

# 天汽模 (002510.SZ) 汽车零部件行业

评级：买入维持评级

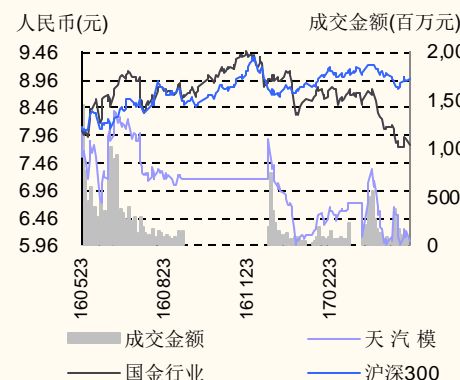
公司点评

市场价格(人民币)：6.03元  
目标价格(人民币)：10.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	659.67
总市值(百万元)	5,039.07
年内股价最高最低(元)	8.40/5.96
沪深300指数	3411.24
深证成指	9899.65



## 相关报告

- 《特斯拉产业链纯正标的-天汽模公司点评》，2017.4.10
- 《业绩符合市场预期，期待业绩反转-天汽模公司研究》，2017.4.5

刘洋 联系人  
yang\_liu@gjzq.com.cn

梁美美 联系人  
liangmeimei@gjzq.com.cn

宋伟健 联系人  
songweijian@gjzq.com.cn

魏立 分析师 SAC 执业编号：S1130516010008  
(8621)60230244  
weili1@gjzq.com.cn

## 收购海外模具公司，加快全球化战略布局

### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.399	0.180	0.238	0.298	0.370
每股净资产(元)	4.34	2.42	2.65	2.92	3.25
每股经营性现金流(元)	0.18	0.12	0.09	0.27	0.53
市盈率(倍)	44.44	38.71	28.37	22.63	18.22
行业优化市盈率(倍)	12.86	12.86	12.86	12.86	12.86
净利润增长率(%)	-1.35%	-8.61%	32.51%	25.37%	24.21%
净资产收益率(%)	9.18%	7.42%	8.97%	10.22%	11.41%
总股本(百万股)	411.52	835.67	835.67	835.67	835.67

来源：公司年报、国金证券研究所

### 事件：

- 公司公告称，拟成立天汽模北美有限公司，并购北美优质模具厂商 DieTech 的全部资产和业务，预计收购总价格不高于 3300 万美元，对应 2016 年估值约 13 倍，资金来源为自有资金和银行贷款。

### 点评：

- **并购模具优质标的，海外布局稳步推进：**DieTech 为行业领先的模具厂商，具有先进的设备制造水平和行业领先的生产工艺水平，可以生产大型落料模具，能够满足客户对于复杂化和多样化模具调试的需求，为客户的终验收服务提供完整解决方案。凭借先进的技术，为通用、福特、克莱斯勒等美国主流汽车以及其他欧洲、亚洲厂商配套，并是通用汽车的战略供应商。2016 年 DieTech 实现营收 1.44 亿元，实现净利润 1729 万元，并承诺在 2017 年投资 700 万美元，购买 4 台 Schuler 冲压机床，进一步扩大生产规模。
- **并购协同显著，全球布局初现成效：**公司于 2013 年设立了欧洲子公司，并收购了德国 GIW 模具公司部分优质资产，开拓欧洲市场。但由于个别大额订单实施过程中，国内公司与德国子公司业务协同尚有不足，德国子公司 2016 年亏损 1299 万元，目前该不利因素已经基本消除，预计 17 年有望扭亏。而此次收购北美模具公司 DieTech，协同效应显著，有利于公司扩大北美市场的业务，承接通用、福特、特斯拉等国际知名汽车主机厂更多的模具业务订单。并有望提升公司模具技术水平和品牌知名度，实现公司全球化战略布局。

### 投资建议

- 立足模具，积极延伸产业链，布局新兴行业，业绩估值有望双提升。预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.24 元、0.30 元、0.37 元。买入评级，6 个月目标价为 10 元。

### 风险提示：

- 新车开发数量不及预期；海外业务拓展不及预期。

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	1,489	1,805	1,972	2,364	2,748	3,190
增长率		21.2%	9.3%	19.9%	16.3%	16.1%
<b>主营业务成本</b>	-1,049	-1,347	-1,546	-1,816	-2,102	-2,430
%销售收入	70.5%	74.7%	78.4%	76.8%	76.5%	76.2%
<b>毛利</b>	440	457	426	549	647	760
%销售收入	29.5%	25.3%	21.6%	23.2%	23.5%	23.8%
<b>营业税金及附加</b>	-10	-11	-19	-24	-25	-29
%销售收入	0.7%	0.6%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%
<b>营业费用</b>	-49	-55	-52	-78	-85	-100
%销售收入	3.3%	3.0%	2.6%	3.3%	3.1%	3.2%
<b>管理费用</b>	-146	-173	-181	-227	-261	-304
%销售收入	9.8%	9.6%	9.2%	9.6%	9.5%	9.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	235	219	174	220	276	327
%销售收入	15.8%	12.1%	8.8%	9.3%	10.0%	10.2%
<b>财务费用</b>	-14	-8	-29	-35	-37	-28
%销售收入	1.0%	0.5%	1.5%	1.5%	1.4%	0.9%
<b>资产减值损失</b>	-29	-56	-42	-30	-32	-30
<b>公允价值变动收益</b>	0	0	0	0	0	0
<b>投资收益</b>	3	30	58	64	70	78
%税前利润	1.6%	15.6%	34.4%	28.2%	24.7%	21.9%
<b>营业利润</b>	195	184	162	219	277	347
<b>营业利润率</b>	13.1%	10.2%	8.2%	9.3%	10.1%	10.9%
<b>营业外收支</b>	7	7	8	8	8	8
<b>税前利润</b>	202	192	169	227	285	355
<b>利润率</b>	13.5%	10.6%	8.6%	9.6%	10.4%	11.1%
<b>所得税</b>	-36	-25	-21	-28	-36	-45
<b>所得税率</b>	17.9%	13.2%	12.3%	12.5%	12.6%	12.7%
<b>净利润</b>	166	166	149	199	249	310
<b>少数股东损益</b>	-1	2	-1	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	166	164	150	199	249	310
<b>净利率</b>	11.2%	9.1%	7.6%	8.4%	9.1%	9.7%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>净利润</b>	166	166	149	199	249	310
<b>少数股东损益</b>	-1	2	-1	0	0	0
<b>非现金支出</b>	121	187	142	135	135	127
<b>非经营收益</b>	14	-37	-35	-32	-23	-34
<b>营运资金变动</b>	-303	-244	-158	-224	-138	38
<b>经营活动现金净流</b>	-2	73	97	78	223	440
<b>资本开支</b>	-61	-78	-100	-75	27	21
<b>投资</b>	-109	-27	-34	-1	0	0
<b>其他</b>	1	-1	1	64	70	78
<b>投资活动现金净流</b>	-169	-106	-134	-12	98	99
<b>股权募资</b>	0	0	0	0	0	0
<b>债权募资</b>	195	107	428	108	-7	-121
<b>其他</b>	-35	-59	-58	-84	-114	-118
<b>筹资活动现金净流</b>	160	47	370	25	-121	-239
<b>现金净流量</b>	-11	15	333	91	200	300

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>货币资金</b>	398	377	709	800	1,000	1,300
<b>应收账款</b>	488	752	809	975	1,163	1,374
<b>存货</b>	1,243	1,111	1,117	1,442	1,606	1,804
<b>其他流动资产</b>	74	66	90	164	199	223
<b>流动资产</b>	2,203	2,306	2,725	3,381	3,968	4,701
%总资产	62.8%	62.0%	64.1%	69.1%	74.1%	78.6%
<b>长期投资</b>	429	489	499	500	499	499
<b>固定资产</b>	766	770	836	811	682	565
%总资产	21.8%	20.7%	19.6%	16.6%	12.7%	9.5%
<b>无形资产</b>	72	111	133	140	147	154
<b>非流动资产</b>	1,306	1,412	1,528	1,512	1,390	1,280
%总资产	37.2%	38.0%	35.9%	30.9%	25.9%	21.4%
<b>资产总计</b>	3,508	3,718	4,253	4,893	5,358	5,980
<b>短期借款</b>	358	453	471	646	639	518
<b>应付款项</b>	1,334	1,302	1,243	1,537	1,787	2,137
<b>其他流动负债</b>	59	93	116	163	162	282
<b>流动负债</b>	1,750	1,848	1,830	2,346	2,588	2,936
<b>长期贷款</b>	0	0	0	0	0	1
<b>其他长期负债</b>	77	68	371	300	300	300
<b>负债</b>	1,827	1,917	2,201	2,646	2,888	3,237
<b>普通股股东权益</b>	1,669	1,788	2,022	2,217	2,440	2,713
<b>少数股东权益</b>	12	14	30	30	30	30
<b>负债股东权益合计</b>	3,508	3,718	4,253	4,893	5,358	5,980

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.404	0.399	0.180	0.238	0.298	0.370
每股净资产	4.055	4.344	2.420	2.653	2.920	3.246
每股经营现金净流	-0.005	0.178	0.116	0.093	0.267	0.527
每股股利	0.400	0.400	0.340	0.040	0.070	0.080
<b>回报率</b>						
净资产收益率	9.97%	9.18%	7.42%	8.97%	10.22%	11.41%
总资产收益率	4.74%	4.42%	3.53%	4.06%	4.65%	5.18%
投入资本收益率	9.45%	8.42%	5.41%	6.02%	7.07%	8.01%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	27.65%	21.19%	9.28%	19.88%	16.25%	16.07%
EBIT增长率	49.27%	-6.79%	-20.38%	26.06%	25.52%	18.50%
净利润增长率	35.82%	-1.35%	-8.61%	32.51%	25.37%	24.21%
总资产增长率	17.92%	5.99%	14.38%	15.05%	9.51%	11.61%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	85.6	100.5	109.2	105.0	108.0	109.5
存货周转天数	388.5	318.9	263.1	289.9	279.0	271.0
应付账款周转天数	93.3	90.4	90.5	84.8	85.6	84.6
固定资产周转天数	175.4	148.5	136.1	100.5	70.4	50.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-2.37%	4.24%	3.02%	6.51%	-2.45%	-17.55%
EBIT利息保障倍数	16.5	25.9	6.1	6.4	7.4	11.8
资产负债率	52.08%	51.55%	51.75%	54.07%	53.90%	54.13%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	2
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-04-05	买入	6.13	8.50~9.00
2	2017-04-10	买入	7.11	10.00~10.50

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD