

投资评级：推荐（首次）
分析师

张勇 0755-83515478

Email: zhangy@cgws.com

执业证书编号: S1070510120004

联系人:

廖瀚博 0755-83666934

Email: liaohb@cgws.com

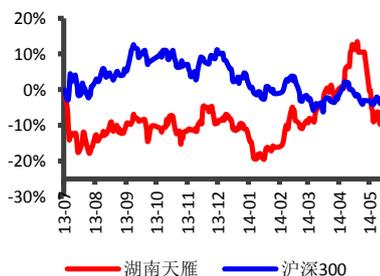
从业证书编号: S1070112070045

市场数据

目前股价	3.89
总市值(亿元)	37.80
流通市值(亿元)	16.68
总股本(万股)	97,182
流通股本(万股)	42,874
12个月最高/最低	5.19/3.34

盈利预测

	2014E	2015E	2016E
营业收入	676.59	741.86	864.92
(+/-%)	5.5%	9.6%	16.6%
净利润	65.69	76.01	94.32
(+/-%)	11.3%	15.7%	24.1%
摊薄 EPS	0.07	0.08	0.10
PE	57.6	49.7	40.1

股价表现


数据来源: 贝格数据

静待汽油机增压器放量

——湖南天雁（600698）调研简报

投资建议

我们认为涡轮增压技术已逐渐成为发动机主流技术路线,未来汽油机增压器市场成长空间广阔。国内自主品牌经过多年研发储备,产品性能已接近外资品牌的水准,未来具备进口替代前景,公司作为增压器自主品牌龙头将充分受益。我们预测公司2014-2016年EPS分别为0.07元、0.08元和0.10元,对应股价PE分别为58倍、50倍和40倍。考虑到汽油机增压器爆发期尚未到来,我们首次给予公司“推荐”评级,建议紧密关注汽油机增压器的批产进程。

投资要点

■ **国内民营增压器龙头:** 公司是国内最大的增压器自主品牌制造商,隶属于兵装集团,大股东是长安汽车,主要产品包括涡轮增压器、发动机气门、动车组冷却风机等,客户涵盖玉柴、潍柴、锡柴等主流发动机制造商。其中涡轮增压器是公司的主流产品,2013年销量为65万台,市场份额在11%左右,国内市场排名NO.4。

■ **涡轮增压配置率不断提升:** 涡轮增压器的核心作用在于增加内燃机的进气量,促使燃烧更加充分,从而实现提升动力和节能减排的效果。受益于汽车节能减排政策的不断推进,国内发动机涡轮增压配置率稳步提升,预计2013年国内整体配置率在7%左右。

对于柴油机增压器而言,中重型柴油机增压率较高(90%以上),未来增长主要取决于轻型柴油机增压器,目前增压率仅为30%左右,预计国IV排放升级将推动轻柴增压率显著提升。

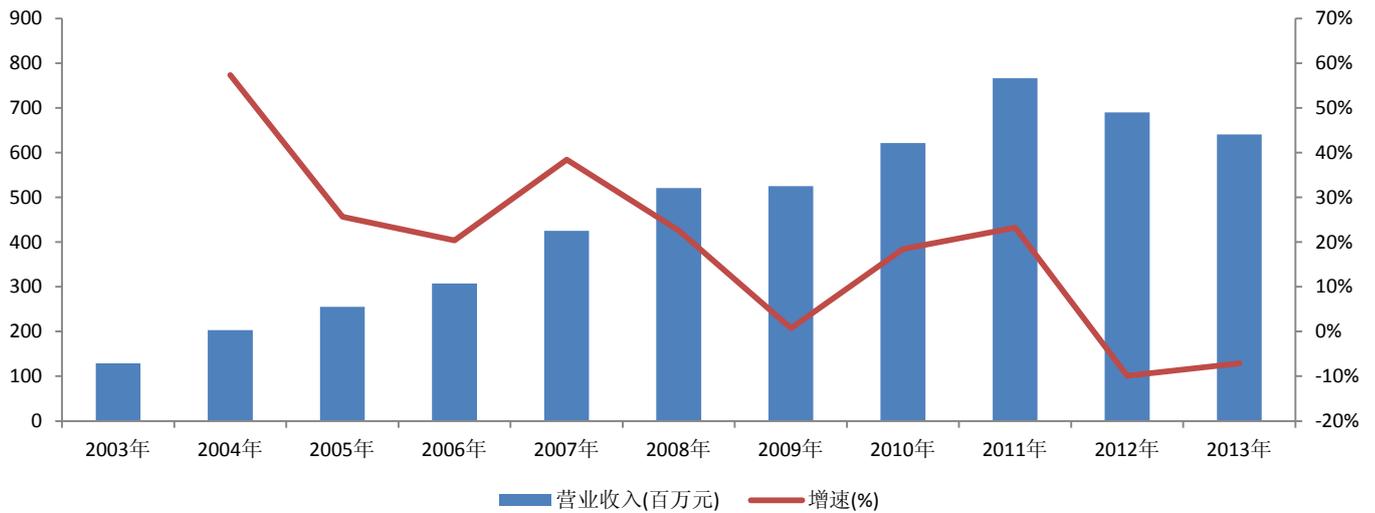
对于汽油机增压器而言,涡轮增压已逐渐成为主流技术路线,丰田、本田涡轮增压机型的推出,标志着该技术已经受到全球主要汽车巨头的认可。考虑到国家对乘用车企业平均油耗管理日趋严格,要求2015年平均燃料消耗量下降至6.9L/100km,2020年进一步下降至5.0L/100km,推动发动机小型化和增压化,是乘用车企业兼顾动力性能和节能减排的有效途径。2013年在售增压车型已接近60款,预计今年有望达到80款左右,随着在售车型数量增长,汽油机增压率有望稳步提升。

■ **汽油机增压器是公司未来主要看点:** 公司汽油机增压器研发始于2004年,2009年进入AM市场,2013年开始为OEM(主机厂)小批量供货。公司已具备汽油机增压器产能10万台,在建产能20万台(预计2016年投产),目前已开始为绵阳新晨小批量供货,今年下半年有望为长安、长城小批量供货。

公司汽油机增压器单品性能已接近博格华纳的成熟产品,现有自动化生产线将为产品一致性和稳定性提供保障,未来批产后价格优势有望达到**10-15%**。我们积极看好公司汽油机增压器的发展前景,理由主要有两个方面:一是汽油机增压器市场空间广阔,且目前处于快速增长阶段;二是汽油机增压器单价和毛利率均高于柴油机增压器,未来汽油机增压器批产将为公司盈利增长注入弹性。

- **风险提示:** 汽车市场景气大幅下滑;汽油机增压器推广低于预期。

图 1: 公司营收及增速



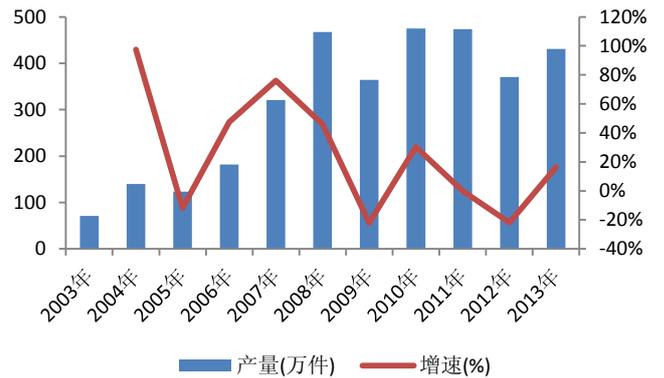
资料来源: 公司资料, 长城证券研究所整理

图 2: 公司涡轮增压器产量及增速



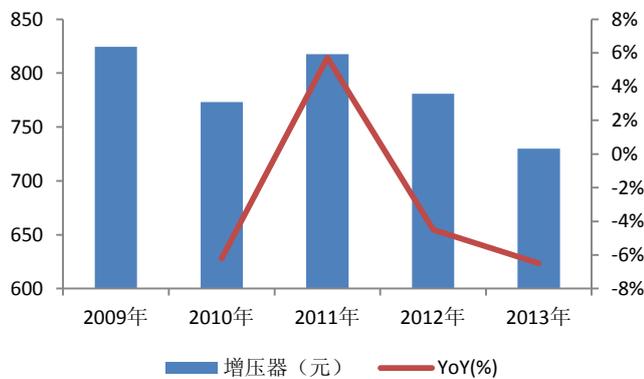
资料来源: 公司资料, 长城证券研究所整理

图 3: 公司气门产量及增速



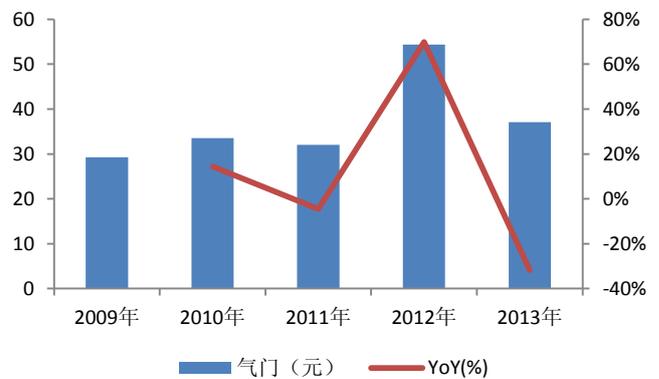
资料来源: 公司资料, 长城证券研究所整理

图 4: 公司涡轮增压器单品价格



资料来源: 长城证券研究所整理

图 5: 公司气门单品价格



资料来源: 长城证券研究所整理

表 1: 公司部分汽油机增压器产品明细

型号	技术参数	适配车型
JQ36	82KW/5400RPM	东安动力 M09T
JQ42	85KW/6000RPM	一汽 CA4GA1T
JQ48	120KW/6000RPM	长安 H15T
JQ48A	100KW/5200RPM	新晨 4A15T
JQ48B	96KW/6000RPM	宝莱 1.4T
JQ48C	96KW/6000RPM	朗逸 1.4TSI
JQ48C	96KW/6000RPM	速腾 1.4TSI
JQ50A	118KW/5700RPM	帕萨特 1.8T
JQ50D	110KW/5600RPM	长城 EG01T
JQ52	144KW/5500RPM	奇瑞 2.0T
JQ52A	118KW/5500RPM	荣威 550/750; 名爵
JQ52B	118KW/5500RPM	长安 D18T
JQ52C	120KW/5400RPM	瑞风祥和 2.0T

资料来源: 公司资料, 长城证券研究所整理

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	918.11	641.32	676.59	741.86	864.92	成长性					
营业成本	695.76	460.57	486.08	530.13	612.25	营业收入增长	-27.09%	-30.15%	5.50%	9.65%	16.59%
销售费用	67.52	42.94	43.30	46.00	51.90	营业成本增长	-37.60%	-33.80%	5.54%	9.06%	15.49%
管理费用	113.34	79.83	82.73	89.37	102.56	营业利润增长	-115.33%	180.44%	14.87%	19.62%	29.09%
财务费用	9.64	1.16	-0.25	-0.64	-0.59	利润总额增长	-166.03%	-11.29%	10.71%	15.72%	24.09%
投资净收益	-0.85	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长	-156.18%	-9.53%	11.29%	15.72%	24.09%
营业利润	18.78	52.67	60.50	72.37	93.42	盈利能力					
营业外收支	58.09	15.53	15.00	15.00	15.00	毛利率	24.22%	28.19%	28.16%	28.54%	29.21%
利润总额	76.87	68.20	75.50	87.37	108.42	销售净利率	7.11%	9.20%	9.71%	10.25%	10.91%
所得税	11.63	9.18	9.82	11.36	14.09	ROE	17.54%	9.02%	9.16%	9.65%	10.81%
少数股东损益	1.43	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	5.45%	6.83%	7.18%	7.84%	9.14%
净利润	63.81	59.02	65.69	76.01	94.32	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	7.35%	6.69%	6.40%	6.20%	6.00%
					(百万)	管理费用/营业收入	12.34%	12.45%	12.23%	12.05%	11.86%
流动资产	819.93	808.54	862.78	955.99	1,089.99	财务费用/营业收入	1.05%	0.18%	-0.04%	-0.09%	-0.07%
货币资金	384.56	269.49	305.03	345.65	379.83	投资收益/营业利润	-4.53%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
应收账款	268.69	349.53	368.75	404.32	471.39	所得税/利润总额	15.13%	13.46%	13.00%	13.00%	13.00%
应收票据	22.95	29.85	31.49	34.53	40.26	应收账款周转率	5.70	2.07	1.88	1.92	1.98
存货	114.00	121.86	128.49	139.85	161.84	存货周转率	5.61	3.91	3.88	3.95	4.06
非流动资产	183.35	206.42	220.88	235.72	254.44	流动资产周转率	1.49	0.79	0.81	0.82	0.85
固定资产	181.63	194.77	202.60	210.32	220.82	总资产周转率	0.95	0.64	0.64	0.65	0.68
资产总计	1,003.28	1,014.96	1,083.66	1,191.71	1,344.43	偿债能力					
流动负债	370.38	324.46	322.40	351.41	407.37	资产负债率	37.72%	32.62%	30.83%	30.72%	31.58%
短期借款	40.00	20.00	1.28	1.40	1.62	流动比率	2.21	2.49	2.68	2.72	2.68
应付款项	126.83	177.69	187.35	203.92	235.98	速动比率	1.91	2.12	2.28	2.32	2.28
非流动负债	8.05	6.63	11.70	14.73	17.16	每股指标 (元)					
长期借款	0.00	0.00	5.07	8.10	10.54	EPS	0.07	0.06	0.07	0.08	0.10
负债合计	378.43	331.08	334.10	366.14	424.53	每股净资产	0.64	0.70	0.77	0.85	0.95
股东权益	624.85	683.88	749.56	825.57	919.90	每股经营现金流	-0.38	-0.05	0.09	0.08	0.09
股本	971.82	971.82	971.82	971.82	971.82	每股经营现金/EPS	-5.72	-0.78	1.36	1.07	0.88
留存收益	-721.15	-662.13	-596.44	-520.43	-426.10	估值	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	59.24	64.05	57.55	49.73	40.08
负债和权益总计	1,003.28	1,014.96	1,083.66	1,191.71	1,344.43	PEG	-37.93	-672.00	509.76	316.39	166.35
现金流量表					(百万)	PB	6.05	5.53	5.04	4.58	4.11
经营活动现金流	-365.05	-46.23	89.57	81.41	82.89	EV/EBITDA	3.83	3.02	2.74	2.34	1.88
其中营运资本减少	-474.50	-129.60	-2.05	-23.69	-44.08	EV/SALES	0.26	0.37	0.35	0.32	0.27
投资活动现金流	313.66	-47.68	-40.65	-44.57	-51.96	EV/IC	0.36	0.34	0.31	0.28	0.25
其中资本支出	255.90	-46.61	-40.65	-44.57	-51.96	ROIC/WACC	0.54	0.68	0.72	0.78	0.91
融资活动现金流	237.65	-21.16	-13.39	3.78	3.24	REP	0.66	0.50	0.44	0.36	0.28
净现金总变化	186.26	-115.06	35.53	40.62	34.18						

研究员介绍及承诺

张勇: 经济学硕士, 2001 年加入长城证券, 现任销售交易部负责人兼研究所副所长。

廖瀚博: 中山大学硕士, 2012 年加入长城证券, 现任汽车行业研究助理。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 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他人作出邀请。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。在任何情况下, 本公司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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com
王 涛: 0755-83516127, 18665822616, wangt@cgws.com
陈方圆: 0755-83516287, 18607195599, chenfy@cgws.com
陈尚峰: 0755-83515203, 13826520778, chensf@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李彦仪: 010-88366060-8750, 18611670060, liyanyi@cgws.com
安雅泽: 010-88366060-8768, 18600232070, ayz@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
陈 韵: 021-61680389, 15821566166, chenyun@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>