



Research and
Development Center

行业复苏带来产能释放及业绩大幅增长预期

—— 天润曲轴（002283.sz）深度报告

2013年07月18日

邢海芝

汽车行业分析师

证券研究报告

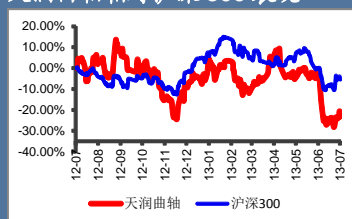
公司研究——首次覆盖

天润曲轴 (002283.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

天润曲轴相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2013-07-17)

收盘价(元)	5.07
52 周内股价波动区间(元)	7.47-4.49
最近一月涨跌幅(%)	-21.52
总股本(亿股)	5.5941
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	28.36

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院
1 号楼 6 层研究开发中心

邮编：100031

邢海芝 行业分析师

执业编号：S1500510120007

联系电话：+86 10 63081259

邮箱：xinghaizhi@cindasc.com

相关研究

《季节性调整带来最后的介入机会》

2013.06.19

《行业将走出低谷，投资机会已显现》

2012.12.25 (行业年度报告)

《利润下降预期或带来布局性机会》

2012.2.10 (行业年度报告)

行业复苏带来产能释放及业绩大幅增长预期

天润曲轴深度报告

2013 年 07 月 18 日

本期内容提要：

细分行业的龙头企业：曲轴行业的增长具有下游汽车行业增长与产业集中度提升的双重支撑，公司是独立的曲轴生产企业，具有技术和客户资源的竞争优势。

公司经营目前处于周期性的低谷阶段：下游商用车增长正处于深度调整周期，影响公司业务增长，而公司产能建设也正在进行中，短期折旧摊销压力依然较大，公司业绩处于近年来的最低水平。

产能提升与市场开拓提升公司业务及业绩想象空间：产能规模将从目前的约 100 万支提高到约 170 万支，而与下游主机厂商同步扩张能够保证需求对产能释放的确定性。如果公司未来产能利用率能够达到 90% 左右，即销量达到约 150 万支曲轴，则届时的最大利润潜力预期可增长到 2012 年的 4.7 倍左右，即使保守估计，也约有 3.6 倍左右。

商用车复苏预期是公司业绩增长的催化剂：行业 2013 年将走出低谷，步入周期性的复苏阶段，同时，公司估值正处于其历史估值波动区间的底部。

盈利预测：预计 2013-2015 年实现营收分别约 13.65 亿元、17.68 亿元和 19.89 亿元，实现归母净利润分别约 1.40 亿元、2.20 亿元和 2.96 亿元，相应的 EPS 分别约 0.25 元、0.39 元和 0.53 元，对应当前股价（5.07 元，7 月 17 日）的 PE 分别为 20 倍、13 倍和 10 倍。

估值及投资评级：基于公司净现金流的绝对估值约为 30.46 亿元，折合每股价值约为 5.44 元，与当前公司股价基本一致，但基于相对估值来看，公司股价有所低估，考虑到其业绩增长的预期，公司股价或存在一定的溢价预期，给予公司“增持”评级。

风险因素：宏观经济风险；产能建设滞后风险；新业务开拓不达预期风险；原材料风险。

公司报告首页财务数据

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	1,456.89	1,068.77	1,364.70	1,767.62	1,988.57
增长率 YoY %	4.56%	-26.64%	27.69%	29.52%	12.50%
净利润(百万元)	202.71	63.48	139.86	220.11	295.56
增长率 YoY %	-8.55%	-68.69%	120.33%	57.38%	34.28%
毛利率 %	25.93%	19.40%	23.50%	25.00%	27.00%
净资产收益率 ROE %	8.74%	2.15%	4.65%	7.10%	9.15%
每股收益 EPS(元)	0.51	0.11	0.25	0.39	0.53

市盈率 P/E(倍)	14	45	20	13	10
市净率 P/B(倍)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9

资料来源: WIND, 信达证券研发中心预测 注: 股价为2013年07月17日收盘价。

目 录

投资聚焦	1
主要内容	1
投资逻辑	1
有别于大众的认识	1
股价催化剂	2
关键假设、盈利预测	2
主要风险	2
投资评级	2
首次覆盖给予“增持”评级，暂不设定目标价格	2
风险因素	3
盈利预测与估值	4
基本假设与收入预测	4
公司估值	4
细分行业的龙头企业	6
曲轴行业的增长具有下游汽车行业增长与产业集中度提升的双重支撑	6
公司是独立的曲轴生产企业，具有技术和客户资源的竞争优势	8
公司经营目前处于周期性的低谷阶段	10
下游商用车增长正处于深度调整周期，影响公司业务增长	11
公司产能建设正在进行中，短期折旧摊销压力依然较大	12
产能提升与市场开拓提升公司业务及业绩想象空间	14
产能规模将从目前的约 100 万支提高到约 170 万支	14
与下游主机厂商同步扩张从而保证需求对产能释放的确定性	15
公司未来三年最大利润潜力预期可增长到 2012 年的 2.6 倍	16
商用车复苏预期是公司业绩增长的催化剂	17
行业 2013 年将走出低谷，步入周期性的复苏阶段	17
公司估值正处于其历史估值波动区间的底部	18

图 目 录

图 1: 天润曲轴与汽车及零部件板块 PB 对比	6
图 2: 天润曲轴与汽车及零部件板块 PE 对比	6
图 3: 曲轴、连杆、活塞示意图	7
图 4: 曲轴部件结构图	7
图 5: 天润曲轴业务关系图	9
图 6: 天润曲轴近年研发费用投入及占比情况 (万元, %)	9
图 7: 天润曲轴近年发明及实用新型专利获得情况 (件)	9
图 8: 商用车行业历年销量及增长情况 (万辆, %)	11
图 9: 天润曲轴近年主营业务收入结构变化 (万元)	11
图 10: 天润曲轴近年营收及增长情况 (万元, %)	12
图 11: 天润曲轴近年归属于母公司净利润及增长情况 (万元, %)	12
图 12: 天润曲轴近年固定资产/在建工程变化 (亿元)	13
图 13: 天润曲轴近年经营/投资净现金流变化 (亿元)	13
图 14: 天润曲轴近年净利润及折旧占比 (亿元, %)	13
图 15: 天润曲轴近年盈利能力情况变化 (%)	13
图 16: 天润曲轴近年和预期可利用产能及增长情况 (万支, %)	15
图 17: 近 20 年 GDP 增速与汽车行业增速对比 (%)	17
图 18: 主要乘用车企业近年产能变化情况 (万辆, %)	18
图 19: 主要中重卡企业近年产能变化情况 (万辆, %)	18

表 目 录

表 1: 天润曲轴 FCFE 估值法参数与估值结果	5
表 2: 天润曲轴 FCFE 估值敏感性分析	5
表 3: 国内主要曲轴生产企业近年产量 (万支)	8
表 4: 主要曲轴企业及配套主机厂商情况	10
表 5: 天润曲轴近年在建项目情况	12
表 6: 天润曲轴近年在建项目对应产能变化情况	14
表 7: 天润曲轴未来利润空间估算	16
表 8: 天润曲轴估值波动变化一览	18

投资聚焦

主要内容

我们对天润曲轴的投资价值特征进行了分析。首先，我们认为，公司属于曲轴行业的龙头企业，具有技术和客户资源等方面的竞争优势，同时，曲轴行业的增长具有下游汽车行业增长与产业集中度提升的双重支撑，因此，我们总体看好公司未来的中长期增长。但由于公司所属下游商用车增长正处于深度调整周期，影响到了其业务的短期增长和预期，同时公司也正处于新一轮产能扩张过程中，短期折旧摊销等压力使得业绩也处于近年的低谷阶段，这也是影响公司短期市场价格的重要因素。

如果从未来行业复苏及产能的释放预期看，我们也认为，公司未来三年最大利润潜力预期可在 2013 年预期利润基础上再翻倍，是 2012 年利润的 4.7 倍，即使是保守估计也会是 2013 年预期利润的 1.6 倍左右，是 2012 年利润的 3.6 倍。这其中，公司产能规模将从目前的约 100 万支提高到约 170 万支，而与下游主机厂商包括新开发客户的同步扩张特征能够保证其业务需求对产能释放的确定性。

我们认为，商用车复苏预期是公司业绩增长的催化剂，而行业 2013 年将开始走出低谷，步入周期性的复苏阶段。同时，公司基于 2013 年预期的 PE、PB 分别为 20 倍和 0.9 倍，基本处于其历史估值波动区间的底部。

投资逻辑

基于行业景气周期恢复背景下，龙头类、且利润弹性较大的公司显然更应得到关注，它们能够充分受益于行业的增长，同时业绩的爆发性也更为明显，因此潜在估值提升空间也较大，基于此，我们寻找并挖掘了长安汽车、福田汽车、江淮汽车等作为 13 年行业重新被市场认可下首推类投资机会。天润曲轴作为一个零部件企业，尽管绝对规模并不大，但也是所属曲轴行业的龙头企业，重要的是，公司业务增长与下游商用车增长具有显著的一致性，随着商用车行业的复苏以及公司产能扩张的完成，天润曲轴业绩的大幅增长也具有较大的确定性，因此值得关注。

但同时，我们也认为，估值依然是需要考虑的重要因素，尽管公司相对估值并不高，但除非公司的销量增长和盈利能力的恢复超预期，否则基于绝对估值来看，公司当前股价也基本合理。综合来看，公司股价向下具有一定的支撑，而业绩的提升预期或可带来短期估值溢价的可能。

有别于大众的认识

我们认为商用车行业从 2013 年开始的复苏预期进一步增强，且幅度上有可能达到 10%以上。

关于公司业务，我们认为业务增长与下游商用车行业增长具有显著的一致性，且公司客户已基本固定，公司产能及业务的增长基本都是同步于下游主机厂商的扩张，因此不存在面临和开拓客户的问题，公司业绩增长的不确定性外部因素来看只取决于下游整车行业的增长情况。

估值方面，我们认为基于潜在可预期的盈利能力情况，公司当前股价基本合理，但如果考虑到行业和公司业绩的复苏预期及相对较大的幅度，或可带来短期估值溢价的可能，因此值得关注。

股价催化剂

行业景气恢复预期进一步明确；公司业绩大幅度增长。

关键假设、盈利预测

我们预计天润曲轴 2013-2015 年实现营业收入分别约 13.65 亿元、17.68 亿元和 19.89 亿元，毛利率分别为 23.50%、25.00%和 27.00%；实现归属于母公司净利润分别约 1.39 亿元、2.20 亿元和 2.96 亿元，相应的 EPS 分别约 0.25 元、0.39 元和 0.53 元，净资产收益率分别约 4.65%、7.10%和 9.15%。

主要风险

1、宏观经济风险；2、产能建设滞后风险；3、新业务开拓不达预期风险；4、原材料风险。

投资评级

首次覆盖给予“增持”评级，暂不设定目标价格

行业正逐步走出低谷，公司股价依然处于历史低位

行业 2013 年走出低谷的预期已进一步得到确认。公司基于 2013 年预期的 PE 约为 20 倍，PB 只有 0.9 倍，且总体处于历史的低位水平。我们认为，市场过高地估计了行业增长下滑对公司价值的影响。

公司未来三年最大利润潜力预期可在 2013 年预期利润基础上再翻倍

我们认为，随着公司新建产能的逐步达产，并产能利用率的逐步提升，公司未来三年即到 2015 年销量及营收应能增长到 2012

年的近一倍左右。同时，产能利用率及规模化效益的提升，也有助于公司销售利润率的恢复，如果公司利润率能恢复到 15%，约为 2009-2011 年三年的平均水平，那么公司届时可实现的净利润就可达到约 2.96 亿元，是 2013 年预期利润的 2 倍左右。

尽管相对估值显示公司股价有所低估，但基于绝对估值的结果表明公司股价基本合理

公司基于 2013 年每股收益的 PE 约为 20 倍，略高于汽车零部件板块的 15 倍，也高于整体汽车板块的 12 倍，PB 方面，当前公司 PB 约为 0.9 倍，低于汽车零部件板块的 1.8 倍，也低于整体汽车板块的 1.6 倍，总体来看，与同类公司相比，公司股价有所低估。但基于绝对估值的结果及敏感性分析，我们认为公司的合理估值约为 5.44 元，与当前股价基本相当。

如果考虑到公司未来业绩增长的空间和提升幅度，我们认为，公司股价也存在一定的溢价预期，同时相对较低的 PB 也使得公司当前股价具有相当的安全边际。综合给予“增持”评级。

风险因素

- 1、受国家整体经济环境特别是固定资产投资增速波动的影响，公司所属行业增长当前还存在一定的不确定性因素。
- 2、公司产能建设进度滞后，影响销量的提升。
- 3、公司新业务如轿车曲轴、船用曲轴市场增长不达预期。
- 4、原材料价格上行的可能。

盈利预测与估值

基本假设与收入预测

我们根据公司历史产能、销量以及对应的资产和营收情况，在考虑未来新建产能投产的预期下，估算了公司未来三年预期的营收增长情况，并根据其利润率的合理变动预期，计算出其未来三年同期的净利润情况。

综合正文分析，我们对公司未来三年经营预期有如下判断和假定：

- 1、行业方面，2013 年汽车行业将走出低谷，进入景气行恢复周期，预计 2013-2015 年行业销量增速分别为 18%、20%和 10%；
- 2、公司 2013 年新建产能逐步开始释放，预计 2013-2015 年将分别实现 105 万支、136 万支和 153 万支的销量，增长分别为 27.69%、29.52%和 12.50%；
- 3、由于原材料价格相对低位以及产能利用率有所提高，公司综合毛利率 2013 年一季度有所上升，达到 21.28%，比 2012 年提高 1.88 个百分点。未来 2013-2015 年，我们认为原材料价格大幅上涨的可能性依然不大，同时产能利用率继续提升等将逐步提升公司毛利率水平，预计分别为 23.50%、25.00%和 27.00%；
- 4、费用方面，公司 2010-2012 年的期间费用比分别为 9.81%、10.29%和 14.19%，今年一季度为 12.28%。我们预计 2013-2015 年分别可降低到 10.40%、9.95%和 9.35%。原因主要是公司既有产能下的客户覆盖已基本能够满足，未来进一步增大营销费用的可能性降低，同时，由于规模化效应，管理费用比也有进一步下降的空间；
- 5、其它假定同 2012 年公司情况。

根据本报告正文对公司业务增长的推算，预计天润曲轴 2013-2015 年实现营业收入分别约 13.65 亿元、17.68 亿元和 19.89 亿元，同比增长分别为 27.69%、29.52%和 12.50%；实现归属于母公司净利润分别约 1.40 亿元、2.20 亿元和 2.96 亿元，同比分别增长 120.33%、57.38%和 34.28%，相应的 EPS 分别约为 0.25 元、0.39 元和 0.53 元，净资产收益率分别约为 4.65%、7.10%和 9.15%。

公司估值

FCFE 估值

采用信达企业股权自由流折现法（FCFE）对公司进行估值，计算得出公司价值约为 30.46 亿元，折合每股价值 5.44 元，与当前股价（07 月 17 日：5.07 元）基本一致，并未明显低估。在对公司的绝对估值中，除股权资本成本以外，永续增长率以

及公司未来收入增长率对估值结果的影响是比较大的，综合来看，基于绝对估值的估值区间约在 5.32 元-6.13 元之间。

表 1: 天润曲轴 FCFE 估值法参数与估值结果

参数假设		FCFE 价值分解	
行业平均资产 Beta	1.12	研究期经营价值	12.49 亿元
股票 Beta	0.95	TV	17.96 亿元
无风险利率	3.70%	其它价值	0.00 亿元
市场收益率	10.70%	合计	30.46 亿元
TV 增长率	2%	总股本	5.5941 亿股
股权资本成本	10.32%	每股价值	5.44 元/股

资料来源: 信达证券研发中心

表 2: 天润曲轴 FCFE 估值敏感性分析

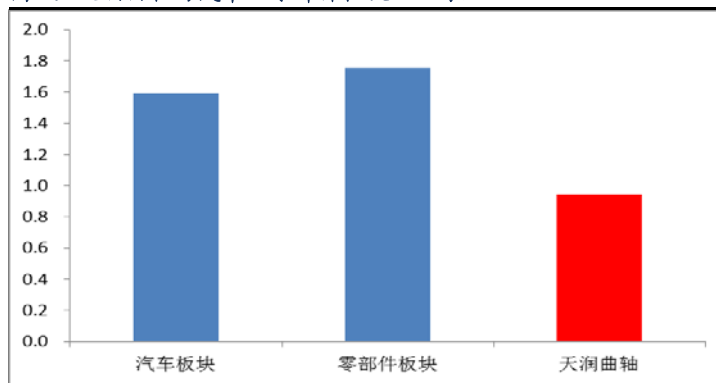
K \ 永续增长率 g	8.00%	9.00%	10.32%	11.00%	12.00%
0.00%	6.57	5.70	4.81	4.44	3.98
1.00%	7.16	6.12	5.09	4.67	4.16
2.00%	7.94	6.66	5.44	4.96	4.37
3.00%	9.03	7.37	5.89	5.32	4.63
4.00%	10.67	8.38	6.47	5.77	4.96

资料来源: 信达证券研发中心

相对估值

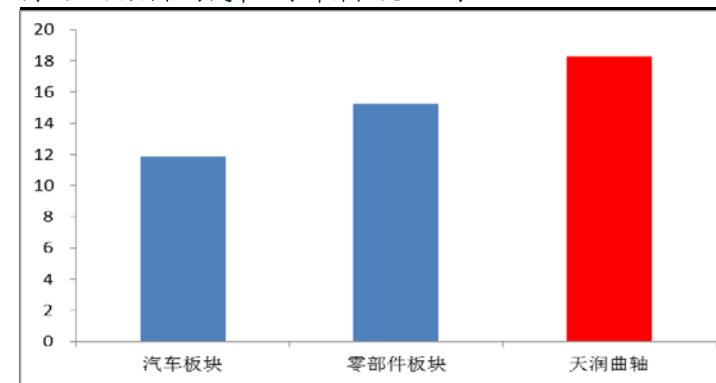
公司基于 2013 年每股收益的 PE 约为 20 倍，略高于汽车零部件板块的 15 倍，也高于整体汽车板块的 12 倍，PB 方面，当前公司 PB 约为 0.9 倍，低于汽车零部件板块的 1.8 倍，也低于整体汽车板块的 1.6 倍。总体来看，与同类公司相比，公司股价有所低估，特别是考虑到公司未来业绩增长的空间和提升幅度，我们认为，公司股价也存在一定的上涨动力，同时相对较低的 PB 也使得公司当前股价具有相当的安全边际。

图 1: 天润曲轴与汽车及零部件板块 PB 对比



资料来源: WIND, 信达证券研发中心 注: 股价为 7 月 17 日收盘价

图 2: 天润曲轴与汽车及零部件板块 PE 对比



资料来源: WIND, 信达证券研发中心 注: 股价为 7 月 17 日收盘价

综合绝对估值和相对估值, 我们给予公司“增持”评级。

细分行业的龙头企业

曲轴行业的增长具有下游汽车行业增长与产业集中度提升的双重支撑

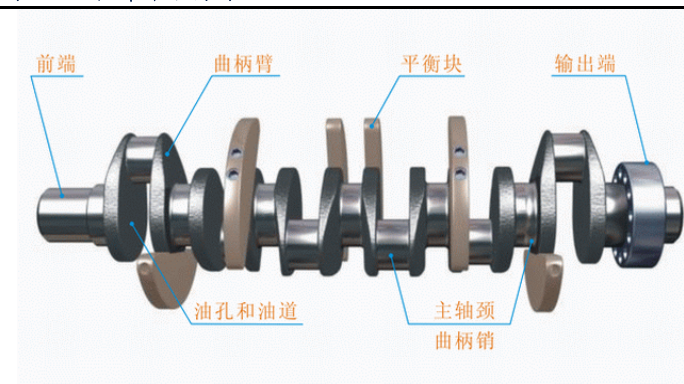
曲轴是内燃机五大核心零部件(缸体、缸盖、曲轴、连杆、凸轮轴)之一, 并被形象地称之为“内燃机的心脏”。发动机工作时, 曲轴与连杆配合将作用在活塞上的气体压力变为旋转动力, 传给底盘的传动机构, 同时驱动配气机构和其它辅助装置, 如风扇、水泵、发电机等。曲轴在内燃机内部的作用及结构图示如下:

图 3: 曲轴、连杆、活塞示意图



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 4: 曲轴部件结构图



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

曲轴的下游客户是发动机厂商，具体包括卡车发动机、客车发动机、轿车发动机、船用发动机、工程机械发动机、发电机组等，按装配的发动机排量大致又可以分为：重型发动机曲轴、中型发动机曲轴、轻型发动机曲轴、轿车发动机曲轴等。一般来说，每一辆传统汽车的生产都需要一台发动机，都需要一支曲轴来配套，因此曲轴行业的增长与汽车行业的增长是一致的。而如果考虑到维修市场（大约配套市场的 5% 左右），那么实际上曲轴行业的增长理论上可能还要快于汽车行业的增长。未来，我们认为，汽车行业的长期复合增速 13% 的预期（参见我们的相关行业报告），其中商用车的增长大约在 10% 左右，因此，可以认为，未来曲轴行业的增长至少也在 10% 左右，当然这里还需要考虑到未来纯电动车增长的抵消作用。

另外，某种意义上，曲轴作为一个单独的细分行业似乎有些牵强，一是曲轴产品本身系列尽管不少（基本与下游发动机的型号一一对应），但由于其单个价值并不高，最高的重型曲轴约为 2000 元/套，轻型曲轴则只有不到 700 元/套，不到发动机产品价值的 10%，因此行业总规模并不大。另外，实际上各主机厂商所需曲轴的来源除了来自于像天润曲轴这样的外部公司的配套、还有一部分是来自于主机厂自制，按产量来看，二者的比例约为 1:1，而就轿车发动机用曲轴来说，其自制的比例就更高一些。实际上，曲轴厂商在产品开发选择等方面主观范围并不大，更主要的是主机厂商的外协加工的角色。我们这里讨论的曲轴行业主要是指商用车曲轴行业，且主要指配套市场。而实际上，就商用车曲轴来说，其生产的专业化要求和投资门槛实际很高，因此主机厂的曲轴自制率也有越来越低的倾向，即倾向加大从专业曲轴制造厂商外购配套曲轴的比重，这也会提高配套市场的增长潜力。

竞争方面，目前国内曲轴厂家较多，但规模、质量、技术水平差别较大，差距较为明显。位于高端市场的企业占据着国内主要主机厂的配套份额和社会维修市场的大部分市场份额；而位于低端市场的中小型企业，由于其技术装备、制造水平和质量保证能力较低，主要集中在社会维修市场。因此，国内曲轴市场的竞争主要集中在少数几家专业曲轴制造商之间。其中，在

高端的重型发动机曲轴市场中，天润曲轴和辽宁五一八占据了绝大部分国内市场份额。以 12 年主要曲轴企业产量情况看，国内前三家主要曲轴生产企业的总产量约为 250 万支，按照 12 年约 400 万辆商用汽车的产量计算（其中自配和外购按 1:1 计算），其市场份额接近达到了 50%，但如果按包括低速汽车（约为 250 万辆）在内的全部柴油机市场看，这一比例就只有大约 35% 左右。

表 3：国内主要曲轴生产企业近年产量（万支）

	2008	2009	2010	2011	2012
桂林福达	58	70	102	105	101
天润曲轴	52	56	80	96	90
辽宁五一八	35	36	55	63	60

资料来源：中国产业经济研究网，信达证券研发中心

在全球市场上，曲轴生产与开发能力较强的企业主要有：德国蒂森克虏伯、日本住友、印度巴勒特等少数几家巨头，给全球各大汽车制造商的发动机供应商进行配套。它们凭借领先的综合研发和制造实力占据了国际曲轴市场的大部分市场份额。天润曲轴作为国内曲轴行业的龙头企业，2006 年就已经开始为美国康明斯、意大利依维柯等国际知名的发动机制造商提供曲轴产品配套服务，打破了国际曲轴市场没有中国产品的竞争格局，加入曲轴国际市场的竞争。

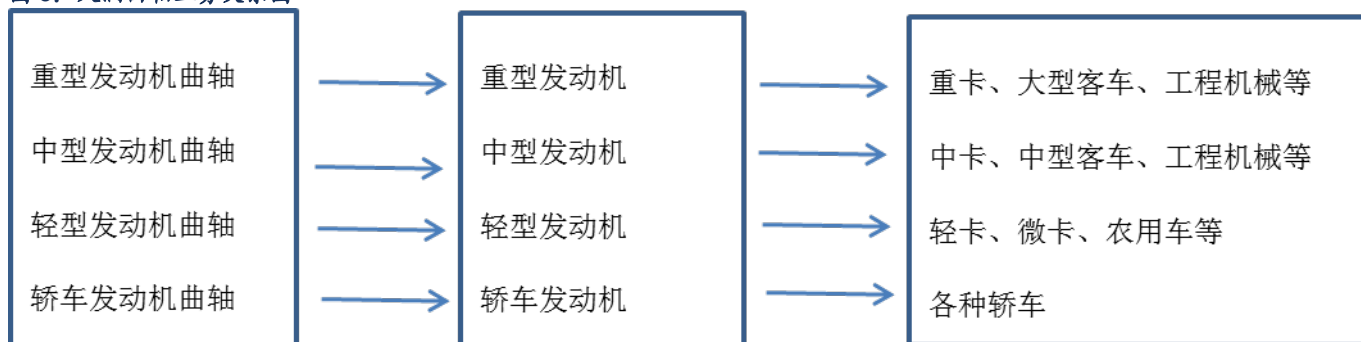
曲轴行业高端市场进入障碍较大，特别是重型发动机曲轴市场，存在着技术、资金以及主机厂和国际汽车零部件质量体系认证的较大壁垒，另外还有现有企业竞争的壁垒。就技术来讲，曲轴企业普遍重视研发和技术人员的作用，即使一些规模较小的企业欧相当比例的技术人员，像天润曲轴、沈阳曲轴、江苏万力等企业其技术人员占总员工的比重都在 10% 左右。另外，要进入高端配套市场，除了要通过各主机厂甚至包括整车厂商的二方认证，达到其相关技术、质量标准要求外，还必须通过 TS16949 等权威的国际质量体系认证。此外，主机厂尤其是国外著名主机厂商对一些先进的管理方法也做了要求，如一般都要求供应商推行精益生产和六西格玛管理等。

当前，以实行国四排放标准为标志，商用车开启了全面的实际换代，发动机的节油、降噪都会成为重要的性能考量指标。因此，曲轴的配套市场会越来越向规模较大技术先进的厂商集中，特别是在重型柴油机曲轴和高端轻型柴油机曲轴领域，集中度的提升将更为明显。

公司是独立的曲轴生产企业，具有技术和客户资源的竞争优势

公司是国内乃至全球最大的独立曲轴制造商，目前在建产能全部完成后，将达到约 169 万支的各类曲轴生产制造能力，已超过世界最大的曲轴专业制造商蒂森克虏伯约 100 万支的产能规模。公司的曲轴产品主要是重型发动机曲轴，另外还有中型发动机曲轴、轻型发动机曲轴、轿车发动机曲轴等，其与下游业务的关系图如下：

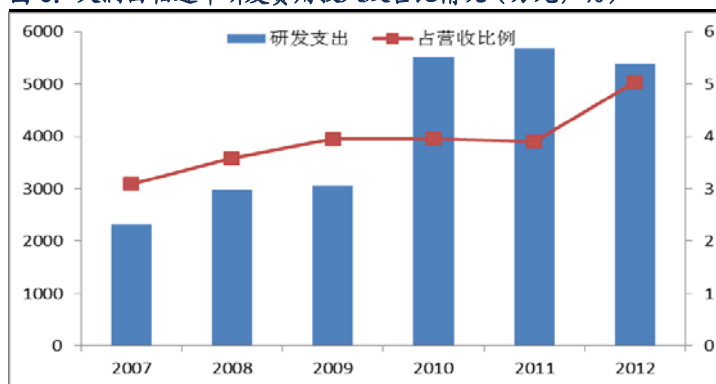
图 5: 天润曲轴业务关系图



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

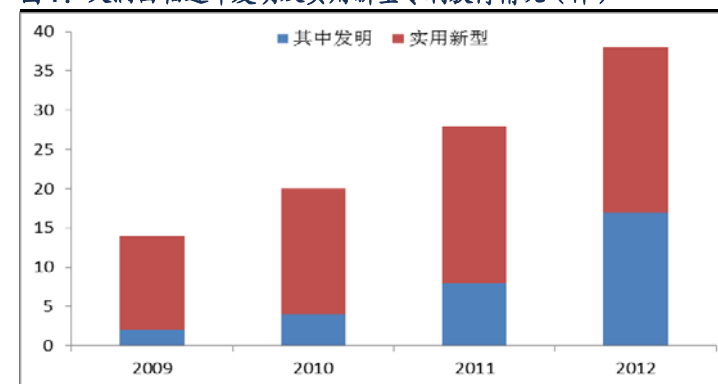
公司上市后, 通过不断地投入其技术水平和研发能力等都有大幅提高, 其研发人员占到公司总员工数的 11%以上, 在行业中处于领先的地位。研发投入方面, 特别是公司上市后, 更有明显提升。其中, 10-12 年分别为 5518 万元、5684 万元和 5383 万元, 占其营收比分别为 3.96%、3.90%和 5.04%, 这一比重在同类汽车公司中都是偏高的。高投入也相应带来了高的产出, 公司近三年来获得的专利数也在明显增加, 其中 10-12 年分别为 20 件、28 件和 38 件, 其中发明专利分别为 4 件、8 件和 17 件。

图 6: 天润曲轴近年研发费用投入及占比情况 (万元, %)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 7: 天润曲轴近年发明及实用新型专利获得情况 (件)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

从行业格局看, 公司不论在重型、中型还是轻型曲轴市场, 公司都占据重要的行业地位, 其所配套的客户也以主流和有实力的主机厂商为主, 包括潍柴、锡柴、康明斯等。公司 2008 年在重型柴油机曲轴市场的份额约 38.22%, 2009 年完成上市并部分扩大锡柴、潍柴、康明斯重型机产能后, 市场占有率将接近 40%, 2010-2012 年逐步达到了 45%, 2013 年, 预计公司重型柴油机曲轴市场占有率将会达到最高峰 50%。

表 4: 主要曲轴企业及配套主机厂商情况

曲轴类型	代表企业	配套厂家
重型	天润曲轴	潍柴、东风康明斯、西安康明斯、锡柴、杭发、大齿、上柴
	辽宁五一八	上柴、潍柴、重汽、重庆康明斯
	桂林福达	东风康明斯、锡柴、上柴、重汽
	江苏松林	东风康明斯、上柴、杭发、潍柴
	杭州江南	锡柴、潍柴、重汽
	陕西北方动力	河北华柴、重庆康明斯
中型	天润曲轴	锡柴、大柴、玉柴、东风康明斯
	辽宁五一八	大柴、天津雷沃
	滨州海得	大柴、玉柴、锡柴
	桂林福达	大柴、玉柴、朝柴
	荆州环宇	锡柴、东风、南汽、玉柴、朝柴
	江苏松林	锡柴、东风康明斯、一拖、北汽福田、扬柴、铂金斯
轻型	天润曲轴	玉柴、扬柴、江铃、莱动、南充、湖动、朝柴
	滨州海得	朝柴、玉柴、扬柴、江苏四达、华丰动力、南昌柴油机
	桂林福达	玉柴、云内、朝柴、长城、福田
	上虞动力	常柴、锡柴、莱动、江苏四达、新昌柴油机厂
	江苏万力	锡柴、上柴、全椒、南通、常柴、常发、莱动、时风
	荆州环宇	玉柴、全柴、朝柴、柳工
	山东临清迅力	长春一汽轻型、北内、莱动、黑豹、常通、江苏四达、华丰动力、新昌动力、杨动、锡柴
	安徽华祥	时风、全柴、常柴、江动、亚美柯
	莱阳曲轴	江铃、玉柴、常柴、锡柴
	青海洁神	东风、朝柴、锡柴、洛拖
	凌源鸿发	大柴、锡柴、朝柴

资料来源: 信达证券研发中心

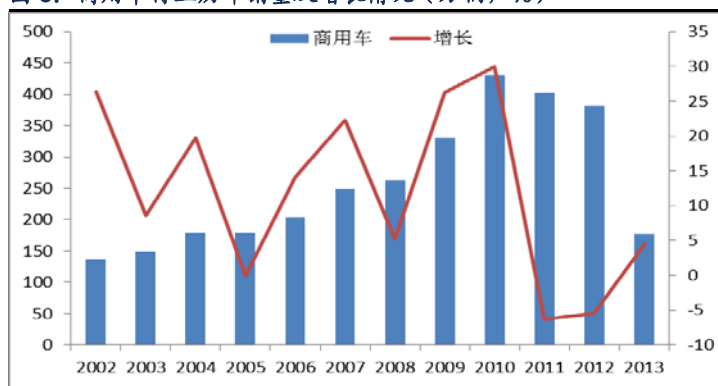
公司经营目前处于周期性的低谷阶段

下游商用车增长正处于深度调整周期，影响公司业务增长

国内商用车行业受固定资产投资增速等的影响，其周期性一直较为明显。在经历了 09 年、10 年的增长高峰后，11 年开始进入增速快速下滑的态势，09-12 年的增速分别为 26.21%、29.91%、-6.30%和-5.50%，13 年增速有所恢复，但前 5 月来看也只有 4.45%。我们认为，国内商用车行业至少要经历 3 年左右的增速调整，一方面是重新累积前期过度释放的消费需求，另一方面也是受制于国家抑制固定资产投资增速的大背景。从 13 年的前情况看，国内商用车行业 5 月份开始其累计同比增速已经由负转正，前 5 月达到 1.24%，尽管绝对增速不高，但基本已走出了最差的时期，未来将会呈现稳步复苏的态势，我们也认为 14 年开始，国内商用车行业方能真正走好。

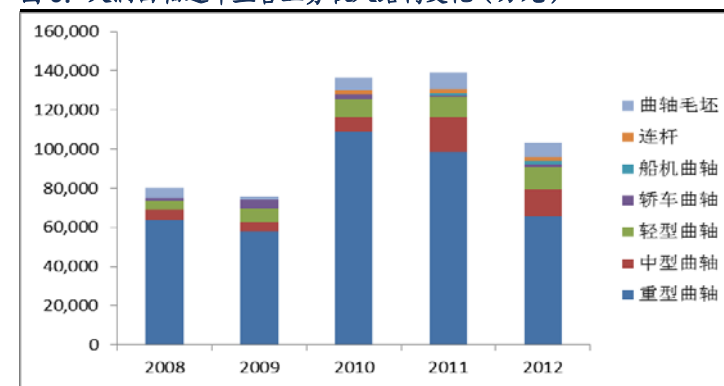
公司传统曲轴业务主要就是配套于商用车发动机，特别是配套于重卡、大客等的重型发动机占比最高，最近三年其重型曲轴的收入占比分别约 79.79%、67.54%和 61.38%，因此，下游商用车的增长特别是重卡、大客等的增长决定了公司业务的增长。而且从业绩波动幅度上看，公司的业绩波动幅度还要明显大于商用车整体，这主要是由于公司客户集中度目前还比较高（前 5 名客户占其总营收的 62%），另外，作为重资产类公司，利润变化也受产能利用率影响较大。

图 8: 商用车行业历年销量及增长情况 (万辆, %)



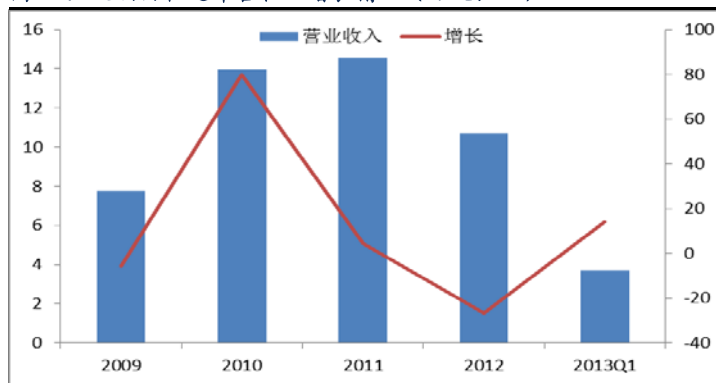
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 9: 天润曲轴近年主营业务收入结构变化 (万元)



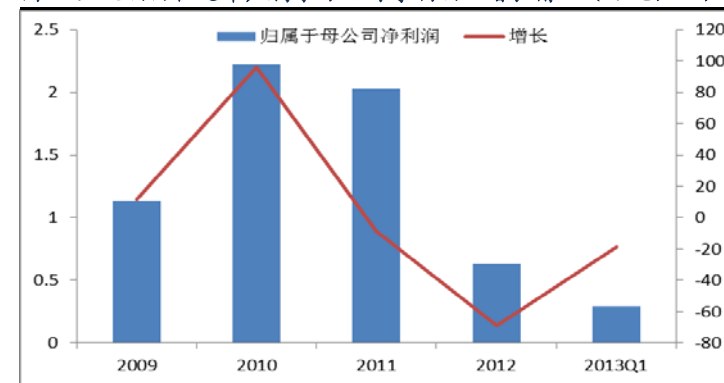
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 10: 天润曲轴近年营收及增长情况 (万元, %)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 11: 天润曲轴近年归属于母公司净利润及增长情况 (万元, %)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司产能建设正在进行中, 短期折旧摊销压力依然较大

公司目前在建产能总投资约为 21.28 亿元, 其中募集资金项目投资约 12.85 亿元, 非募集资金项目投资约为 8.43 亿元, 而公司总资产目前也只有约 45.48 亿元。在建工程方面, 12 年和 13 年一季度分别达到 12.61 亿元和 13.06 亿元, 而之前的 09-11 年分别为 2.59 亿元、3.25 亿元和 7.33 亿元, 同时公司固定资产也由 09 年的 5.63 亿元一直提高到 13 年一季度的 12.26 亿元。目前来看, 公司大部分在建项目预计投产日期都在 13 年底和 14 年, 因此, 短期来看, 随着转固资产的逐步增加, 公司折旧摊销等的成本压力会一直存在, 预计公司折旧一项 13-15 年就分别可达到 1.50 亿元、1.9 亿元和 2.2 亿元, 12 年为 1.21 亿元。

也因此, 公司近年盈利能力等指标 2012 年达到了近年的最低点, 其中毛利润率和 ROE 分别由 2010 年的 28.44% 和 13.81% 下降到 19.40% 和 2.15%。今年一季度有所恢复, 分别为 21.28% 和 3.84% (年化)。

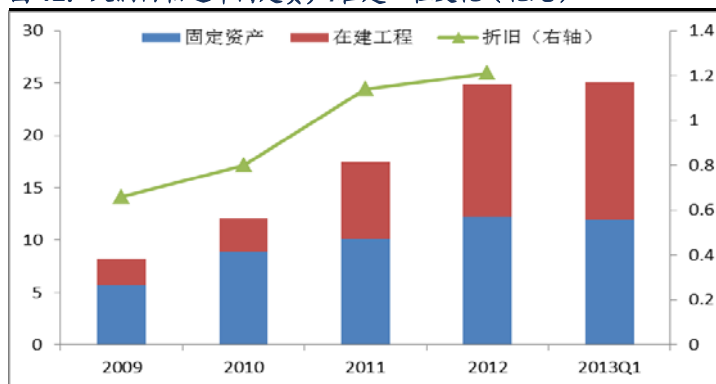
表 5: 天润曲轴近年在建项目情况

2011 年定增项目	募集资金投资额, 万元	项目总投资额, 万元	达到预定可使用状态日期
康明斯轻型发动机曲轴生产线项目	12,028.00	15,565.00	2013 年 11 月
潍柴重型发动机曲轴生产线项目	24,108.00	29,765.00	2013 年 12 月
锡柴/上菲红/康明斯重型发动机曲轴生产线项目	25,207.00	30,587.00	2014 年 5 月
印度利兰中型发动机曲轴生产线项目	15,190.00	18,800.00	2013 年 11 月
轿车发动机曲轴生产线项目	14,448.00	17,682.00	2014 年 7 月
船用曲轴锻造生产线项目	12,519.00	16,101.00	2014 年 10 月

小计	103,500.00	128,500.00
ZS750F 型电动螺旋压力机锻造生产线	21100	项目进度 60%
潍坊制造基地	40000	项目进度 50%
静压线	23207.6	项目进度 30%
小计	84307.6	
合计	212807.6	

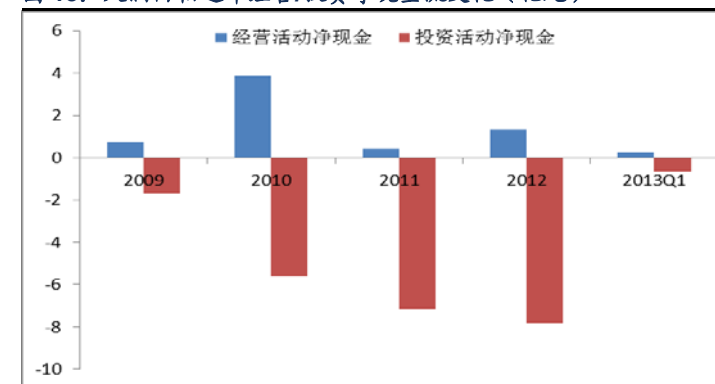
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 12: 天润曲轴近年固定资产/在建工程变化 (亿元)



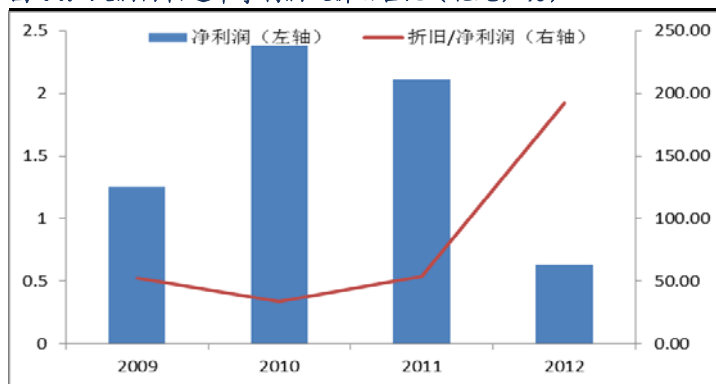
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 13: 天润曲轴近年经营/投资净现金流变化 (亿元)



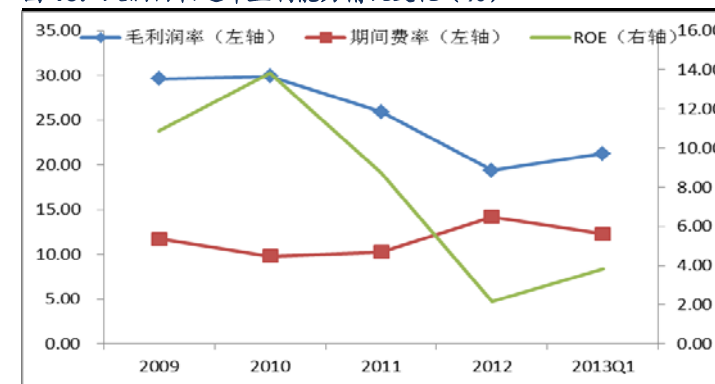
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 14: 天润曲轴近年净利润及折旧占比 (亿元, %)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 15: 天润曲轴近年盈利能力情况变化 (%)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

产能提升与市场开拓提升公司业务及业绩想象空间

产能规模将从目前的约 100 万支提高到约 170 万支

公司上市前，主要客户集中在潍柴、锡柴、东风等，总产能约为 55 万支，其中锻钢曲轴和球墨铸铁产能分别为 29 万支和 26 万支。上市募集资金后，公司除了继续跟随潍柴、锡柴、东风等大客户继续扩产外，同时开发了重要的主机厂商康明斯特别是成为福田康明斯发动机的主要曲轴供应商，并同步其产能的扩张而扩张。截止到 2012 年，上述募集资金项目已基本建设完成，公司产能也增加到了近 100 万支，进一步奠定了在曲轴行业中的领先地位。与此同时，公司的营业收入也由 09 年的 75.80 亿元提升到了 11 年最高的 145.69 亿元，增长的幅度基本与产能增长幅度一致。

为了进一步巩固其在行业中的地位，同时能够保持与下游主机厂商的同步扩张节奏，公司 11 年通过定增募集资金约 10.35 亿元进一步扩大产能建设的步伐。这一轮扩张中，公司除了继续加强同康明斯、潍柴等实力主机厂商的合作和同步扩张外，还进一步走出去，同印度利兰建立合作配套关系，为公司走出去奠定了基础。同时，在业务范围方面，公司在重型、中型和轻型曲轴的基础上向轿车用、船用发动机曲轴业务拓展，同时相对高附加值的锻钢曲轴的比重也进一步增加。目前，这部分产能正在建设过程中，预计将在 13 年下半年和 14 年逐步投产，届时，公司总产能再增加 75 万支（含非募集资金项目），达到约 170 万支的水平，这将奠定公司在曲轴行业的绝对龙头地位。

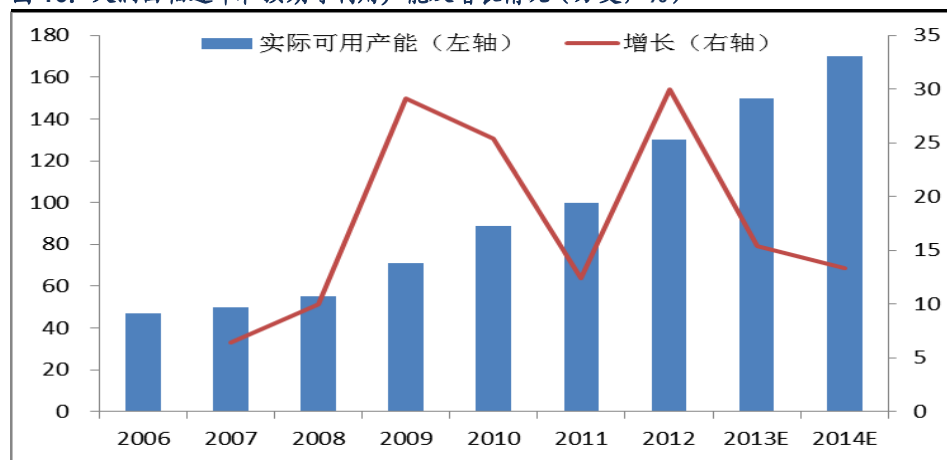
表 6: 天润曲轴近年在建项目对应产能变化情况

投产后预期总计产能		169.2 万支
非募集资金项目	潍坊分公司重型发动机曲轴	10 万支
2011 年定增项目（2011 年 8 月）		
康明斯轻型发动机曲轴生产线项目	2.8L 轻型	15 万支
潍柴重型发动机曲轴生产线项目	P12 曲轴/WD 615 曲轴	10 万支
锡柴/上菲红/康明斯重型发动机曲轴生产线项目	29D 发动机曲轴/依维柯 C9 发动机曲轴/康 C/L 发动机曲轴	10 万支
印度利兰中型发动机曲轴生产线项目	6D/6E 发动机曲轴	10 万支
轿车发动机曲轴生产线项目	萨博 2.0/2.3 轿车发动机曲轴/菲亚特轿车发动机曲轴	20 万支
船用曲轴锻造生产线项目	9L2738/9L3240/9L5864/9L4054/9L4860 船用曲轴	0.2 万支
合计		65.2 万支
2009 年首发项目（2009 年 8 月）		

锡柴重卡曲轴生产线项目	81D/53D/29D	9 万支
东风、西安康明斯重卡曲轴生产线项目	产 ISZ13 /ISM11 重型发动机曲轴/ISM11	7 万支
福田康明斯轻卡曲轴生产线项目	3.8L 轻型	15 万支
潍柴重卡曲轴生产线项目	WD615/WD618 系列柴油机曲轴	8 万支
合计		39 万支
IPO 前产能		55 万支

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 16: 天润曲轴近年和预期可利用产能及增长情况 (万支, %)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

与下游主机厂商同步扩张从而保证需求对产能释放的确定性

公司产品主要供应配套市场，维修市场占比不高，目前的客户即主机厂商包括了潍柴动力、一汽锡柴、上柴股份、玉柴股份以及东风康明斯、福田康明斯等国内几乎全部主要的主机厂商。其中，公司 12 年继续加大客户及新产品的开发力度，开发了卡特彼勒、约翰迪尔、爱科、重庆康明斯等多家主机厂的曲轴、连杆项目，顺利通过了沃尔沃、JCB 等客户的供方审核，为公司中长期的发展和产能释放打下基础。另外，公司的生产和销售都是完全与下游主机厂商一致和同步的，其产品也都是有明确的下游需求对象的，同时，公司的既有和新建产能也都是基本针对于具体的主机厂商和具体发动机产品的配套的，也因此，除非下游主机厂商的销售出现波动，否则公司的产品是不存在销售的问题的。

同时，为了规避所属下游商用车增长的周期性波动以及扩展更大的市场，公司近年除了继续扩大在高附加值的重型曲轴（锻钢曲轴）产能之外，也开始向乘用车曲轴市场拓展。11 年开始，公司已投入约 1.6 亿元进行轿车曲轴的开发和生产。目前，

公司已经与包括北汽股份萨博系列以及广汽菲亚特系列的主机厂商签订了轿车发动机曲轴的配套供应协议，因此，进入轿车曲轴在内的乘用车曲轴市场，有望进一步打开公司增长的空间。

公司未来三年最大利润潜力预期可增长到 2012 年的 2.6 倍

我们可以通过公司产能及其能够对应的资产和营收情况大致推算一下公司未来的利润增长空间。2011-2012 年，公司的产能分别为 100 万支和 130 万支，销量分别为 109 万支和 85 万支，因此，产能利用率分别为 109%和 65%，对应的公司当年固定资产、总资产、营业收入分别为 10.08 亿元、40.74 亿元、14.57 亿元和 12.26 亿元、44.37 亿元、10.69 亿元。

未来三年即到 2015 年，如果公司产能利用率能够达到 88%左右，即销量达到约 150 万支曲轴（三年增长分别为 28%、30%和 13%），那么在考虑曲轴单价基本不变的情况下，可以得出 2015 年公司大致可实现的营业收入约为 19.89 亿元。另外，其利润率如果能够逐步分别恢复到 10%、12%和 15%（公司 2009-2010 年分别为 16.18%和 17.07%，2012 年为 5.94%），那么可知公司届时的净利润可达到 1.37 亿元、2.12 亿元和 2.98 亿元以上。相对 2012 年，在股本不变的情况下，那么其未来三年净利润和 EPS 增长相应就有 2012 年的 4.7 倍左右，与 2013 年预期利润相比也有 3.6 倍。

表 7: 天润曲轴未来利润空间估算

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
产能, 万支	71	89	100	130	150	170	170
销量, 万支			109	85	105	136	153
产能利用率, %			109	65	70	80	90
对应固定资产, 亿元	5.63	8.86	10.08	12.26	15.6	19.2	23.1
对应总资产, 亿元	19.62	23.69	40.74	44.37	54.60	64.83	68.52
固定资产/总资产, %	28.70	37.40	24.74	27.63	28.57	29.61	33.72
营业收入, 亿元	7.58	13.65	14.57	10.69	13.65	17.68	19.89
营业收入/总资产, %	38.63	57.62	35.76	24.09	25.00	27.27	29.03
营业收入/销量, 万元/支			0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
利润率, %	14.91	16.26	13.93	5.89	10	12	15
净利润, 亿元	1.13	2.22	2.03	0.63	1.37	2.12	2.98

资料来源: 信达证券研发中心 注: 本表不代表实际利润预测, 利润预测以前文预测部分为准。

进一步保守估算, 如果 2013-2015 年公司的产能利用率分别只有 65%、70%和 80%, 那么对应销量则分别为 98 万支、119 万支和 136 万支, 按销售单价不变的情况下, 对应实现的营业收入分别为 12.68 亿元、15.47 亿元和 17.68 亿元。由于产能

利用率下降,则销售利润率预计分别降低到 8%、10%和 13%,那么预期可实现的净利润就分别为 1.01 亿元、1.55 亿元和 2.30 亿元,也约为 2012 年的 1.6 倍左右。

商用车复苏预期是公司业绩增长的催化剂

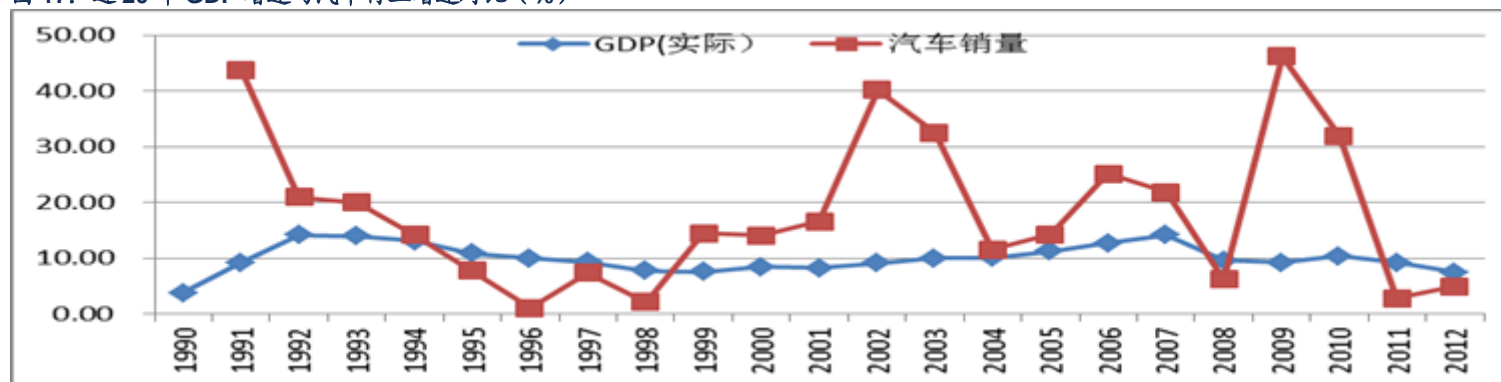
行业 2013 年将走出低谷,步入周期性的复苏阶段

对于汽车行业,我们认为 13 年需求恢复到 15%以上的增长是可以预期的,至少是概率比较大的,这主要是基于行业需求已经有两年接近零增长,相对于经济总量两年分别 9.3%和 7.8%的增长,实际上可以认为汽车的潜在需求至少被抑制了约 17.83% ($9.3\% \times 7.8\%$),考虑到汽车行业与经济总量的相关系数(历史回归约为 1.5 倍),这一抑制的程度还会更大。当然,这里面也有前期需求被一定程度地透支的因素,但总体应不影响结论的成立。

另外,供给方面,我们通过对上市公司融资时点、投资进度、资产结构等的考察,认为行业产能在 12 年底已集中完成或接近尾声,其中 13 年相对 12 年主要企业的产能增长都在 30%以上,特别是商用车中中重卡的龙头企业产能都有较大幅度的增加,这也将为行业增长提供供给上的动力和支撑。

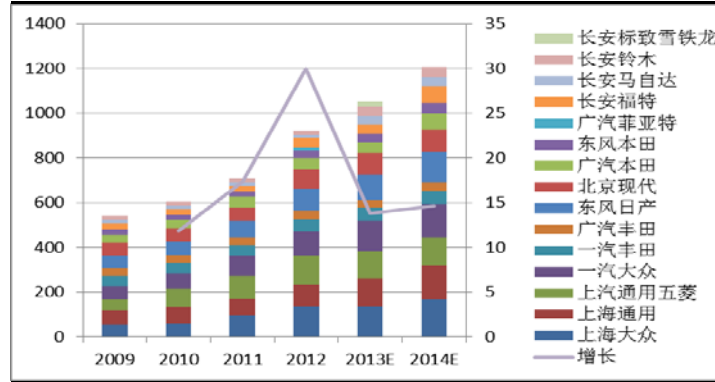
(具体阐述可参见我们的《2013 年汽车行业投资策略报告》2012.12.24)

图 17: 近 20 年 GDP 增速与汽车行业增速对比 (%)



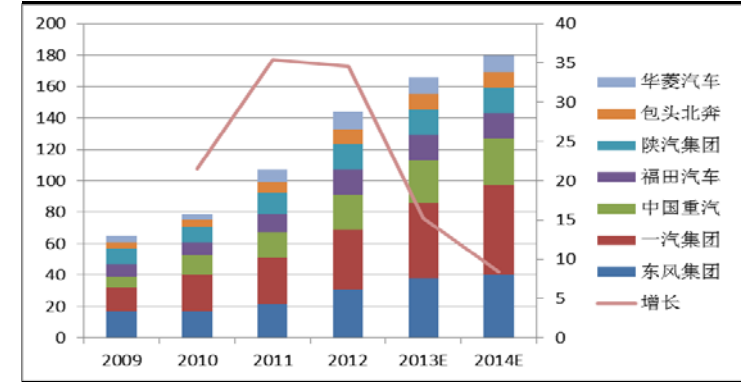
资料来源: CAAM, 信达证券研发中心

图 18: 主要乘用车企业近年产能变化情况 (万辆, %)



资料来源: 信达证券研发中心

图 19: 主要中重卡企业近年产能变化情况 (万辆, %)



资料来源: 信达证券研发中心

公司作为汽车行业上游的零部件企业，具有明显的周期性特征，其利润增长也受到行业景气程度的影响。我们认为，随着下游商用车行业的逐步景气性恢复，公司的业务增长也会确定性地同步增长，乐观一些预期，其增长甚至会相对更高一些。

公司估值正处于其历史估值波动区间的底部

公司历史上平均的 PE 水平约为 36 倍，最高曾达到 68 倍（2011 年底），最低为 21 倍（2010 年中期），当前为 24 倍，总体处于历史估值水平的下限。公司历史平均 PB 约为 2.5 倍，最高曾达到 5.0 倍（2011 年 3 月 9 日），最低为 0.9 倍（2012 年底），当前为 1.0 倍，也处于历史的低点。

公司估值之所以目前处于历史底部，主要的原因，一是行业周期目前正处于十年高增长后的调整、低估周期，行业未来潜在增速预期不高，整个汽车板块整体估值相对前期都有所下降，特别是商用车行业随着经济结构转型、投资增速下降等影响，估值下降更为明显。实际上，目前来看，市场对商用车行业的复苏预期和幅度依然并不高。同时，公司自身发展也正处于一个阶段性的蓄势阶段，表现在新增产能和客户正在前期合作中，产能利用率正处于较低的水平。

表 8: 天润曲轴估值波动变化一览

	IPO	2009 年 最低价	2009 年最 高价	2010 年 最高价	2010 年 最低价	2011 年 最高价	2011 年最 低价	2012 年 最高价	2012 年 最低价	当前
日期	2009/8/12	9/29	11/26	4/28	6/28	3/9	12/30	3/16	12/3	7/17
价格, 元/股	14	16.88	24.26	23.01	16.13	37.9	8.99	11.25	4.74	5.07
股本, 万股	24000	24000	24000	24000	24000	24000	55941.18	55941.18	55941.18	55941.18

市值, 亿元	33.60	40.51	58.22	55.22	38.71	90.96	50.29	62.93	26.52	28.36
当期股东权益, 亿元	15.03	15.03	15.03	15.77	15.77	18.13	29.29	29.59	29.76	30.05
当年净利润年化, 亿元	1.13	1.13	1.13	1.82	1.82	2.6	2.03	0.92	0.63	1.2
ROE 年化, %	11.26	11.26	10.86	11.87	11.87	13.01	8.74	4.79	2.15	3.84
PB, 倍	2.2	2.7	3.9	3.5	2.5	5.0	1.7	2.1	0.9	0.9
PE, 倍	30	36	52	30	21	35	25	68	42	24

资料来源: 信达证券研发中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	2,152.41	1,771.75	1,882.24	2,229.37	2,514.76
现金	758.16	454.89	360.56	311.85	401.42
应收账款	318.83	250.35	309.16	400.44	450.49
其它应收款	310.31	276.01	321.55	416.49	468.55
预付账款	165.43	64.51	119.12	151.26	165.64
存货	593.13	611.85	657.71	835.19	914.53
其他	6.55	114.14	114.14	114.14	114.14
非流动资产	1,921.24	2,664.93	2,697.12	2,666.09	2,622.34
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,008.16	1,226.19	1,769.52	2,379.07	2,309.26
无形资产	177.01	175.33	199.26	232.17	246.96
其他	736.07	1,263.41	728.33	54.85	66.12
资产总计	4,073.66	4,436.68	4,579.36	4,895.46	5,137.11
流动负债	1,060.93	1,373.55	1,446.30	1,652.34	1,746.21
短期借款	328.75	661.19	661.19	661.19	661.19
应付账款	389.77	325.68	385.91	490.04	536.60
其他	342.41	386.68	399.20	501.10	548.42
非流动负债	26.70	30.42	30.42	30.42	30.42
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	26.70	30.42	30.42	30.42	30.42
负债合计	1,087.63	1,403.97	1,476.72	1,682.76	1,776.63
少数股东权益	56.76	56.74	56.74	56.74	56.74
归属母公司股东权益	2,929.27	2,975.97	3,045.90	3,155.96	3,303.74
负债和股东权益	4073.66	4436.68	4579.36	4895.46	5137.11

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,456.89	1,068.77	1,364.70	1,767.62	1,988.57
同比	4.56%	-26.64%	27.69%	29.52%	12.50%
归属母公司净利润	202.71	63.48	139.86	220.11	295.56
同比	-8.55%	-68.69%	120.33%	57.38%	34.28%
毛利率	25.93%	19.40%	23.50%	25.00%	27.00%
ROE	8.74%	2.15%	4.65%	7.10%	9.15%
每股收益(元)	0.51	0.11	0.25	0.39	0.53
P/E	14	45	20	13	10
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.84	18.23	9.76	7.01	5.68

利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,456.89	1,068.77	1,364.70	1,767.62	1,988.57
营业成本	1,079.05	861.40	1,044.00	1,325.71	1,451.66
营业税金及附加	0.62	0.49	0.62	0.81	0.91
营业费用	43.10	44.93	45.04	54.80	60.65
管理费用	104.68	106.82	96.21	120.20	124.29
财务费用	2.07	-0.09	33.00	34.60	35.38
资产减值损失	1.03	-0.15	3.91	2.07	2.59
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	226.34	55.38	141.92	229.43	313.10
营业外收入	16.63	15.10	13.76	14.96	14.70
营业外支出	1.66	0.33	1.09	1.09	1.09
利润总额	241.31	70.15	154.60	243.31	326.71
所得税	30.02	6.69	14.74	23.20	31.15
净利润	211.29	63.46	139.86	220.11	295.56
少数股东损益	8.58	-0.02	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	202.71	63.48	139.86	220.11	295.56
EBITDA	358.82	192.11	358.87	499.42	616.57
EPS (摊薄)	0.51	0.11	0.25	0.39	0.53

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	39.99	133.44	212.13	286.68	483.66
净利润	211.29	63.46	139.86	220.11	295.56
折旧摊销	117.88	126.32	164.57	216.39	250.18
财务费用	-0.37	-4.36	39.70	39.72	39.69
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-293.59	-51.74	-135.99	-191.86	-104.55
其它	4.78	-0.24	3.98	2.32	2.78
投资活动现金流	-716.88	-782.95	-196.82	-185.60	-206.63
资本支出	-730.66	-793.16	-196.82	-185.60	-206.63
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	13.79	10.21	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,272.20	295.24	-109.60	-149.73	-187.45
短期借款	1,045.28	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	268.75	332.44	0.00	0.00	0.00
其他	39.65	37.20	109.60	149.73	187.45
现金净增加额	595.31	-354.27	-94.33	-48.70	89.57

分析师简介

邢海芝，机械学学士，管理学硕士。1999 年毕业于，曾在福田汽车战略发展部从事市场、产业及战略研究。2002 年进入证券行业，先后在江南证券金融研究所、信达证券研发中心担任研究员，从事行业和公司研究。

汽车及零配件行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
江铃汽车	000550	长安汽车	600625	一汽夏利	000927	宇通客车	600066
上汽集团	600104	福田汽车	600166	江淮汽车	600418	潍柴动力	000338
万向钱潮	000559	海马汽车	000572	威孚高科	000981	一汽轿车	000800
中国重汽	000951	金龙汽车	600686	东风汽车	600006	福耀玻璃	600660

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看好： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。