

天润工业 (002283)

证券研究报告

2022 年 03 月 21 日

业绩增速稳健符合预期，第二主业空气悬架进展迅速

事件：公司发布 2021 年年报：实现营业收入 47.2 亿元，同比增长 6.60%；归母净利润 5.4 亿元，同比上升 6.57%。

点评：

21 年重卡销量有所回落，公司表现优于行业。(1) 21 年全年，国内货车销量达 428.8 万辆，同比下降 8.5%，产销状态有所下滑；重卡全年销量 139.5 万辆，较去年的历史高峰有所回落。在此行业情况下，公司全年实现营收 47.2 亿元，同比增长 6.60%，实现营业利润 6.2 亿元，较去年同期增长 5.48%，实现归母净利润 5.4 亿元，同比上升 6.57%，业绩表现优于行业。(2) 21 年下半年起，受国五国六法规切换完成导致的需求退坡、原材料价格高位、芯片短缺等原因的影响，重卡销量出现明显下降。公司 Q4 实现营收 6.96 亿，同比下降 42.23%，环比下降 30.54%；归母净利润 0.98 亿元，同比下降 41.64%，环比下降 25.76%。

规模效应、降本增效叠加业务拓展，利润率表现亮眼。21Q4 公司毛利率为 30.63%，同比+6.93pct，环比+7.18pct；净利率 13.97%，同比+0.11pct，环比+0.80pct。近年来公司利润率保持良好的改善趋势，我们认为得益于：(1) 产品覆盖面广，产业链完善，市占率高，具备规模效应。公司是国内最大的曲轴专业生产企业、国内最大的中重型商用车胀断连杆生产企业。公司中重型发动机曲轴市场占有率 60%，轻型发动机曲轴市场占有率 30%，中重型发动机连杆市场占有率 40%；(2) 智能制造和高效生产，推进降本增效。公司近年来加快生产线的自动化改造，目前拥有 47 条自动化/智能化生产线，主要设备 2000 余台，自动化生产线覆盖率达到 81%。

空气悬架业务进展迅速，中长期有望再造一个“天润”。公司聚力第二产业空气悬架业务，实现产品多元化布局，形成第二增长曲线。空气悬架业务为公司 2020 年新开拓业务板块，2021 年实现营业收入 2.04 亿元，同比增长 253.16%，占公司营业收入比例 4.31%。2022 年公司计划投资新建橡胶悬架生产线、半挂车空气悬架生产线、半挂车桥装配线、CDC 电磁阀生产线、CDC 电磁阀装配线各 1 条；同时计划投资乘用车空气悬架实验室，未来新产品配套客户有望逐步从商用车拓展至乘用车领域。短期来看，我们预计空悬业务 22 年-23 年将贡献 5.6 亿元和 12.1 亿元的营收；长期来看，公司空气悬架业务有望达到 50 亿元的营收规模，新业务有望再造一个“天润”。

投资建议：

由于 2022 年以来重卡销量同比下滑较多，我们将公司 22-23 年的归母净利润预测由 6.6、8.0 亿下调至 5.5 亿、7.0 亿元，对应 PE 分别为 16 倍、13 倍。鉴于公司传统主业竞争力强，空气悬架第二主业快速推进，未来发展将更加多元，我们维持对公司的“买入”评级。

风险提示：重卡行业销量持续下滑风险，连杆业务发展不及预期，空气悬架业务进展不及预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,428.41	4,720.68	4,810.84	5,556.01	7,216.00
增长率(%)	22.92	6.60	1.91	15.49	29.88
EBITDA(百万元)	1,209.27	1,214.58	997.17	1,176.05	1,532.86
净利润(百万元)	507.90	541.28	545.56	699.57	1,018.70
增长率(%)	43.56	6.57	0.79	28.23	45.62
EPS(元/股)	0.45	0.48	0.48	0.61	0.89
市盈率(P/E)	17.63	16.55	16.42	12.80	8.79
市净率(P/B)	1.78	1.62	1.48	1.34	1.18
市销率(P/S)	2.02	1.90	1.86	1.61	1.24
EV/EBITDA	5.28	8.40	8.39	6.40	5.10

资料来源：wind，天风证券研究所

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	7.86 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,139.46
流通 A 股股本(百万股)	995.32
A 股总市值(百万元)	8,956.13
流通 A 股市值(百万元)	7,823.24
每股净资产(元)	4.86
资产负债率(%)	37.42
一年内最高/最低(元)	12.03/5.26

作者

于特	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050003	
yute@tfzq.com	
陆嘉敏	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080001	
lujiamin@tfzq.com	
庞博	联系人
pangboa@tfzq.com	

股价走势

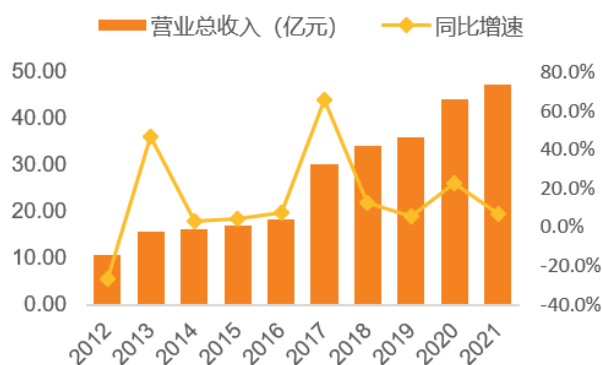


资料来源：聚源数据

相关报告

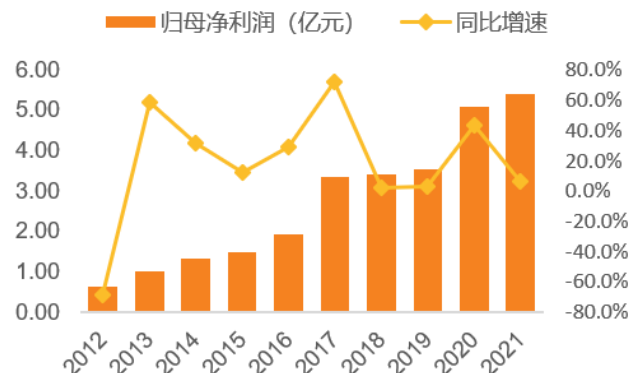
- 1 《天润工业-季报点评:业绩符合预期，空气悬架第二主业快速增长》 2021-10-25
- 2 《天润工业-年报点评报告:20 年空悬收入超半亿，21Q1 盈利预增 80-110%》 2021-03-30
- 3 《天润工业-公司点评:20 年业绩再超预期，新业务加速推进》 2021-02-21

图 1：公司历年营收&同比增速



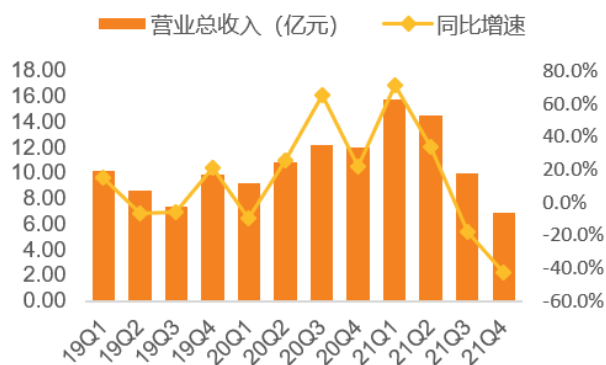
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：公司历年归母净利润&同比增速



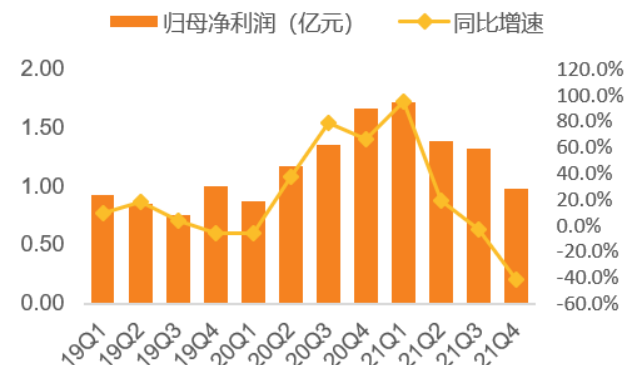
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：公司分季度营收&同比增速



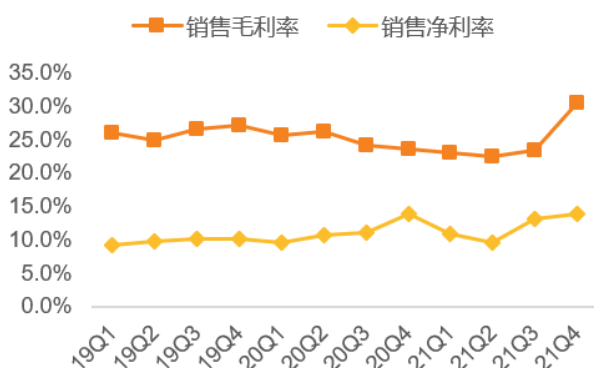
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：公司分季度归母净利润&同比增速



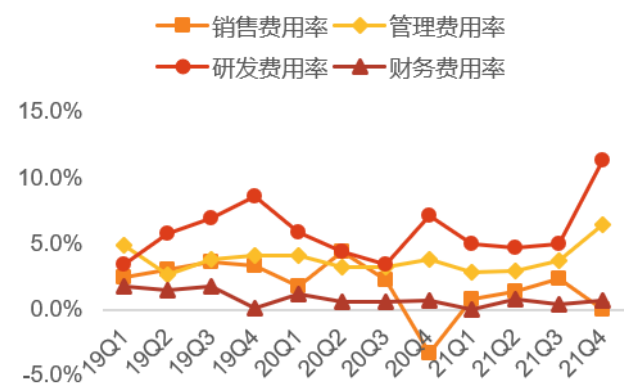
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 5：公司季度毛利率&净利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：公司季度费用率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	270.78	710.11	648.96	1,484.76	1,146.40
应收票据及应收账款	2,606.43	2,099.31	2,566.98	2,912.84	4,190.29
预付账款	26.27	62.52	19.39	68.83	51.35
存货	1,349.00	1,530.83	1,261.16	1,907.45	2,185.47
其他	266.69	531.71	516.95	532.78	536.18
流动资产合计	4,519.18	4,934.49	5,013.44	6,906.67	8,109.68
长期股权投资	1.42	1.46	1.46	1.46	1.46
固定资产	3,057.90	2,961.62	2,878.71	2,755.47	2,610.11
在建工程	106.96	314.85	165.94	146.38	138.55
无形资产	272.47	352.10	352.75	352.66	351.82
其他	174.72	311.92	221.90	236.18	256.67
非流动资产合计	3,613.46	3,941.94	3,620.77	3,492.15	3,358.60
资产总计	8,132.64	8,876.43	8,634.20	10,398.82	11,468.28
短期借款	826.38	917.05	700.00	700.00	700.00
应付票据及应付账款	1,873.75	2,072.99	1,510.12	2,658.31	2,760.36
其他	264.07	142.94	222.37	209.28	254.80
流动负债合计	2,964.20	3,132.98	2,432.48	3,567.59	3,715.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	111.36	178.02	115.53	134.97	142.84
非流动负债合计	111.36	178.02	115.53	134.97	142.84
负债合计	3,086.01	3,321.33	2,548.01	3,702.56	3,858.00
少数股东权益	24.67	23.62	22.79	21.66	20.05
股本	1,133.98	1,138.96	1,139.46	1,139.46	1,139.46
资本公积	1,431.28	1,475.86	1,475.86	1,475.86	1,475.86
留存收益	2,526.78	3,012.35	3,503.35	4,132.97	5,049.80
其他	(70.07)	(95.69)	(55.27)	(73.68)	(74.88)
股东权益合计	5,046.63	5,555.10	6,086.19	6,696.26	7,610.29
负债和股东权益总计	8,132.64	8,876.43	8,634.20	10,398.82	11,468.28

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	507.17	540.24	545.56	699.57	1,018.70
折旧摊销	338.10	336.62	346.16	357.89	369.03
财务费用	36.73	32.17	14.29	6.76	3.84
投资损失	(2.33)	(5.64)	(1.75)	(0.58)	0.01
营运资金变动	(381.34)	27.37	(635.48)	71.59	(1,389.21)
其它	(6.93)	126.03	(0.92)	(1.27)	(1.78)
经营活动现金流	491.41	1,056.79	267.86	1,133.96	0.59
资本支出	298.57	461.25	177.49	195.56	207.13
长期投资	(0.16)	0.05	0.00	0.00	0.00
其他	(775.94)	(1,324.43)	(290.74)	(409.98)	(422.13)
投资活动现金流	(477.53)	(863.14)	(113.25)	(214.42)	(215.01)
债权融资	60.41	(23.16)	(202.21)	4.50	(21.05)
股权融资	(73.46)	23.95	(13.55)	(88.23)	(102.89)
其他	(9.74)	(219.56)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(22.80)	(218.78)	(215.77)	(83.74)	(123.94)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(8.91)	(25.13)	(61.16)	835.80	(338.36)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,428.41	4,720.68	4,810.84	5,556.01	7,216.00
营业成本	3,327.06	3,581.78	3,650.11	4,144.25	5,261.92
营业税金及附加	36.84	38.84	39.37	45.80	59.30
销售费用	50.45	55.83	55.32	66.67	86.59
管理费用	158.87	168.90	173.19	200.02	259.78
研发费用	228.42	275.80	250.16	288.91	389.66
财务费用	33.88	21.83	14.29	6.76	3.84
资产/信用减值损失	(30.98)	10.43	(8.82)	(9.79)	(2.73)
公允价值变动收益	0.00	3.54	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.33	(2.34)	1.75	0.58	(0.01)
其他	36.80	(50.70)	0.00	0.00	0.00
营业利润	584.74	616.77	621.33	794.39	1,152.18
营业外收入	1.39	0.18	0.79	0.49	0.64
营业外支出	9.95	10.37	10.16	10.27	10.21
利润总额	576.19	606.58	611.95	784.61	1,142.60
所得税	69.01	66.34	67.31	86.31	125.69
净利润	507.17	540.24	544.64	698.31	1,016.92
少数股东损益	(0.73)	(1.05)	(0.92)	(1.27)	(1.78)
归属于母公司净利润	507.90	541.28	545.56	699.57	1,018.70
每股收益（元）	0.45	0.48	0.48	0.61	0.89

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	22.92%	6.60%	1.91%	15.49%	29.88%
营业利润	37.76%	5.48%	0.74%	27.85%	45.04%
归属于母公司净利润	43.56%	6.57%	0.79%	28.23%	45.62%
获利能力					
毛利率	24.87%	24.13%	24.13%	25.41%	27.08%
净利率	11.47%	11.47%	11.34%	12.59%	14.12%
ROE	10.11%	9.79%	9.00%	10.48%	13.42%
ROIC	11.11%	10.72%	11.37%	13.03%	19.63%
偿债能力					
资产负债率	37.95%	37.42%	29.51%	35.61%	33.64%
净负债率	12.94%	3.83%	1.41%	-11.03%	-5.49%
流动比率	1.52	1.57	2.06	1.94	2.18
速动比率	1.07	1.08	1.54	1.40	1.59
营运能力					
应收账款周转率	2.02	2.01	2.06	2.03	2.03
存货周转率	3.67	3.28	3.45	3.51	3.53
总资产周转率	0.59	0.56	0.55	0.58	0.66
每股指标（元）					
每股收益	0.45	0.48	0.48	0.61	0.89
每股经营现金流	0.43	0.93	0.24	1.00	0.00
每股净资产	4.41	4.85	5.32	5.86	6.66
估值比率					
市盈率	17.63	16.55	16.42	12.80	8.79
市净率	1.78	1.62	1.48	1.34	1.18
EV/EBITDA	5.28	8.40	8.39	6.40	5.10
EV/EBIT	7.33	11.61	12.85	9.20	6.72

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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