

2011-01-19

汽车和汽车零部件

天汽模 002510.SZ

积极拓展合资品牌与海外市场

- ◇ 调研地点：天津
- ◇ 拜访对象：公司高管

◆国内汽车模具的龙头企业，2009 年市场占有率 16.59%

公司是国内汽车模具行业的龙头企业。按营业收入占比计算，公司 2009 年的市场份额为 16.59%；就产品技术而言，公司全面实现数字化无纸设计与制造，有技术实力承接形状比较复杂的翼子板、侧围以及对表面要求比较高外板的模具。

◆国内市场容量超 100 亿元人民币，国际市场容量超过 100 亿美元

汽车模具被誉为“汽车工业之母”，市场对汽车模具的需求主要由新车型的投放数量决定。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 2,500 万元。以 2009 年推出的新车型计算，我国乘用车覆盖件模具年市场需求在 90 亿元以上。考虑到商用车、专用车等对模具的需求，汽车覆盖件模具市场容量应达到 100 亿元以上。而国际市场的容量应在 100 亿美元以上。

◆受益于合资品牌的国内采购与国际品牌的跨国采购

由于国内模具技术水平较国际高端水平仍存在一定差距，合资品牌的模具仍以进口为主，但随着合资品牌降成本的压力和自主品牌的崛起，国内模具企业逐步依靠高性价比发展壮大。汽车模具行业转移已开始进入比较成熟阶段，上海通用与南北大众均已开始小批量使用国内模具。此外，公司的性价比优势也得到了包括奔驰、宝马、通用、福特在内的欧美整车企业的认可，从 2007 年至 2009 年，公司海外销售收入占比为 28%、38% 和 32%。

◆上市融资降低财务费用，超募资金助力跨越式发展

公司于 2010 年 11 月 25 日登陆中小板，净募集资金 8.66 亿元，除募投项目投资 2.995 亿元外，公司从超募资金中提取 3.44 亿元归还银行贷款，6000 万元用于永久补充流动资金，由此可降低银行借款利息 2000 余万元，而剩余 1.625 亿元则为公司的收购和进军新市场提供了财务支持。

◆首次给予“增持”评级，目标价 21.00 元

我们预计公司 2010~2012 年的 EPS 分别为 0.41 元、0.60 元和 0.80 元，给予公司 2011 年 35 倍 PE 估值，目标价 21.00 元。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	554	596	796	1,008	1,306
营业收入增长率	31.18%	7.46%	33.73%	26.59%	29.56%
净利润（百万元）	62	78	85	123	166
净利润增长率	-6.97%	26.22%	8.14%	45.36%	34.39%
EPS（元）	0.30	0.38	0.41	0.60	0.80
ROE（归属母公司） （摊薄）	20.56%	21.70%	6.46%	8.74%	10.76%
P/E	66	52	48	33	25
P/B	13	11	3	3	3
EV/EBITDA	29	25	21	17	13

首次

增持

当前价格	19.46 元
目标价格	21.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

于 特（执业证书编号：S0930510120015）

021-22169158

yute@ebsecn.com

联系人：

奉 玮

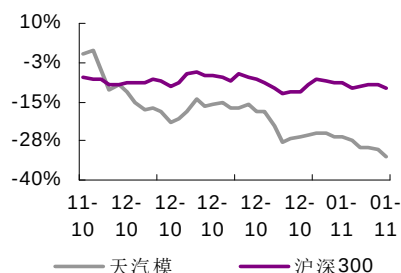
021-22169320

fengw@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	206
总市值(百万元)	4,074
流通比例(%)	20.41%
12 个月最高/最低（元）	33.99/19.80
近 3 月日均成交量（百万股）	3.86
主要股东	其他股东

股价表现（12 个月）



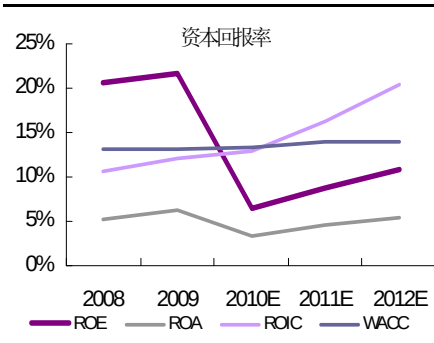
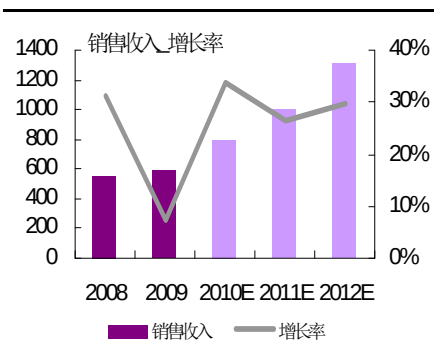
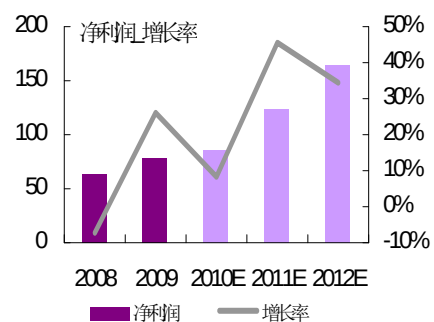
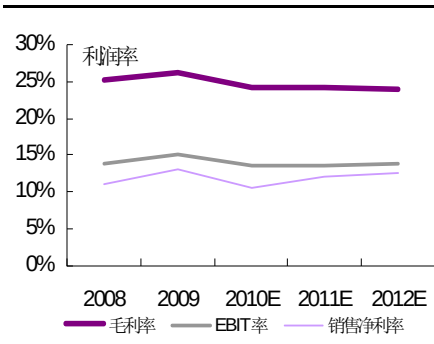
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-15.54	0.00	0.00
绝对收益	-19.84	0.00	0.00

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	554	596	796	1,008	1,306
营业成本	414	440	603	763	992
折旧和摊销	37	42	58	64	66
营业税费	3	3	4	5	7
销售费用	14	18	22	30	39
管理费用	46	44	51	71	85
财务费用	18	19	12	-4	-9
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	1	1	1
营业利润	58	73	97	141	190
利润总额	75	93	100	145	195
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	62.08	78.36	84.74	123.18	165.54

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	1,179	1,255	2,595	2,691	3,111
流动资产	700	755	1,930	2,069	2,535
货币资金	123	146	1,001	924	1,085
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	93	103	240	275	319
应收票据	8	14	16	20	26
其他应收款	7	5	9	11	13
存货	433	464	633	801	1,042
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	13	15	15	15	16
固定资产	344	433	559	524	485
无形资产	34	33	31	30	28
总负债	877	894	1,284	1,281	1,573
无息负债	583	607	1,058	1,281	1,573
有息负债	294	287	226	0	0
股东权益	302	361	1,312	1,409	1,538
股本	154	154	206	206	206
公积金	53	59	881	893	910
未分配利润	95	149	225	310	422
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	155	86	285	189	208
净利润	62	78	85	123	166
折旧摊销	37	42	58	64	66
净营运资金增加	18	0	-83	45	84
其他	38	-34	225	-43	-107
投资活动产生现金流	-97	-17	-222	-19	-19
净资本支出	99	17	223	20	20
长期投资变化	13	15	0	0	0
其他资产变化	-208	-49	-445	-39	-39
融资活动现金流	26	-60	792	-247	-28
股本变化	62	0	52	0	0
债务净变化	8	-7	-62	-226	0
无息负债变化	152	24	451	223	292
净现金流	85	8	855	-78	161

资料来源：光大证券、上市公司

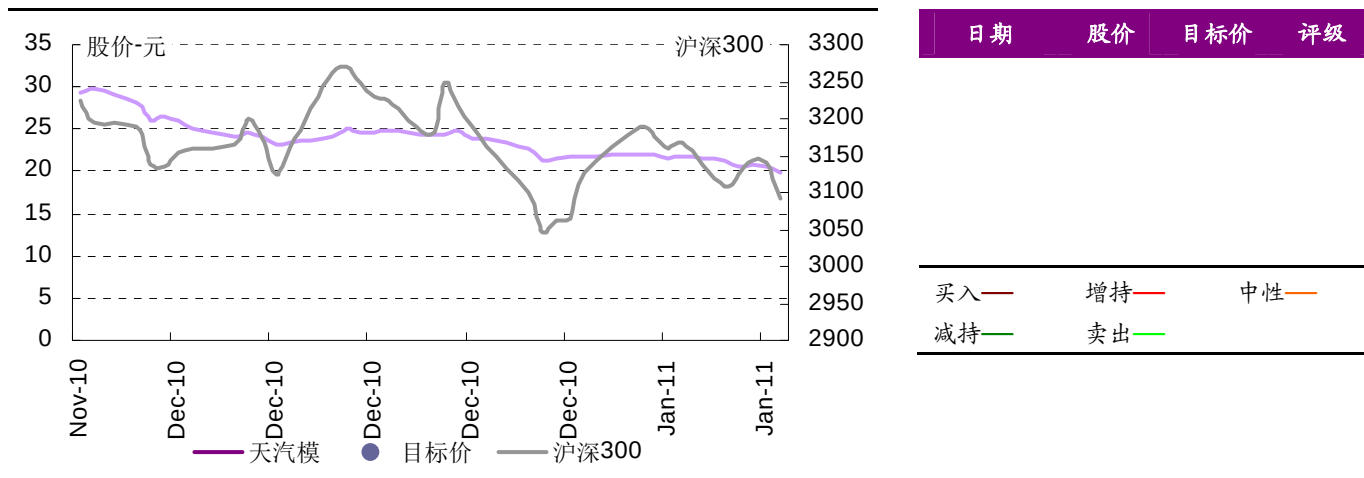
关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	31.18%	7.46%	33.73%	26.59%	29.56%
净利润增长率	-6.97%	26.22%	8.14%	45.36%	34.39%
EBITDA 增长率	12.78%	16.86%	25.29%	21.23%	22.39%
EBIT 增长率	-2.40%	18.74%	18.91%	26.86%	31.79%
估值指标					
PE	66	52	48	33	25
PB	13	11	3	3	3
EV/EBITDA	29	25	21	17	13
EV/EBIT	44	37	32	25	18
EV/NOPLAT	53	44	38	29	21
EV/Sales	6	6	4	3	3
EV/IC	6	5	5	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	25.31%	26.14%	24.26%	24.30%	24.03%
EBITDA 率	20.41%	22.20%	20.80%	19.92%	18.82%
EBIT 率	13.77%	15.22%	13.53%	13.56%	13.80%
税前净利润率	13.54%	15.69%	12.52%	14.37%	14.91%
税后净利润率 (归属母公司)	11.20%	13.16%	10.64%	12.22%	12.67%
ROA	5.27%	6.24%	3.27%	4.58%	5.32%
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.56%	21.70%	6.46%	8.74%	10.76%
经营性 ROIC	10.65%	12.07%	12.87%	16.31%	20.40%
偿债能力					
流动比率	0.83	0.86	1.53	1.64	1.63
速动比率	31.83%	33.25%	102.68%	100.60%	96.20%
归属母公司权益/有息债务	1.03	1.26	5.81	-	-
有形资产/有息债务	3.88	4.24	11.35	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.30	0.38	0.41	0.60	0.80
每股红利	0.00	0.00	0.12	0.18	0.24
每股经营现金流	0.75	0.42	1.38	0.92	1.01
每股自由现金流(FCFF)	-0.07	0.49	0.09	0.57	0.57
每股净资产	1.47	1.75	6.38	6.85	7.48
每股销售收入	2.69	2.89	3.87	4.90	6.35

资料来源：光大证券、上市公司

于特，金融学硕士，3 年汽车行业研究经验，3 年上市公司工作经验。

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师：于特



资料来源：光大证券研究所

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。