

天汽模 (002510)

公司研究/调研简报

龙头受益产业转移，海外并购再添亮点

调研简报/中小市值

2014年07月11日

受益国际产业转移，毛利率连续两年回升

公司主业是生产汽车覆盖件模具，国内市场需求平稳增长，出口成为公司新的增长引擎。目前全球新车投放、旧车改型周期越来越短，国外汽车模具生产成本居高不下，再加上国内模具制造技术进步较快，引发全球汽车模具订单向中国大量转移。2010-2013年，天汽模的模具收入的构成中，出口占比从23%上升至57%。经历了2010和2011年的国内市场下滑后，公司2012和2013年毛利率已连续两年回升（模具毛利率从2011年的18%回升至33%）。

获得特斯拉订单，说明国际市场认可度

公司是国内规模最大的汽车覆盖件模具企业。今年5月，公司与特斯拉正式签署了约1300万元人民币的模具订单，不但意味着公司又开拓了一个全新的海外重要客户，更证明了公司的国际地位。

海外并购整合顺利，中报预增50-80%

为进一步扩大国际市场，公司于2013年1月收购了德国一家知名模具企业，目前整合已初见成效，在提高公司模具技术水平和提升品牌知名度方面发挥了积极的作用。现在的模式是，德国公司承接订单、模具设计、调试及售后服务，模具关键设计外的技术工作和全部的制造环节则由天汽模中国工厂完成。公司日前发布业绩预告，由于国内外汽车模具需求旺盛，以及德国子公司市场开拓进展顺利、上半年能够实现盈利（去年同期亏损800万元），预计2014中报净利润同比增长50-80%。

全球化战略，海外并购将继续

公司计划继续寻找海外并购机会，建成以德国、美国、印度为支点的国际化全球营销网络。此外，年报披露，“公司将坚持以模具为主营业务，并将继续向其他汽车零部件行业延伸，如果有适当的时机，公司也可以进行其他行业的投资”。我们判断，不排除公司未来通过并购方式，向汽车电子、机器人或其他相关新兴方向发展的可能性。

盈利预测与投资建议

预计公司14-16年EPS为0.43、0.56和0.73元，增长43%、31%、31%，首次覆盖给予“强烈推荐”评级，合理估值区间12-14元。

风险提示：国际市场经济萧条，海外市场突然萎缩

盈利预测与财务指标

项目/年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	1,167	1,398	1,725	2,141
增长率（%）	30.5%	19.8%	23.4%	24.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	123	175	229	300
增长率（%）	23.9%	43.1%	30.9%	30.6%
每股收益（元）	0.30	0.43	0.56	0.73
PE	29.1	20.3	15.5	11.9
PB	2.3	2.1	1.9	1.7

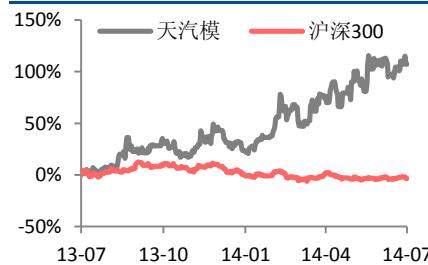
资料来源：民生证券研究院

强烈推荐 首次评级

合理估值： 12-14元

交易数据	2014-07-10
收盘价（元）	8.65
近12个月最高/最低	9.5/4.1
总股本（百万股）	411.52
流通股本（百万股）	307.30
流通股比例（%）	74.67
总市值（亿元）	35.60
流通市值（亿元）	26.58

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：	陈亮
执业证号：	S0100512090001
电话：	(021) 6087 6722
邮箱：	chenliangyjs@mszq.co

相关研究

表1：公司毛利率于 2011 年见底回升

	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
综合毛利率	27.3	24.7	21.6	22.2	26.1	25.3	34.2
产品							
模具	32.6	28.3	18.1	21.6	26.7	24.7	35.6
冲压件	11.6	14.7	12.2	7.8	17.0	21.5	29.4
检具夹具	31.8	38.5	41.7	41.5	36.4	41.1	16.4
修理等零活	22.3	32.1	43.0	60.1	80.2	50.6	57.0
地区							
中国大陆	26.1	23.2	16.4	15.7	21.9	25.5	35.6
国外	29.6	29.6	20.4	28.5	35.7	23.6	28.1

资料来源：Wind，上市公司公告，民生证券研究院整理

表2：公司国外收入占比连续上升（国外收入全部来自模具）

	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
营业收入	11.67	8.94	10.05	8.32	5.96	5.54	4.22
产品							
模具	11.39	8.65	9.77	8.05	5.89	5.52	4.21
冲压件	8.12	5.86	7.56	5.32	4.54	4.20	3.07
检具夹具	2.67	2.32	4.36	4.24	1.18	1.08	1.03
修理等零活	0.45	0.34	0.50	0.30	0.12	0.12	0.06
内部抵销	0.16	0.14	0.16	0.20	0.04	0.12	0.05
			-2.80	-2.01			
地区							
中国大陆	11.39	8.65	9.77	8.05	5.89	5.52	4.21
国外	6.73	6.11	9.58	8.92	4.43	3.93	3.35
内部抵销	4.66	2.55	2.99	1.14	1.47	1.59	0.86
			-2.80	-2.01			

资料来源：Wind，上市公司公告，民生证券研究院整理

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	1,167	1,398	1,725	2,141
减：营业成本	848	991	1,211	1,489
营业税金及附加	9	11	13	17
销售费用	50	60	74	91
管理费用	102	123	152	188
财务费用	9	7	6	3
资产减值损失	23	0	0	0
加：投资收益	5	0	0	0
二、营业利润	130	206	270	352
加：营业外收支净额	8	0	0	0
三、利润总额	138	206	270	352
减：所得税费用	16	31	40	53
四、净利润	122	175	229	299
归属于母公司的利润	123	175	229	300
五、基本每股收益(元)	0.30	0.43	0.56	0.73

主要财务指标				
项目	2013A	2014E	2015E	2016E
EV/EBITDA	8.6	6.1	5.0	4.1
成长能力:				
营业收入同比	30%	20%	23%	24%
营业利润同比	28%	58%	31%	31%
净利润同比	24%	43%	31%	31%
营运能力:				
应收账款周转率	3.3	2.8	3.1	2.9
存货周转率	0.9	1.0	0.8	0.9
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
盈利能力与收益质量:				
毛利率	27.3%	29.1%	29.8%	30.4%
净利率	10.5%	12.5%	13.3%	14.0%
总资产净利率 ROA	4.9%	6.4%	7.1%	8.1%
净资产收益率 ROE	8.0%	10.5%	12.5%	14.5%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.35	1.42	1.42	1.48
资产负债率	46.6%	47.7%	51.2%	51.7%
长期借款/总负债	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%
每股指标(元)				
每股收益	0.30	0.43	0.56	0.73
每股经营现金流量	0.26	0.58	0.68	0.84
每股净资产	7.54	4.11	4.53	5.07

资料来源：民生证券研究院

资产负债表				
项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	339	489	604	749
应收票据	118	165	184	249
应收账款	236	330	368	498
预付账款	30	39	45	58
其他应收款	30	24	43	40
存货	991	1037	1440	1607
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1744	2085	2683	3203
长期股权投资	329	329	329	329
固定资产	709	646	621	603
在建工程	53	100	120	130
无形资产	55	48	41	34
其他非流动资产	8	7	7	7
非流动资产合计	1165	1143	1130	1116
资产总计	2908	3227	3814	4319
短期借款	164	209	226	230
应付票据	129	154	192	234
应付账款	258	309	384	468
预收账款	712	769	1059	1210
其他应付款	7	7	7	7
应交税费	7	7	7	7
其他流动负债	16	16	16	16
流动负债合计	1287	1464	1883	2165
长期借款	0	4	0	0
其他非流动负债	47	47	47	47
非流动负债合计	70	74	70	70
负债合计	1356	1538	1953	2234
股本	206	206	206	206
资本公积	855	855	855	855
留存收益	478	609	781	1005
少数股东权益	13	12	12	12
所有者权益合计	1552	1683	1854	2078
负债和股东权益合计	2908	3221	3807	4313

现金流量表				
项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流量	106	239	279	344
投资活动现金流量	(216)	(100)	(120)	(130)
筹资活动现金流量	13	11	(44)	(69)
现金及等价物净增加	(101)	150	114	146

分析师简介

陈亮，毕业于中国人民大学。历任国泰君安营业部客户经理、中国证券报煤电行业记者、南非沙索煤制油（中国）商务分析师。2008年进入证券业从事煤炭行业研究。2012年加入民生证券。2009-2011年连续三年上榜新财富煤炭行业最佳分析师。2013年期从事中小市值研究，聚焦教育行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区银城中路488号太平金融大厦3903室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。