

2014年05月18日

证券研究报告·公司研究·汽车

中性(首次)

当前价: 3.78元

湖南天雁(600698)深度报告

涡轮增压民族龙头，加快布局汽涡市场

投资要点

- **投资逻辑:** 1、涡轮增压发动机已成为行业发展趋势，公司作为国内最大的涡轮增压器生产民族企业有望受益；2、公司为长安集团旗下汽车零部件优质资产，或有望通过资产注入，打造成为长安集团汽车零部件上市平台。
- **涡轮增压发动机成为行业发展趋势。** 随着我国汽车油耗限值逼近和二氧化碳减排压力加大，涡轮增压器在节能、提高功率以及环保等方面的优势逐步显现。近年，日系车新车规划和自主品牌车开始大规模的推出涡轮增压发动机车型，涡轮增压发动机已成为行业发展趋势。我们预计2014年国内市场需求或超700万只，近100亿元规模，未来几年增压器行业的复合增速将达到15-20%。
- **公司为涡轮增压器最大的民族品牌。** 公司13年增压器销量约65万台，国内市场占有率超过10%。当前增压器主要配套柴油发动机。汽油发动机在研配套项目十余项，并已开始小批量供货，预计14年销量1-1.5万台。已与国内除上汽集团外的十余家自主品牌整车厂在研开发项目20余项，未来汽油增压器有望成为公司新的业绩增长点。
- **长安集团零部件平台，存在资产注入预期。** 我们认为公司作为长安集团汽车零部件优质企业，或借鉴“华域汽车+上汽集团”模式，通过资产注入，打造成为长安集团汽车零部件上市平台。
- **投资建议:** 随着涡轮增压器发动机运用成为趋势，我们认为湖南天雁作为国内最大的涡轮机自主品牌企业，将迎来较大机遇。但是公司产品结构调整（汽油涡轮增压器业务比重加大）仍面临较大的压力，当前汽油涡轮机开发处于起步阶段，预计将在两年后迎来配套高增长期。公司减员增效等措施加强内部管理，有望一定程度提高公司效率。我们预计14年、15年、16年EPS为0.068元、0.079元、0.101元，对应动态PE为55.6倍、47.8倍、37.4倍，考虑到公司当前估值较高，首次给予“中性”评级。
- **风险提示:** 宏观经济不景气；原材料价格大幅上涨；汽油涡轮增压拓展缓慢；涡轮增压器价格大幅下跌。

百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业总收入	918.11	641.32	684.59	764.69	920.06
增长率(%)	-27.09%	-30.15%	6.75%	11.70%	20.32%
净利润	63.81	59.02	65.94	76.82	98.63
增长率(%)	157.06%	-7.51%	11.73%	16.49%	28.40%
每股收益(元)	0.066	0.061	0.068	0.079	0.101

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

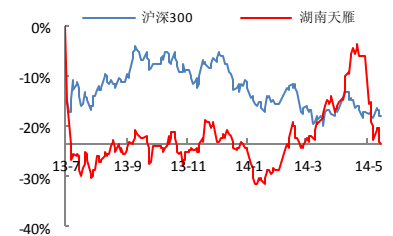
分析师: 徐永超
 执业证号: S1250512110002
 电话: 010-57631186
 邮箱: xycho@swsc.com.cn

研究助理: 高翔
 电话: 023-67898841
 邮箱: gaox@swsc.com.cn

研究助理: 梁超
 电话: 023-67898871
 邮箱: lchao@swsc.com.cn

研究助理: 简洁
 电话: 023-67610282
 邮箱: jjie@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	9.72
流通A股(亿股)	4.29
52周内股价区间(元)	3.34-5.19
总市值(亿元)	73.68
总资产(亿元)	131
每股净资产(元)	4.14

相关研究

目 录

一、国内涡轮增压器最大的民族品牌	1
（一）股权结构：长安汽车集团控股企业	1
（二）经营业务：涡轮增压器占比约 75%	1
二、涡轮增压行业将迎来高速发展期	2
（一）行业发展：已成发展趋势，进入快速增长期	2
（二）竞争格局：外企强势自主顽强生长	4
三、加强科研队伍，突击汽油涡轮市场	5
（一）产品结构：汽油涡轮是公司后续增长的主要动力	5
（二）研究团队：引进专家，突击核心技术	8
（三）资产重组：具备资产注入预期	9
四、投资建议与盈利预测	9
五、风险提示	11

插图目录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 2013 年各版块营业收入.....	2
图 3: 2012-2013 年主营产品毛利率.....	2
图 4: 各年公司涡轮增压主要生产企业产销情况（单位：台）.....	2
图 5: 涡轮增压器原理图.....	4
图 6: 可变截面涡轮增压器解剖图.....	4
图 7: 无锡康明斯涡轮增压器生产历程（单位：台）.....	4
图 8: 发动机气门结构图.....	7
图 9: 发动机气门类型图.....	7

表格目录

表 1: 日系车涡轮增压配置情况.....	3
表 2: 2012 年涡轮增压主要生产企业产销情况（单位：台）.....	5
表 3: 2013 年公司柴油涡轮增压器主要销售客户的情况.....	6
表 4: 汽油涡轮增压器系列.....	6
表 5: 商用车用增压器系列（天然气）.....	7
表 6: 气门产品参数.....	8
表 7: 2012 年进排气门主要生产企业产销情况（单位：万只）.....	8
表 8: 长安集团成员企业.....	9
表 9: 2014-2016 年公司产品产量及产能利用率预测.....	10
表 10: 利润表预测及估值数据（百万元）.....	12

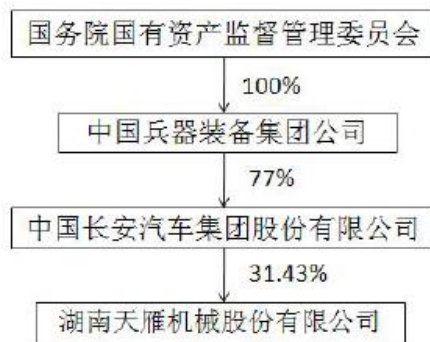
一、国内涡轮增压器最大的民族品牌

（一）股权结构：长安汽车集团控股企业

湖南天雁机械隶属于中国兵器装备集团，第一大股东是中国长安汽车集团股份有限公司，通过与 ST 轻骑资产置换借壳上市。主要从事增压器、发动机进排气门、高铁冷却风机等发动机零部件的研发、生产、销售，是中国增压器龙头企业，位居增压器民族品牌的首位，公司旗下的“江雁”商标荣获“中国驰名商标”。

公司当前员工约 1800 人，其中研发人员 100 余人。现已形成增压器 7 大系列 360 多个品种，气门形成 12 大系列 40 多个品种，年产能分别达 70 万台、600 万支，与潍柴、锡柴、大柴等国内 30 余家主要发动机厂建立了稳定的配套和战略合作伙伴关系，增压器国内主机市场份额达到 10% 以上，重型柴油发动机气门国内主机市场占有率达到 65% 以上，部分产品销往欧洲、东南亚、南美等国家和地区。

图 1：公司股权结构



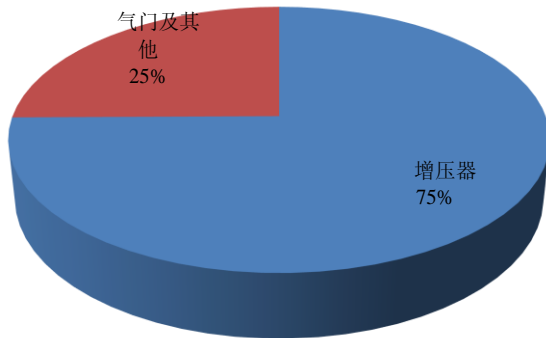
数据来源：公司公告，西南证券

（二）经营业务：涡轮增压器占比约 75%

2013 年实现增压器销售 65.20 万台，同比增长 9.29%，在主营业务收入占比 74.29%，实现气门销售 431.16 万支，同比增长 16.22%。采用直销和分销两种销售模式，从增压器的销售结构来看，主机配套约 80%、售后市场约 18%、海外销售 1-2%。公司涡轮增压器毛利率维持在 30% 左右，气门的毛利率 23% 左右，并且随着生产规模扩大和公司效率提高，毛利率有持续上升趋势。

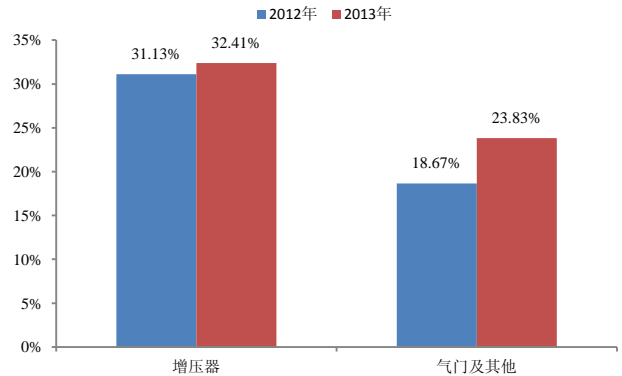
公司目标，到 2014 年，营业收入 7.6 亿元，营业成本 5.55 亿元。目前增压器仍以柴油为主，远期目标达到柴油、汽油增压器产销各一半。形成“柴油机增压器、汽油机增压器、气门、其他发动机配件”四大产品体系。

图 2：2013 年各版块营业收入



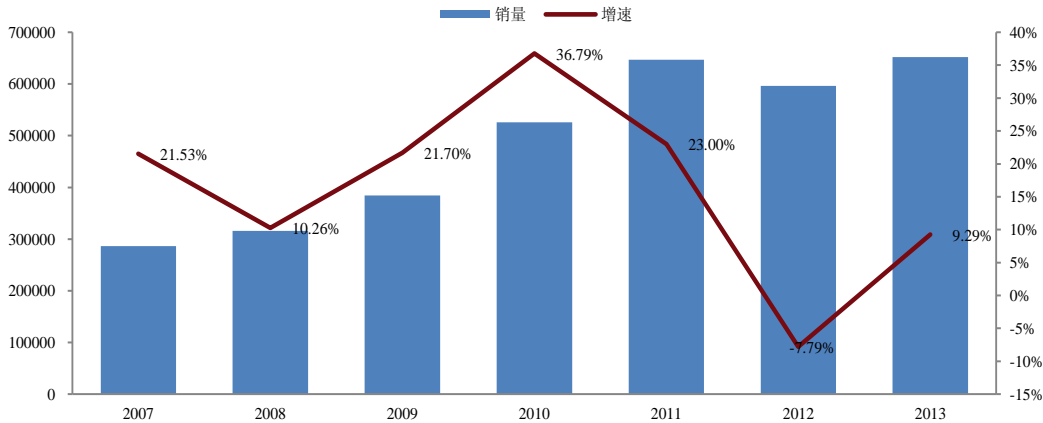
数据来源：Wind，西南证券

图 3：2012-2013 年主营产品毛利率



数据来源：Wind，西南证券

图 4：各年公司涡轮增压主要生产企业的产销情况（单位：台）



数据来源：中国汽车工业信息网，西南证券

二、涡轮增压行业将迎来高速发展期

（一）行业发展：已成发展趋势，进入快速增长期

2013 年涡轮增压器销量约 500-600 万只，按照 1200 元/只的均价粗略估计，市场规模约 70 亿元。我们预计 2014 年国内涡轮增压器市场需求或超 700 万只，近 100 亿元市场规模，我们认为国内涡轮增压器需求将迎来快速增长期，预计年复合增速达到 15%-20%。

涡轮增压器的需求主要包括汽车、工程机械、农业机械、船舶等内燃机机械的配套以及维修，当前柴油涡轮增压器的配置率相对较高，而汽油涡轮增压器配置率正处于快速上升通道。随着我国汽车油耗限值的逼近，汽车行业在选择节能技术路线上变得非常紧迫，而涡轮增压器在节能、提高功率以及环保等方面的优势，使其在发动机上的运用越来越广泛。

我国汽车油耗限制逼近和二氧化碳减排推动涡轮增压器行业增长。2012 年 6 月，国务院发布《节能与新能源产业规划》，政府对汽车制造商的平均燃料消耗提出了明确的量化标准和时间节点，按照要求，到 2015 年，国内乘用车平均燃料消耗量需降至 6.9 升/100 公里，

到 2020 年油耗目标为：5 升/100 公里。2014 年 1 月，工信部发布 2016 至 2020 年《乘用车燃料消耗量限值》和《乘用车燃料消耗量评价方法和指标》征求意见稿，指出第四阶段标准继续沿用按整车整备质量分组的车型燃料消耗量评价体系，同时提高特殊结构车辆的技术特征和要求，进一步细化《规划》中提出的油耗标准。

目前，国内乘用车的平均燃料消耗量约为 7.38 升/100 公里，到 2020 年，这一标准将降至 5 升/100 公里，油耗的下降面临较大压力。

欧洲议会 2013 年 4 月 24 日通过一项法律草案，要求到 2020 年在欧盟出售的新汽车平均每千米二氧化碳排放量由目前的 130 克减少到 95 克，欧盟环境委员会已批准该草案。中国也逐渐重视对二氧化碳排放的控制，发改委称，中国 2014 年单位 GDP 二氧化碳排放量目标为下降 4%。

上市新车密集推出涡轮增压车型，涡轮增压发动机成发展趋势。汽油机涡轮增压器市场，随着介入“T时代”的车企数量不断增加快速增长。2009 年，主要是南北大众和上海通用 3 家整车企业推出涡轮增压车发动机型，上海通用第一次推出其涡轮增压车，销量仅 2682 辆，而 2013 年这一数字攀升至 59117 辆。2011 年市场上仍然只有这 3 家企业在推行涡轮增压车，但到 2013 年，这一数据达到 7 家以上，且一向对涡轮增压器并不热衷的日系车，在多个品牌的规划中也开始初现涡轮增压器车型上市。2014 年，随着长安汽车、长城、江淮、神龙、海马等车企的加入，汽油机涡轮增压器的市场有望迅速打开。

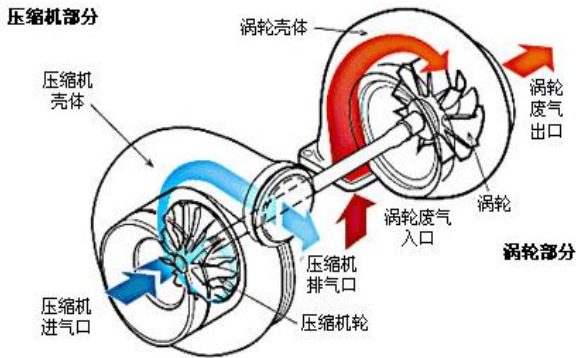
根据全球领先的汽车涡轮增压器制造商霍尼韦尔对中国涡轮增压器的销量做出预测，预期市场规模将从 2013 年的 500 万台翻番至 2018 年的 1000 万台，约 15% 的复合增速，并将以平均每年在中国发布 25 个新发动机应用的速度推动涡轮增压技术的普及。预计 2014 年增压器需求总量约为 720 万台，其中，柴油机增压器约为 590 万台，汽油机增压器约为 130 万台，其中售后市场涡轮增压需求大约为 120 万台（约占总需求的 21%）。随着上市新车中涡轮增压器的配置比重增加，涡轮增压需求增速有望超越汽车整车产量增速。

表 1: 日系车涡轮增压配置情况

品牌	涡轮增压车型规划
本田	2013 年末，Honda Meeting 全球媒体大会(旨在向全球媒体展示本田全新技术)上，本田向媒体展示了 1.0T、1.5T 和 2.0T 三款涡轮增压发动机
雷克萨斯	首款紧凑型 SUV 雷克萨斯 NX 200t
英菲尼迪	搭载涡轮增压发动机的英菲尼迪 Q502.0T 将于今年第二季度在华上市
铃木	计划于 2016 年推出全新的 1.0T 以及 1.2T 汽油增压发动机

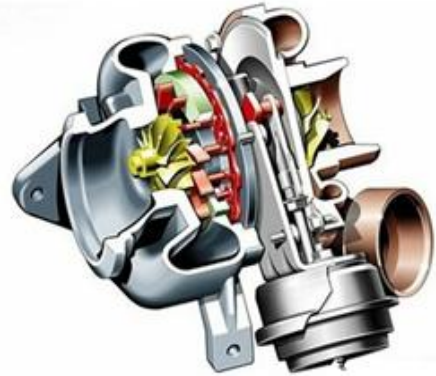
数据来源：公开资料，西南证券

图 5: 涡轮增压器原理图



数据来源: Wind, 西南证券

图 6: 可变截面涡轮增压器解剖图



数据来源: Wind, 西南证券

（二）竞争格局：外企强势自主顽强生长

世界上只有少数几家大型的涡轮增压器技术公司拥有比较完备的涡轮增压器试验台，分别是：美国的博格华纳（Borgwarner）、霍尼韦尔（Honeywell）和康明斯（Cummins），英国的霍尔塞特（Holset）以及瑞士的 ABB 公司等。这些公司拥有目前世界上最先进的涡轮增压器试验技术和先进试验设备。当前，国内民族增压器企业与外资企业存在较大差距，主要体现在生产规模、研发实力和生产管理等方面。国内汽油机涡轮增压器市场，由博格华纳、霍尼韦尔、博世马勒、IHI 等外企垄断的格局短期内难以改变。国内涡轮增压器的主要生产企业如下：

无锡康明斯涡轮增压技术有限公司，当前产能约 120 万台/年，在建产能 160 万台/年，国内涡轮增压器产销最大的企业，生产 Holset（霍尔塞特）涡轮增压器已连续多年在国内柴油发动机增压器市场占据领先地位。目前主要客户国内包括一汽锡柴、道依茨一汽大柴、东风康明斯发动机有限公司等。

图 7: 无锡康明斯涡轮增压器生产历程（单位：台）



数据来源: 公开资料, 西南证券

霍尼韦尔涡轮增压器上海工厂，目前拥有 100 万台的产能，2012 年产销约为 86 万台，市场占有率约为 20%，新成立的武汉工厂，设计产能约为 150 万台，预计今年上半年投产，预计 2018 年全部释放。当前主要给玉柴、潍柴等企业配套。霍尼韦尔中国整体涡轮增压业务中的占比为三分之一，商用车占比则为三分之二。

博世马勒涡轮增压系统（BMTS）近日在上海开设了一家全资子公司，名称为博世马勒增压系统（上海）有限公司。新工厂建成后占地面积将达到 5,000 平方米，运营初期将主要为中国市场供应涡轮增压器与汽油发动机。目前 BMTS 公司正在奥地利与德国对 100 名新的员工进行培训，这些员工将被安置在新的子公司内，新工厂预计将于 2014 年第一季度投入运营，产能将达到 100 万台涡轮增压器/年。

康跃科技，2011 年涡轮增压器产能 36 万台，销量为 29.72 万台，主要是柴油涡轮增压器的生产销售，配套企业包括潍柴动力、一汽大柴、保定长城等。

表 2：2012 年涡轮增压主要生产企业产销情况（单位：台）

企业名称	主要配套车型	产量	销量
康明斯康明斯涡轮增压技术有限公司	康明斯	约 1200000	约 1200000
霍尼韦尔汽车零部件服务（上海）有限公司	玉柴、潍柴	872595	858962
湖南天雁机械有限责任公司	玉柴、锡柴	600000	596000
上海菱重增压器有限公司	宝马、东风、上汽	438000	438000
康跃科技股份有限公司	潍柴、一汽大柴	242562	242562
潍坊市明冠节能科技有限公司	上汽	185000	184580
潍坊富源增压器有限公司	玉柴	131696	131696
山东富源动力设备有限公司	玉柴、常柴	48986	48889

数据来源：中国汽车工业信息网，西南证券

三、加强科研队伍，突击汽油涡轮市场

湖南天雁是国内最早生产车用涡轮增压器的企业，拥有国内涡轮增压器行业唯一一家国家认定国家级企业技术中心，当前涡轮增压产品主要配套柴油机，而汽油涡轮增压是公司发展的重要方向，公司通过自主研发的汽油机涡轮增压器产品，已形成了四大产品平台，覆盖 0.6-2.5L 排量以内的主流汽油发动机平台，同步为长安汽车、长城汽车、绵阳新晨、长丰动力、比亚迪、瑞展科技及东风汽车 15 个主机厂同步开发了近 20 个项目。涡轮增压器产品中两阀和密封环是进口、涡轮壳部分外包，叶轮等其他零部件均资产，其中核心产品两阀已经研制出来，等待实验验证。

（一）产品结构：汽油涡轮是公司后续增长的主要动力

1、柴油涡轮增压器系列

天雁目前柴油机增压器产能约 70 万台，2013 年柴油机增压器产销约 65 万台，其中 OEM 市场占有率接近 30%，柴油机涡轮增压器普遍用于内燃机车及大型卡车，与锡柴、潍柴、玉柴、大柴等国内 30 余家发动机厂建立了稳定的关系，重柴油机增压器的装配比例已经接近 100%，而中小型柴油机装配比例稍微低一点。

我们认为当前我国柴油涡轮增压器的配置比例已经很高，后续增长空间有限，主要是受制于商用车产量的增长，预计保持 7% 左右的增速。

表 3：2013 年公司柴油涡轮增压器主要销售客户的情况

项目	营业收入（元）	占公司全部营业收入的比例（%）
潍柴动力（潍坊）备品资源有限公司	108,596,133.9	16.93
广西玉柴机器股份有限公司	82,857,202.1	12.92
无锡市益群动力机械科技有限公司	71,010,046.25	11.07
广西玉柴机器专卖发展有限公司	29,933,651.8	4.67
石家庄北方涡轮增压器综合服务中心	20,167,837.51	3.14
合计	312,564,871.6	48.73

数据来源：公司公告，西南证券

2、汽油涡轮增压器系列

汽油涡轮增压器平均转速在 8-10 万转/分钟，相对汽油涡轮增压器的主要技术难点体现在：1、材料耐高温；2、匹配性；3、可靠性；4、噪声控制。涡轮增压器行业的技术发展主要围绕可变截面技术、电控技术、转子轻量化技术、两级增压技术、噪声控制技术、高可靠性、低成本、提高响应性、耐高温性能等方面。

公司汽油涡轮增压器开发始于 2004 年，2004-2009 年处于前期技术积累阶段，09 年开发大众售后配套实验。从 09 年底-10 年开始为自主品牌整车涡轮做开发试验，公司当前开始配套的有长城、长安、绵阳新晨。目前汽油涡轮增压器产能为 10 万台/年，在建产能 20 万台/年，汽油涡轮增压器生产建设周期 1 年内（建设周期 6 个月，调试 1 个月，再验收）。汽油机涡轮增压器目前已开发 S1、S2、H、S3、D1、D2 和 D3 等七大系列 15 种增压器机型，覆盖 1.0-2.0L 排量以内的主流汽油发动机平台，与国内长安集团、东安动力等 10 余家汽油机发动机企业合作。

2014 年至今绵阳新晨已获得 800 台订单。公司给长安 1.8T 发动机配套实验进入试线阶段，远期目标是实现长安自主车型涡轮增压中天雁的配套做到 50%。我们预计今年下半年公司有望给长安、长城批量供货，全年汽油涡轮增压 1-1.5 万台。公司汽油涡轮增压器销量或有望在 16-17 年进入快速增长阶段。

表 4：汽油涡轮增压器系列

系列	功率范围	排量范围	代表产品
S1 系列	45KW-75kw	0.6-0.8L	JQ33
S2 系列	50kW ~ 82kW	0.8-1.0L	JQ37
S3 系列	70kW ~ 100kW	1.0-1.3L	JQ42
H 系列	90kW ~ 140kW	1.3-1.6L	JQ48
D1 系列	120kW ~ 170kW	1.6-2.0L	JQ50
D2 系列	140kW ~ 200kW	2.0-2.5L	JQ56
D3 系列	180kW ~ 250kW	2.5-3.0L	JQ60

数据来源：公司官网，西南证券

天然气发动机用涡轮增压器主要应用于天然气（CNG）和液化石油气（LPG）发动机，采用 CNG 和 LPG 作为燃料相比传统的柴油机涡轮增压器可减少污染排放，有利于环保，且燃料价格相对柴油机优势明显。公司天然气涡轮增压器产品已为东风汽车有限公司、深圳凯鹏源等多家主机厂供货，主要销往湖北、四川、陕西、内蒙、新疆，现在逐渐扩展到东南沿海城市和海外市场，产品主要适配 180 马力至 230 马力天然气发动机，主要装载在中型载货车、自卸车、城市公交车和各种工程机械上，在我国中西部的矿区和城市都有广泛应用。

表 5: 商用车用增压器系列（天然气）

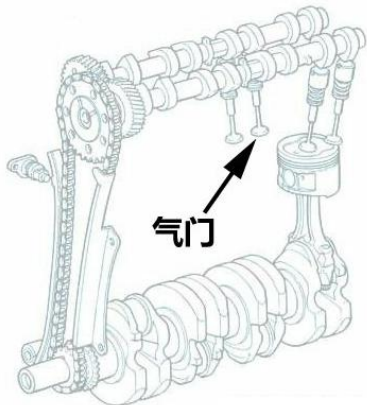
系列	功率范围	排量范围	代表产品
50 系列	50-160hp	2-4L	JQ50
60 系列	60-240hp	3-6L	HQ60
70 系列	180-230hp	6-8L	JQ76A
80 系列	180-320hp	7-10L	JQ82C
90 系列	330-450hp	11-13L	JQ92

数据来源：公司官网，西南证券

3、气门系列

公司气门拥有 12 大系列 40 多个品种，年产能达到 600 万只，重型柴油发动机气门国内主机市场占有率达到 65% 以上，2013 年销售气门 431.16 万件，同比增长 16.49%。重型柴油机需求主要是受到投资建设拉动，参照国内投资建设和公司气门业务发展预计，我们预计气门的销量将保持在 12% 左右的增速。

气门专门负责向发动机内输入燃料并排出废气，从发动机结构上，分为进气门（inlet valve）和排气门（exhaust valve）。进气门的作用是将空气吸入发动机内，与燃料混合燃烧；排气门的作用是将燃烧后的废气排出并散热。传统发动机每个汽缸只有一个进气门和一个排气门，这种设计结构相对简单，成本较低，维修方便，低速性能较好，缺点是功率很难提高，尤其是高转速时充气效率低、性能较弱。

图 8: 发动机气门结构图


数据来源：Wind，西南证券

图 9: 发动机气门类型图


数据来源：Wind，西南证券

表 6: 气门产品参数

序号	产品名称	配套机型	配套厂家	主要技术参数			技术特点
				杆部直径	盘部直径	产品总长	
1	进气门	WD615.46	潍柴等	φ11	φ55	159	杆部镀铬、杆端淬火
2	排气门	柴油机	潍柴等	φ11	φ50	159	摩擦焊接、杆部镀铬、杆端淬火

数据来源: 公司公告, 西南证券

表 7: 2012 年进排气门主要生产企业产销情况 (单位: 万只)

企业名称	主要配套车型	产量	销量
三环集团公司	各种车型	4782	4820
河北盛驰汽车零部件有限公司	各种车型	2088	2088
桐城市汽车零部件有限公司	一拖、东风	1250	1250
扬州光辉内燃机配件有限公司	重庆华翔	1018	1018
湖南安福气门有限公司	玉柴、扬柴	868	867
安徽金庆龙机械制造有限公司	各种车型	750	700

数据来源: 中国汽车工业信息网, 西南证券

4、风机系列

目前公司研究和生产的风机系列是近年开发的产品, 当前销量很少, 用于高铁当中, 现主要用于北车集团的配套生产。

公司当前硅油离合器传动系列风扇暂时只有 WR241-300 冷却风扇一种, 采用硅油离合器传动可以根据发动机温度的不同自动调节冷却风扇转速, 使发动机在最佳工作温度下工作, 满足冷却风扇的转速变化要求。主要性能参数: 风机动叶轮转速在 2750r/min, 静压 1200Pa 时, 冷却风流量 $\geq 2.1\text{kg/s}$; 风扇动叶轮转速在 4850r/min, 静压 1600Pa 时, 冷却风流量 $\geq 2.5\text{kg/s}$; 当输入转速为 2750r/min 时, 动叶轮转速噪声 $\leq 92\text{dB}$; 当输入转速为 4850r/min 时, 噪声 $\leq 98\text{dB}$ 。

主要特点: 具有结构高效紧凑、体积小、重量轻、安装方便等特点, 并具有转速低、风量大、噪音低、振动小、能耗低、效率高、安全可靠、工作稳定、使用寿命长等优良性能。

(二) 研究团队: 引进专家, 突击核心技术

当前, 公司技术研发人员 106 人, 本科占比 80%, 硕士 23 人左右。2011 年 7 月公司从英国引进一位专家, 主要研究方向为 NVH, 已培养了 5 位工程师, 并组建了 20 多个人的团队。公司注重研发人员的建设, 且薪酬向研发人员倾斜, 主导产品增压器可靠性能力提升、高温材料技术、噪声与振动五大关键技术。公司逐步加大科研人员数量, 减少辅助管理人员, 提高研发人员的占比, 改善科研和生产效率。

2013 年公司研发支出合计 0.41 亿元, 研发支出总额占净资产的 5.99%, 占营业收入的 6.39%。参与 40 多个主机厂机外贸市场新产品研发, 实现新产品产值 3.92 亿元, 新产品产值率达 58.76%。

（三）资产重组：具备资产注入预期

零部件板块一直是长安集团的短板，如何通过资本市场融资，发展零部件业务，补齐该业务短板是长安集团的发展方向。湖南天雁作为长安集团控股企业，长安集团旗下有青山变速箱、建安车桥、南方天合、江滨活塞、长风转向等优质零部件企业有可能注入湖南天雁当中，存在长安集团下汽车零部件企业业务整体上市预期。类似于华域汽车之于上汽集团、一汽富维之一汽集团、东风科技之于东风集团。上汽集团将上海汽车齿轮一厂等多项汽车零部件资产转让给上汽变速箱有限公司，完成华域汽车重组，实现零部件资产整体上市。

表 8：长安集团成员企业

类型	企业简称	公司名称
整车企业	长安汽车	重庆长安汽车股份有限公司
	哈飞汽车	哈尔滨哈飞汽车有限公司
动力总成	青山变速器	青山变速器分公司
	东安动力	哈尔滨东安汽车动力股份有限公司
	东安三菱	哈尔滨汽车发动机制造有限公司
零部件企业	建安车桥	四川建安车桥分公司
	江滨活塞	湖南江滨活塞分公司
	宁江山川	四川宁江山川机械有限责任公司
	湖南天雁	湖南天雁机械有限责任公司
	华川电装	成都华川电装有限责任公司
	南方英特	南方英特空调有限公司
	南方天合	南方天合底盘系统有限公司
	宁江昭和	成都宁江昭和汽车零部件有限公司
重庆纳铁福	纳铁福（重庆）传动轴有限公司	
商贸企业	西南公司	西南兵装工业公司
	万友汽车	万友汽车投资有限公司

数据来源：公开资料，西南证券

四、投资建议与盈利预测

我们认为公司的看点主要：**1、涡轮增压器已经成为市场发展趋势，将迎来快速增长期。**随着油耗限值的接近，涡轮增压器是短期解决油耗问题的可行性办法。当前我国涡轮增压器配置率较低，随着配置率的升高和涡轮增压器保有量的提升，前端市场和后端维修市场对涡轮增压器的需求均将引来大幅增长；**2、公司是我国涡轮增压器最大企业，有望在快速增长的市场上扩大占有率。**尽管公司当前汽油涡轮增压器比重较低，生产技术与外资企业有一定差距，但是公司已与国内多家整车厂建立了合作项目，并开始小批量供货，汽油涡轮增压器市场逐步打开，有望成为公司新的利润增长点；**3、公司作为长安集团下汽车零部件优质企业，我们认为存在资产注入预期。**类似于“华域汽车+上汽集团”模式，长安集团有可能将湖南天雁打造成集团下的汽车零部件上市平台。

基本假设：

1、我们假设 2014-2016 年公司柴油涡轮增压器销量保持 7% 增速。柴油涡轮增压器主要需求是新增的柴油机发动机和工程机械，这两行业相对稳定，且受到国家的建设投资影响较大，参照对国内建设投资增速的预期，我们假设柴油涡轮增压器销量增速为 7%。

2、我们假设 2014-2016 年公司汽油增压器的销量分别为 1.25 万台、4 万台、8 万台。公司 13 年汽油涡轮增压器销量为 3-4 千台，2014 年一季度给绵阳新晨交货约 800 套，我们预计 14 年给长安、长城等批量供货后销量有望达到 1-1.5 万台。而后两年随着在研项目完成后部分批量供货，在项目进展较顺利的情况下，汽油涡轮增压器将迎来快速增长期。

3、我们假设 2014-2016 年公司气门销量增速为 12%。气门的销量主要是来至新生产内燃机的配套和售后市场，我们认为随着下游内燃机产销的稳定增长和涡轮增压内燃机保有量的逐步加大，14-16 年公司气门销量增速维持 12% 左右。

表 9：2014-2016 年公司产品产量及产能利用率预测

产品	产品项目	2013	2014	2015	2016
涡轮增压器	柴油涡轮增压器（万台）	65.46	70.04	74.95	80.19
	增速（%）	9.2	7	7	7
	汽油涡轮增压器（万台）	0.35	1.25	4	12
	增速（%）	—	257	220	200
	总产量（万台）	65.81	71.29	78.95	92.19
	产能（万台）	75	80	90	100
	产能利用率（%）	87%	89.11%	83.28%	92.19%
气门	气门（万台）	431.16	482.90	540.85	605.75
	增速（%）	16	12	12	12
	产能（万台）	600	600	600	700
	产能利用率（%）	71.86	80.48	90.14	86.54

数据来源：公司公告，西南证券

我们预计 14 年、15 年、16 年 EPS 为 0.068 元、0.079 元、0.101 元，对应动态 PE 为 55.6 倍、47.8 倍、37.4 倍，考虑到公司当前估值较高，首次给予“中性”评级。

五、风险提示

1、宏观经济不景气风险

涡轮增压器、气门等产品作为内燃机的配套零部件，下游汽车、工程机械等领域属于周期性行业，其发展与宏观经济相关，宏观经济的恶化，对汽车、工程机械等行业销售产生较大负面影响，同样影响公司产品的需求。

2、原材料大幅上涨风险

公司产品涡轮增压器和气门生产的主要原材料包括生铁、铝锭、半成品涡轮毛坯和半成品叶轮毛坯等，原材料成本占成本比重较高，原材料价格的波动，对产品生产利润造成较大影响，同样，影响公司的盈利能力。

3、汽油涡轮增压拓展缓慢风险

公司业绩增长的主要动力之一是汽油涡轮增压器的拓展，当前在研配套项目较多，且开始小批量供货，但是汽油涡轮增压器要求要求，核心技术主要集中于外资企业，公司汽油涡轮增压器开发相对较晚，近期在汽油涡轮增压器上产能拓展较大，客户的拓展面临较大压力。如果客户拓展不及预期，公司的业绩增长面临较大压力。

4、涡轮增压器价格下降风险

涡轮增压器和气门行业集中度较低，市场竞争无序，公司对客户维护和议价能力较弱，存在产品价格下降风险。且涡轮增压器产品核心技术掌握在外资企业当中，存在外资企业价格下探，争夺公司客户的风险。

表 10：利润表预测及估值数据（百万元）

利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	918.11	641.32	684.59	764.69	920.06
减：营业成本	695.76	460.57	480.97	531.32	630.94
营业税金及附加	9.33	4.00	4.27	4.77	5.74
营业费用	67.52	42.94	49.29	55.06	66.24
管理费用	113.34	79.83	92.42	99.41	115.01
财务费用	9.64	1.16	-4.64	-1.24	0.89
资产减值损失	2.89	0.16	0.50	0.80	1.00
加：投资收益	-0.85	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	18.78	52.67	61.78	74.57	100.23
减：所得税	58.09	15.53	15.81	15.81	15.81
净利润	76.87	68.20	77.58	90.38	116.04
减：少数股东损益	11.63	9.18	11.64	13.56	17.41
归属母公司股东净利润	65.24	59.02	65.94	76.82	98.63
资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	349.23	247.74	543.20	627.16	825.46
应收和预付款项	321.37	417.18	369.89	508.55	547.33
存货	114.00	121.86	124.45	147.65	175.46
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	181.63	194.77	156.71	119.25	81.40
无形资产和开发支出	0.84	9.70	17.71	25.82	33.92
其他非流动资产	0.13	1.16	25.58	25.00	25.00
资产总计	967.21	992.42	1237.54	1453.43	1688.58
应付和预收款项	224.31	281.92	281.09	320.17	356.68
其他负债	224.31	281.92	281.09	320.17	356.68
负债合计	342.36	308.55	487.72	626.79	763.30
资本公积	971.82	971.82	971.82	971.82	971.82
留存收益	374.18	374.18	374.18	374.18	374.18
归属母公司股东权益	-721.15	-662.13	-596.18	-519.36	-420.73
少数股东权益	624.85	683.88	749.82	826.64	925.27
股东权益合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益合计	624.85	683.88	749.82	826.64	925.27
现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	182.30	16.74	158.31	32.31	149.98
投资性现金净流量	-125.32	-39.14	-46.57	-48.57	-49.57
筹资性现金净流量	99.58	-103.15	183.72	100.21	97.88
现金流量净额	156.55	-125.55	295.46	83.96	198.30

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收益率					
毛利率	24.22%	28.19%	29.74%	30.52%	31.42%
三费/销售收入	20.75%	19.32%	20.02%	20.04%	19.80%
EBIT/销售收入	9.17%	10.95%	10.79%	11.79%	12.84%
EBITDA/销售收入	12.40%	14.79%	20.30%	23.71%	22.81%
销售净利率	7.11%	9.20%	9.63%	10.05%	10.72%
资产获利率					
ROE	10.21%	8.63%	8.79%	9.29%	10.66%
ROA	8.71%	7.07%	5.97%	6.20%	7.00%
ROIC	12.97%	14.63%	10.67%	15.29%	17.15%
增长率					
销售收入增长率	-27.09%	-30.15%	6.75%	11.70%	20.32%
EBIT 增长率	176.46%	-16.63%	5.19%	22.07%	31.05%
EBITDA 增长率	260.26%	-16.73%	46.57%	30.43%	15.78%
净利润增长率	156.18%	-9.53%	11.73%	16.49%	28.40%
总资产增长率	7.99%	2.61%	24.70%	17.45%	16.18%
股东权益增长率	359.18%	9.45%	9.64%	10.24%	11.93%
经营营运资本增长率	147.91%	75.40%	-16.49%	56.16%	9.20%
资本结构					
资产负债率	35.40%	31.09%	39.41%	43.12%	45.20%
投资资本总资产	33.58%	46.61%	33.41%	34.89%	30.14%
带息债务总负债	11.68%	6.48%	41.01%	47.86%	52.40%
流动比率	2.35	2.61	3.69	4.01	4.34
速动比率	2.01	2.20	3.25	3.55	3.85
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
资产管理效率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
总资产周转率					
固定资产周转率	0.95	0.65	0.55	0.53	0.54
应收账款周转率	5.06	3.30	4.40	6.52	11.59
存货周转率	3.15	1.69	2.03	1.65	1.84
业绩和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
EBIT	84.21	70.21	73.86	90.16	118.15
EBITDA	113.88	94.83	138.99	181.29	209.90
NOPLAT	27.17	47.53	49.35	63.20	87.00
净利润	63.81	59.02	65.94	76.82	98.63
EPS	0.066	0.061	0.068	0.079	0.101
BPS	0.643	0.704	0.772	0.851	0.952
PE	57.57	62.24	55.71	47.82	37.24
PEG	9.02	3.33	N/A	N/A	N/A
PB	5.88	5.37	4.90	4.44	3.97
PS	4.00	5.73	5.37	4.80	3.99

数据来源：Wind，西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：（023）63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：（010）57631234
邮箱：research@swsc.com.cn