

天润工业 (002283)

证券研究报告

2020年08月13日

空悬业务进展超预期，看好新产品落地兑现

天润的空气悬架业务进展迅速，已有部分零部件供货。公司的空气悬架业务已开发并且发货了部分结构件，包括悬架系统上的平衡梁和支架。整体空悬系统正在开发中，预计8月底后生产出样件，交付客户进行相关测试。预计年内能够实现部分结构件的交付和少量系统的交付。

危化品运输车安装空气悬架已有强制性规定。从今年1月1日开始，总质量大于或等于12000kg的危险货物运输货车的后轴，所有危险货物运输半挂车，以及三轴栏板式、仓栅式半挂车应装备空气悬架，这是首个实施的空气悬架强制安装的规定。我们认为，卡车安装空气悬架政策与国六实施政策类似，首先是危化品运输车安装，之后有望逐步推广到更多的车型。

空悬业务有望再造一个“天润”。对天润来说，新产品对应的单车价值比曲轴连杆提升了6倍多：

(1) 短期来看，空悬业务能够实现高速增长，我们预计空悬业务20年-22年将贡献0.4亿元、3亿元和8亿元的营收。

(2) 长期来看，我们预计2025年时，重卡行业空气悬架渗透率有望在政策法规的推动下达到70%，重卡空气悬架市场在2025年有望达到200亿的市场规模。假设天润市占率达到25%，则公司重卡空气悬架业务能达到50亿元的营收规模。

重卡行业持续高景气，利好公司传统业务公司传统主业。7月重卡销量13.9万辆，同比增长83%，增速创今年以来的新高，1-7月累计销量95万辆，同比增长30%。今年Q1、Q2相对表现更好的是以半挂牵引车为主的物流重卡，工程重卡旺季后移，我们预计Q3和Q4的工程重卡的需求会继续向好。对明年，我们认为国三重卡存量依然超过100万辆，行业销量仍有望维持高景气度。

投资建议：重卡行业继续保持高景气，天润空悬业务进展超预期，我们上调20年-22年的归母净利润预测至4.2亿元、5.0亿元和6.1亿元（此前预期分别为4.1亿元、4.7亿元和5.4亿元），对应PE分别为18倍、15倍和12倍。给予公司21年21倍目标PE，对应目标价维持9.43元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济不及预期，连杆业务发展不及预期，空气悬架政策推进不及预期，技术风险

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.64元
目标价格	9.43元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,129.77
流通A股股本(百万股)	957.64
A股总市值(百万元)	7,501.67
流通A股市值(百万元)	6,358.72
每股净资产(元)	4.12
资产负债率(%)	33.04
一年内最高/最低(元)	7.85/2.98

作者

邓学 分析师
SAC执业证书编号：S1110518010001
dengxue@tfzq.com

文康 分析师
SAC执业证书编号：S1110519040002
wenkang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《天润工业-公司深度研究:未来的空气悬架龙头，有望复制“恒立液压”成长路径》2020-07-19
- 《天润工业-首次覆盖报告:曲轴龙头，开拓新领域，着眼长期发展》2020-05-13

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,405.35	3,602.56	4,364.95	4,869.81	5,687.46
增长率(%)	12.71	5.79	21.16	11.57	16.79
EBITDA(百万元)	863.06	993.60	876.28	1,013.05	1,183.85
净利润(百万元)	342.30	353.79	420.31	504.63	610.48
增长率(%)	2.14	3.36	18.80	20.06	20.98
EPS(元/股)	0.30	0.31	0.37	0.45	0.54
市盈率(P/E)	21.88	21.17	17.85	14.87	12.29
市净率(P/B)	1.77	1.64	1.52	1.39	1.26
市销率(P/S)	2.20	2.08	1.72	1.54	1.32
EV/EBITDA	4.77	4.51	8.99	7.23	6.28

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	293.30	297.83	349.20	911.68	829.65
应收票据及应收账款	1,530.91	1,786.87	2,127.10	2,058.98	2,829.95
预付账款	39.77	29.06	85.79	32.58	98.19
存货	973.04	1,062.48	1,162.59	1,421.17	1,470.45
其他	35.24	17.79	21.82	23.40	24.81
流动资产合计	2,872.27	3,194.04	3,746.49	4,447.81	5,253.05
长期股权投资	1.49	1.57	1.57	1.57	1.57
固定资产	2,903.81	2,821.52	2,963.67	2,987.25	3,023.39
在建工程	183.99	351.00	320.40	268.16	307.26
无形资产	206.52	250.05	256.64	262.76	268.40
其他	225.99	199.70	103.24	119.34	140.76
非流动资产合计	3,521.79	3,623.84	3,645.53	3,639.08	3,741.38
资产总计	6,394.06	6,817.87	7,392.02	8,086.89	8,994.44
短期借款	755.49	731.09	707.50	720.00	750.00
应付票据及应付账款	1,182.43	1,233.61	1,428.58	1,655.32	1,934.12
其他	92.00	127.59	138.48	127.46	165.87
流动负债合计	2,029.93	2,092.30	2,274.57	2,502.79	2,849.99
长期借款	98.50	97.64	120.00	130.00	140.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	40.56	57.22	44.67	47.48	49.79
非流动负债合计	139.06	154.86	164.67	177.48	189.79
负债合计	2,168.99	2,247.16	2,439.24	2,680.27	3,039.78
少数股东权益	0.00	0.00	3.33	5.76	8.38
股本	1,127.55	1,127.55	1,129.77	1,129.77	1,129.77
资本公积	1,358.51	1,385.44	1,385.44	1,385.44	1,385.44
留存收益	3,097.46	3,443.22	3,819.68	4,271.09	4,816.50
其他	(1,358.45)	(1,385.50)	(1,385.44)	(1,385.44)	(1,385.44)
股东权益合计	4,225.07	4,570.71	4,952.78	5,406.62	5,954.66
负债和股东权益总计	6,394.06	6,817.87	7,392.02	8,086.89	8,994.44

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	344.49	353.79	420.31	504.63	610.48
折旧摊销	282.55	321.88	346.85	387.55	434.11
财务费用	51.55	30.38	38.34	36.65	36.46
投资损失	(13.13)	(5.25)	(6.39)	(6.50)	(6.05)
营运资金变动	(34.21)	(530.20)	(211.99)	63.65	(588.99)
其它	97.56	141.89	4.17	2.42	2.50
经营活动现金流	728.81	312.50	591.29	988.41	488.51
资本支出	321.92	433.56	477.55	362.18	512.69
长期投资	0.15	0.09	0.00	0.00	0.00
其他	(578.84)	(722.24)	(936.16)	(720.68)	(1,021.65)
投资活动现金流	(256.77)	(288.59)	(458.61)	(358.50)	(508.95)
债权融资	854.99	829.74	828.50	851.00	891.00
股权融资	(41.03)	(18.43)	(36.06)	(36.65)	(36.46)
其他	(1,204.14)	(906.12)	(873.77)	(881.77)	(916.13)
筹资活动现金流	(390.18)	(94.81)	(81.32)	(67.42)	(61.59)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	81.86	(70.90)	51.37	562.49	(82.03)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,405.35	3,602.56	4,364.95	4,869.81	5,687.46
营业成本	2,529.26	2,657.70	3,220.75	3,595.23	4,152.16
营业税金及附加	40.50	28.83	43.65	48.70	56.87
营业费用	108.49	111.96	135.31	136.35	167.78
管理费用	163.31	143.44	165.87	170.44	209.30
研发费用	140.31	220.93	274.99	298.03	355.47
财务费用	58.15	45.23	38.34	36.65	36.46
资产减值损失	(3.96)	(4.65)	2.00	2.00	2.00
公允价值变动收益	(0.37)	1.18	0.66	(0.05)	(0.19)
投资净收益	13.13	5.25	6.39	6.50	6.05
其他	(49.82)	(31.79)	(14.12)	(12.90)	(11.72)
营业利润	406.36	424.47	491.09	588.85	713.27
营业外收入	3.60	0.47	3.39	2.49	2.11
营业外支出	4.51	27.86	12.87	15.08	18.60
利润总额	405.44	397.07	481.61	576.26	696.78
所得税	60.95	43.28	57.79	69.15	83.61
净利润	344.49	353.79	423.82	507.11	613.17
少数股东损益	2.19	0.00	3.50	2.47	2.69
归属于母公司净利润	342.30	353.79	420.31	504.63	610.48
每股收益(元)	0.30	0.31	0.37	0.45	0.54

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	12.71%	5.79%	21.16%	11.57%	16.79%
营业利润	2.66%	4.46%	15.70%	19.91%	21.13%
归属于母公司净利润	2.14%	3.36%	18.80%	20.06%	20.98%
获利能力					
毛利率	25.73%	26.23%	26.21%	26.17%	26.99%
净利率	10.05%	9.82%	9.63%	10.36%	10.73%
ROE	8.10%	7.74%	8.49%	9.34%	10.27%
ROIC	8.50%	9.18%	9.50%	10.33%	12.62%
偿债能力					
资产负债率	33.92%	32.96%	33.00%	33.14%	33.80%
净负债率	13.29%	11.64%	9.68%	-1.12%	1.03%
流动比率	1.41	1.53	1.65	1.78	1.84
速动比率	0.94	1.02	1.14	1.21	1.33
营运能力					
应收账款周转率	2.16	2.17	2.23	2.33	2.33
存货周转率	3.85	3.54	3.92	3.77	3.93
总资产周转率	0.54	0.55	0.61	0.63	0.67
每股指标(元)					
每股收益	0.30	0.31	0.37	0.45	0.54
每股经营现金流	0.65	0.28	0.52	0.88	0.43
每股净资产	3.75	4.05	4.38	4.78	5.26
估值比率					
市盈率	21.88	21.17	17.85	14.87	12.29
市净率	1.77	1.64	1.52	1.39	1.26
EV/EBITDA	4.77	4.51	8.99	7.23	6.28
EV/EBIT	7.09	6.67	14.89	11.71	9.91

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com