

模塑科技(000700)研究报告

——主业产能扩张和风电投资推动业绩增长

可选消费/汽车零部件

谨慎推荐

首次评级

发布时间: 2010 年 12 月 17 日

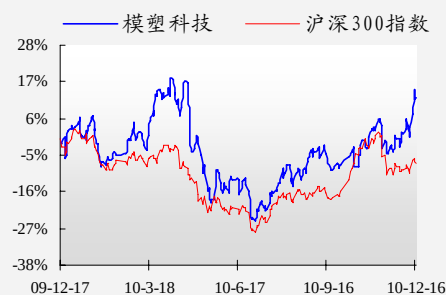
投资要点:

- 公司是国内最大的汽车保险杠生产厂家, 2010 年前三季度实现净利润同比增长 48%。随着产能的扩张以及风电铸件的批量生产, 未来两年公司净利润复合增长率预计可达 30%。
- **保险杠市场潜力巨大:** 由于保险杠属于易耗品, 随着中国汽车保有量的不断增加, 保险杠的维修配套市场逐步形成。我们预计到 2015 年, 保险杠的年均需求达 4100 万套, 维修保险杠需求年均复合增长达 23.9%, 增速将高于汽车整车市场。
- **新的生产基地带来产能扩张:** 公司有江阴、上海、沈阳以及武汉四大生产基地。公司的烟台名岳模塑有限公司和参股子公司北汽模塑科技股份有限公司正陆续投入生产, 成为另两大生产基地, 覆盖京津汽车产业带。同时, 沈阳二期和武汉二期正在建设施工当中。公司已经覆盖全国大部分整车生产地区。
- **风电投资有望推动公司价值重估:** 公司参股投资的风电铸件企业江阴德哈克铸件有限公司进入设备调试阶段。德哈克铸件有限公司主要从事风能铸件的生产和研发。预计一期铸件产能可达 2 万吨, 实现税后利润 6000 万元, 归属模塑科技的收益达 2700 万。
- **长期股权投资有一定价值:** 公司持有 1 亿股江苏银行和 1836 万股江南水务股份有限公司, 分别占参股公司总股本的 1.279% 和 10.49%。2009 年 8 月和 2010 年 7 月, 江南水务和江苏银行已经先后刊登了接受上市辅导的公告。
- 我们预计模塑科技 2010 年、2011 年和 2012 年的每股收益为 0.23 元、0.27 元和 0.40 元, 对应的市盈率为 31.6 倍、27.7 倍和 18.8 倍。给予“谨慎推荐”评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009A	172,735	20.3	2,620	-40.67	0.08	3.66	95.6	
2010E	218,489	26.5	7,422	183.30	0.24	6.82	31.9	
2011E	227,930	4.3	8,478	14.23	0.27	7.14	28.3	
2012E	272,996	19.8	12,477	47.18	0.40	8.78	19.1	

走势图



市场数据

2010-12-16

收盘价:	7.65 元
52 周最高价:	8.14 元
52 周最低价:	4.91 元
平均持仓成本:	6.93 元

基本数据

2010Q3

总股本 (万股):	30,904
流通 A 股 (万股):	30,904
每股收益 (元):	0.16
每股净资产 (元):	2.48
每股经营现金流 (元):	0.85
市净率:	3.08

分析师: 刘立喜 联系人: 蔡奕
执业证书编号: S0550207100055

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: liulx@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

目录

一、基本情况介绍	3
(一)、公司基本情况和股权构成	3
(二)、公司主营构成	3
二、保险杠市场增长潜力巨大	4
(一)、汽车零部件市场增速将快于整车	4
(二)、保险杠市场潜力巨大	6
(三)、盈利能力易受上游原材料价格影响	7
(四)、市场集中度一般, 规模化、区域化决定竞争优势	8
(五)、汽车饰件相关上市公司比较	8
三、产能扩张、进军风能铸件以及长期股权投资是三大亮点	10
(一)、产能扩张, 地域覆盖加速	10
(二)、涉足风能铸件领域	12
(三)、长期股权投资有一定价值, 值得关注	14
四、公司运营	16
(一)、运营情况	16
(二)、主营塑化产品业务增长快于汽车整车	18
五、公司估值	19
六、重要风险提示	19
图 1 股权结构基本情况	3
图 2 2010 年上半年主营业务收入贡献	4
图 3 2010 年上半年主营业务利润贡献	4
图 4 汽车零配件发展的三个阶段	5
图 5 汽车工业和零配件工业的相关性	5
图 6 原材料聚丙烯历史价格走势	7
图 7 汽车饰件主要上市公司收入对比	9
图 8 汽车饰件主要上市公司营业利润率对比	9
图 9 各生产基地分布	12
图 10 华锐铸钢收入增长	14
图 11 营业周期和存货周转天数	16
图 12 偿债能力	17
图 13 主营收入及 ROE	17
图 15 塑化产品增长	18
图 16 PE Band 和 PB Band	20
表格 1 集团主要下属公司及主营业务	3
表格 2 汽车及零配件工业总产值	6
表格 3 保险杠市场需求	7
表格 4 主要保险杠生产商	8
表格 5 控股及参股生产基地	10
表格 6 各区域收入情况	11
表格 7 公司前五大销售客户	12
表格 8 华锐铸钢 2010 年上半年毛利率明细	14
表格 9 历年长期股权投资收益	16
表格 10 长期股权投资	16
表格 11 公司估值	19
表格 12 利润预测表	21

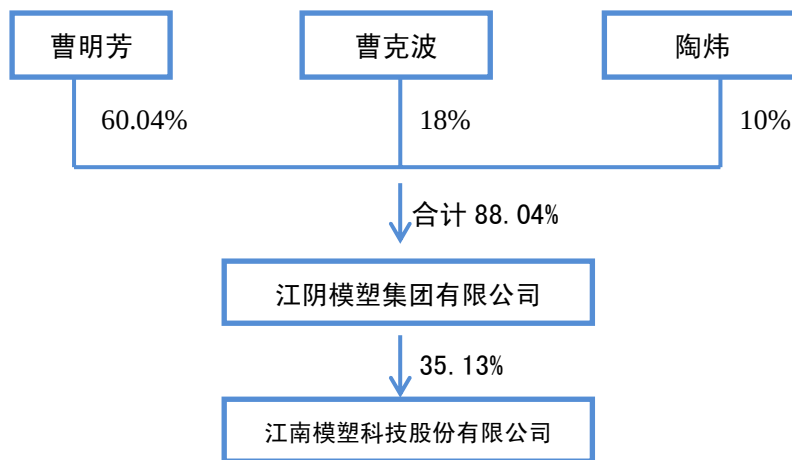
一、基本情况介绍

（一）、公司基本情况和股权构成

模塑科技股份有限公司是国内最大的汽车保险杠生产厂家，保险杠生产能力达160万套左右。母公司江阴模塑集团有限公司成立于1984年，经营领域跨汽车、机械和物流产业，2009年集团公司销售额达30亿元。

公司实际控制人为曹明芳家族。曹明芳和曹克波父子分别为集团公司和上市公司董事长。曹明芳家族持有集团公司88.04%股权。模塑集团持有模塑科技35.13%的股份，为公司最大股东。模塑集团也是唯一持有公司5%以上（含5%）股份的股东。

图 1 股权结构基本情况



来源:公司公告 东北证券整理

表格 1 集团主要下属公司及主营业务

产业	集团下属主要公司	主营业务
汽车	江南模塑科技股份有限公司	汽车保险杠
	江阴万奇内饰系统有限公司	汽车模具生产和汽车内饰配件
	江阴道达汽车饰件有限公司	汽车零部件、塑料制品电镀产品
机械	江阴精力机械有限公司	薄膜机械、纺织机械、涂布机械和钢结构制品
	江阴米拉克龙塑料机械有限公司	塑料机械制造
流通产业	无锡太湖半岛国际广场	商业地产
	江阴新茉莉花啤酒城有限公司	商业地产
	江阴来富岛大酒店	酒店
	鸿意地产发展有限公司	房地产

资料来源：集团公司网站 东北证券

（二）、公司主营构成

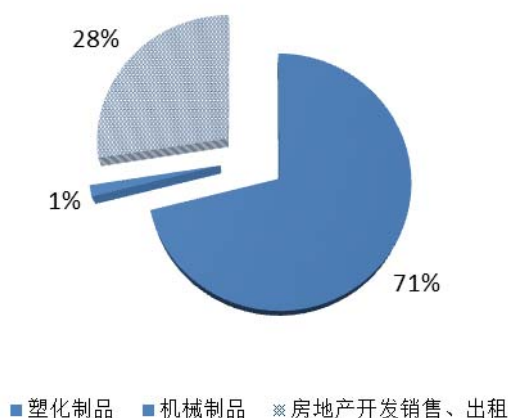
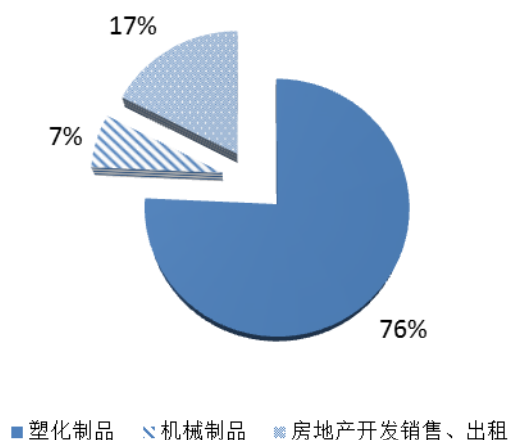
公司主营汽车零部件系统的开发、生产和销售，76%的主营业务集中在塑化制品，其产品包括前（后）保险杠，防擦条，仪表盘等，主要客户包括宝马、奔驰、上海通用、上海大众、中华、金杯和东风汽车厂等。由于公司生产的规模效应以及较强的研发能力，其主营塑化产品占据着国内中高端轿车保险杠的领先地位。2010年上半年，公司71%的净利润来自主营塑化制品业务，销售收入达6.86亿元。未来，随着烟台和北京生产基地的相继正式投产，以及武汉生产基地二期以及沈阳生产基地二期的落成，公司的产能将有一定幅度的提升，区域覆盖也更广。

公司第二大主营业务来自于房地产业务。公司于2008年收购了无锡鸿意房地产有限公司，持股比例达51%。2010年上半年，房地产业务销售收入达1.58亿。目前鸿意公司的商品房已经销售完毕，不存在土地储备。目前鸿意公司的主营收入来自10万平方米商铺，年租金收入达2600万，租金收益较稳定。2010年8月，模塑科技成立江阴名鸿置业有限公司，注册资本2000万，开发公司住所地江阴市澄杨路9号地块，面积15万平方米土地，其中8万平方米为商业地产。我们认为，该项目未来前景尚不明朗，但是鉴于澄杨路9号地块为公司自有储备土地，预计该房地产项目对公司主营业务的影响有限，但提醒投资者关注。

公司未来第三大主营收入是风电铸件的研发生产和销售。2009年，公司与德国德哈克铸件控股有限公司共同成立江阴德哈克铸件控股有限公司，公司参股45%，项目一期总投资1500万美元，具备2万吨大型铸件的生产能力，公司预计年产值2.5亿元，税后利润6000万元。

图 2 2010 年上半年主营业务收入贡献

图 3 2010 年上半年主营业务利润贡献



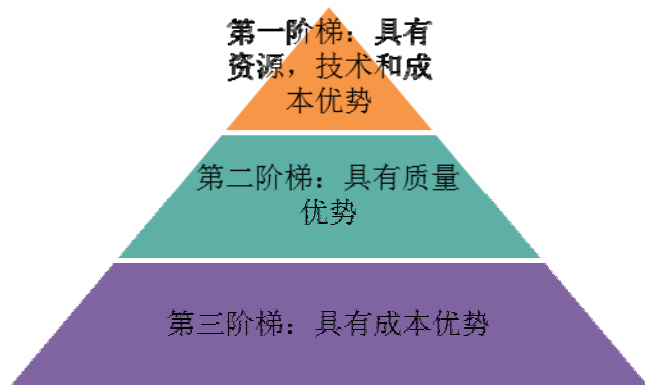
资料来源：公司2010年半年报

二、保险杠市场增长潜力巨大

（一）、汽车零部件市场增速将快于整车

汽车零部件制造业属资金密集型、技术密集型行业，行业项目一次性投入大，产销规模要求很高。21世纪初，由于我国前期实行鼓励提高汽车零部件国产化含量的政策以及差别关税政策，导致目前我国汽车零部件业内部竞争不充分，数量庞大的整车生产商形成了各自独立的配套体系，从而造成零部件行业企业众多，生产规模小，产品通用性弱的特点。中国汽车零部件“十一五”专项发展规划促进了我国汽车零部件产业的两个转变：一、促进了我国汽车零部件行业的技术创新和自主发展；二、扩大了我国汽车零部件产品的出口规模，推动零部件产品向配套件转变。一些汽车零部件生产企业已经初步具备了资源优势、技术优势以及成本优势。

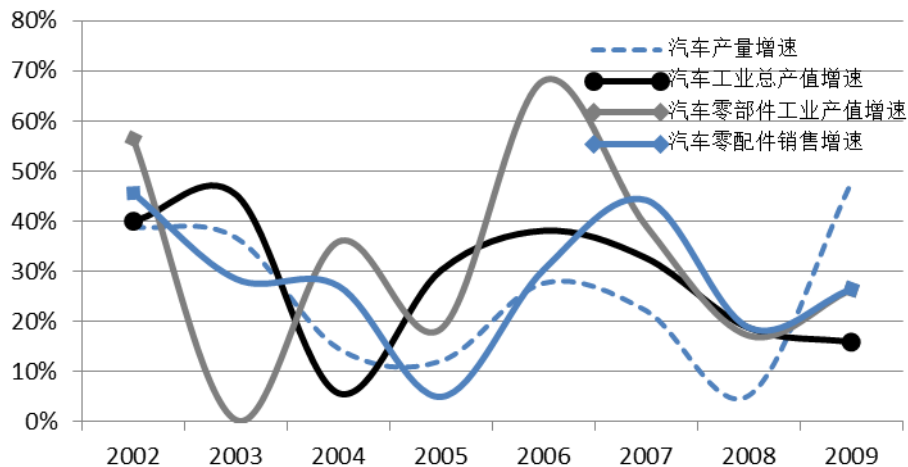
图 4 汽车零部件发展的三个阶段



资料来源:东北证券

汽车零部件行业的发展从属于汽车工业的发展，两者呈现高度正相关。2009年，我国汽车产量达1379万辆，同比增长48.5%，2010年1-11月，我国汽车产量达1640.01万辆，同比增长33.71%。汽车整车行业的高速增长同时也带动了汽车零部件产业的高速发展。今年1-8月份，汽车零部件行业销售收入达10308亿元，同比增长46.2%；零部件行业利润总额达823亿元，同比增长81.5%。

图 5 汽车工业和零配件工业的相关性



资料来源：国家统计局，CAAM，东北证券

表格 2 汽车及零配件工业总产值

年份	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
汽车产量(万辆)	234	325	444	509	570	728	889	935	1,379
汽车工业总产值(亿元)	4,253	5,947	8,644	9,134	11,895	16,430	21,800	25,887	约 30000
增速		39.8%	45.4%	5.7%	30.2%	38.1%	32.7%	18.7%	
汽车零部件工业产值(亿元)	1,359	2,125	2,135	2,906	3,449	5,804	8,081	9,481	约 12000
增速		56.4%	0.4%	36.1%	18.7%	62.3%	39.2%	17.3%	
零部件产值/汽车工业总产值	32%	36%	25%	32%	29%	35%	37%	37%	40%

来源：国家统计局，CAAM，东北证券

（二）、保险杠市场潜力巨大

汽车保险杠是吸收缓和外界冲击力、防护车身前后部的安全装置。随着汽车工业的发展，汽车保险杠除了保持原有保护功能外，还要求与车体造型和谐统一，本身更为轻量化。为了达到这种目的，目前轿车普遍使用塑料保险杠。塑料保险杠是由外板、缓冲材料和横梁等三部分组成。其中外板和缓冲材料用塑料制成，横梁用厚度为1.5毫米左右的冷轧薄板冲压而成U型槽；外板和缓冲材料附着在横梁上，横梁与车架纵梁螺丝联接，可以随时拆卸下来。目前轿车的前后保险杠都采用了聚丙烯材料，它具有强度高、刚性佳和装饰效果好等优点。

保险杠的市场包含两块，一是整车的配套市场，其市场波动与整车市场密切相关；二是维修配件市场。保险杠属于汽车部件中的易耗产品，随着中国汽车工业的强劲增长，维修市场的需求也将随着汽车保有量的增长而增长。因此，汽车保险杠生产企业面临巨大的发展机遇。

保险杠的市场容量：我们假设

$$\begin{aligned} \text{保险杠市场需求} &= \text{市场维修保险杠配件需求} + \text{汽车配套保险杠需求} \\ &= \text{上年度全国汽车保有量的 } 3\% + \text{本年度汽车产量;} \end{aligned}$$

以2009年为例，全国民用汽车拥有量为6280.6万辆，保险杠维修需求为153万套，2010年1-11月份，以汽车产量1640万辆记，维修市场新增需求49万套（计入下一年度的需求）。我们预计2010全年的保险杠维修需求将达188万套，合计保险杠需求达1988万套。我们同时预计保险杠在维修市场中的需求增速将上升，其增速将快于汽车整车市场的增速。我们预计到2015年，保险杠的维修市场将达550万套，合计市场需求将达4100万套，相较于2009年，维修市场复合增长率预计将达23.9%，总体市场需求复合增长率达18.2%。我们看好维修配件市场在未来10年至20年的增长。

表格 3 保险杠市场需求

单位: 万辆	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
全国汽车拥有量	5,099.6	6,280.6	8,080.6	10,150.6	12,531.1	15,268.7	18,416.9	22,037.3
3%汽车维护需求	130.8	153.0	188.4	242.4	304.5	375.9	458.1	552.5
维护需求增速		17.0%	23.2%	28.7%	25.6%	23.5%	21.8%	20.6%
新车配套需求	934.5	1,379.1	1,800.0	2,070.0	2,380.5	2,737.6	3,148.2	3,620.4
新车需求增速		48%	31%	15%	15%	15%	15%	15%
总计市场需求	1,065.3	1,532.1	1,988.4	2,312.4	2,685.0	3,113.5	3,606.3	4,172.9
总需求增速		43.8%	29.8%	16.3%	16.1%	16.0%	15.8%	15.7%

说明:

1.2008 年和 2009 年全国汽车拥有量仅为民用汽车拥有量, 因此估算偏保守。每年汽车拥有量计算方法是去年汽车拥有量加当年汽车产量。

2.新车配套需求为当年新车产量。

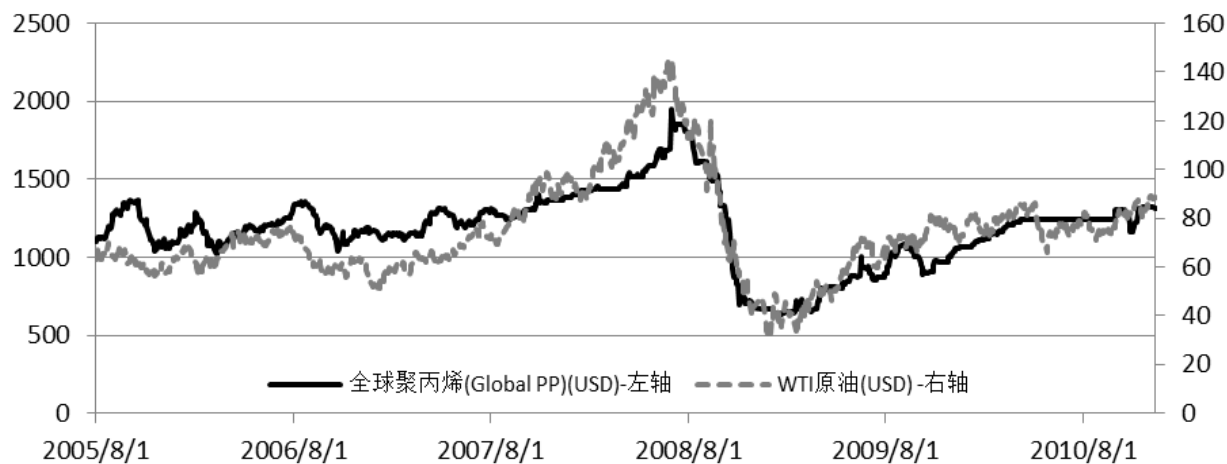
3.我们假设 2011 年至 2015 年新车产量增速为年均 15%。

资料来源: 东北证券, 国家统计局

(三)、盈利能力易受上游原材料价格影响

汽车保险杠是汽车零部件体系中的材料密集型产品, 工程塑料(聚丙烯)、油漆等原材料成本一般占产品成本的50%左右, 人工成本约占10%。因此, 能否有效控制原材料成本是保险杠成品成本控制的重要环节。聚丙烯受原油价格波动影响较大。由于市场议价能力有限, 保险杠市场盈利较易受上游原材料价格影响。

图 6 原材料聚丙烯历史价格走势



资料来源: Bloomberg, 东北证券

(四)、市场集中度一般，规模化、区域化决定竞争优势

汽车保险杠产品单位价值低、体积大、运输成本高，本地供应商在争夺主机厂相关产品配套权的竞争中具有明显优势。

目前配套产品的保险杠市场占90%，随着汽车整车市场竞争的日益激烈，保险杠生产企业议价能力有限，需要具备一定的规模效应才能达到利润的最大化。全国生产保险杠的中大型企业约有20家，规模普遍不大，行业集中度一般。另外，保险杠具有不可通用性的特点，而研发新产品的资金和人力成本较高，这就限制了中小型企业产品多元化的发展。因此，保险杠企业的发展，须依靠规模化生产、较高的研发设计能力来获得增长。我们认为，随着我国汽车市场的日益成熟以及竞争的日趋激烈，未来保险杠市场将呈现集中化，区域化以及规模化的特点。具有客户资源、技术优势以及规模化的生产商将能够通过与汽车生产企业的紧密联系，快速地设计加工、规模化的生产，区域性的运输优势获得先机。

表格 4 主要保险杠生产商

主要保险杠生产商	生产能力	总部	总资产	员工	性质
江阴模塑科技有限公司	160 万套	江苏	34 亿	1500	上市公司
延锋伟世通汽车饰件系统有限公司	-	上海	综合收入达 193.82 亿	-	综合型
上海航空发动机制造厂	约 22 万套	上海	-	-	综合型
奥奇汽车塑料涂装有限公司	-	吉林	-	-	单一型
远翅塑料有限公司	-	浙江	5.71 亿	1200	单一型
华昌实业总公司	50 万套	贵州	-	-	单一型
华联汽车配件	-	福建	3 亿	850	单一型
旭日汽车饰件	80 万套	山东	4.1 亿	810	单一型
芜湖荣事达塑胶有限责任公司	15 万套	安徽	-	400	单一型
华夏联盛汽车部件有限公司	20 万套	天津	-	-	与模塑集团合资
武汉塑料工业工业集团	-	湖北	9.37 亿	1193	上市公司
东风电子科技有限公司	-	上海	16 亿	3241	上市公司

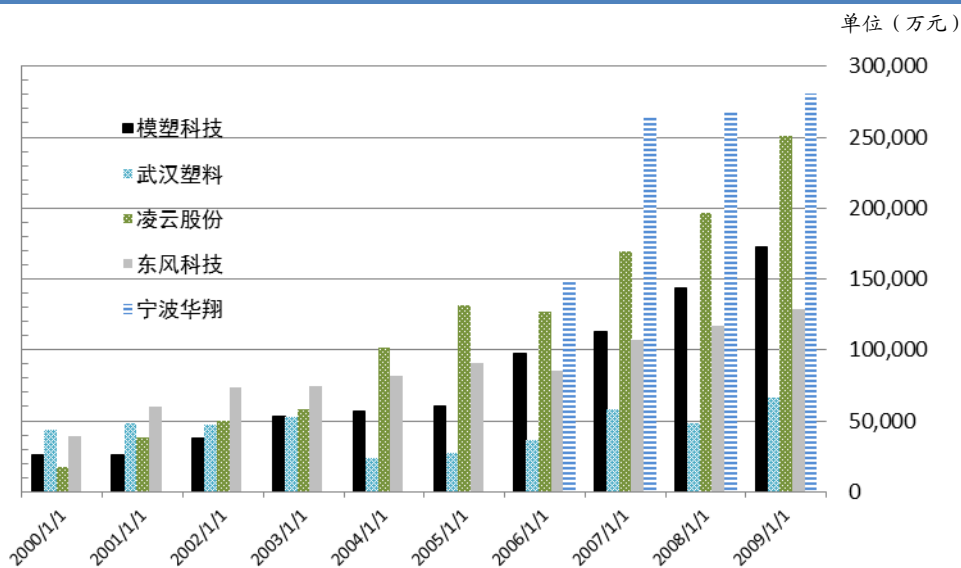
资料来源：东北证券

模塑科技的主要竞争对手遍布于全国主要的汽车生产基地，相当一部分与汽车整车生产企业配套紧密。一些竞争对手，通过综合化经营，模块化生产，整体收入高于模塑科技。但我们认为模塑科技作为最大的保险杠系统生产企业，生产基地布局速度较快，研发实力较强，因此我们认为公司在产品覆盖的广度上是有优势的。

(五)、汽车饰件相关上市公司比较

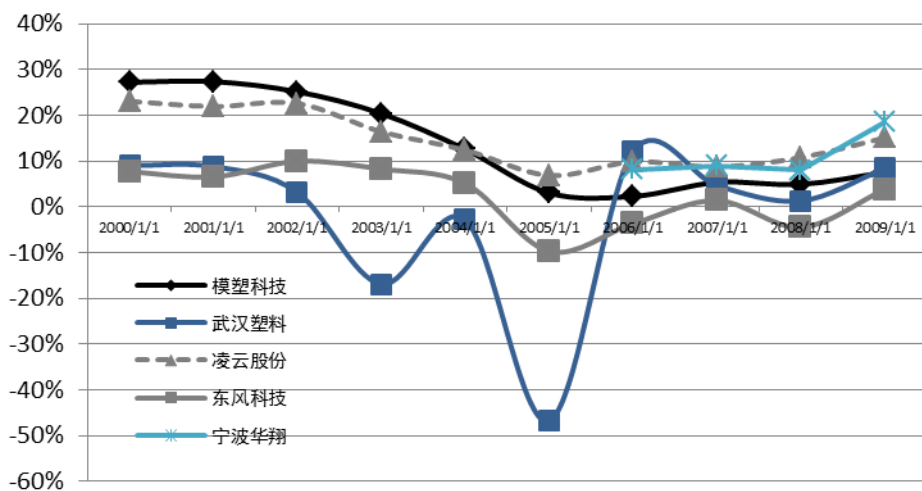
我们将模塑科技同一些生产汽车饰件的上市公司进行了比较，公司的收入增长比较稳定，略高于平均值，营业利润率的稳定性也是较好的。同时，我们也发现汽车饰件的行业利润率不断下降，这可能是因为市场竞争激烈，行业议价能力弱的因素造成的。在这个行业中，生产规模决定了市场的成本优势和话语权，我们认为，模塑科技业绩的稳定增长，以及稳定的经营业绩为公司同下游整车汽车厂建立的长久稳定的联系打下了基础。

图 7 汽车饰件主要上市公司收入对比



资料来源：Wind，东北证券

图 8 汽车饰件主要上市公司营业利润率对比



资料来源：Wind，东北证券

三、产能扩张、进军风能铸件以及长期股权投资是三大亮点

(一)、产能扩张，地域覆盖加速

公司现拥有六大生产基地：江南模塑科技股份有限公司（江阴）、上海名辰模塑科技有限公司、沈阳名华模塑科技有限公司、武汉名杰模塑有限公司、烟台名岳模塑有限公司以及北京北汽模塑科技有限公司。近几年，公司不断通过在各大汽车生产区域建立生产基地实现地域扩张，降低了生产成本和物流成本，实现了区域覆盖规模化。随着公司北京基地，烟台基地相继投入生产，以及沈阳二期和武汉二期未来顺利竣工，我们认为模塑科技将迎来一个高速增长期。

表格 5 控股及参股生产基地

控股及参股生产基地	注册地点	经济性质	注册资本 (万)	实收资本 (万)	持股比 例	表决权比 例	主要经营范围
上海名辰公司	上海市浦东金桥	有限公司	6000	6000	100%	100%	塑化汽车饰件
沈阳名华公司	沈阳经济开发区	中美合资	16000	16000	100%	100%	塑化汽车饰件
武汉名杰公司	武汉经济开发区	有限公司	6600	6600	100%	100%	塑化汽车饰件
烟台名岳公司	烟台福山高新区	有限公司	3000	3000	100%	100%	塑化汽车饰件
北汽模塑科技（参股）	北京大兴采育开发区	有限公司	25000	25000	49%	49%	塑化汽车饰件

资料来源：公司年报

上海名辰模塑股份有限公司：上海名辰成立于2002年，为上海大众A级供应商和上海通用优秀供应商。由于公司不断加强的研发投入，2009年，上海名辰成为上海市高新技术企业，经上海浦东新区国家税务局批准自2009年1月1日至2011年12月31日止，减按15%的税率征收企业所得税。同时，上海名辰充分挖掘自身潜力，设备改造，生产产能从08年的45万套，提升到目前的65万套。并且通过不断发展新客户和新业务，实现规模效应。今年下半年，上海名辰增加了福州奔驰、安徽奇瑞汽车配套产品的生产与销售。

沈阳名华模塑科技有限公司：沈阳名华系2004年元月与上海五龙零部件投资有限公司共同出资组建，公司注册资本1.2亿元，由模塑科技公司及上海五龙零部件投资有限公司各出资6000万元。目前模塑科技持有沈阳名华100%股权。2007年，沈阳名华被宝马公司评为全球供应商，被奔驰汽车评为A级供应商。公司还被上海通用和华晨金杯评为“优秀供应商”。今年初，沈阳名华经过两年多时间的努力，顺利完成了奔驰、宝马车型配套产品的研发，新车型产品已在下半年逐步批量生产。今后，该项业务将为公司提供新的利润增长。另外，沈阳生产基地二期也正在建设当中。

武汉名杰模塑有限公司：2003年，模塑科技与模塑集团各出资250万人民币成立武汉名杰模塑有限公司。目前模塑科技持有武汉名杰100%股权。公司距东风汽车有限公司、东风汽车有限公司总部、神龙汽车有限公司、东风本田汽车（武汉）公司总装厂均3公里以内。2009年，公司新开发并研制神龙汽车的标致、雪铁龙和东风汽车自主品牌的配套产品，今年也已逐步开始批量生产。武汉名杰二期同时也在建设当中，为产能的进一步扩张提供保障。

烟台名岳模塑有限公司： 2009年烟台名岳模塑有限公司正式开始筹备建设，注册资本3000万人民币，该项目主要为上海通用东岳配套汽车外饰件系统。2010年，烟台名岳公司正式进入生产油漆线建设期，预计2011年初开始调试批量生产。届时，公司将为上海通用东岳汽车公司（烟台）供货，实现当地实时化生产，将大大降低物流成本，产生新的效益。

北京北汽模塑科技有限公司： 2008年，模塑科技与北汽控股旗下的北京海纳川汽车零部件股份有限公司合资的北京北汽模塑科技有限公司正式成立。北京海纳川汽车零部件有限公司持股51%，江南模塑科技股份有限公司持股49%。北汽控股旗下有北京奔驰、北京现代、北汽福田和北汽有限四大整车板块。北汽模塑将主要生产汽车保险杠为主的汽车外饰件系统零部件，为北汽控股旗下的北京戴克、北京现代的新项目提供外饰件配套服务。2009年末，北汽模塑完成设备调试。2010年6月，公司顺利完成北京现代以及北京奔驰的工程审核，开始批量供货。2011年，北汽模塑产能有望进一步释放。

我们认为，山东和北京烟台两大新生产基地的基本建成将有助模塑科技进一步提升规模化生产，完成更广的地域覆盖。公司目前6大生产基地已经覆盖了我国东北汽车产业集群，京津汽车产业集群，长三角汽车产业集群以及中部汽车产业集群。我们认为公司的规模优势，区域优势和技术优势是较为明显的。

表格 6 各区域收入情况

单位：万元

截止时间	2005/12/31	2006/12/31	2007/12/31	2008/12/31	2009/12/31	2010/6/31
合计	60,729.13	97,980.22	112,691.85	143,616.15	172,735.28	90,649.51
<i>同比增长</i>		61%	15%	27%	20%	
华东地区	38,642.88	65,996.68	26,397.00	20,553.72	15,678.35	57,696.47
华南地区	1,702.60	432.60	1,442.13	1,022.25	3,314.20	16,150.96
华北地区	1,677.13	1,469.23	71,547.30	115,336.20	144,127.54	352.03
东北地区	11,405.67	20,220.81	547.54	120.16	232.73	6,705.46
华中地区	7,114.74	8,146.99	11,977.39	6,378.01	9,115.28	9,702.07
西北地区	89.40	1,629.85	686.83	145.28	131.99	28.65
其它地区	96.71	83.17	93.6	59.71	135.21	12.36

资料来源：公司年报

图 9 各生产基地分布



资料来源：东北证券

表格 7 公司前五大销售客户

公司前五大销售客户	销售收入	占总收入
上海通用汽车有限公司	238,826,667	14%
上海大众汽车有限公司	188,219,548	11%
上海通用五岳汽车有限公司	143,262,966	8%
沈阳华晨金杯汽车有限公司	78,569,353	5%
沈阳华晨宝马汽车有限公司	71,047,064	4%
前五大销售客户合计	719,925,598	42%

资料来源：公司年报

(二)、涉足风能铸件领域

2009年，模塑科技与德国德哈克铸件控股有限公司达成合资意向，共同成立江阴德哈克铸造有限公司，公司注册资金1000万美元，公司住所地江苏省江阴市周庄镇长青路8号。模塑科技出资450万美元，占45%股份，德国德哈克出资550万美元，占55%股份。新项目将开发、设计和生产兆瓦级风力发电零部件、机床等大型铸件产品（1.5兆瓦以上的风力发电零部件、机床），项目一期总投资1500万美元，项目二期投资总额将增至2100万美元，注册资本增加至1300万美元。

江阴德哈克公司的生产规模如下:

- 1、一期目标: 年产2万吨铸造件, 年产值2.5亿元人民币, 税后利润6000万元人民币。
- 2、二期目标: 年产3万吨铸造件, 年产值4亿元人民币, 税后利润9000万元人民币。

德国德哈克是欧洲最大的铸造集团, 总部设在德国艾森, 下属共有11个铸造工厂, 3个海外工厂。德国德哈克主要生产高品质的适用于各种用途的铸造件, 已与世界各大风力发电生产厂建立紧密的合作关系。

江苏是风能资源大省: 江苏是风能资源大省也是国家指定的七大风能发展基地之一, 同时也是全国唯一的海上风能基地。江苏省的风电发展计划已被写入了国家“十二五”规划思路。江苏拥有954公里海岸线, 东部沿海30公里范围内是风能资源最为集中的地区。通过对近海风能场等项目的建设, 预计到2020年, 江苏省风电并网发电量将达到1000万千瓦(其中陆上300万千瓦近海700万千瓦), 远期预计将达到2100万千瓦。

风电设备得到江苏省的政策支持: 根据江苏省发展改革委员会2008年公布的《江苏省风力发电装备发展规划纲要》, 到2015年, 江苏省计划形成400万千瓦整机制造能力和500亿元销售规模(其中整机300亿元, 关键部件200亿元)。到2020年, 基本形成800万千瓦整机制造能力和1000亿元销售规模(其中整机500亿元, 关键部件500亿元)。到2010年底, 基本形成整机与关键部件基本配套、协调发展的产业结构。重点发展高速齿轮箱、发电机、叶片、塔筒、法兰、轮毂、底盘、主轴、回转支承、变压器(变电站)以及控制装置等关键配套件, 其中高速齿轮箱、发电机、回转支承等国内市场占有率达到50%以上。

全球风电铸件需求较高: 全球风电新增装机容量的持续高速增长使整个风电产业链的投资热情空前高涨。当前我国风电产业链各环节基本都有企业布局, 但在全球新增需求爆发式增长的形势下, 整个产业链处于供应紧张状态。近年来受下游行业需求的刺激, 国内不少铸造企业纷纷涉足风电设备铸件制造领域, 但从整体竞争格局来看, 大多规模较小、技术能力较弱。

具备近距离运输优势: 风电铸件由于其体积和重量限制, 运输成本高。在风能整机生产厂家周边建造风能铸件厂将具备较大的成本优势。基于江苏江阴市独特的地理位置以及众多的风点整机建造企业, 我们认为, 依靠江苏省的政策优势、德国铸件企业的技术优势以及较强的区位优势, 德哈克铸件具有较大的发展潜力和盈利空间。

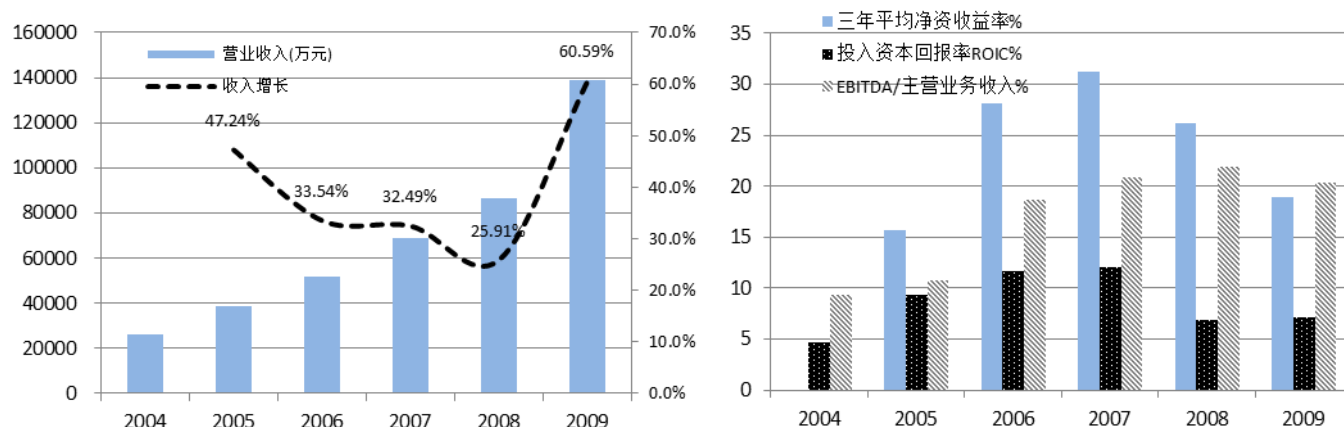
据我们了解, 目前江阴德哈克铸造有限公司设备已经陆续到位, 人员正在进行培训, 有望于2011年上半年正式投产。

同类风电铸钢上市公司初探: 为了对德哈克铸造公司未来的盈利能力进行一个初步的了解。我们选择对一家同类电站铸件的上市公司近年来的收入情况以及盈利能力进行一个比较。

大连华锐重工铸钢股份有限公司(简称: 华锐铸钢)是一家从事风能、船运等类型铸件的上市公司。华锐铸钢近5年的收入增长突出, 复合增长率达40%。2009年, 其收入增长更是达到了60%。

同时，我们还发现，2010年上半年，华锐铸钢的电站铸钢毛利率达30.7%，是该公司所有铸造件产品中最高的。我们认为，未来江阴德哈克铸件有限公司的利润和增长值得关注。

图 10 华锐铸钢盈利情况



资料来源：Wind，东北证券

表格 8 华锐铸钢 2010 年上半年毛利率明细

项目	营业收入	营业成本	毛利率
1、铸钢件	44,276	33,782	23.70%
(1) 电站铸钢件	26,073	18,059	30.74%
(2) 船用铸钢件	6,540	5,326	18.56%
(3) 重型机械铸钢件	11,663	10,396	10.86%
2、铸铁件	8,560	7,271	15.06%
3、锻件	6,387	6,014	5.84%
4、铸铜件	735	528	28.16%
合计	59,958	47,595	20.62%

来源：华锐铸钢公司半年报

(三)、长期股权投资有一定价值，值得关注

从模塑科技公布的2009年年报情况来看，公司一共持有四家公司的股权，它们分别是江苏银行股份有限公司，江南水务股份有限公司，江阴米拉克龙塑料机械有限公司以及北汽模塑科技股份有限公司。

江苏银行股份有限公司：江苏银行由江苏省内无锡、苏州、南通、常州、淮安、徐州、扬州、盐城、镇江、连云港等10家城市商业银行组建而成。江苏银行于2007年1月24日正式挂牌开业。总部设在江苏省省会城市南京，注册资本91亿元。截至2010年6月末，江苏银行资产总额达4126亿元。江苏银行现有营业网点430多家，覆盖江苏省内所有地级市，未来将实现经营机构在江苏地区县域的全覆盖。目前，江苏银行已在上海、深圳、北京设立分行。截至2009年12月31日，江苏银行前十大股东为江苏省国际信托有限责任公司、江苏凤凰出版传媒集团有限公司、华泰证券股份有限公司、无锡市财政局、中国东方资产管理公司、

江苏沙钢集团有限公司、江苏华西村股份有限公司、南通国有资产投资控股有限公司、苏宁电器股份有限公司（并列）、丰立集团有限公司（并列）、黑牡丹（集团）股份有限公司（并列）和苏州财政局。**2010年8月4日，江苏银行刊登上市辅导公告，称于2010年6月28日起，接受中银国际证券有限责任公司的上市辅导。**

模塑科技股份有限公司于2006年参股认购江苏银行股份有限公司。根据模塑科技2010年中报显示，公司目前持有江苏银行100,440,000股，持股比例达1.279%。公司2008年收到的现金分红达8,035,399.84元。另外，根据江苏银行2009年年报摘要显示，江苏银行2009年净利润达26.21亿元，摊薄每股收益为0.31元，每股净资产为1.79元。按照每股3.22元，即1.8倍市净率发行上市，模塑科技持有的江苏银行股权价值届时将达3.2亿元人民币。

江南水务股份有限公司：江苏江南水务股份有限公司成立于2003年，公司主要经营自来水管网、给水工程设计、供水工程建设、水质检测、水表计量检测以及对公用基础设施行业进行投资等。公司目前拥有日供水能力达90万立方米，DN100以上供水管网总长600多公里，供水区域覆盖987.5平方公里，供水人口超过100万，供水规模、人均供水量及各项能耗指标在同行中处于全国领先地位。**2009年8月31日，江南水务刊登上市辅导公告。**上市发起人包括江阴市公有资产经营有限公司、江南模塑科技股份有限公司以及13名自然人。

2003年，模塑科技投资人民币2800万元参与发起设立江苏江南水务股份有限公司，该公司注册资本1.75亿。根据2010年中报显示，模塑科技目前持有18,361,471股，持股比例达10.49%。2009年，公司资产总计107634.65万元，净资产40819.32万元，净利润4984.26万元，每股盈利0.28元，每股净资产2.33元。如果按照每股8.5元，即30倍市盈率发行上市，模塑科技持有的江南水务届时价值将达1.5亿元人民币。

江阴米拉克龙塑料机械有限公司：江阴米拉克龙于2004年6月18日由美国米拉克龙公司和江阴模塑集团合资成立，主要由美方提供技术和培训，生产大型注塑机械。公司一期总投资1000万美元，注册资本500万美元。美国米拉克龙公司是一家生产和销售塑料加工设备和零配件的全球性公司，拥有领先的机械制造技术，在北美、欧洲和亚洲都有分公司。公司生产注塑机涵盖电动、液压二大系列、250-4000吨的十一个品种，性能达到国际领先水平。目前模塑科技持股占比达18%。

表格 9 历年长期股权投资收益

单位：元

截止时间	2006/12/31	2007/12/31	2008/12/31	2009/12/31
长期股权投资收益	7,057,792	19,656,179	13,938,864	6,895,333
基金投资分红及赎回	216,203.53		59,934	411,346
成本法长期股权投资	4,125,000.00	15,256,307	8,035,400	8,035,400
权益法长期股权投资	2,716,588.84	4,399,872.23	5,843,530	-1,551,413

资料来源：公司年报 东北证券

表格 10 长期股权投资

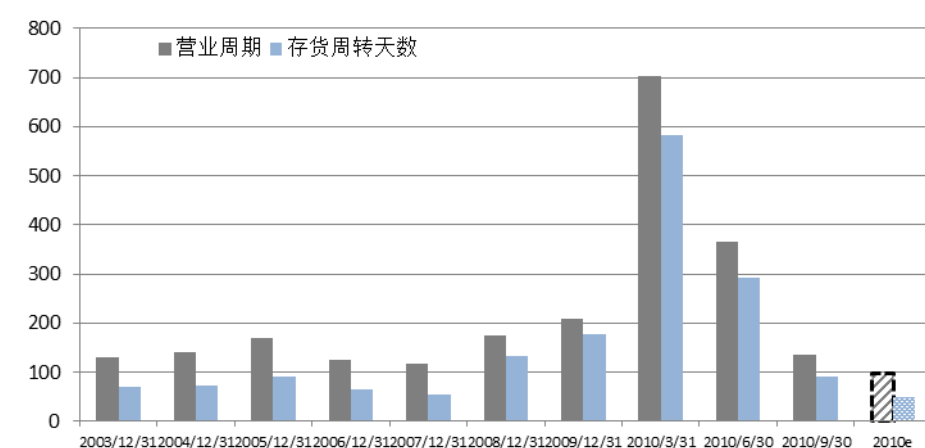
长期股权投资	注册资本	持股比例	公司性质	注册地	持有数量
江苏银行股份有限公司	84 亿	1.279%	金融业务	江苏南京	100,442,498
江南水务股份公司	1.75 亿	10.49%	公用自来水	江苏江阴	18,361,471
江阴米拉公司	500 万美金	18%	塑机制造	江苏江阴	-
北汽模塑公司	4000 万	49%	塑化饰件	北京廊坊	-

来源：公司公告 东北证券

四、公司运营

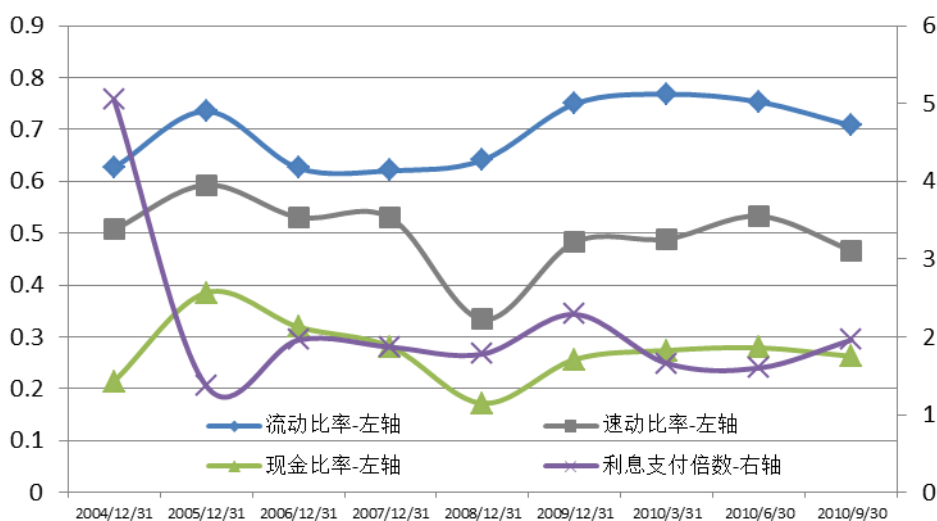
(一)、运营情况

图 11 营业周期和存货周转天数



来源：Wind，东北证券

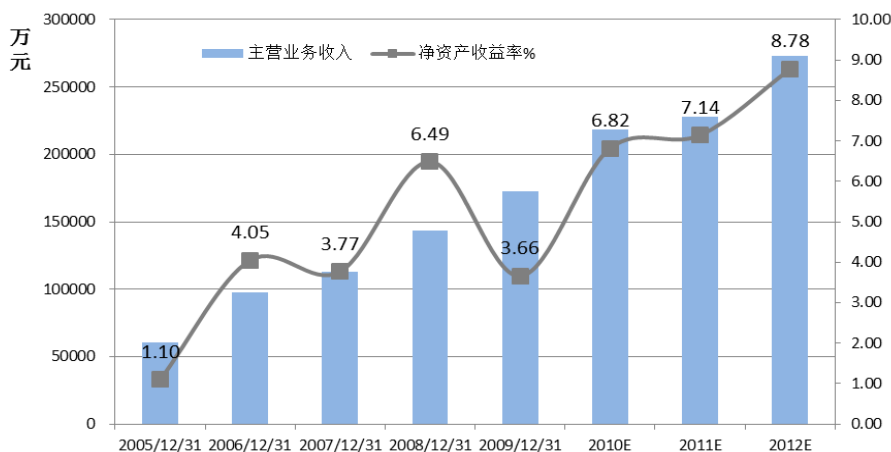
图 12 偿债能力



来源: Wind, 东北证券

今年1至11月份, 全国汽车产量达1640万辆, 同比增加33.7%。旺盛的汽车需求推动了模塑科技下半年库存的下降。各大生产基地产能不断释放, 预计全年的库存周转天数将低于2007的水平。同时, 公司的流动比、速动比近年来都较为稳定。随着烟台生产基地以及江阴德哈克的顺利投产, 公司的现金状况有望得到进一步改善。同时随着两大新生产基地产能的释放, 以及江阴德哈克风能铸件开始批量生产, 预计未来的ROE将超越2008年的水平, 我们预计2010年, 2011年和2012年公司的ROE分别为6.82%, 7.14%以及8.78%。

图 13 主营收入及 ROE

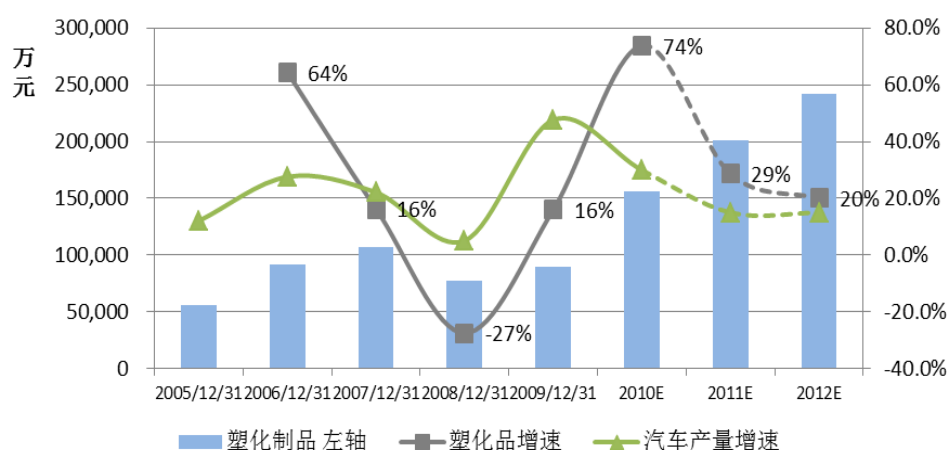


资料来源: Wind, 东北证券

(二)、主营塑化产品业务增长快于汽车整车

从模塑科技塑化产品的增速与汽车产量增速的对比来看，受汽车整车行业的波动性影响，上游塑化产品的增速波动性较大。2010年上半年，模塑科技包括保险杠在内的塑化产品同比增长74%。在强劲的市场需求下，公司产能不断释放，我们预计，全年公司的塑化产品将增长70%，高于汽车行业全年30%的增速。我们预计2011年塑化产品增长在29%左右，高于汽车行业15%到20%增速的预期。

图 14 塑化产品增长



说明：

1.虽然2010年公司塑化纸品增长有望达74%，但公司房地产业务销售收入预计同比下滑39%。我们预计全年模塑科技收入增幅约26%。

2. 我们预计2011年和2012年汽车产量增速大约为15%左右。

资料来源:Wind, 东北证券

五、公司估值

我们预计模塑股份2010年、2011年和2012年的每股收益为0.24元、0.27元、0.40元，对应的市盈率为31.6倍、27.7倍和18.8倍。我们给予“谨慎推荐”评级。

表格 11 公司估值

2010/12/15		最新 价格	PE(x)			PB(x)		ROE%		每股收益			
代码	名称		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2012E
'000700'	模塑科技	7.60	31.6	27.7	18.8	2.2	2.0	6.8	7.1	0.08	0.23	0.27	0.40
'600742'	一汽富维	33.3	13.3	11.2	10.4	3.4	2.7	26.0	24.2	1.68	2.51	2.98	3.21
'002488'	金固股份	26.33	50.6	33.3	22.3	9.0	7.3	17.8	22.0	0.51	0.52	0.79	1.18
'002085'	万丰奥威	12.63	34.1	26.9	24.3					0.24	0.37	0.47	0.52
'000559'	万向钱潮	16.88	44.4	33.8	25.6	7.6	5.8	17.1	17.1	0.26	0.38	0.5	0.66
002048'	威孚高科	37.99	52.0	44.2	36.9	13.3	12.3	25.7	27.8	0.72	0.73	0.86	1.03
'000665'	武汉塑料	16.59	165.9	150.8	110.6					0.03	0.1	0.11	0.15
'600480'	凌云股份	18.54	22.1	16.9	12.0	4.8	3.4	22.0	20.3	0.61	0.84	1.1	1.55
'600081'	东风科技	14.06	19.3	16.7	13.1	7.6	5.3	39.7	31.6	0.1	0.73	0.84	1.07
'002048'	宁波华翔	15.17	20.8	17.6	14.7	5.3	4.9	25.7	27.8	0.72	0.73	0.86	1.03
'002204'	华锐铸钢	26.41	29.0	22.8	18.1	4.6	3.9	15.9	17.3	0.72	0.91	1.16	1.46

重要假设：1、我们认为公司主营塑化产品2010年增长74%，2011年增长29%，2012年增长20%。

塑化产品产品毛利率维持在23%左右。

资料来源：Wind，东北证券

六、重要风险提示

（一）、汽车销售价格持续下滑风险

公司属于汽车零部件行业，其发展依赖于汽车工业的发展，由于近年来社会范围内汽车价格全面下滑的影响，公司生产的零部件的销售价格也随之下调，毛利率也逐渐降低。

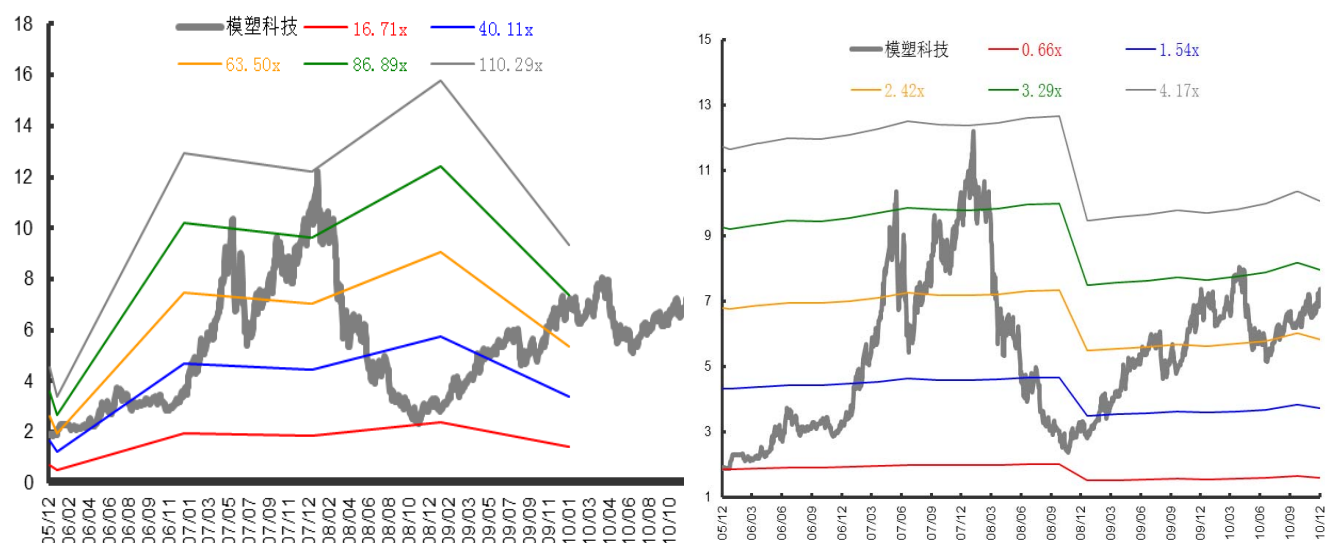
（二）、原材料成本风险

公司生产所需要的主要原材料为塑料粒子和油漆等。主要原材料的供应及供应价格会随着国家宏观调控政策、市场供求以及国内外经济环境的变化而变化，从而影响本公司的生产成本。

（三）、依赖主要客户风险

公司是全国汽车保险杠最大的生产厂商，主要为上海大众、上海通用、神龙汽车、华晨金杯、华晨宝马、北京奔驰等国内大型汽车生产商配套保险杠、防擦条等汽车装饰件。如公司主要客户发生变化，可能会对公司业绩造成不利影响。

图 15 PE Band 和 PB Band



资料来源: Wind, 东北证券

表格 12 利润预测表

截止时间	2008/12/31	2009/12/31	2010E	2011E	2012E
一.营业收入(万元)	143,615	172,735	218,489	227,930	272,996
+塑化制品	77,648	90,091	156,558	201,344	241,613
+机械制品	11,878	9,803	17,376	23,986	28,783
+房地产开发销售、出租	54,089	72,842	44,555	2,600	2,600
营业成本(万元)	90,685	112,021	165,134	177,397	213,085
毛利润	31,594	44,463	53,355	50,533	59,911
营业税金及附加(万元)	4,009	9,161	4,102	4,571	5,420
销售费用(万元)	2,825	3,404	7,002	5,698	6,825
管理费用(万元)	9,957	12,361	16,074	15,506	18,572
财务费用(万元)	9,484	6,472	11,163	11,646	13,948
资产减值损失(万元)	-407	684	-90	119	119
公允价值变动净收益(万元)	-	-	-1	-1	-1
投资收益(万元)	1,394	690	914	1,056	1,084
对联营企业,合营企业的投资收益(万元)	584	-155	49	1,595	2,045
EBIT	16,581	19,561	27,133	24,100	32,105
EBITDA	32,983	34,478	41,829	38,796	48,152
二.营业利润(万元)	7,097	13,089	15,969	12,454	18,157
营业外收入(万元)	2,970	581	783	783	783
营业外支出(万元)	349	69	257	276	230
非流动资产处置净损失(万元)	224	-	45	56	56
三.利润总额(万元)	9,718	13,601	16,451	12,905	18,654
所得税费用(万元)	2,986	5,713	5,006	3,927	5,677
四.净利润(含少数股东损益)(万元)	6,733	7,888	11,444	8,978	12,977
净利润率	4.7%	4.6%	5.2%	3.9%	4.8%
净利润(不含少数股东损益)(万元)	4415	2620	7422	8478	12477
少数股东损益(万元)	2317	5268	4023	61	61
加权普通股份总数(万)	30904	30904	30904	30904	30904
EPS	0.14	0.08	0.24	0.27	0.40

说明：1、我们假设 2011 年和 2012 年模塑科技的房地产业务仅包括商业店铺的租金，公司没有继续购置地块。同时新设立的明鸿置业两年内没有提供新上市的楼盘进行销售。

2、我们假设 2011 年以及 2012 年江南水务以及江苏银行没有上市，公司定期从两家参股公司获得分红。

3、我们假设江阴德哈克铸件 2011 年全年产能利用率为 50%，2012 年为 67%，公司净利润分别为 3000 万和 4000 万，归属模塑科技的投资收益为 1350 万和 1800 万。

资料来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。