

天润曲轴 (002283) 公司点评

2017年3月13日

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码: S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

研究助理 王皓

wangh@dwzq.com.cn

13811332227

2017年预期重卡持续复苏, 公司海外、轻卡、乘用车和轻量化等多板块齐头并进 投资评级: 增持 (维持)

投资要点:

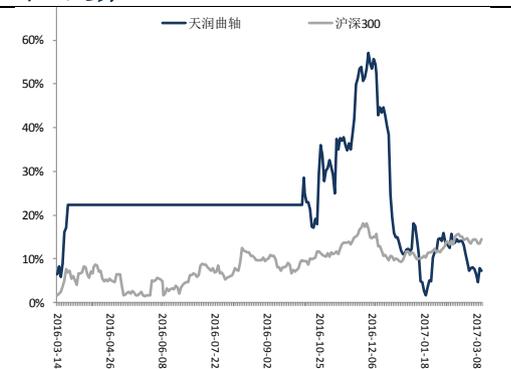
■ 根据公告, 2016年公司营收18.2亿元, 同比+7.8%; 归母扣非1.6亿元, 同比+21.7%。公司综合毛利率28.5%, 同比+2.9pct; 三费率16.1%, 同比+1.1pct; 加权净资产收益率5.6%, 同比+1.0pct。分产品看, 曲轴产品营收14.3亿元, 同比+10.0%, 毛利率29.0%, 同比+2.5pct; 连杆类产品营收1.5亿元, 同比+45.6%, 毛利率24.1%, 同比+2.7pct; 毛坯及锻件营收1.9亿元, 同比-8.0%, 毛利率28.5%, 同比+1.8pct。分区域看, 国内营收16.1亿元, 同比+11.4%, 毛利率29.3%, 同比+2.5pct; 国外营收1.7亿元, 同比-1.6%, 毛利率26.3%, 同比+1.7pct。总体来看, 公司2016年营收稳健, 毛利率提升使业绩增速大于营收增速。

■ 单季度看, 受益重卡行业复苏, 2016年四个季度营收同比增速逐渐加大。2016年1-4季度营收分别为3.2/4.9/3.7/6.3亿元, 同比-14.5%/+2.7%/11.3%/27.4%, 增速逐渐加大, 主要是由于从2016年2月开始, 重卡行业逐步复苏, 连续增长11个月。从2016年4月起部分地区的部分车型强制实施国五排放标准, 到2018年起全国范围所有车型实施国五排放标准, 这期间将利好新型重卡持续放量销售。另外从2016年8月开始, 工程机械行业复苏, 挖机销量增速连续5个月超过70%, 2017年1-2月维持高增长, 销量累计增速同比+190%。挖机+重卡是基建施工的常见组合, 受益于2017年基建经济托底效应、PPP放量、海外“一带一路”大年、国五标准等因素叠加影响, 重卡行情在2017年有望持续, 我们预期2017年全年重卡销量同比增长20%-30%。

■ 国际市场发展潜力巨大, 轻卡和乘用车曲轴等产品将持续放量。公司是国际康明斯、戴姆勒、卡特彼勒、约翰迪尔、斗山、依维柯等国内外著名主机厂曲轴供应商, 并随主机远销20多个国家和地区, 主机装机率达60%, 部分系列型号的产品以及铸件产品, 直接出口美国、英国、意大利、韩国、土耳其等国家; 公司目前产品国际地位逐渐提升, 渗透率在增加, 未来成长空间十分广阔。另外根据公司规划, 计划提升轻卡曲轴国内市占率, 未来几年有望成为中国最大的轻卡曲轴生产商。在乘用车曲轴板块, 重点开发国际品牌(戴姆勒、菲亚特克莱斯勒、捷豹路虎)、国内合资品牌(通用、大众、奔驰、宝马)、国内自主高端品牌(长安、广汽、上汽), 未来几年内有望成为中国核心的专业乘用车曲轴生产商。

■ 外延并购东莞鸿图布局轻量化蓝海市场, 有望成为公司第二主业。汽车轻量化发展空间巨大, 研究表明, 轿车在使用期内, 每减重10%油耗可以下降8%-10%。而全铝车身是中高档车和电动车的发展趋势之一。公司拟并购东莞鸿图, 其为国内铝压铸界的领航者之一, 双方在下游客户、经营管理等多层面可产生正向协同。根据现有并购方案, 标的资产预估值为7.7亿元, 现金对价3亿元, 其余由上市公司通过发行股份方式支付, 发行价格7.48元/股, 公司目前股价已与拟发行价持平。

行业走势



市场数据

收盘价(元)	7.50
一年最低价/最高价	7.00/17.40
市净率	2.40
流通A股市值(百万元)	8399.6

基础数据

每股净资产(元)	3.17
资产负债率(%)	29.24
总股本(百万股)	1119.95
流通A股(百万股)	1119.95

相关研究

公司深度: 内燃机曲轴绝对龙头, 布局车体轻量化蓝海市场 2016.11.13
公司点评: 与新松机器人强强联合, 打造数字化工厂提升竞争力 2016.11.29

天润曲轴：2017 年 3 月 13 日

■ **盈利预测与投资建议**

公司产品多元化布局成效显著，重卡景气度持续复苏，预期 2017 年可持续。公司未来主打海外高端市场、着力发展轻卡和乘用车曲轴、车体轻量化铝压铸件、以及车床精机的研发暨进口替代等，预测 2017-2019 年 EPS 为 0.23/0.28/0.34 元，对应 PE 为 33/26/22 倍，考虑并购后备考 EPS 为 0.28/0.35/0.43 元，对应 PE 为 27/21/17，维持公司“增持”评级。

■ **风险提示：** 并购失败风险、货运市场景气度不及预期

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1821.8	2266.5	2682.9	3289.3	营业收入	1821.5	2459.0	3073.8	3688.6
现金	294.1	296.2	220.0	333.9	营业成本	1301.9	1795.1	2243.9	2692.6
应收款项	918.5	1240.0	1550.0	1860.0	营业税金及附加	22.6	19.7	24.6	29.5
存货	548.5	688.5	860.7	1032.8	营业费用	95.6	98.4	123.0	147.5
其他	60.7	41.8	52.3	62.7	管理费用	184.6	248.1	308.4	368.6
非流动资产	3301.9	3146.4	3302.5	3086.1	财务费用	19.8	28.6	31.0	30.4
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	3039.4	2891.0	3054.3	2845.0	其他	-1.5	2.8	2.8	2.8
无形资产	214.2	207.1	199.9	192.8	营业利润	195.5	272.0	345.8	422.6
其他	48.3	48.3	48.3	48.3	营业外净收支	36.7	26.9	26.9	26.9
资产总计	5123.7	5412.9	5985.4	6375.4	利润总额	232.2	298.9	372.7	449.5
流动负债	1472.4	1592.0	1953.0	2088.0	所得税费用	31.7	40.1	49.9	60.2
短期借款	668.7	600.0	713.0	600.0	少数股东损益	6.2	3.9	4.8	5.8
应付账款	685.5	885.3	1106.6	1327.9	归属母公司净利润	194.3	255.0	317.9	383.4
其他	118.2	106.7	133.4	160.1	EBIT	223.0	304.9	381.2	457.4
非流动负债	25.9	25.9	25.9	25.9	EBITDA	455.1	601.6	710.8	815.6
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	25.9	25.9	25.9	25.9	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	1498.3	1617.9	1978.9	2113.9	每股收益(元)	0.17	0.23	0.28	0.34
少数股东权益	70.4	74.2	79.1	84.9	每股净资产(元)	3.17	3.32	3.50	3.73
归属母公司股东权益	3555.0	3720.7	3927.4	4176.6	发行在外股份(百万股)	1121.1	1121.1	1121.1	1121.1
负债和股东权益总计	5123.7	5412.9	5985.4	6375.4	ROIC(%)	4.6%	6.1%	7.3%	8.4%
					ROE(%)	5.5%	6.9%	8.1%	9.2%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	27.3%	26.2%	26.2%	26.2%
经营活动现金流	381.4	297.9	412.2	507.2	EBIT Margin(%)	12.2%	12.4%	12.4%	12.4%
投资活动现金流	-319.0	-137.9	-490.1	-146.1	销售净利率(%)	10.7%	10.4%	10.3%	10.4%
筹资活动现金流	-58.6	-158.0	1.8	-247.2	资产负债率(%)	29.2%	29.9%	33.1%	33.2%
现金净增加额	9.0	2.0	-76.2	113.9	收入增长率(%)	7.8%	35.0%	25.0%	20.0%
折旧和摊销	232.1	296.7	329.7	358.2	净利润增长率(%)	29.3%	31.2%	24.7%	20.6%
资本开支	-279.3	-137.9	-490.1	-146.1	P/E	43.27	32.98	26.45	21.93
营运资本变动	-74.1	-262.0	-244.6	-244.6	P/B	2.37	2.26	2.14	2.01
企业自由现金流	98.9	160.9	-75.0	363.6	EV/EBITDA	21.77	16.66	14.61	12.90

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

公司网址：<http://www.gs jq.com.cn>

