

# 天润曲轴 (002283) 公司点评

## 预期公司业绩全年高增长, 客户数量持续增加龙头地位夯实

增持 (维持)

2017年8月23日

证券分析师 陈显帆  
执业证号: S0600515090001  
[chenxf@dwzq.com.cn](mailto:chenxf@dwzq.com.cn)

研究助理 王皓  
13811332227  
[wangh@dwzq.com.cn](mailto:wangh@dwzq.com.cn)

### 投资要点

■ 公司中报营收 13.4 亿元, 同比+64.2%, 归母扣非净利润 1.3 亿元, 同比+78.0%。公司目前具有曲轴、连杆、铸件、锻件四大业务板块。2017 年上半年, 公司曲轴、连杆、铸锻件营收占比分别为 77%、14%、8%, 同比-5pct、+4.8pct、+0.3pct, 连杆业务占比增加。其中重型发动机曲轴销量约 30 万支, 市占率 50%, 营收 6.9 亿元, 同比+85%; 连杆销量 101 万支, 营收 1.8 亿元, 同比+153%; 铸件营收约 1 亿元, 同比+81%, 公司各大业务板块均实现快速增长。公司国际板块营收 1.2 亿元, 同比+38%, 营收占比 9%, 同比-1.8pct。综合毛利率 25.98%, 同比-2.95pct, 主要是受钢材价格及折旧因素影响。

■ 公司新客户数量持续增加, 持续增强抗行业下滑的风险能力。2017 年上半年, 公司成功开发了广汽三菱、江苏康沃动力和江西五十铃 3 家新客户, 先后完成了潍柴、东康、广汽三菱、扬柴、全柴、安徽华菱等主机厂 22 款曲轴、连杆新产品项目的开发, 完成了格林策巴赫、博世、卡特彼勒等 7 种铸件新产品开发, 完成了卡特彼勒、康明斯、潍柴、上汽、扬柴等主机厂 13 个锻件新产品开发, 尤其是铝合金连杆锻件的开发试制, 迈出了公司锻件轻量化发展的第一步。公司下游供货能力持续加强, 如果行业整体下滑, 扩大的客户范围利于托底公司的业绩, 使其增强抗行业周期变化的能力。

■ 重卡七月销量持续高增长, 显著超越市场预期。根据东吴汽车观点: 1) 据第一商用车网, 重卡 7 月销量约 9.4 万辆, 同比+89.0%, 延续高增长趋势; 环比仅-3.7%, 降幅显著小于往年 (2014、2015、2016 年同期数据分别为 -21%、-26%、-16%), 超越市场预期。2) 超限超载治理带来的新增需求叠加工程车复苏, 驱动重卡销量增速不断超预期。3) 根据调研情况, 八月较大可能与七月持平, 预计销量将维持 8.5 万-9 万。由于四季度为行业旺季, 环比增速明显提升, 保守估计月销量在 8 万以上, 全年累计销量超过 108 万, 因此预测 2017 年重卡销量目标至 110 万辆, 同比增长约 51.0%。

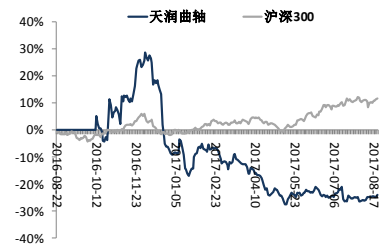
■ 根据东吴汽车观点, 超限超载治理和工程车更新需求将重卡长期均衡销量区间上推至 70-90 万, 重卡行业景气有望持续至 2018 年。1) 从国际经验来看, 重卡保有量将跟随宏观经济保持“平稳增长”。2) 据我们测算, 超限超载治理对物流车有效运力下降 20% 左右, 以物流车保有量 250 万辆为基数, 预计 2016-2018 年期间累计带来新增需求约 50 万辆。重卡保有量将超过 600 万辆, 年化更新需求增加约 10 万辆, 长期均衡销量在 70-90 万辆。3) 考虑到行业库存仍处于较低水平, 宏观经济逐渐企稳, 固定资产投资回升, 重卡行业景气度有望持续至 2018 年, 增速将在 5%-10% 左右。另外, 根据公司投资者关系记录表, 因公司排产饱满, 目前每个月有 20% 的客户订单无法满足, 只能放弃, 鉴于此, 我们认为即便 2018 年中重卡销量增速不及预期, 其现阶段不能满足之客户订单可以补强公司生产制造, 预期公司业绩受行业波动的风险较小。

■ 公司预测三季度归母净利润 1.9-2.5 亿元, 同比+50%-100%。业绩增长原因有如下几点: 重卡市场受国家治超新政实施及基础设施建设固定资产投资启动的推动持续增长, 公司重卡曲轴板块订单、销量增长较大; 公司新客户、新产品销售稳定增长; 公司加强技术创新及成本管理, 对生产线实行自动化改造, 生产效率提升。

■ 盈利预测与投资评级: 公司产品多元化布局成效显著, 重卡景气度持续旺盛, 预期 2018 年可持续, 即便行业下滑 20%, 对公司自身业绩影响甚微。预测 2017-2019 年 EPS 为 0.32/0.39/0.48 元, 对应 PE 为 20/16/14 倍, 公司目前估值底部, 三季度和全年业绩有保障, 维持公司“增持”评级。

■ 风险提示: 重卡销量不及预期, 钢材价格上涨过快

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	6.48
一年最低/最高价	6.04/11.16
市净率 (倍)	2.0
流通 A 股市值 (百万元)	7282

### 基础数据

每股净资产 (元)	3.28
资本负债率 (%)	31.2
总股本 (百万股)	1124.86
流通 A 股 (百万股)	1123.93

### 相关研究

1. 公司点评: 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 2017.3.13
2. 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
3. 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

天润曲轴三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>1821.8</b>	<b>2476.8</b>	<b>3041.0</b>	<b>3743.5</b>	<b>营业收入</b>	<b>1821.5</b>	<b>2823.3</b>	<b>3529.2</b>	<b>4235.0</b>
现金	294.1	220.0	220.0	358.3	营业成本	1301.9	2046.9	2558.6	3070.4
应收款项	918.5	1423.7	1779.6	2135.5	营业税金及附加	22.6	22.6	28.2	33.9
存货	548.5	785.1	981.4	1177.7	营业费用	95.6	90.3	112.9	135.5
其他	60.7	48.0	60.0	72.0	管理费用	184.6	247.1	307.1	367.1
<b>非流动资产</b>	<b>3301.9</b>	<b>3146.4</b>	<b>3302.5</b>	<b>3086.1</b>	财务费用	19.8	29.9	33.5	31.2
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	<b>营业利润</b>	<b>195.5</b>	<b>389.2</b>	<b>491.6</b>	<b>599.7</b>
其他	48.3	48.3	48.3	48.3	营业外净收支	36.7	26.9	26.9	26.9
<b>资产总计</b>	<b>5123.7</b>	<b>5623.2</b>	<b>6343.5</b>	<b>6829.6</b>	<b>利润总额</b>	<b>232.2</b>	<b>416.1</b>	<b>518.4</b>	<b>626.6</b>
<b>流动负债</b>	<b>1472.4</b>	<b>1735.8</b>	<b>2161.9</b>	<b>2292.5</b>	所得税费用	31.7	55.8	69.5	84.0
短期借款	668.7	607.5	751.5	600.0	少数股东损益	6.2	5.4	6.7	8.1
应付账款	685.5	1009.4	1261.8	1514.2	<b>归属母公司净利润</b>	<b>194.3</b>	<b>355.0</b>	<b>442.2</b>	<b>534.5</b>
其他	118.2	118.9	148.6	178.3	EBIT	223.0	423.5	529.4	635.3
<b>非流动负债</b>	<b>25.9</b>	<b>25.9</b>	<b>25.9</b>	<b>25.9</b>	EBITDA	455.1	720.2	859.0	993.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	25.9	25.9	25.9	25.9	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>1498.3</b>	<b>1761.7</b>	<b>2187.8</b>	<b>2318.4</b>	每股收益(元)	0.17	0.32	0.39	0.48
少数股东权益	70.4	75.8	82.5	90.6	每股净资产(元)	3.17	3.38	3.63	3.94
归属母公司股东权益	3555.0	3785.7	4073.2	4420.6	发行在外股份(百万股)	1124.9	1124.9	1124.9	1124.9
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5123.7</b>	<b>5623.2</b>	<b>6343.5</b>	<b>6829.6</b>	ROIC(%)	4.6%	8.3%	9.8%	11.1%
					ROE(%)	5.5%	9.4%	10.9%	12.1%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	毛利率(%)	27.3%	26.7%	26.7%	26.7%
经营活动现金流	381.4	249.2	500.8	623.1	EBIT Margin(%)	12.2%	15.0%	15.0%	15.0%
投资活动现金流	-319.0	-137.9	-490.1	-146.1	销售净利率(%)	10.7%	12.6%	12.5%	12.6%
筹资活动现金流	-58.6	-185.5	-10.7	-338.6	资产负债率(%)	29.2%	31.3%	34.5%	33.9%
现金净增加额	9.0	-74.1	0.0	138.3	收入增长率(%)	7.8%	55.0%	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%	82.7%	24.6%	20.9%
资本开支	-279.3	-137.9	-490.1	-146.1	P/E	37.39	20.47	16.43	13.59
营运资本变动	-74.1	-412.2	-282.1	-282.1	P/B	2.04	1.92	1.78	1.64
企业自由现金流	98.9	113.4	15.9	480.1	EV/EBITDA	19.25	12.53	11.00	9.65

数据来源: 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 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>