

长源东谷 (603950)

证券研究报告

2020年08月28日

康明斯核心供应商，缸体缸盖隐形冠军

长源东谷是缸体缸盖领域的隐形冠军。2001年借东风康明斯外包机遇进入配套体系，目前公司已与福田康明斯、东风康明斯等大型发动机整机厂以及东风商用车等大型整车厂建立了紧密合作的客户关系。

轻重卡行业持续景气，为公司带来稳中有升的下游需求。16年下半年以来，重卡行业迎来新一轮高景气，20年上半年销量超预期，我们测算认为明年重卡行业仍将保持高景气度。治限治超导致轻卡市场从超载向标载转变，推动行业保有量和销量中枢持续提升。

深度绑定康明斯系发动机，康明斯份额提升直接利好长源东谷。2019年对福田康明斯营收为7.4亿元，占总收入的64.4%，公司也是福田康明斯缸体缸盖的独家供应商。对东风康明斯营收2.3亿元，占比为20.2%，两家康明斯合计占公司营收的85%，深度绑定康明斯。康明斯国六发动机表现出色，市场份额有望提高，利好长源东谷。

AMT重卡渗透率持续提升，公司大客户福田康明斯受益。国内AMT重卡市场进入快速成长期：(1)AMT自动换挡能够有效降低因驾驶员选档不正确而产生的污染物排放；(2)AMT变速箱比普通变速箱更省油。福田抓住AMT重卡机遇，与采埃孚成立合资变速箱厂，建立了独家优势。推出的AMT重卡受到了市场的极高认可，19年福田在AMT重卡的市占率达到75%，北汽福田重卡市占率从去年全年的7.3%大幅增长至今年上半年的9.6%。我们认为随着AMT重卡渗透率持续提升，长源东谷有望伴随福田市占率的提升而提升。

IPO募投项目助力产能投放，加速新客户开拓。公司近年来与广西玉柴签署了销售协议，并投资建设上菲红和中国重汽机加工项目，成功开发了广西玉柴、上菲红、中国重汽等新客户，有效拓展了公司的销售市场。IPO中的两个玉柴项目将助力公司加速进入玉柴的配套体系，市占率有望持续提升。

主营产品市占率逐步走强，20Q2营收业绩高增。20Q2单季度归母净利润达到1.1亿元，同比大幅增长117%，毛利率达到38%，远超19年的31%。近几年随着成本控制能力提升和规模效应的体现，毛利率逐步提高。

投资建议：

我们预计公司20-22年的归母净利润分别为3.2亿、3.9亿和4.7亿，对应PE分别为22倍、18倍和14倍。给予公司21年21倍目标PE，对应目标价35.07元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：柴油发动机需求低于预期风险，大客户市占率提升不及预期影响，新客户开拓风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,066.64	1,155.22	1,436.52	1,663.56	1,950.86
增长率(%)	(8.07)	8.30	24.35	15.80	17.27
EBITDA(百万元)	355.14	403.90	419.37	496.67	600.50
净利润(百万元)	181.50	268.81	315.89	387.01	473.85
增长率(%)	(7.80)	48.10	17.52	22.51	22.44
EPS(元/股)	0.78	1.16	1.36	1.67	2.05
市盈率(P/E)	37.64	25.42	21.63	17.65	14.42
市净率(P/B)	8.31	6.26	2.94	2.52	2.15
市销率(P/S)	6.41	5.91	4.76	4.11	3.50
EV/EBITDA	0.00	0.00	14.32	11.77	8.71

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(首次评级)
当前价格	29.51元
目标价格	35.07元

基本数据

A股总股本(百万股)	231.52
流通A股股本(百万股)	57.88
A股总市值(百万元)	6,832.21
流通A股市值(百万元)	1,708.05
每股净资产(元)	9.19
资产负债率(%)	43.21
一年内最高/最低(元)	32.20/22.77

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

内容目录

1. 柴油机缸体缸盖领域的隐形冠军	4
2. 轻重卡行业需求稳中有升	6
2.1. 重卡行业高景气，国三置换需求仍处高位	6
2.2. 治限治超促进轻卡需求增长	7
2.3. 市场格局相对稳定	8
3. 绑定核心客户，借力强势增长	9
3.1. 专注柴油机三大核心零部件	9
3.2. 绑定核心客户，市占率稳步提升	10
3.3. 康明斯市场表现出色，公司直接受益	12
3.4. AMT 重卡推动最大客户北汽福田份额提升	12
3.5. 募投提升产能，口碑助力新客户开拓	14
3.6. 业绩提升显著，财务表现亮眼	16
4. 盈利预测	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：缸体示意图	4
图 2：缸盖示意图	4
图 3：公司历史沿革	4
图 4：公司研发费用逐年提高	5
图 5：2015 年以来营收及增速	5
图 6：2015 年以来归母净利及增速	5
图 7：2005 年以来重卡销量及同比增速	6
图 8：2016 年以来重卡销量（月度）	6
图 9：重卡理论更新周期	6
图 10：2005 年以来轻卡销量及同比增速	7
图 11：2016 年以来轻卡销量（月度）	7
图 12：缸体	9
图 13：缸盖	9
图 14：连杆	9
图 15：国内柴油汽车销量（万辆）	11
图 16：长源东谷主要产品市占率	11
图 17：福田康明斯柴油发动机销量及同比	12
图 18：自动变速箱（AMT）	13
图 19：采埃孚福田合资工厂投产	13
图 20：上半年福田 AMT 重卡销量涨幅	14

图 21: 营业收入持续提升	16
图 22: 20 年上半年扣非净利润接近去年全年	16
图 23: 毛利率逐步提高	16
表 1: 2020 年全国国三重卡淘汰量测算 (万辆)	7
表 2: 治限治超政策梳理	7
表 3: 部分发动机厂缸体供应商	8
表 4: 2019 年主营业务收入按产品划分情况	9
表 5: 公司为主要客户独家或核心供应商 (2019 年)	10
表 6: 柔性化生产线	11
表 7: 过去三年我国柴油汽车产销量 (万辆)	11
表 8: 长源东谷主要产品销量与市占率	11
表 9: 2019 年康明斯系客户营收占比	12
表 10: 20H1 国六标准柴油重卡发动机市场份额	12
表 11: 2019 年福田与采埃孚合资公司产能情况	14
表 12: 与新客户签署合作项目	15
表 13: 投资建设机加工项目	15
表 14: 募集资金投向及拟置换金额 (亿元)	15
表 15: 客户新增需求	15
表 16: 收入预测拆分 (单位: 亿元)	17
表 17: 可比公司 (截止 2020 年 8 月 25 日, 归母净利润为 Wind 一致预期)	17

1. 柴油机缸体缸盖领域的隐形冠军

公司前身长源有限成立于 2001 年，并于 2011 年整体变更设立股份有限公司。主营业务为自行采购缸体、缸盖、连杆、飞轮壳、主轴承盖、齿轮室、排气管等毛坯加工后的产品销售，以及客户提供缸体、缸盖、连杆等毛坯的受托加工。公司已与福田康明斯、东风康明斯等大型发动机整机厂以及东风商用车等大型整车厂建立了紧密合作的客户关系。

图 1：缸体示意图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

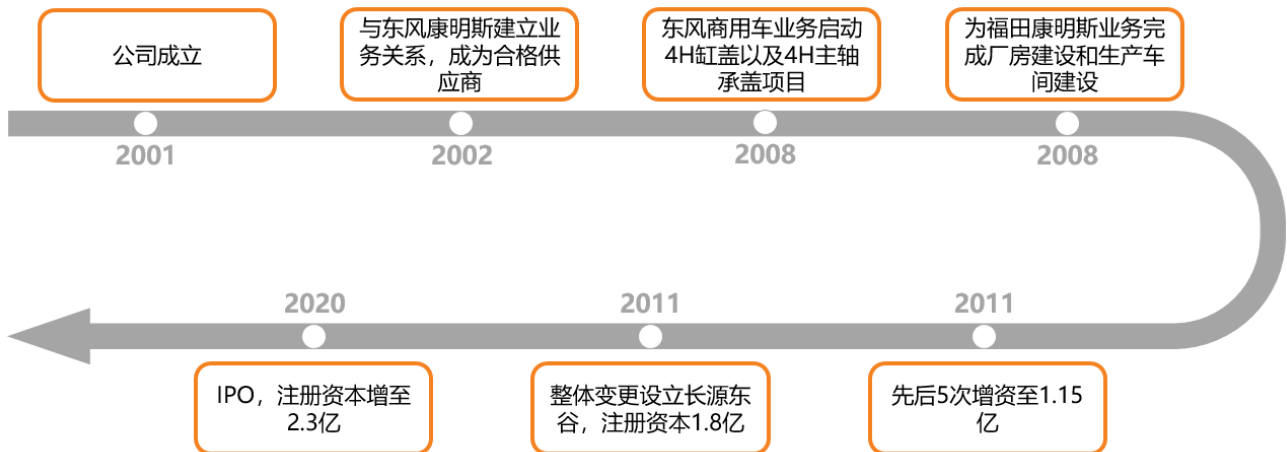
图 2：缸盖示意图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

借东风康明斯外包机遇进入配套体系。2001 年，为了降本增效，东风康明斯希望对 C 系列发动机缸盖机加工业务进行外包，新成立的长源东谷精准捕捉行业发展趋势，通过东风康明斯的多重考察与全面认证，成为合格供应商；2008 年，凭借在行业中积累的声誉及经验，成功携手东风商用车以及福田康明斯，公司三大合作伙伴关系的格局基本形成。截至 2011 年，公司先后完成 5 次增资，并于该年整体变更设立股份有限公司；2020 年，公司成功在上交所完成上市。

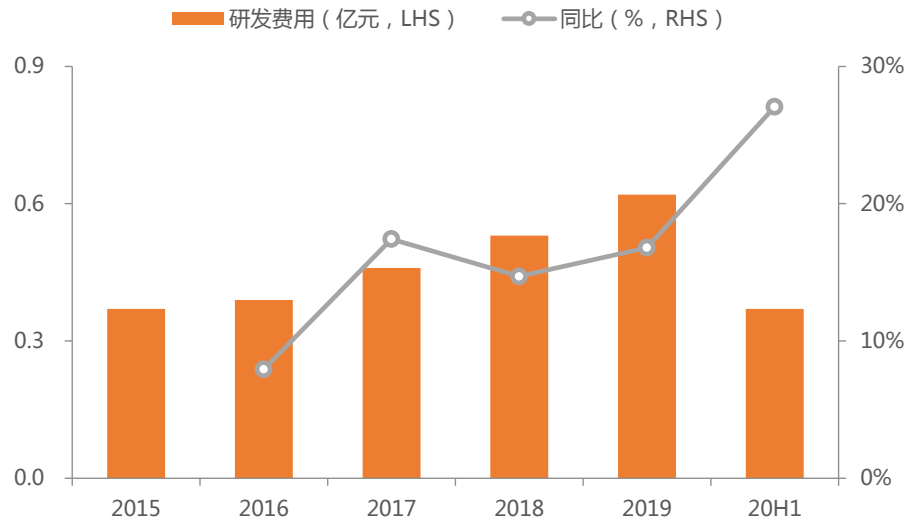
图 3：公司历史沿革



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

IPO 扩充产能，提升研发能力。公司 2020 年募集首发资金投入玉柴、康明斯的缸体、缸盖和连杆项目建设以及技术研发中心建设。其中，玉柴国六缸体、缸盖新建项目符合国六政策逐步推行的发展趋势，同时利于公司与玉柴合作规模的进一步扩张；东风康明斯 13L 缸体、缸盖新建项目能够新建缸体、缸盖年产能各 4.34 万台；玉柴连杆、康明斯连杆新建项目推动连杆业务重要性的提高；技术研发试验中心建设项目则与公司连年增长的研发投入相辅相成，提升公司在行业中的技术优势。

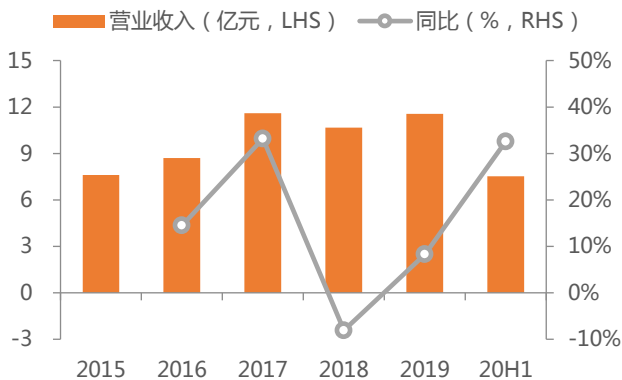
图 4：公司研发费用逐年提高



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

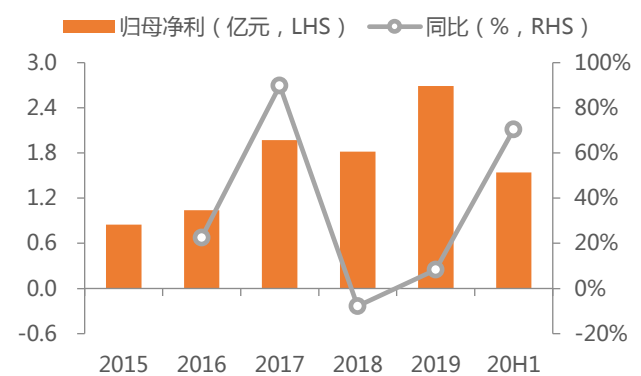
主营产品市占率逐步走强，20Q2 营收业绩高增。公司的主要产品为缸体及缸盖，主要为柴油汽车发动机配套，两种主营产品合计营收占比超过 80%，市占率则分别达到 14%和 17%。受益于疫情过后卡车行业的高景气，主要客户康明斯等主机厂对缸体和缸盖的需求增加，公司上半年分别实现营收和归母净利润 7.5 亿、1.5 亿，同比大幅增长 33%、70%。

图 5：2015 年以来营收及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：2015 年以来归母净利润及增速



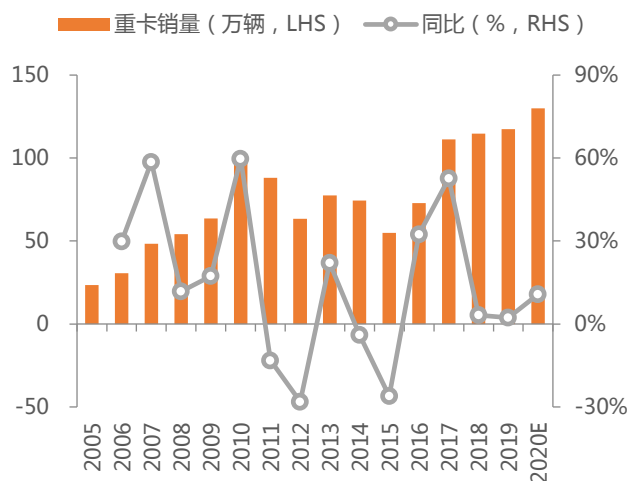
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 轻重卡行业需求稳中有升

2.1. 重卡行业高景气，国三置换需求仍处高位

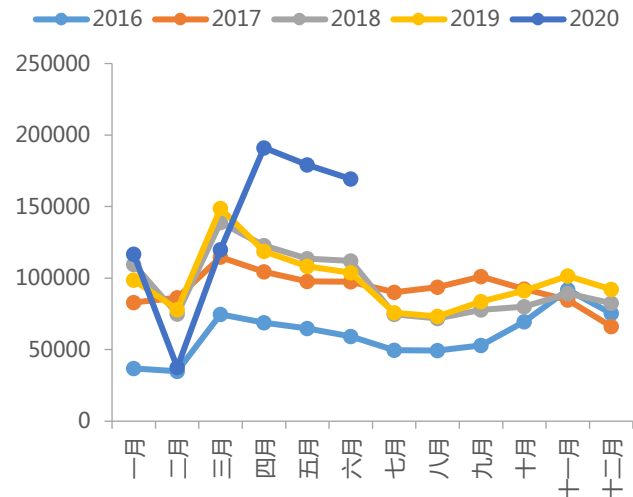
16年下半年以来，重卡行业迎来新一轮高景气，20年上半年销量超预期。16-17年重卡销量迅速回暖，17-19年连续三年实现110万辆以上的重卡销售。2020年4-6月重卡销量分别为19万、18万、17万，销量连续三个月创历史当月新高；整个上半年，随着疫情影响的降低，叠加物流工程需求及国三重卡替换，全国重卡销量达到81万辆，同比增长24%，增速为18年以来新高，我们预计全年销量将达到140万辆。

图 7：2005 年以来重卡销量及同比增速



资料来源：中汽协，天风证券研究所

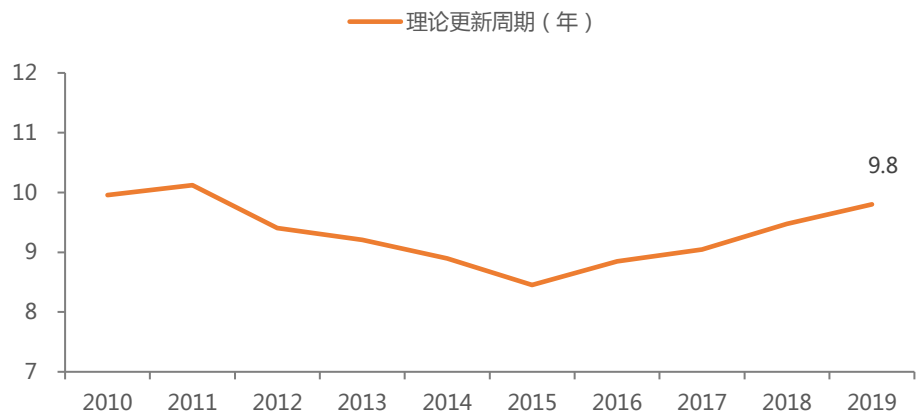
图 8：2016 年以来重卡销量（月度）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

国三加速淘汰维持重卡高景气，今年底仍会有百万辆以上的国三重卡亟待更新淘汰。我们在《国三重卡还有多少？》报告中提到，通过两种路径测算，今年国三淘汰的透支效应并不明显。以19年对应的9.8年更新周期测算，20年底重卡保有量中依然有168万辆国三标准的重卡；以重卡保有量三大省公开资料测算，今年结束后我国仍有114万辆国三重卡置换需求有待释放。我们预计明后年重卡行业仍有130万辆以上的销量。

图 9：重卡理论更新周期



资料来源：中汽协，统计局，天风证券研究所

表 1: 2020 年全国国三重卡淘汰量测算 (万辆)

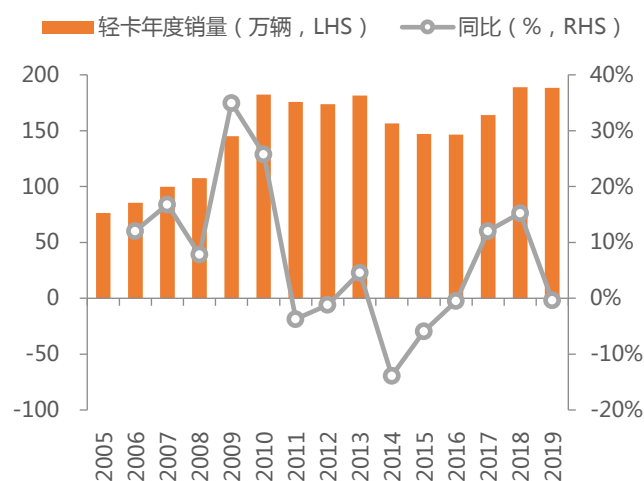
地区	18 年末重卡保有量 占比	19 年底国三重卡保 有量	20 年国三重卡淘汰 量	20 年底国三重卡保有量
山东省	10.8%	35.8	10.0	25.8
河北省	9.6%	12.0	11.8	0.2
河南省	7.7%	18.7	13.1	5.6
三省合计	28.0%	66.5	34.9	31.6
全国合计	100.0%	239.3	124.5	114.8

资料来源: 国家统计局, 省人民政府, 天风证券研究所

2.2. 治限治超促进轻卡需求增长

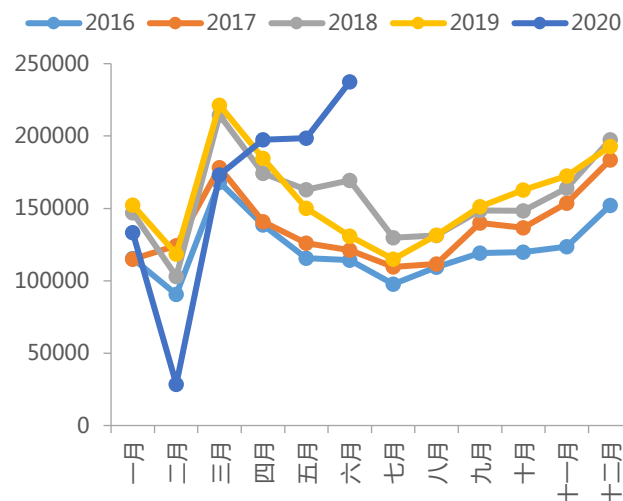
轻卡销量连续十一年超过 145 万辆, 20Q2 增幅较大。2009 年, 全国轻卡销量同比增长 35% 至 145 万辆, 此后十一年销量均维持高位, 截至 2019 年达到 188 万辆。2020 年上半年, 全国轻卡销量 97 万辆, 同比增长 1%; 20Q2 销量 63 万, 实现增速 36%, 其中 6 月份单月实现销量 24 万, 同比增长 82%, 单月增速创十年新高。

图 10: 2005 年以来轻卡销量及同比增速



资料来源: 中汽协, 天风证券研究所

图 11: 2016 年以来轻卡销量 (月度)



资料来源: 中汽协, 天风证券研究所

治限治超导致轻卡市场从超载向标载转变。2016 年国家质监局与国标委联合发布《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》，部分内容对轻型卡车载重作出严格规定；近年来, 全国各地治限治超力度有所加大, 2020 年以来, 多省开展“一超四罚”, 超限高速禁入, “百吨王”专项治理。我们预计, 未来几年轻卡销量将会持续个位数的增长; 治限治超力度的加大以及物流运输特别是快递行业的发展是轻卡销量维持高位的重要推动力。

表 2: 治限治超政策梳理

地区	时间	相关内容
全国	2016/7/26	发布《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》，对轻型卡车载重作出严格规定
云南	2020/4/3	未经称重检测的或经称重检测违法超限超载的, 不得驶入高速公路
吉林	2020/4/7	2020 年 4 月 7 日至 6 月 30 日, 集中整治货车违法超限超载运输, 追责源头企业
江苏	2020/4/23	今年目标违法超限车辆 100% 实施“一超四罚”
全国	2020/4/28	发布《全国安全生产专项整治三年行动计划》, 提出组织隐患车辆专

		项整治，到 2022 年基本消除货车非法改装、“大吨小标”等问题
河南	2020/5/1	发布《河南省社会信用条例》，将超载超限纳入信用体系
湖南	2020/5/21	力争今年实现普通公路违法超限超载率控制在 1%以内、高速公路违法超限超载率控制在 0.5%以内
辽宁	2020/6/3	“一超四罚”，“百吨王”专项整治，高速入口称重
全国	2020/7/1	自 2020 年 7 月至 2021 年 5 月组织开展货车非法改装专项整治工作

资料来源：国家质监局，省人民政府，卡车之家，应急管理部，交通运输部，天风证券研究所

2.3. 市场格局相对稳定

缸体、缸盖市场拥有相对稳定的竞争格局，主要竞争主体有以长沙熙迈机械为代表的合资企业，该企业主要向上菲红以及玉柴润威供货；以红旗缸盖以及长源东谷为代表的国内规模企业，而红旗缸盖的主要客户为云内动力以及潍柴动力；还有以东风铸造与潍柴动力为代表的主机厂内部配套企业。长源东谷等国内规模企业实力雄厚，技术及装备水平较好；与外资企业相比，在同等质量标准下，拥有生产成本低以及适应本土能力强等优势。

表 3：部分发动机厂缸体供应商

缸体供应商	发动机厂商
长源东谷	福田康明斯
	东风康明斯
	东风商用车
熙迈机械	上菲红
	玉柴润威
东风铸造	东风康明斯
红旗缸盖	云内动力
	潍柴动力
正恒动力	上柴动力
潍柴动力	潍柴动力

资料来源：招股说明书，盖世汽车，东风汽车公司公告，红旗缸盖官网，正恒动力官网，天风证券研究所

3. 绑定核心客户，借力强势增长

3.1. 专注柴油机三大核心零部件

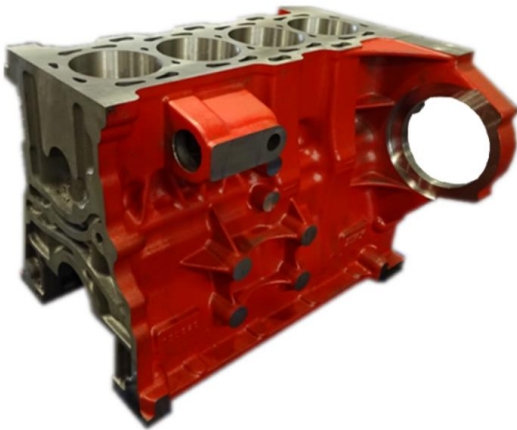
专注于生产柴油发动机三种核心零部件。公司主营业务为柴油发动机零部件，销售产品包括缸体、缸盖、连杆、飞轮壳、主轴承盖、排气管、齿轮室；受托加工产品为缸体、缸盖和连杆。三大核心零部件，即缸体、缸盖和连杆为公司主要产品，贡献 95% 的营业收入。此三大产品均为发动机核心零部件，是发动机整体质量的关键决定因素：缸体为发动机最大的单独式部件，与缸盖、活塞共同构成燃烧室，支撑和保证活塞、连杆、曲轴等运动部件工作时的准确位置；缸盖安装于缸体的上方，从上部密封气缸并构成燃烧室；连杆将活塞承受的力传给曲轴，使活塞的往复运动转变为曲轴的旋转运动。

表 4: 2019 年主营业务收入按产品划分情况

产品名称	贡献收入金额（亿元）	占比
缸体	6.0	53%
缸盖	3.5	31%
连杆	1.2	11%
其他	0.6	5%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 12: 缸体



资料来源：长源东谷官网，天风证券研究所

图 13: 缸盖



资料来源：长源东谷官网，天风证券研究所

图 14: 连杆



资料来源：机电之家网站，天风证券研究所

深耕技术体系开发，建立发动机零部件核心竞争力。公司经过多年技术创新和积累，形成拥有自主知识产权的柔性发动机零部件生产技术并积累了 54 项自主专利，同时已经将核心技术体系应用于规模化生产中。由于发动机零部件行业属于充分竞争行业，行业内企业较多，竞争较为激烈，拥有核心技术的企业将获得竞争优势，因此我们认为公司已经筑起了核心技术层面的护城河。

3.2. 绑定核心客户，市占率稳步提升

深度绑定康明斯系发动机。公司主要客户为福田康明斯、东风康明斯和东风商用车等国内主流发动机整机和整车生产厂商，其中与东风康明斯合作 18 年，与福田康明斯和东风商用车合作 12 年，已经建立了长期稳固的合作关系。与此同时，公司是主要客户的独家或者核心供应商：2019 年，公司向福田康明斯供应缸体 28.5 万件，供应缸盖 28.0 万件，供应连杆 71.2 万件，分别占其同类产品采购数量的 100%，100%和 67%；向东风康明斯供应缸体 4.6 万件，缸盖 14.9 万件，连杆 70 万件，分别占其同类产品采购数量的 34%，100%和 65%；向东风商用车供应缸体 6 万件，缸盖 6.8 万件，均占其同类产品采购数量的 100%。由此可见，主要下游客户的产品生产高度绑定公司的零部件供应。

表 5: 公司为主要客户独家或核心供应商 (2019 年)

客户名称	零部件名称	数量 (万件)	占客户采购量比例
福田康明斯	缸体	28.5	100%
	缸盖	28.0	100%
	连杆	71.2	67%
东风康明斯	缸体	4.6	34%
	缸盖	14.9	100%
	连杆	70.0	65%
东风商用车	缸体	6.0	100%
	缸盖	6.8	100%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

供应商更换难度大，业务合作关系稳定性高。公司主要产品缸体、缸盖和连杆均为柴油发动机核心零部件，客户对供应商产品的可靠性、耐久性和精密度等有严格要求。在上述核心零部件批量应用于发动机生产之前，需要经过一系列测试工作，整套流程通常耗时高达两年以上且需要大量成本投入。鉴于此类核心零部件特点，发动机主机厂更换供应商的成本大，因而通常倾向于与供应商保持长期稳定的合作关系。如此背景下，我们认为公司的业务合作关系稳定性高，可以有效避免客户流失，形成客户资源的护城河。

技术创新与龙头配套带来高利润。柴油发动机属于技术密集型产品，功率跨度大，且零部件规格型号繁多，因此发动机核心零部件供应商通常需要根据客户不同型号或不同动力平台的要求进行产品定制。同时核心零部件产业属于重资产行业，只有生产规模达到一定程度并能满足大规模订单需求才能使规模效应逐步显现，进而降低成本，提高利润率。因此行业内具有技术创新能力，能够精细化生产并且直接配套下游龙头企业的供应商往往能获得较大利润空间。公司自主研发的柔性化生产线技术能够适应变型多品种加工，同时提高同类产品开发速度，且公司直接配套发动机龙头企业康明斯系列。我们认为公司能够利用其优势保持一定的利润率。

表 6: 柔性化生产线

产品	核心技术	技术优点及先进性	技术来源
缸盖	缸盖多品种柔性化生产线	当柔性自动线由加工变型品种中的一种件转向加工另一种工件时,可通过改变数控程序来实现自动刀、自动更换多轴箱和自动改变加工行程以及自动改变工作循环、切削用量和加工位置等,以适应变型多品种加工。在同类产品开发时也可借用此生产线,大大提高了开发速度。	自主研发

资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

公司专注于核心零部件研发生产,且与国内知名生产厂商长期稳定合作,由此积累了较高的知名度和认可度。在柴油车销量整体下滑的背景下,缸体缸盖销量依然逆势增长,市占率随之持续提升。

表 7: 过去三年我国柴油汽车产销量(万辆)

年份	柴油汽车销量
2017	309
2018	300
2019	283

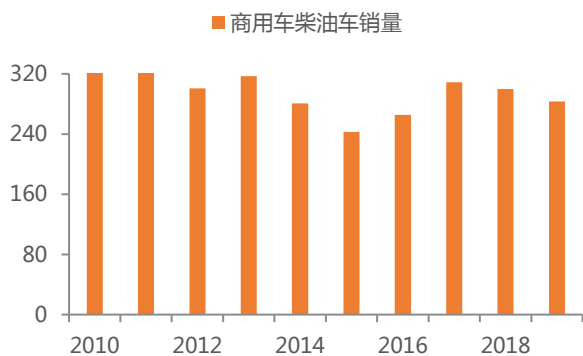
资料来源: 中国汽车工业协会,天风证券研究所

表 8: 长源东谷主要产品销量与市占率

主要产品	年份	销量(万件)	市占率
缸体	2017	35	11%
	2018	37	12%
	2019	40	14%
缸盖	2017	47	15%
	2018	49	16%
	2019	51	17%

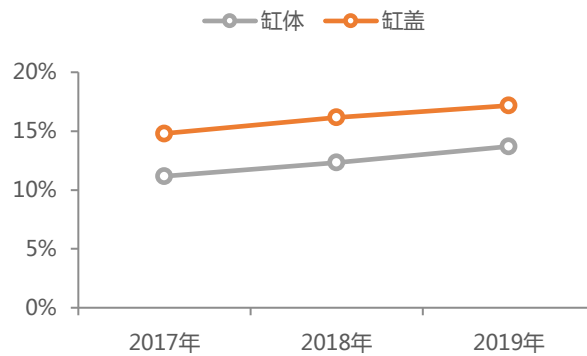
资料来源: 招股说明书,天风证券研究所

图 15: 国内柴油汽车销量(万辆)



资料来源: 中国汽车工业协会,天风证券研究所

图 16: 长源东谷主要产品市占率



资料来源: 招股说明书,天风证券研究所

3.3. 康明斯市场表现出色，公司直接受益

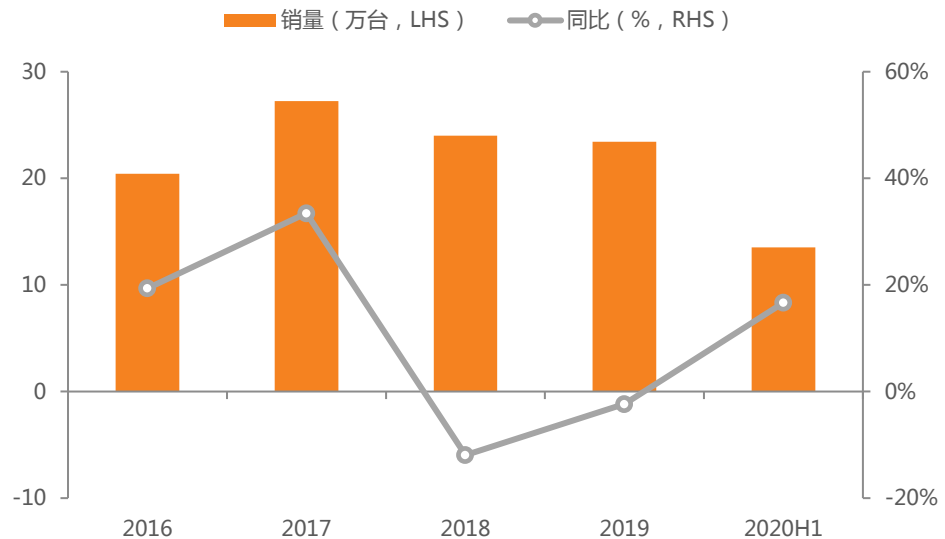
康明斯份额提升直接利好长源东谷。公司对主要客户康明斯的销售收入占比约为 85%；2019 年对福田康明斯销售收入为 7.4 亿元，占总收入的 64%；对东风康明斯销售收入 2.3 亿元，占比为 20%。福田康明斯和东风康明斯也将公司作为其核心或唯一供货商，销量表现出色将使公司直接受益。上半年康明斯表现抢眼，其中福田康明斯 20H1 发动机累计销售 13.5 万台，同比增长高达 42%，拉动公司营业总收入同比增长 32.6%。

表 9: 2019 年康明斯系客户营收占比

客户名称	收入金额(亿元)	金额占比
福田康明斯	7.4	64.4%
东风康明斯	2.3	20.2%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 17: 福田康明斯柴油发动机销量及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

康明斯国六发动机表现出色，更新换代支撑其提高市场份额。今年上半年康明斯合资公司的国六柴油重卡发动机销售表现抢眼，东风康明斯和福田康明斯 20H1 累计销量分别为 8503 台和 1705 台，市占率分别达到 28.3%和 5.7%。随着国六标准的稳步推进，结合重卡市场持续景气的未来预期，我们认为国六柴油重卡发动机将持续作为增量市场为康明斯扩大市场空间打下基础。

表 10: 20H1 国六标准柴油重卡发动机市场份额

发动机品牌	20H1 销量 (台)	市场份额
潍柴动力	9330	31%
东风康明斯	8503	28%
福田康明斯	1705	6%

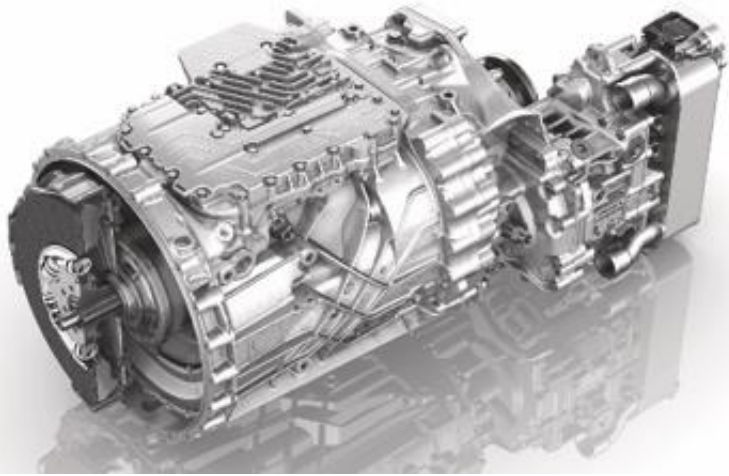
资料来源：第一商用车网站，天风证券研究所

3.4. AMT 重卡推动最大客户北汽福田份额提升

国内 AMT 重卡市场进入快速成长期。AMT 是机械式自动变速箱，在重卡上安装后可以使得离合器的分离、接合及所有选换挡均由电控系统自动控制。相较于传统变速箱，AMT 能够提高重卡整车的安全性、舒适性、节能性和可靠性，已经在欧美发达国家高度普及，在

欧洲普及率达 70%。不同于发达国家市场，AMT 重卡当前并未在我国实现大规模推广。但在市场需求和技术发展的双重驱动下，国内 AMT 重卡销量去年开始实现大幅增长，19 年全年累计销量达 8000 辆，同比增长 550%，标志着国内市场进入快速成长期。

图 18：自动变速箱（AMT）



资料来源：第一物流网，天风证券研究所

四大优势助力 AMT 重卡释放增量。即使 2019 年销量涨幅大，AMT 重卡国内销售份额仍不足全行业的 1%，这意味着此类重卡在国内仍有发展空间。四大优势将成为 AMT 重卡普及率继续提高的驱动力：1、国六标准对于污染物排放有更加严苛的要求，而 AMT 自动换挡能够有效降低因驾驶员选档不正确而产生的污染物排放；2、AMT 变速箱比普通变速箱更省油；3、在卡车智能化升级的趋势中，为了更高效实现辅助驾驶系统功能，AMT 变速箱成为刚需；4、AMT 重卡可以帮助主机厂在存量市场中建立新的技术壁垒。因此我们认为 AMT 重卡未来几年将释放出增量。

福田联手采埃孚，大力布局 AMT 重卡市场。福田洞察到国内商用车市场中高端化和自动化的潮流趋势，2017 年就推出 EST-A 系列 AMT 重卡，使其子品牌欧曼成为我国自动挡重卡行业的先驱者之一。同时，福田联手变速箱行业巨头采埃孚组建了两家合资公司，建设采埃孚变速箱全球最大生产基地，并于 19 年 4 月起量产最新一代 AMT 变速箱，加大产业布局力度。经过多年的努力，欧曼已经发展出 EST-A、EST、GTL 等系列自动挡产品，涵盖多个重卡品类。

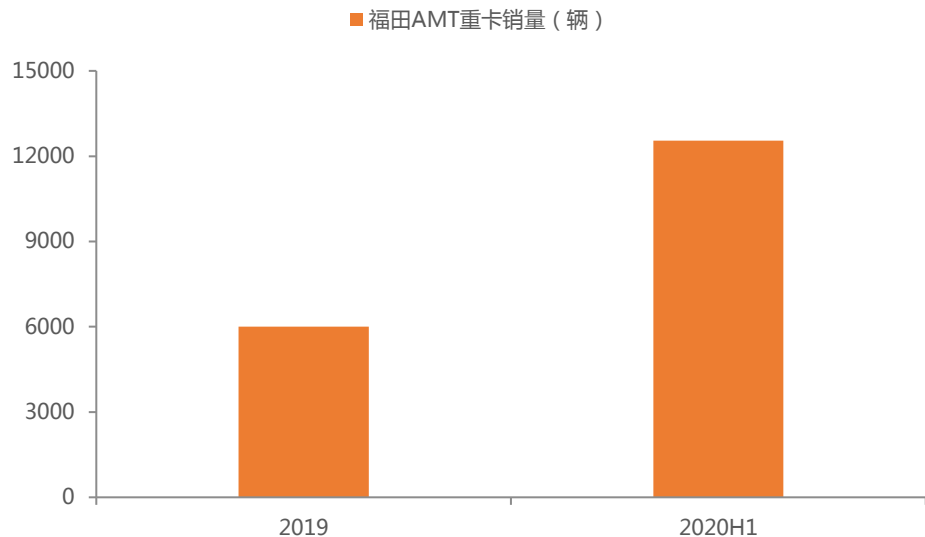
图 19：采埃孚福田合资工厂投产



资料来源：卡车之家，天风证券研究所

福田市场反响超预期，康明斯借力而上。欧曼的自动挡重卡 2019 年累计销量为 6000 辆，在 AMT 重卡市场的占有率达到 75%。而在 2020 年上半年，欧曼 AMT 重卡销量已经达到 12549 辆，同比增长 638%，市场反响超预期。同时，由于福田自动挡重卡均配备的是福田康明斯发动机，康明斯也借力提高了其产品销量，并为更上游的供应商长源东谷提供了更多订单。福田与采埃孚的两大合资工厂 2019 年产能利用率仅为 14%和 16%，仍有产量提升空间。可以预见的是，随着 AMT 重卡增量的持续释放，福田欧曼将继续助力康明斯发展。整体来看，北汽福田重卡市占率从去年全年的 7.3%大幅增长至今年上半年的 9.6%。

图 20：上半年福田 AMT 重卡销量涨幅



资料来源：第一商用车网站，天风证券研究所

表 11：2019 年福田与采埃孚合资公司产能情况

主要工厂名称	设计产能 (万台)	2019 年产能 (万台)	产能利用率 (%)
福田采埃孚公司	32	14	14
采埃孚福田公司	23	9	16

资料来源：公司公告、天风证券研究所

主要客户升级换代提高产能，公司下游需求有望持续增长。公司三大客户均会稳步提高产能，其中福田康明斯将在近两年进行其产品国六排放标准的升级，并在现有平台上开发更多客户和产品机型，预计未来几年产品销量会持续增长；东风康明斯已经与公司签署了新增产能的销售协议；东风商用车预计今年以后发动机销量逐步达到 8-9 万台，2022 年以后达到 11 万台左右。2019 年三大客户占公司营收比例高达 93%，公司也是三大客户对应零部件的核心供应商，因此伴随三大客户销量提升，公司下游需求有望持续增长。

3.5. 募投提升产能，口碑助力新客户开拓

口碑积累，为拓展市场奠定基础。公司在发动机零部件领域建立的品牌知名度有助于公司拓展新的客户资源。公司近年来与广西玉柴签署了销售协议，并投资建设上菲红和中国重汽机加工项目，成功开发了广西玉柴、上菲红、中国重汽等新客户，有效拓展了公司的销售市场。我们认为新客户的开拓将成为公司未来几年销量增长的主要来源，并有望使公司销量增速保持在较高水平。

表 12: 与新客户签署合作项目

合作客户	产品名称	已签署协议的销售数量 (万件)	已经签署的合作意向书
广西玉柴	玉柴缸体	17	《玉柴国六气缸体气缸盖加工项目框架协议》
	玉柴缸盖	11	
	玉柴连杆	226	《合作意向书》

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

表 13: 投资建设机加工项目

项目名称	建设计划	投资目的	进展
上菲红及中国重汽机加工项目	2018年9月开始建设、36个月内完成	为上菲红及中国重汽相关系列发动机缸体、缸盖提供加工	截至2020年6月30日已投资1.7亿元, 完成预计投资额的42%

资料来源: 公司公告, 招股说明书, 天风证券研究所

首发资金到位前已预投过半资金, 将置换超过5亿自筹资金。截至公司首次公开募股完成前, 玉柴国六项目已预投3.2亿, 东风康明斯缸体、缸盖项目已预投1.2亿, 连杆项目已预投0.6亿, 研发中心项目尚未投入资金。经董事会决议, 公司最终决定以首发资金5.1亿置换预先已投入募投项目的自筹资金。

产能瓶颈突破, 满足客户需求。随着各新建项目逐步落地并投产, 公司产能将进一步提高, 并有效消除产能瓶颈, 为现有订单的落地和新项目的开拓打下坚实基础, 进一步满足客户产销量提升所带来的供应需求。于此同时, 公司与广西玉柴和东风康明斯均签署了增产合作意向书, 新增产能有明确配套计划, 有效降低产能过剩风险。

表 14: 募集资金投向及拟置换金额 (亿元)

	拟投入募集资金金额	以自筹资金投入金额	拟置换金额
长源朗弘玉柴国六缸体、缸盖新建项目	5.4	3.2	3.2
长源东谷东风康明斯13L缸体、缸盖新建项目	1.5	1.2	1.2
长源东谷玉柴连杆、康明斯连杆新建项目	1.4	0.6	0.6
长源东谷技术研发试验中心建设项目	0.5	0.0	0.0
合计	8.8	5.1	5.1

资料来源: 招股说明书, 公司公告, 天风证券研究所

表 15: 客户新增需求

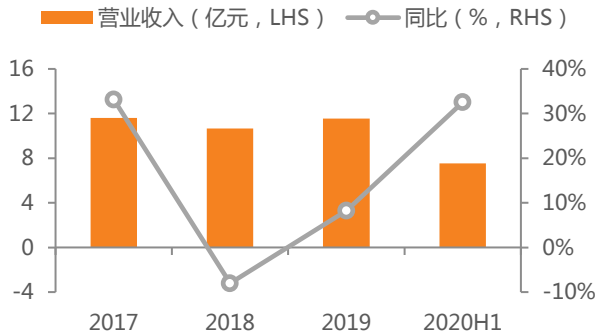
客户	产品名称	已签署协议的销售数量 (万件)	已经签署的合作意向书
东风康明斯	缸体	4.3	《中标通知书》
	缸盖	4.3	《中标通知书》
	连杆	20.5	《中标通知书》

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

3.6. 业绩提升显著，财务表现亮眼

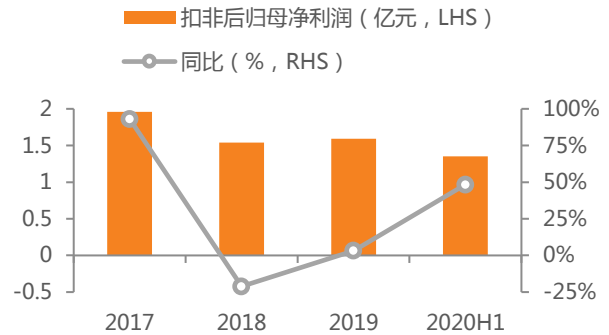
受益于康明斯业绩表现，营收与净利率高速增长。公司 20H1 实现营业收入 7.5 亿元，同比增长 33%，主要由于福田康明斯 ISG 产品销量上升，带动公司供应的 12L 缸体缸盖销量上升，以及新开拓的客户上菲红、广西玉柴实现批量供货，销量同比增长较大。同时实现扣非净利润 1.35 亿元，同比增长 48%，主要为营业收入增长带来净利润上升。

图 21：营业收入持续提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

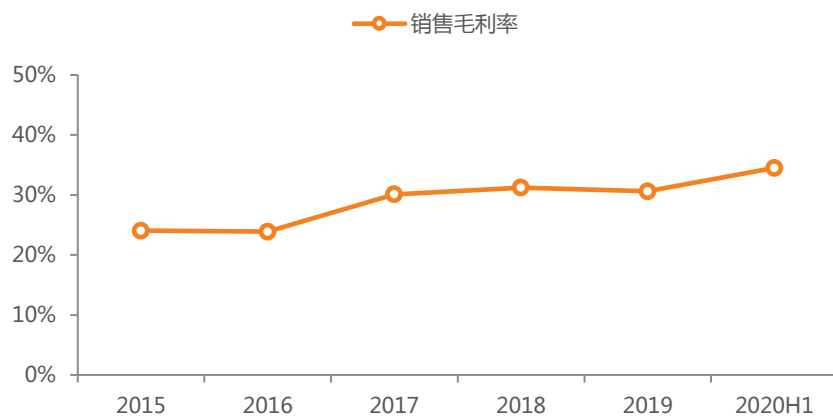
图 22：20 年上半年扣非净利润接近去年全年



资料来源：公司公告，天风证券研究所

成本控制能力提升，毛利率逐步提高。公司 20H1 销售毛利率为 34.5%，相比 2019 年提高 4 个百分点，主要得益于公司近年来成本控制能力的提升。随着公司经营水平的不断提高，毛利率有望持续提高。

图 23：毛利率逐步提高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测

我们预计：

- (1) 柴油汽车销量每年微幅增长；
- (2) 公司市占率一方面随着康明斯的市占率的提升而增长，另一方面随着新客户的开拓而增长；
- (3) 经营改善+规模效应带来毛利率的持续提升。

我们预计公司 20-22 年的归母净利润分别为 3.2 亿、3.9 亿和 4.7 亿，对应 PE 分别为 22 倍、18 倍和 14 倍。选取天润工业、精锻科技和江铃汽车作为可比公司，2021 年的平均 PE 为 21 倍。给予公司 21 年 21 倍目标 PE，对应目标价 35.07 元，给予“买入”评级，首次覆盖给予“买入”评级。

表 16：收入预测拆分（单位：亿元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10.67	11.56	14.37	16.65	19.52
同比	-6%	8%	24%	16%	17%
缸体	4.74	5.98	7.71	9.08	11.24
同比	-8%	26%	29%	18%	24%
缸盖	3.64	3.50	4.37	5.13	5.70
同比	-18%	-4%	25%	18%	11%
连杆	1.34	1.24	1.37	1.47	1.56
同比	25%	-7%	10%	5%	5%
其他主营业务	0.67	0.57	0.63	0.66	0.69
同比	-8%	-15%	10%	5%	5%
其他业务	0.28	0.27	0.30	0.31	0.33
同比	40%	-4%	10%	5%	5%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 17：可比公司（截止 2020 年 8 月 25 日，归母净利润为 Wind 一致预期）

证券简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE			
		2020/8/25	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002283 天润工业	82.90		3.97	4.57	5.30	20.9	18.1	15.6
300258 精锻科技	55.93		1.96	2.53	3.07	28.5	22.1	18.2
000550 江铃汽车	93.38		3.33	4.16	5.71	28.1	22.4	16.3
平均值						26	21	17

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

1、柴油发动机需求低于预期风险

卡车和客车存在销量下滑的风险，使得柴油发动机的需求低于预期

2、大客户市占率提升不及预期影响

公司的最大客户福田康明斯存在市占率提升不及我们预期的风险

3、新客户开拓风险

缸体缸盖属于发动机核心零部件，配套进入新客户需要一段时间的验证，存在新客户开拓进展不及预期的风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	553.65	236.64	1,431.97	1,631.67	2,264.01
应收票据及应收账款	291.24	406.70	436.64	547.46	611.87
预付账款	9.66	17.69	0.80	24.55	7.19
存货	134.41	157.04	143.57	219.66	200.61
其他	304.25	307.45	251.88	343.17	299.53
流动资产合计	1,293.20	1,125.52	2,264.85	2,766.51	3,383.20
长期股权投资	46.64	46.17	46.17	46.17	46.17
固定资产	793.27	1,086.49	1,176.85	1,238.76	1,270.59
在建工程	137.51	282.16	205.29	171.18	132.71
无形资产	132.87	123.83	120.97	118.11	115.25
其他	250.08	54.85	136.46	147.13	112.81
非流动资产合计	1,360.37	1,593.51	1,685.76	1,721.35	1,677.54
资产总计	2,653.57	2,719.03	3,950.61	4,487.87	5,060.74
短期借款	40.00	90.00	70.00	70.00	70.00
应付票据及应付账款	397.15	447.92	439.63	626.04	604.44
其他	591.47	238.50	456.67	393.96	516.94
流动负债合计	1,028.62	776.42	966.29	1,090.00	1,191.38
长期借款	600.00	683.00	500.00	500.00	500.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	183.60	145.80	134.25	154.55	144.87
非流动负债合计	783.60	828.80	634.25	654.55	644.87
负债合计	1,812.22	1,605.22	1,600.54	1,744.55	1,836.25
少数股东权益	19.57	23.22	28.49	34.73	42.06
股本	173.64	173.64	231.52	231.52	231.52
资本公积	252.28	252.28	1,109.49	1,109.49	1,109.49
留存收益	648.14	916.95	2,090.05	2,477.06	2,950.91
其他	(252.28)	(252.28)	(1,109.49)	(1,109.49)	(1,109.49)
股东权益合计	841.35	1,113.81	2,350.07	2,743.31	3,224.49
负债和股东权益总计	2,653.57	2,719.03	3,950.61	4,487.87	5,060.74

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	184.79	272.46	315.89	387.01	473.85
折旧摊销	100.98	119.47	49.37	55.07	59.50
财务费用	17.34	16.68	11.46	5.38	3.19
投资损失	2.19	0.46	(0.50)	(0.50)	(0.50)
营运资金变动	(124.28)	97.17	177.84	(211.38)	168.47
其它	150.06	(250.64)	5.27	6.24	7.33
经营活动现金流	331.08	255.61	559.33	241.82	711.83
资本支出	296.25	585.64	71.56	59.70	59.68
长期投资	(2.19)	(0.46)	0.00	0.00	0.00
其他	(930.97)	(857.34)	(131.06)	(139.20)	(109.18)
投资活动现金流	(636.90)	(272.16)	(59.50)	(79.50)	(49.50)
债权融资	908.03	923.00	714.87	757.63	730.83
股权融资	(6.72)	(4.13)	906.56	(2.46)	(0.26)
其他	(526.95)	(1,223.88)	(925.92)	(717.79)	(760.56)
筹资活动现金流	374.36	(305.01)	695.50	37.38	(29.99)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	68.53	(321.56)	1,195.33	199.70	632.34

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	1,066.64	1,155.22	1,436.52	1,663.56	1,950.86
营业成本	733.39	801.60	908.10	1,039.14	1,207.49
营业税金及附加	7.44	6.82	9.96	10.98	12.64
营业费用	18.57	23.54	31.60	36.60	40.97
管理费用	48.73	39.91	47.41	58.22	64.38
研发费用	53.10	62.02	68.95	76.52	83.89
财务费用	9.67	7.05	11.46	5.38	3.19
资产减值损失	2.16	(1.54)	1.00	1.00	1.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(2.19)	(0.46)	0.50	0.50	0.50
其他	(0.69)	(77.74)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
营业利润	196.47	294.03	358.55	436.21	537.81
营业外收入	15.19	19.16	11.65	15.33	15.38
营业外支出	0.75	0.18	0.79	0.57	0.51
利润总额	210.91	313.00	369.40	450.97	552.67
所得税	26.12	40.54	48.24	57.72	71.50
净利润	184.79	272.46	321.17	393.25	481.18
少数股东损益	3.28	3.65	5.27	6.24	7.33
归属于母公司净利润	181.50	268.81	315.89	387.01	473.85
每股收益(元)	0.78	1.16	1.36	1.67	2.05

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	-8.07%	8.30%	24.35%	15.80%	17.27%
营业利润	-15.87%	49.66%	21.94%	21.66%	23.29%
归属于母公司净利润	-7.80%	48.10%	17.52%	22.51%	22.44%
获利能力					
毛利率	31.24%	30.61%	36.78%	37.54%	38.10%
净利率	17.02%	23.27%	21.99%	23.26%	24.29%
ROE	22.09%	24.65%	13.61%	14.29%	14.89%
ROIC	20.42%	27.71%	18.43%	25.73%	27.35%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	68.29%	59.04%	40.51%	38.87%	36.28%
净负债率	42.12%	61.62%	-30.51%	-31.86%	-47.55%
流动比率	1.26	1.45	2.34	2.54	2.84
速动比率	1.13	1.25	2.20	2.34	2.67

营运能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
应收账款周转率	3.43	3.31	3.41	3.38	3.37
存货周转率	8.22	7.93	9.56	9.16	9.28
总资产周转率	0.46	0.43	0.43	0.39	0.41

每股指标(元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.78	1.16	1.36	1.67	2.05
每股经营现金流	1.43	1.10	2.42	1.04	3.07
每股净资产	3.55	4.71	10.03	11.70	13.75

估值比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率	37.64	25.42	21.63	17.65	14.42
市净率	8.31	6.26	2.94	2.52	2.15
EV/EBITDA	0.00	0.00	14.32	11.77	8.71
EV/EBIT	0.00	0.00	16.24	13.24	9.66

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