

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

6-12个月目标价: 16.00元

当前股价: 12.94元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2409.67
总股本(百万)	559
流通股本(百万)	233
流通市值(亿)	30
EPS (TTM)	0.46
每股净资产(元)	3.14
资产负债率	25.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天润曲轴	-0.46	-8.68	-14.06
上证综合指数	-0.97	-10.38	-18.73



相关报告

《天润曲轴-确定的高增长, 罕见的低估值》
2011-8-17
《天润曲轴-“产品+市场”多元化抵御重卡波动性, 高成长将延续》2011-8-1
《天润曲轴-定增扩张已确定, 估值压力近尾声》2011-6-14

天润曲轴

002283

强烈推荐

业绩波动不改长期成长潜力——三季报点评

公司10月26日公布11年三季报, 实现收入11.20亿元, 同比增长19.96%, 归属母公司利润1.67亿元, 同比增长20.31%, 每股EPS为0.30元(增发摊薄后), 低于市场预期。主要受制重卡行业下滑, 但我们坚定看好公司的竞争实力, 将最终成长为世界级曲轴供应商。

我们认为中国曲轴的进口替代和全球分工进程在加速, 行业将持续景气。11年公司仍以布局产能, 完善“产品+市场”多元化战略为主, 未来三年业绩有望持续快速增长。公司成长空间广阔, 股价中长期具备上升潜力。

投资要点:

- **3季度收入和毛利率双双下滑, 4季度预计恢复增长。**公司主要收入来源为重卡曲轴, 受重卡消费低迷打击, 公司3季度收入环比下降24.1%, 毛利率下滑4个百分点; 但我们预计重卡行业即将回暖, 销量步入环比上升通道, 同时公司将充分受益重卡回暖, 收入与毛利率回归合理水平。
- **公司“产品+市场”多元化战略增强竞争实力。**公司在曲轴市场具有绝对技术和管理优势, 产品多元化(轿轻中重、工程机械、船用)丰富客户种类, 实现宽领域供应; 市场多元化(进口替代、整机外包、全球出口)拓展客户范围, 实现多市场扩张。公司已成为国内所有主流发动机企业, 及康明斯、依维柯、奔驰、卡特彼勒、约翰迪尔的供应商。
- **公司成长空间广阔, 未来高增长可期。**我们预计公司未来5年实现销量300万支曲轴、600万支连杆, 收入规模超过70亿元, 年均收入增速超过30%。11年依托售后和海外市场增长, 利润接近2.5亿元; 12年轿车、轻型曲轴上量, 量增利增; 12年以后进军船用曲轴领域, 实现量变到质变。
- **投资建议:**我们预计11-13年收入15.2、21.0、28.9亿元, 归属于母公司净利润2.31、3.78、5.28亿元, EPS为0.41元、0.68元、0.94元。对应11-13年PE为31.6、19.0、13.7倍, 公司具有明显竞争优势的龙头公司, 高速增长难以比拟, 预计6-12个月目标价16元, 维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:**重卡销量恢复过慢、原材料成本上升, 将影响公司盈利不达预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1393	1521	2096	2887
同比(%)	80%	9%	38%	38%
归属母公司净利润(百万元)	222	231	378	528
同比(%)	96%	4%	64%	40%
毛利率(%)	29.9%	27.7%	30.6%	31.0%
ROE(%)	13.0%	7.8%	13.6%	19.2%
每股收益(元)	0.40	0.41	0.68	0.94
P/E	32.66	31.39	19.13	13.70
P/B	4.24	2.45	2.61	2.64
EV/EBITDA	20	22	14	10

资料来源: 中投证券研究所

一、三季度数据：受重卡消费低迷影响而下滑

公司 10 月 26 日公布 11 年三季报, 实现收入 11.20 亿元, 同比增长 19.96%, 归属母公司利润 1.67 亿元, 同比增长 20.31%, 每股 EPS 为 0.30 元 (增发摊薄后), 低于市场预期。

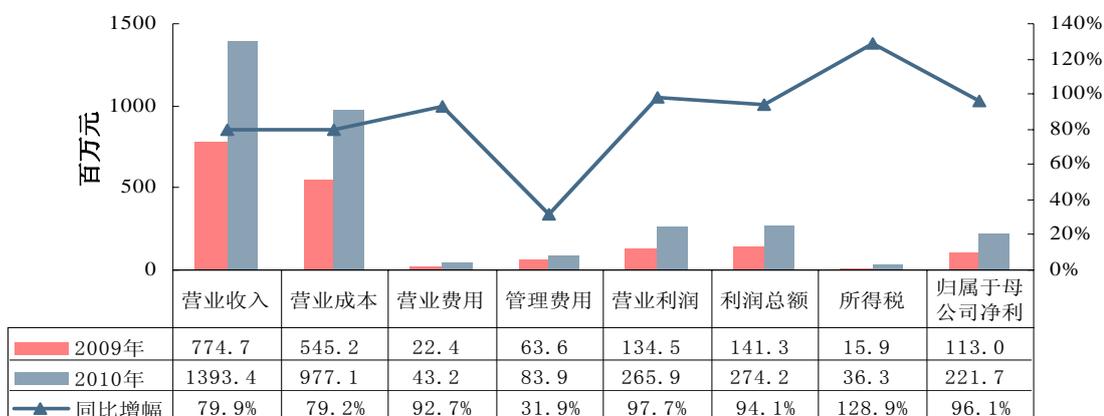
收入和毛利率双双下滑。 2~3 季度, 重卡消费受信贷收缩与运价下滑而持续低迷。公司当前收入与盈利主要来自于重卡曲轴, 受此影响, 淡季收入环比下降 24%, 毛利率下降 4 个百分点。

表 1 天润曲轴的季度盈利性数据 (09Q3-11Q3)

财务指标(万)	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	环比	同比
营业总收入	208.2	311.7	301.3	320.6	459.8	395.5	411.7	312.7	-24.1%	-2.5%
营业成本	140.0	220.2	211.0	214.9	331.0	284.5	293.1	235.2	-19.7%	9.4%
营业费用	9.0	6.7	12.2	5.3	19.0	9.3	10.4	6.8	-34.2%	28.2%
管理费用	18.4	23.3	11.1	35.1	14.3	29.9	25.2	25.6	1.9%	-27.0%
财务费用	0.1	2.2	0.6	3.3	3.6	0.5	(0.4)	0.4	-190.9%	-87.7%
营业利润	40.5	57.5	62.3	57.9	88.2	70.9	84.4	46.9	-44.4%	-19.0%
利润总额	34.3	57.7	61.6	58.5	96.4	71.3	88.3	47.1	-46.7%	-19.5%
所得税	3.3	9.3	8.7	7.7	10.6	10.9	12.0	7.2	-39.6%	-6.6%
净利润	26.2	43.8	47.6	47.5	82.8	56.5	72.8	37.9	-47.9%	-20.2%
EPS	0.11	0.18	0.20	0.20	0.34	0.24	0.15	0.07	-53.3%	-65.0%
毛利率	32.8%	29.3%	30.0%	33.0%	28.0%	28.1%	28.8%	24.8%	-14.0%	-24.8%
营业费用率	4.3%	2.1%	4.0%	1.7%	4.1%	2.3%	2.5%	2.2%	-13.3%	31.4%
管理费用率	8.8%	7.5%	3.7%	11.0%	3.1%	7.6%	6.1%	8.2%	34.2%	-25.1%
营业利润率	19.5%	18.4%	20.7%	18.1%	19.2%	17.9%	20.5%	15.0%	-26.8%	-16.9%
实际所得税率	9.7%	16.1%	14.2%	13.2%	11.0%	15.3%	13.5%	15.3%	13.4%	16.1%

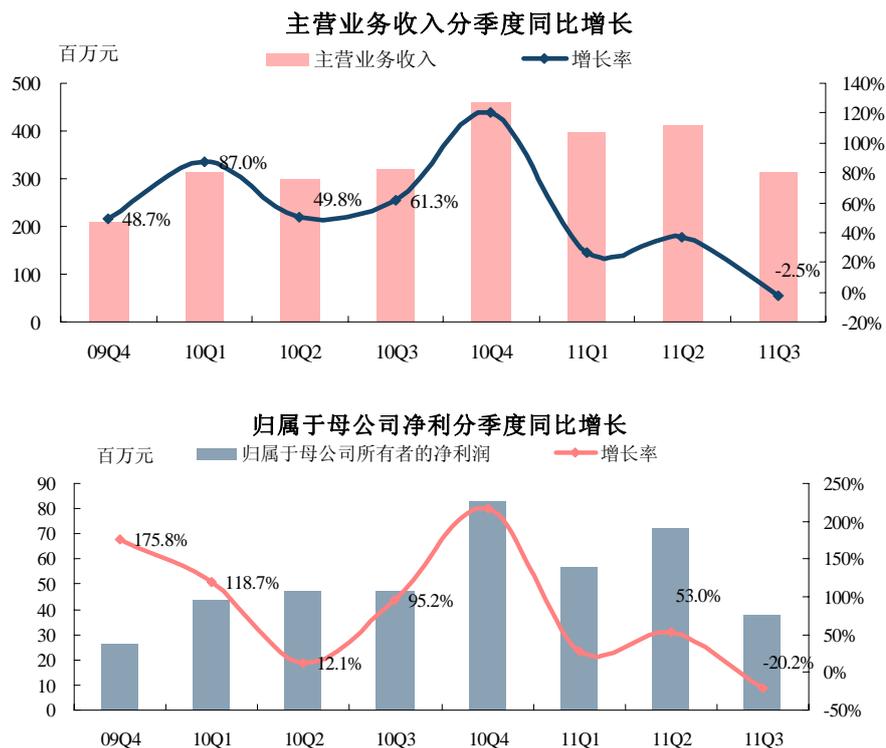
资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

图 1 天润曲轴近期年度报告期数据 (2009 vs 2010)



资料来源: 天润曲轴历年报表、中投证券研究所

图 2 天润曲轴分季度数据



资料来源：天润曲轴历年报表、中投证券研究所

二、行业分析：多种因素交织、重卡需求处于低谷

2.1 运价低迷，法规迷茫，需求观望气氛浓厚

09年以来重卡需求主要围绕四万亿的固定资产投资。10年重卡销量101万辆，一是四万亿投资拉动，二是整车企业过度铺货；11年抗通胀背景下，信贷收缩和运价低迷对重卡消费打击较大，同时燃油标准新规和超载治理抑制合理需求释放。

11年重卡销量90万辆左右，12年可能重回100万辆。多种证据表明：11年重卡销量90万辆左右。1、11年1-8月份实现重卡销量65.2万辆，根据终端调研所得，物流重卡需求恢复较快，9月以后重卡销量将呈现环比向上趋势，剩下4个月25万辆的销量目标比较容易达成；2、目前我国中重卡保有量接近650万辆，与全国货物运输量保持紧密的正相关关系。预计11年和12年货运需求增量推动的重卡新增需求接近45万辆和55万辆，此外替换需求接近48万辆和54万辆。我们认为10年重卡销量90万辆左右，明年重回100万辆的论断，此外在超载治理效果明朗和排放法规趋紧的背景下，明年重卡需求将会更为乐观。

图3 我国中重卡保有量与货物运输量的相关性分析

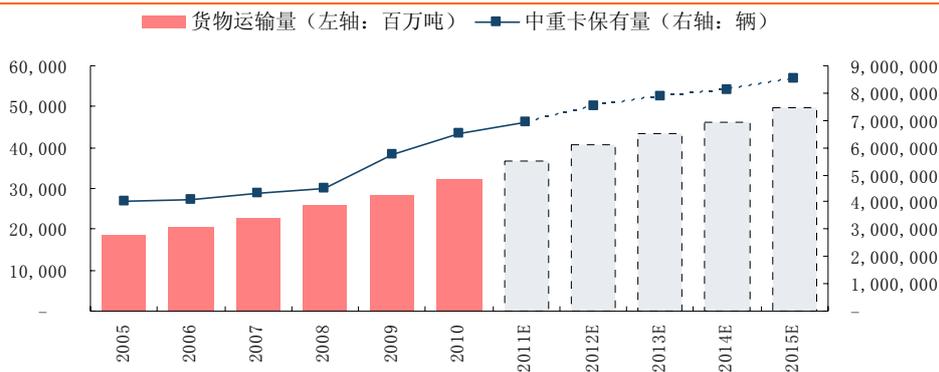
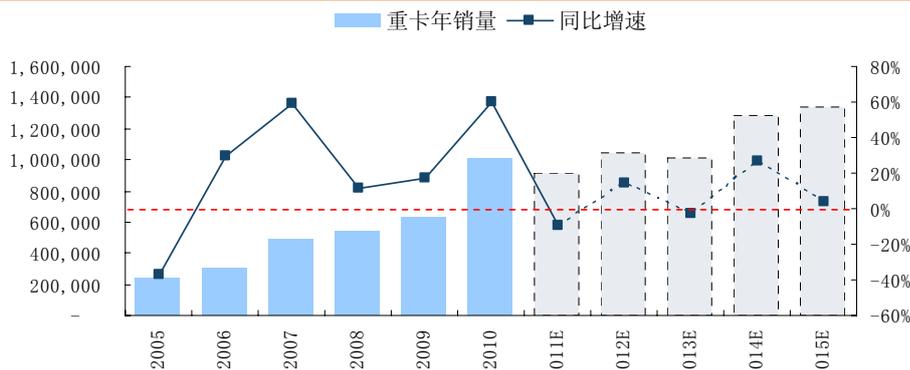


图 4 重卡年销量及预测 (2005-2015E)

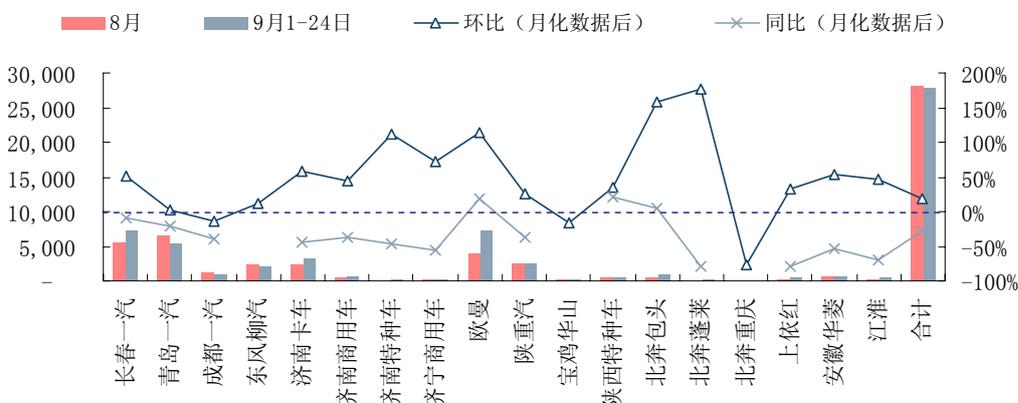


资料来源：中投证券研究所

2.2 物流重卡开始回暖，工程重卡仍处低谷

7月份以来超载治理法规趋于明朗，物流重卡回升明显；工程重卡受制投资热情下降，跌幅扩大。《公路安全保护条例》自7月1日以来正式实施，对超载的治理强度有所加强，之前观望的消费者陆续开始购买，压抑的需求开始合理释放，物流类重卡8月反弹明显，实现销量同比-1%，环比23%；以工程重卡为主的重卡底盘，受制信贷收缩和投资热情下降，跌幅则出现扩大迹象，同比-26%，环比-1%；9月环比改善趋势仍将延续。

图 5 我国重点重卡企业产量跟踪



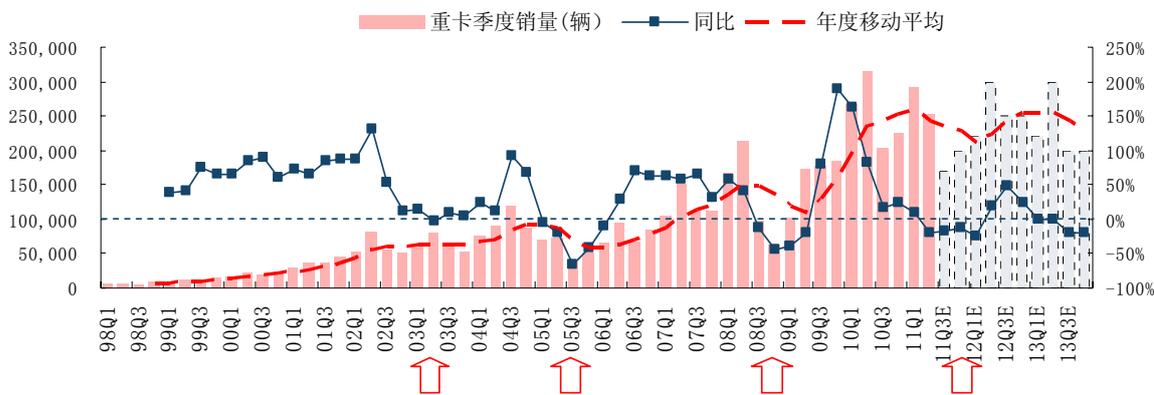
资料来源：中投证券研究所

重卡去库存化接近尾声，需求恢复是关键。由于去年年底以来的投资情绪高涨，同时重卡整车企业为争抢市场份额，提前铺货，导致经销商及整车企业

导致库存高企。公司工程重卡本质导致库存相比其他企业较高（经销商、改装厂、在途商品），但是的确由于铺货过度，形成了过高的库存，经过2季度的消化，仍存在超过4个月的库存量，预计经过第三季度的库存消化，公司的经营压力将有所减轻进入正常轨道。

我们认为，预计重卡将步入环比上升通道，带动公司收入与毛利率增长。物流重卡随治理超载和国四排放的法规明朗，需求逐步释放；工程重卡也将随12年固定资产投资（水利、保障房）正常化得到合理释放。因此我们预计从目前时点开始到12年2季度，环比将持续提升，全年重卡销量很可能恢复到100万辆。公司重轴销量也将随之上升，规模效应显现，使盈利快速增长。

图 6 我国重卡季度销量及预测



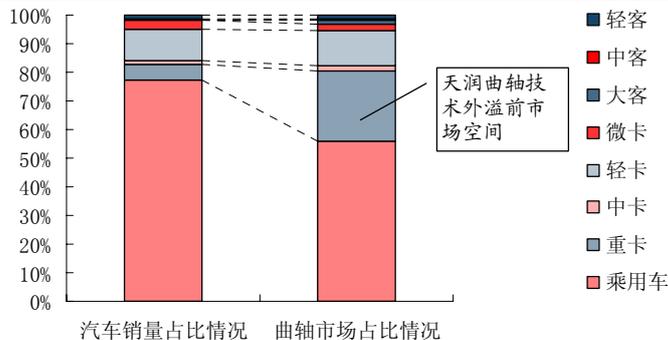
资料来源：中投证券研究所

三、公司发展：多元化战略清晰，持续性增长可期

公司收入不到 20 亿，技术外溢空间仍有待挖掘。目前公司在重卡曲轴领域份额接近 45%，考虑工程机械重轴，仍有扩张空间；轿车曲轴和轻卡曲轴份额空间将成为未来增长来源之一，同时船用曲轴未来的盈利空间更大！

整个车用曲轴市场规模超过 103 亿元，外加工程机械、其他工业领域内燃机曲轴市场规模将接近 165 亿元，成长空间巨大！此外如果考虑船用曲轴，空间更不可限量！

图 7 天润曲轴的市场外溢空间明显



资料来源：中投证券研究所整理

公司经营势头强劲，增发扩产合理到位。公司目前重轴供不应求，随着 IPO 项目 11 年的快速释放，乐观估计 11 年收入能接近 20 亿，利润超过 3 亿没有悬念；12 年轿车、轻型曲轴上量，夯实规模、量增利增，同时出口和维修市场将得到挖掘；12 年以后涉足船用曲轴，实现量变到质变，主要瞄准 9 米以下的中低速内河和近海轮船发动机，预计 2000 支设计产能在 13 年以后才能陆续释放。鉴于公司产品竞争优势明显，客户资源快速扩大，未来产能问题将限制公司长远发展，公司将募资不超过 10.8 亿元新增原有车用产能，并开发船用曲轴新产品，我们认为增发项目前景明朗，有利公司保持领先优势并锁定未来持续增长！

表 2 IPO 募投项目产能

项目名称	设计产能
锡柴重卡曲轴生产线	9 万
康明斯重卡曲轴生产线	7 万
康明斯轻卡曲轴生产线	15 万支
潍柴重卡曲轴生产线	8 万支
合计	39 万

资料来源：公司资料、中投证券研究所

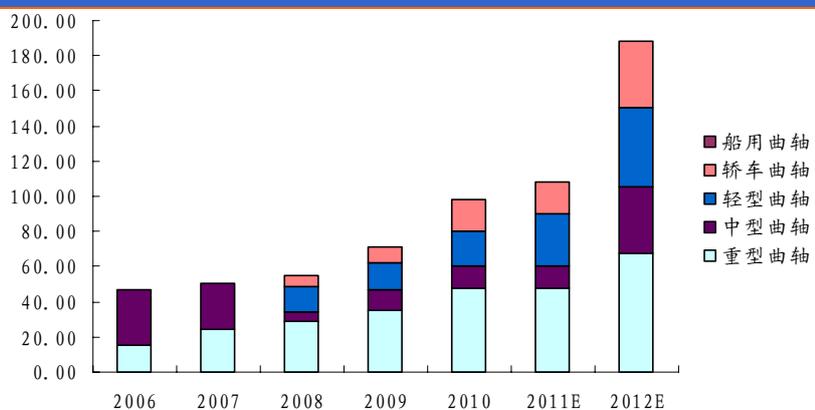
表 3 非公开发行项目具体规划(人民币万元)

项目名称	募投金额	总投资金额	设计产能
康明斯轻型发动机曲轴生产线项目	12,028	15,565	15 万
潍柴重型发动机曲轴生产线项目	24,108	29,765	10 万
锡柴/上菲红/康明斯重型发动机曲轴生产线项目	25,207	30,587	10 万
印度利兰中型发动机曲轴生产线项目	15,190	18,800	10 万
轿车发动机曲轴生产线项目	14,448	17,682	20 万
船用曲轴锻造生产线项目	12,519	16,101	2000
合计	103,500	128,500	65.2 万

资料来源：公司资料、中投证券研究所

公司在曲轴领域凸显垄断优势，为国内重要发动机企业形成稳定的配套关系。公司配套的重型发动机企业包括潍柴动力、东风康明斯、一汽锡柴、西安康明斯、上柴股份等，几乎涵盖了国内所有的重型发动机生产企业。

图 8 天润曲轴的曲轴产能情况预测 (IPO 和非公开增发实施后)



资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1066	1798	1643	2018
现金	163	798	264	94
应收账款	306	334	403	587
其它应收款	6	7	11	15
预付账款	131	147	176	279
存货	283	319	474	631
其他	177	194	315	412
非流动资产	1303	1897	1950	1854
长期投资	0	0	0	0
固定资产	886	1482	1667	1673
无形资产	88	84	81	78
其他	330	331	202	103
资产总计	2369	3695	3592	3872
流动负债	595	655	717	1013
短期借款	60	60	0	0
应付账款	177	193	268	360
其他	358	402	449	653
非流动负债	18	18	18	18
长期借款	0	0	0	0
其他	18	18	18	18
负债合计	614	673	736	1031
少数股东权益	48	64	81	97
股本	240	559	559	559
资本公积	1028	1823	1823	1823
留存收益	440	574	393	362
归属母公司股东权益	1707	2957	2776	2745
负债和股东权益	2369	3695	3592	3872

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	388	266	215	385
净利润	238	247	394	544
折旧摊销	82	63	86	96
财务费用	10	-8	-10	-4
投资损失	0	-0	-0	-0
营运资金变动	57	-19	-256	-251
其它	1	-17	-0	-0
投资活动现金流	-561	-658	-139	0
资本支出	564	659	139	0
长期投资	0	0	0	0
其他	3	1	0	0
筹资活动现金流	-71	1027	-609	-555
短期借款	60	0	-60	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	319	0	0
资本公积增加	0	796	0	0
其他	-131	-88	-549	-555
现金净增加额	-245	635	-533	-170

利润表				
会计年度	2010	2011	2012	2013
营业收入	1393	1521	2096	2887
营业成本	977	1100	1455	1992
营业税金及附加	3	4	10	14
营业费用	43	47	65	89
管理费用	84	92	126	173
财务费用	10	-8	-10	-4
资产减值损失	10	10	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	266	276	446	617
营业外收入	10	10	18	20
营业外支出	1	1	9	9
利润总额	274	284	455	628
所得税	36	38	60	83
净利润	238	247	394	544
少数股东损益	16	16	16	16
归属母公司净利润	222	231	378	528
EBITDA	358	332	522	708
EPS (元)	0.92	0.41	0.68	0.94

主要财务比率				
会计年度	2010	2011	2012	2013
成长能力				
营业收入	79.9	9.2	37.8	37.8
营业利润	97.7	3.9	61.4	38.3
归属于母公司净利润	96.1	4.0	64.1	39.6
获利能力				
毛利率	29.9	27.7	30.6	31.0
净利率	15.9	15.2	18.1	18.3
ROE	13.0	7.8%	13.6	19.2
ROIC	14.3	10.1	14.5	19.2
偿债能力				
资产负债率	25.9	18.2	20.5	26.6
净负债比率	9.78	8.91	0.00	0.00
流动比率	1.79	2.75	2.29	1.99
速动比率	1.31	2.26	1.63	1.37
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.50	0.58	0.77
应收账款周转率	6	5	6	6
应付账款周转率	7.31	5.94	6.30	6.34
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.41	0.68	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.48	0.38	0.69
每股净资产(最新摊薄)	3.05	5.29	4.96	4.91
估值比率				
P/E	32.66	31.39	19.13	13.70
P/B	4.24	2.45	2.61	2.64
EV/EBITDA	20	22	14	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院MBA。

邓学: 中投证券研究所汽车行业分析师, 2010 年、2006 年分别获得清华大学汽车工程系硕士、学士学位。

邢卫军: 中投证券研究所汽车行业分析师, 2011 年获得中国科学院电工研究所博士学位, 2006 年获得清华大学汽车工程系学士学位。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434