

汽车零部件

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

参与人: 邢卫军

S0960111080510

0755-82026562

xingweijun@cjis.cn

6-12个月目标价: 12.00元

当前股价: 9.51元

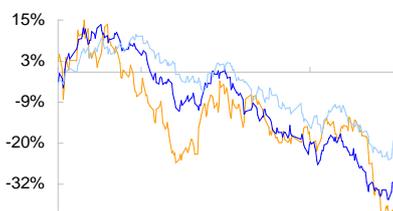
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2266.38
总股本(百万)	559
流通股本(百万)	232
流通市值(亿)	22
EPS	0.92
每股净资产(元)	7.11
资产负债率	25.90%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天润曲轴	-24.33	-26.55	-35.30
交运设备	1.11	-13.84	-31.75
沪深300指数	2.95	-7.28	-21.36



相关报告

天润曲轴-业绩波动不改长期成长潜力——

三季报点评 2011-10-26

天润曲轴-确定的高增长, 少见的低估值

2011-08-17

天润曲轴-“产品+市场”多元化抵御重卡波

动性, 高成长将延续 2011-08-01

天润曲轴

002283

强烈推荐

等待需求回归, 静候王者归来——业绩预告修正点评

公司1月20日发布业绩预告修正公告, 预计2011年净利润同比下降0%-10%, 每股EPS为0.36-0.40元, 低于市场预期。受重卡增速下滑, 新增产能纳入折旧, 原材料成本上升等影响拖累业绩。股价大幅下跌充分反映, 公司投资机遇仍需等待重卡行业复苏及多元化战略的顺利实施, 看好公司股价在二季度的表现。

投资要点:

- **重卡行业负增长拖累公司业绩。**2011年重卡行业增速-13%, 同时工程机械增速由59%下滑至8%; 在固定资产投资增速下移过程中, 下游需求萎缩较快, 包括潍柴、康明斯、上柴、大柴和重汽等发动机装机量下滑幅度都超过10%; 但公司通过份额扩张, 业绩下跌幅度好于行业及下游客户, 体现了较强的产品竞争力和管理水平。
- **公司投资机遇等待重卡复苏及多元化战略顺利实施。**总体重卡需求处于底部, 购车者受经济信心影响, 观望情绪浓厚, 1季度整车企业同比环比将下滑, 零部件年底补库存后销售压力加大。行业投资机会需观察春节后销量和政策变化, 我们建议等待2季度经济压力释放信贷宽松带来的重卡投资机遇。
- **公司“产品+市场”多元化战略增强竞争实力。**公司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。
- **公司成长空间广阔, 未来高增长可期。**公司目标未来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。12年出口和多元化开始发力, 轿车、轻型曲轴上量, 量增利增; 未来公司还将加大产业链延伸力度, 实现量变到质变, 是我国高端装备制造业的重要标的。
- **投资建议:**我们预计11-13年收入14.5、19.2、25.5亿元, 归属于母公司净利润2.18、2.89、3.78亿元, EPS为0.39元、0.52元、0.68元。对应11-13年PE为25、19、14倍, 等待行业复苏估值修复至30倍, 目标价12元, 维持“强烈推荐”。

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	1393	1447	1922	2552
收入同比(%)	80%	4%	33%	33%
归属母公司净利润	222	218	289	378
净利润同比(%)	96%	-2%	32%	31%
毛利率(%)	29.9%	27.6%	27.2%	27.2%
ROE(%)	13.0%	7.4%	10.8%	15.2%
每股收益(元)	0.40	0.39	0.52	0.68
P/E	24.20	24.59	18.57	14.18
P/B	3.14	1.82	2.01	2.15
EV/EBITDA	15	17	13	10

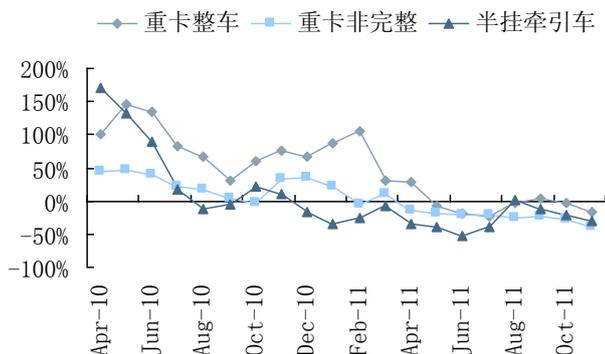
资料来源: 中投证券研究所

一、重卡行业需求仍需等待

重卡：在投资需求增速下滑，经济预期不明朗背景下，全年处于去库存周期，销量不到 88 万辆，同比-12%，物流类下滑最为严重，同比-27.37%。

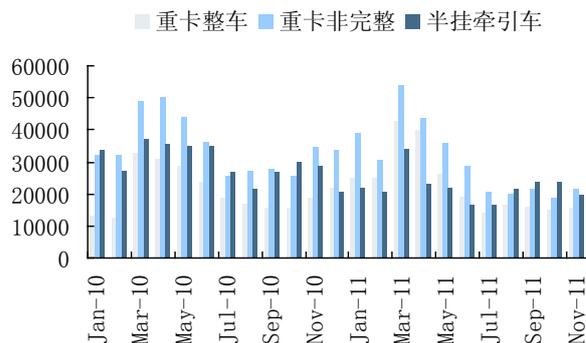
2011 年物流重卡去库存结束，工程重卡前高后低。其中，半挂牵引车销量从高峰的 3.4 万辆/月跌至 1.6 万辆/月，9 月份开始反弹至 2 万辆/月以上。工程类相关性大的重卡都处需求谷底。其中，短程和工程运输的完整重卡从高峰 4.2 万辆/月跌至 1.5 万辆/月；工程重卡需求为主的重卡底盘，从 6 万辆/月跌至 2 万辆/月。

图 1 我国重卡分类月度销量同比 (%)



资料来源：CAAM、中投证券研究所

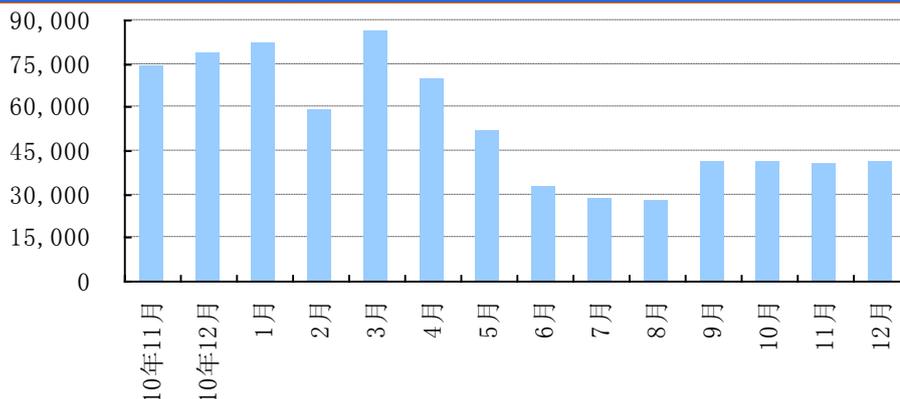
图 2 重卡分类月度销量 (辆)



资料来源：CAAM、中投证券研究所

销量低迷背景下，重卡整车厂排产谨慎压制零部件企业需求。根据 18 家工厂出货量水平来看，12 月环比 2%，同比-48%，体现了排产的极度谨慎，必然结果是导致上游供货商，特别是发动机生产商，部分产量将转化为库存，因此 2011 年全年业绩超预期可能性极小。

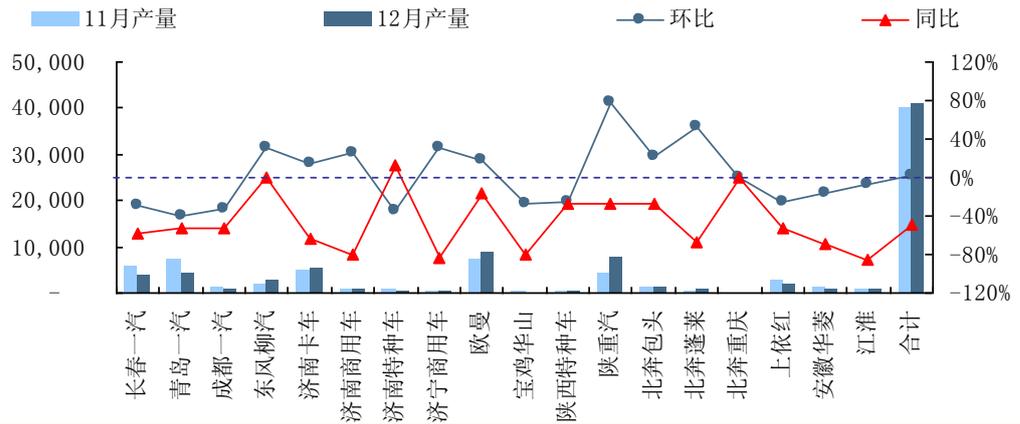
图 3 12 月主流重卡月度产量合计



资料来源：企业调研、中投证券研究所

12 月份补库存陆续展开，但总量压力仍较大。根据出货量水平来看，一汽物流重卡占比较高，补库存结束较快；其他主流厂商进入补库存周期，环比数据表现较好的依次为陕重汽、东风柳汽、北奔、重汽和欧曼等，上菲红、江淮和华菱表现较弱。

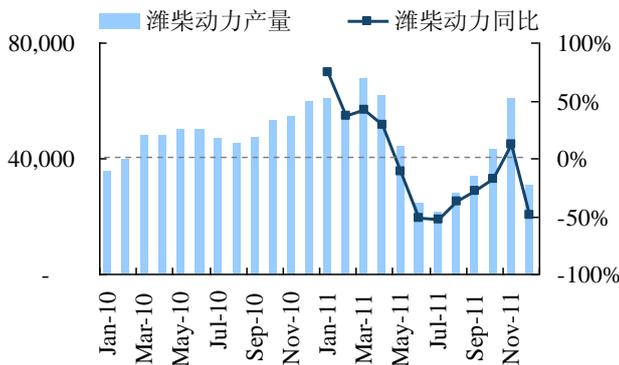
图 4 12月重点重卡整车企业产量、同比及环比情况



资料来源：企业调研、中投证券研究所

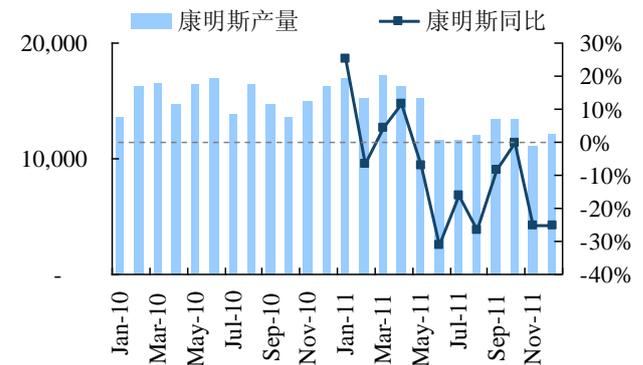
主流发动机企业 11 月份先后进入补库存周期，但 12 月份随着大厂停止补库存，并且考虑 1 月份受春节因素重卡销售受影响，排产总量呈下滑趋势。**潍柴**较早进入补库存周期，潍柴 11 月出货量 6 万台，同比增长 10% 左右，12 月则提前较快回落，也反映了企业对终端需求的谨慎。**东风康明斯**今年下游开拓较好，稍微减轻了重卡波动带来的冲击；同时排产相对平稳，并未进行明显的补库存。**中国重汽**在工程类重卡占比较高，固定资产投资增速下滑的压力，导致需求仍处探底阶段，排产同比下滑幅度较大。**上柴**的轻卡发动机上量较快，排产呈现持续上升趋势。

图 5 12月潍柴动力产量（台）



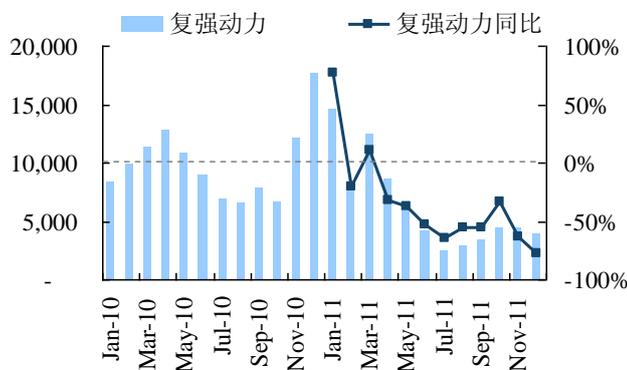
资料来源：企业调研、中投证券研究所

图 6 12月东风康明斯产量（台）



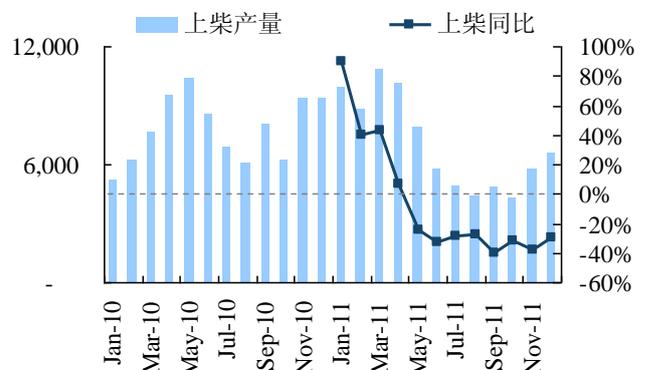
资料来源：企业调研、中投证券研究所

图 7 12月复强动力（中国重汽）产量（台）



资料来源：企业调研、中投证券研究所

图 8 12月上柴产量（台）



资料来源：企业调研、中投证券研究所

二、投资建议

受制重卡需求，重轴业务依托出口和配件勉强持平；中轴略有增长；轻轴业务受北汽康明斯拉动较为明显，全年收入增速 4%，利润出现小幅下跌。公司 2012 年是出口和多元化的收获之年，重卡需求持平背景下，收入增速有望在 40%以上，公司在份额扩张速度加快的情况下，未来业绩将超预期。

我们预计：11-13 年收入 14.5、19.2、25.5 亿元，归属于母公司净利润 2.18、2.89、3.78 亿元，EPS 为 0.39 元、0.52 元、0.68 元。对应 11-13 年 PE 为 25、19、14 倍，等待行业复苏估值修复至 30 倍，目标价 12 元，维持“强烈推荐”。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1066	1757	1502	1795
现金	163	806	209	50
应收账款	306	318	369	519
其他应收款	6	6	10	13
预付账款	131	140	169	260
存货	283	304	456	588
其他流动资产	177	184	289	364
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
其他非流动资产	330	331	202	103
资产总计	2369	3654	3452	3649
流动负债	595	626	679	1041
短期借款	60	60	0	113
应付账款	177	184	246	318
其他流动负债	358	383	433	609
非流动负债	18	18	18	18
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	18	18	18	18
负债合计	614	645	697	1059
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	562	291	110
归属母公司股东权益	1707	2945	2674	2493
负债和股东权益	2369	3654	3452	3649

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	388	274	152	287
净利润	238	234	305	394
折旧摊销	82	63	86	96
财务费用	10	-8	-10	0
投资损失	0	-0	-0	-0
营运资金变动	57	1	-229	-203
其他经营现金流	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
其他投资现金流	3	1	0	0
筹资活动现金流	-71	1027	-610	-446
短期借款	60	0	-60	113
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
其他筹资现金流	-131	-88	-550	-560
现金净增加额	-245	643	-597	-159

利润表

会计年度	2010	2011	2012	2013
营业收入	1393	1447	1922	2552
营业成本	977	1047	1399	1857
营业税金及附加	3	4	9	13
营业费用	43	45	60	79
管理费用	84	87	116	154
财务费用	10	-8	-10	0
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	262	343	444
营业外收入	10	10	18	20
营业外支出	1	1	9	9
利润总额	274	270	352	455
所得税	36	36	47	60
净利润	238	234	305	394
少数股东损益	16	16	16	16
归属母公司净利润	222	218	289	378
EBITDA	358	318	419	539
EPS (元)	0.92	0.39	0.52	0.68

主要财务比率

会计年度	2010	2011	2012	2013
成长能力				
营业收入	79.9	3.9%	32.8	32.8
营业利润	97.7	-1.5%	30.8	29.5
归属于母公司净利润	96.1	-1.6%	32.4	31.0
获利能力				
毛利率	29.9	27.6	27.2	27.2
净利率	15.9	15.1	15.0	14.8
ROE	13.0	7.4%	10.8	15.2
ROIC	14.3	9.7%	11.3%	14.4
偿债能力				
资产负债率	25.9	17.6	20.2	29.0
净负债比率	9.78	9.31	0.00	10.70
流动比率	1.79	2.80	2.21	1.72
速动比率	1.31	2.32	1.54	1.16
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.48	0.54	0.72
应收账款周转率	6	5	6	6
应付账款周转率	7.31	5.80	6.51	6.58
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.39	0.52	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.49	0.27	0.51
每股净资产(最新摊薄)	3.05	5.26	4.78	4.46
估值比率				
P/E	24.20	24.59	18.57	14.18
P/B	3.14	1.82	2.01	2.15
EV/EBITDA	15	17	13	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2011-10-26	天润曲轴-业绩波动不改长期成长潜力——三季报点评
2011-08-17	天润曲轴-确定的高增长，少见的低估值
2011-08-01	天润曲轴-“产品+市场”多元化抵御重卡波动性，高成长将延续
2011-06-14	天润曲轴-定增扩张已确定，估值压力近尾声
2011-04-26	天润曲轴-高增长在延续，长线投资机遇渐行渐近
2011-02-22	天润曲轴-签单北京奔驰，放量加快来临
2011-01-30	天润曲轴-年报靓丽，第四季度暴增，来源于重轴产销两旺
2011-01-24	天润曲轴-马疾飞千里，凤鸣震宇内

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, 清华大学汽车工程系硕士、学士, 参与多项汽车产业部委研究课题, 2010 年加盟中投证券研究所

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。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

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

北京市

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

上海市

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