

短期业绩波动难掩长期增长潜力

——天润曲轴（002283）调研快报

2012年2月15日

推荐/首次评级

天润曲轴

调研快报

王明德	分析师	执业证书编号: S1480511100001
联系人: 韩庆	电话: 010-66554026	邮箱: hanqing@dxzq.net.cn

事件:

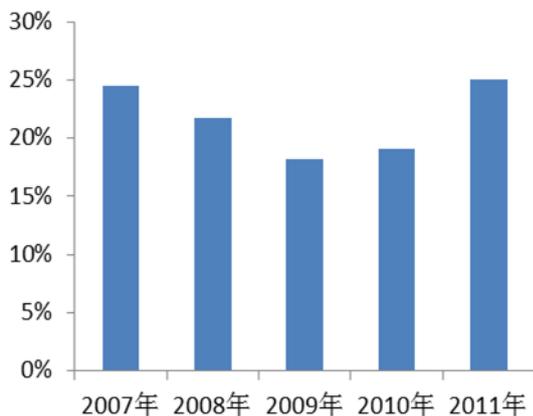
近日去天润曲轴进行了实地调研, 并就公司经营情况, 发展规划与公司进行了深入的交流和沟通。

观点:

1、公司未来的市场开拓空间大

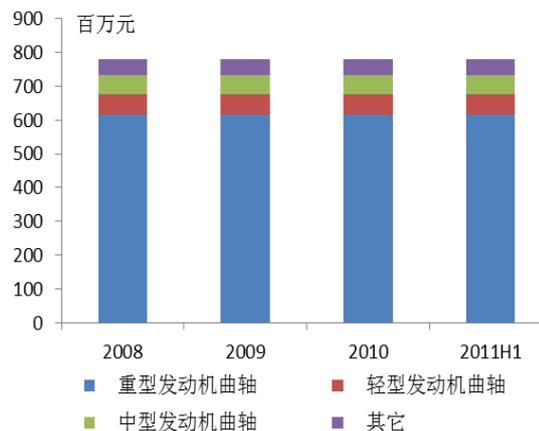
公司是国内最大的重卡发动机曲轴制造商。根据中汽协的统计, 2011年国内汽车企业共生产汽车用柴油机358.96万台, 公司汽车用柴油机曲轴市场占有率在25%左右。其中, 公司在国内重卡发动机曲轴市场占有率较大优势, 市场占有率接近35%。目前, 重型发动机曲轴贡献了公司大部分营业收入, 占比接近80%。

图 1: 2007-2011 年公司车用柴油机曲轴市场占有率



资料来源: 中汽协, 东兴证券研究所

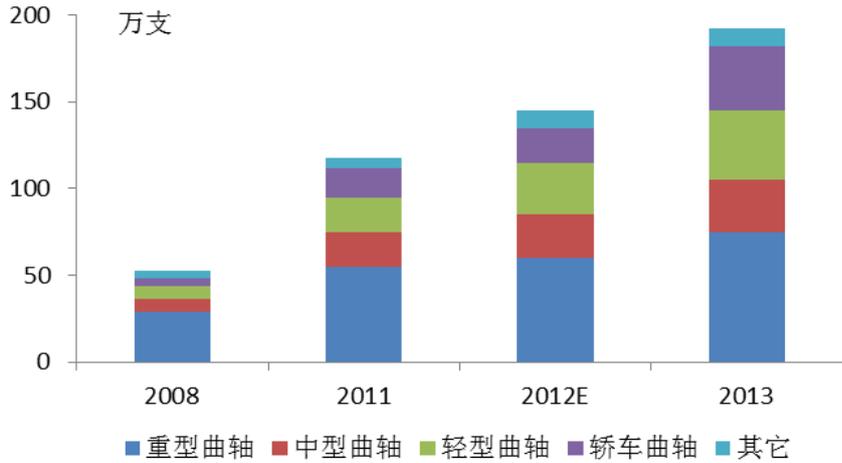
图 2: 公司主营业务收入结构



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

除继续稳固重轴市场中的优势地位外, 公司也在积极开拓中型和轻型曲轴市场, 未来要实现产品结构向轿车、轻卡曲轴和中重卡车、大马力柴油机曲轴并重的多品种、多系列格局的转变, 带动胀断连杆等汽车零部件相关产业快速发展。根据去年募投项目计划, 公司到2013年将至少增加10万支中型发动机曲轴、15万支轻型发动机曲轴、20万支轿车发动机曲轴的产能。由于新增产能已与下游厂商签订了合作协议, 未来成长性较确定。

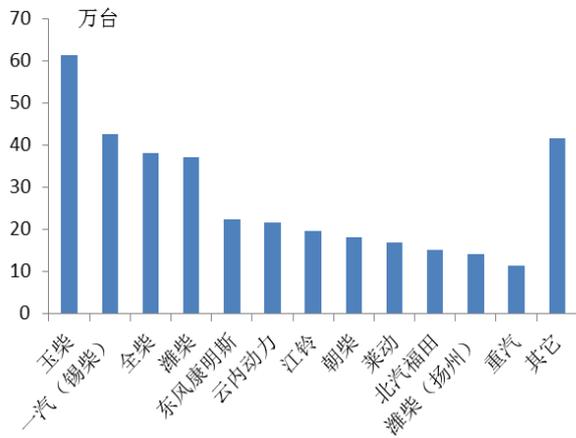
图 3：公司未来两年产能预测



资料来源：中汽协，东兴证券研究所

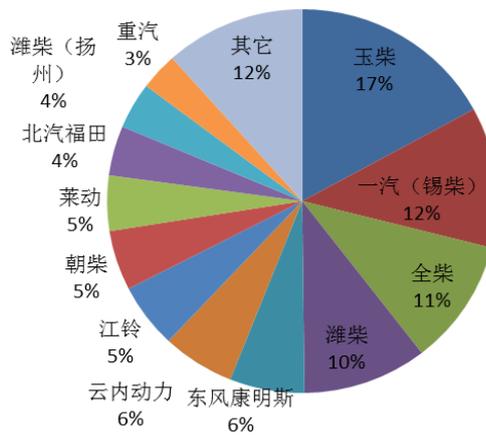
潍柴动力是公司最大的客户，对其销售收入占公司总收入的 37%左右。公司未来除继续提升在潍柴采购中的比例外，还将积极开拓其它重要客户。目前公司已取得潍柴动力、东风康明斯、西安康明斯、一汽锡柴、广西玉柴、上柴股份等国内主要发动机主机厂的配套资格。未来通过加强与下游客户在新产品上的合作，公司在行业内的市场占有率将进一步提升。目前公司在重型曲轴领域的主要竞争对手是辽宁五一八，两者占据了国内重型曲轴大部分的市场份额。中型柴油机市场上，公司主要竞争对手是海德曲轴、桂林福达和江苏松林。轻型机曲轴门槛低、容量大，拥有近百家曲轴生产企业，公司产品未来的定位在高端轻型曲轴领域。

图 4：2011 年国内车用柴油机厂家产量



资料来源：中汽协，东兴证券研究所

图 5：2011 年国内车用柴油机厂家市场占有率



资料来源：中汽协，东兴证券研究所

表 1: 我国重型、中型、轻型曲轴生产企业及配套情况

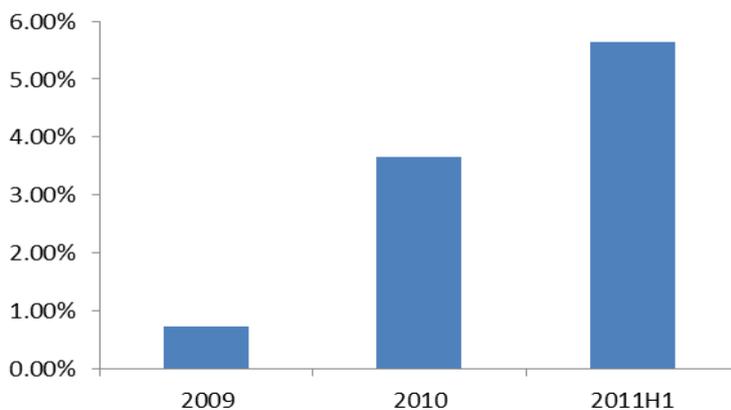
曲轴类型	代表型企业名称	配套厂家
重型	天润曲轴	潍柴、东风康明斯、西安康明斯、锡柴、重汽、杭发、大柴、上柴
	辽宁五一八	上柴、潍柴、重汽、重庆康明斯
	桂林福达	东风康明斯、锡柴、上柴、中国重汽
	江苏松林	东风康明斯、上柴、杭发、潍柴
	杭州江南	锡柴、潍柴、中国重汽
中型	天润曲轴	锡柴、大柴、玉柴、东风康明斯
	辽宁五一八	大柴、天津雷沃
	滨州海得	大柴、玉柴、锡柴
	桂林福达	大柴、玉柴、朝柴
	荆州环宇	锡柴、东风、南汽、玉柴、朝柴
轻型	江苏松林	锡柴、东风康明斯、一拖、北汽福田、扬柴、铂金斯
	天润曲轴	玉柴、扬柴、东安动力、莱动、南充、湖动、朝柴
	滨州海得	东风朝柴、玉柴、扬柴、江苏四达、华丰动力
	桂林福达	玉柴、云内动力、朝柴、长城、福田
	凌源鸿发	大柴、锡柴、朝柴

资料来源: 东兴证券研究所

2、出口将成为公司未来业绩重要的增长点

公司近两年出口业务增长迅速。根据公司“235”战略，未来出口市场销售收入要占到公司总收入的 30%，而 2011 年上半年公司出口占比为 5.6%。目前公司进入康明斯的全球供货体系，已成为英国康明斯的曲轴供货商，未来随着与康明斯合作的深化，公司在康明斯供货体系中的比重将进一步得到提升。公司募投项目中，还将为印度利兰投产一条年产 10 万支中型发动机曲轴的生产线。此外，约翰迪尔、卡特彼勒等也和公司达成采购意向。未来出口业务将成为公司业绩重要的增长点。

图 6: 公司近两年出口收入占总收入比重



资料来源: 中汽协, 东兴证券研究所

风险提示:

- 1) 重卡市场需求低于预期;
- 2) 公司募投项目进度低于预期。

结论:

公司作为柴油发动机上游企业，目前受下游需求萎缩影响较大，但公司潜在的成长空间明显，未来下游行业转暖后，公司的业绩弹性将大于行业平均水平。我们预计公司 2011 年至 2013 年的每股收益分别为 0.37 元、0.44 元和 0.57 元，对应的 PE 分别为 27.2 倍、22.9 倍和 17.7 倍。我们给予“推荐”评级，6 个月目标价 13.2 元。

表 2: 盈利预测与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	1,393.39	1,514.16	1,761.96	2,216.33
主营收入增长率	79.85%	8.67%	16.37%	25.79%
EBITDA (百万元)	357.80	373.57	485.20	669.16
EBITDA 增长率	72.11%	4.41%	29.88%	37.91%
净利润 (百万元)	221.66	206.50	246.17	320.26
净利润增长率	96.15%	-6.84%	19.21%	30.10%
ROE	12.98%	9.33%	10.11%	11.76%
EPS (元)	0.920	0.369	0.440	0.572
P/E	15.00	27.22	22.93	17.72
P/B	1.94	3.49	3.17	2.84
EV/EBITDA	8.97	20.96	16.98	12.61

资料来源: 东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

韩庆

工学学士，管理学硕士，多年工程机械行业上市公司从业经验，2011年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5%之间；
看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券