

# 天润曲轴 (002283) 公司点评

## 2017 业绩大幅上涨符合预期, 产品国际化品质, 市占率提升

增持 (维持)

2018 年 4 月 20 日

证券分析师 陈显帆

执业证书编号: S0600515090001  
021-60199769  
chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 王皓

执业证书编号: S0600518030001  
wangh@dwzq.com.cn

### 投资要点

■ 2017 年实现营收 30.21 亿元, 同比+65.88%, 归母净利 3.35 亿元, 同比+72.49%, 净利增速大于营收增速。由于报告期内原材料价格上涨, 公司综合业务毛利率 26.77%, 同比-1.76pct; 总费用率为 12.98%, 同比-3.15pct, 其中销售费用率 3.53%, 同比-1.71pct, 管理费用率为 8.14%, 同比-1.65%, 财务费用率 1.30%, 同比+0.21pct。净利率 11.30%, 同比+0.29pct。分业务看, 公司创收主力仍为发动机及船级曲轴, 全年实现营收 22.08 亿, 同比+54.08%, 占总收入比为 73.10%, 同比-5.59pct, 毛利率 28.21%, 同比-1.42pct; 连杆业务营收 4.64 亿元, 同比+201.40%, 增速最快, 占收入比为 15.36%, 同比+6.90pct, 毛利率 22.55%, 同比-1.57pct; 曲轴毛坯及铸锻件营收 2.98 亿元, 同比+57.56%, 占收入比 9.87%, 同比-0.52pct, 毛利率 26.38%, 同比-2.08pct; 其他业务营收 0.50 亿元, 同比+12.56%。分地区看, 公司国内营收 27.53 亿, 同比+66.62%, 占比 91.13%, 毛利率 27.45%, 同比-1.87pct, 海外营收 2.68 亿, 同比+58.60%, 占比 8.87%, 毛利率 24.09%, 同比-2.22pct。综上, 公司 2017 年营收与净利实现大幅增长, 毛利虽小幅下降, 但预计今年有望改善, 且费用率控制出色。

■ 国内国外双向开拓市场, 优质高端客户数量持续增加。2017 年公司成功开发了 2 个国内新客户, 1 个国际新客户, 5 个铸件新客户, 全年荣获了戴姆勒、康明斯、潍柴、锡柴、上柴、约翰迪尔、上菲红、昆明云内等多家主机厂最佳供应商奖、优秀供应商奖, 基本实现供应商体系全覆盖。公司拥有研发人员 309 人, 占总人数 11.24%, 研发投入占营收比 4.16%, 先后完成了戴姆勒、潍柴、福田康明斯等主机厂 96 个曲轴新产品的开发试制, 23 个曲轴新产品进入批量生产阶段, 7 个曲轴新产品进入小批量生产阶段; 完成了卡特彼勒、潍柴、康明斯等主机厂 63 个连杆新产品开发试制; 完成了卡特彼勒、云内、格林策巴赫等主机厂 20 个曲轴铸件新产品、30 个外协铸件新产品试制。公司重卡曲轴市占率国内第一, 并逐渐深入国际供应链, 预期公司未来市占率有望稳固提升。

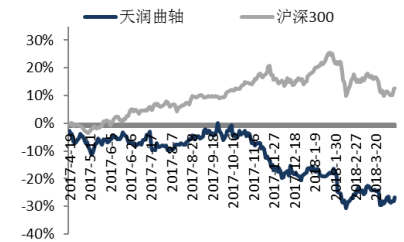
■ 2017 重卡销量实现高增长, 公司营收增速高于行业, 市占率提升。2017 年我国卡车市场累计销量 363.34 万辆, 同比+16.9%, 而国内重卡全年销量 111.7 万辆, 同比大幅+52.38%。由于国内限载政策、物流运量增大以及基建投资增速较快, 带来重卡新增需求, 而环保政策趋严叠加重卡产能替换周期则持续刺激更新需求, 公司重卡曲轴营收 14.86 亿元, 同比+79%, 高于行业增速 26.62pct。2018 年重卡热度不减, 根据中汽协统计, 2018Q1 重卡累计销售 32.3 万, 同比+13.9%, 为历史上 Q1 销量最高水平, 与此同时公司 2018Q1 业绩预告归母净利 0.75 亿至 1.04 亿, 同比+30%至 80%。

■ 产品多元化布局抵御周期波动。公司曲轴、连杆、铸件、锻件四大业务协同发展, 2017 年公司连杆业务营收增速最快, 达 201.40%, 占收入比 15.36%, 同比+6.90pct, 轻型发动机与乘用车发动机曲轴板块营收同比均+30%。公司将继续加大连杆、铸锻件等非重卡业务的发展力度, 降低对于重卡业务的依赖性, 平滑业绩周期性波动, 带来增量业绩贡献。

■ 盈利预测与投资评级: 公司产品多元化布局成效显著, 国内重卡景气度持续旺盛, “一带一路”稳步推进, 预测公司 2018-2020 年 EPS 为 0.36/0.45/0.49 元, 对应 PE 14/11/10X, 维持“增持”评级。

■ 风险提示: 重卡销量不及预期, 汽车固定投资总额下滑, 钢材价格上涨过快, 连杆业务发展不及预期, “一带一路”拓展进度不及预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	4.93
一年最低/最高价	4.71/7.10
市净率 (倍)	1.4
流通 A 股市值 (百万元)	5541.0

### 基础数据

每股净资产 (元)	3.46
资本负债率 (%)	36.42
总股本 (百万股)	1126.64
流通 A 股 (百万股)	1124.56

### 相关研究

1. 公司点评: 预期公司业绩全年高增长, 客户数量持续增加龙头地位夯实 2017.8.23
2. 公司点评: 2017 年预期重卡持续复苏, 公司海外、轻卡、乘用车和轻量化等多板块齐头并进 2017.3.13
3. 公司点评: 与新松机器人强强联合, 打造数字化工厂提升竞争力 2016.11.29

附录:

图表 1: 公司营业收入及毛利率分项表 (金额单位均为百万元)

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>分项营业收入 (百万元)</b>							
曲轴	1,478.8	1,303.3	1,433.4	2,208.5	2,303.5	2,395.6	2,496.3
YoY (%)		-11.9%	10.0%	54.1%	4.3%	4.0%	4.2%
连杆	83.1	105.8	154.0	464.2	719.5	971.3	1,214.2
YoY (%)		27.4%	45.6%	201.4%	55.0%	35.0%	25.0%
曲轴毛坯	23.1	205.8	189.3	298.2	310.2	325.7	342.0
YoY (%)		789.5%	-8.0%	57.6%	4.0%	5.0%	5.0%
其他业务	34.5	75.0	44.8	50.5	53.0	55.6	58.4
YoY (%)		117.4%	-40.2%	12.6%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>毛利 (百万元)</b>							
曲轴	354.2	351.9	424.7	623.0	686.0	693.8	720.7
YoY (%)		-0.7%	20.7%	46.7%	10.1%	1.1%	3.9%
连杆	14.4	22.6	37.1	104.7	173.5	230.0	292.9
YoY (%)		56.8%	64.2%	181.8%	65.7%	32.6%	27.3%
曲轴毛坯	2.1	54.8	53.9	78.7	85.8	91.1	95.8
YoY (%)		2485.8%	-1.7%	46.0%	9.0%	6.3%	5.1%
其他业务	0.3	4.0	3.9	2.5	2.7	2.8	4.4
YoY (%)		1070.6%	-1.3%	-37.5%	8.3%	4.4%	58.7%
<b>毛利率(%)</b>							
曲轴	23.95	27.00	29.63	28.21	29.78	28.96	28.87
连杆	17.36	21.39	24.12	22.55	24.11	23.68	24.12
曲轴毛坯	9.18	26.63	28.46	26.38	27.65	27.98	28.01
其他业务	0.99	5.31	8.78	4.87	5.02	4.99	7.54
<b>营业总收入 (百万元)</b>							
	1,619.5	1,689.8	1,821.5	3,021.4	3,386.2	3,748.3	4,110.8
YoY (%)		4.3%	7.8%	65.9%	<b>12.1%</b>	<b>10.7%</b>	<b>9.7%</b>
<b>毛利润 (百万元)</b>							
	371.1	433.3	519.6	808.8	947.9	1,017.7	1,113.7
YoY (%)		16.8%	19.9%	55.7%	17.2%	7.4%	9.4%
<b>毛利率(%)</b>							
	22.91	25.64	28.53	26.77	<b>27.99</b>	<b>27.15</b>	<b>27.09</b>

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

天润曲轴三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>2766.2</b>	<b>2884.9</b>	<b>3290.1</b>	<b>4108.3</b>	<b>营业收入</b>	<b>3021.4</b>	<b>3386.2</b>	<b>3748.3</b>	<b>4110.8</b>
现金	285.0	230.0	340.1	872.1	营业成本	2212.6	2438.3	2730.6	2997.1
应收款项	1631.4	1725.5	1910.1	2094.8	营业税金及附加	29.2	32.7	36.2	39.7
存货	795.5	868.4	972.5	1067.5	营业费用	106.8	119.7	56.2	61.7
其他	54.4	60.9	67.5	74.0	管理费用	252.3	278.2	307.2	336.2
<b>非流动资产</b>	<b>3487.2</b>	<b>3533.8</b>	<b>3531.1</b>	<b>3305.2</b>	财务费用	39.3	54.5	40.8	35.7
长期股权投资	1.3	1.3	1.3	1.3	投资净收益	0.8	0.3	0.3	0.3
固定资产	3041.7	3095.3	3099.5	2880.5	其他	13.8	-3.0	-3.0	-3.0
无形资产	209.0	202.1	195.1	188.1	<b>营业利润</b>	<b>395.8</b>	<b>460.0</b>	<b>574.5</b>	<b>637.6</b>
其他	235.2	235.2	235.2	235.2	营业外净收支	-0.1	10.0	10.0	10.0
<b>资产总计</b>	<b>6253.5</b>	<b>6418.8</b>	<b>6821.2</b>	<b>7413.5</b>	<b>利润总额</b>	<b>395.7</b>	<b>470.0</b>	<b>584.5</b>	<b>647.6</b>
<b>流动负债</b>	<b>2142.1</b>	<b>1969.8</b>	<b>1952.4</b>	<b>2079.5</b>	所得税费用	54.3	64.5	80.2	88.8
短期借款	1087.1	803.4	650.0	650.0	少数股东损益	6.3	2.0	2.5	2.8
应付账款	936.3	1035.4	1159.6	1272.7	<b>归属母公司净利润</b>	<b>335.1</b>	<b>403.6</b>	<b>501.8</b>	<b>556.0</b>
其他	118.7	130.9	142.9	156.8	EBIT	426.8	524.2	625.0	683.1
<b>非流动负债</b>	<b>135.2</b>	<b>135.2</b>	<b>135.2</b>	<b>135.2</b>	EBITDA	693.3	826.8	964.8	1048.6
长期借款	99.0	99.0	99.0	99.0					
其他	36.2	36.2	36.2	36.2					
<b>负债总计</b>	<b>2277.3</b>	<b>2105.0</b>	<b>2087.6</b>	<b>2214.7</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
少数股东权益	76.7	78.7	81.2	84.0	每股收益(元)	0.30	0.36	0.45	0.49
归属母公司股东权益	3899.5	4235.1	4652.4	5114.8	每股净资产(元)	3.46	3.76	4.13	4.54
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6253.5</b>	<b>6418.8</b>	<b>6821.2</b>	<b>7413.5</b>	发行在外股份(百万股)	1127	1127	1127	1127
					ROIC(%)	7.8%	8.7%	10.2%	11.0%
					ROE(%)	8.6%	9.5%	10.8%	10.9%
					毛利率(%)	25.8%	27.0%	26.2%	26.1%
					EBIT Margin(%)	14.1%	15.5%	16.7%	16.6%
					销售净利率(%)	11.1%	11.9%	13.4%	13.5%
					资产负债率(%)	36.4%	32.8%	30.6%	29.9%
					收入增长率(%)	65.9%	12.1%	10.7%	9.7%
					净利润增长率(%)	72.5%	20.4%	24.4%	10.8%
					P/E	16.6	13.8	11.1	10.0
					P/B	1.4	1.3	1.2	1.1
					EV/EBITDA	11.3	9.3	7.9	7.4

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>