

模具龙头，腾飞在即

公司深度

◆ 原股东积极配售可转债，彰显对公司发展前景信心

可转债发行 4.2 亿元，每张面值为 100 元，按面值发行。初始转股价格锁定为 11.63 元/股，转股期限为 2016 年 9 月 9 日至 2022 年 3 月 2 日止。发行向原股东优先配售，原股东优先配售后余额（含原股东放弃优先配售部分）采用通过深交所交易系统网上定价发行的方式进行，金额不足 4.2 亿元的部分由承销团包销。我们认为，原股东积极配售可转债达 2.88 亿元，占比 69%，彰显原有股东，特别是大股东对未来股价提升的信心。

◆ 大行业小公司，模具业务订单充足业绩无忧

国内汽车覆盖件模具市场规模约 200 亿元，全球约 750 亿元，公司市场份额分别低于 5%、2%，属于大行业小公司，具有较大提升空间。公司模具海外收入占比超过 50%，随着募投项目的顺利推进，公司海外业务将更快发展。2015 年德国子公司 ETQM 由于成本控制因素预计带来数千万元亏损，使 2015 年业绩低于预期，2016 年将得到有效改善。2015 年 2、3 季度受行业影响新签订单金额不高，但 4 季度开始大幅好转，目前公司在手订单超过 20 亿元。考虑新签订单到收入确认一般需要 6 到 12 个月时间，由此预计 2016 年业绩小幅增长，2017 年业绩将大幅增长。

◆ 延伸产业链，布局新兴行业

冲压件业务通过不断开拓客户，2014 年营收 4.2 亿元，增速超过 55%，2015 年上半年增速高达 85%，发展迅猛。后续能够以可转债项目模具产品为基础设备，发展高速自动冲压内覆盖件及结构件等车身零部件，加速冲压件制造业务发展。公司在航空零部件领域亦有布局，参股了飞悦航空 25% 股权，并有全资子公司沈阳天汽模航空零部件有限公司，可积极关注后续发展。公司此前表示，如果有适当的时机，也可以进行其他行业的投资。

◆ 首次覆盖，给予买入评级，6 个月目标价 17 元

立足模具，积极延伸产业链，并布局新兴行业，业绩估值有望双提升。预计公司 2015 年-2017 年净利润增速分别为 2%、9%、42%，EPS 分别为 0.41 元、0.45 元、0.64 元。首次覆盖给予买入评级，6 个月目标价为 17 元，对应 2016 年 38 倍 PE。

风险提示：市场新车型投放数量不及预期，海外业务拓展不及预期

指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1,167	1,489	1,780	1,809	2,413
营业收入增长率	30.48%	27.65%	19.56%	1.62%	33.34%
净利润（百万元）	123	166	170	185	263
净利润增长率	23.88%	35.82%	2.45%	8.57%	41.91%
EPS（元）	0.30	0.40	0.41	0.45	0.64
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.96%	9.97%	9.48%	9.57%	12.24%
P/E	39	29	28	26	18
P/B	3	3	3	2	2

买入（首次）

当前价/目标价：11.66/17.00 元

目标期限：6 个月

分析师

刘洋（执业证书编号：S0930515050002）

021-22169156

liuyang82@ebcn.com

联系人

梁美美

021-62151889

liangmm@ebcn.com

市场数据

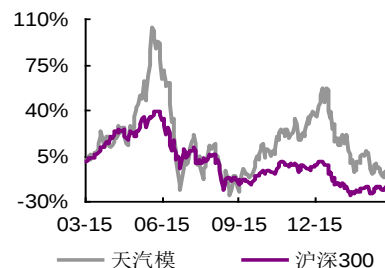
总股本(亿股)：4.12

总市值(亿元)：47.98

一年最低/最高(元)：8.32/24.49

近 3 月换手率：162.27%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.52	-8.76	18.11
绝对	-2.57	-24.58	-0.40

投资要件

关键假设

- 1、各厂商新车型和改款车型的投放速度维持稳定。
- 2、设计制造一款全新车型所需汽车覆盖件模具价值 1 亿元，每款改款车型需要覆盖件模具价值以全新车型的 25% 计算，即 2500 万元。
- 3、国内汽车产量增速放缓，假设增速未来 5 年复合增速为 3%。

我们区别于市场的观点

- 1、可转债价格锁定，已经发行完成，抑制股价上涨因素消除。
- 2、2016 年~2018 年净利润复合增速预计 25% 以上，相对行业平均估值应该给予一定溢价。
- 3、公司已在航空领域布局，此前表示不排除有适当机会时，投资其他行业，市场应该给予充分重视。

股价上涨的催化因素

- 1、可转债项目顺利发行完成。
- 2、模具业务海外市场开拓超预期。
- 3、在航空或其他领域的进一步拓展。

估值和目标价格

作为我国汽车覆盖件模具龙头企业，立足模具，积极延伸产业链，并布局新兴行业，业绩估值有望双提升。预计公司 2015 年~2017 年净利润增速分别为 2%、9%、42%，EPS 分别为 0.41 元、0.45 元、0.64 元。首次覆盖给予买入评级，6 个月目标价为 17 元，对应 2016 年 38 倍 PE。

投资风险

可转债项目进展不及预期；新车型投放数量不及预期；海外业务拓展不及预期。

目 录

1、 供货全球客户的国内汽车覆盖件模具龙头	6
2、 覆盖件模具行业稳定发展，海外市场空间大	8
2.1、 行业壁垒高，资金、技术、人才缺一不可	8
2.2、 覆盖件模具市场规模稳步提升，全球将达千亿	10
2.3、 行业集中度低，高端化、国际化是发展方向	13
3、 龙头地位稳固，国际化战略持续推进	14
3.1、 经验丰富，持续增长，稳坐行业龙头	14
3.2、 外延并购，拓展海外市场	15
3.3、 可转债发行完成，国际化战略将加速推进	17
4、 享冲压件行业万亿市场，业务快速发展	20
4.1、 汽车产量高企，近万亿市场静待分享	20
4.2、 依托模具优势，冲压件业务快速发展	22
5、 布局航空领域，后续进展值得期待	26
6、 财务预测及估值分析	27
6.1、 盈利预测	27
6.2、 相对估值	28
6.3、 绝对估值	29
6.4、 估值结论与投资评级	30
7、 风险提示	30

图表目录

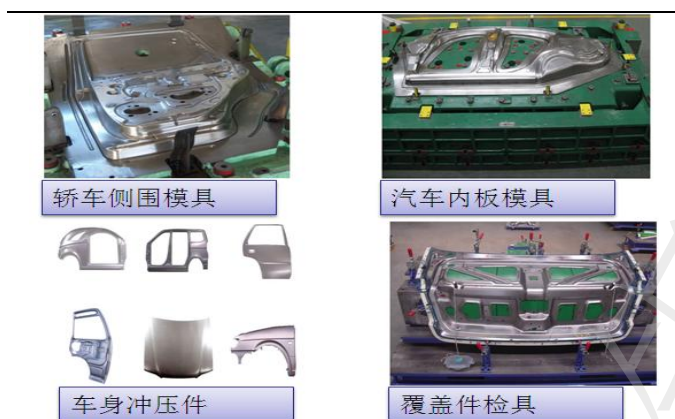
图 1：公司生产的主要产品示意图.....	6
图 2：公司主要业务 2014 年营收占比情况	6
图 3：2011-2014 年公司营收复合增速达 11%	6
图 4：2011-2014 年公司净利润复合增速达 13%	6
图 5：公司海外业务占比相对 2012 年提升了约 10 个百分点至 40%左右	7
图 6：公司主要的参控企业情况	7
图 7：模具制造工序复杂	9
图 8：覆盖件模具的生产验收周期较长	10
图 9：我国目前汽车产销超 2400 万辆	10
图 10：我国汽车产销增速放缓至个位数	10
图 11：国内新款车型投放数量整体呈上升趋势	11
图 12：全新款车型的占比呈上升趋势	11
图 13：国内汽车覆盖件模具空间逐年提升	11
图 14：价格处于 10-50 万之间的新车型上市数量占比最高	12
图 15：全球汽车覆盖件模具市场规模未来几年有望超千亿	12
图 16：2012 年在营收规模超千万的模具企业中，公司营收占比达 13.62%	13
图 17：我国汽车覆盖件模具产品性价比优势较为明显	13
图 18：公司主要客户就涵盖绝大多数知名汽车厂商	14
图 19：公司竞争优势包括规模、技术、装备、人才等方面	14
图 20：公司模具营收稳定增长	15
图 21：公司模具新签订单稳定增长	15
图 22：GIW 公司历史悠久，已扭亏为盈	16
图 23：公司模具海外营收稳定增长	16
图 24：2014 年海外新签订单占比已超过 50%	16
图 25：原股东积极配售可转债，彰显信心	17
图 26：通过募投项目，积极拓展海外业务	18
图 27：多工位级进模具具有高精度、高效率、长寿命特点	18
图 28：车身覆盖件是主要的冲压件产品	20
图 29：冲压模具技术为冲压过程的关键	20
图 30：汽车模具技术发展推动冲压件制造更加高效、精确	21
图 31：冲压件市场空间与汽车产量高度相关	21
图 32：我国汽车产量超 2400 万辆，对冲压件需求巨大	21
图 33：2020 年汽车冲压件市场规模将达到近万亿级别	22
图 34：级进模具提升下游产品生产效率	23
图 35：公司冲压件业务客户涵盖众多大型乘用车厂商	23
图 36：冲压件业务营收近年呈高速增长态势	24

图 37：冲压件业务利润近年呈高速增长态势	24
图 38：依托模具业务丰富的客户资源，冲压件业务开拓市场优势明显	24
图 39：募集项目协同效应显著	26
图 40：积极布局航空领域	26
表 1：汽车覆盖件主要分为外覆盖件、内覆盖件和结构件	8
表 2：覆盖件行业的壁垒主要体现在四个方面	9
表 3：2014 年我国覆盖件模具市场需求大约为 205 亿	11
表 4：多工位级进模具发展受政策支持	19
表 5：国内冲压件竞争格局	22
表 6：级进模具在规模化高精度制造方面优势明显	25
表 7：公司收入结构预测（百万元）	27
表 8：盈利预测与关键指标（百万元）	28
表 9：可比公司 PE 比较	28

1、供货全球客户的国内汽车覆盖件模具龙头

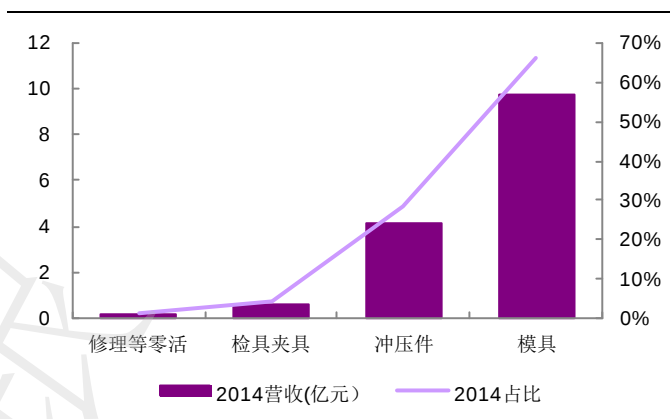
作为国内汽车模具业第一家民营上市公司，亦是汽车覆盖件模具龙头企业。公司以汽车模具设计制造及整车工艺装备开发制造为主营业务，其中汽车覆盖件模具业务 2014 年营收占比高达 67%，为公司第一大业务，其次为冲压件业务，占比 28%。公司高度重视科技创新，核心技术全部自主研发，是国家高新技术企业，拥有行业内唯一的博士后科研工作站。

图 1：公司生产的主要产品示意图



资料来源：公司网站

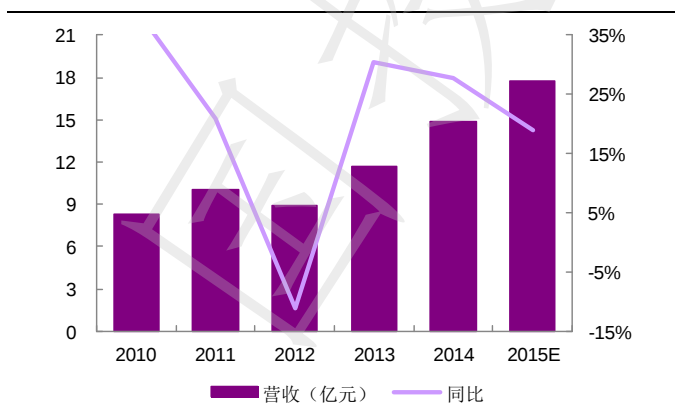
图 2：公司主要业务 2014 年营收占比情况



资料来源：wind

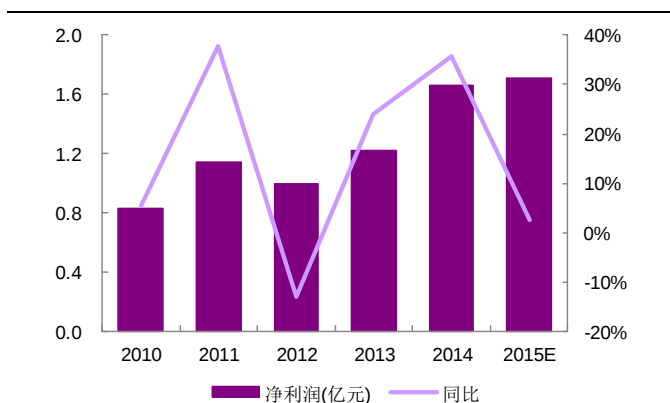
2011-2014 年营收和净利润复合增速分别达 11%和 13%。2010 年公司营收、净利润分别为 8.32 亿元、0.83 亿元，到 2014 年，营收、净利润分别上升到 14.89 亿元、1.66 亿元。公司营收净利润增速总体稳定，近两年汽车行业整体增速放缓的背景下，公司依托海外市场的积极拓展，以及自身产能的释放，保持了 20%以上的营收和净利润增速，足见公司竞争优势显著。

图 3：2011-2014 年公司营收复合增速达 11%



资料来源：wind，光大证券研究所

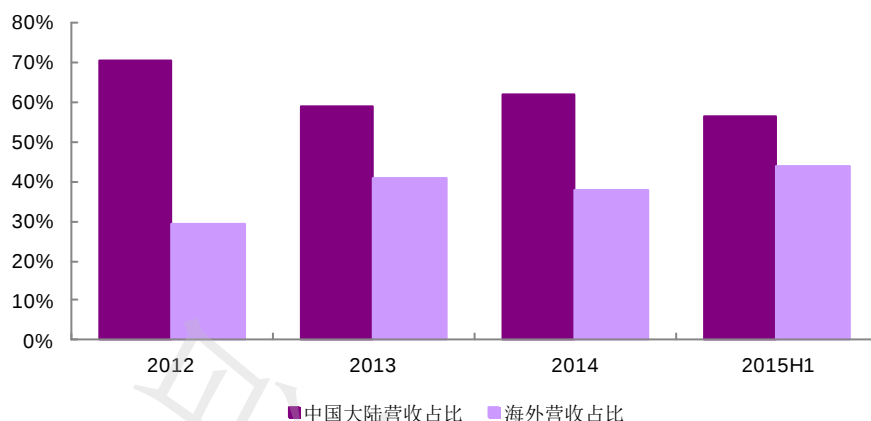
图 4：2011-2014 年公司净利润复合增速达 13%



资料来源：wind，光大证券研究所

海外业务占比 40%左右，预计将持续提升。2012 年公司海外业务占比约 29%，2013 年公司在德国投资设立了 Tianjin Motor Dies Europe GmbH，并通过该子公司收购了德国 GIW 模具公司部分优质资产，为公司海外业务的提升奠定了基础。

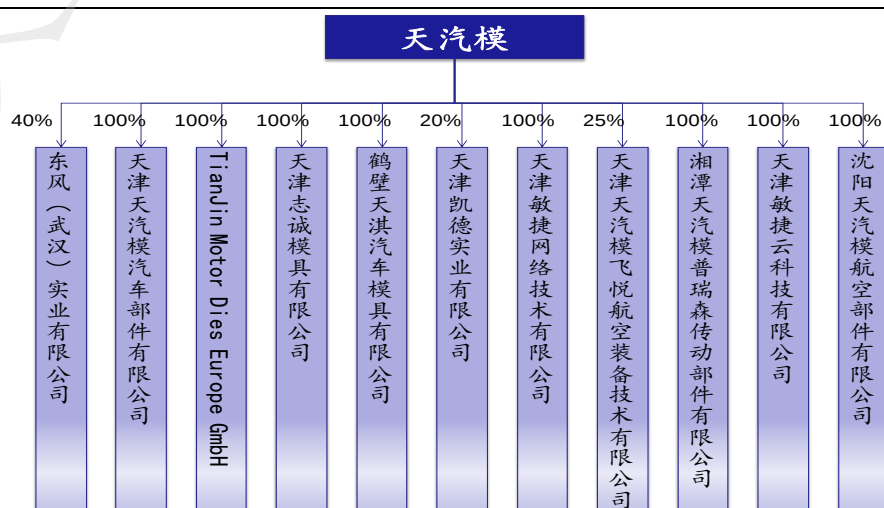
图 5：公司海外业务占比相对 2012 年提升了约 10 个百分点至 40%左右



资料来源：wind

公司参控企业数量较多，多元业务正在布局。公司主要的参控企业超过 10 家，目前对公司净利润贡献最大的主要为东风（武汉）事业有限公司、天津天汽模汽车部件有限公司，两者 2014 年贡献净利润约 1 亿元，占公司净利润约 60%。德国全资子公司也已经扭亏为盈，海外业务将继续稳健发展。同时，公司已开始布局多元业务，包括参股天津天汽模飞悦航空装备技术有限公司，设立沈阳天汽模航空部件有限公司，后续有望继续拓展。

图 6：公司主要的参控企业情况



资料来源：公司公告

2、覆盖件模具行业稳定发展，海外市场空间大

2.1、行业壁垒高，资金、技术、人才缺一不可

模具是工业化生产必不可少的基础工艺装备，汽车模具支撑汽车工业发展。

一个国家的模具制造技术水平的高低，不仅是衡量该国家制造水平高低的重要标志，更在很大程度上决定着这个国家所产出的产品的质量、效益以及其新产品开发能力。汽车、电子、电器、仪器仪表、家电、航空航天、建材、电机和通讯器材等产品中，约60%~80%的零部件都要依靠模具加工成型，因此模具在国际上被称为“工业之母”。汽车模具对于汽车工业的发展作用重大，国家政策一直支持汽车模具的发展。在美国、日本和德国等发达国家，与汽车相关的模具需求占总需求40%以上。

汽车覆盖件模具是汽车模具主要组成部分。汽车覆盖件是构成汽车车身表面和内部的冲压件，具有材料薄、形状复杂、质量要求高等特点，覆盖件组装后构成汽车车身或驾驶室的全部外部和内部形状，它既是外观装饰性零件，又是封闭薄壳状的受力零件。覆盖件的制造是汽车车身制造的关键环节，按功能和部位分类，汽车覆盖件可分为外覆盖件、内覆盖件和结构件三类。在美国、日本和德国等发达国家，以汽车覆盖件模具为代表的冲压模具占整个汽车相关模具的比例约为40%。

表 1：汽车覆盖件主要分为外覆盖件、内覆盖件和结构件

名称	简介
外覆盖件	指车身外表面零件，具有尺寸大、型面复杂、表面质量和精度要求高等特点。如：车门外板、发动机盖、顶盖、后行李箱盖、侧围、翼子板。
内覆盖件	指车身内表面零件，一般与外覆盖件接合。如：车门内板、发动机盖内板、行李箱盖内板、地板等。
结构件	指车身内部除内覆盖件以外的其他零件，与内、外覆盖件相比形状尺寸偏中小，表面质量要求相对较低。如：A柱加强板、前后纵梁等。

资料来源：招股说明书

覆盖件模具行业壁垒较高。覆盖件模具行业属于高壁垒行业，这一行业的壁垒主要体现在以下四个方面：技术工艺壁垒，零部件采购体系壁垒，品牌和资质壁垒，资金壁垒这四个方面。目前，我国企业在中高端汽车覆盖件模具生产技术上相对国外有较大差距。

表 2：覆盖件行业的壁垒主要体现在四个方面

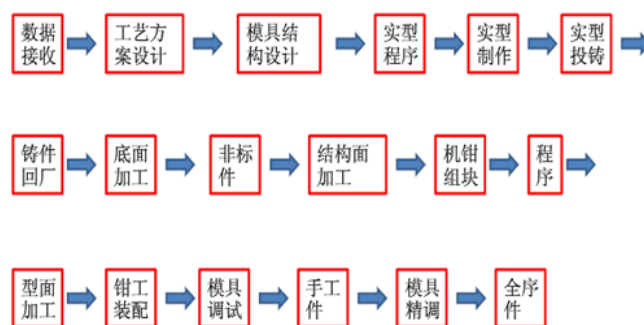
壁垒名称	简介
技术工艺壁垒	精密塑料模具用于生产高精度的塑料零部件，其自身也是高精尖产品的体现。精密塑料模具的设计和开发涉及到结构学、机械、材料、热力等跨学科的技术和制造工艺，需要企业经过长时间的工艺积累和技术研发才能获取。此外，在“带件生产”模式下，要求模具企业在具备较高塑料模具开发技术积累和人才储备的基础上，还必须具有较高的注塑加工能力和技术水平，这对模具企业综合技术实力提出了较高的要求。
零部件采购体系壁垒	主机厂商与汽车、家电零部件企业之间金字塔型的产业链结构形成了主机厂商和汽车、家电零部件企业之间较为固定的互相依赖关系，一个主机厂商必须有一批各种零部件的配套企业为其提供配套产品，并且配套企业必须满足主机厂商对配套产品供应的稳定性、及时性、质量等多方面要求。经过主机厂商严格的认证的配套企业一般资金、技术实力较强，因此其合作关系一般是比较牢固的。此外，较长的准入审核周期、严格的产品认证和持续的审核制度，都对新进入者形成了明显的壁垒。
品牌和资质壁垒	品牌综合体现了企业的研发设计、产品质量、运营管理和售后服务水平，知名品牌的创立和形成需要大量的投入，更需要长时间的口碑积累与可靠性验证。模具企业的信誉和品牌非常重要，拥有较高的品牌保证是顾客群选择其供应链企业的重要因素。汽车、家电等行业的知名客户倾向于与具有较高品牌知名度的供应商保持长期合作关系。塑料模具行业进入品牌化竞争的时代也对新进入者形成了较高的壁垒。
资金壁垒	大型、精密和复合模具的开发周期较长，虽然行业内领先的模具企业通常可以要求客户预付部分模具开发费用，从而降低开发风险，但由于精密模具的加工设备昂贵、产品本身的复杂性及较长的开发周期，仍然存在着较高的资金投入压力。其次，在注塑加工环节，也通常需要加工企业垫资购买相关原材料，加工完成并发货后按照合同约定回款，其资金周转周期较长，占用资金较大，对企业的日常资金管理能力提出了较高要求。

资料来源：公司招股说明书

模具制造工序复杂。模具的生产过程始终贯穿于企业的全部生产过程之中，是生产活动中最为复杂，同时也是最为重要的一部分。总体而言，模具制造包括模具设计、模具生产、模具调试等几个过程。

图 7：模具制造工序复杂

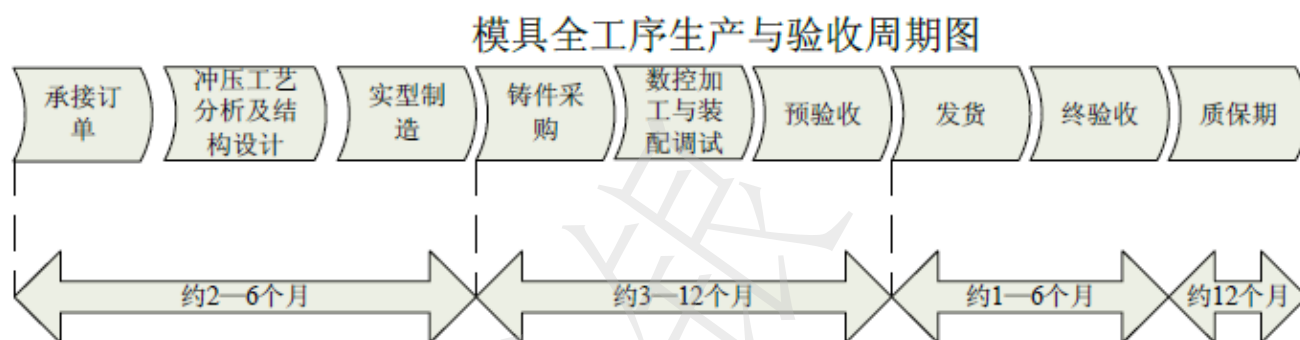
模具制造全过程



资料来源：招股说明书

覆盖件模具生产具有以销定产、生产验收周期长的特点。汽车覆盖件模具属专用工艺装备，每套模具均根据整车厂订单需求，针对某一特定车型的特定零件设计生产，产品差异化特征明显，因此该行业属于典型的非标准产品设计与制造行业，由此决定了行业内的企业需要不断的技术创新、并采取“以销定产、以产定购”的经营模式。另外，从铸件采购到预验收完成后发货需要3~12个月的时间；从发货到终验收需要1~6个月的时间；终验收后有12个月左右的质保期。对于少部分整车模具订单或金额数千万元的单，交货期有时甚至长达2年以上。

图 8：覆盖件模具的生产验收周期较长

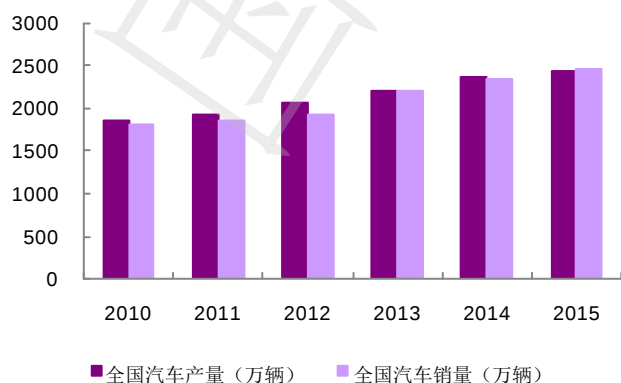


资料来源：公司招股说明书

2.2、覆盖件模具市场规模稳步提升，全球将达千亿

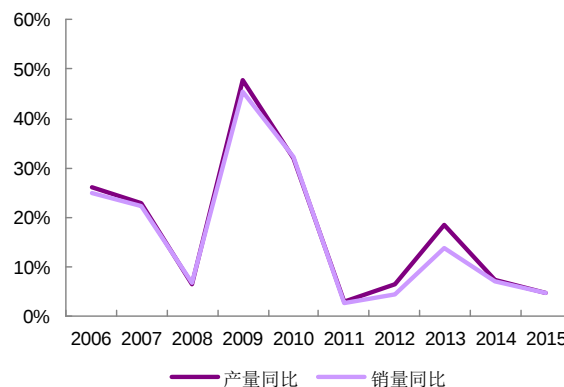
覆盖件模具受汽车产量间接影响，而非直接影响。近年来我国汽车产销增速趋于稳定。2009 年我国汽车产销增速均超 45%，2010 年增速也超过 30%。但 2015 年增速已经回落到 5%左右的水平，且随着我国道路拥堵加剧，对汽车上牌等限制增多。我们认为，未来中国汽车产销增速难以回到之前的高增长，将趋于稳定，新车型开发可能会受到一定影响，从而间接影响汽车覆盖件模具。

图 9：我国目前汽车产销超 2400 万辆



资料来源：中国汽车工业协会

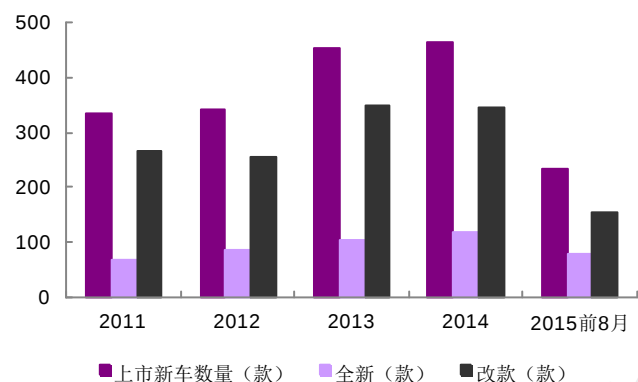
图 10：我国汽车产销增速放缓至个位数



资料来源：中国汽车工业协会

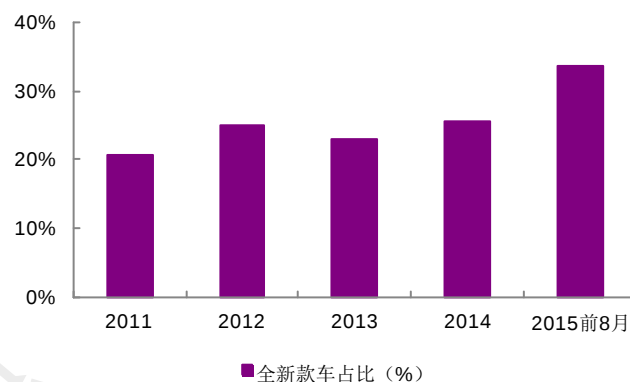
覆盖件模具需求受新车型投放数量的直接影响。由于新车型需要配套与过去不同类型的汽车零部件，汽车零部件的不同则需要新的汽车模具来生产，包括汽车覆盖件模具。为此，虽然近年我国整车行业增速逐渐放缓，但由于新车型的投放仍稳步增加，汽车覆盖件模具行业仍然维持较高的增速。

图 11：国内新车型投放数量整体呈上升趋势



资料来源：爱卡汽车，网易汽车，光大证券研究所

图 12：全新款车型的占比呈上升趋势



资料来源：爱卡汽车，网易汽车，光大证券研究所

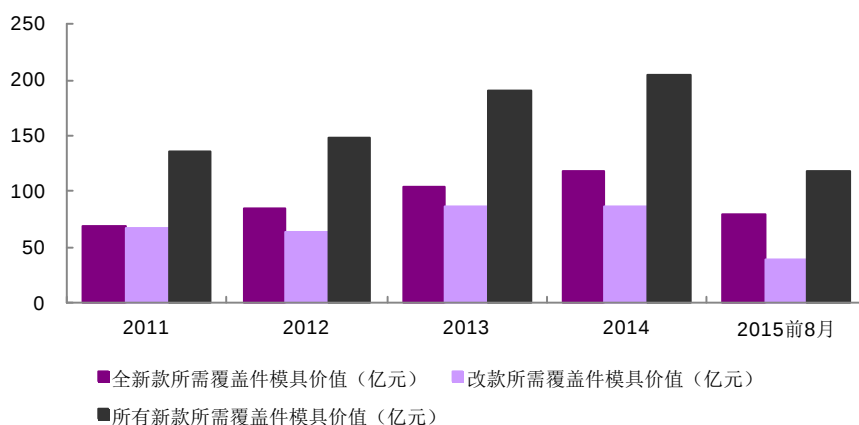
国内汽车覆盖件模具市场空间约 205 亿元。据爱卡汽车网站统计，2014 年我国上市的乘用车新车型为 463 款，其中全新车型 119 款，改款车型 344 款。假设设计制造一款全新车型所需汽车覆盖件模具价值 1 亿元，每款改款车型需要覆盖件模具价值以全新车型的 25% 计算，即 2500 万元，在不考虑进口新车型数量前提下，预计国内乘用车覆盖件模具 2014 年市场需求约 205 亿元。

表 3：2014 年我国覆盖件模具市场需求大约为 205 亿

模具要求	2014 年车型（款）	每款车所需覆盖件模具价值（亿元）	市场需求（亿元）
全新车型	119	1	119
改款车型	344	0.25	86
合计	463		205

资料来源：爱卡汽车，公司招股说明书，光大证券研究所

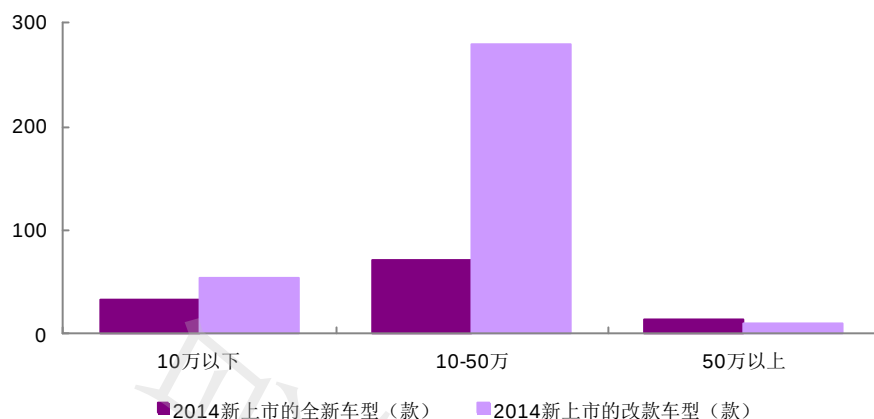
图 13：国内汽车覆盖件模具空间逐年提升



资料来源：爱卡汽车，网易汽车，光大证券研究所

中高端新车型投放更多，对模具需求更大。以 2014 年为例，价格为 10-50 万元的中高档车型所推出的新款车型是数目上最多的，占比约 75%，而 10 万元以下的新车型占比不到 20%，说明随着汽车消费的升级，中高端车更受市场的欢迎，从而也为中高端汽车模具提供了较大的发展空间。

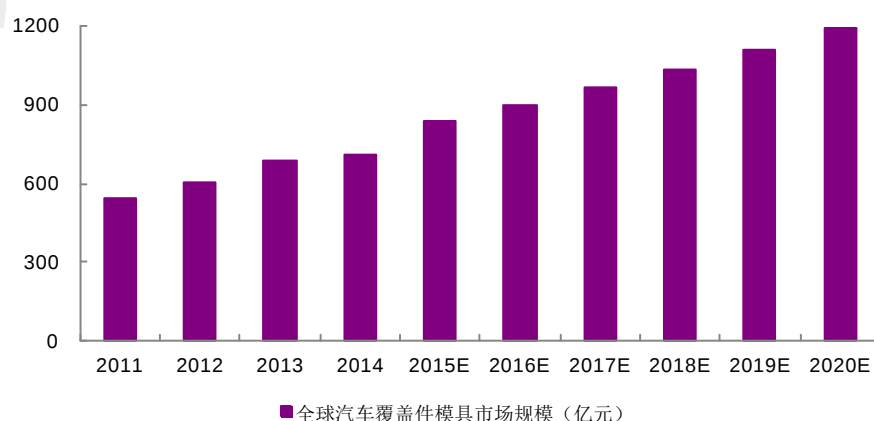
图 14：价格处于 10-50 万之间的新车型上市数量占比最高



资料来源：爱卡汽车，网易汽车，光大证券研究所

全球汽车覆盖件模具空间未来几年有望超千亿。我们假设一款全新车需要的覆盖件模具价值为 1 亿元，一款改装车需要的覆盖件模具价值为 2500 万元，根据我们推算，2011 年到 2014 年我国汽车覆盖件模具市场规模的复合增长率为 14.8%，高于同期汽车产量 7.8% 的复合增速。假设 2015-2020 年期间，全国汽车产量复合增速为 3%，我国汽车产量全球占比为 25%，我国汽车覆盖件模具市场规模增速为过去几年的一半，即 7.4%，且我国汽车覆盖件模具市场规模与全球汽车覆盖件市场规模之比为 25%，即与汽车产量之比一致。由此，我们预计到 2018 年，全球汽车覆盖件模具的市场规模（含中国）将超千亿元。

图 15：全球汽车覆盖件模具市场规模未来几年有望超千亿

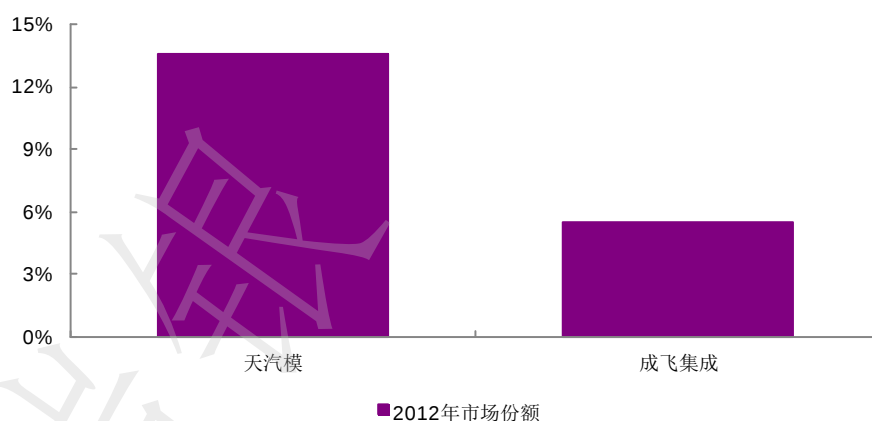


资料来源：中国汽车工业协会，光大证券研究所

2.3、行业集中度低，高端化、国际化是发展方向

行业集中度较低，低端模具生产竞争激烈。据中国模具工业协会统计，2012年我国汽车覆盖件模具收入超千万的企业共 28 家，模具销售收入合计 43 亿元，其中销售收入过亿元的企业仅有 13 家，公司份额约 13.62%，排名前五的成飞集成份额约 5.51%，其他规模最大的汽车覆盖件模具制造企业介于两者之间，总体而言，前 10 家规模最大的企业市场份额合计低于 50%，反应出行业集中度较低。相对高端市场只有少数几家骨干企业竞争而言，低端市场的竞争非常激烈。

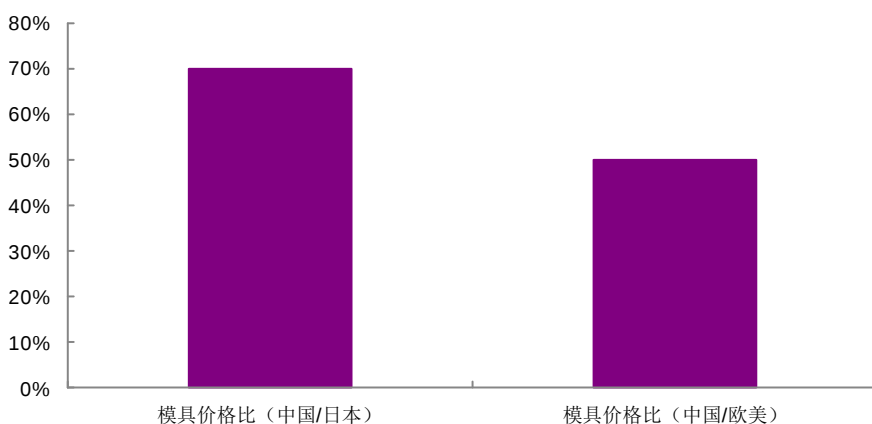
图 16：2012 年在营收规模超千万的模具企业中，公司营收占比达 13.62%



资料来源：wind，光大证券研究所

成本优势显著，高端化、国际化提升发展空间。由于汽车模具不仅是技术、资金密集型行业，且同时是劳动密集型行业，使得人工成本高昂的发达国家在模具制造方面，缺乏成本优势。而随着我国汽车模具设计、制造水平不断提高，骨干企业已能够生产符合国外中高端车型的高质量汽车模具，且价格仅约为日本的 70%，欧美的 50%，使我国汽车模具出口业务形势良好。为此，提升技术，发展高端模具制造，以满足国外厂商需求，从而开拓海外市场，是我国汽车模具企业的发展方向。

图 17：我国汽车覆盖件模具产品性价比优势较为明显



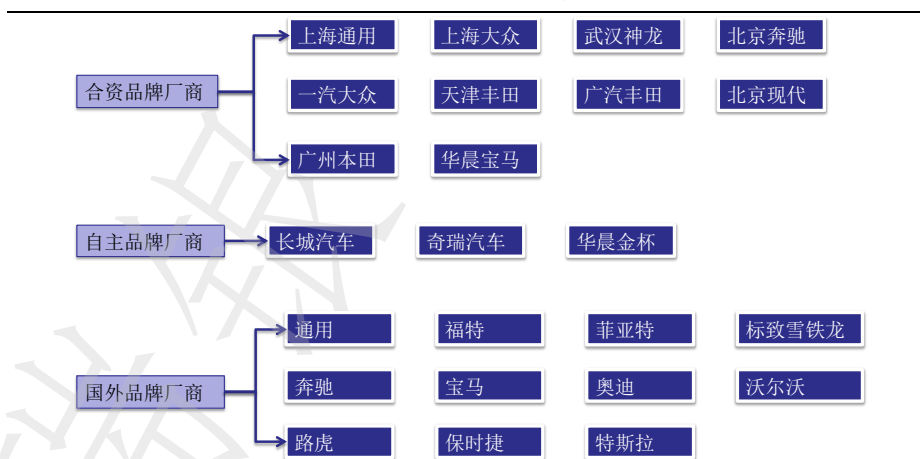
资料来源：公司年报

3、龙头地位稳固，国际化战略持续推进

3.1、经验丰富，持续增长，稳坐行业龙头

公司在模具行业具有丰富经验，品牌优势显著，客户数量众多。天汽模 1995 年成立，在 2003 年完成国有企业改制后，公司发展快速，目前已是我国最大的汽车覆盖件模具供应商，是行业内唯一一家真正实现规模化出口的模具企业。近年来，通过与西班牙 BATZ、德国库卡、日本宫津、美国海克斯等国际知名的模具企业共同承揽项目，以及为客户供应优质产品积累的信誉，使得“天汽模”已成为汽车模具行业公认的优质品牌。

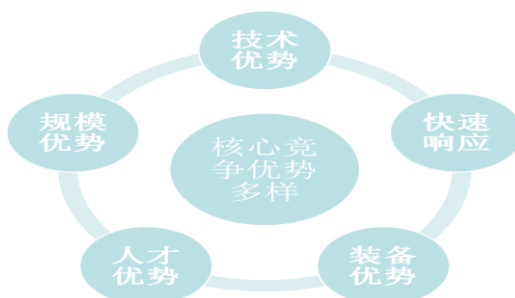
图 18：公司主要客户就涵盖绝大多数知名汽车厂商



资料来源：公司资料

公司在规模、技术、生产配套设备、市场响应能力方面具有优势。目前我国汽车模具制造企业约 300 家，绝大部分规模较小，公司作为行业龙头，规模优势明显，能帮助降低生产成本、提升大额订单的承接能力。技术方面，公司拥有多项专利，奠定了技术行业领先地位，包括软件著作权 21 项，专利 110 项，其中实用新型专利 92 项，发明专利 18 项。生产配套装备方面，公司目前拥有大型高速数控机床 103 台、大吨位大台面冲压机床 46 台、大型三坐标测量机 8 台及大工作台面数控激光切割机 1 台等，装备规模及装备水平居国际领先地位。市场响应能力方面，公司按照“统一市场、统一设计、统一采购、专业制造”的原则，通过控股、参股的方式，集合了多家具有一定制造能力的模具企业，大幅提升了公司对市场的响应能力。

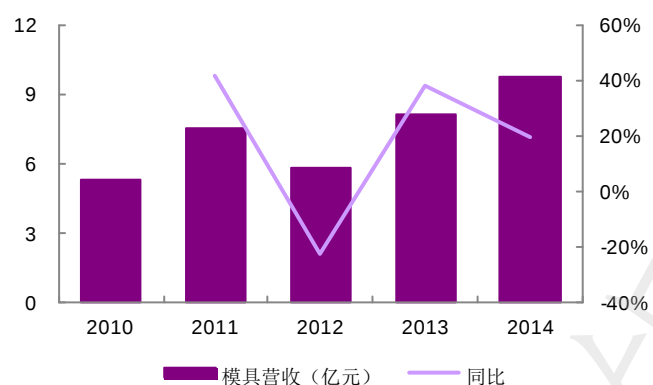
图 19：公司竞争优势包括规模、技术、装备、人才等方面



资料来源：光大证券研究所

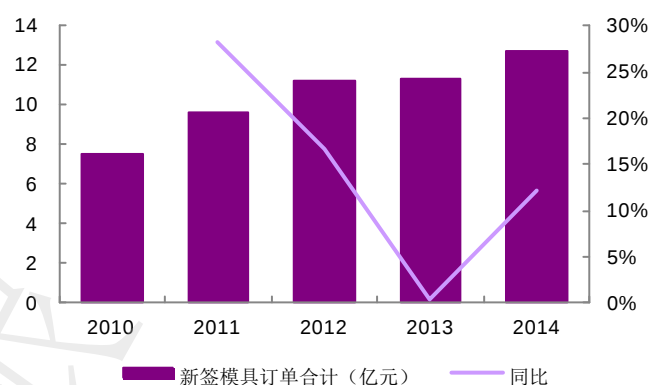
公司模具业务持续增长，订单持续超营收，保障未来高增长。2014 年，公司市场开拓进展顺利，中高档关键覆盖件模具的市场份额进一步提高。2014 年公司累计签订模具订单 12.68 亿元，其中国内市场订单 5.64 亿元，海外市场订单 7.04 亿元。2014 年模具总营收 9.75 亿元，其中海外模具营收 5.55 亿元。目前公司的海外模具新增订单占比与海外模具营收占比均超过了 50%，显示出公司海外市场开拓的强大实力。

图 20：公司模具营收稳定增长



资料来源：公司年报

图 21：公司模具新签订单稳定增长



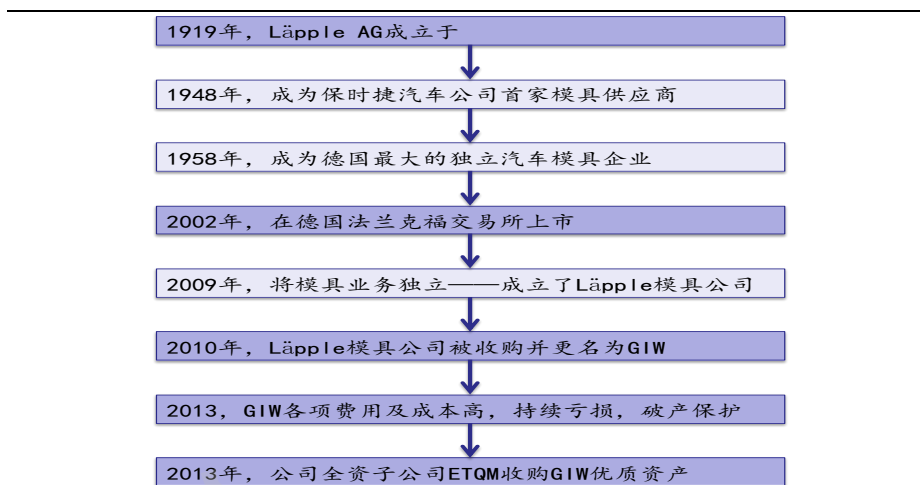
资料来源：公司年报

3.2、外延并购，拓展海外市场

设立德国子公司，公司积极拓展欧洲市场。2013 年，公司在德国投资设立了天汽模欧洲模具有限公司（以下简称 ETQM），公司设立 ETQM 目的是建立面向欧洲高端客户的销售、设计和服务平台，进一步拓展公司现有的欧洲模具出口业务，可以更好地为客户提供及时、便利、优质的全方位服务，实现公司国际化战略。同时，因为欧洲的法律制度、政策体系、商业环境、文化特征等均与中国存在比较大的差异，因此通过收购当地公司将更有利于打入欧洲模具市场。

并购德国企业 GIW，充分利用其国际客户关系发展海外业务。2013 年，公司通过 ETQM 收购了德国知名模具企业 GIW 的优质资产。GIW 作为一家设计、生产汽车外板模具、铝板模具、喷涂板模具等高档模具的德国著名专业制造企业，通过为奥迪 A5，保时捷 991、卡宴、劳斯莱斯 RR5、宝马 X6 等多款经典车型分别配套整体侧围、翼子板、车门、技改等关键外板模具，与沃尔沃、路虎、捷豹、奥迪、奔驰、宝马、保时捷等众多国际知名汽车生产商构建了良好的合作关系，公司能充分利用 GIW 的客户资源开拓海外市场，且能够促进 GIW 业务的良性发展。通过对 GIW 的整合，ETQM 实现了 2014 年新签订订单 2.48 亿元，销售收入 1.99 亿元，扭亏为盈的良好局面。预计 2015 年 ETQM 由于成本控制因素带来数千万亏损，2016 年这一方面将得到改观，且随着募投项目的顺利推进，将根本性好转。

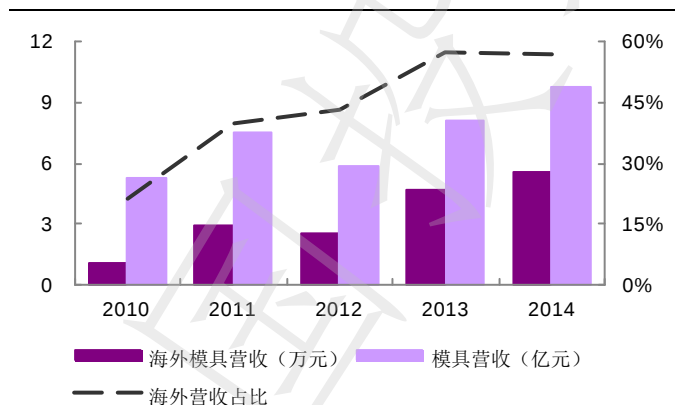
图 22: GIW 公司历史悠久, 已扭亏为盈



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

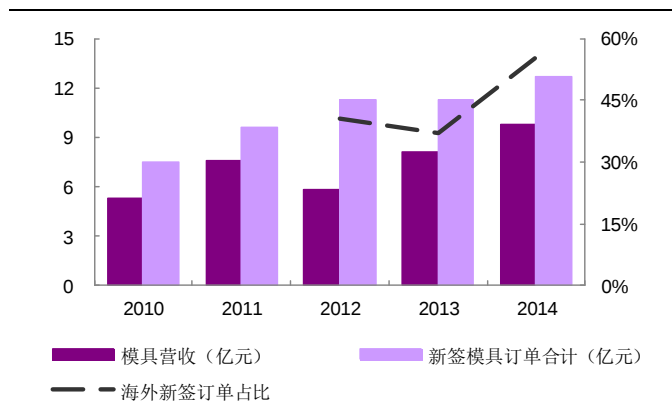
海外模具业务占公司模具业务收入超 50%, 有望持续提升, 毛利率高于国内, 将有效提升公司业绩。近几年, 公司海外模具业务持续提升, 营收保持 20% 以上增速, 占比持续提升, 2014 年达到了 57%, 预计占比仍将提升。一方面, 公司新签海外模具订单占比提升较快, 从 2013 年的 37% 提升到 2014 年的 56%, 且由于 ETQM 公司已扭亏为盈, 订单逐步恢复, 预计海外订单量会持续上升。另一方面, 公司募投项目正持续推进, 且产品主要针对海外客户, 对海外模具业务占比的进一步提升将起到积极作用。

图 23: 公司模具海外营收稳定增长



资料来源: 公司年报

图 24: 2014 年海外新签订单占比已超过 50%



资料来源: 公司年报

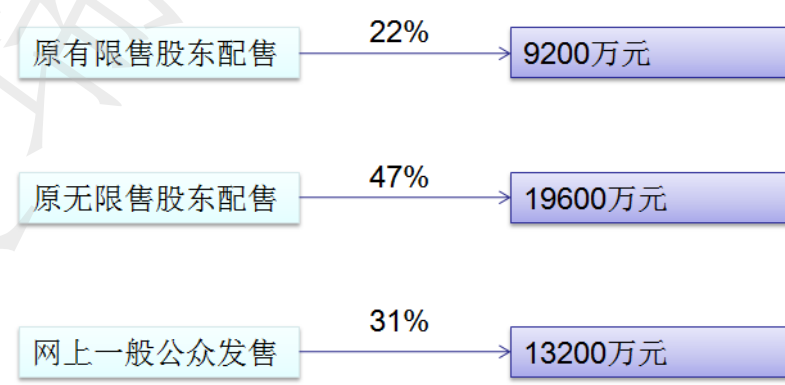
3.3、可转债发行完成，国际化战略将加速推进

可转债转股价格 11.63 元/股，优先配售原股东。2016 年 2 月 29 日，公司发布公告，可转债项目拟发行 4.2 亿元，每张面值为 100 元，按面值发行。第一年利率为 0.5%，第二年为 0.7%，第三年为 1.0%，第四年为 1.5%，第五年为 1.5%，第六年为 1.8%。初始转股价格为 11.63 元/股，转股期限为自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止，即 2016 年 9 月 9 日至 2022 年 3 月 2 日止。本次发行向原股东优先配售，原股东优先配售后余额（含原股东放弃优先配售部分）采用通过深交所交易系统网上定价发行的方式进行，之后金额不足 4.2 亿元的部分由承销团报销。

原股东积极配售，显示对可转债价值提升的信心。原股东共优先配售 2,883,760 张，即 28,837.60 万元，占本次发行总量的 68.66%。其中，原有限售条件股东优先配售 922,516 张，即 9,225.16 万元，占本次发行总量的 21.96%。原无限售条件股东优先配售 1,961,244 张，即 19,612.44 万元，占本次发行总量的 46.70%。

网上申购中签率仅 0.22%，显示市场对配售公司可转债积极性高。本次最终确定的网上发行数量为 1,316,240 张，即 13,162.40 万元，占本次发行总量的 31.34%。网上一般社会公众投资者的有效申购数量为 608,468,480 张，即 6,084,684.80 万元，中签率为 0.2163%。

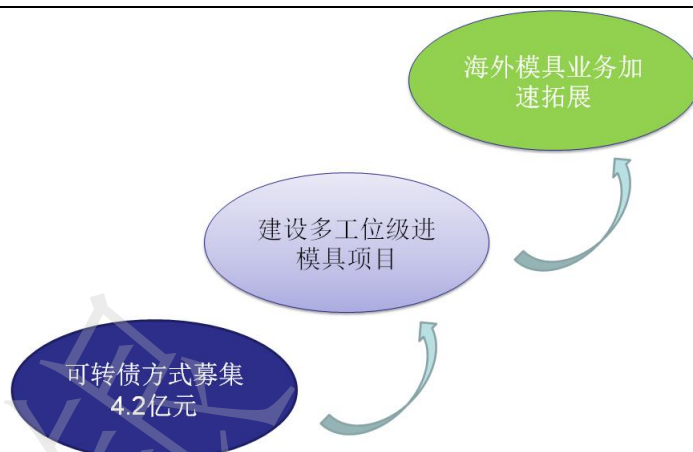
图 25：原股东积极配售可转债，彰显信心



资料来源：公司公告

募投发展级进模具，主要针对海外客户。公司可转债项目用于汽车用大型多工位级进模具的开发制造及应用产业化项目。多工位级进模具是在传统模具基础上发展而来的一种新型多工序集成模具，代表着冲压模具的先进发展方向。公司此次募投项目研制产品，能够提升海外业务的接单能力，拓展公司海外市场份额，提升公司发展空间。

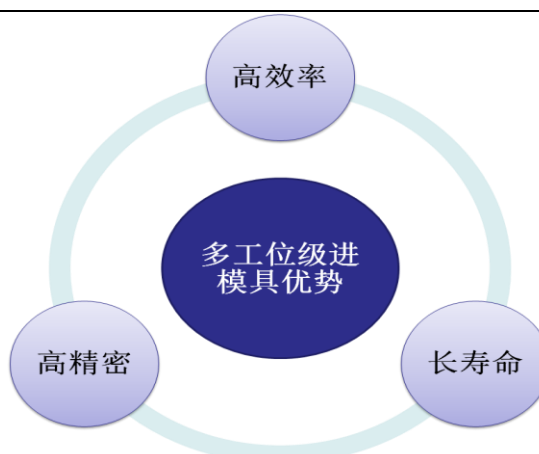
图 26：通过募投项目，积极拓展海外业务



资料来源：光大证券研究所

多工位级进模具优势明显，能显著提升冲压件产品的生产质量与效率。同一副模具上具有按一定次序排列的多个等距离工位，在冲压设备的一次冲压行程中，不同工位完成各自的冲压工序，然后坯料按固定步距向同一方向移动并依次经历模具上所有工位的冲制，最后得到成型的零件，这种模具习惯上称为级进模，当工序较多时，就叫“多工位级进模”。多工位级进模具高度集成，具有加工周期短，冲压效率与自动化程度高等优点，尤其适合大批量冲压尺寸标准、板材较薄、精度要求高的冲压件产品，被称为现代高精密、高效率、长寿命的“三高”模具。

图 27：多工位级进模具具有高精密、高效率、长寿命特点



资料来源：光大证券研究所

国家产业政策支持发展多工位级进模具。多工位级进模具是典型的高新技术模具产品，对带动我国汽车工业转型升级具有重要意义。因此，多工位级进模具的研发与产业化得到了国家与行业主管部门的高度重视与大力扶持。为本项目创造了良好的发展环境。

表 4：多工位级进模具发展受政策支持

政策发布时间	相关政策名称	对级进模具的概述
2011 年	《装备产业技术进步和技术改造投资方向》	提出重点发展“长度达 2m 的大型多工位级进模”等精密模具产品。
2012 年	《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南（2011 年度）》	将“汽车覆盖件模具，多功能级进模”作为先进制造方向的关键机械基础件列入高技术产业化重点领域。
2013 年	《模具行业“十二五”规划》	将“汽车零部件大型多工位级进模生产技术”列入“影响重大,前景广阔,经过努力可以取得成果并可以产业化和推广的关键技术”；并将“汽车零部件大型多工位级进模”作为需加紧开发的重点项目。
2014 年	《2014 年工业转型升级强基工程重点方向》	将“汽车用自动化精密多工位高效级进模”列为高端装备基础能力提升领域的重点方向。

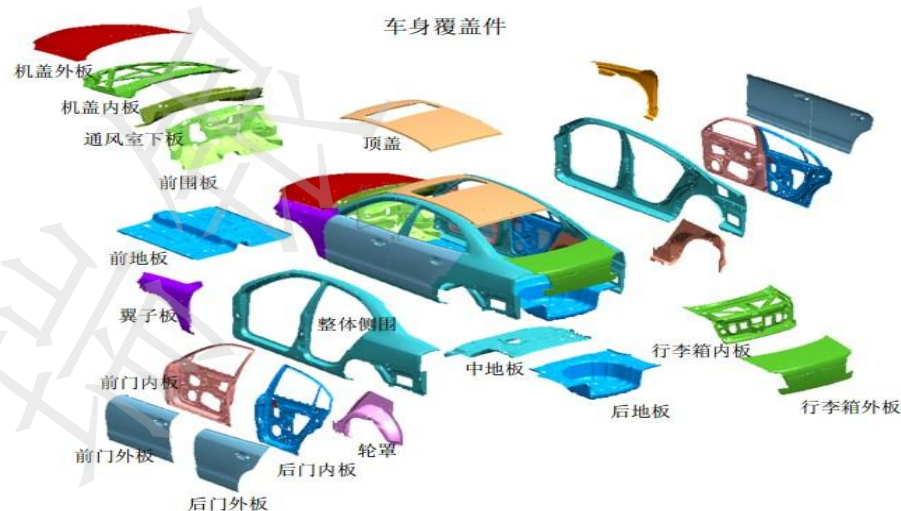
资料来源：公司公告，光大证券研究所

4、享冲压件行业万亿市场，业务快速发展

4.1、汽车产量高企，近万亿市场静待分享

汽车冲压件是汽车重要组成部分。汽车冲压件是汽车主要组成部分，平均每辆车上包含 1500 多个冲压件。其中汽车覆盖件是构成汽车车身表面和内部的冲压件，具有材料薄、形状复杂、质量要求高等特点，覆盖件组装后构成汽车车身或驾驶室的全部外部和内部形状，它既是外观装饰性零件，又是封闭薄壳状的受力零件。据统计，客车、轿车和多数专用汽车车身质量约占整车自身重量 40%~60%，轿车车身大约由 400 个左右的冲压件焊接而成。因此汽车覆盖件在保障汽车安全性、成本和性能等方面起着至关重要的作用。

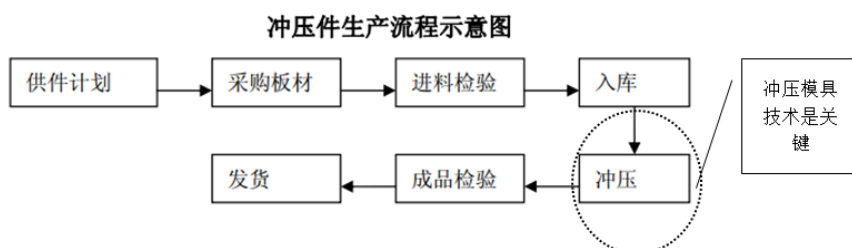
图 28: 车身覆盖件是主要的冲压件产品



资料来源：招股说明书

冲压模具技术为冲压件制造过程的关键。汽车冲压件的形成包括板材的采购、冲压、成品检验等流程在内的整个冲压件工艺流程，其中冲压过程对于冲压件的形成起着至关重要的作用。而汽车模具是车身冲压的核心基础装备，汽车车身冲压件的产品质量及生产成本在很大程度上由所采用的模具及其工艺决定。以美国三大汽车公司、德国大众、日本丰田等国际汽车公司为例，其汽车覆盖件模具的验收标准要求达到我国高水平汽车覆盖件模具的性能指标，对冲压模具技术的要求较高。并且随着汽车轻量化、降能耗、高可靠性、高质量的呼声不断增高，对汽车冲压模具技术提出了越来越高的要求。

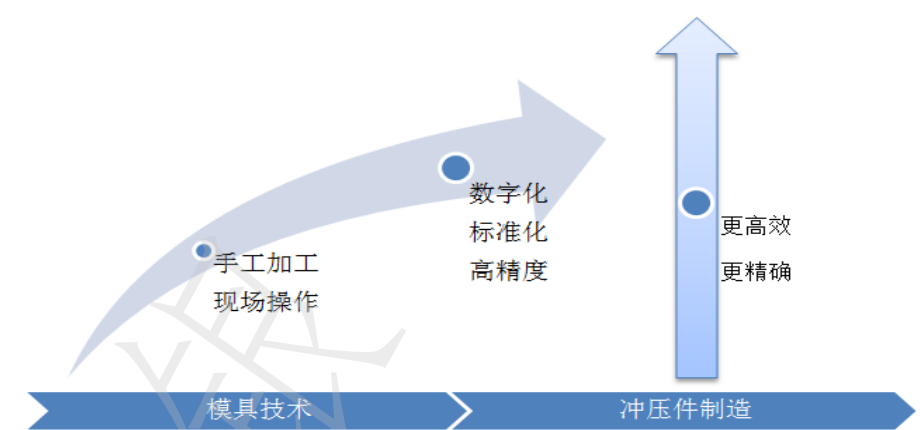
图 29: 冲压模具技术为冲压过程的关键



资料来源：招股说明书

模具制造技术的发展推动冲压件制造更加高效、精确。目前，世界汽车模具制造技术正在向以计算机前的操作逐步代替现场操作，以数字化高精度加工代替人的手工劳动，模具的设计、制造正在往高度标准化，单件生产方式向流水线式生产方式等方向发展。而模具设计、制造技术的不断改进将推进冲压件制造往更加高效、精确的方向发展。

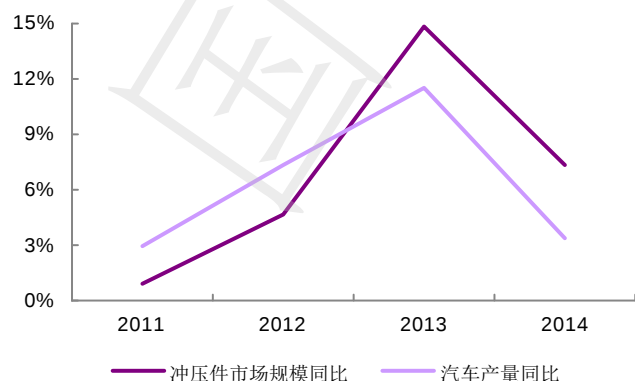
图 30：汽车模具技术发展推动冲压件制造更加高效、精确



资料来源：光大证券研究所

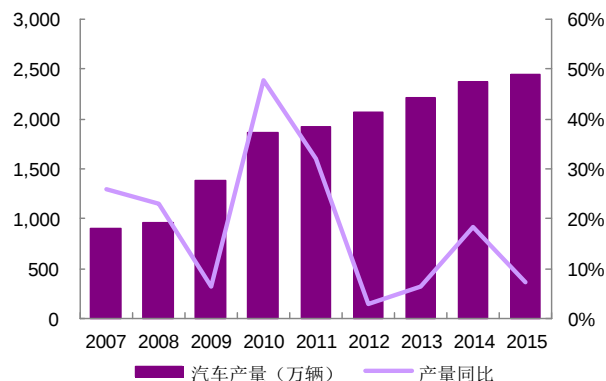
我国汽车产销基数巨大，为汽车冲压件带来广阔市场空间。汽车制造业是冲压件的最大需求行业，轿车中的冲压零件数占零件总数的 75% 以上，因此汽车冲压件行业的市场容量与整车市场的景气度直接相关联。截至 2014 年，我国汽车总产量为 2372 万辆，成为了全球第一大汽车产销国。我们认为，汽车冲压件与整车产量高度相关，受益于国内汽车巨大的产销基数，汽车冲压件拥有广阔的市场空间。根据推算，截至 2014 年我国汽车冲压件规模达到 5931 亿元，与此同时，随着未来我国汽车产销的稳定增长，汽车冲压件的市场容量也将不断的扩大。

图 31：冲压件市场空间与汽车产量高度相关



资料来源：智研集团，wind

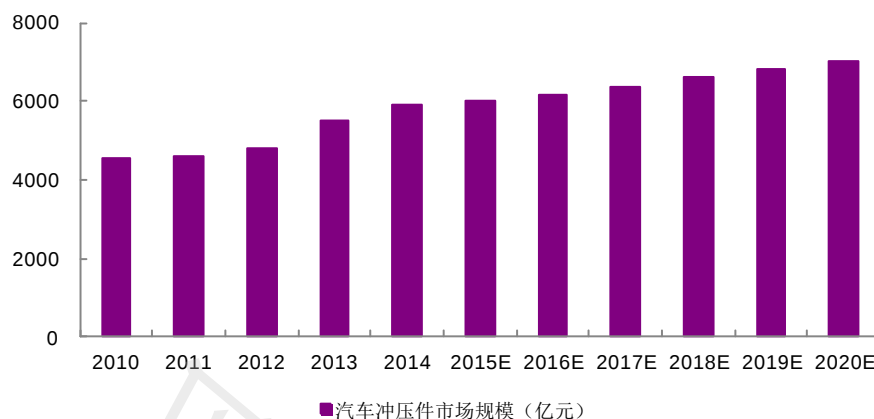
图 32：我国汽车产量超 2400 万辆，对冲压件需求巨大



资料来源：wind

我们假设，(1) 平均每辆车上包含 1500 个冲压件，且汽车构成不发生变化；
(2) 未来 5 年我国汽车产量的复合增速为 3%；(3) 不考虑通货影响。由此，我们预计到 2020 年，全国汽车冲压件的市场规模将达到 7030 亿元。

图 33：2020 年汽车冲压件市场规模将达到近万亿级别



资料来源：智研集团，光大证券研究所

4.2、依托模具优势，冲压件业务快速发展

国内冲压件行业集中度较低，信息化和技术水平相对落后。受益于汽车产销量的巨大基数，冲压件行业市场容量大，但是国内相关企业数量多、规模小、行业集中度较低，并且信息化和技术水平偏低。目前国内专业从事冲压件的大型企业很少，基本上是一些中小企业，并且冲压件以中小型为主。而汽车行业的大型冲压件，以拉深为主，在我国这部份冲压件主要集中在汽车厂，独立的大型冲压拉深厂还不多见。

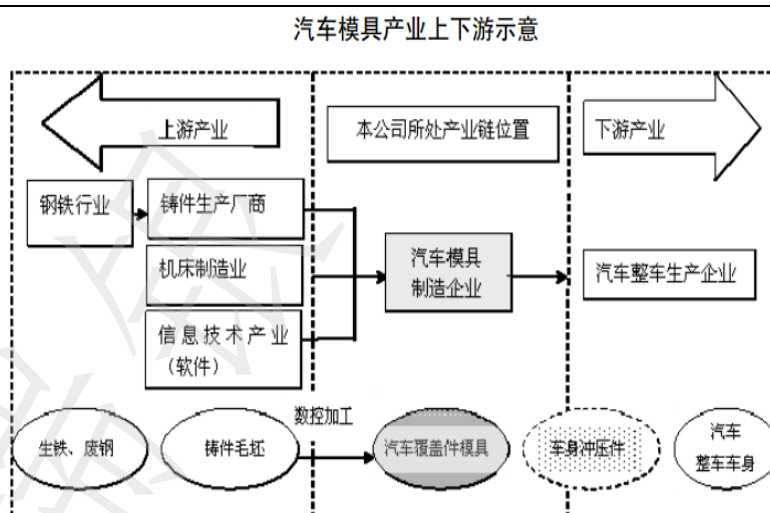
表 5：国内冲压件竞争格局

分类	特点
封闭的单一配套型企业	主要是为大型汽车整车制造厂商专业配套的冲压企业，以外商投资企业为主，为整机产品配套生产零部件，这类企业的设备先进、易吸引高素质人才，具有较强的模具设计制造能力，产品种类多，但这类企业一般不参与目标整机厂之外的市场份额竞争，产能得不到充分利用，成本压力日渐加大。
小规模冲压企业	这些企业设备相对落后，模具开发能力弱或不具备模具开发能力，技术人才严重缺乏，产品质量等级低，主要为中小规模企业配套加工，随着专业化的冲压零部件产品制造公司的成长，这类企业的目标客户将越来越局限于同区域内的对成本敏感但对产品质量要求不高的小规模企业。
专业化的零部件制造公司	以规范的民营企业为主，这类企业的销售已经达到一定规模、设备先进、不断引进和培养高级人才（技术、管理、市场等）、具有自主的模具设计制造能力和生产工艺的改进、创新能力，具备成熟的产品质量保证体系，具备承接大规模订单的生产能力，能专门为客户定向开发制造具有个性化需求的高端产品，该类企业凭借着较强的产品开发能力、工艺设计能力、可靠的产品质量和较低的成本逐步扩大市场份额。目前国内该类企业数量不多，主要集中在汽车零部件制造领域，所占市场份额在 10% 以内。

资料来源：光大证券研究所

公司为国内汽车冲压模具龙头，模具+冲压件协同效果显著。汽车车身冲压件位于汽车模具产业链的中下游，其是连接汽车覆盖件模具和汽车整车车身的桥梁，可以说模具技术的成熟与否直接关系到冲压件的质量和配套状况，因此汽车主机厂商在甄选冲压件供应商时，从保证产品质量、缩短产品开发周期、降低供应商管理难度等方面考虑，通常会优先选择具备模具开发实力的冲压件供应商。并且单纯的模具行业是一个技术密集、资金密集、劳动密集型行业，投资回报大，回收期长，很难迅速做大，因此必须有长时间的积累；单纯的冲压业务相对容易做大，但是由于缺乏核心技术，行业壁垒较为薄弱，行业内企业对上下游的议价能力较低，盈利能力不强。

图 34：级进模具提升下游产品生产效率



资料来源：公司资料

客户集中度较高，未来市场开拓潜力巨大。公司深耕模具领域，凭借其在模具行业的优势，积极发展冲压件业务，是国内少有的同时拥有汽车模具开发制造与车身零部件冲压能力的企业。目前，公司的冲压件主要配套长城汽车、北汽集团、华晨宝马、一汽丰田、天津一汽等；公司参股公司冲压产品的主要客户有：东风汽车、神龙汽车、东风乘用车、郑州日产、东风本田、北汽、菲亚特等。其中，天津一汽为公司冲压件业务的最为主要的客户，占据着公司客户大部分份额。

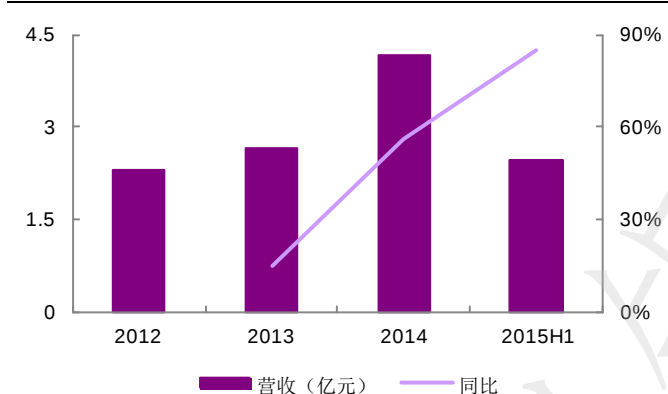
图 35：公司冲压件业务客户涵盖众多大型乘用车厂商



资料来源：公司资料，光大证券研究所

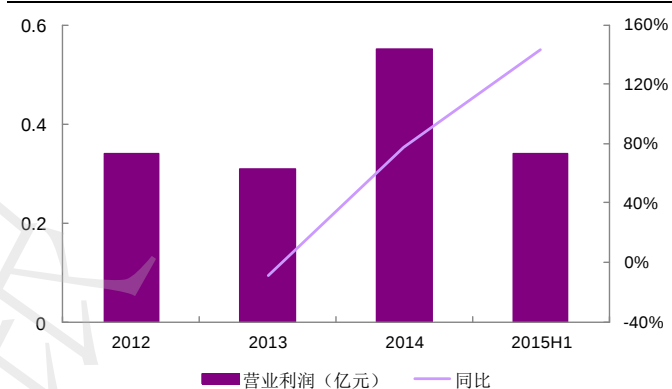
积极开拓市场，保障冲压件业务高速增长。目前整车行业竞争激烈，轿车领域自主品牌的份额不断被压缩，受此影响天津一汽旗下品牌夏利因竞争力下降导致不断减产。面对大客户减产对冲压件业务的冲击，公司依托在模具市场的优势，在巩固和提高其他现有客户市场份额的同时积极开拓新客户，顺利实现了为北京奔驰和华晨宝马间接供货；与此同时，公司冲压生产线完成了自动化机械手改造，增加废料线，降低工人劳动强度，提高安全生产能力，提升产品品质，进一步增强公司冲压业务的市场竞争力，并保证了冲压件业务的高速增长。

图 36：冲压件业务营收近年呈高速增长态势



资料来源：wind

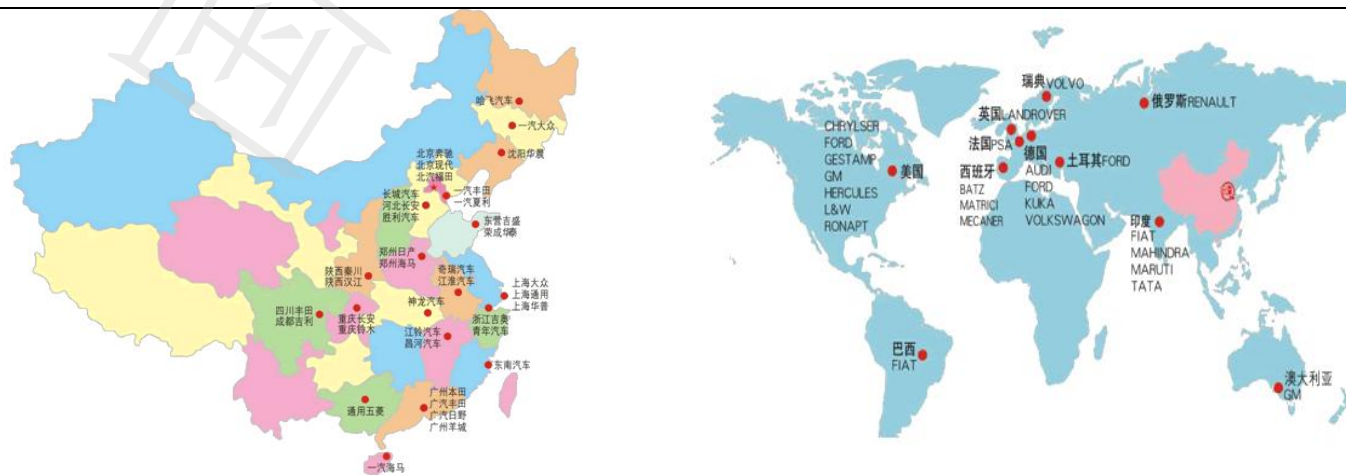
图 37：冲压件业务利润近年呈高速增长态势



资料来源：wind

依托模具大客户资源，未来市场开拓优势明显。公司汽车模具业务累计了丰富的稳定而优质的客户，在国际市场公司汽车模具主要客户包括通用、福特、菲亚特、标致雪铁龙、奔驰、宝马、奥迪、沃尔沃、路虎、特斯拉等众多国际著名汽车企业；在国内市场，公司客户覆盖了绝大多数知名的合资和自主品牌汽车企业。我们认为，汽车模具行业客户黏性强，客户资源较为稳定，公司经过多年发展在模具领域积累的丰富的客户资源，为公司开拓冲压件市场奠定了坚实基础，并且公司是汽车模具行业的领军企业，强大的汽车模具开发能力使得公司在未来车身冲压市场开拓中具有明显的整体优势。

图 38：依托模具业务丰富的客户资源，冲压件业务开拓市场优势明显



资料来源：公司资料

级进模在冲压件规模化和高精度制造方面优势明显。多工位级进模具高度集成，具有加工周期短，冲压效率与自动化程度高等优点，尤其适合大批量冲压尺寸标准、板材较薄、精度要求高的冲压件产品。对传统单工序模具而言，每进行一项冲裁、弯曲、拉深等冲压工序，就需要使用一副模具，尤其是较复杂的冲压零件往往需要多个冲压工序才能最终冲压成形，因此通常需要若干副模具才能完成一个车身零部件的冲压；而多工位级进模不仅一次冲压可完成多道工序，而且冲压过程自动连续高效，冲压节拍可达每分钟 23 冲次以上，即每分钟可生产 23 件成品，相比传统模具一次冲压行程只能完成一道冲压工序，生产效率极大提高，因此其应用可显著降低冲压件生产成本，提高经济效益。

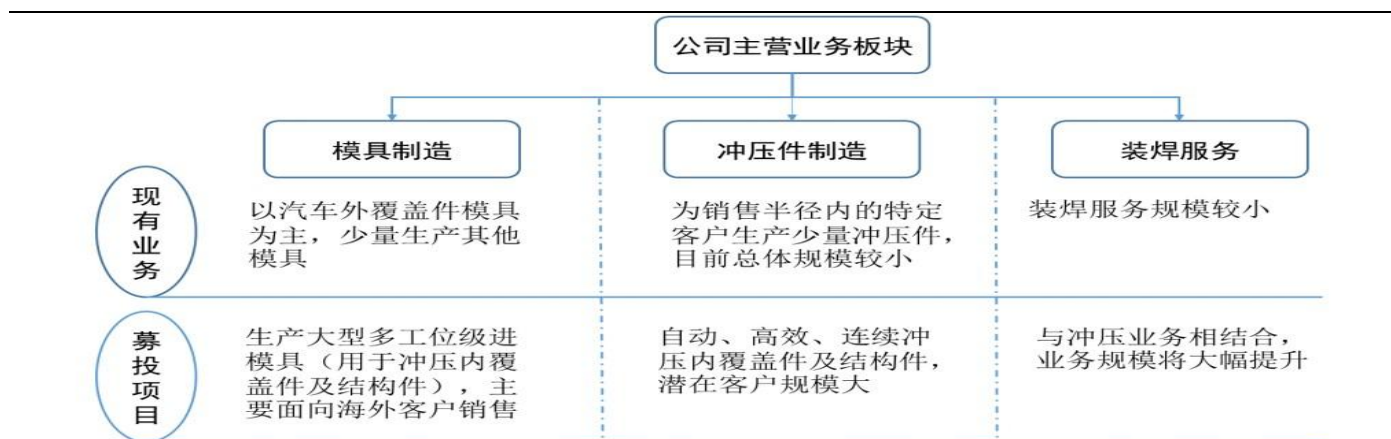
表 6：级进模具在规模化高精度制造方面优势明显

	单工序模	复合模	级进模
成本、周期	小、短	小、短	高、长
制造精度	低	较高	高
材料利用率	高	高	低
生产效率	低	低	高
维修	不方便	不方便	方便
产品精度	高	高	低
品质	低	低	高
安全性	不安全	不安全	安全
自动化			易于自动化
冲床性能要求	低	低	高
应用	小批量生产 大、中型零件的冲压试制	大批量生产 内外形精度要求高	大批量生产 中、小零件冲压

资料来源：光大证券研究所

募投项目协同效应显著，冲压件业务有望进一步延伸。目前，公司冲压件产品主要为车身外覆盖件，并且主要为天津一汽等特定客户提供少量冲压件业务，在产品线和产品规模上均有很大的开发空间。车身冲压件 90% 为内覆盖件和结构件，而多工位级进模主要用于汽车内覆盖件及结构件大批量连续冲压，能够弥补公司在内覆盖件及结构件领域的短板。因此我们认为，此次募投项目与公司现有冲压件业务协同效果显著，将大幅提高公司在汽车内覆盖件及结构件的冲压效率，进一步实现公司向冲压件领域的延伸。

图 39：募集项目协同效应显著



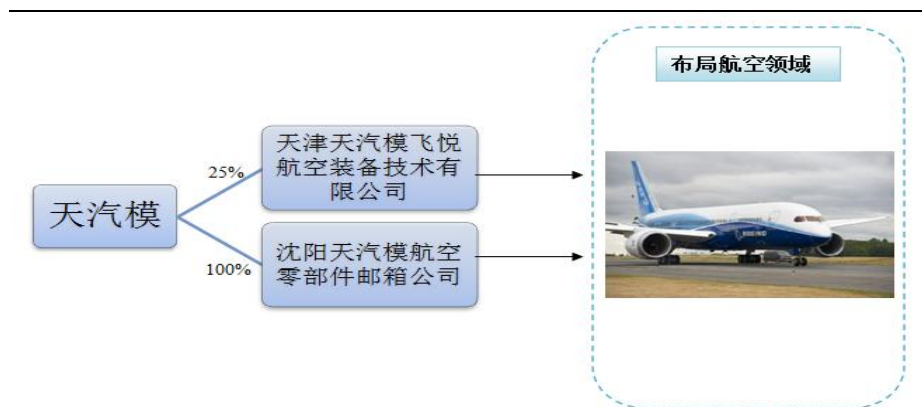
资料来源：公司资料

5、布局航空领域，后续进展值得期待

公司在推进主业发展的同时，积极进军航空零部件市场。目前，公司在航空方面设有一家参股公司和一家全资子公司，分别是天津天汽模飞悦航空装备技术有限公司和沈阳天汽模航空零部件有限公司。其中，公司持有飞悦公司 25% 股权，该公司主要从事航空零部件加工、航空工装及地面保障设备的生产；全资子公司沈阳天汽模航空零部件有限公司于 2014 年 9 月成立，主要从事飞机钣金件等零件的生产，目前已承接部分订单。从总量上看，两家公司的业务规模不大，暂时处于运营初期。

航空零部件空间广阔，公司布局有望持续。随着全球化进程加快，未来全球航空飞机需求空间巨大，空客公司认为未来 20 年全球将新增客机和货机 28200 架，波音认为未来 20 年全球将新增客机和货机 34000 架。一架飞机由数万个大小各异的零部件组成，其生产加工分布在全球各地，随着中国航空工业的发展，国内航空零部件制造企业设计、生产和设备工艺等竞争力将会不断加强，未来几年将会分享这场航空盛宴。预计到 2018 年，我国民用航空飞机零部件制造行业将实现近 225 亿的规模。我们认为，公司在做好主业的同时，凭借自身在机械制造领域的优势，进军航空零部件领域，将有助于公司扩大业务规模，提高盈利能力，未来公司在航空领域的进展值得期待。

图 40：积极布局航空领域



资料来源：光大证券研究所

6、财务预测及估值分析

6.1、盈利预测

核心假设：

- 1、汽车升级换代大背景下，未来新车型投放速度将加快，模具业务将因此保持高速增长。
- 2、汽车产销增速放缓，行业竞争加剧，2015 年毛利率较 2014 年有所下滑，但公司作为汽车模具行业龙头，议价能力相对较强。同时海外模具毛利率较高，随着海外业务的开拓，模具业务未来三年毛利率有望稳中有升。
- 3、冲压件业务受益于级进模具以及新客户的开拓，未来有望保持增长，但汽车产销增速下滑致使行业竞争加剧，冲压件业务未来三年毛利率或将成下滑态势。
- 4、公司三项费用率基本保持稳定。

表 7：公司收入结构预测（百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	865.50	1,139.50	1,465.90	1,780.50	1,809.30	2,412.53
营业成本	673.29	847.84	1,049.36	1,315.46	1,332.53	1,735.21
毛利率	24.7%	27.3%	29.5%	26.1%	26.4%	28.1%
收入增速	-11.1%	30.5%	27.7%	19.6%	1.6%	33.3%
模具业务						
收入	585.55	811.92	975.38	1,121.69	1,020.74	1,377.99
成本	420.10	546.90	624.00	759.34	677.21	1,012.82
毛利率	28.3%	32.6%	36.0%	32.3%	33.7%	36.5%
收入增速	-22.5%	38.7%	20.1%	15.0%	-9.0%	35.0%
冲压件业务						
收入	231.60	266.70	416.90	542.01	650.41	865.05
成本	197.70	235.80	361.80	470.68	568.05	735.29
毛利率	14.7%	11.6%	13.2%	13.2%	12.7%	15.0%
收入增速	-46.8%	15.2%	56.3%	30.0%	20.0%	33.0%

资料来源：光大证券研究所

表 8：盈利预测与关键指标（百万元）

利润表	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,167	1,489	1,780	1,809	2,270
营业成本	848	1,049	1,315	1,327	1,644
折旧和摊销	86	92	118	122	125
营业税费	9	10	14	14	15
销售费用	50	49	73	70	84
管理费用	102	146	177	177	220
财务费用	9	14	20	14	8
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	5	3	3	4	3
营业利润	130	195	198	216	278
利润总额	138	202	198	216	278
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	122.53	166.42	170.50	185.10	262.67
EPS（按最新预测年度计算历史 EPS）	0.30	0.40	0.41	0.45	0.64
NOPLAT	118.69	169.08	184.43	192.62	266.85
EBIT	134.24	205.86	215.46	225.60	311.74
EBITDA	220.27	298.34	333.65	347.19	436.69

资料来源：光大证券研究所

预计公司 2015 年-2017 年净利润分别为 1.70 亿元、1.85 亿元、2.63 亿元，EPS 分别为 0.41 元、0.45 元、0.64 元。

6.2、相对估值

PE：我们选取汽车零部件行业中市值与公司相近的企业作为可比公司发现，截至 2016 年 3 月 18 日，公司 2016 年预测 PE 为 26 倍，远低于可比公司的平均水平 40 倍；当下公司的市净率为 3 倍，低于可比公司平均水平 8 倍，考虑到公司为国内模具行业的龙头，2016-2018 年净利润复合增速可以达到 25%，我们认为公司处于低估状态。

表 9：可比公司 PE 比较

证券代码	证券简称	收盘价 2016.3.18	EPS			总股本 百万股	总市值 亿元	PE			P/B
			2014	2015E	2016E			2014	2015E	2016E	
002536.SZ	西泵股份	54.50	0.42			111	61	130			3
000622.SZ	恒立实业	11.45	-0.09			425	49	-127			27
002454.SZ	松芝股份	15.33	0.68	0.71	0.88	423	65	23	22	17	3
002593.SZ	日上集团	22.34	0.19	0.18	0.44	233	52	118	125	51	3
002765.SZ	蓝黛传动	21.75	0.52			208	45	42			5
603023.SH	威帝股份	45.63	1.41	0.79	0.88	120	55	32	58	52	13
002708.SZ	光洋股份	12.76	0.34			409	52	37			6
平均值								36	68	40	8
002510.SZ	北汽模	11.66	0.40	0.41	0.45	412	48	29	28	26	3

资料来源：wind 一致预期，上市公司公告，光大证券研究所

6.3、绝对估值

- 1、长期增长率：由于天汽模是国内汽车模具龙头，未来将进入稳定增长阶段，故假设长期增长率为 5.00%；
- 2、 β 值选取：采用申万二级行业分类-汽车零部件的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 14.40%。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	5.00%
无风险利率 R_f	3.43%
$\beta(\text{levered})$	0.84
$R_m - R_f$	7.43%
$K_e(\text{levered})$	9.68%
税率	14.40%
K_d	5.62%
V_e	4,129.2
V_d	430.4
目标资本结构	9.44%
WACC	9.30%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	330.53	7.00%
第二阶段	883.65	18.71%
第三阶段 (终值)	3,508.92	74.29%
企业价值 AEV	4,723.10	100.00%
加：非经营性净资产价值	495.73	10.50%
减：少数股东权益 (市值)	22.25	-0.47%
减：债务价值	430.41	-9.11%
总股本价值	4,766.17	100.91%
股本 (百万股)	411.52	-
每股价值 (元)	11.58	-
PE (隐含)	27.95	-
PE (动态)	28.14	-

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	4.00%	4.50%	5.00%	5.50%	6.00%
8.30%	12.66	13.95	15.63	17.92	21.19
8.80%	11.14	12.11	13.34	14.94	17.11
9.30%	9.91	10.66	11.58	12.75	14.27
9.80%	8.90	9.49	10.20	11.08	12.20
10.30%	8.05	8.53	9.09	9.77	10.61

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估 值 区 间			敏感度分析区间
FCFF	12	8	—	21	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	12	8	—	22	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

6.4、估值结论与投资评级

公司作为我国汽车覆盖件模具龙头企业，立足模具业务，积极延伸产业链，并布局航空零部件领域，且后续有望拓展更多领域，提升业绩与估值。我们预计公司 2015 年-2017 年净利润增速分别为 2%、9%、42%，EPS 分别为 0.41 元、0.45 元、0.64 元。我们认为当前估值未能充分体现公司合理价值，首次覆盖给予买入评级，6 个月目标价为 17 元，对应 2016 年 38 倍 PE。

7、风险提示

(1) 全球经济下滑，海外业务拓展不及预期风险

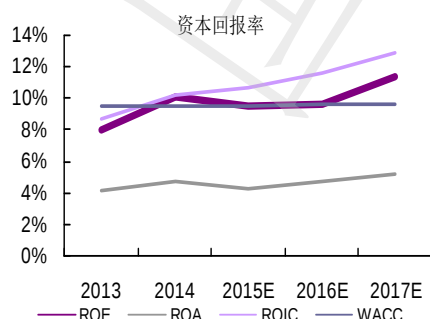
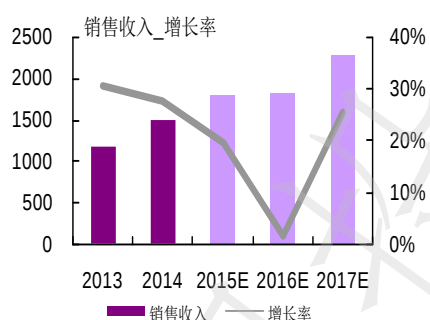
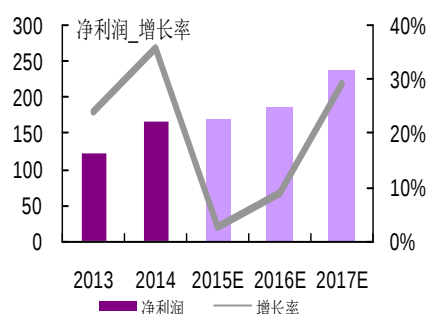
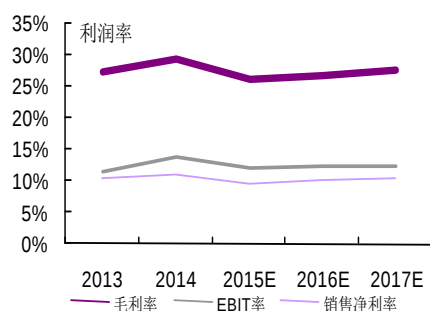
公司是一家面向全球供货的国内最大的汽车覆盖件模具供应商，全球经济若下滑会对公司产生负面影响。

(2) 市场竞争加剧，市场份额下降的风险

近年来，我国汽车模具行业快速成长，虽然行业进入壁垒较高，但新进入企业仍不断增加，公司若不能有效应对，将面临市场份额下降的风险。

(3) 汇率波动的风险

公司出口业务占比较高，且正在逐步提升。由于公司出口销售大部分以美元或欧元结算，发生不利于公司业务拓展的汇率波动将会在一定程度上影响公司的产品出口和经营业绩。



利润表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,167	1,489	1,780	1,809	2,413
营业成本	848	1,049	1,315	1,327	1,735
折旧和摊销	86	92	118	122	125
营业税费	9	10	14	14	16
销售费用	50	49	73	70	89
管理费用	102	146	177	177	234
财务费用	9	14	20	14	10
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	5	3	3	4	3
营业利润	130	195	198	216	305
利润总额	138	202	198	216	305
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	122.53	166.42	170.50	185.10	262.67

资产负债表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
总资产	2,975	3,508	4,030	3,967	4,812
流动资产	1,791	2,203	2,788	2,788	3,696
货币资金	386	398	534	543	724
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	296	402	552	505	691
应收票据	57	66	83	84	110
其他应收款	30	20	33	35	42
存货	991	1,243	1,521	1,553	2,031
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	329	429	429	430	430
固定资产	709	716	661	599	535
无形资产	55	56	53	50	48
总负债	1,423	1,827	2,221	2,022	2,656
无息负债	1,243	1,469	1,864	1,868	2,425
有息负债	180	358	356	155	232
股东权益	1,552	1,681	1,810	1,945	2,155
股本	206	412	412	412	412
公积金	900	700	717	736	762
未分配利润	433	556	669	787	971
少数股东权益	13	12	12	11	9

现金流量表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	99	-2	246	325	190
净利润	123	166	170	185	263
折旧摊销	86	92	118	122	125
净营运资金增加	221	276	150	-2	382
其他	-330	-537	-192	20	-580
投资活动产生现金流	-216	-169	-57	-54	-56
净资本支出	-51	-61	-60	-57	-59
长期投资变化	329	429	0	0	0
其他资产变化	-494	-537	3	4	3
融资活动现金流	13	165	-52	-263	47
股本变化	0	206	0	0	0
债务净变化	147	178	-1	-202	77
无息负债变化	139	227	395	4	557
净现金流	-107	-11	137	9	181

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	30.48%	27.65%	19.56%	1.62%	33.34%
净利润增长率	23.88%	35.82%	2.45%	8.57%	41.91%
EBITDA/EBITDA 增长率	35.92%	35.45%	11.84%	4.06%	25.78%
EBIT/EBIT 增长率	43.67%	53.35%	4.66%	4.70%	38.19%
估值指标					
PE	39	29	28	26	18
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	10	16	14	13	11
EV/EBIT	17	23	22	20	15
EV/NOPLAT	19	28	26	24	17
EV/Sales	2	3	3	3	2
EV/IC	2	3	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	27.32%	29.53%	26.12%	26.65%	28.07%
EBITDA 率	18.88%	20.03%	18.74%	19.19%	18.10%
EBIT 率	11.51%	13.82%	12.10%	12.47%	12.92%
税前净利润率	11.87%	13.55%	11.14%	11.93%	12.66%
税后净利润率 (归属母公司)	10.50%	11.18%	9.58%	10.23%	10.89%
ROA	4.11%	4.72%	4.21%	4.64%	5.43%
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.96%	9.97%	9.48%	9.57%	12.24%
经营性 ROIC	8.69%	10.19%	10.62%	11.53%	13.64%
偿债能力					
流动比率	1.33	1.26	1.31	1.44	1.46
速动比率	0.59	0.55	0.59	0.64	0.66
归属母公司权益/有息债务	8.55	4.67	5.04	12.51	9.25
有形资产/有息债务	16.04	9.56	11.08	25.14	20.42
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.30	0.40	0.41	0.45	0.64
每股红利	0.09	0.10	0.12	0.13	0.17
每股经营现金流	0.24	0.00	0.60	0.79	0.46
每股自由现金流(FCFF)	-0.11	-0.11	0.19	0.62	-0.06
每股净资产	3.74	4.06	4.37	4.70	5.21
每股销售收入	2.83	3.62	4.33	4.40	5.86

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

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推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘洋，汽车分析师，毕业于南京大学，从事汽车研究 5 年，重点跟踪公司：隆鑫通用，万丰奥威，均胜电子，双林股份，亚太股份，宇通客车，银轮股份。在汽车新能源和轻量化领域有深入研究。

行业及公司评级体系

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；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：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；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。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

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，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容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。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

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、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	严非	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
	周薇薇	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949	luodj@ebsecn.com
	濮维娜	021-22167099	13611990668	puwn@ebsecn.com
	计爽	021-22167101	18017184645	jishuang@ebsecn.com
	郝辉	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
北京	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	18610082695	liugongzhi@ebsecn.com
	朱林	010-58452033	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiao1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
国际业务	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com