

2013年10月29日



模塑科技 (000700.SZ)

汽车零部件行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

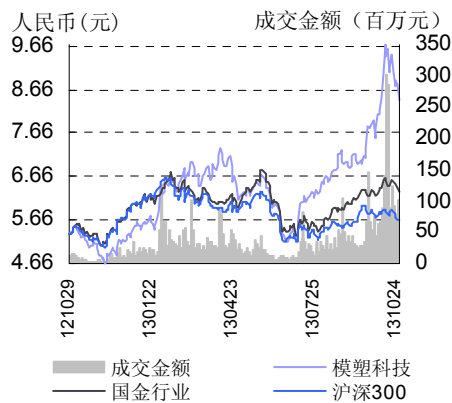
市价(人民币): 8.04元

保险杠业务快速增长, 民营医院有望提升估值

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)	309.04
总市值(百万元)	25.96
年内股价最高最低(元)	9.69/4.66
沪深300指数	2372.05
深证成指	8398.92



公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.246	0.591	0.867	1.202	1.648
每股净资产(元)	3.34	3.87	4.60	5.68	7.19
每股经营性现金流(元)	1.02	1.01	1.58	1.79	2.25
市盈率(倍)	-	-	9.27	6.69	4.88
行业优化市盈率(倍)	9.71	11.27	12.77	12.77	12.77
净利润增长率(%)	128.66%	140.90%	46.59%	38.68%	37.03%
净资产收益率(%)	7.35%	15.29%	18.83%	21.18%	22.90%
总股本(百万股)	309.04	309.04	309.04	309.04	309.04

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司是汽车保险杠领先企业, 具有显著的规模、技术以及客户资源优势。公司主营塑化汽车装饰件且以汽车保险杠为主, 公司起步于为上海大众桑塔纳独家配套保险杠, 也是国内最早开始为合资企业配套保险杠的企业。经过二十多年的发展, 公司不仅产销规模行业领先, 也积累了雄厚的研发能力、工艺经验以及客户资源优势。
- 主要配套客户销量快速增长+原材料价格处于低位, 保险杠业务有望保持快速增长。公司主要配套客户为上海通用、北京现代、神龙汽车, 并已进入华晨宝马、北京奔驰等高端整车厂的供应体系, 这些优质客户销量增速均较快, 公司保险杠需求也有望保持较快增长。另外, 原材料成本在保险杠成本构成中约占 80%, 我们预计未来较长时间内钢材、聚丙烯价格都将维持低位, 公司盈利能力也有望保持较好水平。
- 持有江苏银行股票市值至少达 4 亿元。公司曾参与设立江苏省唯一省属城市商业银行——江苏银行, 共计持有约 1 亿股。按照目前上市商业银行的平均估值来看, 公司持有的 1 亿股江苏银行市值将至少达 4 亿元。
- 民营医院有望提升公司估值。公司今年投资设立了民营医院——无锡明慈心血管病医院, 该医院为省级三甲医院, 主要以心血管病和糖尿病治疗为特色, 以高端健康体检为重点, 兼具中老年高端养老等功能, 医院床位编制预计约为 150 张。根据行业经验测算, 成熟后预计其每年将贡献约 1000-1600 万元净利润。参考 A 股涉及民营医院业务的公司平均 PE 约 34 倍, 公司整体估值也有望得以提升。

盈利预测

- 预测公司 13-15 年归母净利润分别为 2.68、3.72 和 5.09 亿元, 分别增长 45.6%、38.7%和 37.0%, 对应 EPS 分别为 0.87、1.20 和 1.65 元。

投资建议

- 公司可谓有业绩、有故事, 而其当前估值仅约 13 年 9 倍、14 年 7 倍 PE, 明显偏低。参考可比公司估值, 我们给其 12-14 元目标价, 对应 14 年 10-12 倍 PE, 首次给予公司“买入”评级。

风险提示

- 乘用车销量超预期下滑; 原材料价格大幅上涨; 民营医院进程不达预期。

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)61038231
wuwz@gjzq.com.cn

内容目录

模塑科技：国内塑化汽车装饰件先行者	4
保险杠行业前景依然广阔，公司有望继续迎来快速增长	5
汽车保险杠行业发展前景依然广阔	5
模塑为国内保险杠领先企业	7
公司未来塑化汽车装饰件业务有望继续实现较快发展	9
多元化业务拓展稳步推进，公司未来前景光明	12
参股江苏银行，总市值估计至少达 4 亿元	12
进军民营医院领域，将利于提升公司整体估值	14
盈利预测与估值	16
盈利预测	16
估值与投资建议	16
风险提示	17
行业销量增速超预期下滑	17
原材料价格大幅上涨	17
民营医院进程不达预期	17
附录：三张报表预测摘要	19

图表目录

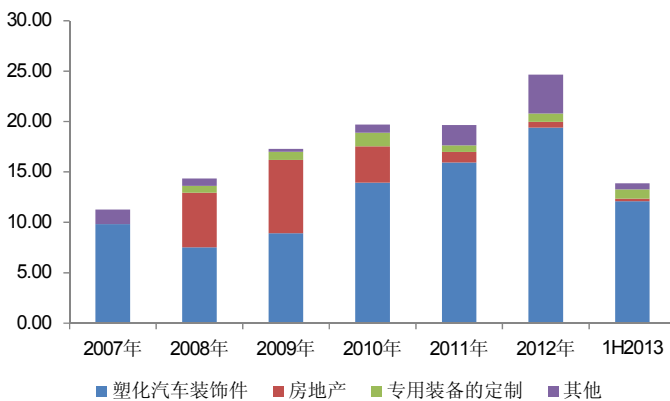
图表 1：公司分业务收入情况（亿元）	4
图表 2：公司分业务毛利情况（亿元）	4
图表 3：模塑科技近年收入及增速（亿元）	5
图表 4：模塑科技近年净利润及增速（亿元）	5
图表 5：我国汽车保险杠产量及增速（万件）	6
图表 6：中国与德美日韩每千人汽车保有量对比（2010 年，中国为 2012 年）	6
图表 7：我国汽车产量和增速（万辆）	7
图表 8：我国汽车保有量和增速（万辆）	7
图表 9：汽车零部件呈金字塔式多级供应模式	7
图表 10：国内主要保险杠厂商情况（2011 年）	8
图表 11：公司前五大客户收入占比（1H2013）	9
图表 12：模塑科技近年所获荣誉	9
图表 13：公司塑化汽车装饰件收入及增速（亿元）	10
图表 14：公司塑化汽车装饰件毛利及增速（亿元）	10
图表 15：上海通用近年销量及增速（万辆）	10
图表 16：上海大众近年销量及增速（万辆）	10

图表 17: 华晨宝马近年销量及增速 (万辆)	11
图表 18: 北京奔驰近年销量及增速 (万辆)	11
图表 19: 汽车保险杠成本构成 (参考值: 一汽富维)	11
图表 20: 公司近年塑化汽车装饰件毛利率变化	12
图表 21: 2011 年以来国内聚丙烯价格 (元/吨)	12
图表 22: 2011 年以来国内钢材价格指数	12
图表 23: 江苏银行近年营收及增速 (亿元)	13
图表 24: 江苏银行近年净利润及增速 (亿元)	13
图表 25: 国内主要上市股份制商业银行及城商行估值情况 (2013 年 10 月 29 日)	13
图表 26: 2003 年以来全国公立及民营医院数量及民营医院占比 (所)	14
图表 27: 全国单月总诊疗人次数情况 (万人次)	15
图表 28: 全国单月出院人次数情况 (万人次)	15
图表 29: 明慈医院未来成熟后收入和盈利测算	16
图表 30: A 股涉及民营医院业务公司的估值情况 (2013 年 10 月 29 日)	16
图表 31: 可比汽车零部件公司估值情况 (2013 年 10 月 29 日)	17
图表 32: 公司分业务营收、毛利及其预测	18

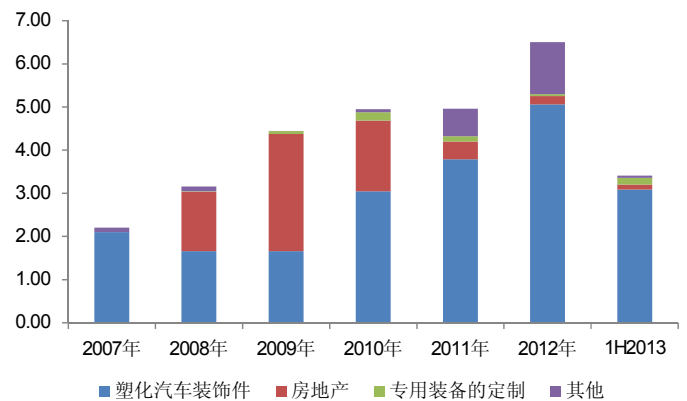
模塑科技：国内塑化汽车装饰件先行者

- 模塑是国内民营塑化汽车装饰件先行者：**江南模塑科技股份有限公司成立于 1988 年，它是一家专业从事轿车保险杠、防擦条等塑化汽车装饰件生产与经营的企业。模塑科技在塑化汽车装饰件领域具有深厚的历史积淀。1985 年，第一家合资轿车企业——上海大众成立，模塑科技成为当时为上海大众首款也是之后在国内取得巨大成功的车型——桑塔纳轿车定点配套保险杠的公司。这在当时还基本是以外资企业或是合资企业为主导的汽车零部件行业而言，模塑科技作为民营企业能够进入上海大众供应链，可谓首开国内塑化汽车装饰件行业“先河”。经过二十多年的经营，模塑逐步在汽车塑化装饰件领域积累了雄厚的技术实力，其行业地位和市场影响力也与日俱增。
- 多元化发展，但坚持以塑化汽车装饰件为核心：**公司除了塑化汽车装饰件业务以外，还积极开拓其他业务。受益于房地产行业的蓬勃发展和公司自身土地资源储备优势，公司于 08 年介入地产行业，一度曾取得不错业绩。此外，公司还涉足专用设备定制等多个领域，但收入和利润占比均不高。公司近年来虽大力推进多元化发展，但始终坚持以塑化汽车装饰件业务为核心。除 08-09 年公司房地产业务收入和利润贡献占比较大以外，其余年份业绩则主要来源于塑化汽车装饰件业务。

图表1：公司分业务收入情况（亿元）



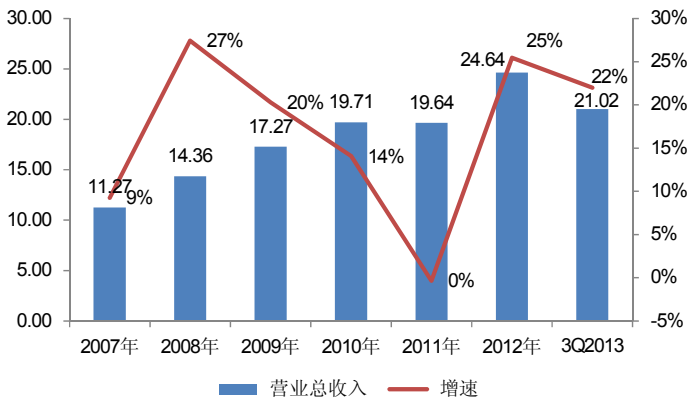
图表2：公司分业务毛利情况（亿元）



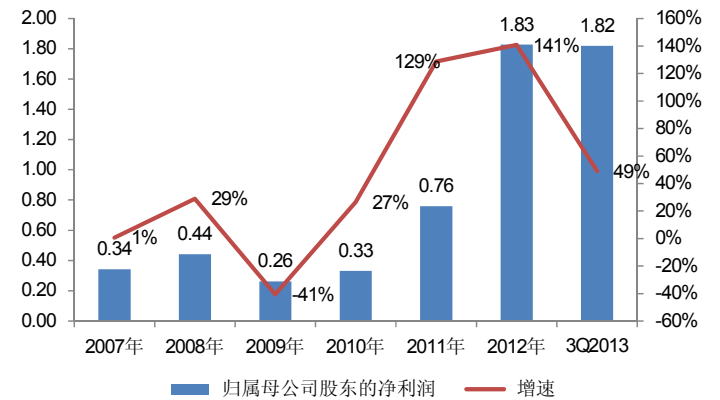
来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司近年业绩持续高增长：**公司从 2011 年开始连续三年业绩实现高增长，连续两年利润增幅超过 100%，今年前三季度增速则接近 50%。我们分析，公司近三年来业绩高爆发具有不同逻辑，之前两年分别与公司房地产业务收缩产生税率差以及政府回收土地贡献收益有较大关系，今年则主要是塑化汽车装饰件业务的高增长和原材料成本降低的双重利好。虽然过去三年公司业绩高增长的核心逻辑各不相同，但总体来看，塑化汽车装饰件业务的显著改善是公司业绩得以持续提升的重要推手。

图表3: 模塑科技近年收入及增速 (亿元)



图表4: 模塑科技近年净利润及增速 (亿元)



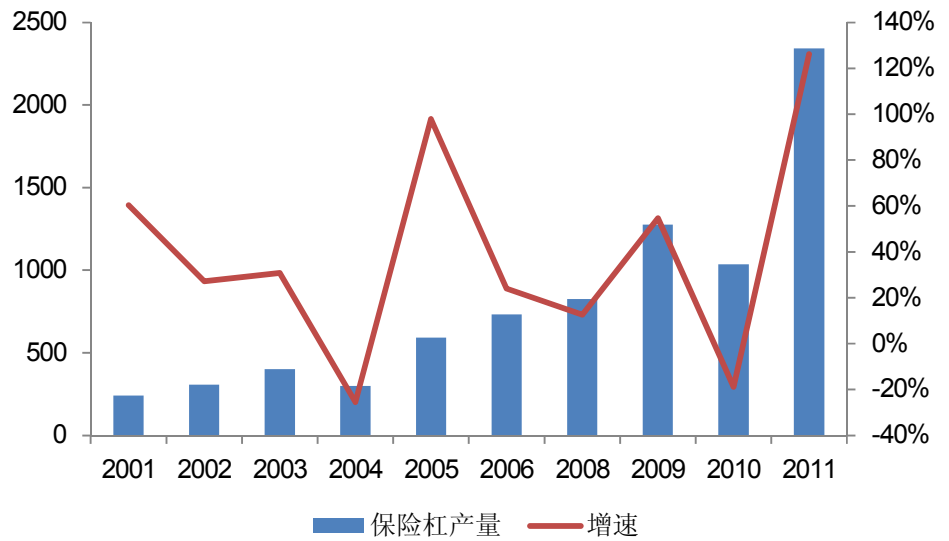
来源: 公司公告、国金证券研究所

- 2011 年房地产业务收缩导致所得税费用大幅降低。**2011 年, 模塑科技实现归属母公司净利润 7600 万元, 同比增长 129%。这主要是由于公司汽配业务实现较快增长, 同时房地产业务大幅收缩, 此两项业务存在较大税率差 (汽配业务大部分工厂所得税税率为 15%, 房地产业务税率则为 25%), 导致所得税费用大幅降低 (2011 年度所得税费用较 2010 年度减少 2311 万元, 同比下降 72.28%)。
- 2012 年土地回收款增厚公司业绩。**公司 2012 年净利润大幅增长 140.9%, 主要是非流动资产处置损益大幅增加, 该收益来源于江阴市人民政府回收模塑科技位于江阴市澄杨路 9 号的土地及房产, 回收价款为 1.66 亿元, 增加公司税前利润 7467 万元 (税后利润约 5600 万), 占公司该年度净利润的 30.4%。特别值得一提的是, 公司该年度塑化汽车装饰件收入和毛利分别增长 22%、33%, 成为公司业绩大幅提升的另一重要因素。
- 塑化汽车装饰件高增长叠加原材料成本降低, 致今年以来业绩继续高速增长。**公司今年前三季度利润增长 49%, 主要原因有二: 一是主营业务收入增长较快, 这主要受益于今年上半年乘用车行业整体增速较快, 且公司主要客户如通用、大众、宝马、奔驰等公司销量增速均高于行业增速; 二是原材料成本 (如钢材、聚丙烯等) 持续保持较低水平提升了公司主营业务盈利能力。

保险杠行业前景依然广阔, 公司有望继续迎来快速增长

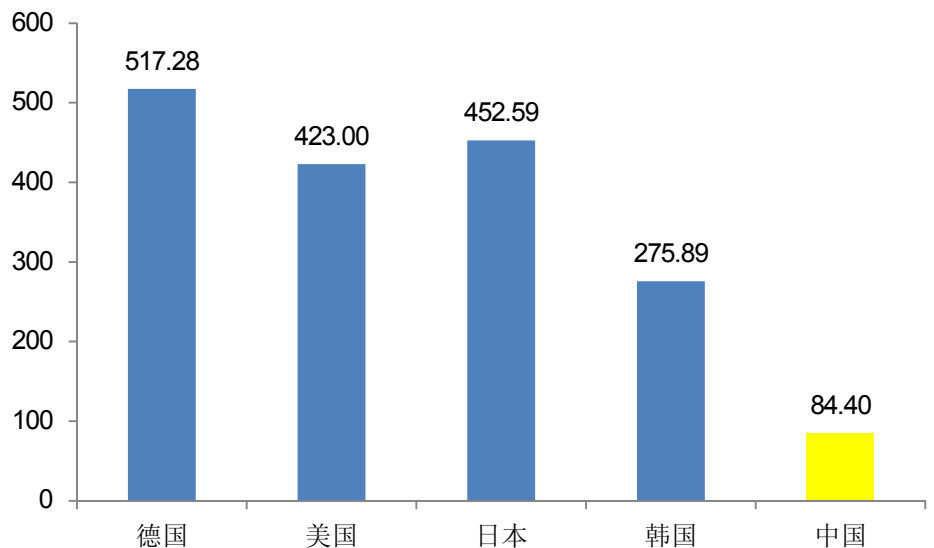
汽车保险杠行业发展前景依然广阔

- 未来汽车保险杠仍有巨大发展空间:** 汽车保险杠是汽车车身的一个重要部件, 它在汽车发生碰撞时, 能有效吸收缓冲外界冲击力, 从而起到防护车身后部的作用。随着汽车技术的不断进步, 人们对汽车安全性能的要求也越来越高, 汽车保险杠作为汽车发生碰撞时首先与外界接触的部件, 可以说是第一道“安全闸门”, 其重要性不言而喻。伴随着国内汽车工业的蓬勃发展, 汽车保险杠也经历了一段高速发展期。我们认为, 未来汽车保险杠仍有巨大发展空间: 一方面, 我国每千人汽车保有量在全球来看仍处于较低水平; 另一方面, 我国汽车产销量预计未来 5-10 年内仍将以 5%-10% 左右的速度增长, 汽车保有量也将维持 15%-20% 左右的增速, 因此将带来较快增长的保险杠 OEM 市场和 AM 市场。

图表5: 我国汽车保险杠产量及增速 (万件)

来源: Wind、国金证券研究所

- 全球来看, 我国每千人汽车保有量仍处于较低水平:** 2012年, 我国每千人汽车保有量仅为 84.40 辆, 与世界发达国家如德国、美国、日本等每千人约 400-500 辆的水平相比仍有巨大差距, 纵使与韩国每千人 275.89 辆的水平相比也差距较大, 尚不足其 1/3。全球来看, 我国每千人汽车保有量水平仍然偏低, 由此, 未来汽车行业以及汽车保险杠等零部件行业也仍有巨大空间。

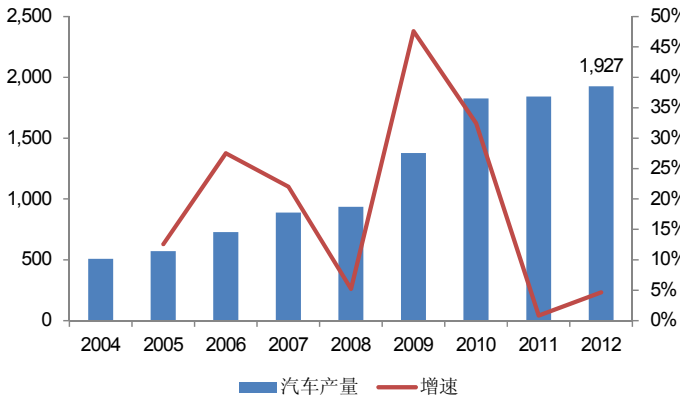
图表6: 中国与德美日韩每千人汽车保有量对比 (2010年, 中国为2012年)

来源: Wind、世界银行、国金证券研究所

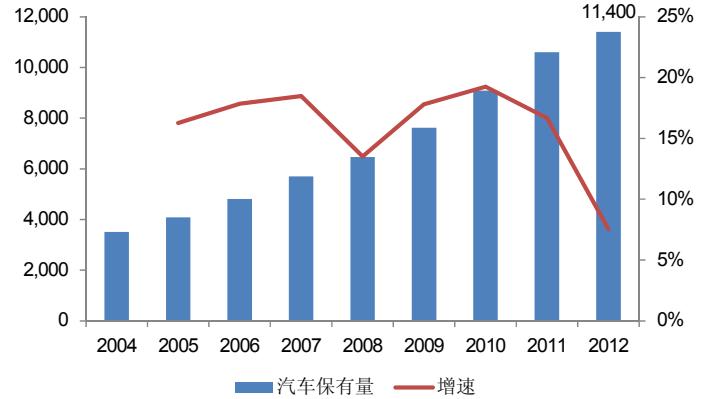
- 未来保险杠 OEM 市场和 AM 市场均能有较快增长:** 保险杠属于易损品, 其市场主要由配套市场和售后市场组成, 其中配套市场 (OEM) 由新车产量决定, 售后市场 (AM) 则与汽车保有量的规模成正比。近年我国汽车产量持续高增长, 从 04 年的 407 万辆迅速增长至 12 年的 1927 万辆, 8 年内增长了约 4 倍, 且未来 5-10 年内汽车产销量仍将以 5%-10% 左右的速度保持较快增长。同时, 随着汽车产销量的快速

增长，我国汽车保有量也持续上升，至 12 年已达 1.14 亿辆，预计未来将维持 15%-20% 左右的增长。由此，未来保险杠 OEM 市场和 AM 市场均能有较快增长。

图表7：我国汽车产量和增速（万辆）



图表8：我国汽车保有量和增速（万辆）

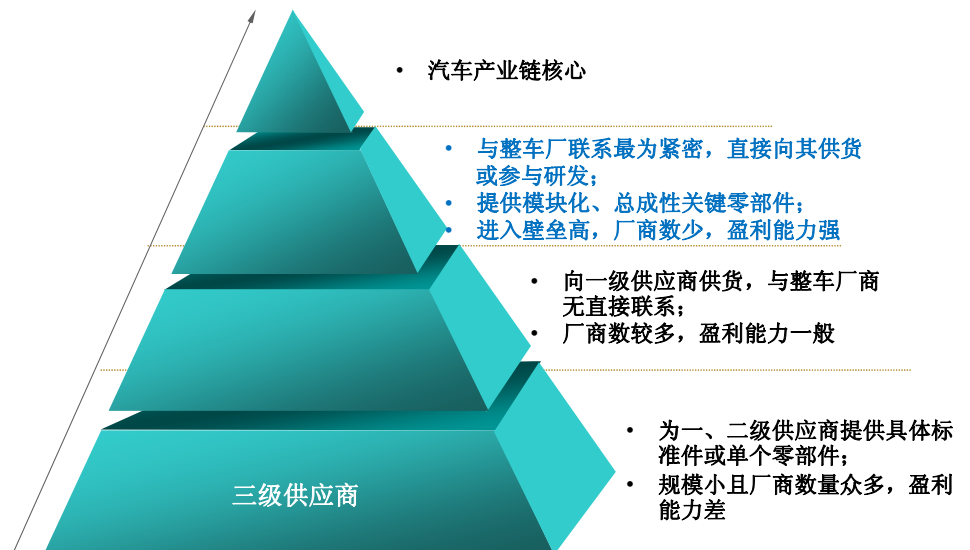


来源：Wind、国金证券研究所

模塑为国内保险杠领先企业

- **模塑为国内保险杠一级供应商：**各零部件生产企业按照与整车制造商之间的供应关系和紧密程度分为一级供应商、二级供应商、三级供应商等，形成了以整车制造商为核心的金字塔式的多级供应商体系。其中，一级供应商与整车厂的联系最为紧密，进入壁垒较高，厂商数较少，盈利能力也较强。模塑科技是国内汽车保险杠一级供应商，其直接向整车厂商供应保险杠等汽车塑化件总成产品并参与部分车型研发，与整车厂商合作关系稳固，盈利能力稳定，且具备一定的议价能力。

图表9：汽车零部件呈金字塔式多级供应模式



来源：精锻科技招股书、国金证券研究所

- **公司技术水平和规模始终处于行业领先地位：**公司作为一家专业从事轿车保险杠、防擦条等汽车装饰件生产与经营的企业，经过二十多年的经营，逐步在汽车零部件领域积累了雄厚的技术实力。特别是在汽车保险杠产品的专业化开发、生产中已具备同行业企业不可替代的优势，技术水平和产销规模多年来始终保持行业领先地位。

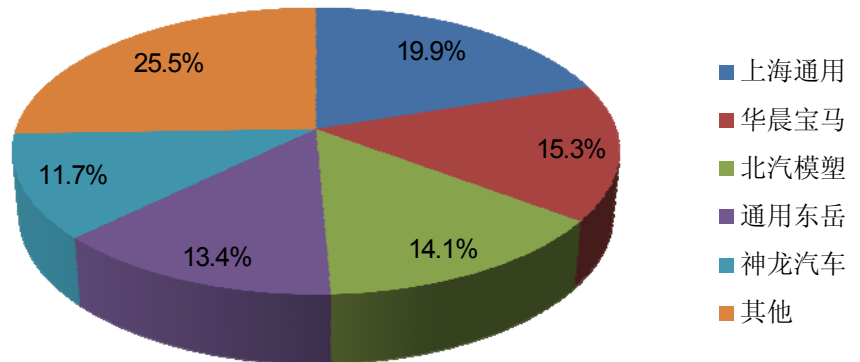
- **技术水平始终处于行业前列：**公司坚持走创新发展道路，研发水平一直走在中国保险杠行业前列。经过多年研发经验的积累，公司目前已拥有两个省级研发平台，同时不断完善研发创新机制。至 2012 年底，公司共拥有专利 231 项，包括 2 项发明专利。凭借先进的项目管理模式及持续的技术研发，公司产品品质也得以不断提升，并成功得到高端客户如宝马、奔驰等的认可。
- **规模居于行业领先地位：**多年来，公司以“低成本、大规模、高速度”为指导思想，不断扩大生产和销售规模，通过规模化生产，公司有效降低了生产成本，并进一步增强了公司参与市场竞争的能力。经过多年发展，公司已成功在上海、烟台、沈阳、武汉等地设立生产基地，目前已具备约 200 万套的保险杠总产能，居于行业领先地位。

图表10：国内主要保险杠厂商情况（2011年）

企业	成立时间	股东性质	主要客户	类型	保险杠产量 (万套)	份额
延锋彼欧	2007	延锋伟世通与法国彼欧合资	上汽、大众、通用	内部供应商	392	16%
芜湖普威	2003	内资	奇瑞	内部供应商	278	12%
常州瑞悦	1980	内资	自主汽车厂商	独立供应商	200	8%
天津三五	2003	日本三五公司独资	丰田	内部供应商	199	8%
芜湖辉业	2007	内资	奇瑞	内部供应商	150	6%
常州武起	1986	内资	日产	内部供应商	150	6%
模塑科技	1988	内资	通用、大众、宝马、奔驰、神龙、现代等	独立供应商	120	5%
常州鹏通	1995	内资	自主汽车厂商	独立供应商	96	4%
上海依赛	1996	中德合资	大众、通用、上汽	内部供应商	95	4%
长春华翔佛吉亚	2006	中法合资	一汽大众	内部供应商	89	4%
其他					630	26%
合计					2400	100%

来源：中国汽车工业年鉴、国金证券研究所

- **公司客户资源优质，并进入高端整车厂配套体系：**公司始终坚持“贴近客户，高效服务”的理念，坚持向客户提供优质的产品和服务，获得了国内外汽车生产商的青睐。公司目前主要客户包括上海通用、华晨宝马、北京现代、北京奔驰、神龙汽车、上海大众等众多实力雄厚的整车生产公司，并与这些整车厂建立了长期持久的合作关系。**特别值得说明的是，公司通过不断提升产品品质和品牌实力，成为宝马和奔驰在国内的保险杠唯一指定供应商，并分别被宝马汽车和奔驰汽车授予“全球开发供应商”、“A级供应商”的殊荣，其品牌影响力可见一斑。**而且，近年公司提出“进驻高端”战略，不断提升产品档次，并不断扩大高端客户在公司销量结构中的占比（目前公司主营收入中华晨宝马占比达到 15.3%，仅次于上海通用）。

图表11: 公司前五大客户收入占比 (1H2013)


来源: 公司公告、国金证券研究所

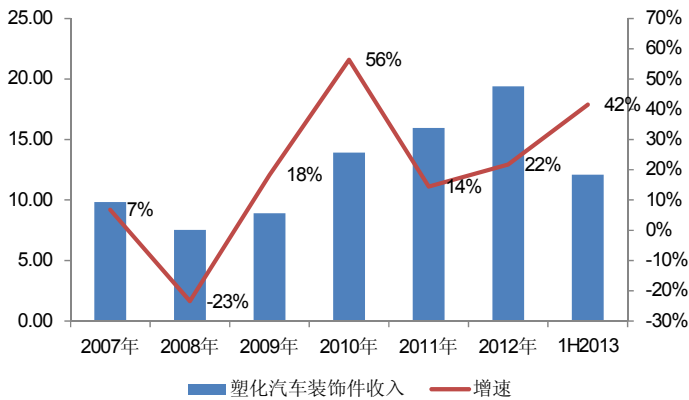
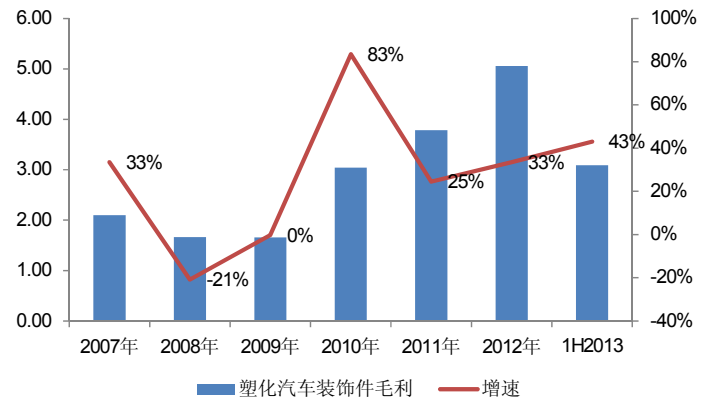
图表12: 模塑科技近年所获荣誉

年份	评奖单位	获得荣誉
2012	通用汽车	连续7年被评为“优秀供应商”
2012	华晨金杯	多次被评为优秀售后服务商
2012	宝马汽车	被定位为全球开发供应商
2012	奔驰汽车	A级供应商
2012	北京现代	优秀供应商
2011	神龙汽车	最佳供应商
2008	中国汽车报	全国百佳汽车零部件供应商
2008	车人网、国际商报	“汽车用户最佳口碑”最佳汽车供应商

来源: 公司公告、国金证券研究所

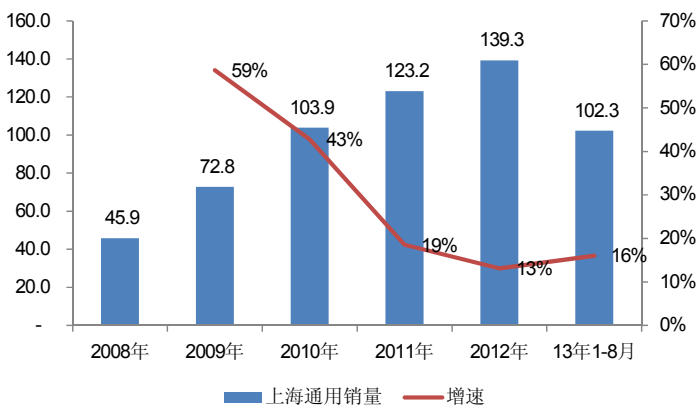
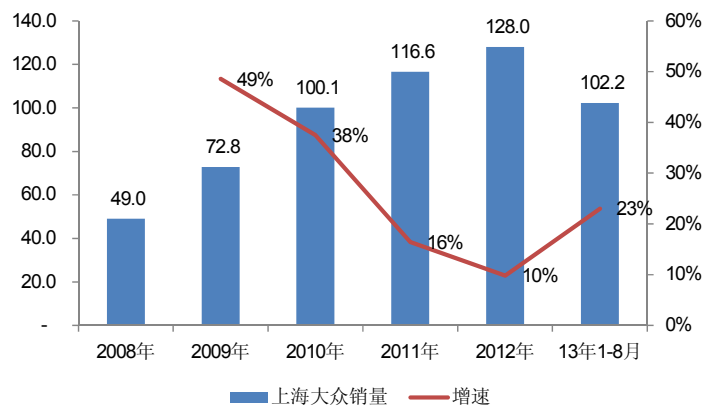
公司未来塑化汽车装饰件业务有望继续实现较快发展

- **依托优质客户, 公司塑化汽车装饰件有望维持较快增长:** 近年来, 公司依托优质客户的高增长, 其塑化汽车装饰件业务也得以迅速成长。我们认为, 依托通用、大众、宝马、奔驰这些优质客户, 公司塑化汽车装饰件业务有望维持较快增长。
- **公司近年塑化汽车装饰件业务增长强劲:** 近年来, 公司以保险杠为主的塑化汽车装饰件业务增长强劲。近 5 年间, 塑化汽车装饰件收入复合增长率达 27%, 贡献毛利复合增长率达 20%。今年上半年, 该业务延续良好增长态势, 收入和毛利增速更是分别高达 42%、43%。

图表13: 公司塑化汽车装饰件收入及增速 (亿元)

图表14: 公司塑化汽车装饰件毛利及增速 (亿元)


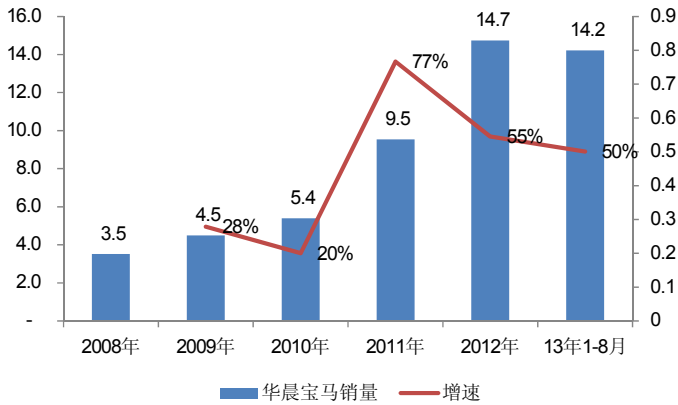
来源: 公司公告、国金证券研究所

- 主要客户销量增长仍然较快:** 今年上半年, 受益于国内汽车特别是乘用车行业的高景气, 公司主要客户如通用、大众、现代等公司销量均取得较快增长。特别地, 华晨宝马和北京奔驰今年上半年销量增长均迎来爆发, 同比增速分别达约 50% 和 30%。依托主要客户销量的快速增长, 公司上半年塑化汽车装饰件业务也实现了高增长。我们认为, 依托通用、大众等国内规模最大、增长极为稳健的整车厂商以及宝马、奔驰等定位高端、增长潜力巨大的车企, 公司塑化汽车装饰件业务有望继续实现较快增长。

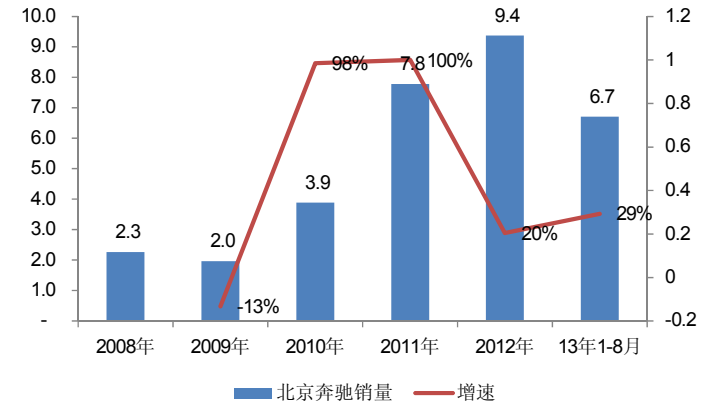
图表15: 上海通用近年销量及增速 (万辆)

图表16: 上海大众近年销量及增速 (万辆)


来源: CAAM、国金证券研究所

图表17: 华晨宝马近年销量及增速 (万辆)



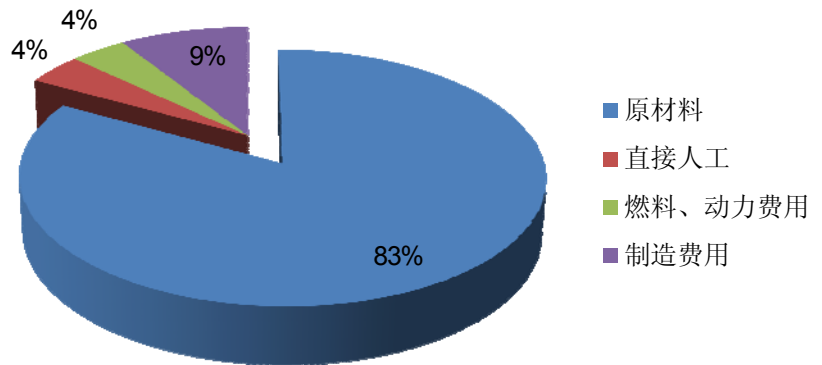
图表18: 北京奔驰近年销量及增速 (万辆)



来源: CAAM、国金证券研究所

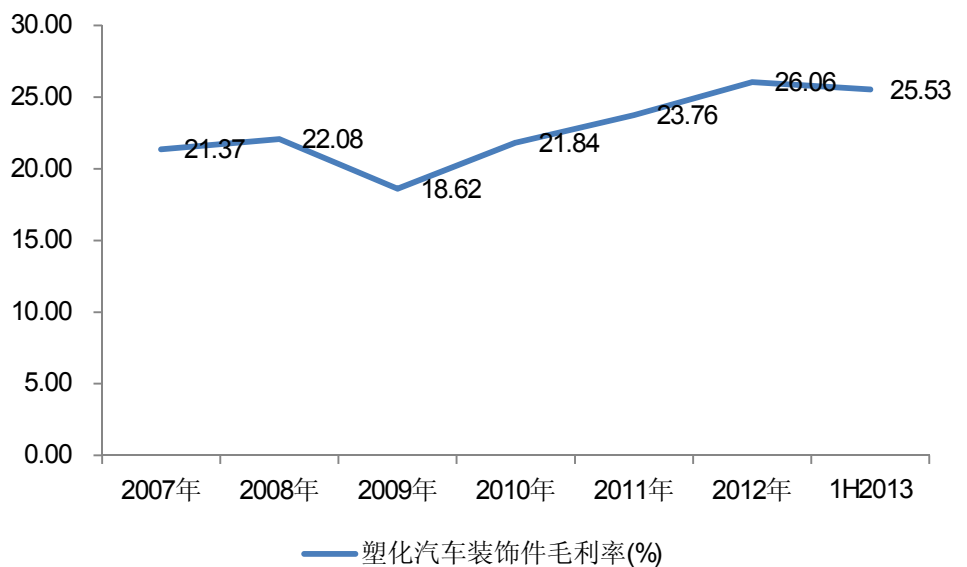
- 公司保险杠业务盈利能力有望维持:** 汽车保险杠是由外板、缓冲材料和横梁三部分组成, 其中外板和缓冲材料均由塑料 (主要原料为聚丙烯) 制成, 横梁用冷轧薄板 (钢材) 冲压而成。参考同行业数据, 原材料成本在保险杠总成本中占比极高, 约为 83%, 对保险杠的盈利能力有重要影响。近年来, 公司保险杠业务不仅收入增长迅速, 而且盈利能力也稳步提升。我们分析, 公司盈利能力的持续提升, 主要是受益于原材料成本的持续下降, 而原材料成本短期之内在低位徘徊的局面仍然不会改变, 因而有望继续支撑公司保险杠业务维持较高盈利水平。

图表19: 汽车保险杠成本构成 (参考值: 一汽富维)



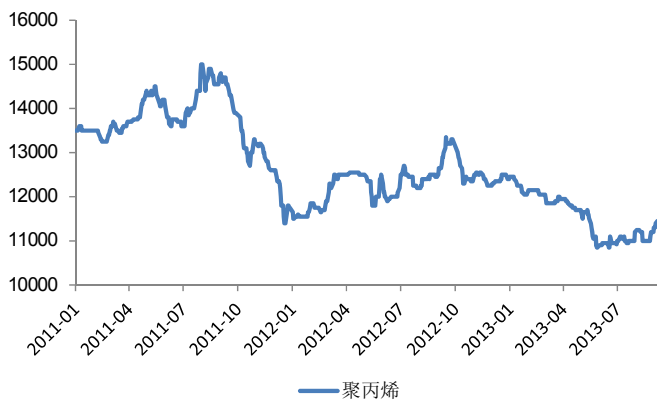
来源: 一汽富维年报、国金证券研究所

- 近年公司塑化汽车装饰件毛利率持续提升:** 近年公司以保险杠为主的塑化汽车装饰件业务毛利率持续提升, 从 07 年的 21.37% 提升至 2012 年的 26.06%, 5 年间提升了 4.69 个百分点。

图表20: 公司近年塑化汽车装饰件毛利率变化


来源: 公司公告、国金证券研究所

- 原材料成本持续低位将支撑保险杠维持较高盈利水平:** 近年来, 聚丙烯和钢材价格均持续下降提升了保险杠的盈利能力。我们认为, 至少在今年全年至明年来看, 聚丙烯、钢材价格仍将保持较低水平, 公司仍将受益原材料成本下降带来的盈利能力提升。

图表21: 2011年以来国内聚丙烯价格(元/吨)


来源: Wind、国金证券研究所

图表22: 2011年以来国内钢材价格指数

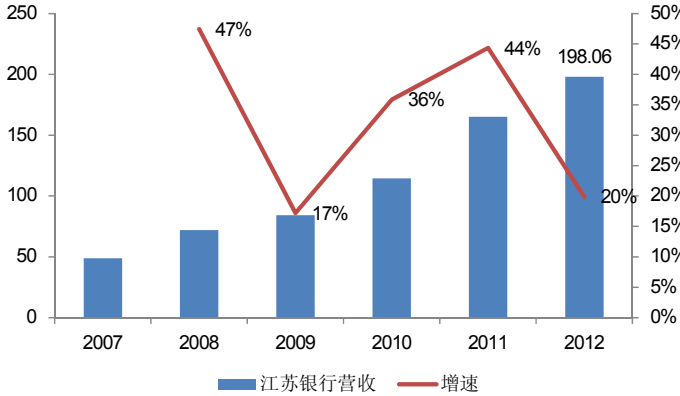

多元化业务拓展稳步推进, 公司未来前景光明

参股江苏银行, 总市值估计至少达4亿元

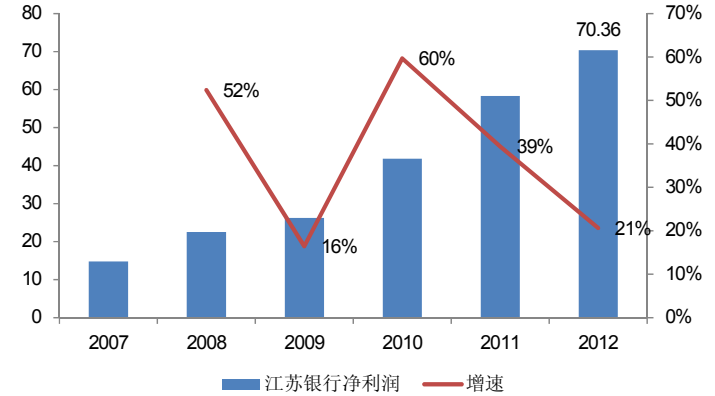
- 公司曾参与发起设立江苏省唯一省属地方商业银行:** 江苏银行是在江苏省内无锡、苏州、南通等 10 家城市商业银行基础上, 合并重组而成的现代股份制商业银行。江苏银行于 2007 年 1 月 24 日正式挂牌开业, 是江苏省唯一一家省属地方法人银行。目前, 江苏银行有营业机构 490 多家, 其中, 省内下辖 12 家分行, 在南京地区拥有 21 个营业网点, 在省外先后开设了北京、上海、深圳、杭州 4 家分行。模塑科技在江苏银行设立时便作为大股东之一, 以总计 7260 万元参与认购江苏银行约 1 亿股。

- **江苏银行近年发展迅速:** 江苏银行自 07 年成立至今, 经过短短 5 年的时间, 已发展为拥有资产总额 7300 多亿元, 本外币各项存款余额 5800 多亿元, 本外币各项贷款余额 4000 多亿元的大型商业银行。其收入和盈利水平也是迅速增长, 至 2012 年分别实现营业收入和净利润 198.06 亿元和 70.36 亿元, 复合增长率分别达 32.4% 和 36.6%。而且, 众所周知银行业整体盈利水平较高, 江苏银行近年来同样保持极强盈利能力, 平均净利率高达 33%。

图表23: 江苏银行近年营收及增速 (亿元)



图表24: 江苏银行近年净利润及增速 (亿元)



来源: 江苏银行年报、国金证券研究所

- **江苏银行行业地位迅速提升:** 在英国《银行家》杂志评选出的全球前 1000 家银行中, 江苏银行排名逐年提升, 2013 年排名第 179 位, 较上年提升 21 位, 在国内商业银行中居第 17 位。先后荣获“中国最佳城市商业银行”“最佳创新中小银行”、“中国中小企业金融服务十佳机构”、“江苏省文明单位”等荣誉表彰。
- **模塑持有江苏银行 1 亿股, 总市值估计至少达 4 亿元:** 公司目前持有江苏银行约 1 亿股, 最初投资成本为 7260 万。江苏银行上市预期强烈, 2012 年江苏银行每股净资产 3.75 元, EPS 为 0.77 元, 参考目前主要上市股份制商业银行的平均市盈率约 5.58 倍, 平均市净率约 1.11 倍计算, 江苏银行每股股价至少应为 4.16 元, 对应模塑科技持有的 1 亿股股份总市值至少将达 4 亿元。另外值得一提的是, 公司于 2007-2012 年 (除 2010 年) 每年均收到江苏银行稳定分红 803.54 万元。

图表25: 国内主要上市股份制商业银行及城商行估值情况 (2013 年 10 月 29 日)

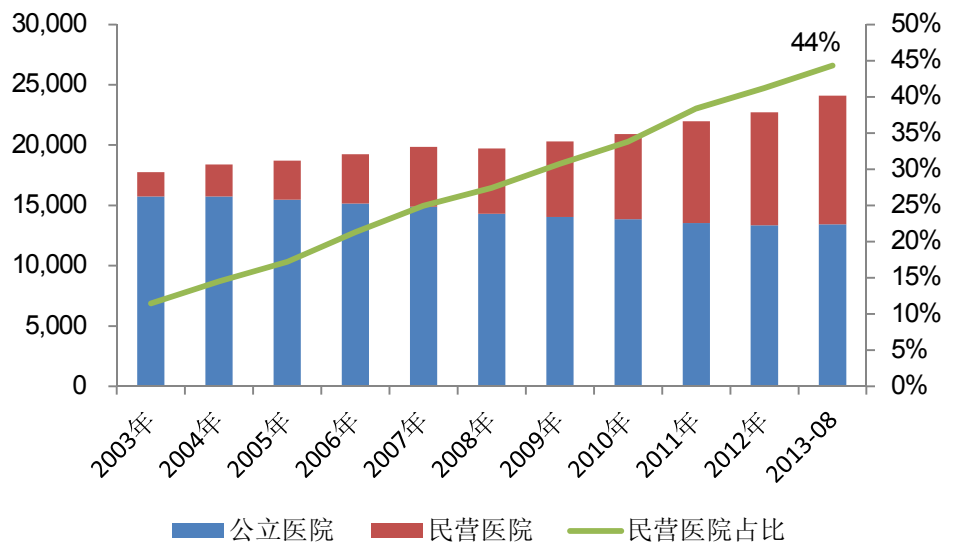
公司	营收 (亿元)	净利润 (亿元)	市价 (元)	总市值 (亿元)	EPS-2012 (元)	PE	PB
招商银行	1133.67	452.77	10.85	2680.87	2.10	5.17	1.11
民生银行	1031.11	383.08	9.15	2589.83	1.34	6.83	1.44
兴业银行	876.19	349.27	12.09	2128.15	3.22	3.75	1.25
华夏银行	397.77	127.96	8.32	662.51	1.87	4.45	0.96
北京银行	278.17	116.84	7.86	705.77	1.38	5.70	0.89
宁波银行	103.42	40.68	9.60	258.1	1.41	6.81	1.11
南京银行	91.14	40.45	8.56	244.94	1.35	6.34	0.98
均值						5.58	1.11

来源: Wind、国金证券研究所

进军民营医院领域，将利于提升公司整体估值

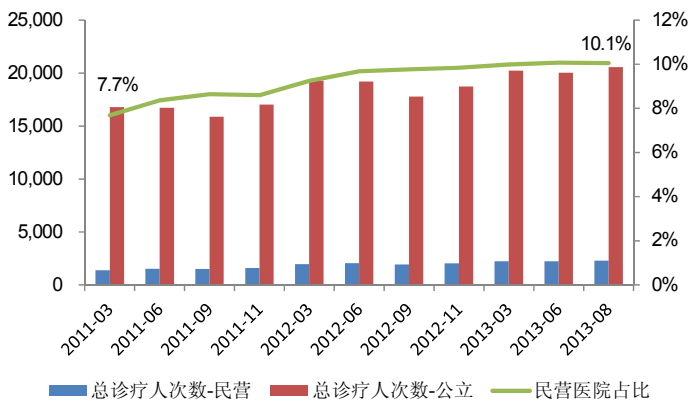
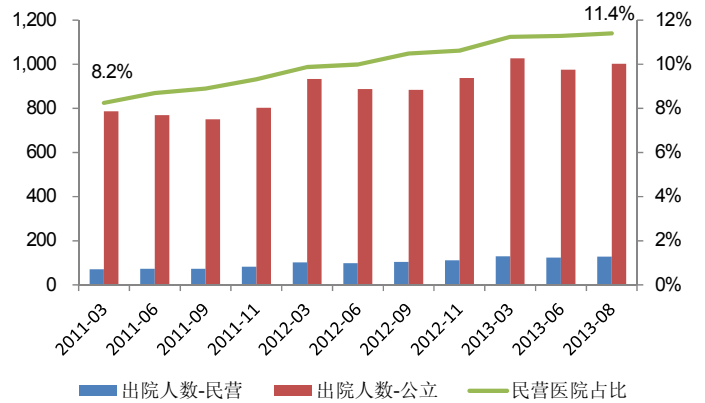
- 我国民营医院发展方兴未艾：**近年来，我国民营医院发展迅速，特别是自2008年我国实施医疗改革以来，民营医院更是步入了高速发展的快车道。而且目前来看，国内民营医院提供的医疗服务占比仅为10%左右，与“十二五”规划提出的至15年底达到至少20%的目标差距甚大，未来成长空间仍无可限量。
- 民营医院过去十年发展迅速：**根据卫生部数据，2003年我国民营医院数量仅为2000多所，至08年已迅速攀升至5400多所，相比03年增长超过1倍；至目前我国民营医院的数量已经达到1万多所，5年间又翻了一番。同时，民营医院数量在我国医院总量中的占比也不断提升，03年仅约11%，目前已上升至约44%。

图表26：2003年以来全国公立及民营医院数量及民营医院占比（所）



来源：卫生部、国金证券研究所

- 民营医院未来成长空间仍然巨大：**虽然民营医院的数量在过去十年内迅速增长，民营医院提供的医疗服务量也不断上升，但民营医院提供的医疗服务比例仍然不高，其仅占全国总医疗服务的约10%（卫生部数据显示，目前全国单月总诊疗人次数与出院人次数中来自民营医院的分别占比10.1%和11.4%）。而“十二五”规划中明确提出，至2015年底国内民营医院床位数需要占到总量的20%，医疗总服务量的20%需要由民营医院提供。由此来看，目前民营医院的发展水平距离该目标还有较大差距，民营医院未来成长空间仍然巨大。

图表27: 全国单月总诊疗人次数情况 (万人次)

图表28: 全国单月出院人次数情况 (万人次)


来源: 卫生部、国金证券研究所

- **政策改革正当时, 民营医院迎来发展新机遇:** 随着我国经济社会的快速发展, 人们对健康服务的需求与日俱增, 加之我国医疗制度改革正逐步深化, 医疗市场的进一步开放成为大势所趋。近年来, 我国政府更是出台了一系列政策, 以鼓励和促进社会资本举办医疗机构, 充分发挥市场在资源配置中的基础性作用, 并逐步形成以公立医疗机构为主导、非公立医疗机构共同发展的多元办医格局。在政策改革的时代背景下, 民营医院正迎来发展的的新机遇。
- 2010年12月, 国务院下发《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》, 首次提出支持举办营利性医疗机构且社会资本可自主申办营利性或非营利性医疗机构, 调整和新增医疗卫生资源优先考虑社会资本, 允许境外资本举办医疗机构等一系列鼓励措施, 标志着我国新医改的进一步深入和民营医院发展进入一个新的阶段。
- 2013年10月14日, 国务院印发《关于促进健康服务业发展的若干意见》再次强调要放宽医疗机构市场准入条件。《意见》明确指出, 要实行“非禁即入”, 即“凡是法律法规没有明令禁入的领域, 都要向社会资本开放, 并不断扩大开放领域”, 并且要“放宽对营利性医院的数量、规模、布局以及大型医用设备配置的限制”。该文件的出台基本破除了民营医院发展的最后制度障碍, 民营医院发展有望全面提速。
- **战略性布局医疗产业, 民营医院有望成公司未来新亮点:** 今年4月, 公司公告子公司鸿意地产拟斥资约3亿元投资设立民营医院——无锡明慈心血管病医院。此次进军民营医院, 彰显了公司布局医疗产业构建多元化经营格局的战略意图。该医院为省级三甲医院, 床位编制预计约为150张, 主要以心血管病和糖尿病的检查、诊断、治疗为特色, 以高端健康体检、健康管理为重点, 兼有中老年高端养老等功能。特别值得说明的是, 公司虽是首次进入民营医院领域, 但并不冒进: 一方面, 明慈医院与国际级医疗机构已建立战略合作关系, 公司在专科诊疗方面已具备充分的技术和人才储备; 另一方面, 公司此前也一直走多元化发展道路, 在多业务经营上具有丰富的经验。明慈医院现已获得江苏省卫生厅设置医疗机构管理资质审批, 我们预计该医院将于14年下半年建成运营。
- **涉足心血管病和糖尿病市场, 有望分享行业高速增长盛宴:** 2011年, 心脑血管疾病已成为全球第一大类疾病, 其市场容量巨大。目前我国市场约1000亿元, 年增速超过20%, 且在我国经济发展和老龄化加剧等综合因素促使下, 有望迎来至少10年的高速增长期; 目前全球糖尿病患者约3.66亿人, 中国糖尿病患者近1亿, 近年国内市场年增速约27%, 但国内达到预期治疗效果的糖尿病患者比率仅为3.2%, 糖尿病领域存在着巨大发展空间。

- **与国际级医疗机构建立战略合作关系，技术实力雄厚：**目前，无锡明慈医院与德国北威州心脏和糖尿病中心(HDZ)、中国健康促进基金会等机构均建立了稳定的战略合作关系。与国际级医疗机构建立战略合作关系，将有利于明慈充分利用国际先进诊疗技术和先进管理经验，从而将迅速提升其在心脏和糖尿病诊疗方面的技术实力。
- **成熟后预计每年能贡献 1000-1600 万元利润，：**我们根据行业经验信息进行了大致测算，明慈医院未来成熟后预计将贡献 7000-8000 万左右收入，按照医院行业平均 15-20%的净利率（专科医院可能略高）计算，预计贡献 1000-1600 万的净利润，对应公司当前 3.09 亿股贡献 EPS 约 0.03-0.05 元。同时，根据行业经验，前期由于设备、人员投入较大难以实现盈利，一般而言，医院需经过 3 年左右的培育期，3 年之后进入成熟期后预计能稳定贡献收益。

图表29：明慈医院未来成熟后收入和盈利测算

单人平均住院时间	单床年均接收病人数	床位数	每年接收病人总数
20天	18人	150张	2700人
人均单次住院费用	年收入	净利率	净利润
2.5-3万元	7000-8000万元	15%-20%	1000-1600万元

来源：互联网、国金证券研究所

- **民营医院业务将利于提升公司估值：**民营医院为新兴市场，高成长性必然带来高估值。从目前国内主要涉及民营医院业务的上市公司估值水平来看，其平均 PE 约为 34 倍。因此我们认为，介入民营医院领域将利于提升公司的整体估值水平。

图表30：A 股涉及民营医院业务公司的估值情况（2013 年 10 月 29 日）

公司	营收（亿元）	净利润（亿元）	市价（元）	EPS-TTM（元）	PE-TTM
开元投资	34.03	1.11	7.17	0.16	45.01
金陵药业	23.05	1.79	9.82	0.32	30.25
益佰制药	22.53	3.39	29.98	1.06	28.41
双鹭药业	10.07	4.80	46.85	1.25	37.40
马应龙	15.42	1.67	17.46	0.57	30.58
复星医药	23.05	1.79	9.82	0.32	30.25
均值					33.65

来源：Wind、国金证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预测公司 2013-2015 年销售收入分别为 30.97、40.78、52.12 亿元，分别增长 25.7%、31.7%和 27.8%；归属母公司净利润分别为 2.68、3.72 和 5.09 亿元，分别增长 45.6%、38.7%和 37.0%，对应摊薄后 EPS 分别为 0.87、1.20 和 1.65 元。

估值与投资建议

- 今年以来汽车零部件公司估值有所分化，其中一汽富维和华域汽车均为国内综合性零部件厂商，规模较大且增速较为平稳，其估值水平相对偏低（约 7-9 倍），其他规模较小但成长性更强的公司估值水平则相对较高（约 13-20 倍），整体平均估值约为 14 倍。模塑科技作为未来三年业绩均将保持快速增长的公司，加之民营医院业务也有利于提升公司整体估

值，综合考虑给予公司 14 年 10-12 倍 PE，对应目标价 12-14 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表31：可比汽车零部件公司估值情况（2013年10月29日）

	收盘价	EPS			PE		
		2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E
600742.SH 一汽富维	16.22	1.85	1.88	2.20	8.77	8.62	7.37
600741.SH 华域汽车	10.12	1.20	1.32	1.64	8.43	7.67	6.16
002048.SZ 宁波华翔	7.98	0.46	0.60	0.83	17.35	13.23	9.67
000887.SZ 中鼎股份	7.37	0.87	0.45	0.54	8.47	16.22	13.69
601799.SH 星宇股份	12.31	0.79	0.90	1.08	15.62	13.75	11.44
300258.SZ 精锻科技	11.76	0.75	0.66	0.83	15.79	17.72	14.12
002085.SZ 万丰奥威	15.56	0.64	0.77	0.95	24.31	20.29	16.38
均值					14.10	13.93	11.26

来源：Wind、国金证券研究所

风险提示

行业销量增速超预期下滑

- 今年乘用车行业销量增速较快，今年前三季度同比增速达到 14%，我们预计未来数年仍将保持 5%-10%左右的稳健增长。但如果国内外宏观经济环境严重恶化，或大城市限牌、限购、限行政策力度加大，乘用车行业销量增速有可能超预期下滑。

原材料价格大幅上涨

- 虽然当前原材料价格处于低位，但如果明年聚丙烯、钢材等的价格大幅上涨，对公司毛利率的影响仍将较为显著，对公司业绩的影响也难以忽视。

民营医院发展进程不达预期

- 公司投资的民营医院目前已获江苏省卫生厅审批，但不排除民营医院未来进程不达预期，影响公司整体估值水平。

图表32: 公司分业务营收、毛利及其预测

项 目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
塑化汽车装饰件						
销售收入(百万元)	1,392.71	1,594.24	1,940.48	2,755.48	3,719.89	4,835.86
增长率(YOY)	56.34%	14.47%	21.72%	42.00%	35.00%	30.00%
毛利率	21.84%	23.76%	26.06%	25.50%	26.00%	26.00%
销售成本(百万元)	1,088.48	1,215.40	1,434.73	2,052.83	2,752.72	3,578.54
增长率(YOY)	50.14%	11.66%	18.05%	43.08%	34.09%	30.00%
毛利(百万元)	304.23	378.84	505.74	702.65	967.17	1,257.32
增长率(YOY)	83.45%	24.52%	33.50%	38.93%	37.65%	30.00%
占总销售额比重	70.67%	81.16%	78.74%	88.98%	91.23%	92.79%
占主营业务利润比重	69.31%	77.81%	78.04%	92.09%	93.78%	94.91%
房地产						
销售收入(百万元)	360.25	103.00	57.31	55.00	55.00	55.00
增长率(YOY)	-50.54%	-71.41%	-44.36%	-12.76%	0.00%	0.00%
毛利率	30.00%	31.00%	31.00%	41.00%	40.00%	40.00%
销售成本(百万元)	252.18	71.07	39.54	32.45	33.00	33.00
增长率(YOY)	-53.62%	-71.82%	-44.36%	-17.94%	1.69%	0.00%
毛利(百万元)	108.08	31.93	17.77	22.55	22.00	22.00
增长率(YOY)	-41.49%	-70.46%	-44.36%	26.93%	-2.44%	0.00%
占总销售额比重	18.28%	5.24%	2.33%	1.78%	1.35%	1.06%
占主营业务利润比重	24.62%	6.56%	2.74%	2.96%	2.13%	1.66%
专用设备定制						
销售收入(百万元)	135.48	65.08	81.04	166.14	182.75	201.03
增长率(YOY)	69.36%	-51.97%	24.53%	105.00%	10.00%	10.00%
毛利率	14.48%	18.02%	5.33%	17.00%	17.50%	17.50%
销售成本(百万元)	115.86	53.35	76.72	137.89	150.77	165.85
增长率(YOY)	56.80%	-53.95%	43.81%	79.74%	9.34%	10.00%
毛利(百万元)	19.62	11.73	4.32	28.24	31.98	35.18
增长率(YOY)	221.39%	-40.24%	-63.14%	553.41%	13.24%	10.00%
占总销售额比重	6.87%	3.31%	3.29%	5.37%	4.48%	3.86%
占主营业务利润比重	4.47%	2.41%	0.67%	3.70%	3.10%	2.66%
其他						
销售收入(百万元)	82.40	201.94	385.56	120.00	120.00	120.00
增长率(YOY)	193.05%	145.07%	90.93%	-68.88%	0.00%	0.00%
毛利率	8.53%	31.87%	31.18%	8.00%	8.50%	8.50%
销售成本(百万元)	75.37	137.57	265.33	110.40	109.80	109.80
增长率(YOY)	176.14%	82.52%	92.87%	-58.39%	-0.54%	0.00%
毛利(百万元)	7.03	64.37	120.23	9.60	10.20	10.20
增长率(YOY)	753.09%	815.65%	86.79%	-92.02%	6.25%	0.00%
占总销售额比重	4.18%	10.28%	15.65%	3.88%	2.94%	2.30%
占主营业务利润比重	1.60%	13.22%	18.55%	1.26%	0.99%	0.77%
销售总收入(百万元)	1970.85	1964.25	2464.39	3096.61	4077.64	5211.89
销售总成本(百万元)	1531.89	1477.39	1816.33	2333.57	3046.29	3887.18
毛利(百万元)	438.96	486.86	648.06	763.04	1031.35	1324.70
平均毛利率	22.27%	24.79%	26.30%	24.64%	25.29%	25.42%

来源: 公司资料、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1,971	1,964	2,464	3,097	4,078	5,212	货币资金	858	671	561	900	967	967
增长率		-0.3%	25.5%	25.7%	31.7%	27.8%	应收款项	390	389	597	959	1,263	1,614
主营业务成本	-1,476	-1,468	-1,814	-2,334	-3,046	-3,887	存货	517	529	594	703	918	1,171
%销售收入	74.9%	74.7%	73.6%	75.4%	74.7%	74.6%	其他流动资产	265	185	112	236	307	392
毛利	495	496	650	763	1,031	1,325	流动资产	2,031	1,774	1,863	2,798	3,455	4,144
%销售收入	25.1%	25.3%	26.4%	24.6%	25.3%	25.4%	%总资产	52.1%	45.2%	46.2%	49.8%	55.1%	55.1%
营业税金及附加	-66	-3	-18	-26	-33	-42	长期投资	942	1,164	997	998	997	997
%销售收入	3.4%	0.1%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	863	916	954	1,766	1,751	2,323
营业费用	-67	-82	-82	-106	-135	-172	%总资产	22.2%	23.4%	23.7%	31.4%	28.0%	30.9%
%销售收入	3.4%	4.2%	3.3%	3.4%	3.3%	3.3%	无形资产	58	61	61	60	60	59
管理费用	-156	-186	-243	-251	-326	-417	非流动资产	1,863	2,147	2,168	2,826	2,810	3,381
%销售收入	7.9%	9.5%	9.9%	8.1%	8.0%	8.0%	%总资产	47.9%	54.8%	53.8%	50.2%	44.9%	44.9%
息税前利润 (EBIT)	206	226	307	380	538	694	资产总计	3,894	3,921	4,031	5,624	6,265	7,525
%销售收入	10.4%	11.5%	12.5%	12.3%	13.2%	13.3%	短期借款	1,875	1,996	1,611	2,308	2,102	2,284
财务费用	-94	-107	-112	-113	-126	-124	应付款项	797	661	803	1,637	2,138	2,729
%销售收入	4.8%	5.5%	4.5%	3.7%	3.1%	2.4%	其他流动负债	91	50	249	83	96	112
资产减值损失	-20	-19	-22	-6	-2	-2	流动负债	2,763	2,707	2,663	4,028	4,336	5,124
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	170	0	0	0	0	1
投资收益	-1	4	8	40	10	10	其他长期负债	39	10	1	0	0	0
%税前利润	n.a	4.1%	3.8%	13.0%	2.3%	1.7%	负债	2,973	2,717	2,665	4,028	4,336	5,125
营业利润	91	103	181	300	420	578	普通股股东权益	753	1,033	1,195	1,423	1,754	2,223
营业利润率	4.6%	5.2%	7.3%	9.7%	10.3%	11.1%	少数股东权益	168	171	172	173	175	176
营业外收支	3	6	27	8	6	6	负债股东权益合计	3,894	3,921	4,031	5,624	6,265	7,525
税前利润	94	109	208	308	426	584	比率分析						
利润率	4.8%	5.6%	8.4%	9.9%	10.5%	11.2%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-32	-9	-24	-38	-53	-73	每股指标						
所得税率	33.9%	8.1%	11.6%	12.4%	12.5%	12.5%	每股收益	0.107	0.246	0.591	0.867	1.202	1.648
净利润	62	100	184	270	373	511	每股净资产	2.438	3.341	3.868	4.605	5.677	7.195
少数股东损益	29	24	1	2	2	2	每股经营现金净流	0.379	1.021	1.006	1.577	1.785	2.249
归属于母公司的净利润	33	76	183	268	372	509	每股股利	0.010	0.000	0.130	0.130	0.130	0.130
净利率	1.7%	3.9%	7.4%	8.7%	9.1%	9.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	4.40%	7.35%	15.29%	18.83%	21.18%	22.90%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	0.85%	1.94%	4.53%	4.76%	5.93%	6.77%
净利润	62	100	184	270	373	511	投入资本收益率	4.58%	6.48%	9.12%	8.52%	11.68%	12.96%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	147	155	163	107	127	141	主营业务收入增长率	14.10%	-0.33%	25.46%	25.65%	31.68%	27.82%
非经营收益	100	104	40	86	129	128	EBIT增长率	5.34%	9.66%	36.08%	23.63%	41.69%	29.02%
营运资金变动	-193	-43	-75	25	-77	-85	净利润增长率	26.66%	128.66%	140.90%	46.59%	38.68%	37.03%
经营活动现金净流	117	316	311	487	552	695	总资产增长率	12.72%	0.68%	2.82%	39.51%	11.40%	20.11%
资本开支	-104	-205	42	-755	-103	-704	资产管理能力						
投资	-35	-20	-150	-1	0	0	应收账款周转天数	48.5	61.4	62.7	75.0	75.0	75.0
其他	1	8	10	40	10	10	存货周转天数	133.9	130.1	112.9	110.0	110.0	110.0
投资活动现金净流	-138	-216	-98	-716	-93	-694	应付账款周转天数	115.8	107.5	90.0	102.0	102.0	102.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	144.3	157.0	130.8	187.8	123.4	122.6
债权募资	506	99	-82	696	-207	183	偿债能力						
其他	-539	-181	-157	-129	-185	-184	净负债/股东权益	128.76%	110.08%	76.73%	88.18%	58.77%	54.88%
筹资活动现金净流	-34	-83	-238	568	-392	-1	EBIT利息保障倍数	2.2	2.1	2.7	3.3	4.3	5.6
现金净流量	-55	17	-25	339	67	0	资产负债率	76.33%	69.31%	66.09%	71.62%	69.21%	68.11%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

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

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 20%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 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%以下。

特别声明:

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: (8621)-61038271

传真: (8621)-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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

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: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD