

天润曲轴 (002283.SZ)

汽车零部件行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

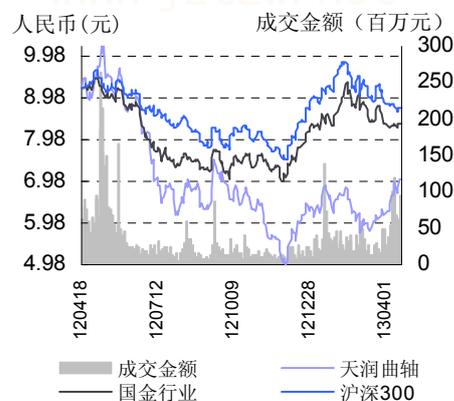
市价(人民币): 7.05元

## 曲轴龙头受益行业复苏, 增收入提升盈利能力

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	559.41
总市值(百万元)	39.44
年内股价最高最低(元)	10.22/4.98
沪深 300 指数	2464.85
中小板指数	5158.44



## 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.362	0.113	0.193	0.287	0.387
每股净资产(元)	5.24	5.32	5.35	5.50	5.75
每股经营性现金流(元)	0.07	0.24	0.63	1.14	0.58
市盈率(倍)	19.46	62.13	36.58	24.54	18.21
行业优化市盈率(倍)	9.71	11.27	10.98	10.98	10.98
净利润增长率(%)	-8.55%	-68.69%	69.82%	49.07%	34.80%
净资产收益率(%)	6.92%	2.13%	3.60%	5.22%	6.74%
总股本(百万股)	559.41	559.41	559.41	559.41	559.41

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **重卡行业呈复苏趋势, 曲轴龙头有望显著受益:** 3月重卡销量有望超8万辆, 行业重现复苏趋势。从技术、规模与客户三方面看, 天润都是行业龙头; 其2012年重型曲轴销量为30万只, 预计在重卡的份额近40%, 竞争优势明显。若重卡需求复苏持续, 公司有望显著受益。
- **产品与市场横向拓展值得期待:** 产品方面, 公司近年轻卡曲轴快速增长, 未来有望受益福田康明斯发动机放量; 轿车曲轴亦已配套广汽菲亚特, 放量在即; 新产品胀断连杆具有性能优势, 在国IV时期有望推广。市场方面, 公司制定维修、出口、主机配套三大市场“2:3:5”的结构规划, 出口有望受印度利兰推动, 售后则有望重回2009年的巅峰时刻。
- **营收增长有望消除盈利能力隐忧:** 2012年, 营收大幅下滑致折旧费用率、职工薪酬率、三项费用率大幅提升, 进而使当年净利率下降8.6个百分点至5.91%。重卡复苏与横向拓展, 有望使公司2013年起营收重回增长; 而费用的相对刚性将使费率下滑, 预计2013-2014年的净利率有望升至7.9%与9.8%。

## 盈利预测与估值

- 我们预测公司2013-2015年归属母公司净利润分别为1.08、1.61、2.17亿元, 分别增长69.8%、49.1%、34.8%, 对应的EPS分别为0.19、0.29、0.39元, 当前股价对应2013年PE与PB分别为36.6与1.32倍。

## 投资建议

- 2013年重卡需求有望持续复苏, 曲轴是发动机的核心配件, 作为重型曲轴龙头, 若行业持续复苏将给公司带来较大业绩弹性, 我们给予公司“增持”评级。

## 风险

- 重卡行业复苏低于预期, 钢材等原材料价格大幅上涨, 产品与市场横向拓展低于预期。

厉叶淼 联系人

(8621)61038244  
liym@gjzq.com.cn

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006

(8621)61038231  
wuwz@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司概况：重卡发动机曲轴龙头，产品线正横向拓展 .....	4
重卡曲轴龙头受益行业复苏，横向拓展为长期发展增添动力 .....	4
重卡行业呈复苏趋势，曲轴龙头有望显著受益 .....	4
中、轻型曲轴可继续增长，轿车曲轴与连杆爆发在即 .....	8
出口业务有望持续增长，售后市场亦有看点 .....	11
折旧与职工薪酬费率提升较快，营收增长可消化盈利能力隐忧 .....	12
下游需求为盈利能力核心，折旧与人工费率均依附营收 .....	12
毛坯自制率提高带来积极作用，营收增长可消除盈利能力隐忧 .....	14
盈利预测与投资建议 .....	16
盈利预测 .....	16
估值与投资建议 .....	17
风险提示 .....	17
重卡行业复苏低于预期的风险 .....	17
钢材等原材料价格大幅上涨风险 .....	17
产品与市场横向拓展低于预期的风险 .....	17
附录：三张报表预测摘要 .....	19

## 图表目录

图表 1：发动机曲轴示意图 .....	4
图表 2：发动机曲轴与连杆系统示意图 .....	4
图表 3：公司近年分产品营收结构 .....	4
图表 4：公司近年分车型毛利结构 .....	4
图表 5：2011 年以来重卡月度销量（辆） .....	5
图表 6：2011 年以来重卡月度销量同比增速 .....	5
图表 7：工程类重卡增速与工程类投资增速均已见底回升 .....	5
图表 8：5 月份起交运行业投资增速明显回升（亿元） .....	6
图表 9：房地产开发投资增速已企稳回升（亿元） .....	6
图表 10：近年来公路运价指数与油价对比 .....	6
图表 11：物流类重卡销量已在底部企稳（辆） .....	6
图表 14：公司近年重型曲轴销量（万支） .....	7
图表 15：公司近年重型曲轴市场份额 .....	7
图表 16：国内主要重型曲轴供应商 .....	7
图表 17：天润曲轴主要竞争优势 .....	7
图表 18：公司给主要重卡发动机厂商的细分产能情况（万支） .....	8
图表 19：潍柴动力近年发动机销量与增速（台） .....	8

图表 20: 潍柴近年各类发动机销量占比 (台)	8
图表 21: 公司中型曲轴近期营收与毛利 (百万元)	9
图表 22: 国内中卡近年销量与增速 (辆)	9
图表 23: 公司轻型曲轴近期营收与毛利 (百万元)	9
图表 24: 国内轻卡近年销量与增速 (辆)	9
图表 25: 福田康明斯近年发动机销量 (辆)	10
图表 26: 福田中高端轻卡销量与占比 (辆)	10
图表 27: 菲亚特菲翔上市数月来销量 (辆)	10
图表 28: 公司近年出口营收及其占比 (百万元)	11
图表 29: 公司近年出口毛利及其占比 (百万元)	11
图表 30: 印度近年中重卡销量与增速 (辆)	12
图表 31: 利兰近年中重卡销量与份额 (辆)	12
图表 32: 公司 2007-2009 年维修市场销量 (万支)	12
图表 33: 公司 2007-2009 年维修毛利与占比	12
图表 34: 公司 2012 年营业成本构成分拆	13
图表 35: 公司 2009 年直接材料构成分拆	13
图表 36: 公司主要原材料价格走势 (元/吨)	13
图表 37: 公司近年毛利率与净利率	14
图表 38: 公司近年分产品毛利率	14
图表 39: 公司近年折旧与职工的费率的变化	14
图表 40: 公司近年折旧与职工薪酬 (百万元)	14
图表 41: 公司主要锻造曲轴毛坯生产线	15
图表 42: 公司近年固定资产与在建工程	15
图表 43: 公司近年固定资产折旧率	15
图表 44: 公司未来数年折旧与人工费率敏感性测算	16
图表 45: 公司近年三项费用合计 (百万元)	16
图表 46: 公司近年三项费用率变化	16
图表 47: 天润曲轴分业务盈利预测	18

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

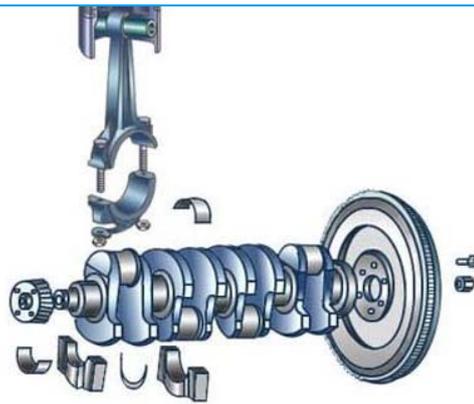
### 公司概况：重卡发动机曲轴龙头，产品线正横向拓展

- **公司是重卡发动机曲轴龙头：**公司主要产品为商用车曲轴，其中以重型发动机曲轴为主，另带有部分轿车曲轴与船用曲轴；与此同时，公司近年研发的连杆已实现量产，虽然当前产销规模有限，但从 2013 年起有望给公司带来显著增长。无论从技术优势、产销规模还是配套客户等角度来看，公司都可谓是重卡发动机曲轴的行业龙头：2012 年，公司重型曲轴销量达 30 万只，其中大部分为重卡曲轴，预计市场份额接近 40%；公司现是潍柴、锡柴、大柴等主要发动机厂商的主要供应商，亦具有相当的行业影响力。

图表1：发动机曲轴示意图



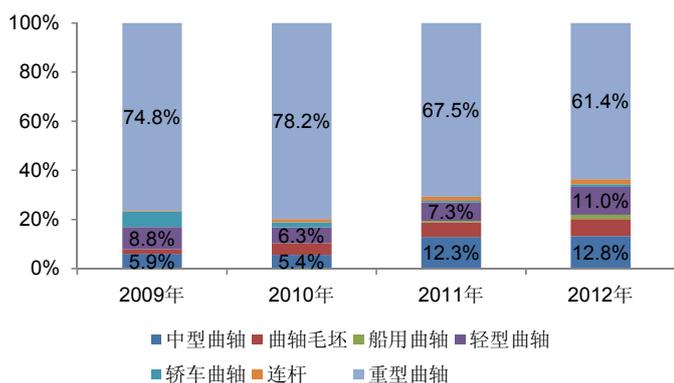
图表2：发动机曲轴与连杆系统示意图



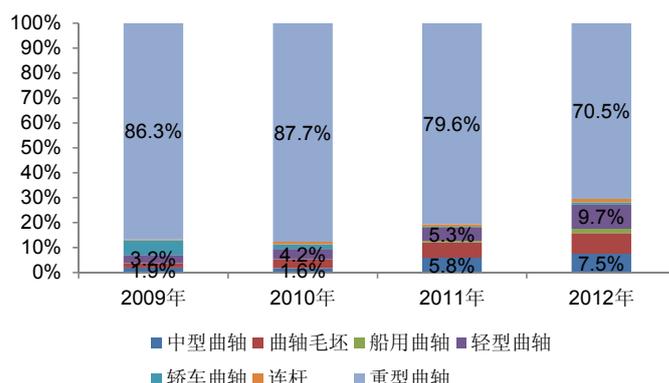
来源：互联网、国金证券研究所

- **重型曲轴是业绩主要来源，产品线正在拓展：**重型发动机曲轴是公司业绩主要来源，2010 年营收与毛利占比分别约为 80%与 90%；受重卡行业近两年低迷影响，2012 年营收与毛利占比下滑至 61.4%和 70.5%。其余产品的快速增长，是重型曲轴业绩占比下滑的另一原因：公司中型与轻型曲轴近年增长迅速，2012 年两者毛利占比分别为 7.5%与 9.7%，此外公司还在拓展轿车曲轴与发动机连杆等产品。

图表3：公司近年分产品营收结构



图表4：公司近年分车型毛利结构



来源：公司资料、国金证券研究所

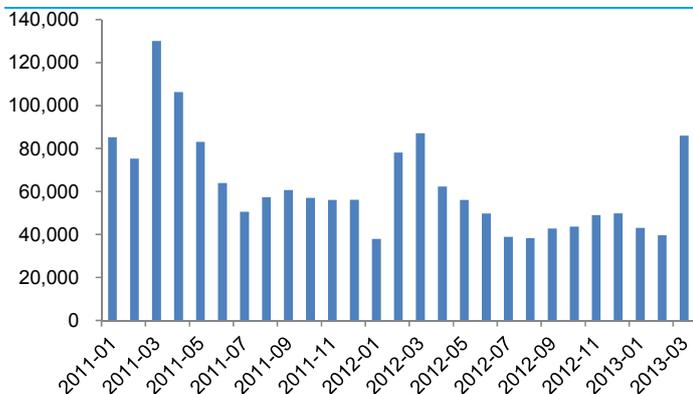
### 重卡曲轴龙头受益行业复苏，横向拓展为长期发展增添动力

#### 重卡行业呈复苏趋势，曲轴龙头有望显著受益

- **重卡需求最坏的时期已经过去：**2012 年 8 月以来，重卡批发销量开始在底部逐渐回升，虽然 2013 年前 2 个月销量有所回落，但预计 3 月销量可

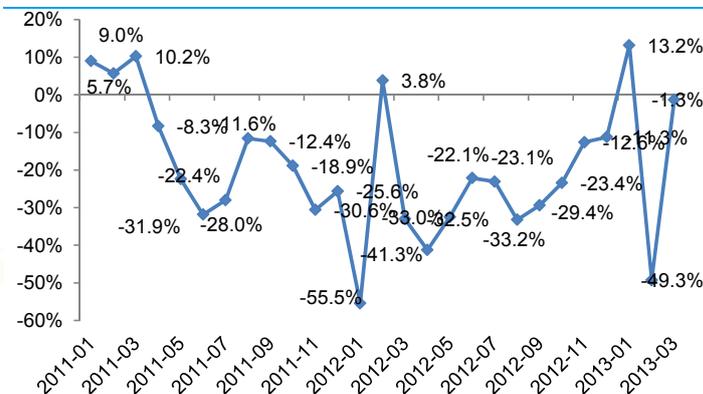
达 8.6 万辆，重现回暖势头。从增速看，2012 年 9 月份起同比降幅呈持续收窄趋势，虽然 2013 年 1-2 月有所下滑，但预计 2013 年 3 月降幅约为 1.3%，2012 年第四季度与 2013 年第一季度销量降幅分别为 15.8% 与 17.0%。根据我们的调研，当前重卡整车企业与经销商的库存仍处相抵水平，终端复苏亦有望较好地传递到整车及上游零部件企业。可以说，无论从终端环节还是批发环节来看，重卡需求最坏的时期都已过去。

图表5: 2011 年以来重卡月度销量 (辆)



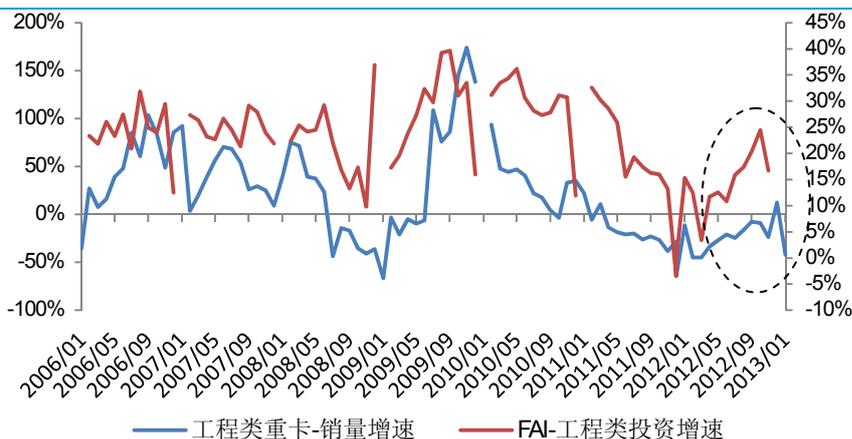
来源: CAAM、国金证券研究所

图表6: 2011 年以来重卡月度销量同比增速



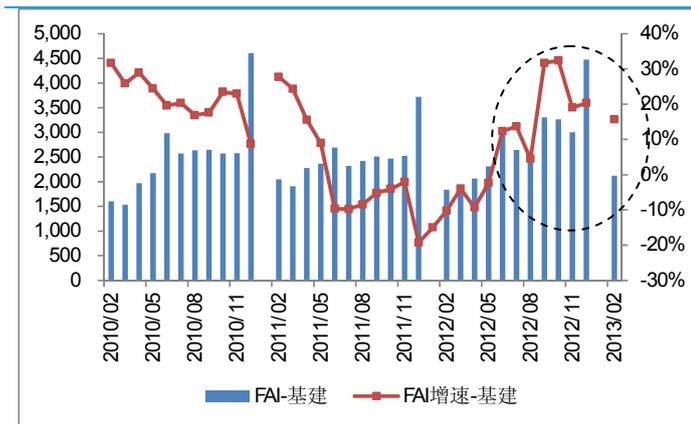
- **基建投资带动工程类重卡率先企稳回升:** 工程类重卡需求主要由基建投资、房地产开发投资驱动。从这两方面来看，工程类重卡需求都具备企稳回升的基础。2012 年 5 月以来，我国基建投资增速已开始迅速回升。随着政府换届完成，我们预计今年基建投资仍将保持较高增速。此外，房地产开发投资增速尽管去年以来波动较为频繁，但也没有再出现趋势性的下滑，而且目前地产销售仍然火爆，普遍预计今年房地产开发投资将高于去年。随着二季度各地工程建设进入施工旺季，我们认为工程类重卡需求必将有一定程度的回升。

图表7: 工程类重卡增速与工程类投资增速均已见底回升

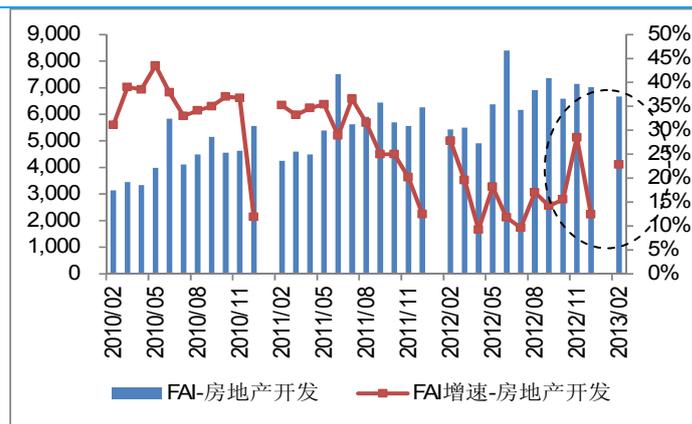


来源: wind、国金证券研究所

图表8: 5月份起交运行业投资增速明显回升(亿元)



图表9: 房地产开发投资增速已企稳回升(亿元)



来源: wind、国金证券研究所

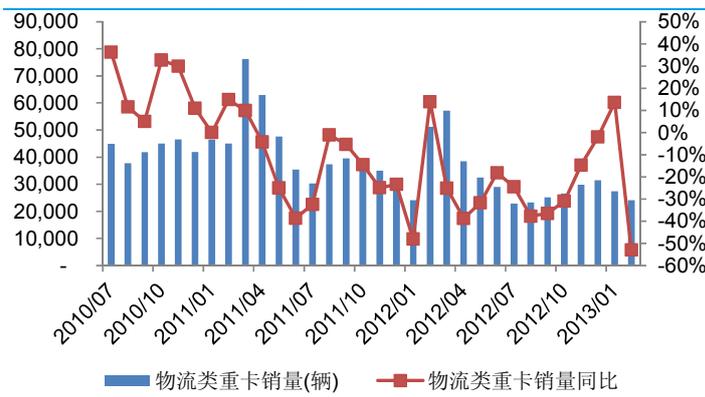
- **物流类重卡销量也有可能回升:** 物流类重卡需求与用户的盈利能力变化息息相关, 而用户盈利能力主要受运价和油价的影响。2012年以来, 公路运价主要在底部徘徊, 波动不大, 油价则经历了五涨四跌, 总体仍在高位, 由此用户的盈利能力并没有得到显著改善。尽管如此, 公路货运量持续增长仍将推动重卡需求有所增长, 尤其我国进出口贸易回升更是对集卡等长途运输工具需求有直接促进, 加上重卡用户的盈利能力也没有再继续恶化, 物流类重卡需求也有望企稳回升。

图表10: 近年来公路运价指数与油价对比



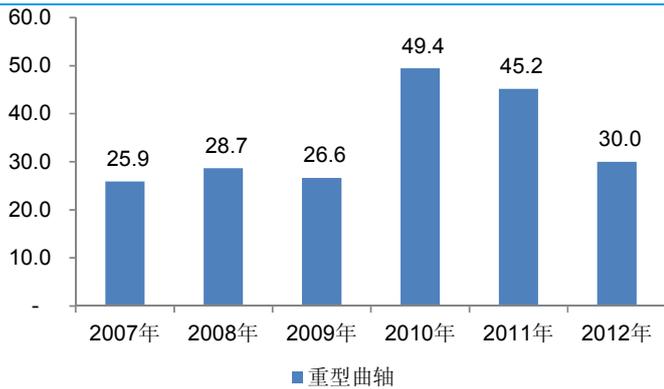
来源: WIND、义务物流网、国金证券研究所

图表11: 物流类重卡销量已在底部企稳(辆)

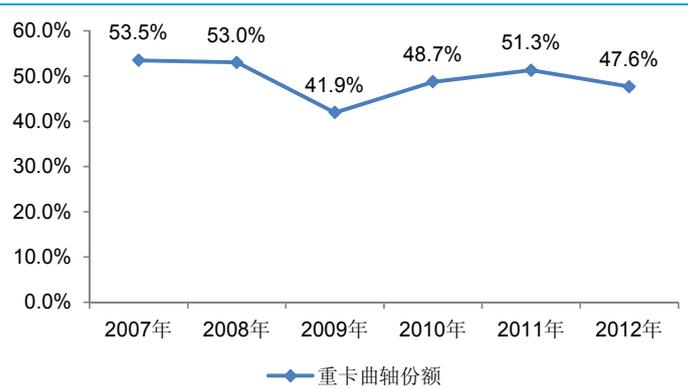


- **公司是重卡曲轴的绝对龙头:** 无论从技术优势、产销规模还是配套客户等角度来看, 公司都可谓是重卡发动机曲轴的行业龙头。技术优势方面, 公司拥有行业首家“曲轴工程技术中心”、“国家技术中心”、“国家博士后科研工作站”, 产品已达国 IV 标准; 产销规模方面, 2011 年与 2012 年公司重型曲轴销量分别为 45 与 30 万只, 其中大部分为重卡曲轴, 预计在该市场的份额接近 40%; 配套客户方面, 公司是潍柴、锡柴、大柴、玉柴、康明斯等国内主要重卡发动机厂商的主要供应商, 在潍柴的份额甚至超过 50%, 在行业拥有相当的话语权。

图表12: 公司近年重型曲轴销量(万支)



图表13: 公司近年重型曲轴市场份额



来源: 公司资料、国金证券研究所

注: 份额为“公司重型曲轴销量/重卡行业销量”, 公司重型曲轴销量包含部分工程机械等, 故份额偏高, 实际份额约为 30%-40%。

- **行业竞争格局相对宽松, 公司竞争优势明显:** 重型曲轴供应商相对较少, 除天润曲轴外另外还有辽宁五一八、重汽济南复强动力、蒂森克虏伯等三家, 另外桂林福达也有部分重卡曲轴, 但产销规模较小。从下表中可见, 除蒂森克虏伯外, 另外三家都是行业中的老牌供应商, 近年新进入者仅蒂森克虏伯一家外资企业, 故竞争格局变化较小。

图表14: 国内主要重型曲轴供应商

公司	年产销量	主要客户	备注
天润曲轴	2011年销量近80万支, 营收近15亿元	潍柴、锡柴、东风康明斯、西安康明斯	仍有约60万只产能在建
中国重汽济南复强动力	2011年产量95万支	中国重汽等	配套车型较多
辽宁五一八	2010年产量56万支(含毛坯), 3万吨锻件能力	上柴、潍柴、大柴、重庆康明斯	毛坯占比较高, 无轻型曲轴
蒂森克虏伯	全球1200万支曲轴毛坯、约100万支成品, 南京工厂规划36万支商用车曲轴	商用车	2010年开工, 2012年10月投产

来源: 行业年鉴、国金证券研究所

图表15: 天润曲轴主要竞争优势

优势	表述
技术优势	行业首家“曲轴工程技术中心”、“国家技术中心”、“国家博士后科研工作站”
客户优势	是潍柴、锡柴、大柴、玉柴、康明斯等主流厂商的主要供应商, 在潍柴的份额甚至超过50%
规模优势	2011年公司重型曲轴销量达45万只, 其中大部分为重卡曲轴, 预计在该市场的份额接近40%

来源: 公司资料、国金证券研究所

- **蒂森克虏伯是公司中长期的潜在威胁:** 蒂森克虏伯为全球最大的曲轴供应商, 年产 1200 万支毛坯与 100 万只成品; 公司 2010 年起在南京新建曲轴工厂, 并于 2012 年底竣工, 该项目规划为 36 万支, 主要配套中重型商用车曲轴。目前其尚未给国内厂商量产配套, 未来有可能走出去与内销并行的路线; 蒂森克虏伯在中国市场的发力, 有可能打破原有重型曲轴的竞争格局, 中长期来看, 对天润曲轴是潜在的威胁, 但未来 1-2 年对公司的影响较为有限。

- **客户广泛、产能充裕，有望率先受益行业复苏：**公司在重卡市场的份额已接近 40%，下游客户广泛而全面。截至 2012 年底，公司已投产重型曲轴 48 万支，在建 30 万支，未来总产能可达 78 万支；而公司 2012 年重型曲轴销量预计约为 30 支，产能利用率仅 63%；如果下游重卡行业复苏，公司诸多客户均为发动机龙头企业，必将率先传导复苏，且公司自身产能充裕、向上弹性极大，故有望随行业快速复苏。

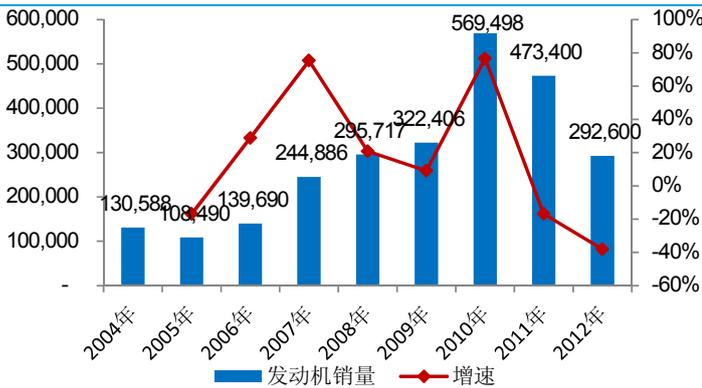
图表16：公司给主要重卡发动机厂商的细分产能情况（万支）

产品线	初始产能	IPO项目	增发项目	专配基地	总产能	配套发动机
潍柴动力	10.0	8.0	10.0	10.0	38.0	WP12、WD615、WD618
一汽锡柴	2.0	9.0	2.0	-	13.0	29D、81D、53D
东风康明斯	6.0	1.5	4.0	-	11.5	康明斯C/L、ISZ13
西安康明斯	-	5.5	-	-	5.5	ISM11
上依红	2.0	-	4.0	-	6.0	依维柯C9
其他	4.0	-	-	-	4.0	
合计	24.0	24.0	20.0	10.0	78.0	

来源：公司资料、国金证券研究所

- **预计公司在潍柴的份额已超 50%：**作为重卡发动机的行业龙头，潍柴 2012 年重卡发动机销量约 21 万辆，市场份额约 33%；如果重卡需求复苏，潍柴定能受益。天润当前给潍柴的产能达 18 万套，考虑到产能利用率及产能调配等问题，我们预计 2012 年公司给潍柴的配套比例已达 50%甚至更高，潍柴发动机需求的复苏将带动公司的销量增长。

图表17：潍柴动力近年发动机销量与增速（台）



来源：潍柴动力年报、国金证券研究所

图表18：潍柴近年各类发动机销量占比（台）



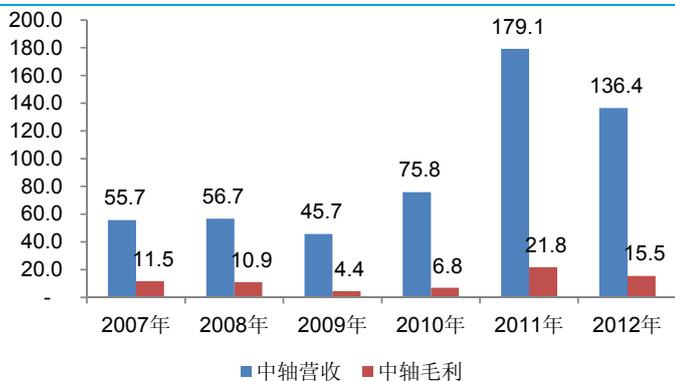
- **在其余发动机公司配套率亦较高：**截至目前，公司配套锡柴、东风康明斯、西安康明斯重卡的产能分别为 11 万支、7.5 万支与 5.5 万支，且非公开增发项目中还有 10 万支分别配套锡柴、东风康明斯与上柴，配套能力十分充裕。如这些下游客户受益行业复苏产量回升，公司必将快速受到传导。

中、轻型曲轴可继续增长，轿车曲轴与连杆爆发在即

- **出口有望推动中卡曲轴持续增长：**公司 2011 年中型曲轴销量 14.5 万支，当年国内中卡销量为 29.0 万支；但公司中卡曲轴有较大部分出口给印度利兰，故其在国内的市场份额应不足 40%。未来，国内中卡销量难有较大增长，但印度中卡市场仍处成长期，未来公司中型曲轴有望在利兰的推动下持续增长。

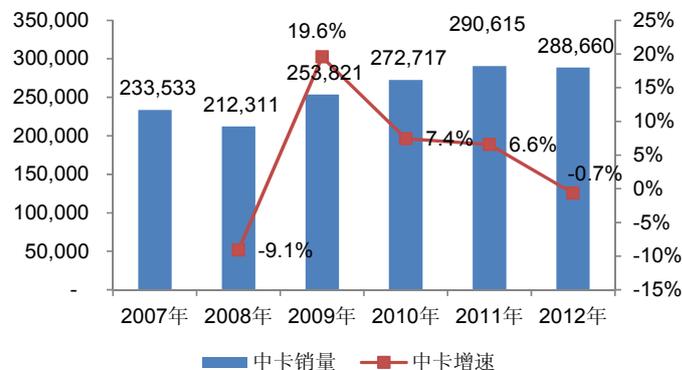
- **近年中卡曲轴快速增长:** 2010 年以来, 得益于产能释放与下游客户增长, 公司中型曲轴营收与毛利发展较快, 2012 年营收与毛利分别为 1.36 亿元与 1,550 万元, 2012 年毛利率为 11.3%, 同比下滑 0.9 个百分点。

图表19: 公司中型曲轴近期营收与毛利 (百万元)



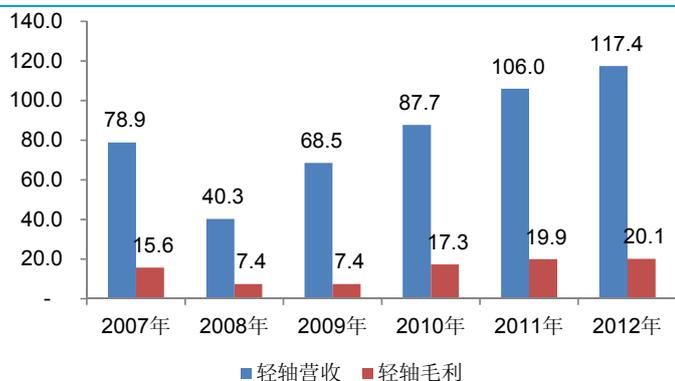
来源: 公司资料、国金证券研究所

图表20: 国内中卡近年销量与增速 (辆)



- **福田康明斯有望推动轻型曲轴持续增长:** 产能释放使公司轻轴销量快速增长, 2011 年轻轴销量为 15.5 万支, 占市场份额仅有约 8%, 主要客户为福田康明斯、东风康明斯、玉柴等。公司给玉柴、东风康明斯等的轻型曲轴的配套, 基本为跟随行业增长, 但福田康明斯自身销量仍处快速上升期, 未来有望成为推动轻轴销量的主要驱动。

图表21: 公司轻型曲轴近期营收与毛利 (百万元)



来源: 公司资料、国金证券研究所

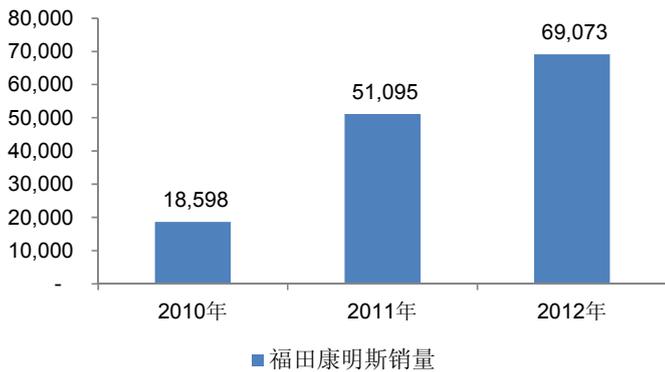
图表22: 国内轻卡近年销量与增速 (辆)



- **福田康明斯可推动轻轴快速增长:** 福田康明斯北京基地规划产能 40 万台, 2012 年销量仅 6.9 万台 (同比增长 35.2%), 增长空间广阔。需求方面, 其 ISF 发动机其当前主要配套欧马可等福田高端轻卡, 亦有部分出口; 未来福田中高端轻卡比例的提升, 以及外配力度的加大, 市场需求非常广阔。公司当前轻型曲轴主要配套福田康明斯, 2009 年与 2011 年各投资福田康明斯 2.8L 与 3.8L 发动机曲轴 15 万只, 预计 2013 年底可达产 30 万只。

中国价值投资网 最多  
www.jztzw.net

图表23: 福田康明斯近年发动机销量(辆)



来源: 公司资料、国金证券研究所

图表24: 福田中高端轻卡销量与占比(辆)

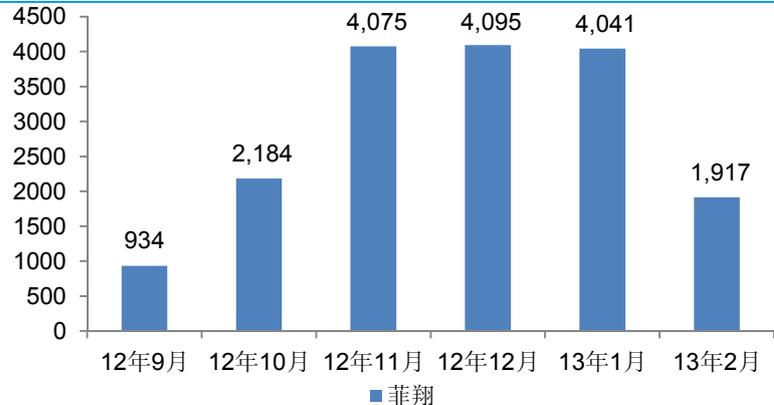


中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

- **菲亚特与萨博等有望推动轿车增长:** 公司当前轿车曲轴仅配套东安动力与上汽乘用车部分车型, 2012年营收仅一千万元。公司2011年的非公开增发项目中, 有10万支产能给菲亚特与萨博配套, 2011年2月又同北汽奔驰签订合作意向书, 承担北奔曲轴的国产化工作, 潜在需求较为饱满。
- **菲亚特将推动轿车曲轴从2013年起快速增长:** 广汽菲亚特首款车菲翔在2012年10月上市, 至今月销量已超4,000辆; 2013-2015年, 广汽菲亚特每年都将有新车型引进, 其目前规划产能也达14万辆, 未来菲亚特-克莱斯勒集团或将在菲亚特投产JEEP车型, 到2015年的规划产能又达20万辆, 空间十分广阔。公司已陆续为菲翔配套, 未来有望扩大配套比例, 前景十分广阔。

图表25: 菲亚特菲翔上市数月来销量(辆)



来源: 中汽协、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

- **国IV有望推动胀断连杆普及率提升, 天润新产品有望得到普及:** 公司2009年成功研发出胀断连杆, 2010年开始陆续配套。普通连杆衔接处为锯齿形状, 密封性能较差; 胀断连杆衔接处为平缓形状, 密封性能较好; 随着未来国IV排放标准的实施, 胀断连杆有望逐步取代普通连杆, 产品普及率有望陆续提高。国内现在胀断连杆供应商相对较少, 天润曲轴的胀断连杆由康明斯辅导开发, 在国内的技术优势十分较为显著; 若产品普及率提升, 公司产品有望迅速得到推广。
- **天润客户优势强大, 配套范围有望陆续扩大:** 连杆是曲轴的配套产品, 都是发动机的重要部件; 作为国内重型曲轴的龙头供应商, 公司与潍柴、康明斯、锡柴、大柴等主要重卡发动机客户已有长期合作关

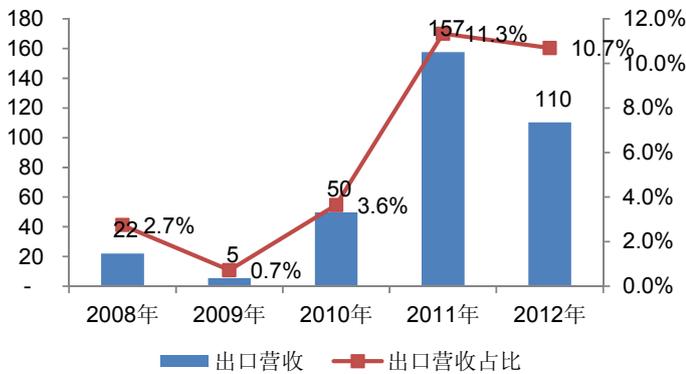
系，且连杆与曲轴可以联合配套，故公司连杆产品已有成熟、可靠的客户渠道，只要产品获得认可，便可迅速打开市场。

**出口业务有望持续增长，售后市场亦有看点**

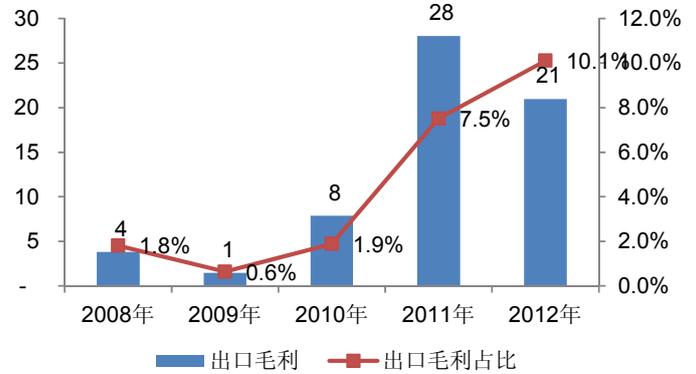
根据的公司战略规划，到 2015 年要实现维修市场、出口、主机配套市场销售收入“2：3：5”的三大市场网络体系，如此即能开拓新的市场区域，又能一定程度上平滑重卡行业大幅波动对公司业绩的影响；如公司到 2015 年可较好地实现既定的战略目标，则未来业绩波动性有望较好地收敛。

- **中国曲轴在全球具有较好竞争优势：**尽管人工成本在持续上涨，但国内零部件企业在成本、配套等方面的优势仍较为显著，只要品质与配套能力能满足国际整车企业的需求，国内部分零部件产品仍极具竞争力。从技术和成本两方面看，我们认为曲轴是国内优势产业：技术方面，曲轴是典型的加工制造业，其虽对制造工艺要求较高，但较发动机、自动变速箱等仍有差异，且国内企业经过努力可以达到国际领先水平，故技术上不输别人；成本方面，按天润的成本结构，人工与折旧分别占比约 10%，原材料占比约 60%，即国内企业可以依靠较低的劳动力与原材料等，获得竞争优势；综合这两方面，我们认为中国曲轴在全球都具有较好的竞争优势。
- **天润出口业务近年快速增长，2012 年有所下滑：**公司 2011 年出口营收 1.57 亿元，占公司总营收的 13.7%，但出口产品主要为中卡，毛利率相对较差，其 2011 年毛利占比仅有 7.5%。2012 年，公司出口营收同比下滑 30%，但毛利率从 17.8% 提升至 19.0%，毛利同比下滑 25.2%，毛利占比从 7.5% 提升至 10.1%。

图表26：公司近年出口营收及其占比（百万元）



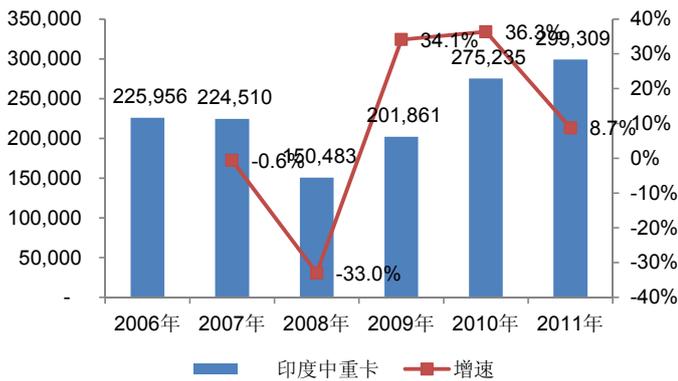
图表27：公司近年出口毛利及其占比（百万元）



来源：公司资料、国金证券研究所

- **未来出口空间广阔：**从配套客户来看，印度利兰是公司第一大的海外客户，另外还部分配套给康明斯、依维柯等。利兰是印度第二大商用车企业，2008 年以来在印度中重卡的份额持续在 20% 左右，竞争优势十分强劲。2012 年，虽然印度经济增速的下滑致中重卡销量整体下滑，但其的成长性显然比中国更好，我们认为未来经济复苏会推动印度需求复苏。值得一提的是，印度的巴特勒是全球的曲轴龙头，公司能打进其总部所在的利兰配套体系，可见公司的竞争优势亦不输巴特勒。随着公司开拓力度的加大，未来给康明斯、依维柯及其他新客户的配套亦有望增长。

图表28: 印度近年中重卡销量与增速 (辆)



图表29: 利兰近年中重卡销量与份额 (辆)



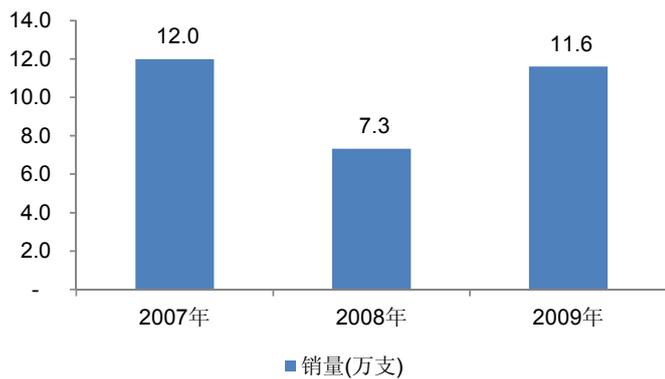
来源: 利兰年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

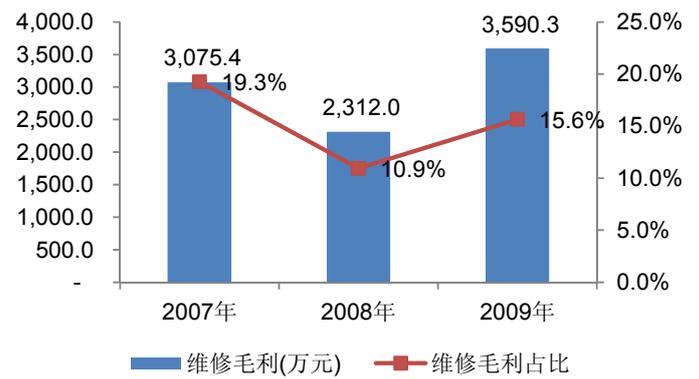
www.jztzw.net

- **售后市场亦有看点:** 公司是上市零部件企业中, 为数不多的规模化开展售后业务的企业; 发动机曲轴根据使用工况不同, 每数万公里便需要更换, 在发动机生命周期内需要更换 1-2 次。2010 年产能不足使公司主动收缩售后战线, 但重卡行业寒冬使公司重拾该市场, 预计未来有望重振雄风。
- **售后市场的毛利贡献一度达到 19%:** 公司在全国拥有 200 多家区域重点代理与专卖店, 2007 年在售后市场的曲轴销量曾达 12 万支, 占公司当年曲轴总销量的 24%; 这其中重型曲轴达 3.6 万支, 占重型曲轴总销量的 14%。从营收与毛利占比看, 2007 年曾分别达 17% 与 19%。
- **产能不足使公司 2009 年起收缩战线, 后市场需重头再来:** 2009 年开始, 商用车尤其是重卡行业销量进入爆发期, 公司原本就已捉襟见肘的产能问题更加突出; 为保主机市场份额, 公司逐步放弃售后市场, 使得 2010 年开始售后市场销量大幅下滑。2012 年, 重卡行业的寒冬使公司重新关注售后市场, 考虑到未来较大的产能投放, 公司已显著加大售后市场力度, 未来有望重振雄风。

图表30: 公司 2007-2009 年维修市场销量 (万支)



图表31: 公司 2007-2009 年维修毛利与占比



来源: 公司资料、国金证券研究所

注: 2009 年维修数据均为“2009H1\*2”而来

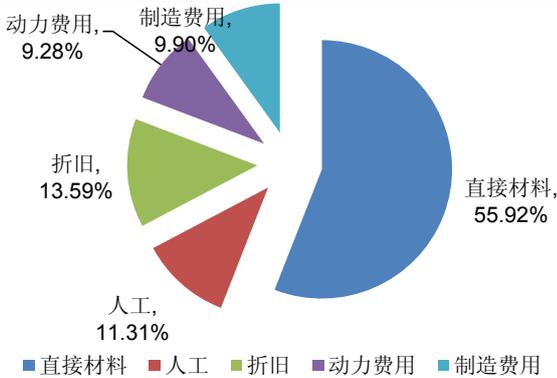
www.jztzw.net

折旧与职工薪酬费率提升较快, 营收增长可消化盈利能力隐忧

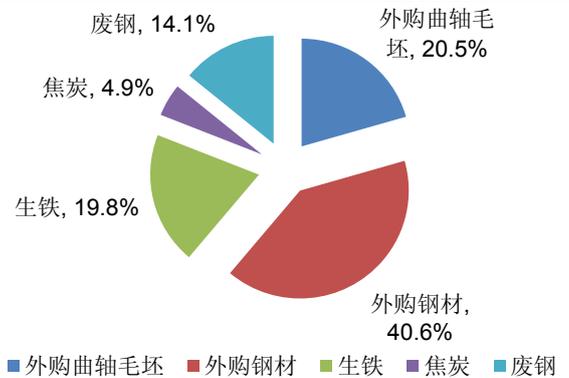
下游需求为盈利能力核心, 折旧与人工费率均依附营收

- **原材料占成本比重较高：**公司属为典型的零部件制造业，原材料占营业成本比重达 55.9%，其余四项按比重依次为折旧、人工、制造费用与动力费，各项占比在 9%-14%间。公司产品分为锻钢曲轴与铸铁曲轴两种，故钢材与生铁是主要的直接材料，另外还有部分外购的曲轴毛坯，2009 年三者占比分别为 41%、20%与 21%；随着公司锻件自制率的提升，外购钢材的占比将有所提升，而曲轴毛坯的比例则将有所下滑。

图表32：公司 2012 年营业成本构成分拆



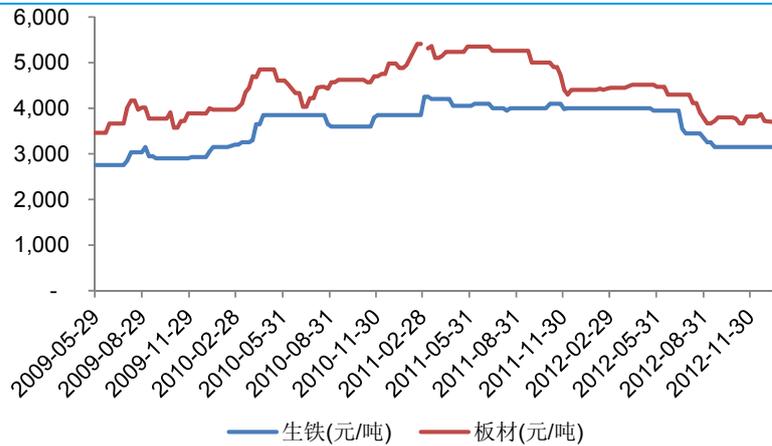
图表33：公司 2009 年直接材料构成分拆



来源：公司资料、国金证券研究所

- **钢价短期波动幅度有限，对盈利能力影响较小：**生铁和钢材价格自 2012 年以来呈下行趋势，虽然第四季度价格有所回升，但当前仍处于相对低位。从现在来看，PPI 降幅呈逐步收窄趋势，如果未来宏观经济有所起色，则下游需求的回暖将带动钢价的回升；如经济仍然低迷，则钢价将延续当前低位波动趋势。整体而言，若重卡销量回升，则公司在销量改善的同时将面临原材料价格的压力；当然与产能利用率及产品价格对业绩的弹性相比，原材料价格的波动则相对次要。

图表34：公司主要原材料价格走势（元/吨）

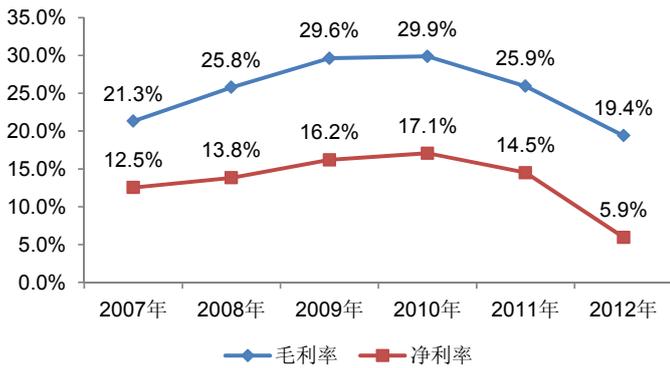


来源：聚源、国金证券研究所

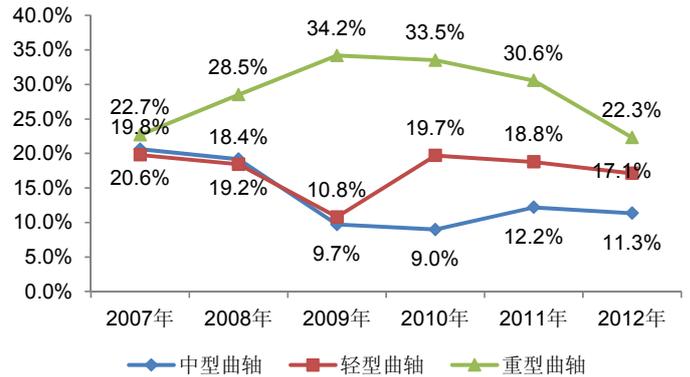
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

- **重卡需求低迷使公司盈利能力受压：**我们认为，公司盈利能力的核心是下游需求，以及其带来的产能利用率、价格等，而这当中又以重卡为最。2011 年以来，受重卡行业低迷、公司折旧费率增加等因素影响，公司盈利能力开始逐步回落；2012 年毛利率与净利率仅有 19.4%与 5.9%，较 2011 年分别下滑 6.5 与 8.6 个百分点。分产品看，轻型与中型曲轴较为平稳，2010 年以来分别维持在 17%-20%与 9%-12%；重型曲轴下滑较快，2012 年仅有 22.3%，较 2011 年下滑 8.3 个点。

图表35: 公司近年毛利率与净利率



图表36: 公司近年分产品毛利率



来源: 公司资料、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

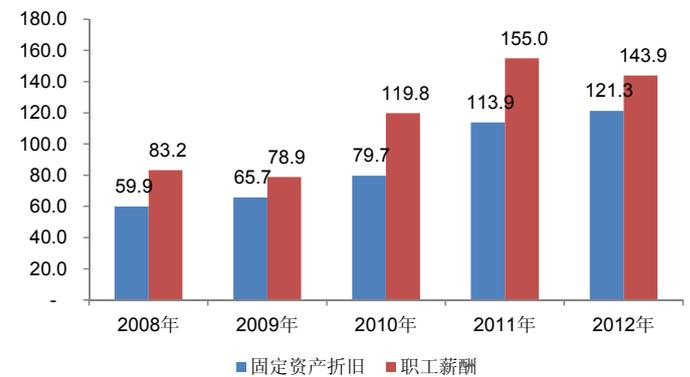
www.jztzw.net

- **人工与折旧费率依附营收变化:** 从2010年到2012年,公司折旧与职工薪酬的费率大幅攀升(费用/营收),其中折旧费率从5.7%升至11.3%,职工薪酬费率从8.6%升至13.5%,分别增长4.9与5.6个点,共10.5个百分点;与此同时,公司毛利率下跌10.5个百分点,可以说二者是公司近年毛利率下滑的主因。分拆来看,两者2012年绝对额比2011年并未增长,但两项费率仍分别提升2.9与3.5个百分点,背后的关键原因是营收的快速下滑。2012年,公司营收同比下滑27%,两项费率近6.4个点的增幅基本全为营收下滑所致。所以说,人工与折旧费率依附营收而变化,下文将对此进行详细测算。

图表37: 公司近年折旧与职工的费率的变化



图表38: 公司近年折旧与职工薪酬(百万元)



来源: 公司资料、国金证券研究所

注: 因公司每年应付职工薪酬余额变动极小, 故用当年职工薪酬相关现金代替当年的职工薪酬

毛坯自制率提高带来积极作用, 营收增长可消除盈利能力隐忧

- **毛坯自制率有望提升:** 公司曲轴分为铸造的球墨曲轴与锻造的锻钢曲轴, 锻钢曲轴主要为重型曲轴, 其余的中型、轻型、轿车等曲轴则以铸造为主, 对应的毛坯分别由铸造与锻造两种工艺。公司从2011年开始陆续投产锻造线与铸造线, 以有效提升毛坯自制能力, 从而可享受全产业链的盈利:
- **50-150kg 锻造线 2013 年初投产, 锻件即将实现全部自制:** 公司2011年开工35万支的PZS750锻造线, 主要生产50-150kg的曲轴毛坯, 主要配套锡柴(30万只)与康明斯(5万只)。2013年初, 该锻造线即将完工投产, 公司锻造毛坯产能从50万只提升至85万只,

并实现从 50-150kg 重量的全产品毛坯自制能力，可有效提高锻件自制率，节约外购毛坯的成本。

图表39: 公司主要锻造曲轴毛坯生产线

锻造线	型号	产能(万支)	投产时间
德国beche锻造线	130-150kg	20	2010年前
德国128N锻造线	100-150kg	30	2011年
PZS750锻造线	50-150kg	35	2013年
合计		85	

来源: 公司资料、国金证券研究所

- **新铸造线将在 2014 年投产:** 公司 2012 年新建 4 万吨静压铸造线，主要为中型、轻型、轿车等曲轴提供铸造毛坯，铸造件的自制率也有望在 2014 年起逐步提升。

- **在建工程转固将带来较大折旧压力:** 前文已经提到，公司 2010 年以来折旧/营收比例上升较快，使盈利能力受到较大影响，我们认为该趋势在未来仍将持续。分阶段看，我们认为公司 2012-2013 年新增折旧压力相对较小，但 2014 年非公开增发项目转固后折旧压力明显增加:

- **未来折旧金额将显著增加:** 公司 2012 年底在建工程 12.6 亿元，固定资产净值 12.3 亿元；非公开增发承诺投资 10.35 亿元，截至 2012 年底已投资 6.85 亿元，即未来还将新增 3.5 亿元，预计 2014 年底非流动资产约 28.4 亿元。按公司当前约 11% 的年固定资产折旧率，预计 2015 年折旧约为 2.7 亿元，是 2012 年折旧额的 2 倍多。

图表40: 公司近年固定资产与在建工程



来源: 公司资料、国金证券研究所

图表41: 公司近年固定资产折旧率



注: 2012 H1 的折旧率为上半年折旧\*2/当期营收

- **人工与折旧成本基本确定，收入增长可消除毛利率隐忧:** 根据我们的弹性测算，在中性预测前提下，公司未来折旧费率将有所提升，但职工薪酬费率将有所下滑，总体来看对毛利率的影响将较小。

- **折旧费用增加较多:** 根据公司主要项目的建设进程，我们预测公司 2013-2015 年底固定资产净值分别为 16.2、21.2 与 28.4 亿元，按 11% 的折旧率测算，2013-2015 年折旧额分别为 1.56、2.05 与 2.72 亿元。

- **职工薪酬计划 10 年倍增:** 十八大报告指出到 2020 年要实现 GDP 与城乡居民收入较 2010 年翻倍，公司也表示要达到十八大的目标；公司 2011 年职工薪酬增长 30%，实现倍增目标未来 9 年复合增速只需 6% 即可，我们按 10% 假设公司未来职工薪酬增速。

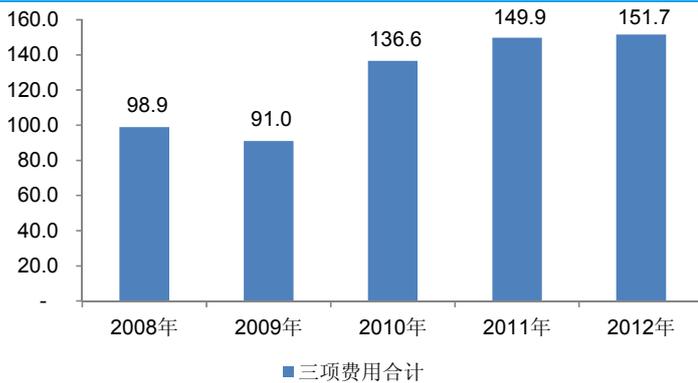
图表42: 公司未来数年折旧与人工费率敏感性测算

(百万元)	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
年末在建工程	733	1,261	1,071	721	-
年末固定资产	1,008	1,226	1,616	2,116	2,837
折旧率	11.3%	10.8%	11.0%	11.0%	11.0%
当年折旧	113.9	121.3	156.3	205.3	272.4
营收预测-保守			1,300	1,500	1,700
营收预测-中性	1,457	1,100	1,350	1,650	1,900
营收预测-乐观			1,500	1,900	2,300
折旧费率-保守			12.0%	13.7%	16.0%
折旧费率-中性	7.8%	11.0%	11.6%	12.4%	14.3%
折旧费率-乐观			10.4%	10.8%	11.8%
职工薪酬	155.0	143.9	158.3	174.1	191.5
折旧费率-保守			12.2%	11.6%	11.3%
折旧费率-中性	10.6%	13.1%	11.7%	10.6%	10.1%
折旧费率-乐观			10.6%	9.2%	8.3%

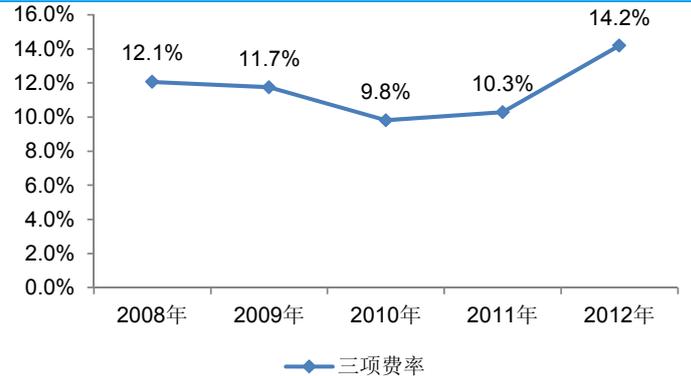
来源: 公司资料、国金证券研究所

- 三项费用率有望随营收增长而下滑: 2012年, 三项费用(管理、销售、财务)合计为1.52亿元, 与2011年的1.50亿元基本持平; 但因当年营收大幅下滑26.6%, 使三项费率提升3.9个百分点至14.2%。2013年起, 公司营收将因重卡行业复苏、产品横向拓展等快速增长, 即使三项费用总额有所增长, 三项费率也将较2012年有所下滑。

图表43: 公司近年三项费用合计(百万元)



图表44: 公司近年三项费用率变化



来源: 公司资料、国金证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

- 我们预测公司2013-2015年销售收入分别为13.6、16.5与20.0亿元, 分别增长27.6%、21.4%、20.9%; 归属母公司净利润分别为1.08、1.61、2.17亿元, 分别增长69.8%、49.1%、34.8%, 对应的EPS分别为0.19、0.29、0.39元。

### 关键假设如下:

- 重卡行业2013年销量同比增长10%, 重型曲轴行业2013年销量同比增长约20%, 公司作为行业龙头, 增速基本与行业持平;
- 横向拓展较为顺利, 轿车曲轴依靠广汽菲亚特销量增长, 2013年销量约10万支; 连杆产品拓展顺利, 预计2013年销量达40万根;

- 收入增长抵消折旧与职工薪酬增长带来的负面影响，预计 2013-2014 年折旧与职工薪酬费率合计持续下滑，预计公司 2013-2015 年综合毛利率分别为 21.4%、22.5%与 23.1%。

### 估值与投资建议

- 公司当前股对应 2013-2014 年 PE 分别为 36.6 与 24.5，如仅从 PE 看估值显然过高；重卡为强周期行业，而当前行业仍在底部附近，当前 PE 并不能较好反应公司真实投资价值。结合 PB 来看，当前股价对应 2012-2013 年 PB 为 1.32 与 1.28 倍，仍具有一定的安全边际。
- 我们认为，2013 年重卡需求改善已基本确定，仅幅度与时点仍有待观察，且有国 VI 实施时间的不确定性在干扰。曲轴为发动机核心配件，作为重型曲轴龙头，若行业持续复苏则公司可充分受益，故我们给予公司“增持”评级。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

### 风险提示

#### 重卡行业复苏低于预期的风险

- 公司业绩取决于重卡行业整体景气程度，尽管从当前看 2013 年重卡行业需求改善趋势已较为明确，但若未来宏观经济政策出现反复或者成品油价价格重现大幅上涨，重卡行业需求回升可能低于预期，由此公司业绩改善也可能难达预期。

#### 钢材等原材料价格大幅上涨风险

- 2013 年初，钢材、橡胶等原材料价格仍处于低位，有利于维持较好的盈利能力。但若钢材等原材料价格重现大幅上涨，企业盈利能力将难以回升，业绩增长也将难达预期。

#### 产品与市场横向拓展低于预期的风险

- 公司在国内重型曲轴市场份额已达 30%-40%，这块的增长更多需要是跟随行业波动，未来的持续增长需要依靠连杆与轿车曲轴的产品拓展，以及海外、售后等的市场拓展。如果产品与市场拓展低于预期，则将影响公司长期增长空间。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图表45: 天润曲轴分业务盈利预测

项 目	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>重型曲轴</b>								
平均售价(元/件)	2,218.0	2,175.1	2,203.6	2,177.2	2,186.8	2,180	2,200	2,180
增长率(YOY)	N/A	-1.94%	1.31%	-1.20%	0.44%	-0.31%	0.92%	-0.91%
销售数量(辆)	28.7	26.6	49.4	45.2	30.0	40.20	46.23	50.85
增长率(YOY)	N/A	-7.12%	85.51%	-8.57%	-33.63%	34.00%	15.00%	10.00%
销售收入(百万元)	636.4	579.6	1,089.4	984.1	656.0	876.36	1,017.06	1,108.60
增长率(YOY)	N/A	-8.92%	87.95%	-9.67%	-33.33%	33.58%	16.06%	9.00%
毛利率	28.50%	34.19%	33.50%	30.58%	22.30%	27.00%	29.00%	30.00%
毛利(百万元)	181.37	198.18	364.95	300.89	146.29	236.62	294.95	332.58
增长率(YOY)	N/A	9.27%	84.15%	-17.55%	-51.38%	61.74%	24.65%	12.76%
占总销售额比重	77.62%	74.81%	78.18%	67.54%	61.38%	60.24%	57.76%	52.40%
占主营业务利润比重	85.80%	86.35%	87.67%	79.63%	70.55%	72.24%	70.13%	64.54%
<b>中型曲轴</b>								
平均售价(元/件)	823.0	827.6	948.8	1,231.2	1,240.0	1,250.0	1,250.0	1,250.0
增长率(YOY)	N/A	0.56%	14.64%	29.76%	0.72%	0.80%	0.00%	0.00%
销售数量(辆)	6.9	5.5	8.0	14.5	11.0	13.20	15.84	19.01
增长率(YOY)	N/A	-19.98%	44.90%	82.01%	-24.38%	20.00%	20.00%	20.00%
销售收入(百万元)	56.7	45.7	75.8	179.1	136.4	165.00	198.00	237.60
增长率(YOY)	N/A	-19.53%	66.11%	136.17%	-23.83%	20.96%	20.00%	20.00%
毛利率	19.18%	9.70%	8.98%	12.19%	11.34%	12.00%	13.00%	14.00%
毛利(百万元)	10.88	4.43	6.81	21.83	15.47	19.80	25.74	33.26
增长率(YOY)	N/A	-59.28%	53.72%	220.56%	-29.13%	27.98%	30.00%	29.23%
占总销售额比重	6.92%	5.89%	5.44%	12.29%	12.76%	11.34%	11.24%	11.23%
占主营业务利润比重	5.15%	1.93%	1.64%	5.78%	7.46%	6.05%	6.12%	6.46%
<b>轻型曲轴</b>								
平均售价(元/件)	534.4	552.0	653.4	684.4	690.4	700.0	700.0	700.0
增长率(YOY)	N/A	3.30%	18.37%	4.75%	0.87%	1.40%	0.00%	0.00%
销售数量(辆)	7.5	12.4	13.4	15.5	17.0	19.55	23.46	28.15
增长率(YOY)	N/A	64.75%	8.15%	15.34%	9.79%	15.00%	20.00%	20.00%
销售收入(百万元)	40.3	68.5	87.7	106.0	117.4	136.85	164.22	197.06
增长率(YOY)	N/A	70.19%	28.02%	20.82%	10.74%	16.60%	20.00%	20.00%
毛利率	18.43%	10.80%	19.70%	18.78%	17.12%	18.00%	19.00%	20.00%
毛利(百万元)	7.42	7.40	17.28	19.90	20.09	24.63	31.20	39.41
增长率(YOY)	N/A	-0.27%	133.51%	15.16%	0.98%	22.58%	26.67%	26.32%
占总销售额比重	4.91%	8.84%	6.30%	7.27%	10.98%	9.41%	9.33%	9.31%
占主营业务利润比重	3.51%	3.22%	4.15%	5.27%	9.69%	7.52%	7.42%	7.65%
<b>轿车曲轴</b>								
平均售价(元/件)	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0
增长率(YOY)	N/A	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售数量(辆)	3.58	9.69	5.72	1.71	2.18	10.92	16.38	24.57
增长率(YOY)	N/A	170.73%	-40.94%	-70.13%	27.73%	400.0%	50.00%	50.00%
销售收入(百万元)	17.9	48.5	28.6	8.6	10.9	54.60	81.91	122.86
增长率(YOY)	N/A	170.73%	-40.94%	-70.13%	27.73%	400.00%	50.00%	50.00%
毛利率	15.47%	27.86%	26.83%	18.48%	16.14%	16.00%	18.00%	20.00%
毛利(百万元)	2.77	13.50	7.68	1.58	1.76	8.74	14.74	24.57
增长率(YOY)	N/A	387.36%	-43.11%	-79.43%	11.55%	395.71%	68.75%	66.67%
占总销售额比重	2.18%	6.25%	2.05%	0.59%	1.02%	3.75%	4.65%	5.81%
占主营业务利润比重	1.31%	5.88%	1.84%	0.42%	0.85%	2.67%	3.51%	4.77%
<b>其他</b>								
销售收入(百万元)	68.6	32.5	111.9	179.2	148.0	222.07	299.80	449.69
增长率(YOY)	N/A	-52.66%	244.25%	60.23%	-17.39%	50.00%	35.00%	50.00%
毛利率	13.04%	18.49%	17.50%	18.77%	16.04%	17.00%	18.00%	19.00%
毛利(百万元)	8.95	6.01	19.58	33.64	23.74	37.75	53.96	85.44
增长率(YOY)	N/A	-32.84%	225.80%	71.83%	-29.42%	59.00%	42.94%	58.33%
占总销售额比重	8.37%	4.19%	8.03%	12.30%	13.85%	15.26%	17.02%	21.25%
占主营业务利润比重	4.23%	2.62%	4.70%	8.90%	11.45%	11.53%	12.83%	16.58%
销售总收入(百万元)	820	775	1,393	1,457	1,069	1,455	1,761	2,116
销售总成本(百万元)	609	545	977	1,079	861	1,127	1,340	1,601
毛利(百万元)	211	230	416	378	207	328	421	515
平均毛利率	25.78%	29.63%	29.88%	25.93%	19.40%	22.51%	23.88%	24.35%

来源: 公司资料、国金证券研究所

www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1,393	1,457	1,069	1,363	1,633	1,895	货币资金	163	758	455	600	600	600
增长率		4.6%	-26.6%	27.6%	19.8%	16.1%	应收款项	489	632	528	785	767	741
主营业务成本	-977	-1,079	-861	-1,072	-1,265	-1,456	存货	283	593	612	734	693	758
%销售收入	70.1%	74.1%	80.6%	78.6%	77.5%	76.9%	其他流动资产	131	170	177	317	303	302
毛利	416	378	207	291	367	439	流动资产	1,066	2,152	1,772	2,436	2,363	2,401
%销售收入	29.9%	25.9%	19.4%	21.4%	22.5%	23.1%	%总资产	45.0%	52.8%	39.9%	38.9%	38.9%	40.1%
营业税金及附加	-3	-1	0	-1	-1	-1	长期投资	0	0	0	1	40	90
%销售收入	0.3%	0.0%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	固定资产	1,211	1,742	2,487	2,823	2,671	2,459
营业费用	-43	-43	-45	-52	-59	-64	%总资产	51.1%	42.8%	56.1%	45.1%	43.9%	41.0%
%销售收入	3.1%	3.0%	4.2%	3.80%	3.60%	3.40%	无形资产	88	177	175	181	186	191
管理费用	-84	-105	-107	-116	-126	-129	非流动资产	1,303	1,921	2,665	3,828	3,716	3,590
%销售收入	6.0%	7.2%	10.0%	8.50%	7.70%	6.80%	%总资产	55.0%	47.2%	60.1%	61.1%	61.1%	59.9%
息税前利润 (EBIT)	286	229	55	123	182	244	<b>资产总计</b>	<b>2,369</b>	<b>4,074</b>	<b>4,437</b>	<b>6,264</b>	<b>6,079</b>	<b>5,992</b>
%销售收入	20.5%	15.7%	5.2%	9.0%	11.1%	12.9%	短期借款	60	329	661	875	404	211
财务费用	-10	-2	0	-5	0	7	应付款项	546	788	705	889	882	862
%销售收入	0.7%	0.1%	-0.01%	0.33%	-0.02%	-0.38%	其他流动负债	-10	-56	7	1,193	1,373	1,323
资产减值损失	-10	-1	0	-4	-3	-4	流动负债	595	1,061	1,374	2,957	2,658	2,396
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	18	27	30	254	275	300
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>614</b>	<b>1,088</b>	<b>1,404</b>	<b>3,211</b>	<b>2,933</b>	<b>2,696</b>
营业利润	266	226	55	115	179	248	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,707</b>	<b>2,929</b>	<b>2,976</b>	<b>2,992</b>	<b>3,076</b>	<b>3,214</b>
营业利润率	19.1%	15.5%	5.2%	8.4%	11.0%	13.1%	少数股东权益	48	57	57	62	70	82
营业外收支	8	15	15	15	15	15	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,369</b>	<b>4,074</b>	<b>4,437</b>	<b>6,264</b>	<b>6,079</b>	<b>5,992</b>
税前利润	274	241	70	130	194	263	<b>比率分析</b>						
利润率	19.7%	16.6%	6.6%	9.5%	11.9%	13.9%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-36	-30	-7	-17	-25	-34	<b>每股指标</b>						
所得税率	13.3%	12.4%	9.5%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	0.924	0.362	0.113	0.193	0.287	0.387
净利润	238	211	63	113	169	229	每股净资产	7.114	5.236	5.320	5.349	5.499	5.745
少数股东损益	16	9	0	5	8	12	每股经营现金净流	1.615	0.071	0.239	0.635	1.137	0.584
归属于母公司的净利润	222	203	63	108	161	217	每股股利	0.070	0.100	0.030	0.130	0.130	0.130
净利率	15.9%	13.9%	5.9%	7.9%	9.8%	11.4%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	12.98%	6.92%	2.13%	3.60%	5.22%	6.74%
							总资产收益率	9.36%	4.98%	1.43%	1.72%	2.64%	3.62%
							投入资本收益率	13.65%	6.06%	1.35%	2.65%	4.32%	5.84%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	79.85%	4.56%	-26.64%	27.56%	19.76%	16.07%
							EBIT增长率	104.31%	-19.71%	-75.97%	123.00%	47.98%	34.30%
							净利润增长率	96.15%	-8.55%	-68.69%	69.82%	49.07%	34.80%
							总资产增长率	20.78%	71.93%	8.91%	41.20%	-2.96%	-1.44%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	56.3	77.2	100.1	100.0	80.0	70.0
							存货周转天数	95.1	148.2	255.3	250.0	200.0	190.0
							应付账款周转天数	49.9	95.9	151.6	150.0	120.0	100.0
							固定资产周转天数	232.0	252.6	418.8	337.7	315.0	307.6
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-5.86%	-14.38%	6.80%	9.02%	-6.23%	-11.79%
							EBIT利息保障倍数	29.8	110.9	-618.4	27.0	-468.8	-33.9
							资产负债率	25.90%	26.70%	31.64%	51.25%	48.25%	45.00%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	3	4	8	15
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.06	2.09

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)