

天润曲轴 (002283.SZ)

中国制造 2025 的潜在投资标的

● 事件：公司 14 年净利润同比增长 31.9%，符合预期

公司发布 14 年年报，14 年实现营业收入 16.2 亿元，同比增长 3.2%；实现归母净利润 1.33 亿元，同比增长 31.9%；实现全面摊薄后 EPS0.24 元，符合我们预期。对此我们有如下点评：

● 材料成本下降对公司毛利率提升贡献较大

公司 14 年毛利率约为 22.9%，同比提高 1.3 个百分点，材料成本下降对公司毛利率提升贡献较大。材料成本占公司生产成本的比重高于 50%，14 年公司材料成本约为 6.46 亿元，较 13 年下降 2.6 千万，材料费用/收入同比下降 2.9 个百分点，抵消了人工费用、折旧费用上升对公司毛利率的负面影响（折旧费用/收入、人工费用/收入同比分别提高 1.9、0.9 个百分点）。

● 中国制造 2025 潜在投资标的，自动化生产线提升公司生产效率

公司是曲轴行业龙头公司之一，13 年按照产量计算的市占率约为 31.1%。公司是中国制造 2025 潜在投资标的，近年来不断加大产品开发以及客户开拓力度，14 年完成了 65 个曲轴新产品开发及产品改型、23 个连杆新产品开发、68 个铸件新产品开发、34 个锻件新产品开发以及 6 家新客户开拓。公司现拥有由美、意、英、德等发达国家引进的一大批高精尖加工设备，生产线自动化提升对公司 14 年毛利率的改善约 1 个百分点。

● 投资建议

公司是中国制造 2025 的潜在投资标的，轻卡监管升级有望带来公司收入的提升，生产效率、营运能力改善将提升公司盈利能力。我们预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.27 元、0.31 元、0.37 元，且仍有超预期可能。公司目前 PB 约 2.7 倍，仍具有安全边际，维持“买入”评级。

● 风险提示

汽车行业竞争加剧；宏观经济增速不及预期。

盈利预测：

| | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,569.86 | 1,619.51 | 1,864.36 | 2,093.25 | 2,337.02 |
| 增长率(%) | 46.88% | 3.16% | 15.12% | 12.28% | 11.65% |
| EBITDA(百万元) | 268.44 | 329.52 | 413.80 | 484.83 | 567.10 |
| 净利润(百万元) | 101.07 | 133.32 | 149.68 | 174.75 | 207.19 |
| 增长率(%) | 59.21% | 31.91% | 12.28% | 16.75% | 18.56% |
| EPS(元/股) | 0.181 | 0.238 | 0.268 | 0.312 | 0.370 |
| 市盈率(P/E) | 31.83 | 36.17 | 59.84 | 51.25 | 43.23 |
| 市净率(P/B) | 1.05 | 1.51 | 2.68 | 2.55 | 2.41 |
| EV/EBITDA | 13.67 | 16.10 | 23.02 | 19.41 | 16.30 |

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 16.01 元

前次评级 买入

报告日期 2015-04-09

相对市场表现



分析师：张乐 S0260512030010



021-60750618



gfzhangle@gf.com.cn

相关研究：

天润曲轴(002283.SZ)：14 2015-02-27
年业绩快报点评：改善如期而至

天润曲轴：股权激励彰显公司 2014-12-29
信心

联系人：闫俊刚 021-60750621

yanjungang@gf.com.cn

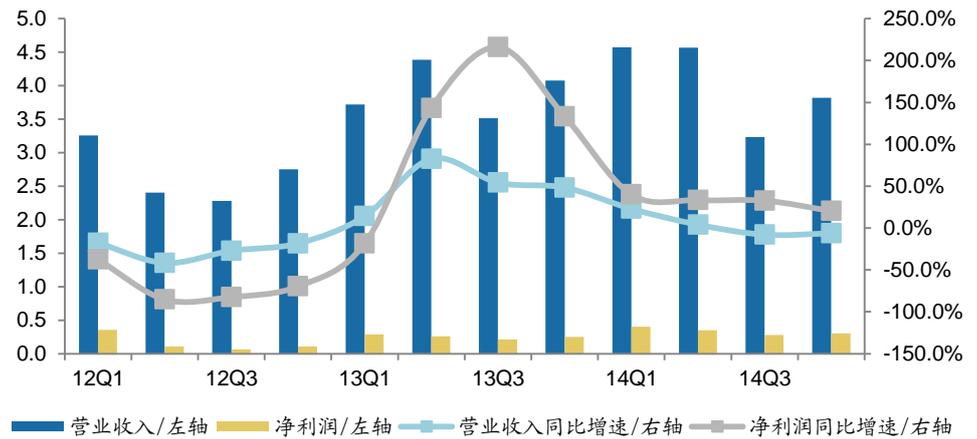
联系人：唐哲 021-60750618

tangzhe@gf.com.cn

事件：公司 14 年净利润同比增长 31.9%，符合预期

公司发布14年年报，14年实现营业收入16.2亿元，同比增长3.2%；实现归母净利润1.33亿元，同比增长31.9%；实现全面摊薄后EPS0.24元，符合我们预期。对此我们有如下点评：

图1：公司营业收入（亿元）、净利润（亿元）及增速情况

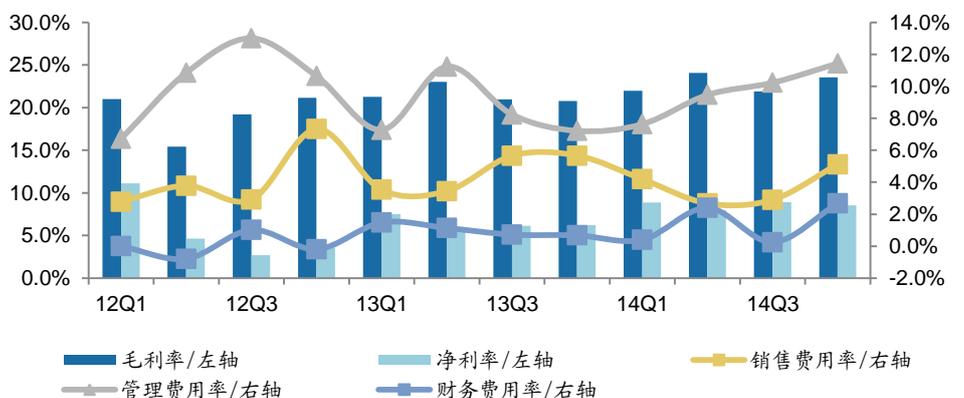


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

材料成本下降对公司毛利率提升贡献较大

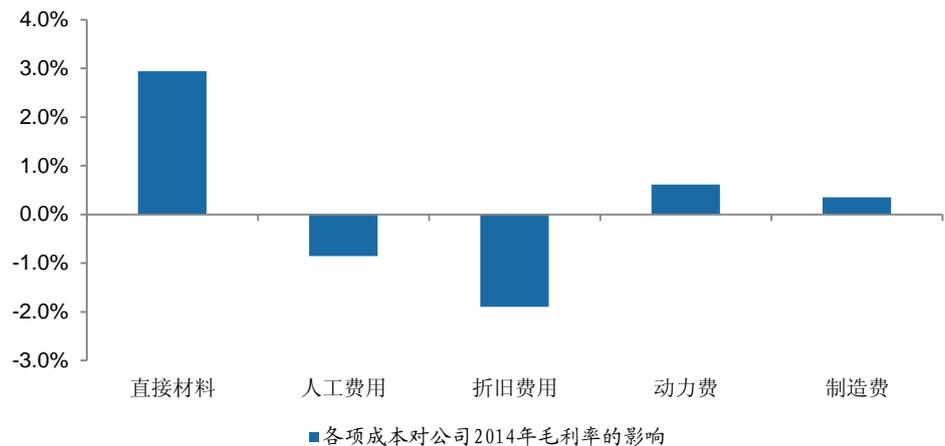
公司14年毛利率约为22.9%，同比提高1.3个百分点，材料成本下降对公司毛利率提升贡献较大。材料成本占公司生产成本的比重高于50%，14年公司材料成本约为6.46亿元，较13年下降2.6千万，材料费用/收入同比下降2.9个百分点，抵消了人工费用、折旧费用上升对公司毛利率的负面影响（折旧费用/收入、人工费用/收入同比分别提高1.9、0.9个百分点）。

图2：公司盈利能力及三费情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图3: 各项成本对公司2014年毛利率的影响



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

中国制造 2025 潜在投资标的, 自动化生产线提升公司生产效率

公司是曲轴行业龙头公司之一, 13年按照产量计算的市占率约为31.1%。公司是中国制造2025潜在投资标的, 近年来不断加大产品开发以及客户开拓力度, 14年完成了65个曲轴新产品开发及产品改型、23个连杆新产品开发、68个铸件新产品开发、34个锻件新产品开发以及6家新客户开拓, 具有一定的研发能力和市场认可度。

同时, 公司现拥有由美、意、英、德等发达国家引进的一大批高精尖加工设备, 生产线自动化提升对公司14年毛利率的改善约1个百分点。

较高的研发能力和市场认可度为公司长期发展提供支持, 生产线自动化提升降低公司成本, 提升公司盈利能力。

投资建议

公司是中国制造2025的潜在投资标的, 轻卡监管升级有望带来公司收入的提升, 生产效率、营运能力改善将提升公司盈利能力。我们预计公司15-17年EPS分别为0.27元、0.31元、0.37元, 且仍有超预期可能。公司目前PB约2.7倍, 仍具有安全边际, 维持“买入”评级。

风险提示

汽车行业竞争加剧; 宏观经济增速不及预期。

资产负债表

单位: 百万元

| 至12月31日 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1711 | 1787 | 2255 | 2549 | 2933 |
| 货币资金 | 202 | 289 | 444 | 558 | 710 |
| 应收及预付 | 809 | 788 | 956 | 1063 | 1193 |
| 存货 | 634 | 697 | 795 | 868 | 970 |
| 其他流动资产 | 66 | 14 | 60 | 60 | 60 |
| 非流动资产 | 2944 | 3142 | 3214 | 3200 | 3144 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1585 | 2108 | 2306 | 2492 | 2640 |
| 在建工程 | 1181 | 771 | 627 | 405 | 178 |
| 无形资产 | 172 | 224 | 242 | 263 | 286 |
| 其他长期资产 | 6 | 39 | 40 | 40 | 40 |
| 资产总计 | 4655 | 4929 | 5469 | 5749 | 6077 |
| 流动负债 | 1500 | 1649 | 2041 | 2143 | 2259 |
| 短期借款 | 655 | 773 | 1012 | 1011 | 996 |
| 应付及预收 | 843 | 875 | 1029 | 1132 | 1263 |
| 其他流动负债 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债 | 30 | 29 | 25 | 25 | 25 |
| 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 | 30 | 29 | 25 | 25 | 25 |
| 负债合计 | 1530 | 1678 | 2066 | 2168 | 2284 |
| 股本 | 559 | 559 | 559 | 559 | 559 |
| 资本公积 | 1823 | 1823 | 1823 | 1823 | 1823 |
| 留存收益 | 686 | 807 | 957 | 1131 | 1338 |
| 归属母公司股东权 | 3069 | 3190 | 3339 | 3514 | 3721 |
| 少数股东权益 | 56 | 61 | 64 | 67 | 72 |
| 负债和股东权益 | 4655 | 4929 | 5469 | 5749 | 6077 |

利润表

单位: 百万元

| 至12月31日 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1570 | 1620 | 1864 | 2093 | 2337 |
| 营业成本 | 1231 | 1248 | 1427 | 1598 | 1773 |
| 营业税金及附加 | 0 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 销售费用 | 71 | 60 | 76 | 80 | 84 |
| 管理费用 | 135 | 155 | 173 | 194 | 218 |
| 财务费用 | 16 | 24 | 26 | 31 | 30 |
| 资产减值损失 | 16 | -4 | 7 | 6 | 8 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 101 | 135 | 154 | 184 | 222 |
| 营业外收入 | 16 | 29 | 22 | 23 | 24 |
| 营业外支出 | 1 | 4 | 2 | 2 | 3 |
| 利润总额 | 115 | 160 | 174 | 205 | 243 |
| 所得税 | 15 | 21 | 22 | 26 | 31 |
| 净利润 | 101 | 138 | 152 | 178 | 212 |
| 少数股东损益 | -1 | 5 | 2 | 3 | 4 |
| 归属母公司净利润 | 101 | 133 | 150 | 175 | 207 |
| EBITDA | 268 | 330 | 414 | 485 | 567 |
| EPS (元) | 0.18 | 0.24 | 0.27 | 0.31 | 0.37 |

现金流量表

单位: 百万元

| | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 192 | 410 | 241 | 393 | 446 |
| 净利润 | 101 | 138 | 152 | 178 | 212 |
| 折旧摊销 | 136 | 175 | 227 | 264 | 307 |
| 营运资金变动 | -58 | 89 | -167 | -83 | -109 |
| 其它 | 13 | 8 | 29 | 34 | 36 |
| 投资活动现金流 | -437 | -397 | -278 | -229 | -231 |
| 资本支出 | -445 | -398 | -278 | -229 | -231 |
| 投资变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 8 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -41 | 62 | 192 | -50 | -63 |
| 银行借款 | 1023 | 1396 | 239 | -1 | -15 |
| 债券融资 | -1029 | -1278 | -4 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -35 | -56 | -43 | -49 | -49 |
| 现金净增加额 | -287 | 75 | 155 | 114 | 152 |
| 期初现金余额 | 455 | 202 | 289 | 444 | 558 |
| 期末现金余额 | 168 | 277 | 444 | 558 | 710 |

主要财务比率

| 至12月31日 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力(%) | | | | | |
| 营业收入增长 | 46.9 | 3.2 | 15.1 | 12.3 | 11.6 |
| 营业利润增长 | 81.5 | 34.0 | 14.4 | 19.3 | 20.6 |
| 归属母公司净利润增长 | 59.2 | 31.9 | 12.3 | 16.7 | 18.6 |
| 获利能力(%) | | | | | |
| 毛利率 | 21.6 | 22.9 | 23.5 | 23.7 | 24.1 |
| 净利率 | 6.4 | 8.5 | 8.2 | 8.5 | 9.1 |
| ROE | 3.3 | 4.2 | 4.5 | 5.0 | 5.6 |
| ROIC | - | - | - | - | - |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 32.9 | 34.0 | 37.8 | 37.7 | 37.6 |
| 净负债比率 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.1 |
| 流动比率 | 1.14 | 1.08 | 1.10 | 1.19 | 1.30 |
| 速动比率 | 0.70 | 0.65 | 0.70 | 0.77 | 0.85 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.35 | 0.34 | 0.36 | 0.37 | 0.40 |
| 应收账款周转率 | 4.44 | 4.25 | 4.18 | 4.24 | 4.22 |
| 存货周转率 | 1.96 | 1.86 | 1.80 | 1.84 | 1.83 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.18 | 0.24 | 0.27 | 0.31 | 0.37 |
| 每股经营现金流 | 0.34 | 0.73 | 0.43 | 0.70 | 0.80 |
| 每股净资产 | 5.49 | 5.70 | 5.97 | 6.28 | 6.65 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 31.8 | 36.2 | 59.8 | 51.3 | 43.2 |
| P/B | 1.0 | 1.5 | 2.7 | 2.5 | 2.4 |
| EV/EBITDA | 13.7 | 16.1 | 23.0 | 19.4 | 16.3 |

广发汽车行业研究小组

- 张乐：首席分析师，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企业管理专业硕士，5年半汽车相关产业工作经历，5年卖方研究经验。2014年新财富最佳汽车行业分析师第五名，2011、2012、2013年“新财富”最佳汽车行业分析师第七名；水晶球公募基金最佳汽车行业分析师2012年、2014年第五名、2013年第四名；2013年、2014年金牛奖第三名；2012年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚：联系人，吉林工业大学汽车专业学士，13年汽车产业工作经历，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 唐哲：联系人，复旦大学金融学硕士，浙江大学金融学学士，CPA，2014年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。
- 谨慎增持：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 |
|------|------------------------|--------------------------------------|-------------------------|--------------------------|
| 地址 | 广州市天河北路183号 大都会广场5楼 | 深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04 | 北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层 | 上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼 |
| 邮政编码 | 510075 | 518026 | 100045 | 200120 |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | |
| 服务热线 | 020-87555888-8612 | | | |

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。