

受益模具制造产业转移大趋势 未来两年高增长确定

——天汽模（002510）调研简报

2014 年 11 月 25 日

强烈推荐/首次

天汽模

调研简报

1. 中国有望成为世界车身模具制造中心。

模具属于汽车产业链中典型的装备制造,劳动力密集程度高于一般的汽车零部件企业。在汽车行业发展历程中经历了车身模具制造重心由欧美向日韩转移的过程,而当前世界车身模具制造的重心正向中国转移。目前以天汽模为代表的中国模具制造厂已经开始积极开拓海外市场,开始承接大量海外订单。未来十年中国有望成为世界车身模具制造的中心。

2. 国内外市占率均有极大提升空间。

从未来空间来看,国内目前市场容量达到 100 亿,海外市场容量 500-600 亿,而公司目前年收入仅 12-13 亿元,占比仍有相当大的提升空间。

3. 公司在承接模具中心转移上优势显著。

公司今年海外收入占比首次超过国内收入占比,海外收入保持快速增长。相对海外传统模具工厂,公司具有显著优势:①设备优势:不同于一般汽车零部件行业,国外模具工厂都是使用很多年的老旧设备,而公司设备均是最近几年采购。②成本优势:欧洲模具工人人工成本一年是 6 万欧元,公司一年是 6 万人民币,欧洲工人虽然生产效率高,但远不足以弥补收入的带来的成本差异。目前国外工厂同规格模具价格大概为天汽模的两倍,但仍然面临巨大的成本压力。

4. 公司订单饱满,未来两年锁定高增长。

依托突出的性价比优势,公司目前正处于高速增长的通道。模具产品销售为典型的订单模式,车身模具产品的订单一般为 12-24 个月。目前公司预收款项和库存均处于历史高位,反映出公司目前在手订单饱满。我们预计公司目前在手订单按照当前效率需要两年才能消化,公司未来 2 年高增长确定性极高。

5. 公司现有产能仍有很大挖掘空间

公司按照现有模具产能为 3100 标准套。但模具具有作坊式生产的特征,不同产品差异很大。目前,国外车身模具厂单人产出可达 20-30 万美元,而公司单人产出约 30-40 万人民币。因此,虽然公司目前订单较慢但,但无论管理水平和工人的生产效率均有大幅度提升的空间。因此,未来公司模具的产出效率提升 30-50%应该并不困难。

6. 德国公司收购将提升公司海外接单能力

苏杨

010-66554030

suyang@dxzq.net.cn

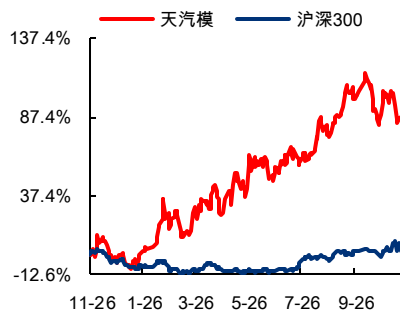
执业证书编号:

S1480512090002

交易数据

| | |
|-----------------|-------------|
| 52 周股价区间 (元) | 10.66-11.55 |
| 总市值 (亿元) | 43.87 |
| 流通市值 (亿元) | 32.84 |
| 总股本/流通 A 股 (万股) | 41152/30809 |
| 流通 B 股/H 股 (万股) | / |
| 52 周日均换手率 | 4.82 |

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

公司于 2013 年初收购了德国 GIW 模具公司，今年年初德国公司已经实现盈利。海外收购将加速公司涉足海外市场的步伐。一方面，公司虽然技术领先国内，但与国外仍有明显差距，德国公司将加速天汽模技术水平的提升；另一方面，可以通过德国公司接单，国内本部生产的方式进行资源整合。进行海外并购是公司主动承接产业转移，贴近市场的重要方式，我们认为公司未来有进一步海外收购加速扩张的可能。

7. 级进模、热成型为公司未来主要技术方向。

公司的未来生产工艺两个重要方向是级进模和热成型技术。其中级进模是公司可转债募投项目投资方向。多工位级进模具有高度集成的特点，在一副模具中可以连续完成冲裁、弯曲、拉深等多道工序。而热成型则是通过 800 度的高温对模具淬火强化。使得高强度的车身件的成型更为简单，将多个件复合成一个件。两种技术均可简化整车厂生产工序、减少冲压件成本，为模具制造的发展方向，公司热成型技术领先，目前与东风在武汉的热成型生产线已经开始生产。能够与东风合资进入体系，主要就是依托公司优异的热成型技术。未来，公司在新的模具技术方面的投入有望为公司进入国内汽车集团相对封闭的体系带来更多机会。

结论：

公司作为 A 股车身模具制造的龙头企业，将受益产业转移的大趋势。且当前订单饱满，未来成长高度确定。预计公司 2014-2016 年摊薄后 EPS 分别为 0.4 元、0.59 元、0.8 元，对应 PE 为 27 倍、18 倍、14 倍。首次给与“强烈推荐”的投资评级。

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 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|-------|--------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 流动资产合计 | 1615 | 1791 | 2135 | 2676 | 3264 | 营业收入 | 894 | 1167 | 1325 | 1753 | 2253 |
| 货币资金 | 470 | 386 | 224 | 263 | 338 | 营业成本 | 673 | 848 | 953 | 1259 | 1592 |
| 应收账款 | 313 | 296 | 400 | 529 | 680 | 营业税金及附加 | 8 | 9 | 11 | 15 | 19 |
| 其他应收款 | 15 | 30 | 34 | 45 | 58 | 营业费用 | 33 | 50 | 53 | 70 | 90 |
| 预付款项 | 29 | 30 | 30 | 30 | 30 | 管理费用 | 72 | 102 | 126 | 147 | 189 |
| 存货 | 744 | 991 | 1384 | 1725 | 2050 | 财务费用 | -7 | 9 | 2 | -1 | 3 |
| 其他流动资产 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | 14.72 | 23.10 | 12.00 | 8.00 | 8.00 |
| 非流动资产合计 | 973 | 1184 | 1242 | 1313 | 1464 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 169 | 329 | 440 | 460 | 480 | 投资净收益 | 1.20 | 4.96 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 固定资产 | 671.85 | 708.55 | 669.63 | 672.2 | 736.38 | 营业利润 | 101 | 130 | 179 | 265 | 362 |
| 无形资产 | 57 | 55 | 49 | 44 | 38 | 营业外收入 | 13.96 | 9.38 | 10.00 | 11.00 | 12.00 |
| 其他非流动资产 | 0 | 7 | 0 | 0 | 0 | 营业外支出 | 0.33 | 1.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产总计 | 2588 | 2975 | 3377 | 3989 | 4728 | 利润总额 | 115 | 138 | 189 | 276 | 374 |
| 流动负债合计 | 1084 | 1351 | 1458 | 1901 | 2411 | 所得税 | 16 | 16 | 25 | 35 | 47 |
| 短期借款 | 10 | 164 | 0 | 32 | 155 | 净利润 | 99 | 122 | 163 | 241 | 327 |
| 应付账款 | 206 | 232 | 272 | 360 | 455 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收款项 | 524 | 712 | 911 | 1174 | 1399 | 归属母公司净利润 | 99 | 123 | 163 | 241 | 327 |
| 一年内到期的非 | 23 | 16 | 16 | 16 | 16 | EBITDA | 218 | 278 | 276 | 373 | 484 |
| 非流动负债合计 | 54 | 72 | 47 | 47 | 47 | BPS (元) | 0.48 | 0.60 | 0.40 | 0.59 | 0.80 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 负债合计 | 1137 | 1423 | 1505 | 1948 | 2458 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 3 | 13 | 13 | 13 | 13 | 营业收入增长 | -23.4 | 30.5% | 13.58% | 32.30% | 28.52% |
| 实收资本 (或股 | 206 | 206 | 412 | 412 | 412 | 营业利润增长 | -16.9 | 385.7% | 37.23% | 48.71% | 36.55% |
| 资本公积 | 855 | 855 | 855 | 855 | 855 | 归属于母公司净利润增长 | 33.1 | 244.7% | 33.07% | 48.07% | 35.46% |
| 未分配利润 | 352 | 433 | 531 | 676 | 872 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东 | 1448 | 1539 | 1859 | 2028 | 2257 | 毛利率 (%) | 25% | 27% | 28% | 28% | 29% |
| 负债和所有者权 | 2588 | 2975 | 3377 | 3989 | 4728 | 净利率 (%) | 11% | 10% | 12% | 14% | 15% |
| 现金流量表 | | | | | | 总资产净利润 (%) | 4% | 4% | 5% | 6% | 7% |
| | | | | | | ROE (%) | 7% | 8% | 9% | 12% | 14% |
| 单位:百万元 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 经营活动现金流 | 127 | 99 | 24 | 256 | 320 | 资产负债率 (%) | 44% | 48% | 45% | 49% | 52% |
| 净利润 | 99 | 122 | 163 | 241 | 327 | 流动比率 | 1.49 | 1.33 | 1.46 | 1.41 | 1.35 |
| 折旧摊销 | 123.22 | 138.77 | 0.00 | 108.5 | 119.23 | 速动比率 | 0.80 | 0.59 | 0.52 | 0.50 | 0.50 |
| 财务费用 | -7 | 9 | 2 | -1 | 3 | 营运能力 | | | | | |
| 应付账款的变化 | 0 | 0 | 41 | 87 | 95 | 总资产周转率 | 0.38 | 0.42 | 0.42 | 0.48 | 0.52 |
| 预收账款的变化 | 0 | 0 | 199 | 263 | 225 | 应收账款周转率 | 3 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 投资活动现金流 | -208 | -216 | -155 | -178 | -268 | 应付账款周转率 | 4.61 | 5.33 | 5.26 | 5.55 | 5.53 |
| 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 长期投资 | 169 | 329 | 440 | 460 | 480 | 每股收益 (最新摊薄) | 0.48 | 0.60 | 0.40 | 0.59 | 0.80 |
| 投资收益 | 1 | 5 | 10 | 10 | 10 | 每股净现金流 (最新摊薄) | -0.02 | -0.50 | -0.40 | 0.10 | 0.18 |
| 筹资活动现金流 | 77 | 13 | -32 | -39 | 23 | 每股净资产 (最新摊薄) | 7.04 | 7.48 | 4.52 | 4.93 | 5.48 |
| 短期借款 | 10 | 164 | 0 | 32 | 155 | 估值比率 | | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 22.29 | 17.83 | 27.02 | 18.23 | 13.46 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 206 | 0 | 0 | P/B | 1.52 | 1.43 | 2.37 | 2.17 | 1.95 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 8.10 | 7.18 | 15.19 | 11.24 | 8.75 |
| 现金净增加额 | -4 | -104 | -163 | 39 | 75 | | | | | | |

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。