

# 天润工业 (002283.SZ)

## 22年1季报点评: 业绩符合预期, 盈利能力有韧性

### 核心观点:

- 公司 22Q1 归母净利润 0.9 亿元, 同比-45.7%, 符合我们预期。根据财报, 22 年 Q1 公司实现营业收入 9.3 亿元, 同比-40.9%, 实现归母净利润 0.9 亿元, 同比-45.7%。22Q1 营收及利润同比下滑, 主要原因一方面去年同期受国五国六法规切换, 市场需求旺盛导致基数较高; 另一方面原材料价格高位、芯片短缺等使得卡车行业产销量明显下降。根据中汽协数据, 22Q1 卡车批发销量同比-32.7%, 其中, 中重卡批发销量同比-55.1%, 轻卡批发销量同比-19.6%, 而公司收入下滑幅度小于中重卡行业, 主要原因轻卡行业的配套和市占率有所提升。
- 公司稳健经营, 各项指标保持稳定。22 年 Q1 公司毛利率 23.4%, 同比+0.3pct; 净利率 10.1%, 同比-0.9pct; 期间费用率 10.7%, 同比+2.1pct。其中, 销售费用率 0.9%, 同比+0.1pct; 管理费用率为 4.1%, 同比+1.2pct; 研发费用率为 5.9%, 同比+0.9pct, 主要系公司研发项目的增加; 财务费用率-0.2%, 同比-0.2pct。
- 曲轴&连杆主业市占率继续提升, 空气悬架打开向上空间。公司是国内曲轴&连杆龙头, 12 年以来曲轴市占率稳步增长, 并横向拓展连杆业务, 增厚公司收入与利润。空气悬架在欧美市场已比较普遍, 但在我国渗透率并不高, 随着商用车行业规范化改革的推进以及乘用车高端电动化的趋势演绎, 空气悬架有望进入快速普及期。公司切入空气悬架赛道, 21 年已实现业务收入 2.0 亿元, 有望打开成长空间。
- 盈利预测与投资建议: 公司是国内曲轴&连杆龙头, 传统主业将继续提升市占率, 空气悬架业务是主要看点。我们预计公司 22-24 年 EPS 为 0.55/0.68/0.90 元/股, 维持合理价值为 13.20 元/股, 维持“买入”评级。
- 风险提示。商用车行业景气度不及预期; 空气悬架业务开拓不及预期。

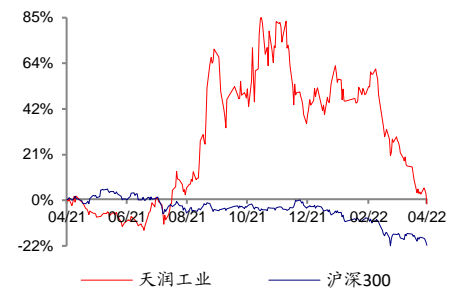
### 盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,428	4,721	5,411	6,710	8,650
增长率 (%)	22.9	6.6	14.6	24.0	28.9
EBITDA (百万元)	954	979	1,038	1,240	1,530
归母净利润 (百万元)	508	541	622	778	1,022
增长率 (%)	43.6	6.6	15.0	25.0	31.4
EPS (元/股)	0.45	0.48	0.55	0.68	0.90
市盈率 (x)	12.01	19.86	11.03	8.82	6.72
ROE (%)	10.1	9.8	10.1	11.2	12.8
EV/EBITDA (x)	7.08	11.25	7.13	5.80	4.61

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	6.02 元
合理价值	13.2 元
前次评级	买入
报告日期	2022-04-22

### 相对市场表现



分析师: 张乐



SAC 执证号: S0260512030010



021-38003686



gfzhangle@gf.com.cn

分析师: 邓崇静



SAC 执证号: S0260518020005



SFC CE No. BEY953



020-66335145

dengchongjing@gf.com.cn

请注意, 张乐并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

天润工业 (002283.SZ) :21 2022-03-18

年报点评: 营收、净利连续

9 年正增长

天润工业 (002283.SZ) :空 2021-11-13

气悬架打开向上空间

联系人: 周伟 021-38003684

gfzhangle@gf.com.cn

## 目录索引

一、公司 21Q1 归母净利润同比-45.7%，符合预期 .....	4
二、稳健经营，各项指标保持稳定 .....	4
三、曲轴&连杆主业市占率持续提升，空气悬架打开向上空间.....	5
四、投资建议 .....	6
五、风险提示 .....	6

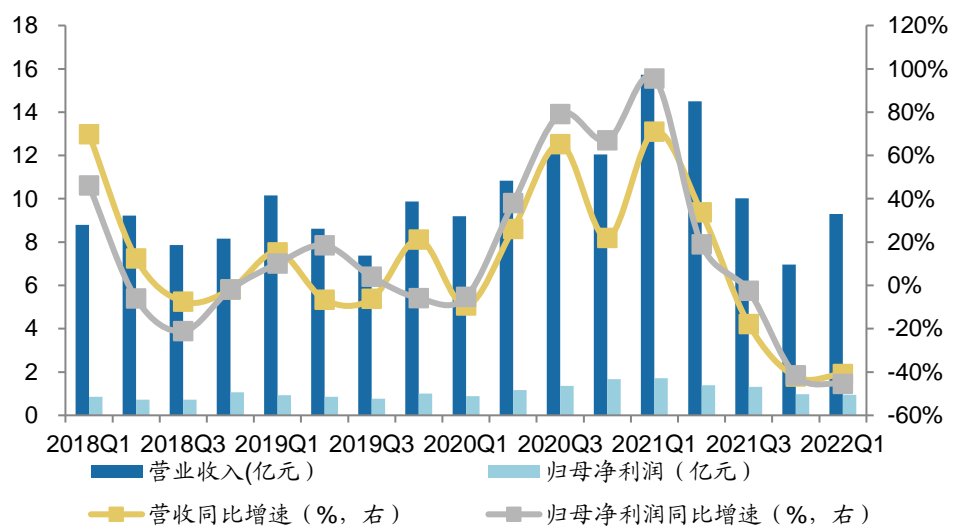
## 图表索引

图 1: 公司分季度营收、归母净利润及同比增速 .....	4
图 2: 公司分季度毛利率、净利率和期间费用率 .....	5
图 3: 公司分季度费用率明细 .....	5

## 一、公司 21Q1 归母净利润同比-45.7%，符合预期

根据财报，22年Q1公司实现营业收入9.3亿元，同比-40.9%，实现归母净利润0.9亿元，同比-45.7%，扣非归母净利润0.9亿元，同比-45.5%。22Q1营收及利润同比下滑，主要原因一方面去年同期受国五国六法规切换，市场需求旺盛导致基数较高；另一方面原材料价格高位、芯片短缺等使得卡车行业产销量明显下降。根据中汽协数据，22Q1卡车批发销量同比-32.7%，其中，中重卡批发销量同比-55.1%，轻卡批发销量同比-19.6%，而公司收入下滑幅度小于中重卡行业，主要原因轻卡行业的配套和市占率有所提升。

图1：公司分季度营收、归母净利润及同比增速

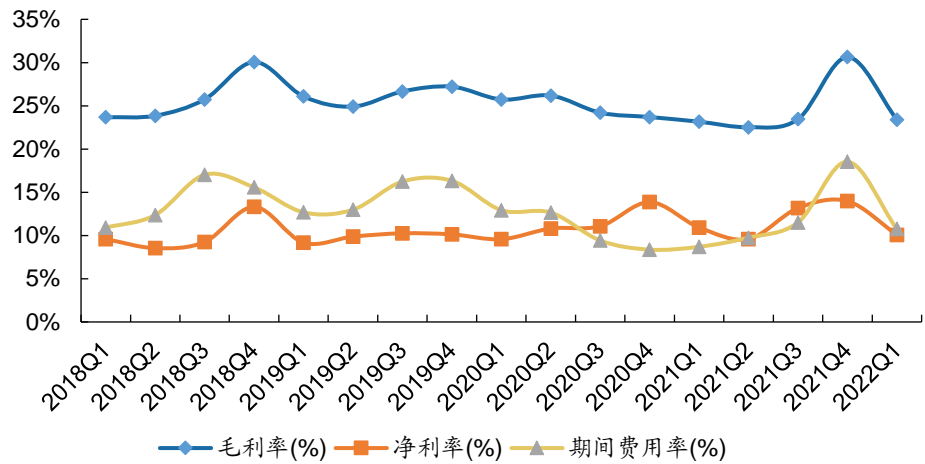


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

## 二、稳健经营，各项指标保持稳定

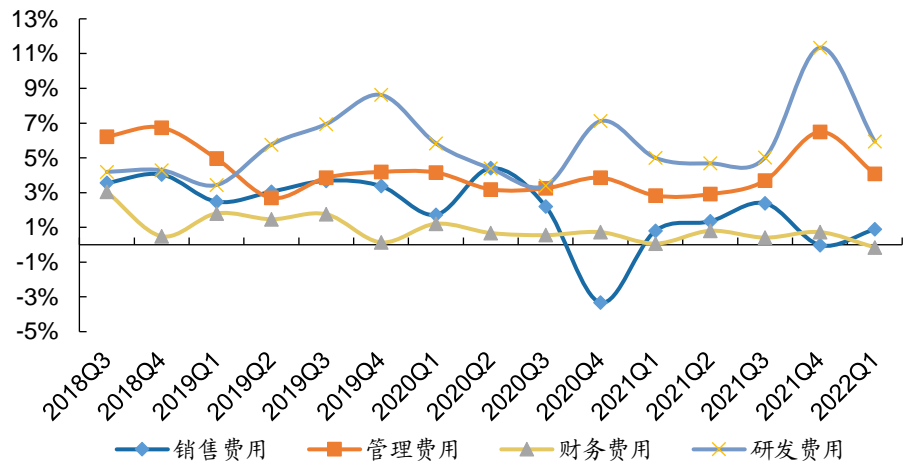
22年Q1公司毛利率23.4%，同比+0.3pct；净利率10.1%，同比-0.9pct；期间费用率10.7%，同比+2.1pct。其中，销售费用率0.9%，同比+0.1pct；管理费用率为4.1%，同比+1.2pct；研发费用率为5.9%，同比+0.9pct，主要系公司研发项目的增加；财务费用率-0.2%，同比-0.2pct。

图2：公司分季度毛利率、净利率和期间费用率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图3：公司分季度费用率明细



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

### 三、曲轴&连杆主业市占率持续提升，空气悬架打开向上空间

公司目前是国内最大的曲轴专业生产企业与中重型商用车胀断连杆生产企业，2012年以来公司收入与利润持续增长，盈利能力稳定提升。公司中重卡曲轴市占率稳步增长，从2009年的36%增长至2021年的60%以上，在曲轴业务稳定增长的前提下横向拓展，开辟连杆业务，2021年连杆市占率约40%，进一步增厚公司收入与利润。

根据公司公告《投资者关系活动记录表》，ECAS系统在以欧美为代表的发达汽车市场已比较普遍，尤其以重卡、大中客为主的大型商用车市场，渗透率达80%以上。但在我国由于单车价值量较大等原因渗透率并不高，其中国内重卡渗透率约为5%。公司依托自身较强的研发加工与铸锻能力，以从事汽车悬架系统生产研发近20年的张广世博士团队为技术支撑，切入空气悬架赛道，2021年已实现业务收入2.0亿元。目前公司已导入橡胶悬架、半挂车空气悬架以及八气囊空气悬架等新产品，以商用车法规产品为重点、以乘用车电控空气悬架系统进行产品储备，空气悬架业务有望打开成长空间。

## 四、投资建议

公司是国内曲轴&连杆龙头，传统主业将继续提升市占率，空气悬架业务是主要看点。我们预计公司22-24年EPS为0.55/0.68/0.90元/股，维持合理价值为13.20元/股，维持“买入”评级。

## 五、风险提示

商用车行业景气度不及预期；空气悬架业务开拓不及预期。

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	<b>4,519</b>	<b>4,934</b>	<b>5,621</b>	<b>6,660</b>	<b>8,269</b>	
货币资金	271	710	500	400	300	
应收及预付	2,633	2,162	2,897	3,628	4,725	
存货	1,349	1,531	1,691	2,067	2,635	
其他流动资产	267	532	533	564	609	
<b>非流动资产</b>	<b>3,613</b>	<b>3,942</b>	<b>4,102</b>	<b>4,049</b>	<b>3,983</b>	
长期股权投资	1	1	1	1	1	
固定资产	3,058	2,962	2,984	2,982	2,956	
在建工程	107	315	452	402	361	
无形资产	272	352	352	352	352	
其他长期资产	175	312	312	312	312	
<b>资产总计</b>	<b>8,133</b>	<b>8,876</b>	<b>9,723</b>	<b>10,708</b>	<b>12,251</b>	
<b>流动负债</b>	<b>2,975</b>	<b>3,143</b>	<b>3,366</b>	<b>3,571</b>	<b>4,089</b>	
短期借款	826	917	985	679	444	
应付及预收	1,874	2,073	2,142	2,595	3,258	
其他流动负债	275	153	239	297	387	
<b>非流动负债</b>	<b>111</b>	<b>178</b>	<b>178</b>	<b>181</b>	<b>184</b>	
长期借款	0	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	111	178	178	181	184	
<b>负债合计</b>	<b>3,086</b>	<b>3,321</b>	<b>3,544</b>	<b>3,752</b>	<b>4,273</b>	
股本	1,134	1,139	1,140	1,140	1,140	
资本公积	1,431	1,476	1,476	1,476	1,476	
留存收益	2,527	3,012	3,635	4,413	5,435	
归属母公司股东权益	5,022	5,531	6,155	6,933	7,955	
少数股东权益	25	24	24	24	24	
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,133</b>	<b>8,876</b>	<b>9,723</b>	<b>10,708</b>	<b>12,251</b>	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业收入</b>	<b>4,428</b>	<b>4,721</b>	<b>5,411</b>	<b>6,710</b>	<b>8,650</b>	
营业成本	3,327	3,582	4,115	5,064	6,498	
营业税金及附加	37	39	43	57	74	
销售费用	50	56	57	75	104	
管理费用	159	169	167	215	277	
研发费用	228	276	281	362	484	
财务费用	34	22	48	42	29	
资产减值损失	-14	-1	0	0	0	
公允价值变动收益	0	4	0	0	0	
投资净收益	2	-2	0	0	0	
<b>营业利润</b>	<b>585</b>	<b>617</b>	<b>699</b>	<b>894</b>	<b>1,185</b>	
营业外收支	-9	-10	0	-10	-10	
<b>利润总额</b>	<b>576</b>	<b>607</b>	<b>699</b>	<b>884</b>	<b>1,175</b>	
所得税	69	66	77	106	153	
<b>净利润</b>	<b>507</b>	<b>540</b>	<b>622</b>	<b>778</b>	<b>1,022</b>	
少数股东损益	-1	-1	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>508</b>	<b>541</b>	<b>622</b>	<b>778</b>	<b>1,022</b>	
EBITDA	954	979	1,038	1,240	1,530	
EPS (元)	0.45	0.48	0.55	0.68	0.90	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>491</b>	<b>1,057</b>	<b>234</b>	<b>532</b>	<b>460</b>	
净利润	507	540	622	778	1,022	
折旧摊销	338	341	290	303	316	
营运资金变动	-443	145	-727	-602	-918	
其它	89	31	48	53	40	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-478</b>	<b>-863</b>	<b>-465</b>	<b>-286</b>	<b>-298</b>	
资本支出	-260	-629	-450	-260	-260	
投资变动	0	-60	-15	-26	-38	
其他	-218	-174	0	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-23</b>	<b>-219</b>	<b>21</b>	<b>-347</b>	<b>-262</b>	
银行借款	825	1,207	68	-306	-235	
股权融资	25	21	1	0	0	
其他	-873	-1,447	-48	-40	-27	
<b>现金净增加额</b>	<b>-10</b>	<b>-25</b>	<b>-210</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>	
<b>期初现金余额</b>	<b>149</b>	<b>140</b>	<b>710</b>	<b>500</b>	<b>400</b>	
<b>期末现金余额</b>	<b>140</b>	<b>115</b>	<b>500</b>	<b>400</b>	<b>300</b>	

### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	22.9%	6.6%	14.6%	24.0%	28.9%
营业利润增长	37.8%	5.5%	13.4%	27.9%	32.5%
归母净利润增长	43.6%	6.6%	15.0%	25.0%	31.4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.9%	24.1%	23.9%	24.5%	24.9%
净利率	11.5%	11.4%	11.5%	11.6%	11.8%
ROE	10.1%	9.8%	10.1%	11.2%	12.8%
ROIC	9.1%	8.7%	9.2%	10.7%	12.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.9%	37.4%	36.5%	35.0%	34.9%
净负债比率	61.1%	59.8%	57.4%	53.9%	53.5%
流动比率	1.52	1.57	1.67	1.87	2.02
速动比率	1.06	1.06	1.16	1.28	1.37
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.54	0.53	0.56	0.63	0.71
应收账款周转率	3.56	4.66	3.65	3.72	3.80
存货周转率	3.28	3.08	3.20	3.25	3.28
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.45	0.48	0.55	0.68	0.90
每股经营现金流	0	1	0	0	0
每股净资产	4.43	4.86	5.40	6.08	6.98
<b>估值比率</b>					
P/E	12.01	19.86	11.03	8.82	6.72
P/B	1.21	1.94	1.12	0.99	0.86
EV/EBITDA	7.08	11.25	7.13	5.80	4.61

## 广发汽车行业研究小组

- 张乐：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 邓崇静：资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 李爽：资深分析师，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 徐鸣爽：高级研究员，波士顿大学经济学硕士，复旦大学文学学士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 周伟：高级研究员，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021年12月加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。