

评级：增持(维持)

市场价格：6.56

目标价格：8.5

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：010-59013814

Email: wanghj@r.qizq.com.cn

联系人：于文博

Email: yuwb@r.qizq.com.cn

联系人：范炜

Email: fanwei@r.qizq.com.cn

联系人：朱荣华

Email: zhurh@r.qizq.com.cn

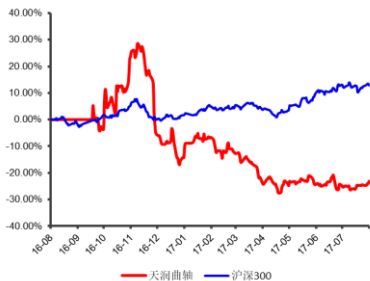
联系人：许忠海

Email: xuzh@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1124.86
流通股本(百万股)	1123.93
市价(元)	6.56
市值(百万元)	7379.09
流通市值(百万元)	7372.99

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司点评：《天润曲轴(002283)：重卡曲轴龙头拓展乘用车市场；外延并购进军汽车轻量化》2017.2.6

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,689.84	1,821.51	3,173.16	3,802.55	4,523.75
增长率 yoy%	4.34%	7.79%	74.21%	19.83%	18.97%
归母净利润	150.26	194.30	339.66	396.52	503.86
增长率 yoy%	12.71%	29.31%	74.82%	16.74%	27.07%
每股收益(元)	0.27	0.17	0.30	0.35	0.44
每股现金流量	0.87	0.34	0.15	0.43	0.52
净资产收益率	4.48%	5.47%	10.59%	11.01%	12.27%
P/E	83	45	22	19	15
PEG	6.54	1.53	0.30	1.14	0.55
P/B	3.72	2.45	2.35	2.09	1.83

备注：

投资要点

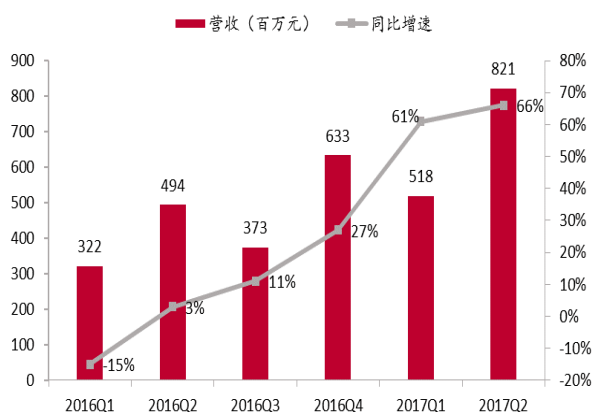
- **受益重卡高景气，公司营收、利润大幅增长。**2017H1 公司实现营收 13.39 亿元，同比增长 64.19%，实现归母净利润 1.24 亿元，同比增长 66.49%。
- **公司为中国重卡曲轴龙头，未来增长亮点多。**公司不仅仅受益于重卡的高景气度，公司努力拓展连杆、铸件业务，努力拓展轻卡、乘用车、工程机械等领域，深耕汽车零部件领域。
- **1-9 月归母净利润预计增长 50%-100%，有望保持高增长。**公司公告 1-9 月归母净利润预计可达 1.87-2.49 亿，同比增长 50%-100%；我们认为重卡市场需求持续旺盛，公司订单大幅增加，下半年有望保持高增长趋势。
- **重卡曲轴国内龙头，有望参与全球化竞争。**公司在重卡曲轴领域国内第一，国际第三，国内市场市占率 50%以上，关键产品 70%以上。公司近几年目前出口占比在 10%左右，未来有望参与全球竞争，成为全球市场有力参与者。
- **产业结构优化调整，抗风险能力逐渐增强。**公司近几年对产品结构进行优化调整，形成了目前的曲轴、连杆、铸件、锻件业务板块同步发展的战略新格局。2017H1，公司曲轴、连杆、铸锻件板块营收占比分别为 77%、14%、8%。未来公司将继续多元化发展，降低重卡行业波动的影响。
- **连杆业务占比不断提高，致力成为卡车涨断连杆龙头。**2017 年 H1 公司连杆营收达到 1.83 亿元，同比增长 153%，成为公司增长最快的业务。连杆销量达到 101 万支，超过 2016 年全年。连杆业务占比达到 13.69%，同比提升 4.82pct。公司未来几年致力发展成为中国最大的卡车涨断连杆生产厂商。
- **重卡此轮增长周期有望延续，公司将充分受益。**重卡行业呈现 7 年左右周期性，2010 年重卡销量达到 102 万辆的顶峰后持续走低，2016 年开始回暖，2017 年进入放量增长阶段，上半年重卡销售量达到 58.37 万辆，同比增长 71.5%。由于新国标的更新改造、治超引起的单车运力下降以及下游基建较高增速，我们预计重卡销量这一轮快速增长尚未见顶，高景气态势有望持续。
- **产业链完善、柔性生产线转换优势；管理先进。**公司产业链完善，生产线均为柔性生产线，可根据市场形势快速调整产品结构，使产能得到充分利用，降低行业波动风险。
- **投资建议：**公司为重卡曲轴国内龙头，受益重卡行业高景气，收入利润大幅提升。同时公司推动业务多元化发展，拓展连杆、轻卡、乘用车曲轴市场。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.3/0.35/0.44 元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**重卡行业景气度下降，原材料价格上升风险，多元化发展低于预期

一、受益重卡高景气，2017H1 归母净利大幅增长 66%

受益重卡高景气，公司收入、利润大幅增长

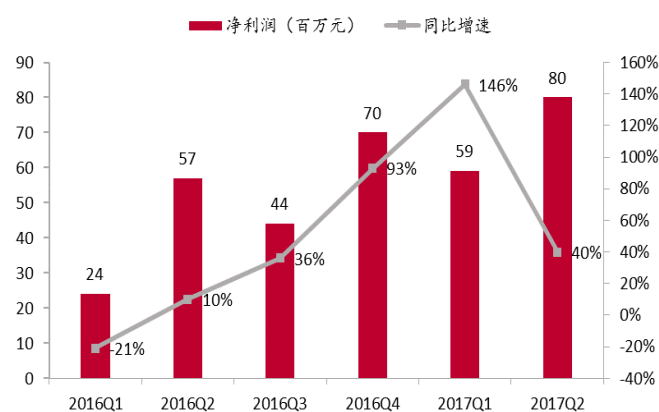
- 公司 8 月 23 日发布 2017 年中报，上半年公司实现营业收入 13.39 亿元，较去年同期增长 64.19%；实现归母净利润 1.24 亿元，较去年同期增长 66.49%；受益重卡高景气，收入、利润大幅增长。
- 受上游钢材价格及折旧因素影响，公司营业成本增加，毛利率 25.74%，同比去年下降 2.88pct；三费率合计 9.7%，同比下降 2.6pct，其中销售/管理/财务费用率分别变动-2.89pct/0.23pct/0.06pct；经营现金流量净额为-1.6 亿元，主要原因为购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加；公司整体经营状况保持良好状态。

图表 1：近 6 个季度公司营收增速不断向上



来源：wind，中泰证券研究所

图表 2：2017 年上半年净利润保持高增长



来源：wind，中泰证券研究所

1-9 月归母净利预计增长 50%-100%，下半年有望保持高增长

- 公司公告 1-9 月归母净利润预计可达 1.87-2.49 亿，同比增长 50%-100%；我们认为重卡市场需求持续旺盛，公司订单大幅增加，下半年有望保持高增长趋势。

二、重卡曲轴国内龙头，业务多元化发展

重卡曲轴国内龙头，有望成为全球市场有力参与者

- 公司在重卡曲轴领域国内第一，国际第三，是康明斯、戴姆勒、卡特彼勒、约翰迪尔、斗山、依维柯等国内外著名主机厂曲轴供应商，并随主机远销 20 多个国家和地区，部分系列型号的产品以及铸件产品，直接出口美国、英国、意大利、韩国、土耳其等国家。
- 近两年公司整体稳定增长，市场占有率不断攀升，主机装机率达 60%，重卡曲轴领域，国内市场市占率 50% 以上，关键产品 70% 以上。公司近几年目前出口占比在 10% 左右，未来有望参与全球竞争，成为全球市场

有力参与者。

产业结构优化调整，抗风险能力逐渐增强

- 公司近几年对产品结构进行优化调整，形成了目前的曲轴、连杆、铸件、锻件业务板块同步发展的战略新格局。2017年上半年，公司曲轴、连杆、铸锻件板块实现营业收入占公司总营收比例分别为77%、14%、8%，其中重型发动机曲轴销量约30万支，市场占有率50%；连杆销量101万支，实现营业收入1.83亿元，同比增长153%；铸件板块实现营业收入约1亿元，同比增长81%。未来公司将继续加大连杆、轻型发动机曲轴、乘用车曲轴、铸件、锻件产品及客户的开发力度，逐渐加大重卡之外产品的产销规模，以规避重卡行业波动对公司造成的影响。

图表3：2014-2017H1 各业务板块营收（百万元）情况及占比

业务板块		2014	2015	2016	2017H1
曲轴	营业收入	1478.8	1303.3	1433.4	1030.7
	同比增长	7.3%	-11.9%	10.0%	53.9%
	业务占比	91.3%	77.1%	78.7%	77.0%
连杆	营业收入	83.1	105.8	154.0	183.3
	同比增长	22.9%	27.3%	45.6%	153.3%
	业务占比	5.1%	6.3%	8.5%	13.7%
曲轴毛坯	营业收入	23.1	205.8	189.3	108.7
	同比增长	-73.5%	789.5%	-8.0%	70.4%
	业务占比	1.4%	12.2%	10.4%	8.1%

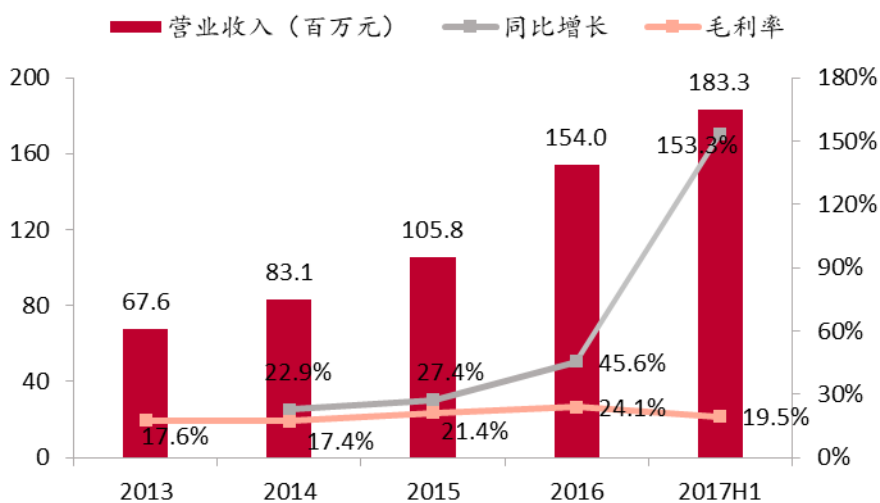
来源：wind，中泰证券研究所

- 根据公司2016年年报披露，公司规划：提升轻卡曲轴国内市场占有率，未来几年内发展成为中国最大的轻卡曲轴生产厂商。在乘用车曲轴板块公司规划，重点开发国际品牌（戴姆勒、菲亚特克莱斯勒、捷豹路虎）、国内合资品牌（通用、大众、奔驰、宝马）、国内自主高端品牌（长安、广汽、上汽），未来几年内成为中国核心的专业乘用车曲轴生产厂商。在连杆板块发展上公司规划，逐步实现轻卡至重卡连杆的全系列覆盖，致力发展成中国最大的卡车涨断连杆生产厂商，并逐步开发研究乘用车连杆市场。在铸锻件板块公司规划，近两至三年内完成消化释放多余产能，实现铸锻能力满负荷运转，并逐步实现铸锻件毛坯及加工配套高端客户。

连杆业务占比不断提高，致力成为卡车涨断连杆龙头

- 自2014年以来，公司连杆业务收入增速不断加快。2017年H1公司连杆营业收入达到1.83亿元，同比增长153%，成为公司增长最快的业务。从销量来看，2017H1公司连杆销量达到101万支，超过2016年全年。2017H1连杆业务占比达到13.69%，同比提升4.82pct。

图表 4：连杆业务占比增长不断加快



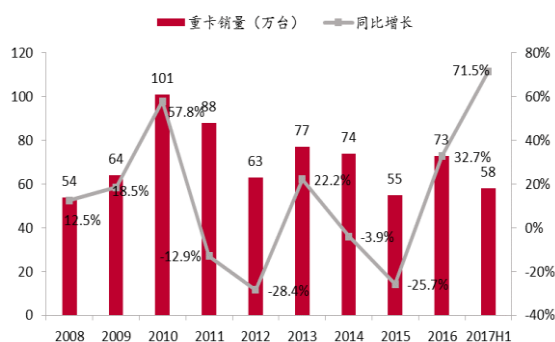
来源：wind，中泰证券研究所

- 公司未来几年将逐步实现轻卡至重卡连杆的全系列覆盖，致力发展成为中国最大的卡车涨断连杆生产厂商，并逐步开发研究乘用车连杆市场。
- 涨断连杆技术是目前国际上比较先进的加工技术，其主要的优点是：(1) 精度高，组合起来的连杆和瓦盖之间没有任何缝隙，就像一个完整的整体；(2) 抗横向剪切能力强，由于粗糙的断面之间配合严密，只要螺栓不松动，瓦盖就无法横向移动，所以涨断连杆能够承受比普通连杆更强的负荷，非常适合大排量大力发动机。

三、重卡此轮增长周期有望延续，公司将充分受益

- 重卡寿命平均约为 7 年，行业也呈现 7 年左右周期性，在 2010 年全年销量达到 102 万辆的顶峰后，重卡行业自 2011 年开始走入下降通道，到 2015 年行业销量下滑至 55 万辆，5 年时间几乎“腰斩”。2016 年 2 月份开始，重卡行业触底反弹，销量持续增长，全年销量达到 73 万，同比增长 32.7%。
- 2017 年上半年重卡市场持续高景气，半年销售量达到 58.37 万辆，超过 2015 年全年销售量，同比增长超过 71.5%。从月度数据来看，根据中国卡车网最新数据，7 月份重卡销售 9.02 万辆，同比增长超过 80%，超出市场预期，重卡高增长尚未显出颓势。
- 由于新国标的更新改造、治超引起的单车运力下降以及下游基建较高增速，我们预计重卡销量这一轮快速增长尚未见顶，高景气态势有望持续。公司手握优质客户，是潍柴动力、东风康明斯、广西玉柴、一汽锡柴等国内主要重卡发动机厂商的主供应商，本次增长周期将使公司订单大幅提升。

图表 5：重卡进入新一轮增长周期



来源：wind，中泰证券研究所

图表 6：2017 年 6-7 月重卡销量增速加快



来源：中国卡车网，中泰证券研究所

四、柔性生产线转换灵活，管理体系实现全体系覆盖

产业链完善、柔性生产线转换优势

- 公司产业链完善，拥有多条先进的铸造、锻造生产线、具备曲轴毛坯、连杆毛坯的自产能力，有效保障了公司曲轴、连杆毛坯的供应，可全面提升曲轴、连杆产品的成本竞争优势，提升公司的综合竞争实力和抗风险能力。
- 公司建设的生产线均为柔性生产线，产品的转换时间快，可根据市场形势快速调整产品结构，使产能得到充分利用，能够有效降低行业波动风险。

公司管理体系实现全体系覆盖

- 公司管理体系先进，通过了 ISO9001、ISO/TS16949 质量管理体系认证，ISO14001 环境管理体系认证和 OHSAS18001 职业健康安全管理体系认证、CRCC 铁路产品认证及世界九大船级社认证，实现了全体系覆盖。
- 公司自主研发先进的 TRPS 管理体系，贯穿订单到交付的通用的操作流程和标准。公司全面整合创新工作体系，能够有效激励干部员工的工作效率。

投资建议

- 公司为重卡曲轴国内龙头，受益重卡行业高景气，收入利润大幅提升。同时公司推动业务多元化发展，拓展连杆、轻卡、乘用车曲轴市场。预计 17-19 年 EPS 为 0.3/0.35/0.44 元，PE 为 22/19/15 倍，持续推荐。

风险提示

- 重卡行业景气度下降。
- 原材料价格上升风险。
- 多元化发展低于预期。

图表 7: 天润曲轴盈利预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,620	1,690	1,822	3,173	3,803	4,524	货币资金	289	232	294	362	367	358
增长率	3.16%	4.3%	7.8%	74.2%	19.8%	19.0%	应收款项	773	791	918	1,444	1,719	2,060
营业成本	-1,248	-1,257	-1,302	-2,281	-2,734	-3,218	存货	697	499	548	1,023	1,197	1,401
% 销售收入	77.1%	74.4%	71.5%	71.9%	71.9%	71.1%	其他流动资产	29	17	61	70	85	99
毛利	371	433	520	893	1,069	1,306	流动资产	1,787	1,539	1,822	2,898	3,368	3,918
% 销售收入	22.9%	25.6%	28.5%	28.1%	28.1%	28.9%	% 总资产	36.3%	32.2%	35.6%	48.2%	53.8%	59.8%
营业税金及附加	-1	-13	-23	-34	-43	-50	长期投资	35	33	32	32	32	32
% 销售收入	0.1%	0.7%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	2,879	2,977	3,039	2,857	2,636	2,381
营业费用	-60	-56	-96	-138	-170	-206	% 总资产	58.4%	62.2%	59.3%	47.5%	42.1%	36.4%
% 销售收入	3.7%	3.3%	5.2%	4.3%	4.5%	4.6%	无形资产	224	219	214	213	206	201
管理费用	-155	-181	-178	-319	-383	-453	非流动资产	3,142	3,247	3,302	3,117	2,891	2,630
% 销售收入	9.6%	10.7%	9.8%	10.1%	10.1%	10.0%	% 总资产	63.7%	67.8%	64.4%	51.8%	46.2%	40.2%
息税前利润 (EBIT)	154	184	223	401	472	596	资产总计	4,929	4,786	5,124	6,016	6,259	6,548
% 销售收入	9.5%	10.9%	12.2%	12.7%	12.4%	13.2%	短期借款	773	680	669	651	934	409
财务费用	-24	-18	-20	-25	-30	-25	应付款项	883	618	755	1,273	1,483	1,750
% 销售收入	1.5%	1.0%	1.1%	0.8%	0.8%	0.5%	其他流动负债	22	67	75	803	144	170
资产减值损失	4	-10	-8	0	0	0	流动负债	1,678	1,364	1,498	2,727	2,562	2,330
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	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,678	1,364	1,498	2,727	2,562	2,330
营业利润	135	157	195	377	443	572	普通股股东权益	3,190	3,358	3,555	3,206	3,603	4,107
营业利润率	8.3%	9.3%	10.7%	11.9%	11.6%	12.6%	少数股东权益	61	64	70	82	94	112
营业外收支	25	19	37	29	30	31	负债股东权益合计	4,929	4,786	5,124	6,016	6,259	6,548
税前利润	160	176	232	406	472	602	比率分析						
利润率	9.9%	10.4%	12.7%	12.8%	12.4%	13.3%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-21	-23	-32	-54	-63	-81	每股指标						
所得税率	13.4%	13.1%	13.7%	13.4%	13.4%	13.5%	每股收益 (元)	0.238	0.269	0.173	0.296	0.345	0.439
净利润	138	153	200	351	409	521	每股净资产 (元)	5.702	6.002	3.171	2.791	3.137	3.575
少数股东损益	5	3	6	12	12	17	每股经营现金净流 (元)	0.733	0.870	0.340	0.149	0.431	0.515
归属于母公司的净利润	133	150	194	340	397	504	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.018	0.600	0.000	0.000
净利润率	8.2%	8.9%	10.7%	10.7%	10.4%	11.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	4.18%	4.48%	5.47%	10.59%	11.01%	12.27%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	2.72%	3.16%	3.81%	5.67%	6.36%	7.73%
净利润	138	153	200	351	409	521	投入资本收益率	3.61%	4.18%	4.85%	9.80%	9.66%	12.17%
少数股东损益	0	0	0	12	12	17	增长率						
非现金支出	171	216	240	272	305	339	营业总收入增长率	3.16%	4.34%	7.79%	74.21%	19.83%	18.97%
非经营收益	12	7	10	0	5	-1	EBIT增长率	16.59%	19.39%	20.97%	80.03%	17.68%	26.17%
营运资金变动	89	109	-69	-452	-223	-267	净利润增长率	31.91%	12.71%	29.31%	74.82%	16.74%	27.07%
经营活动现金净流	410	486	381	183	507	609	总资产增长率	5.96%	-2.96%	7.21%	17.41%	4.05%	4.62%
资本开支	398	330	301	59	49	47	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	83.6	90.9	115.6	102.0	104.7	105.6
其他	1	3	-18	0	0	0	存货周转天数	194.4	173.7	146.9	163.7	159.8	158.9
投资活动现金净流	-397	-326	-319	-59	-49	-47	应付账款周转天数	100.2	80.7	74.9	81.0	78.9	78.9
股权募资	0	0	9	1	0	0	固定资产周转天数	416.2	475.0	504.4	322.0	277.3	238.1
债权募资	118	-93	-11	-17	283	-525	偿债能力						
其他	-56	-55	-51	-29	-724	-29	净负债/股东权益	14.89%	13.09%	10.33%	8.80%	15.33%	1.22%
筹资活动现金净流	62	-148	-53	-45	-441	-554	EBIT利息保障倍数	6.5	10.5	11.2	16.4	15.8	24.3
现金净流量	75	12	9	79	18	8	资产负债率	33.66%	28.03%	28.88%	45.10%	40.68%	35.32%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。