具及巨型胎模具平均在 4-6 个月，加工效率行业领先。

图22 豪迈科技固定资产周转率显著高于竞争对手



资料来源: Wind, HTI

图23 豪迈科技轮胎模具业务毛利率显著高于竞争对手



资料来源: Wind, HTI 测算 (注: 韩国世和为综合毛利率)

3) 优质客源: 公司产品质量及性能达到国际领先水平, 拥有国际轮胎知名厂商客户源。公司产品主要定位于中高端市场, 产品的质量稳定性、精度保持性、花纹结构复杂性等指标达到国际先进水平, 获得国际轮胎知名厂商的高度认可与好评。国内客户方面, 公司的客户涵盖包括佳通、固铂成山、双钱、三角轮胎、河南风神、杭州中策、玲珑轮胎、广州万力等国内十大品牌轮胎制造商在内的大中型轮胎企业; 国外客户方面, 公司相继赢得了日本普利司通、美国固特异、法国米其林、德国大陆、美国固铂、意大利倍耐力等世界轮胎巨头的供应商能力认可, 与全球前 75 名轮胎生产商中的绝大多数企业都已建立了业务关系。

表 6 公司轮胎模具细分市场主要客户

产品类型	主要客户
乘用车模具	米其林、固特异、三角轮胎、固铂、华南橡胶、建大橡胶、杭州中策等
载重态模具	普利司通、米其林、双钱、固铂、佳通、三角轮胎等
工程胎模具	普利司通、固特异、双钱、山东兴达、时风巨兴、河南风神、三角轮胎
巨型胎模具	固特异、双钱、山东兴达、时风巨兴、昊华南方等

资料来源: 豪迈科技招股说明书, HTI

表 7 公司轮胎模具业务获得国外多家轮胎龙头企业高度认可

客户	时间	事件	客户	时间	事件
固特异	2009、2010 年	公司在美国固特异的全球模具供应商系统中在质量、工期、服务、价格等方面综合排名第一，成为固特异全球最大的轮胎模具外部供应商	德国大陆	2010 年	公司被德国大陆评为 A 级供应商
	2011 年	公司继续保持美国固特异全球最大的外部轮胎模具供应商的地位，获得固特异 2011 年度最佳模具供应商称号		2011 年	公司获得德国大陆 2011 年度最佳模具供应商称号
	2010 年	公司获得米其林“2009 年供应商杰出表现奖”		2012 年	公司连续第二年荣获德国大陆公司的全球最佳乘用车模具供应商称号
米其林	2018 年	公司从米其林全球 60000 多家供应商中脱颖而出，成为五家“最佳供应商”之一，也是亚洲唯一的获奖企业及米其林授奖的第一家中国供应商		2013 年	公司同时获得德国大陆乘用车和载重胎模具两项最佳供应商奖
	2019 年	公司获得米其林“工程质量奖”	普利司通	-	公司是国内首家获得日本普利司通授予的“亚洲地区模具合格供应商证书”的企业
	2020 年	公司获得米其林“工程安全奖”		2011 年	公司成为日本普利司通全球最大的轮胎模具供应商
固铂	2011 年	公司获得固铂 2011 年度最佳模具供应商称号		2012 年	世界轮胎规模排名第一的普利司通(普利司通国内外公司合并统计口径)成为公司第一大客户；自 2012 年起，公司成为日本普利司通最大供应商，并通过多项认证

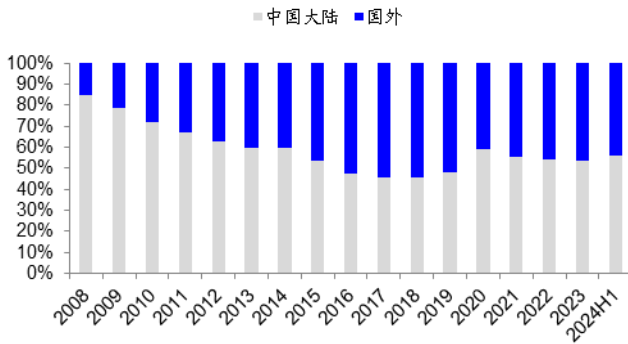
资料来源：豪迈科技招股说明书、2011-2013 年报、官网，HTI

加速海外布局，出海增厚盈利能力。自 2013 年并购美国 GMS 公司起，公司拉开了全球战略布局的序幕，已在美国、泰国、匈牙利、印度、巴西、越南、墨西哥、柬埔寨等地设立子公司，具备较为完备的全球生产服务体系，不仅大幅提升抗风险能力，还有利于提升盈利表现。根据 Wind，公司国外业务的收入占比稳健提升，毛利率长期高于国内同期水平。2024H1，公司主营业务中来自国外收入的比重为 44%，海外毛利率达到 43.09%，比国内高出 14.09pct。

图24 公司在全球具备较为完备的生产服务体系布局

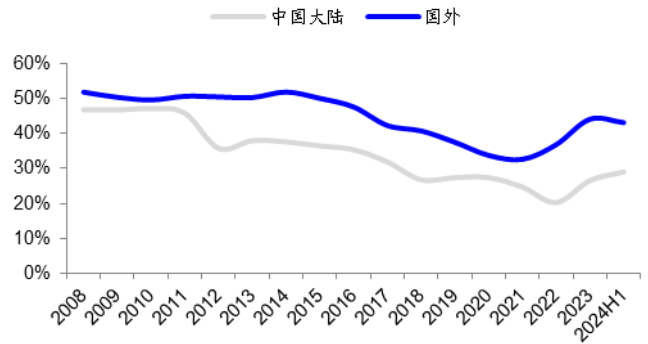

资料来源：豪迈科技官网，HTI

图25 2008-2024H1 公司主营业务国内外收入结构



资料来源: Wind, HTI

图26 2008-2024H1 公司国内外毛利率



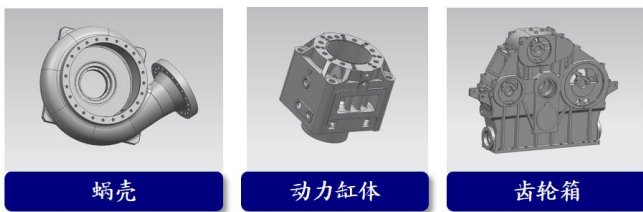
资料来源: Wind, HTI

3. 大型零部件机械：下游以燃气轮机、风电为主，产品结构持续优化

3.1 产品结构：以燃气轮机、风电逐渐为主，具备一体化柔性生产优势

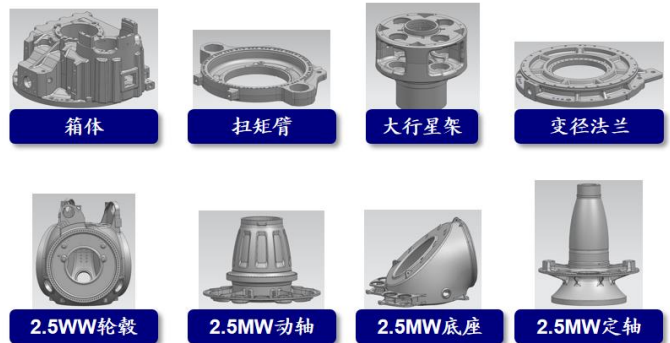
公司的大型零部件机械业务以风电、燃气轮机等能源类产品零部件的铸造及精加工为主，依托强大的研发、铸造实力和机械加工能力形成铸造加工一体化的综合优势。在燃气轮机领域，公司为全球多家知名的压缩机制造商提供了优质的压缩机零部件，各种零部件型号多达两千余种。主要产品包括压缩机壳体，齿轮箱，动力缸体，气缸体，蜗壳，叶轮等。在风电领域，公司从 2009 年涉足风电零部件制造，形成了以轮毂、底座产品为代表的大风电零件业务板块和以行星架、扭矩臂、法兰、箱体、齿圈产品为代表的齿轮箱零件业务板块，能够为客户提供铸件+焊接+加工+喷涂+检验+售后的一站式服务，与世界主要的风机制造商和齿轮箱制造商建立了合作关系，产品涵盖陆上风电零件和海上风电零件，具备提供 20MW 及以上风机零部件制造的能力。

图27 公司燃气轮机业务产品



资料来源: 豪迈科技官网, HTI

图28 公司大风电、风电齿轮箱产品

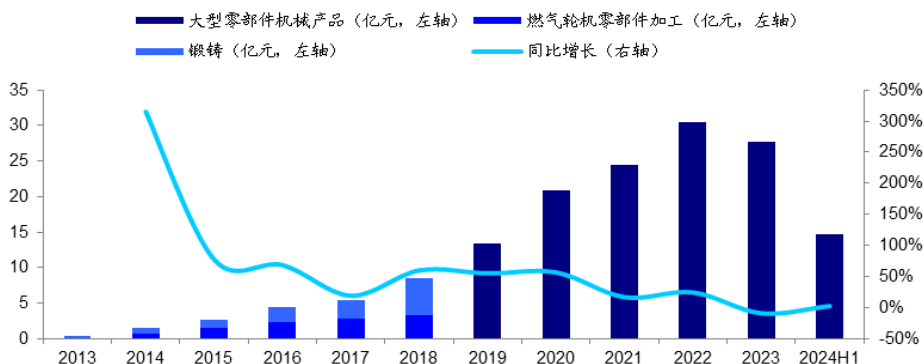


资料来源: 豪迈科技官网, HTI

公司可生产铸铁和铸钢件，根据客户需求柔性化调配产能：1) 生产材质及产能：铸铁领域可制造灰铁&球铁，单重范围 0.5-100 吨，产能 24 万吨/年；铸钢领域可制造碳钢&合金钢&不锈钢，单重范围 4-80 吨，产能 1 万吨/年。2) 柔性化能力：公司燃气轮机铸件和风电铸件产能通用，可根据各行业发展、客户需求及订单情况灵活调配。

得益于铸造加工一体化、柔性化生产优势，公司近年来大型零部件机械业务保持较快发展。自 2013 年以来公司大型零部件机械业务保持较快发展，2013-2023 年收入 CAGR 达到 54.29%。

图29 2013-2024H1 公司大型零部件机械业务收入及增速

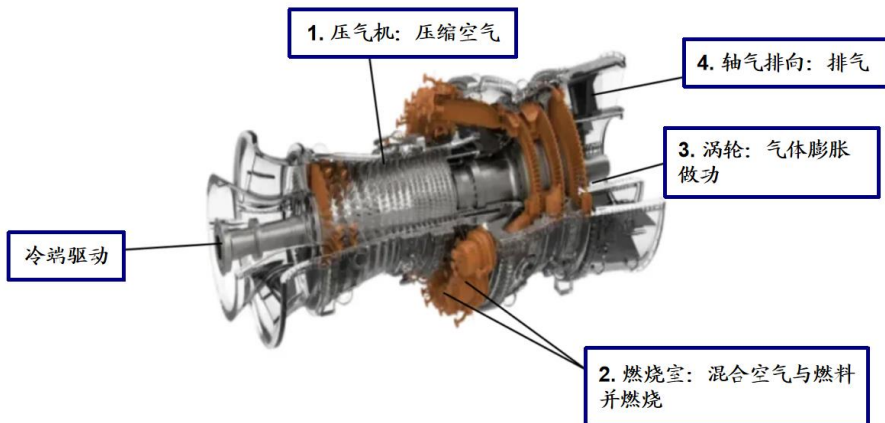


资料来源：豪迈科技 2013、2014、2016、2018、2020、2022、2023 年年报、2024 年半年报，Wind，HTI

3.2 燃气轮机：受益国产替代及能源转型，公司品牌优势显著

燃气轮机是将热能转化为机械功的连续式旋转机械。燃气轮机是以连续流动的气体为工质带动叶轮高速旋转，将燃料的能量转变为有用功的内燃式动力机械，工作流程涉及压缩、加热、膨胀和冷却四个主要过程，产品主要包括压气机、加热工质的设备（例如燃烧室），透平、控制系统和辅助设备。燃气轮机应用广泛，涵盖发电、舰船和机车动力、管道增压等能源、国防、交通领域。

图30 PSM F 级燃气轮机侧面图



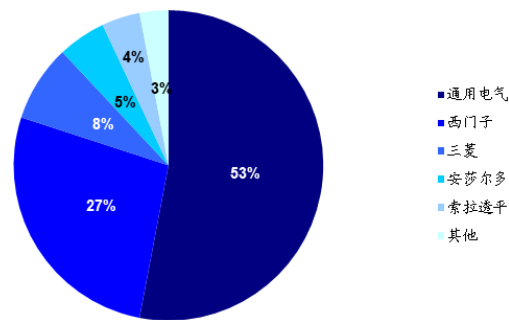
资料来源：航空产业网微信公众号，HTI

燃气轮机被誉为工业制造“皇冠上的明珠”，全球市场由外资长期垄断。燃气轮机属于涡轮航空发动机的工业化改型，对材料、加工工艺、机电一体化程度、自控水平有着极高的要求，代表了国家的工业化程度水平，与航空发动机并称“两机”。我国自主研发能力相对滞后，国际市场被欧美日垄断并技术屏蔽。例如，燃气轮机性能很大程度上取决于高温透平叶片的铸造和加工水平，航空动力发达国家拥有先进的熔模铸造技术，而我国熔模铸造前沿技术仍有较多需要追赶的地方。现阶段，国内燃气轮机市场基本被通用电气公司、西门子公司、三菱等国外公司垄断。

表 8 燃气轮机涉及多项技术要求

技术要求	具体说明
压气机	压气机气动高负荷、高效率、高转速设计技术,气动性能高稳定性设计技术,整机气动性能模拟与实验技术等
燃烧室	燃料燃烧模拟设计与验证技术,火焰筒壁涂层与多层结构设计技术,气体燃料与液体燃料喷嘴设计与测试技术等
透平	动叶片、静叶片、轮盘冷却设计与试验技术,叶片单晶制造技术,叶片中空铸造及冷却技术
材料	强抗热腐蚀定向和单晶高温合金体系,高温合金材料体系,陶瓷涂层材料技术等
系统设计	叶片冷却空气系统设计、性能分析和调试技术,控制系统自动控制,可调静叶片自动控制等
系统工艺技术	复杂中空结构铸造技术,高温透平叶片加工、焊接、热处理、检测等工艺,叶片涂层技术等

资料来源:两机动力先行微信公众号, HTI

图31 2018 年全球燃气轮机市场竞争格局


资料来源:两机动力先行微信公众号, HTI

背靠产业协同, 公司燃气轮机零部件获国内外主流客户高度认可。凭借机床制造、模具加工方面的技术经验积累, 公司燃气轮机零部件业务能为客户提供零部件毛坯、机械加工为一体的服务和产品, 并在成本、交货期等方面具备较强的竞争力, 主要客户已涵盖 GE、三菱、西门子、上海电气、东方电气、哈电等国内外厂商。

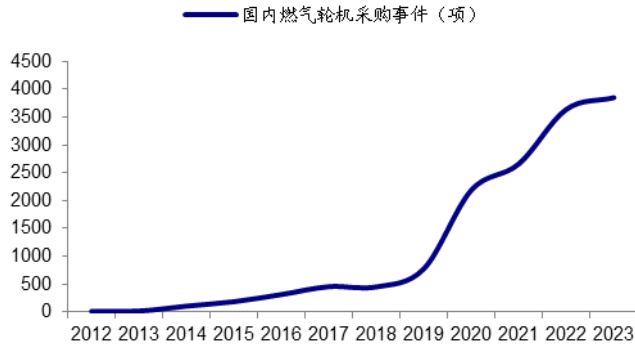
表 9 公司大型零部件机械业务多次获得国内官方协会及国际知名客户高度认可

公司/协会	时间	奖项
中国铸造协会	2014 年、2018 年	优质铸件金奖 (特别奖)
GE	2018 年	“最佳交付”奖、“优秀客户关注”奖
	2020 年	“COVID-19 最佳配合”奖
卡特彼勒	2018 年	“最佳供应商”奖
NGC	2018 年	“最佳供应商”奖
西门子能源	2018 年	“最佳供应商”奖
西门子	2020 年	“卓越服务”奖
三菱	2019 年	“最佳合作伙伴”奖
金风科技	2020 年	“优秀交付”奖

资料来源:豪迈科技官网, HTI

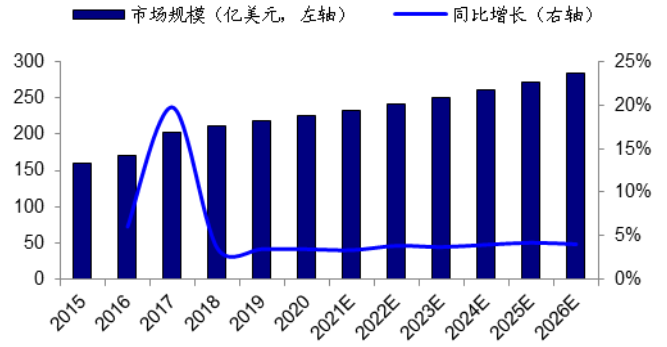
受益国产替代政策推动及能源转型需求, 燃气轮机市场发展空间广阔。政策方面, 我国于 2015 年启动“两机”重大专项, 燃气轮机事业受到国际政策大力支持, 上海电气、东方电气、哈电等国内企业不断提升生产技术水平, 加速国产替代进程。根据航空产业网微信公众号统计, 我国燃气轮机产业链相关采购事件数量正在逐年稳定上升, 自 2018 年后, 采购订单数量进入快速增长阶段, 燃气轮机产业链供应链呈现快速发展态势。**能源转型层面, 天然气动力替代煤炭动力、新型电力系统调峰、国际主要厂商 (GE、三菱、西门子等) 氢燃料燃气轮机的开发为燃气轮机打开更多的应用需要。**根据前瞻产业研究院预测, 2023 年全球燃气轮机市场规模 250 亿美元, 预计到 2026 年有望达到 283 亿美元。

图32 国内燃气轮机产业链供应链保持快速发展



资料来源：航空产业网微信公众号，HTI

图33 2015-2026 年全球燃气轮机市场规模

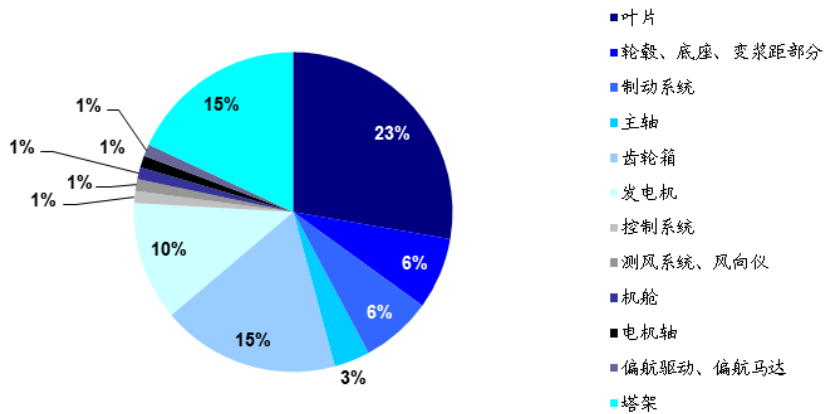


资料来源：前瞻产业研究院及其援引 Statista，HTI

3.3 风电铸件：关键部件属性，中长期受益风电新增装机上行

风电铸件是风力发电机中的关键部件，占风电整机成本 8%-10%。风电铸件是集配料、熔炼、铸造、精加工和检测等工序于一体的高技术附加值产品，决定了风电整机的精密性和可靠性。根据吉鑫科技招股说明书及其援引中国铸造协会测算，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%，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。

图34 风电整机成本结构



资料来源：吉鑫科技招股说明书，HTI

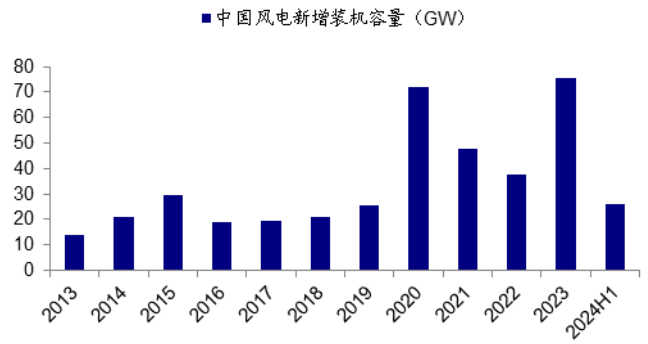
中长期来看，风电行业仍有较大发展机会。自 2021 年陆上风电进入平价上网、2022 年海峰进入平价或竞价上网新阶段，国内风电整机招标进入调整周期。但随着产品大型化和轻量化技术路线推行成功，行业成长空间的天花板被打开，风电装机量再创新高。根据 Wind，2023/2024H1 中国风电新增装机容量分别达到 75.66/25.84GW，同比增长 38.03/2.85GW。中长期来看，风电仍有较大发展空间。根据 CWEA 预测，2024 年、2025 年、2030 年中国风电新增装机量将在 75~85GW、85~95GW、150GW 以上。

图35 2013-2024H1 中国风电累计装机容量



资料来源: Wind, HTI

图36 2013-2024H1 中国风电新增装机容量



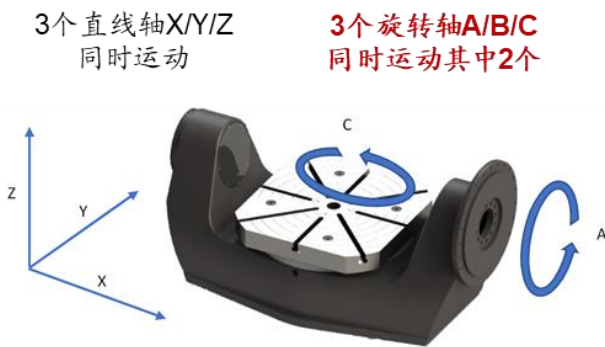
资料来源: Wind, HTI

4. 机床：聚焦高端五轴机床，集团协同效应加速发展

4.1 五轴机床：复杂曲面重要加工手段，市场稳步增长

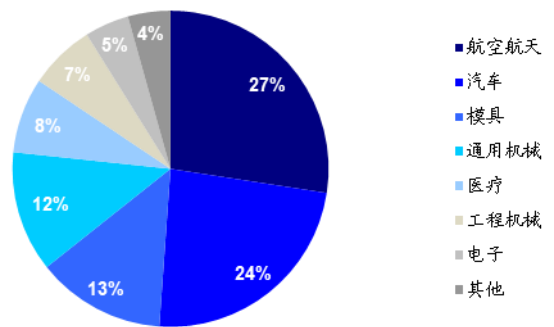
五轴机床属于高端机床设备，是航空航天、汽车等先进制造业复杂曲面的重要手段。数控机床运动方向可以用代表直线方向的 X、Y、Z 三轴以及代表旋转方向的 A、B、C 三轴表示，联动轴数数量是衡量机床性能高低的指标之一。五轴联动数控机床是指具备基本直线轴三轴 X、Y、Z 及附加的旋转轴 A、B、C 中的两轴，通过五轴同时运动任意调整刀具或工件实现空间复杂型面的加工，是目前可以实现的最大联动轴数。五轴机床具备多轴联动的特点，适合形状复杂、多线型、异形曲面的加工方向，是解决叶轮、叶片、船用螺旋桨、重型发电机转子、汽轮机转子、大型柴油机曲轴等产品加工的唯一手段，被广泛应用于航空航天、科研、船舶、高精度医疗设备等高端行业。

图37 五轴联动数控机床运动方式示意图



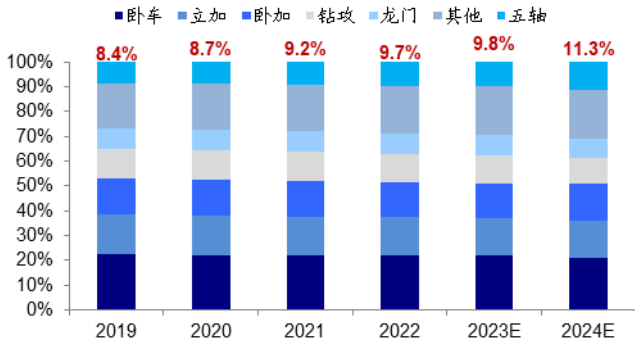
资料来源: 科德数控招股书, HTI

图38 2023 年中国五轴机床应用领域结构

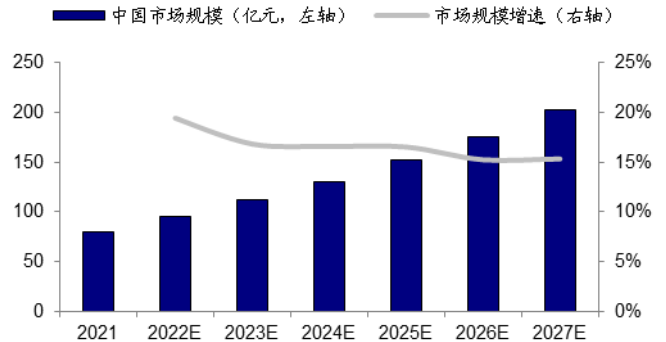


资料来源: MIR DATABANK, HTI

下游高效加工需求的驱动下，五轴机床市场规模稳步提升。航空航天、汽车、模具等产业对加工设备的精度、效率、一致性方面提出更高要求，而机床设备成本和效率是客户选购产品的首要考虑因素，其中工序集中带来的人员、设备场地减少尤其重要。对比一般的三轴机床，五轴机床能够一次性加工连续光滑自由曲面，保证了作业的精度和一致性，工作效率相当于三轴机床的 2~3 倍，有加工范围广、加工质量精、工作效率高的优势。目前，五轴机床在航空航天、模具、新能源等领域有替代三轴机床的趋势，在数控机床销量中的占比逐年提升。根据科德数控《向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿）》援引 QY Research 和 MIR DATABANK，2021 年中国五轴数控机床市场约 80.3 亿元，到 2027 年有望达到 202 亿元，行业规模保持稳健发展。

图39 2019-2024E 中国数控金属切割机床销量结构


资料来源：MIR DATABANK《2023年中国机床市场回顾与2024年市场展望》，HTI

图40 2021-2027年中国五轴机床市场规模及增速


资料来源：科德数控《向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿）》援引 QY Research 和 MIR DATABANK, HTI

五轴机床具备强烈的自主可控诉求，政策加码助力国产替代。五轴联动数控技术是衡量一个国家复杂精密零件制造能力技术水平的重要标准之一，西方发达国家长期将五轴机床及其数控系统视为战略物资，对中国实行严格的技术封锁和出口限制，国内重点产业对五轴机床加工设备具备较强的自主可控需求。近年来我国政府出台一系列相关政策大力支持国产数控机床以及下游航空航天、模具、汽车行业的研发创新和国产替代，以五轴加工中心为代表的高端工业母机迎来快速发展期。

表 10 国家相关部门近年来制定多项政策鼓励工业母机产业发展

时间	主体	文件/事件	内容
2019年	工信部等	《制造业设计能力提升专项行动计划（2019-2022年）》	在高档数控机床和机器人领域，重点突破系统开发平台和伺服机构设计，强化高端装备制造业的关键设计
2019年	发改委	《产业结构调整指导目录（2019年本）》	将“高档数控机床及配套数控系统：五轴及以上联动数控机床，数控系统，高精度、高性能的切削刀具、量具量仪和磨料磨具”列为鼓励发展项目
2021年	国资委	国资委会议	要把科技创新摆在更加突出的位置，推动中央企业主动融入国家基础研究、应用基础研究创新体系，针对工业母机等加强关键核心技术攻关，努力打造原创技术“策源地”，肩负起产业链“链主”责任，开展补链强链专项行动，加强上下游产业协同，积极带动中小微企业发展。
2022年	中国机械工业联合会	《重大技术装备推广应用导向目录机械工业领域（2022年版）》	将“高端工业母机之数控机床”列为目录内容第一大项，包括卧式五轴加工中心、立式五轴加工中心、五轴联动铣车复合加工中心等
2023年	财政部等	《关于提高集成电路和工业母机企业研发费用加计扣除比例的公告》	集成电路企业和工业母机企业开展研发活动中实际发生的研发费用，未形成无形资产计入当期损益的，在按规定据实扣除的基础上，在2023年1月1日至2027年12月31日期间，再按照实际发生额的120%在税前扣除；形成无形资产的，在上述期间按照无形资产成本的220%在税前摊销
2024年	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	推进机械等重点行业设备更新改造，深入推进机床等传统设备再制造

资料来源：中国政府网，国资委官网，机经网微信公众号，工信部官网，HTI

4.2 公司：受益集团协同效应，五轴、转台外销打开新格局

公司具备近30年的机床研制底蕴，受益集团协同效应，产品性能业内领先。公司自1995年开始研制机床装备，多年以来公司自制机床产品主要供给内部使用，借助集团项目为机床提供的丰富应用场景，以应用端需求拉动技术攻关和产品研发，持续改进产品创新和升级。公司自主研制的五轴联动加工中心、精密加工中心等核心产品已达到行业先进水平。2024年，公司首次参加中国数控机床展览会，共展出卧式五轴车铣复合加工中心、卧式车铣复合加工中心、卧式五轴加工中心、立式五轴车铣复合加工中心、五轴叶片加工中心五款高端产品，其中前两款机床获得了中国机床协会颁发的“春燕奖”，是本次展会中除科德机床之外唯一一家同时获得两项“春燕奖”的企业。

表 11 公司在 2024CCMT 展示的重点产品

机床类型	产品型号	图例	性能特点	应用领域	所获奖项
卧式五轴车铣复合加工中心	THS1250-C		采用正 T 型床身，中封式立柱结构，具有良好的结构刚性和稳定性；搭载大扭矩电主轴，扭矩 560Nm (SG-40%)，可满足难切削材料的高效加工需求。采用热对称结构设计及全闭环控制，确保高精度和热稳定性；选配车削功能，一次装夹可完成车、铣、镗等加工任务	模具、汽车、能源等行业	春燕奖
卧式车铣复合加工中心	CXH6510		采用正交式结构设计，具有良好的稳定性；车削和铣削电主轴及大摆角 B 轴的搭配，一次装夹可完成工件全部或大部分工序的加工，实现高效率生产；可根据不同工况，灵活选配第二主轴、尾座、下刀架、中心架等	船舶、汽车、模具等行业异形回转体零件加工	春燕奖
卧式五轴加工中心	THS2000		采用整体框架式结构，加工直径可达 2000mm；一次装夹即可完成复杂零件加工；直线轴和回转轴均采用直驱技术，直线轴快移速度可达 120m/min；整机全闭环控制，高精度位置反馈；配备 12 路工装接口，可实现工装多点位自动松夹	新能源汽车大型一体压铸零部件加工	-
立式五轴车铣复合加工中心	XHS630-C		采用整体式龙门结构铸造床身及三角支撑横梁，具有良好的热稳定性及结构刚性，直线轴速度可达 60m/min；搭载大扭矩电主轴及直驱摇篮转台，可满足高速、大扭矩切削；通过进给自适应控制、负载自适应控制、主轴热补偿等，进一步提高加工效率和精度；配备车削功能，一次装夹可完成铣、车、钻、镗、铰等加工任务	精密模具、透平机械、汽车、医疗器械、3C 等行业	-

资料来源：豪迈集团微信公众号，CCMT 官网，HTI

公司通过产业协作以及自研方式保障数控系统、关键功能部件的自主可控。关键功能部件是高端五轴联动机床的核心壁垒之一，直接决定其的功能、性能、可靠性和盈利能力。在数控系统领域，公司自 2021 年开始和华中数控合作，历经多轮百日公关攻克多个五轴加工领域的难题，已配套华中数控系统百余台套。在关键功能部件领域，公司采用先进的直驱技术自主研发摇篮转台，精度和性能达到国内外领先水平，产品种类涵盖单轴立式、单轴卧式、双轴单臂、双轴双臂四大类，推向市场的种类超过 50 种。

表 12 华中数控高端五轴数控系统产品包技术亮点

亮点	具体说明
超匀顺曲面插补功能	在数控系统端匀顺 G 代码轨迹，提高插补轨迹平滑性与连续性，显著改善加工件表面质量，根据精度模型施加前馈，各轴跟随误差近零控制，提高加工精度，根据机床性能自适应调整进给速度，提高加工效率
新 RTCP 技术	具备标准五轴机床、六轴机床、七轴冗余自由度机床 RTCP 功能，支持 100+ 机床构型，满足不同加工场景位置和速度精确控制，提高加工平顺性
CAM-CNC 融合	五轴产品标配国产千机 CAM 软件，支持通用三轴、3+2、五轴加工自动编程；配套后置处理软件可根据机床结构定制生成加工程序
远程运维	建立机床全生命周期档案，实现设备在线监控及故障预警，变被动服务为主动服务，缩短设备维修时间，提高机床使用寿命，实现用户及设备降本增效
开放平台	提供系统界面、数据互联、加工工艺、数控装置等多场景数控系统定制开发
智能优化工具包	数控系统通过参数调试、数据采集、分析优化等步骤，对四款智能优化工具包提质增效

资料来源：华中数控微信公众号，HTI

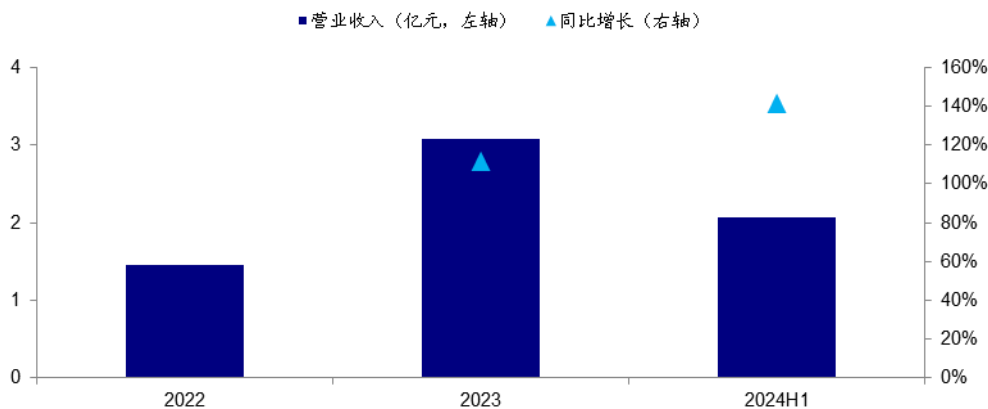
图 41 公司直驱转台产品种类



资料来源：豪迈科技官网，HTI

公司机床业务增长快速。经过多年积累，公司机床在 2022 年实现对外销售，在线运行自制数控装备近 2000 台，涉及 100 多个种类，其中 80% 为五轴类机床，拥有从业人员 1400 多名，工程技术人员占比超 35%，产能 1000 台（套）/年。公司机床业务保持较快增长，2023/2024H1 实现收入 3.08/2.07 亿元，同比增长 111.76%/141.31%。

图42 2022-2024H1 公司机床业务收入及增速



资料来源：Wind，豪迈科技 2024 年半年报，HTI

5. 盈利预测与估值

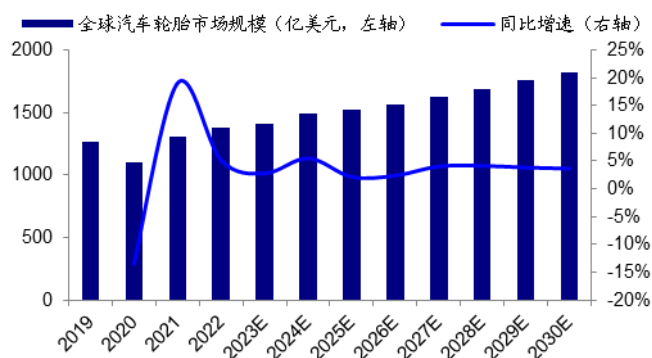
5.1 盈利预测：2024/2025 年归母净利润 19.07/22.02 亿元

我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 84.20/95.17/107.21 亿元，同比增长 17.50%/13.03%/12.65%；归母净利润为 19.07/22.02/25.08 亿元，同比增长 18.29%/15.49%/13.87%。分业务来看，主要假设如下：

1) 汽车轮胎模具：

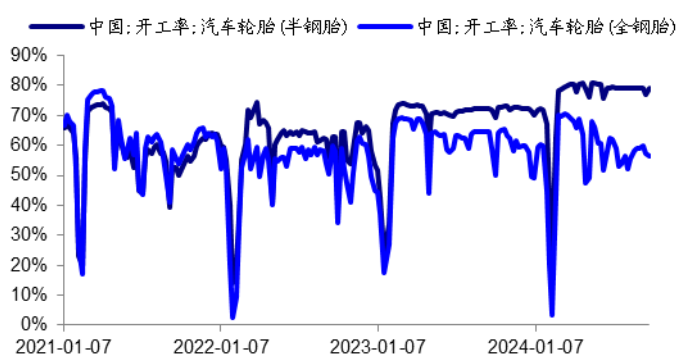
①行业：中长期来看，汽车轮胎行业需求有望维持稳健增长。从下游来看，根据百谏方略研究中心百家号预测，2023 年全球汽车轮胎消费市场规模将达到 1412.51 亿美元，预计 2030 年将达到 1819.65 亿美元，2023-2030 年 CAGR 为 3.38%；从轮胎模具来看，根据我们前文的测算，预计 2023 年全球轮胎模具市场规模约 113 亿元，有望稳定增长至 2028 年的 125 亿元。分市场来看，亚洲是全球最大的汽车轮胎消费市场，2023 年市场规模将达到 507.2 亿美元，约占全球 35.9%，其中，中国市场规模约为 273.6 亿美元，在亚洲中占比约 54%，印度、东南亚等其他亚洲发展中国家的工业化进程将进一步促进汽车轮胎的市场消费。同时，我们看到，中国汽车轮胎开工率维持相对高位，2024H1 国内外轮胎行业主要上市公司的资本开支呈现较高增速，国内轮胎企业正加速海外产能建设，我们认为这将进一步支撑轮胎模具的采购需求。

图43 2019-2030 年全球汽车轮胎市场规模及未来预测



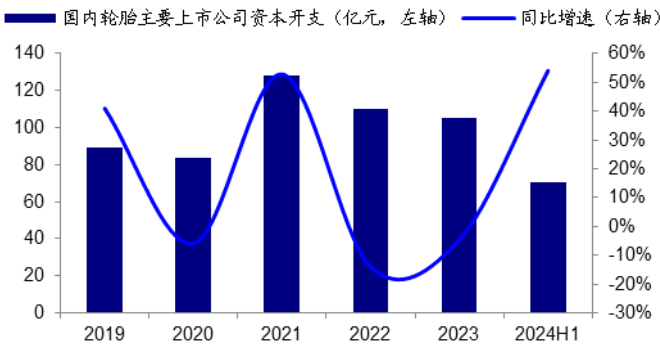
资料来源：百谏方略研究中心百家号，HTI

图44 中国汽车轮胎开工率



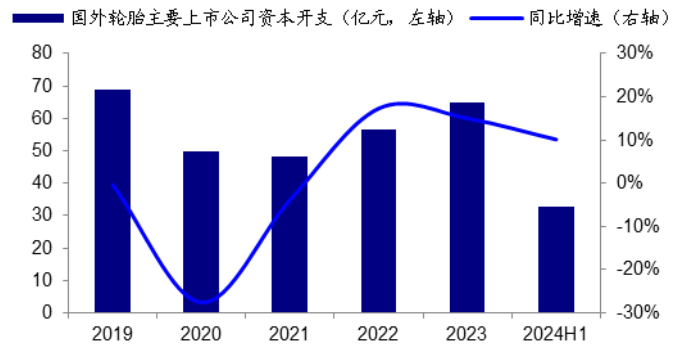
资料来源：Wind，HTI

图45 2019-2024H1 国内轮胎主要上市公司资本开支



资料来源: Wind, HTI
注: 主要上市公司包括赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟、三角轮胎、贵州轮胎、风神股份、青岛双星、通用股份、佳通股份、浦林成山

图46 2019-2024H1 国外轮胎主要上市公司资本开支



资料来源: Bloomberg, HTI
注: 主要上市公司包括米其林、普利司通、固特异、德国大陆、倍耐力、住友橡胶、韩泰轮胎、横滨橡胶

②公司: 作为行业领先的第三方专业轮胎模具厂商, 公司具备长期积累的研发创新能力、产业链向上延伸带来的成本及交期优势、优质客户的深度合作关系, 有望持续受益于下游轮胎企业资本开支的高景气, 市场地位持续巩固领先。

从收入端来看, 我们认为公司汽车轮胎模具业务增长驱动力主要来自于下游轮胎企业加大资本开支, 且公司积极拓展海外市场, 有望进一步受益于国内轮胎企业加速出海。2023 年, 国内轮胎行业整体复苏, 中国轮胎产量、出口量同比均实现较大幅度增长, 公司轮胎模具业务内销表现突出, 同比增速较快, 叠加轮胎模具海外订单需求的持续增长。2024H1, 公司不断进行设备和工艺优化革新, 泰国工厂产能持续提升、墨西哥工厂投产推动全球生产服务体系日趋完善, 轮胎模具业务订单表现优秀, 其中, 内销表现突出, 同比增速较快, 外销稳健增长。我们看好公司汽车轮胎模具业务凭借综合优势收入增速保持平稳, 预计 2024-2026 年该业务收入增长率为 15.00%/10.00%/8.00%。从毛利率端来看, 我们看好公司不断提升生产效率, 毛利率有望保持较高水平, 预计 2024-2026 年毛利率为 42.00%/42.00%/42.00%。

2) 大型零部件机械产品:

①行业: 燃气轮机方面, 燃气轮机作为工业制造“皇冠上的明珠”, 将受益国产替代政策推动及能源转型需求, 具备较为广阔的发展空间。根据航空产业网微信公众号以及前瞻产业研究院, 自 2018 年后, 我国燃气轮机采购订单数量进入快速增长阶段, 2023 年全球燃气轮机市场规模 250 亿美元, 预计 2026 年有望达到 283 亿美元。风电方面, 大型化、轻量化技术路线将打开风电行业长期发展空间。根据 CWEA 预测, 2024 年、2025 年、2030 年中国风电新增装机量将在 75~85GW、85~95GW、150GW 以上。

②公司: 公司大型零部件机械业务具备铸造加工一体化、柔性化生产优势, 铸铁、铸钢产能分别达到 24 万吨/年、1 万吨/年。得益于燃气轮机等领域优质客户的高度认可, 自 2013 年以来公司该项业务保持较快发展, 2013-2023 年收入 CAGR 达到 54.29%。

从收入端来看, 2023 年, 公司大型零部件机械产品实现收入 27.70 亿元, 同比下降 8.91%, 其中燃气轮机业务受益市场需求持续向好订单饱满, 风电业务受铸造产能过剩、招标价格持续走低等影响对整体收入起到负向作用, 但长期发展趋势可期。根据公司《2024 年 11 月 18 日和 11 月 19 日投资者关系活动记录表》, 2024Q1-Q3, 燃气轮机市场需求持续向好, 公司业务订单饱满, 营业收入保持了较好的增长, 燃气轮机营业收入占比同比提升。我们预计公司大型零部件机械产品在燃气轮机行业保持旺盛和风电行业有望边际回暖的增长驱动下实现稳定增长。预计 2024-2026 年该业务收入增长率为 10.00%/10.00%/9.00%。从毛利率端来看, 2023/2024H1, 公司大型零部件机械产品毛利率为 23.41%/24.48%, 同比+6.57pct/+4.36pct, 主要受产品结构优化、原材料价格降低、汇率变动及效率提升等因素影响。我们看好公司产品结构进一步优化, 毛利率有望维持稳健, 预计 2024-2026 年毛利率为 24.50%/24.50%/24.50%。

3) 机床业务:

①行业: 伴随制造业产业升级带来的复杂加工需求增多, 以及供应链自主可控的国家安全需求催化, 国内五轴机床行业发展态势较旺。根据科德数控《向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复(修订稿)》援引 QY Research 和 MIR DATABANK, 2021 年中国五轴数控机床市场约 80.3 亿元, 到 2027 年有望达到 202 亿元, 年复合增长率达到 16.64%。我们认为, 国内高端制造发展将为国产机床打开更多应用场景, 助力下游企业降本增效形成良性循环。

②公司: 公司具备多年轮胎模具等行业专用加工设备的研制和商业化落地的能力, 产能 1000 台(套)/年, 自 2022 年开启对外销售以来保持较快发展。2023/2024H1, 公司机床业务实现收入 3.08/2.07 亿元, 同比增长 111.76%/141.31%。另一方面, 由于公司并未披露机床业务毛利率, 因此我们参考同行业可比公司海天精工、纽威数控的毛利率进行估算。2019-2023 年, 海天精工毛利率位于 22.13%-29.94% 之间, 均值为 25.83%, 纽威数控毛利率位于 25.09%-27.49% 之间, 均值为 26.25%, 同时考虑到公司机床业务刚起步, 尚不具备明显的规模效应, 因此我们预计公司机床业务毛利率或小幅低于同业水平, 取 2023 年机床业务毛利率为 24.50%。我们看好公司机床业务持续保持较快发展, 规模效应凸显后毛利率有望稳定增长。

综上所述, 我们预计公司机床业务 2024-2026 年收入增长率为 65.00%/70.00%/60.00%, 毛利率为 25.00%/26.00%/26.00%。

4) 其他业务: 根据 Wind, 2023/2024H1 公司其他业务实现收入 2.98/2.50 亿元, 同比+63.69%/+46.58%。同时, 通过倒算, 公司其他业务 2023 年毛利率约为 42.65%。我们预计该业务保持稳健, 2024-2026 年收入增长率为 70%/0%/0%, 毛利率为 38.00%/38.00%/38.00%。

表 13 公司业务分拆预测

项目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万元)						
汽车轮胎模具	3357.47	3273.97	3790.06	4358.57	4794.43	5177.99
大型机械零部件	2441.08	3040.80	2769.72	3046.69	3351.36	3652.99
机床业务		145.67	308.46	508.96	865.23	1384.37
其他业务	209.78	181.79	297.56	505.86	505.86	505.86
合计收入	6008.33	6642.23	7165.81	8420.08	9516.88	10721.20
收入增长率(%)						
汽车轮胎模具	12.14%	-2.49%	15.76%	15.00%	10.00%	8.00%
大型机械零部件	16.94%	24.57%	-8.91%	10.00%	10.00%	9.00%
机床业务			111.76%	65.00%	70.00%	60.00%
其他业务	-1.60%	41.60%	63.69%	70.00%	0.00%	0.00%
合计增长率	13.48%	10.55%	7.88%	17.50%	13.03%	12.65%
分部毛利率(%)						
汽车轮胎模具	36.08%	38.04%	42.48%	42.00%	42.00%	42.00%
大型机械零部件	17.43%	16.84%	23.41%	24.50%	24.50%	24.50%
机床业务			24.50%	25.00%	26.00%	26.00%
其他业务			42.65%	38.00%	38.00%	38.00%
合计毛利率	28.53%	28.07%	34.65%	34.40%	34.17%	33.78%

资料来源: 公司 2021-2023 年年报, HTI

5.2 估值: 公司合理市值 427 亿元

考虑公司主营业务覆盖轮胎模具、大型零部件机械、数控机床三类业务, 我们采取分部估值法, 参考主要业务的可比公司 PE 以及公司归母净利润计算得出合理总市值。其中, 每个业务的 PE 参考可比公司情况进行调整取值, 分业务净利率与毛利率差额参考 2024 年公司归母净利率和综合毛利率差额(约 11.75pct)。具体来看:

1) **轮胎模具**: 我们预计 2024 年公司轮胎模具业务实现收入 43.59 亿元, 毛利率为 42.00%, 归母净利率约为 30.25%, 测算归母净利润约 13.18 亿元。我们选择软控股份(轮胎制造设备)、巨轮智能(轮胎模具)作为可比公司, 截至 2024 年 11 月 25 日, 可比公司 2024 年 PE 平均值为 15.96 倍, 考虑到公司在轮胎模具行业具备领先的行业地位, 我们给予公司轮胎模具业务 2024E 20-22 倍 PE, 对应市值约为 264-290 亿元;

2) **大型零部件机械产品**: 我们预计 2024 年公司大型零部件机械产品业务实现收入 30.47 亿元, 毛利率为 24.50%, 归母净利率约 12.75%, 归母净利润约 3.88 亿元。我们以联德股份(燃气轮机铸件)、日月股份(风电铸件)为可比公司, 截至 2024 年 11 月 25 日, 可比公司 2024 年 PE 均值为 17.77 倍, 考虑到公司铸件产能灵活调配, 在燃气轮机领域和国内外龙头公司形成高度合作关系, 在风电领域则受益于行业的长期发展, 我们给予公司大型零部件机械产品业务 2024E 22-24 倍 PE, 对应市值约为 85-93 亿元;

3) **数控机床**: 我们预计 2024 年公司数控机床业务实现收入 5.09 亿元, 毛利率为 25%, 归母净利率约为 13.25%, 测算归母净利润约 0.67 亿元。我们以海天精工(数控机床)、纽威数控(机床)、科德数控(五轴机床)为可比公司, 截至 2024 年 11 月 25 日, 可比公司 2024 年 PE 平均值为 29.12 倍, 考虑公司机床业务处于快速成长期, 我们给予公司数控机床业务 2024E 40-45 倍 PE, 对应市值约为 27-30 亿元;

4) **其他业务**: 我们预计 2024 年公司其他业务每年实现收入 5.06 亿元, 毛利率为 38.00%, 归母净利率约为 26.25%, 测算归母净利润约为 1.33 亿元。由于该业务缺乏可比公司, 我们按照 2024E 8-10 倍 PE 进行估值, 对应市值 11-13 亿元。

综上所述, 公司合理市值 427 亿元, 对应目标价 53.36 元/股, 对应 24 年综合 PE 为 22.39 倍, 给予“优于大市”评级。参考 PB 估值, 公司 2024 年 PB 为 4.32 倍(可比公司 2024 年 PB 估值 4.65 倍), 具备合理性。

表 14 可比公司估值 (2024/11/27)

业务	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	预估归母净利润 (亿元)		PE (倍)		PB (倍)	
				2024 年	2025 年	2024 年	2025 年	2024 年	2025 年
轮胎模具	软控股份	7.98	81.18	5.03	7.09	16.14	11.46	1.43	1.29
	巨轮智能	4.26	93.69	-	-	-	-	-	-
	平均值					16.14	11.46	1.43	1.29
大型零部件机械产品	日月股份	12.82	132.13	6.59	7.93	20.05	16.67	1.29	1.23
	联德股份	16.85	40.64	2.46	3.18	16.52	12.78	1.67	1.52
	平均值					18.28	14.72	1.48	1.38
数控机床	科德数控	70.41	71.61	1.34	1.95	53.50	36.78	4.65	4.16
	纽威数控	16.69	54.52	3.42	4.07	15.96	13.38	2.96	2.54
	海天精工	22.3	116.41	6.15	7.21	18.93	16.15	4.20	3.50
	平均值					29.46	22.10	3.94	3.40

资料来源: Wind, HTI

注: 可比公司 2024、2025 年归母净利润来自 wind 一致预测。

6. 风险提示: 业绩不达盈利预测的风险、竞争加剧等

公司层面风险:

1) **公司业绩不达盈利预测的风险**: 我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 84.20/95.17/107.21 亿元, 同比增长 17.50%/13.03%/12.65%; 归母净利润为 19.07/22.02/25.08 亿元, 同比增长 18.29%/15.49%/13.87%。如果公司由于行业竞争加剧等因素导致最终业绩不达盈利预测, 则会存在估值下修等风险。我们对公司的敏感性测算结果见表 15-16。

表 15 公司收入增速预测敏感性分析

项目	2023	2024E	2025E	2026E
预期收入 (百万元)	7165.81	8420.08	9516.88	10721.20
YOY	7.88%	17.50%	13.03%	12.65%
小幅低于预期收入 (百万元)	7165.81	7844.82	8592.55	9234.21
YOY	7.88%	9.48%	9.53%	7.47%
大幅低于预期收入 (百万元)	7165.81	7694.28	7944.70	8116.71
YOY	7.88%	7.37%	3.25%	2.17%
极端情况预期收入 (百万元)	7165.80	7523.49	7669.86	7784.81
YOY	10.30%	4.99%	1.95%	1.50%

资料来源: Wind, HTI

表 16 公司归母净利润增速预测敏感性分析

项目	2023	2024E	2025E	2026E
预期归母净利润 (百万元)	1612.09	1906.99	2202.40	2507.82
YOY	34.33%	18.29%	15.49%	13.87%
小幅低于预期归母净利润 (百万元)	1612.09	1713.23	1865.47	2016.51
YOY	34.33%	6.27%	8.89%	8.10%
大幅低于预期归母净利润 (百万元)	1612.09	1509.26	1529.48	1556.15
YOY	34.33%	-6.38%	-1.34%	1.74%
极端情况预期归母净利润 (百万元)	1612.09	1442.15	1426.24	1388.35
YOY	34.33%	-10.54%	-1.10%	-2.66%

资料来源: Wind, HTI

2) 海外扩展不及预期: 公司近年来跟随下游轮胎企业龙头加快海外基地的布局, 来自海外市场的业务在公司总收入中占比接近 50%, 如果公司轮胎模具业务国际化扩张速度放缓, 将对公司业绩产生不利影响。

3) 新业务开拓不及预期: 在大型零部件机械领域公司还涉足注塑机、工程机械、轨道交通等相关产品, 在机床领域公司仍处于外销起步阶段, 新业务发展放缓将拉低公司的增长速度。

行业层面风险:

1) 宏观经济发展放缓的风险: 轮胎模具、大型零部件机械、机床行业的发展与国内外宏观经济的环境和政策密切相关, 宏观经济的波动将会影响公司产品销售和业绩。

2) 市场竞争加剧的风险: 公司在轮胎模具、风电铸件等行业已成为业内龙头, 如果相关行业的竞争格局发生变化, 将影响公司的收入及利润。

3) 汇率波动的风险: 随着出口业务规模的增长, 公司的外币资产也将随之增加, 人民币对外币的汇率波动将有可能给本公司带来汇兑损益。

4) 原材料价格波动的风险: 公司主要原材料为锻钢件、铸钢件、铸铁件等, 如果原材料价格在短期波动较大, 将对公司的经营业绩产生较大影响。

估值层面风险:

1) 估值方法偏差: 采用分部估值法, 并未考虑每个业务费用情况的特殊性, 可能对利润估算与合理估值区间造成一定偏差; 同时, 也会产生一些四舍五入取数的误差。

公司主要从事子午线轮胎活络模具的生产及销售、大型零部件机械产品的铸造及精加工、机床装备相关产品的研发、生产和销售。公司作为国家高新技术企业，十分注重研发创新，取得了二百七十多项发明专利；陆续推出高效节能模具、电加热硫化机及电加热模具等新技术新产品；并持续自主研发、更新换代模具制造自动化专用装备，在提高生产效率、降低人工成本的同时，大大提高了产品的竞争力。在轮胎模具业务中，公司熟练掌握了电火花、雕刻、精铸铝三种模具加工技术，同时紧跟技术发展潮流，在模具制造过程中运用激光雕刻、3D 打印等多种全新工艺，在技术工艺的全面性、先进性、稳定性上具有同行业无可比拟的优势。在大型零部件机械产品业务中，公司依托强大的研发、铸造实力和机械加工能力，形成了铸造加工一体化的综合优势，有利于更好的满足客户需求、为客户提供便捷服务。公司机床产品向国际先进水平看齐，经过 20 多年的研发完善、迭代升级，在精度和性能方面达到国内领先水平，受到客户和业内专家的高度评价。

附表 前十大股东：

股东名称	占总股本比例(%)
张恭运	30.1200
柳胜军	13.4800
刘霞	6.7200
香港中央结算有限公司(陆股通)	4.9800
徐华兵	4.0400
中国农业银行股份有限公司-大成高新技术产业股票型证券投资基金	2.3700
招商银行股份有限公司-泓德丰润三年持有期混合型证券投资基金	1.5300
冯民堂	1.4700
张光磊	1.1800
招商银行股份有限公司-泓德臻远回报灵活配置混合型证券投资基金	0.9300
合计	66.8200

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)					营业总收入	7166	8420	9517	10721
每股收益	2.02	2.38	2.75	3.13	营业成本	4683	5524	6265	7099
每股净资产	10.77	12.36	14.24	16.38	毛利率%	34.7%	34.4%	34.2%	33.8%
每股经营现金流	2.01	2.02	2.66	2.94	营业税金及附加	77	67	76	86
每股股利	0.63	0.75	0.88	1.00	营业税金率%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	93	101	105	107
P/E	21.43	18.11	15.68	13.77	营业费用率%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%
P/B	4.01	3.49	3.03	2.64	管理费用	176	194	200	204
P/S	4.82	4.10	3.63	3.22	管理费用率%	2.5%	2.3%	2.1%	1.9%
EV/EBITDA	10.85	12.47	10.61	9.07	EBIT	1786	2179	2508	2848
股息率%	1.4%	1.7%	2.0%	2.3%	财务费用	-21	13	6	-1
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.3%	0.2%	0.1%	0.0%
毛利率	34.7%	34.4%	34.2%	33.8%	资产减值损失	-5	0	0	0
净利润率	22.5%	22.6%	23.1%	23.4%	投资收益	38	51	57	64
净资产收益率	18.7%	19.3%	19.3%	19.1%	营业利润	1844	2166	2502	2849
资产回报率	16.3%	16.5%	16.7%	16.7%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	18.0%	19.0%	19.1%	19.0%	利润总额	1844	2166	2502	2849
盈利增长 (%)					EBITDA	2099	2629	2991	3365
营业收入增长率	7.9%	17.5%	13.0%	12.7%	所得税	233	260	300	342
EBIT 增长率	40.3%	22.0%	15.1%	13.6%	有效所得税率%	12.6%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	34.3%	18.3%	15.5%	13.9%	少数股东损益	0	-1	-1	-1
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1612	1907	2202	2508
资产负债率	13.1%	14.6%	13.7%	13.0%					
流动比率	6.41	6.45	6.98	7.50	资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
速动比率	4.25	4.23	4.76	5.27	货币资金	1084	1935	2951	4105
现金比率	1.01	1.44	2.00	2.51	应收账款及应收票据	2594	2841	3199	3592
经营效率指标					存货	1672	2301	2610	2958
应收账款周转天数	106.51	97.94	98.22	97.96	其它流动资产	1552	1554	1560	1613
存货周转天数	126.67	129.50	141.12	141.19	流动资产合计	6903	8632	10320	12268
总资产周转率	0.77	0.78	0.77	0.76	长期股权投资	139	139	139	139
固定资产周转率	3.34	4.07	4.88	5.95	固定资产	2122	2015	1883	1723
					在建工程	157	208	252	289
					无形资产	374	364	354	344
					非流动资产合计	3010	2958	2890	2789
现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	资产总计	9914	11590	13210	15056
净利润	1612	1907	2202	2508	短期借款	0	60	30	0
少数股东损益	0	-1	-1	-1	应付票据及应付账款	319	384	435	493
非现金支出	324	462	497	532	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-44	-59	-55	-64	其它流动负债	758	895	1013	1143
营运资金变动	-287	-690	-518	-620	流动负债合计	1077	1339	1478	1636
经营活动现金流	1605	1620	2126	2356	长期借款	42	122	102	82
资产	-300	-377	-377	-377	其它长期负债	176	233	233	233
投资	-570	-35	-35	-35	非流动负债合计	218	355	335	315
其他	44	79	57	64	负债总计	1295	1694	1812	1951
投资活动现金流	-826	-334	-355	-347	实收资本	800	800	800	800
债权募资	41	142	-50	-50	归属于母公司所有者权益	8613	9891	11393	13101
股权募资	0	-28	0	0	少数股东权益	6	5	5	4
其他	-368	-560	-705	-804	负债和所有者权益合计	9914	11590	13210	15056
融资活动现金流	-327	-447	-755	-854					
现金净流量	456	850	1016	1155					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 27 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2023), HTI

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

The company is a global leader in tyre molds, with multi-business synergy and a culture of innovation driving continuous growth. Originating from specialized equipment for tyre molds, it has become a global leader. The company is expanding into gas turbines, wind power castings, and CNC machine tools. With competitive products and a strong culture, the company has seen rapid growth and strong cash flows. In 2023/2024H1, revenue was RMB 7.17/4.14 billion, up 7.88%/16.97% YoY, with net profit attributable to shareholders of RMB 1.61/0.96 billion, up 34.33%/23.93% YoY. Operating cash net inflow was RMB 1.61/0.34 billion. By the end of 2023 and mid-2024, contractual liabilities were RMB 0.11/0.18 billion, up 63.50%/62.71% YoY, indicating strong order books. Tyre Molds: The company maintains high prosperity and is globally competitive, with growth potential. The tyre mold industry benefits from rapid iteration and overseas expansion, maintaining high prosperity. The global market was RMB 11.30 billion in 2023, expected to reach RMB 12.50 billion by 2028. With advantages in R&D, cost, and customer base, the company's global market share exceeded 30% in 2024H1. The company is accelerating overseas expansion, opening further growth potential. Large Parts and Components: Growth in gas turbines and long-term wind power opportunities; the company has integrated casting advantages. With strong R&D and casting capabilities, large parts and components are a second growth curve. Gas turbines benefit from domestic substitution and energy transition, with broad development space and full orders in 24H1. Wind power castings, key to wind turbines, benefit from increased installations, with order recovery in 24H1. CNC Machine Tools: Focus on high-end five-axis machines, leveraging group synergy for accelerated growth. Five-axis machines are crucial for complex surfaces, with domestic market space expected to grow from RMB 8 billion in 2021 to RMB 20.20 billion in 2027. With nearly 30 years of experience, the company benefits from group synergy, leading in product performance. In 2022, it began external sales and developed leading cradle turntables. In 2023/2024H1, machine tool revenue was RMB 0.31/0.21 billion, up 111.76%/141.31% YoY, showing rapid growth. Profit Forecast: We expect revenue of RMB 8.42/9.52/10.72 billion in 2024/2025/2026, up 17.50%/13.03%/12.65% YoY, with net profit attributable to shareholders of RMB 1.91/2.20/2.51 billion, up 18.29%/15.49%/13.87% YoY. Using the SOTP method and comparable company valuation, the reasonable market capitalization is RMB 42.70 billion, with a target price of RMB 53.36 per share, and a 2024 PE of 22.39x, rated as Outperform. The 2024 PB is 4.32x (comparable companies at 4.65x), showing reasonableness.

Risk Warning: Risks include not meeting profit forecasts, overseas expansion challenges, intensified competition, slower new business volume increase, macroeconomic fluctuations, exchange rate volatility, raw material price fluctuations, and valuation method deviations.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，赵玥炜，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yuewei Zhao, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，刘绮雯，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Qiwen Liu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，王坤阳，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Kunyang Wang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htsec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htsec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去12个月内参与了002984.CH and 601727.CH的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 002984.CH and 601727.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 002984.CH and 601727.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

002984.CH 及 601727.CH 目前或过去12个月内是海通的投资银行业务客户。

002984.CH and 601727.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

002984.CH, 000589.CH, 601727.CH 及 002202.CH 目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

002984.CH, 000589.CH, 601727.CH and 002202.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

002984.CH 目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

002984.CH is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去的12个月中从601727.CH及002202.CH获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 601727.CH and 002202.CH.

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况 (比如投资者的现有持仓) 以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

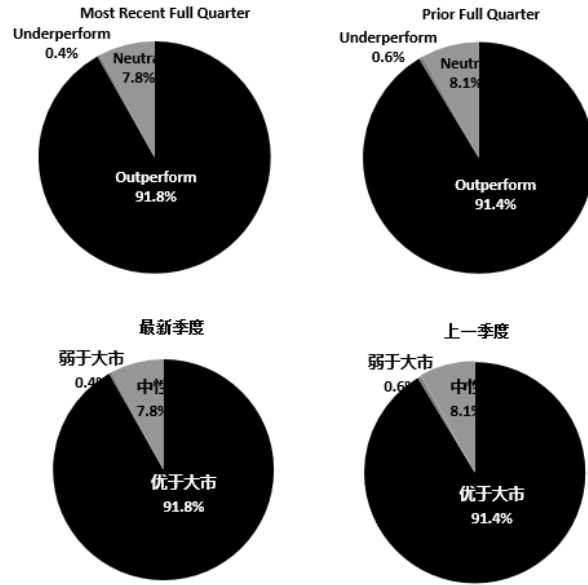
Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution

Ratings Distribution



截至 2024 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.8%	7.8%	0.4%
投资银行客户*	3.5%	4.4%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入, 中性和卖出分别对应我们当前优于大市, 中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义 (直至 2020 年 6 月 30 日):

买入, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.8%	7.8%	0.4%
IB clients*	3.5%	4.4%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究: 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资者建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of SusallWave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外, HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com, 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that

are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”)的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”)的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario)第 73.3(1)节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”),或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”)于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”)定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话:(65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法(“FIEL”))第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”)监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”)所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”)和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」)研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用,未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering

memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Himile Mechanical Science and Technology - 002595 CH

