

合理估值区间：
10.4-13.0 元

暂无评级

天汽模（002510）

车企竞争之利器

市场数据

报告日期	2010-11-10
收盘价（元）	
发行前股本（百万股）	153.76
拟发行股本（百万股）	52.00
总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
净资产（百万元）	375.22
总资产（百万元）	1313.98
每股净资产	2.44

主要财务指标

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	589.14	733.17	906.18	1,125.64
同比增长（%）	6.8%	24.4%	23.6%	24.2%
净利润（百万元）	78.36	84.36	107.00	144.03
同比增长（%）	26.22%	7.66%	26.83%	34.62%
毛利率（%）	25.3%	22.3%	21.5%	24.4%
净利润率（%）	13.16%	11.51%	11.81%	12.80%
每股收益（元）	0.38	0.41	0.52	0.70

投资要点

一、国内最大的汽车覆盖件模具供应商：核心业务为汽车覆盖件模具设计和生产。近 3 年收入复合增速 18%，但收入周期性波动明显；综合毛利率维持在 25% 左右；ROE 维持 20% 左右，但财务杠杆相对较高。

二、目前行业格局有利于公司：1) 受益于汽车市场高速增长，车模业发展较快；2) 中低档市场竞争激烈，高档市场需求仍需大量靠进口解决，本土高档模具企业进口替代空间巨大。3) 成本优势与技术提示，出口扩张趋势明显；4) 下游整车企业竞争加剧，新车型推出将成为常态，利于公司业务拓展。

三、技术与效率驱动，产品高档化和出口拓展，奠定公司未来：1) 公司定位于高档模具生产，能充分享受细分行业的高毛利和高增长。2) 全球汽模业向中国转移的趋势明显，公司在拓展国际业务方面取得较大成效，获得众多著名国际厂商的认可，未来出口仍将有望为公司业务带来强劲增长动力。3) 公司作为独立的专业民营模具企业，效率和技术驱动为先。

四、募投项目规模相对较小 利润增厚不明显：公司募投项目为高档覆盖件模具的扩产与数字化改造，总投资额 3 亿元，新增产能 1000 标准套。募投项目的规模较小，达产后年增收 2.61 亿元，税后利润 0.32 元左右。

五、三年净利 CAGR 约 23% 合理估值 10.4-13.0 元：我们预计 2010-2012 年全面摊薄 EPS 分别为：0.41 元、0.52 元、0.70 元。综合行业态势与公司竞争力，我们认为合理价值区间在 10.4 元-13 元，但不排除市场对小型新股的热衷。

六、风险提示：1) 核心管理层年龄偏大、接班计划尚不明确 2) 下游车企下属模具厂利益捆绑，公司成长可能受阻 3) 非经常性项目利润占比相对较高，汇率与税收优惠政策风险。4) 募投项目产能释放与周期性需求不匹配风险。

相关报告

李纲领 SAC: S019020904014
021-3856 5920
ligangl@xyzq.com.cn
汽车 军工行业研究员

目 录

一、国内最大的汽车覆盖件模具供应商	- 3 -
二、脱胎国企、管理层控股的民营企业	- 3 -
三、行业格局四大特征有利于公司发展	- 4 -
汽车模具行业快速发展	- 5 -
进口替代与出口扩张：技术进步与低成本优势下的大趋势	- 7 -
低集中度行业，抢占高档市场是制胜之道	- 7 -
世界汽车模具产业向中国转移：外资进入与内资扩产	- 8 -
汽车模具商品化趋势中，独立企业发展快于整车厂附属企业	- 9 -
四、产品高档化和出口拓展奠定公司汽模业务未来增长空间	- 10 -
增长最快的汽车覆盖件模具龙头企业	- 10 -
国际业务拓展迅速，验证卓越实力	- 11 -
产品战略定位准确 立足高档模具市场	- 12 -
五、募投项目意在扩充高档模具产能 但规模偏小	- 12 -
六、盈利预测与估值：未来 3 年净利 CAGR 约 23% 合理估值 10.4-13.0 元 ..	- 13 -
七、主要风险	- 14 -
 图 1、公司 2009 年分业务收入占比	- 3 -
图 2、公司 2009 年分业务毛利占比	- 3 -
图 3、天汽模发行前公司结构	- 4 -
图 4、主要汽车模具企业模具收入总额及增速	- 5 -
图 5、2010 年新上市车型分类占比	- 6 -
图 6、2009 年自主品牌轿车分车型市场份额	- 6 -
图 7、2009 年主要汽车覆盖件模具企业收入及市占率对比	- 8 -
图 8、天汽模不同档次产品毛利率差异显著	- 8 -
图 9、不同类型汽车模具企业市场占有率	- 10 -
图 10、主要汽车模具企业历年收入比较	- 11 -
图 11、公司出口收入占模具收入的近三分之一	- 11 -
 表 1：乘用车覆盖件模具市场需求量测算	- 6 -
表 2：部分外资、合资汽车模具企业情况	- 9 -
表 3：公司汽车覆盖件模具分类收入情况及占比	- 12 -
表 4：公司募投项目进展、资本开支及预计销售区域：	- 12 -
表 5：公司分产品收入预测：	- 14 -

一、国内最大的汽车覆盖件模具供应商

天津汽车模具股份有限公司（以下简称天汽模）前身为天津市汽车制造厂模具制造分厂，于 2003 年国企改制后逐步转变为民营企业，2007 年 11 月整体变更为股份有限公司。

天汽模主要为汽车整车厂商提供汽车覆盖件模具、车身冲压件，以及检具、装焊夹具等汽车车身工艺装备。2009 年公司营业收入 5.96 亿元，归属母公司净利润 7835.96 万元。分产品来看，公司业务主要由两块构成：

- **汽车覆盖件模具：**汽车覆盖件是指构成汽车车身的薄钢板异形体的表面零件和内部零件，是汽车换型的主要制约因素，也是形成汽车自主开发能力的一个关键环节。公司是国内第一大汽车覆盖件模具供应商，2009 年汽车模具收入 4.54 亿元，占主营业务收入 77.1%，毛利率为 26.7%，市场占有率 16.6%。
- **车身冲压件：**作为公司产业链的延伸业务，是指通过冲压机床将钢板板料冲压为所需形状的车身零件，经装焊后成为整车的车身。由于冲压件生产企业需严格按汽车厂商指定的数量和时间及时分批交货，同时运输成本高，具有一定的销售半径，因此，公司汽车冲压件客户主要以天津一汽、保定长城、天津丰田等天津本地或附近汽车整车厂商为主。

图 1、公司 2009 年分业务收入占比

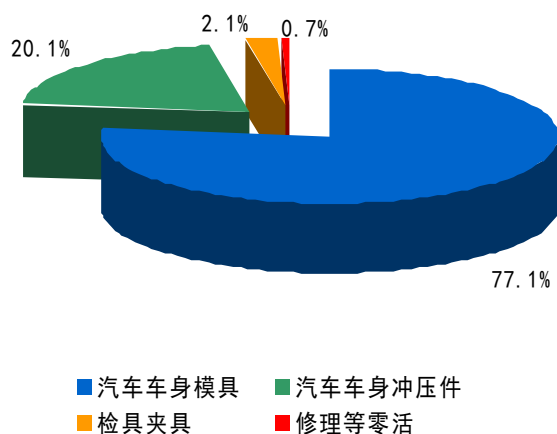
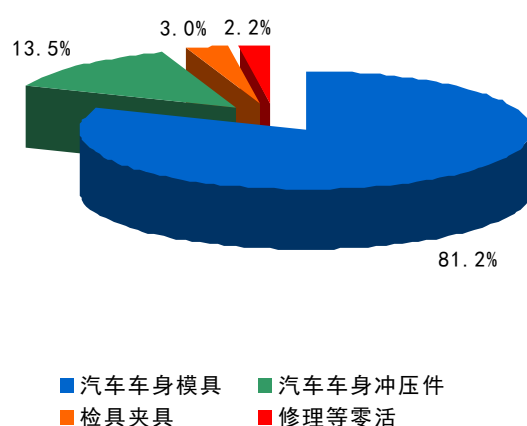


图 2、公司 2009 年分业务毛利占比



资料来源：招股说明书 兴业证券研发中心

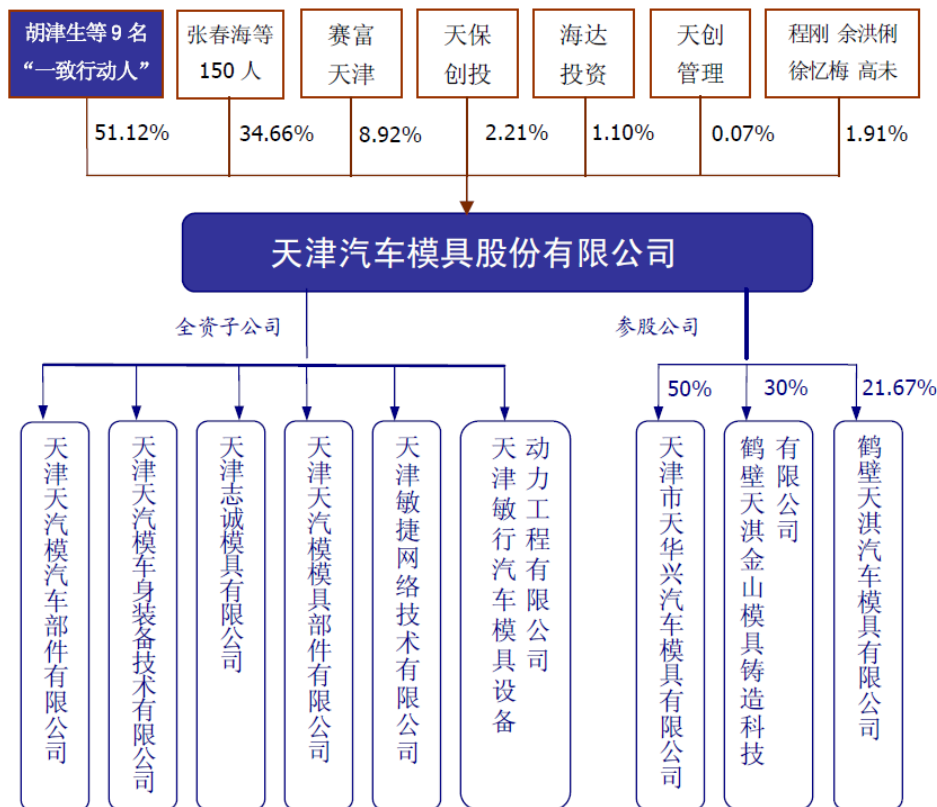
二、脱胎国企、管理层控股的民营企业

公司自 2003 年国企改制后，经过 2003 年 8 月、2004 年 5 月两次向职工转让股权后，摆脱了天津市汽车制造厂的附属地位，变为管理层控股的民营独立经营企业。

总经理胡津生等 9 名高管作为“一致行动人”共同持股 51.12%。本次 IPO 计划发行 5200 万股,发行后总股本为 20576 万股。发行后“一致行动人”持有公司 38.2% 的股份,仍为公司的实际控制人。

公司的特定背景决定了:与一般民营企业相比,公司由于脱胎于国企,实力雄厚,技术、资本优势明显;而与国有汽车模具企业相比,公司作为管理层控股的民营企业,不存在委托代理问题,机制灵活,进取心强。

图 3、天汽模发行前公司结构



资料来源:招股说明书 兴业证券研发中心

三、行业格局四大特征有利于公司发展

汽车模具行业的发展格局,呈现如下四大特征。从而,对于国内汽车模具企业而言,抢占国内高档模具市场和扩大出口是最佳战略选择。这对于具备技术优势的企业比如天汽模的发展是非常有利的:

1)、受益于汽车市场高速成长,车模业较快发展:汽车模具行业的需求,主要决定于乘用车整车生产企业新推车型的计划。近年,由于汽车市场的迅猛发展,汽车企业车型投放速度较快,相应带来汽车模具行业的快速成长。风险在于,长期来看,国内汽车企业集中度将持续提高,汽车企业数量可能减少,相应的新车型投放量也可能出现下降,国内汽车模具市场容量增长空间可能受限。

2)、汽车模具行业的专业化发展决定了该行业集中度偏低状况难以改变,技术与质量优势成为企业赖以制胜的法宝,抢占高档市场是最佳战略选择。目前,国内中低档汽车模具市场已趋于饱和,毛利率逐年下降,但高档市场需求仍需大量靠进口解决,高档模具企业成长空间巨大。风险在于,随着外资厂商持续进入、国内厂商技术和工艺的不断进步,未来高档模具市场也有出现竞争加剧的可能,从而导致毛利率下降。

3)、由于国内成本优势和技术进步,汽车模具行业进口替代和出口扩张是不可逆转的方向。

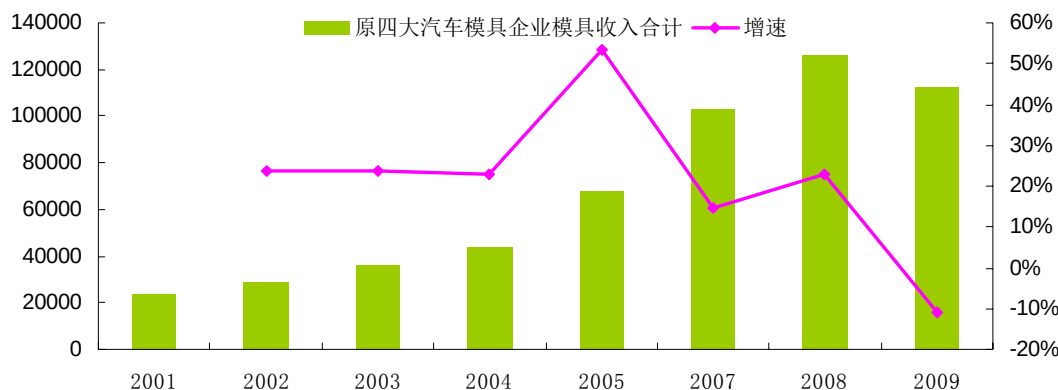
4)、汽车模具专业化和商品化趋势中,独立性企业如天汽模发展将继续快于整车附属企业。

汽车模具行业快速发展

国内汽车模具企业收入持续高速增长

2008年前,国内主要汽车模具企业大多维持了20%以上的收入增速。受金融危机影响,各汽车企业在2008年减少了新车型推出计划,从而导致2009年各主要模具厂商收入增速大幅下降,甚至出现负增长。预计2010年,模具企业收入增速将有所恢复。

图4、主要汽车模具企业模具收入总额及增速



资料来源：招募说明书 兴业证券研发中心

注：由于缺乏2006年数据，2007年增速采取2005-2006年复合增速。此外，07年前收入数据为东风、一汽、天汽、成飞四大模具企业收入合计，07年后加入规模较大的比亚迪模具，但计算当年增速时未计入比亚迪。

汽车上游行业，市场容量取决于新推车型量

汽车覆盖件模具行业是汽车整车生产的上游产业,需求主要来自于汽车企业车型改造或全新车型研发。因此,该行业市场容量主要取决于整车厂商投放新车型的数量,其中,又主要是乘用车新车型开发力度。

表 1: 乘用车覆盖件模具市场需求量测算				
年份	新车型投放量	其中: 全新车型	改造车型	形成汽车覆盖件模具需求量估计(亿元)
2010 年	96	—	—	—
2009 年	221	50	171	92.75
2008 年	89	28	61	43.25
2007 年	90	30	60	45.00
2006 年	117	30	87	51.75

数据来源: 兴业证券根据相关新闻整理

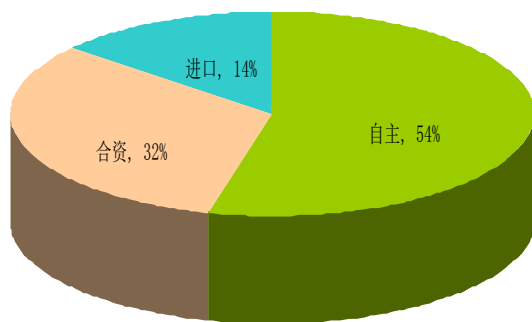
注: 1) 07 年、2010 年新车型投放数量、各年全新车型、改造车型数据为概数

2) 需求量估计依据: 根据中国模具工业协会统计, 设计制造一款全新车型所需汽车覆盖件模具价值约 1 亿元; 每款改款车型平均约 25% 的覆盖件模具需要更换, 价值约 2500 万元。

行业长期增长空间存隐忧, 中高档轿车模具需求高增长仍可期待

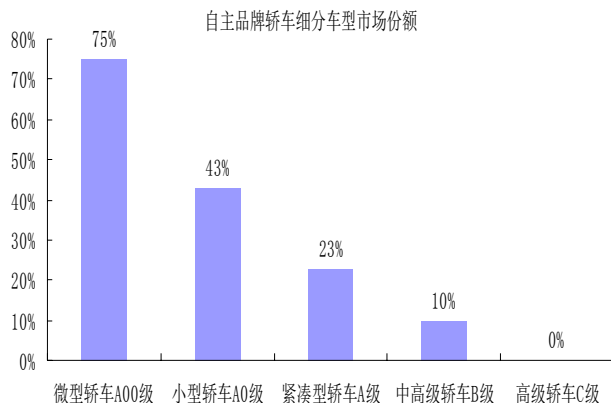
- 短期来看, 随着市场竞争的加剧, 各汽车整车企业通过投放新款车型来抢占市场的动机仍然强劲, 相应的汽车模具需求仍能保持较快增长。
- 长期来看, 风险在于汽车整车行业集中度的大幅提高。一部分规模小、技术力量弱、成本高的汽车企业将退出市场或被优势企业并购, 中国汽车工业将会形成几家生产规模大、技术开发能力较强、分工协作合理化、产品系列化的大型企业集团, 并最终形成少数几家企业集团控制全国大部分汽车市场的局面。由于车企数量的减少, 新投放车型的数量增长难以为继, 甚至可能出现下降。
- 目前, 自主品牌是国内新投放车型的主力, 但主要是低端产品。未来, 自主品牌向中高端扩展是必然趋势, 相应的, 对高档汽车模具的需求也有望继续快速增加。

图 5、2010 年新上市车型分类占比



资料来源: 兴业证券研发中心

图 6、2009 年自主品牌轿车分车型市场份额



资料来源: 兴业证券研发中心

进口替代与出口扩张：技术进步与低成本优势下的大趋势

除了国内市场空间的扩大，汽车模具的进口替代与出口扩张趋势是国内企业面临的另一大机遇。例如，奇瑞、长城、华晨等众多自主品牌汽车企业，先后将汽车开发所需的整车模具由进口转向国内采购；大众、通用等著名合资汽车企业也开始将高档覆盖件模具转向国内采购。同时，国外汽车厂商也纷纷转向我国采购。我们判断，这一趋势不可逆转，并将继续推动国内汽车模具企业的快速发展：

- 一方面，由于国内较大的成本优势，国内外模具产品价格差异显著，国内汽车模具价格大约只有日本的 70%，不足欧美价格的 50%。
- 另一方面，随着国内汽车模具生产企业的工艺装备、设计水平与制造水平的不断进步，国内外模具在技术水平与产品质量方面的差异大幅缩小。比如，2001 年以前，我国汽车模具生产企业还主要以生产卡车车身模具为主，80% 的轿车外覆盖件模具依赖进口。2004~2005 年，我国已能为 A 级轿车配套全套的车身模具。2007~2008 年，我国已能为 B 级轿车配套全套的车身模具。目前，C 级轿车的部分车身模具也已开始生产，并且在 CAD/CAE/CAM 等数字化技术应用之后，汽车模具的设计制造方法、加工工艺手段、性能质量等已基本达到或接近国际水平。

低集中度行业，抢占高档市场是制胜之道

行业集中度低，中低档市场竞争激烈

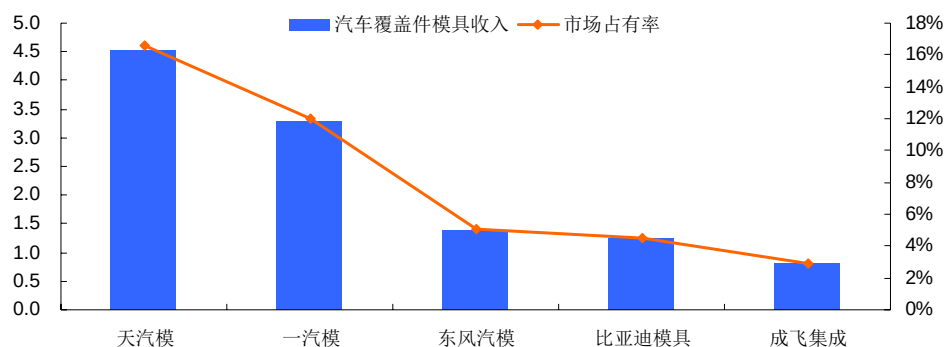
国内覆盖件汽车模具行业集中度不高。从 09 年来看，我国汽车模具制造企业共有约 300 家，其中具有一定规模的有 100 多家，收入超千万的仅有 29 家。这 29 家合计收入 27.37 亿元，占整个汽车模具行业收入 80-90 亿元的 40% 不到。前五大生产企业，合计收入 11.25 亿元，也只占整个模具行业的 10% 强。

在中低档市场，由于技术性壁垒相对较低，集中度情况更差，竞争更为激烈。并且，以下原因决定了汽车模具行业的低集中度状况将难以改变：

- 首先，模具行业的专业化生产趋势。汽车模具为单件定制化产品，各个客户需求差异巨大，因而具有非批量化生产的特征，这就决定了该行业规模效应并不特别明显。因此，中小型企业是该行业的主流。比如，美、日两国的模具厂，80% 是 10 人以下的小工厂，90% 是 20 人以下小而专的企业，一般一个模具专业厂只生产 1-2 种模具。

- 其次，尽管模具行业是资本密集型行业，但相对于体量庞大的汽车制造业企业，门槛并不高。以外商独资企业为例，上海荻原模具有限公司投资额仅 1455 万美元；烟台三井富士汽车模具有限公司投资额为 1500 万美元。

图 7、2009 年主要汽车覆盖件模具企业收入及市占率对比

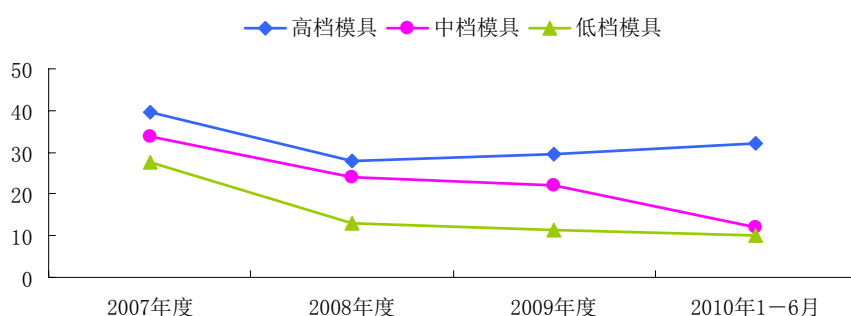


资料来源：招股说明书 兴业证券研发中心

高档市场壁垒较高，享受高毛利和高增长

由于更高档次的模具产品在复杂程度和技术要求上都更高，因此进入壁垒较高、竞争程度相对较弱，从而毛利率更高。目前，国内能生产高档模具的企业数量较少，尚不能完全满足国内需要，特别是高档轿车覆盖件模具仍需大量依赖进口，因此高档模具生产企业能够享受高毛利和高增长。

图 8、天汽模不同档次产品毛利率差异显著



资料来源：兴业证券研发中心

世界汽车模具产业向中国转移：外资进入与内资扩产

由于国内成本较低、需求增长较快等因素，同其他大多数制造业一样，汽车模具产业也存在向中国转移的趋势。具体表现在：外资企业纷纷进入国内，同时，国内企业纷纷扩展产能，从而国内汽车模具生产在全球中的地位快速提升、国内企业竞争也有加剧的趋势。

外资进入方面，由于外资在资金和技术方面占优，一般采取独资方式，即便是合

资，也大多以外资控股为主。

表 2：部分外资、合资汽车模具企业情况		
时间	公司	备注
2000 年 3 月	上海荻原模具有限公司	由日本荻原株式会社、上海汽车工业有限公司、上海航空发动机制造厂共同出资建立，总投资为 1455 万美元，专业设计、制造、销售汽车大中型冲压件模具。
2002 年	上海宏旭模具工业有限公司	台资企业，累计投资约 1.5 亿元，专业从事汽车车身模、检具、治具设计、制造
2004 年	武汉东风科尔模具标准件有限公司	美国科尔亚洲公司与东风汽车模具公司合资建立，其中科尔亚洲公司占 63% 股份；
2004 年 11 月	“丰田一汽(天津)模具有限公司	公司注册资金为 1200 万美元，其中丰田和一汽分别出资 90% 和 10%。
2006 年	麦格纳技术与模具系统(天津)有限公司	全球第三大汽车零部件供应商加拿大麦格纳所建，主要生产汽车覆盖件模具和车身冲压件，为京津地区的汽车制造商提供零部件供应服务
2007 年 5 月	三井富士汽车模具有限公司	日本主要汽车模具制造商之一的富士工业技术株式会社与三井物产株式会社共同组建
2008 年	上海赛科利公司二期模具项目建成投产	公司由上汽集团与美国最大的汽车外覆盖件制造商——sekely 公司合资建设，二期项目主要为轿车覆盖件模具设计和制造，形成年产 500 副流水线模具、多工位模具和级进模具的生产能力。
2009 年 2 月	广州广汽荻原模具冲压有限公司	由广州汽车集团零部件有限公司、香港中隆投资有限公司和日本株式会社荻原共同投资组建。
资料来源：兴业证券研发中心整理		

国内方面，近期有两种动向值得关注：

- 其一是，由于需求的扩大，一些整车厂设立专门的模具制造公司。比如，2007 年 2 月，上海大众汽车模具中心正式成立，标志着上海大众轿车整车模具实现了国产化；2008 年 11 月，上海华普汽车模具制造有限公司建成，该公司隶属吉利汽车控股集团有限公司，总投资 3.7 亿人民币。
- 其二是，内资模具厂对外资的收购初显端倪，比如 2010 年 4 月，比亚迪宣布收购日本大型模具生产企业——日本荻原公司旗下一家工厂，以改善自身模具工艺水平。

我们推测，随着外资模具企业的持续进入，以及内资技术水平的进步，未来中高档汽车模具市场竞争程度有加剧的风险，并如中低档汽车模具市场那样出现毛利率下降的情况。不过，鉴于目前国内高档汽车模具市场尚未饱和，能生产此类产品的企业仍是少数，高档汽车模具的高毛利应可以持续较长时间。

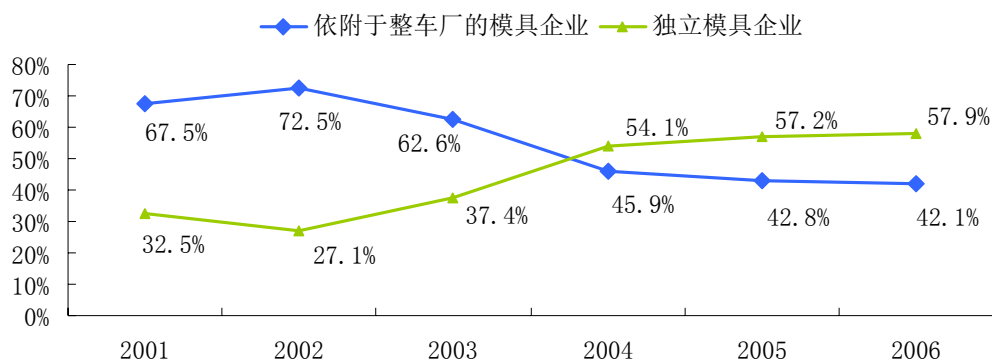
汽车模具商品化趋势中，独立企业发展快于整车厂附属企业

从实际控制人是否为汽车整车厂的角度，可以把汽车模具企业分为附属于整车厂商的企业和独立企业两类，前者如东风模具冲压技术有限公司和一汽模具制造有限公司，后者如天津汽车模具和成飞集成。

目前，我国汽车模具行业已由汽车整车厂的附属模具企业为主导，转变为独立于整车厂、完全市场化、社会化采购的汽车覆盖件模具企业为主导。预计这一趋势仍将继续：

- 首先，模具行业的商品化和专业化趋势，决定了整车厂附属模具企业“大而全”“小而全”的模式不可持续。例如，《模具行业“十一五”规划》要求模具的商品化率从45%左右，提升到2010年的55%和2020年的65%左右。而从国外来看，模具商品化率高达75%左右。
- 其次，随着整车企业间竞争的加剧，新车开发速度、产品质量、成本控制变得越来越重要。此前整车厂考虑到新车型开发过程中的保密，对诸如翼子板、行李箱盖、车门、侧围、车顶、前盖等敏感零部件的模具，都由自己的模具制造部门来设计和制造。目前这一因素逐渐淡化，新车开发速度、产品质量和成本控制成为更重要的考虑因素。因此，技术水平和产品质量较高的独立性企业，能够越来越多的获得整车厂商的青睐。

图 9、不同类型汽车模具企业市场占有率



资料来源：成飞集成招募说明书，兴业证券研发中心

四、产品高档化和出口拓展奠定公司汽模业务未来增长空间

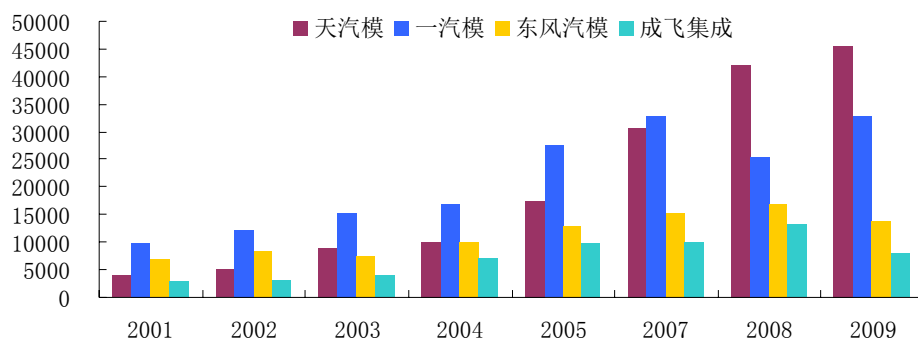
增长最快的汽车覆盖件模具龙头企业

公司一直是汽车覆盖件模具行业的重要龙头企业，是原国内四大汽车模具骨干企业之一。早在2002年，公司就与一汽模、二汽模、成飞集成等单位的一起编写了《汽车冲模标准汇编》，作为行业标准。

从收入规模来看，天汽模进一步从原四大汽车模具企业中脱颖而出，从2002年的第三大，迅速追上并超过一汽模和东风汽模，于2008年成为国内第一大汽车模具企业。即便在2009年主要汽车模具生产企业普遍下降的背景下，天汽模仍然保持

了正增长，业务收入稳居行业第一名。这充分反映了公司在行业内的竞争实力。

图 10、主要汽车模具企业历年收入比较



资料来源：兴业证券研发中心

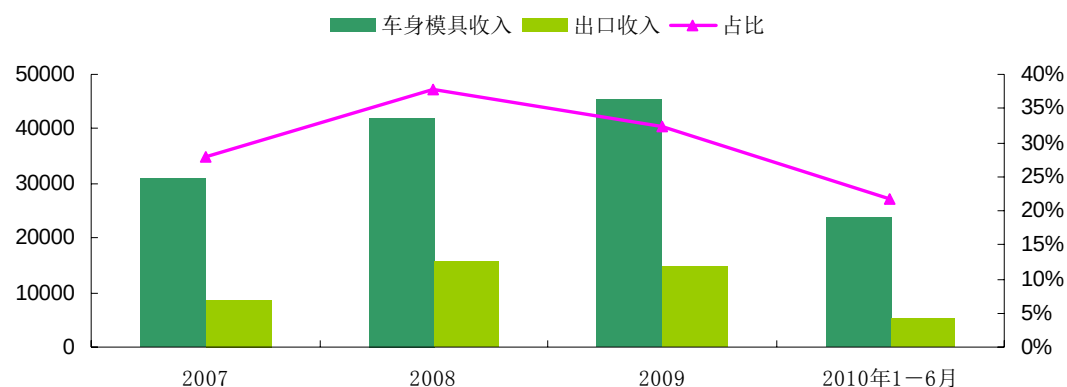
国际业务拓展迅速，验证卓越实力

从 2006 年开始，公司开始独立开拓国际市场，当年获得 7107.5 万元的订单。07 到 09 年出口订单金额分别为 1.87、1.73、2.19 亿元，2010 年 1-6 月出口订单 1.1 亿元。

目前，公司国际客户扩展到通用、福特、菲亚特、标志雪铁龙、奔驰、宝马、奥迪、沃尔沃、路虎等众多著名汽车企业，并获得通用、通用、福特、克莱斯勒、菲亚特、标志雪铁龙、奥迪、沃尔沃、路虎、塔塔等汽车企业一级供应商资格；奔驰、宝马、雷诺二级供应商资格。特别是，获得了通用北美地板包三年长期合同，并成为通用汽车（北美）战略合作伙伴。

公司国际业务的迅速拓展，公司品牌在较短时间获得国际著名汽车企业的认可，充分证明了公司的卓越实力。

图 11、公司出口收入占模具收入的近三分之一



资料来源：兴业证券研发中心

注：公司将于 2010 年下半年发货的出口合同总金额为 1.923 亿元，预计今年出口收入将大幅增加

产品战略定位准确 立足高档模具市场

立足高档产品是天汽模赖以制胜的重要法宝。高档模具由于加工精度要求高，制造难度大，因而毛利率较高，但有能力生产的企业不多，上汽模更是个中翘楚。在国内 300 多家汽车模具企业中，能生产中高档轿车覆盖件模具的企业仅上汽模、一汽模、东风气模、比亚迪模具、成飞集成等为数不多的几家，其中上汽模又是最大的一家，且高档模具收入占汽车模具收入的比重近几年持续上升。

表 3: 公司汽车覆盖件模具分类收入情况及占比

项目	2010 年 1-6 月		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	收入(占比)	占比	收入(占比)	占比	收入(占比)	占比	收入(占比)	占比
高档模具	14684.32	62.2%	35437.38	78.0%	30706.95	73.1%	18982.81	61.8%
中档模具	1330.124	5.6%	5334.278	11.7%	3068.414	7.3%	3157.092	10.3%
低档模具	7608.383	32.2%	4635.752	10.2%	8240.076	19.6%	8592.948	28.0%
合计	23626.71	100.0%	45407.11	100.0%	42006.59	100.0%	30736.82	100.0%

数据来源：招募说明书，兴业证券研发中心

注：2010 年抵档模具收入占比上升是因为，期间“奇瑞 B12 项目”整车模具订单终验收确认收入，该项目规模较大但抵档模具占比较大，达 71.26%。

五、募投项目意在扩充高档模具产能 但规模偏小

本次募集资金项目是在公司现有基础上的产能扩大和技术提升。本项目立足于现有业务体系及客户资源，扩充现有高档轿车覆盖件产能。项目投产后汽车覆盖件模具产能将从现在的 2100 标准套套增至 3100 标准套。

表 4: 公司募投项目进展、资本开支及预计销售区域:

项目名称	投资总额	固定资产购建	项目进度	
	单位: 万元	单位: 万元	建设期 T+18	(投产期 18 个月)
高档轿车覆盖件模具 数字化制造项目	29950	22262	26373	3577
销售区域	年均销售计划		销量合计	
	单位: 标准套/年		单位: 标准套/年	
国外市场	北美 200 标准套、欧洲 150 标准套、 亚洲 100 标准套、南美洲 50 标准套		500	
国内市场	自主品牌 200 标准套、合资品牌 300 标准套		500	

数据来源：招募说明书，兴业证券研发中心

项目的市场定位于高档覆盖件模具（包括外覆盖件模具、结构复杂的关键内覆盖

件模具以及出口模具)，项目建成以后公司年均新增产能 1000 标准套。项目完全达产预计在 2013 年年底。

公司固定资产增加 2.23 亿元，项目建设期结束，在建工程转固后每年新增折旧约 1936 万元。公司最近 3 年毛利率基本保持 25%左右，为消化该募投项目新增固定资产的年折旧费，需新增约 7744 万元收入才可确保公司的营业利润不会因募集投资项目带来的固定资产折旧的影响而下降。以公司 2010 年销售收入 5.96 亿元为基础，收入增速需保持 13%，公司过去三年收入增速波动较大，具有一定的募投项目产能释放与周期性需求不匹配的风险。

六、盈利预测与估值：未来 3 年净利 CAGR 约 23% 合理估值 10.4-13.0 元

盈利预测：

盈利预测的假设：

- 汽车市场保持平稳增速，年均增速 10-15%，同时国内新车型推出速度保持在 200 款左右。
- 公司未来订单以高档和出口产品的增加，模具毛利率稳中有升，其他业务毛利率保持稳定。
- 企业所得税率未来 3 年仍按照高新技术企业的 15%计算。
- 未来 3 年，销售与管理费用率水平保持稳定。
- 未来 3 年的资本开支大致按照募投项目的进度与规模。

分产品收入预测：

表 5: 公司分产品收入预测:

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
汽车车身模具	307.35	420.14	454.07	476.77	610.27	799.45
YoY		36.7%	8.1%	5.0%	28.0%	31.0%
毛利率	35.6%	24.7%	26.7%	25.0%	24.0%	28.0%
占比	72.9%	76.1%	77.1%	65.0%	68.1%	71.4%
汽车车身冲压件	102.84	108.36	118.50	237.00	265.44	297.29
YoY		5.4%	9.4%	100.0%	12.0%	12.0%
毛利率	29.4%	21.6%	17.0%	15.0%	14.0%	13.0%
占比	24.4%	19.6%	20.1%	32.3%	29.6%	26.6%
检具夹具	6.31	11.63	12.49	11.24	12.36	13.60
YoY		84.5%	7.4%	-10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	16.4%	41.1%	36.4%	40.0%	40.0%	40.0%
占比	1.5%	2.1%	2.1%	1.5%	1.4%	1.2%
修理等零活	4.83	11.66	4.08	8.16	8.57	9.00
YoY		141.4%	-65.0%	100.0%	5.0%	5.0%
毛利率	57.0%	50.6%	80.2%	50.0%	50.0%	50.0%
占比	1.1%	2.1%	0.7%	1.1%	1.0%	0.8%
合计	421.32	551.79	589.14	733.17	896.64	1,119.34
YoY		31.0%	6.8%	24.4%	22.3%	24.8%
毛利率	34.0%	25.0%	25.3%	22.3%	21.5%	24.3%

数据来源: 招募说明书, 兴业证券研发中心

我们预计公司 2010、2011 年、2012 年按照 IPO 后的总股本计算, 全面摊薄每股收益分别为 0.41 元、0.52 元、0.70 元的盈利预测, 同比增速分别为 7.89%、26.83% 和 34.62%, 未来三年净利润符合增长率为 22.59%。

按照 2011 年 0.52 元的全面摊薄每股收益计算, 考虑公司的属性、市值规模与企业生命周期, 我们给予公司 2011 年 20-25 倍的市盈率, 合理估值为 10.4 元-13.0 元, 市值规模处于 21.42—26.78 亿元。

七、主要风险

- 1) 核心管理层年龄偏大、接班计划尚不明确
- 2) 下游车企下属模具厂利益捆绑, 公司成长可能受阻
- 3) 非经常性项目利润占比相对较高, 汇率与税收优惠政策风险
- 4) 募投项目产能释放与周期性需求不匹配风险

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
- 推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
- 回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的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。