

汽车保险杠龙头，进军医疗健康产业

——模塑科技（000700）调研报告

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2017年03月06日

汽车——汽车零部件

证券分析师

郑连声

022-28451904

zhengls@bhq.com

助理分析师

张冬明

SAC No: S1150115110007

zhangdm@bhq.com

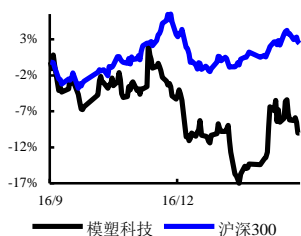
评级： 增持

上次评级：

目标价格：

最新收盘价： 8.38

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 汽车保险杠龙头，客户资源优质

1) 公司为国内汽车保险杠龙头，目前年产能达 300 万套以上，并在北京、沈阳、武汉、上海、烟台设有子公司，主要客户包括华晨宝马、北京奔驰、上汽大众、上汽通用和神龙汽车等，其中北京奔驰 100% 配套，华晨宝马已实现对 3 系和 5 系 100% 配套。2) 受宝马公司邀请，公司先后在墨西哥和美国设立生产基地，并拟发行不超过 8.16 亿元的可转债用于海外项目建设，其中美国工厂有望 2018 年投产，墨西哥工厂有望 2019 年投产。3) 公司在保持原有客户优势的基础上，积极拓展新的高端客户，后续有望实现对沃尔沃和路虎的批量化供货，并提升业绩。

● 进军医疗健康产业，积极拓展业务领域

1) 在国家大力推动医疗产业发展的大背景下，为拓展业务领域和发展第二主业，公司于 2013 年 4 月投资设立无锡明慈心血管病医院，以心血管病和糖尿病为专科方向，并于 2016 年 1 月正式开业，目前明慈医院与德国北威州心脏和糖尿病中心及中国医学科学院阜外心血管病医院等国内外知名心血管病医院达成合作。2) 明慈医院技术水平在国内处于领先地位，目前已进入无锡医保目录，后续有望进入南通、如皋等地目录，随着明慈医院进入各地医保目录，其手术业务量有望持续提升，并有望于 2019 年实现盈亏平衡。

● 医院及海外项目投入较大，业绩短期承压

1) 公司 2016 年前三季度归母净利润同比下降 9180 万元，下降幅度为 35.58%，主要在于医院及海外项目的投入较大，导致公司业绩短期承压；目前明慈医院开业不久，仍处于投入期，亏损较大，2016 年 H1 明慈医院亏损 3915 万元，预计全年亏损近 8000 万元。2) 随着北京奔驰销量的不断提升（2016 年北奔销量同比增长达 27%）、宝马全新 5 系的上市以及对沃尔沃和路虎供货量的提升，公司保险杠主业有望继续保持增长。

● 赢利预测，首次覆盖给予“增持”评级

我们认为，公司作为汽车保险杠龙头，客户资源优质，并加快拓展市场，主业有望保持平稳增长；医院业务虽短期投入较大，但前景看好，建议关注。预计 2016-18 年公司实现营业收入 33.80/37.38/42.09 亿元，同比增长 8/11/13%，实现归母净利润 2.85/3.44/4.19 亿元，同比增长 -4/21/22%，对应 EPS 分别为 0.40/0.48/0.58 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：汽车增速大幅下滑；医疗业务发展不达预期；主要客户销量下滑；原材料上涨风险。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	3,395	3,136	3,380	3,738	4,209
(+/-)%	17%	-8%	8%	11%	13%
经营利润 (EBIT)	359	395	370	439	529
(+/-)%	12%	10%	-6%	19%	20%
净利润	246	296	285	344	419
(+/-)%	13%	21%	-4%	21%	22%
每股收益 (元)	0.80	0.83	0.40	0.48	0.58

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2014	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	362	432	466	515	580	营业收入	3395	3136	3380	3738	4209
应收票据	188	150	143	181	194	营业成本	2601	2399	2621	2859	3183
应收账款	451	480	833	922	1038	营业税金及附加	27	22	14	26	28
预付款项	116	120	124	127	88	销售费用	104	93	100	111	125
其他应收款	11	17	15	17	20	管理费用	353	369	349	393	448
存货	373	320	585	563	554	财务费用	69	51	23	23	23
其他流动资产	15	15	15	15	15	资产减值损失	10	12	15	15	15
长期股权投资	67	142	142	142	142	投资收益	54	144	102	106	116
固定资产	844	1414	1303	1391	1503	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	384	56	134	187	219	营业利润	287	334	360	418	503
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	7	10	5	4	5
无形资产	59	64	52	40	29	税前利润	293	344	365	422	508
长期待摊费用	4	2	2	2	2	减：所得税	44	47	62	72	86
资产总计	3929	4558	4966	5254	5536	净利润	249	296	303	350	421
短期借款	1180	890	1750	1375	1273	归属于母公司的净利润	246	296	285	344	419
应付票据	242	221	241	263	293	少数股东损益	3	0	18	6	2
应付账款	679	764	359	720	764	基本每股收益	0.80	0.83	0.40	0.48	0.58
预收款项	57	54	63	79	71	稀释每股收益	0.80	0.83	0.40	0.48	0.58
应付职工薪酬	27	34	34	34	34	财务指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
应交税费	18	26	26	26	26	成长性					
其他应付款	10	27	27	27	27	营收增长率	17.0%	-7.6%	7.8%	10.6%	12.6%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	12.1%	10.1%	-6.3%	18.6%	20.4%
长期借款	190	0	0	0	0	净利润增长率	13.3%	20.5%	-3.8%	20.8%	21.8%
负债合计	2538	2145	2666	2689	2653	盈利性					
股东权益合计	1390	2412	2300	2565	2883	销售毛利率	23.4%	23.5%	22.4%	23.5%	24.4%
现金流量表	2014	2015	2016E	2017E	2018E	销售净利率	7.2%	9.5%	8.4%	9.2%	10.0%
净利润	249	296	303	350	421	ROE	17.7%	12.3%	12.4%	13.4%	14.5%
折旧与摊销	137	151	107	113	121	ROIC	10.55%	9.94%	7.36%	8.96%	10.25%
经营活动现金流	385	261	-657	669	431	估值倍数					
投资活动现金流	-421	-232	-110	-136	-138	PE	10.5	10.1	21.1	17.5	14.3
融资活动现金流	71	-27	801	-484	-228	P/S	0.8	1.0	1.8	1.6	1.4
现金净变动	35	2	34	49	65	P/B	1.86	1.25	2.61	2.34	2.08
期初现金余额	362	362	432	466	515	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	1.7%
期末现金余额	396	364	466	515	580	EV/EBITDA	7.4	6.3	15.3	12.5	10.4

目 录

1.汽车保险杠龙头，客户资源优质.....	6
2.进军医疗健康产业，积极拓展业务领域.....	8
3.医院及海外项目投入较大，业绩短期承压.....	10
4.赢利预测，首次覆盖给予“增持”评级.....	10

图 目 录

图 1: 公司主要客户情况.....	6
图 2: 公司主要生产基地.....	6
图 3: 公司主要产品情况.....	7
图 4: 无锡明慈心血管病医院.....	8
图 5: 公司营收及增速情况.....	10
图 6: 公司归母净利润及增速情况.....	10
图 7: 2016 年北京奔驰分车型产量.....	10
图 8: 宝马全新 5 系车型.....	10

表 目 录

表 1: 公司海外项目情况.....	7
表 2: 明慈医院对外合作情况.....	8
表 3: 明慈医院管理团队介绍.....	9

1. 汽车保险杠龙头，客户资源优质

1) 公司为国内汽车保险杠龙头，目前年产能达300万套以上，并在北京、沈阳、武汉、上海、烟台设有子公司，主要客户包括华晨宝马、北京奔驰、上汽大众、上汽通用和神龙汽车等，其中北京奔驰 100% 配套，华晨宝马已实现对 3 系和 5 系 100% 配套。

图 1：公司主要客户情况



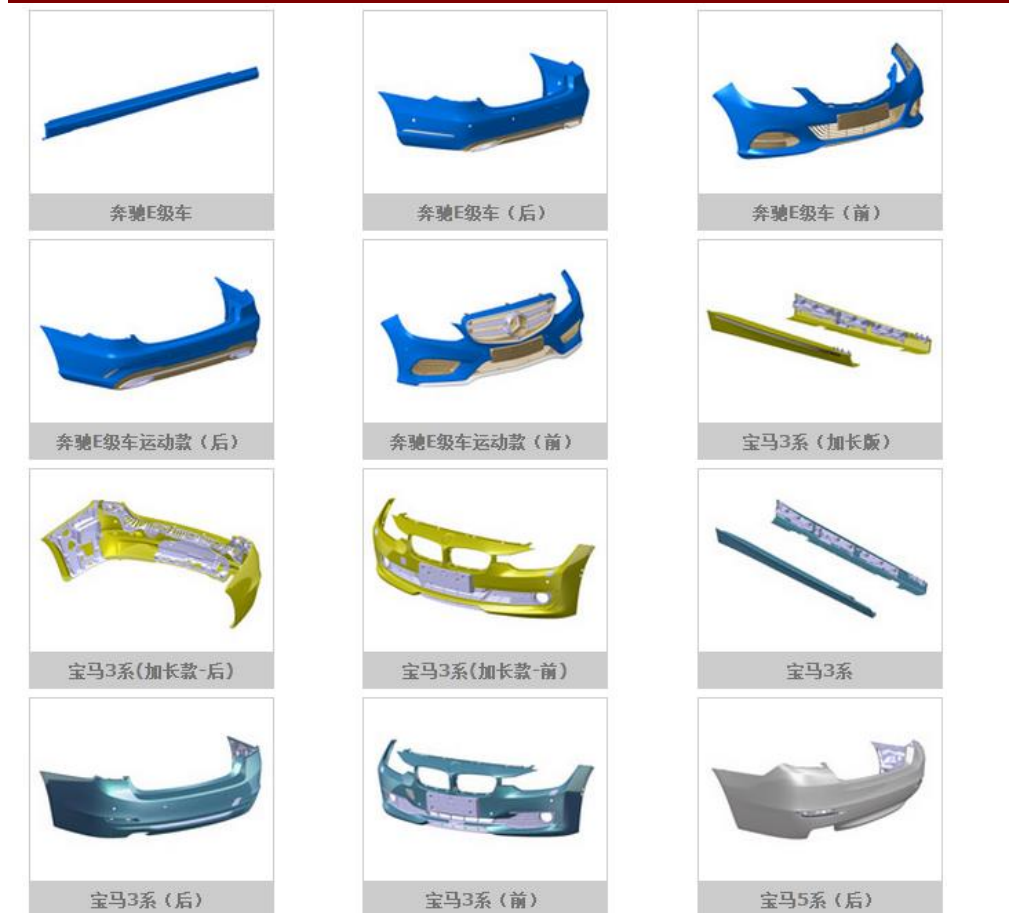
资料来源：公司官网，渤海证券研究所

图 2：公司主要生产基地



资料来源：公司官网，渤海证券研究所

图 3: 公司主要产品情况



资料来源: 公司官网, 渤海证券研究所

2) 受宝马公司邀请, 公司先后在墨西哥和美国设立生产基地, 并拟发行不超过 8.16 亿元的可转债用于海外项目建设, 其中美国工厂有望 2018 年投产, 墨西哥工厂有望 2019 年投产。

表 1: 公司海外项目情况

海外项目	公布时间	简介	预计投资时间
美国	2016 年 1 月 18 日	注册资本为 500 万美元。主要从事保险杠注塑、油漆喷涂、装配生产线。	2018 年
墨西哥	2015 年 7 月 21 日	目的是配合宝马公司在海外市场的发 展,, 注册资本 1500 万美元, 主要从事汽车零部件、塑料制品、模具等的 研发与销售。	2019 年

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

3) 公司在保持原有客户优势的基础上, 积极拓展新的高端客户, 后续有望实现对沃尔沃和路虎的批量化供货, 并提升业绩。

2.进军医疗健康产业，积极拓展业务领域

1) 在国家大力推动医疗产业发展的大背景下，为拓展业务领域和发展第二主业，公司于 2013 年 4 月投资设立无锡明慈心血管病医院，以心血管病和糖尿病为专科方向，并于 2016 年 1 月正式开业，目前明慈医院与德国北威州心脏和糖尿病中心及中国医学科学院阜外心血管病医院等国内外知名心血管病医院达成合作。

图 4：无锡明慈心血管病医院



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

表 2：明慈医院对外合作情况

时间	合作对象	合作对象简介
2012 年 9 月 18 日	德国北威州心脏和糖尿病中心	具有 30 年历史的德国北威州心脏和糖尿病中心(HDZ)是国际公认的、先进的心脏和糖尿病诊疗中心，每年进行 5000 多例心脏和大血管手术、10000 多例心导管检查，并收治 2500 多名糖尿病患者。多年来，以其先进的理念、高效管理流程及细致入微的治疗方案成为优质服务、高质量和高安全性的象征，其先进水平大大超过了众多临床医疗机构的现行标准。
2014 年 8 月 1 日	中国医学科学院阜外心血管病医院	建于 1956 年，是一所集医疗、教学、科研、预防为一体的三级甲等心血管病专科医院，也是国家心血管病中心、心血管疾病国家重点实验室、国家心血管疾病临床医学研究中心所在地。阜外医院是我国最权威的以诊治心血管病为主的三级甲等专科医院，也是我国心血管病领域集医疗、教学、科研、预防和人才培养为一体的国家级心血管病诊疗中心。

资料来源：明慈医院官网，渤海证券研究所

2) 明慈医院技术水平在国内处于领先地位，目前已进入无锡医保目录，后续有望进入南通、如皋等地目录，随着明慈医院进入各地医保目录，其手术业务量有望持续提升，并有望于 2019 年实现盈亏平衡。

表 3: 明慈医院管理团队介绍

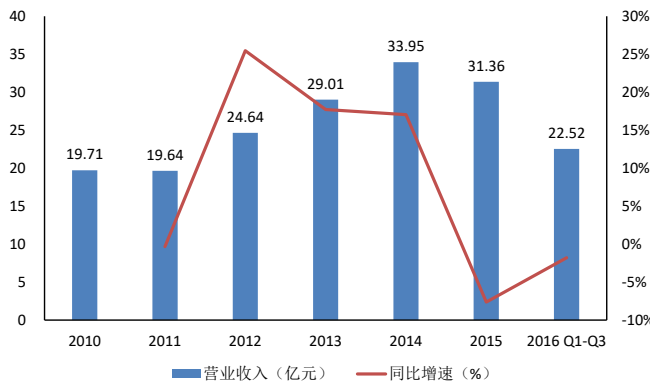
姓名	职务	职称	简介
杨光	执行院长、心脏中心主任	医学博士、教授、主任医师	<p>长期从事心血管病外科临床工作，具有丰富的临床工作经验，手术技术全面。近 11 年主刀各类心脏手术 8000 余例。擅长各类复杂先天性心脏病手术：如法洛氏四联症、大动脉转位等手术、右室双出口、主动脉弓离断、完全房室管畸形及各类左室流出道加宽手术；同时还擅长大血管手术（如主动脉根部置换术、主动脉全弓置换术等），以及冠状动脉搭桥术和各类危重瓣膜置换手术。曾任第四军医大学西京医院心外科教授，并在德国柏林心脏中心工作学习 2 年。组建国内第一家民营三级甲等医院（西安高新医院）心脏中心，年手术 700-900 例。中国《心脏杂志》常务编委、《中国心血管病研究杂志》编委。在国内外杂志发表学术论文 20 余篇。</p> <p>从事心胸外科临床工作 30 余年，曾在英国留学进修心脏外科，他是该领域的学术技术专家型院长，曾担任国内公立三甲医院副院长、院长 10 余年。他擅长先天性心脏病房、室间隔缺损及法乐氏四联症的手术治疗、婴幼儿复杂先天性心脏病的手术治疗、冠状动脉搭桥术、心脏瓣膜置换术等，主刀各类手术总计 5000 余例，在心脏外科治疗方面有很深的造诣。</p> <p>精于各种先天性心脏病、心瓣膜病和冠心病的外科治疗，对心脏康复和二级预防有较深入的研究和独到的见解，致力于引进德国先进的心脏康复技术和管理理念。</p>
王改非	副院长、心外科专家	医学博士、主任医师	<p>原上海交通大学医学院仁济医院胸心外科主任医师，韩国高丽大学特邀教授、台湾彰化基督教医院心血管疾病顾问。曾任中华医学会上海分会胸心血管外科专业组委员和上海市卫生系统高级职称评审委员会委员。任《中华胸心血管外科杂志》、《中国胸心血管外科临床杂志》、《国际心血管病杂志》编委，《中华医学杂志英文版》、《Artificial Organs》等英文杂志审稿专家等职。在国内外杂志上发表心胸外科专业论文 106 篇。</p>
陈长志	主任医师、副院长；心脏康复、健康管理中心主任	医学博士、教授、博士生导师	<p>1975 年毕业于波恩大学数学和信息学专业，硕士学位。2010 年至 2015 年担任波鸿鲁尔大学附属医院德国北威州心脏和糖尿病中心院长。</p> <p>曾任科隆医院院长，马赛医院院长，德国联邦劳工和社会事务部副部长，德国联邦区域雇主委员会员工委员会首届主席；现任德国科教文组织社保福利监事会董事会主席，德国科教文组织社保福利老郡县医院救济基金会主席，儿童救助基金托管委员会会员。</p>
Wilhelm Hecker	名誉院长（原德国北威州心脏和糖尿病中心（HDZ）院长、原德国劳工部副部长）		<p>拥有 20 余年的医院管理经验，在大型医院的战略调整、制定和实施长期投资计划、医院日常管理领域有着显著的成绩。</p> <p>曾任科特布斯市卡尔-蒂姆医院（Carl-Thiem-Klinikum）副院长、勃兰登堡州医院协会理事会成员、勃兰登堡州卫生经济协会理事会成员等职</p> <p>从事医院管理工作 30 余年，积累了丰富的管理经验。曾在 Nienburg Bollmanns 医院担任行政副总监。1996 年起担任 HDZ 行政副院长，主持全院日常工作，工作范围涵盖医院建设发展目标 and 规划、医院成本及财务管理、医保、人事、采购、物流等工作的管理和规划，参与、见证了 HDZ 的发展和壮大。</p>
Heidrun Grünewald	行政副院长	博士	
Günther Wyppler	管理副院长		

资料来源：明慈医院官网，渤海证券研究所

3. 医院及海外项目投入较大，业绩短期承压

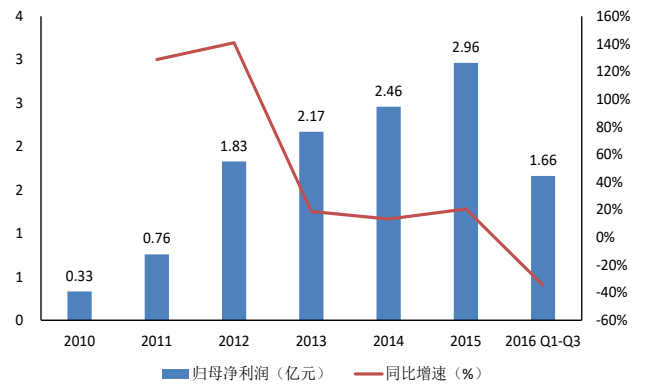
1) 公司 2016 年前三季度归母净利润同比下降 9180 万元，下降幅度为 35.58%，主要在于医院及海外项目的投入较大，导致公司业绩短期承压；目前明慈医院开业不久，仍处于投入期，亏损较大，2016 年 H1 明慈医院亏损 3915 万元，预计全年亏损近 8000 万元。

图 5: 公司营收及增速情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

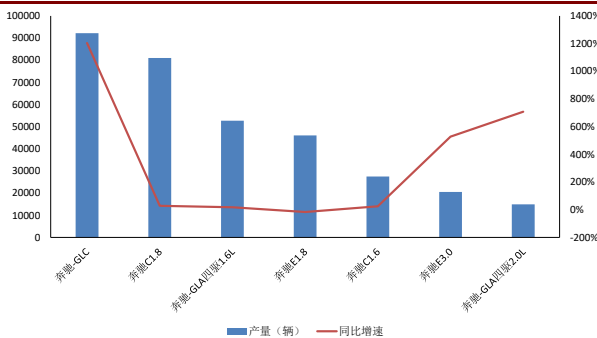
图 6: 公司归母净利润及增速情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

2) 随着北京奔驰销量的不断提升（2016 年北京奔驰销量同比增长达 27%）、宝马全新 5 系的上市以及对沃尔沃和路虎供货量的提升，公司保险杠主业有望继续保持增长。

图 7: 2016 年北京奔驰分车型产量



资料来源: 中汽协, 渤海证券研究所

图 8: 宝马全新 5 系车型



资料来源: 网易汽车, 渤海证券研究所

4. 赢利预测，首次覆盖给予“增持”评级

我们认为，公司作为汽车保险杠龙头，客户资源优质，并加快拓展市场，主业有望保持平稳增长；医院业务虽短期投入较大，但前景看好，建议关注。预计 2016-18 年公司实现营业收入 33.80/37.38/42.09 亿元，同比增长 8/11/13%，实现归母净利润 2.85/3.44/4.19 亿元，同比增长 -4/21/22%，对应 EPS 分别为

0.40/0.48/0.58 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：汽车增速大幅下滑；医疗业务发展不达预期；主要客户销量下滑；原材料上涨风险。

投资评级说明

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

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

渤海证券股份有限公司研究所

副所长 (金融行业研究&研究所主持工作)

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长

谢富华
+86 22 2845 1985

汽车行业研究小组

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

计算机行业研究小组

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

环保行业研究小组

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

电力设备与新能源行业研究

伊晓奕
+86 22 2845 1632

医药行业研究小组

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

通信&电子行业研究小组

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

家用电器行业研究

安伟娜
+86 22 2845 1131

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2386 1319

机械行业研究

李骥
+86 10 6878 4263

新材料行业研究

张敬华
+86 10 6878 4257

食品饮料、交通运输行业研究

齐艳莉
+86 22 2845 1625

休闲服务行业研究

刘瑞
+86 22 2386 1670

证券行业研究

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

金融工程研究&部门经理

崔健
+86 22 2845 1618

权益类量化研究

潘炳红
+86 22 2845 1684
李莘泰

衍生品类研究

祝涛
+86 22 2845 1653
李元玮

CTA策略研究

郝惊
+86 22 2386 1600

基金研究

刘洋
+86 22 2386 1563

债券研究

王琛皞
+86 22 2845 1802

流动性、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

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

博士后工作站

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

综合质控&部门经理

郭靖
+86 22 2845 1879

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995

行政综合

白骐玮
+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn