

保险杠规模化高端化双轮驱动 医院业务将提升估值

——模塑科技（000700）调研简报

2014年03月18日

推荐/首次

模塑科技

调研快报

关注 1: 公司主业为乘用车保险杠等塑化件业务。

公司业务横跨汽车、风能铸件、房地产等多个领域。其中汽车塑化装饰件营收占比达到 87%。汽车塑化件中绝大部分为汽车保险杠。2013 年公司年销保险杠销售约 200 万套，是国内保险杠等塑化件领域的龙头。目前主要配套通用、宝马、奔驰、现代、神龙等品牌，前五大客户合计占比约四分之三。其中上海通用占比达三分之一，为第一大客户。

关注 2: 全国化扩张带动规模化效应逐步显现。

公司风格一直较为稳健，扩张偏谨慎。公司虽然是保险杠领域的龙头，但是直到 2005 年才在上海开设第一家分工厂。前期偏谨慎的风格也导致了公司在汽车行业大爆发的 2009、2010 年反而增长乏力。但过去几年，公司已经在多地设厂，形成了江阴、上海、北京、烟台、沈阳、武汉六大成熟基地。其中北京、烟台、沈阳、武汉四大基地分别为当地的北汽、上汽通用东岳、华晨、神龙主机厂配套。保险杠本身具有体积大、难运输的特点，在多个主机厂周边实现就近配套后，将有效降低运输成本。而公司产能的扩张也将带来与主要客户间更紧密的配套关系以及明显的规模化效应，使得公司与主机厂更好的融合，实现共同成长和占比提升。

关注 3: 主动推进客户高端化将提升盈利水平。

公司不断在客户结构上做出调整，目前公司已经为宝马批量化供货，而来自北京奔驰的订单也在大幅增长。从目前趋势来看我们判断未来宝马奔驰的配套量占比将到达公司的 30%以上。高端车型的保险杠不仅单价较高，且毛利率比普通产品要高 3-4 个百分点。公司将借力高端化趋势实现收入快于销量增长，盈利快于收入增长的双重提速。

关注 4: 涉足医院将提升估值。

公司通过子公司鸿意地产在无锡涉足医院产业。将开设明慈心血管病医院，医院以心血管病和高端养老业务为主。目前仍处于筹备阶段。预计 10 月份将开始试营业，明年初有望正式营业。保守估计医院成熟后可实现每年 1500 万左右的净利润。医院行业估值远高于汽车行业，公司估值水平有望获得提升。

苏杨

010-66554030

suyang@dxzq.net.cn

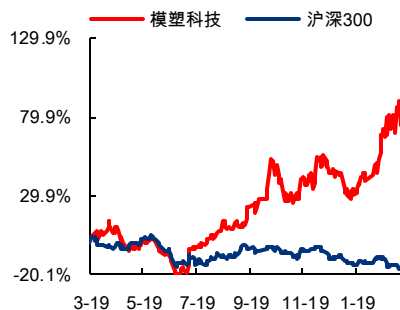
执业证书编号:

S1480512090002

交易数据

52 周股价区间 (元)	12.56-6.46
总市值 (亿元)	38.82
流通市值 (亿元)	38.82
总股本/流通 A 股 (万股)	30904/30904
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	15.53

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

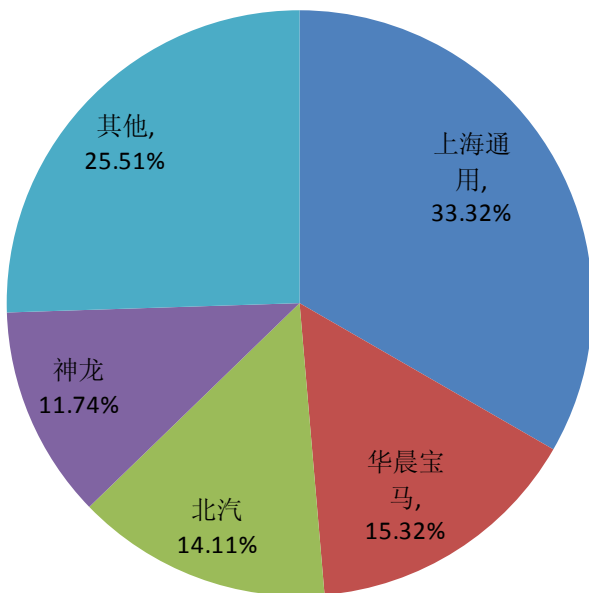
相关研究报告

结论：

综合来看，公司汽车塑化件主业正在经历全国化扩张带动的规模化效应和客户高端化带来的盈利水平提升，而乘用车行业本身也仍有较为稳定的增长。当前公司估值处于汽车行业正常水平，具有一定的安全边际。而公司涉足医院领域则有望打开公司的估值空间。

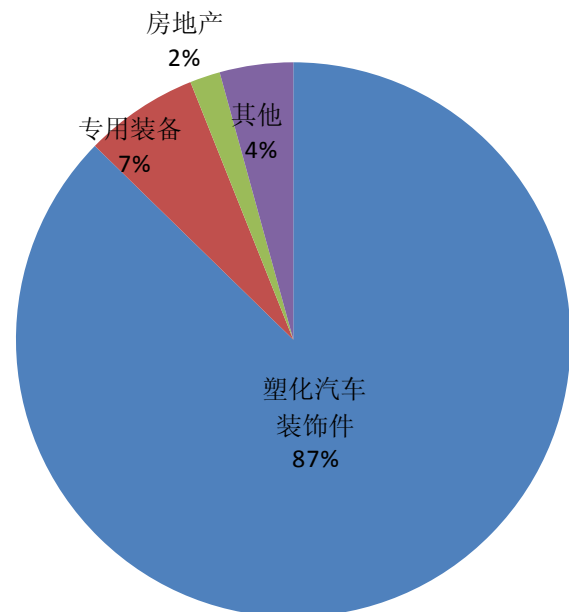
盈利预测及评级：预计公司 2013-2015 年的每股收益分别为 0.79 元、0.89 元和 1.17 元，对应 PE 分别为 16X、14 和 11X，首次给与“推荐”的投资评级。

图 1：公司营收客户结构



资料来源：东兴证券研究所

图 2：公司业务结构



资料来源：东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	1774	1863	2105	2319	2597	营业收入	1964	2464	2973	3456	4070
货币资金	671	561	677	787	927	营业成本	1468	1814	2245	2599	3028
应收账款	338	508	562	654	770	营业税金及附加	3	18	25	29	34
其他应收款	11	12	14	17	20	营业费用	82	82	99	115	135
预付款项	181	110	3	-121	-266	管理费用	186	243	287	334	393
存货	529	594	772	893	1041	财务费用	107	112	80	71	72
其他流动资产	3	0	0	0	0	资产减值损失	19.34	22.22	23.00	22.00	23.00
非流动资产合计	2147	2168	1883	2068	2185	公允价值变动收益	-0.27	0.04	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	136	117	117	117	117	投资净收益	4.47	7.81	46.32	10.30	11.12
固定资产	844.81	882.99	926.07	1038.71	1174.47	营业利润	103	181	261	297	396
无形资产	61	61	55	49	43	营业外收入	16.67	28.00	15.00	15.00	15.00
其他非流动资产	0	150	0	0	0	营业外支出	10.51	1.07	0.00	0.00	0.00
资产总计	3921	4031	3989	4387	4782	利润总额	109	208	276	312	411
流动负债合计	2707	2663	2452	2658	2799	所得税	9	24	33	37	49
短期借款	1778	1603	1261	1341	1330	净利润	100	184	243	275	362
应付账款	388	506	602	696	811	少数股东损益	24	1	0	0	0
预收款项	28	21	21	21	21	归属母公司净利润	76	183	243	275	362
一年内到期的非	218	8	8	8	8	EBITDA	405	492	459	516	634
非流动负债合计	10	1	0	0	0	OBPS (元)	0.25	0.59	0.79	0.89	1.17
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	2717	2665	2452	2658	2799	成长能力					
少数股东权益	171	172	172	172	172	营业收入增长	-20.3%	25.5%	20.65%	16.23%	17.78%
实收资本(或股	309	309	309	309	309	营业利润增长	-47.4%	385.7%	44.45%	13.74%	33.35%
资本公积	312	292	292	292	292	归属于母公司净利润	32.9%	244.7%	32.95%	12.99%	31.74%
未分配利润	273	450	595	760	977	获利能力					
归属母公司股东	1033	1195	1365	1558	1811	毛利率(%)	25%	26%	25%	25%	26%
负债和所有者权	3921	4031	3989	4387	4782	净利率(%)	5%	7%	8%	8%	9%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	2%	5%	6%	6%	8%
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE(%)	7%	15%	18%	18%	20%
经营活动现金流	316	311	426	528	626	偿债能力					
净利润	100	184	243	275	362	资产负债率(%)	69%	66%	61%	61%	59%
折旧摊销	194.90	199.71	0.00	148.47	166.23	流动比率	0.66	0.70	0.86	0.87	0.93
财务费用	107	112	80	71	72	速动比率	0.46	0.48	0.54	0.54	0.56
应付帐款的变化	0	0	95	95	115	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.50	0.62	0.74	0.83	0.89
投资活动现金流	-216	-98	191	-345	-295	应收账款周转率	6	6	6	6	6
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.54	5.51	5.37	5.33	5.40
长期投资	136	117	117	117	117	每股指标(元)					
投资收益	4	8	46	10	11	每股收益(最新摊薄)	0.25	0.59	0.79	0.89	1.17
筹资活动现金流	-83	-238	-502	-73	-191	每股净现金流(最新	0.05	-0.08	0.37	0.36	0.45
短期借款	1778	1603	1261	1341	1330	每股净资产(最新摊	3.34	3.87	4.42	5.04	5.86
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	51.06	21.25	15.97	14.14	10.73
资本公积增加	207	-20	0	0	0	P/B	3.76	3.25	2.84	2.49	2.14
现金净增加额	17	-25	116	110	140	EV/EBITDA	12.84	10.01	9.75	8.61	6.77

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

苏杨

英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010年加盟东兴证券研究所，2011年6月开始从事汽车行业研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。