

汽车零部件

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与者: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

6-12个月目标价: 18.00元

当前股价: 12.55元

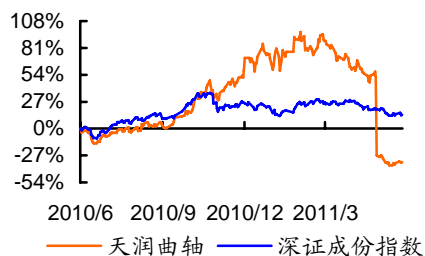
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	11593.38
总股本(百万)	480
流通股本(百万)	202
流通市值(亿)	25
EPS (TTM)	0.49
每股净资产(元)	3.66
资产负债率	25.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天润曲轴	-14.10	-28.77	-11.84
深证成份指数	-5.10	-10.85	-6.96



相关报告

《天润曲轴-高增长在延续, 长线投资机遇渐行渐近》2011-4-26

《天润曲轴-接单北京奔驰, 放量加快来临》2011-2-22

《天润曲轴-年报靓丽, 第四季度暴增, 来源于重轴产销两旺》2011-1-31

天润曲轴

002283

强烈推荐

定增扩张已确定, 估值压力近尾声

6月10日, 公司公告非公开发行股票申请获得发审委通过。根据近期对公司的调研情况, 我们认为公司目前处于中长期投资的较佳时点。

公司1-5月份的订单维持饱满, 半年经营情况较好; 三季度是历年的淡季, 公司在需求放缓过程加快产能布局, 为未来增长潜力打下坚实基础, 我们预计四季度开始公司将重拾增长之路。

投资要点:

- **重卡与工程机械行业增速承压, 公司重轴业务仍有望实现20%增长。** 公司1-5月月均收入1.7亿元, 同比增速30%左右, 6月进入历年淡季, 预计9月重回旺季, 期间将通过开发售后市场进行补充。预计11年实现重轴销量60万支, 同比增长21%, 实现收入13亿元。公司重轴竞争优势持续巩固, 10年公司落实产能布局与就近配套的战略规划, 我们预计12年将进入新的收获期, 重轴11-13年EPS的贡献分别高达0.43、0.52、0.63元。
- **轻卡曲轴、中卡曲轴和轿车曲轴已经完成产品开发和产品配套, 12年将是产能释放时点。** 公司轻型曲轴目前供应的高端轻卡, 在12年以后陆续放量; 轿车曲轴签订了包括北汽奔驰、广汽菲亚特、北汽萨博、北汽福田、上汽轿柴等轿车品牌, 12年放量明确, 预计25万辆以上; 中卡曲轴新增市场主要面向中卡为主的印度市场, 配套方为利兰公司。
- **公司战略清晰, 稳步发展, 竞争优势持续保持领先。** 公司十二五规划实现销量300万支曲轴、600万支连杆, 收入规模超过70亿元, 年均收入增速接近30%。乐观估计11年收入接近20亿, 利润将超过3亿元; 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领域, 实现量变到质变。
- **投资建议:** 基于预期, 我们预测11-13年EPS为0.57元、0.86元、1.31元。我们看好公司未来成为全球曲轴龙头的潜力, 给予11年合理估值32倍, 维持6-12个月目标价18元, 维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 经济放缓影响重卡销量、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	1758	2506	3573
同比(%)	80%	26%	43%	43%
归属母公司净利润(百万元)	222	272	412	629
同比(%)	96%	23%	51%	53%
毛利率(%)	29.9%	29.1%	30.0%	31.0%
ROE(%)	13.0%	13.9%	21.8%	30.9%
每股收益(元)	0.46	0.57	0.86	1.31
P/E	26.72	21.74	14.37	9.41
P/B	3.47	3.03	3.14	2.91
EV/EBITDA	16	15	10	7

资料来源: 中投证券研究所

定增摊薄 18%左右，但将增强未来公司成长潜力。

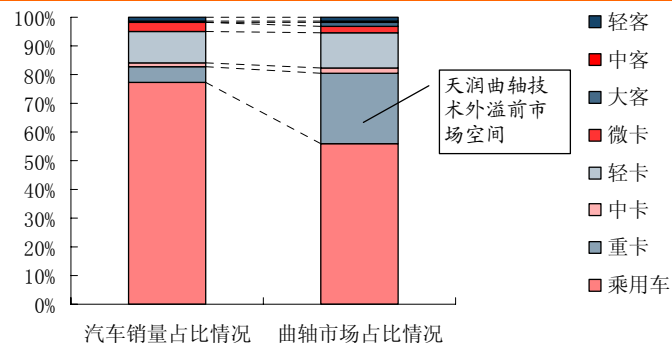
表 1 天润曲轴未来三年盈利预测（百万元）

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1393	1758	2604	3857
营业成本	977	1246	1823	2662
营业税金及附加	3	4	12	19
营业费用	43	54	68	100
管理费用	84	106	156	231
财务费用	10	-7	-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	344	549	843
营业外收入	10	10	18	20
营业外支出	1	1	9	9
利润总额	274	353	558	854
所得税	36	47	74	113
净利润	238	306	484	741
少数股东损益	16	16	16	16
归属母公司净利润	222	290	468	725
EBITDA	358	400	625	935
EPS（元）	0.92	0.51	0.83	1.28

资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司收入 10 亿左右，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%，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 1 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

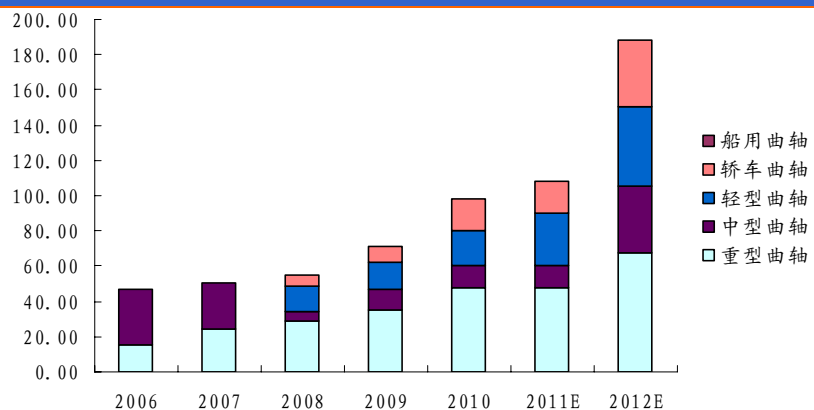
表 3 非公开发行项目具体规划(人民币万元)

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。我们认为公司在维持产品优势的基础上，将跟随产能释放快速推升公司利润，11年实际重轴的产量很可能大幅超过实际产能。

图 2 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					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011	2012	2013
流动资产	1066	1415	1705	2431	营业收入	1393	1758	2506	3573
现金	163	270	50	50	营业成本	977	1246	1755	2465
应收账款	306	386	482	726	营业税金及附加	3	4	12	18
其它应收款	6	8	13	18	营业费用	43	54	65	93
预付账款	131	166	212	346	管理费用	84	106	150	214
存货	283	361	572	781	财务费用	10	13	34	44
其他	177	224	377	510	资产减值损失	10	10	5	5
非流动资产	1303	1897	1950	1854	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	886	1482	1667	1673	营业利润	266	324	485	733
无形资产	88	84	81	78	营业外收入	10	10	18	20
其他	330	331	202	103	营业外支出	1	1	9	9
资产总计	2369	3311	3654	4285	利润总额	274	333	494	744
流动负债	595	1273	1668	2133	所得税	36	44	65	99
短期借款	60	596	811	885	净利润	238	289	428	645
应付账款	177	223	321	446	少数股东损益	16	16	16	16
其他	358	454	535	803	归属母公司净利润	222	272	412	629
非流动负债	18	18	18	18	EBITDA	358	400	605	873
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.92	0.57	0.86	1.31
其他	18	18	18	18					
负债合计	614	1291	1686	2151	主要财务比率				
少数股东权益	48	64	81	97	会计年度	2010	2011	2012	2013
股本	240	480	480	480	成长能力				
资本公积	1028	860	860	860	营业收入	79.9%	26.1%	42.6%	42.6%
留存收益	440	616	548	698	营业利润	97.7%	22.0%	49.4%	51.2%
归属母公司股东权益	1707	1956	1888	2037	归属于母公司净利润	96.1%	22.9%	51.2%	52.7%
负债和股东权益	2369	3311	3654	4285	获利能力				
					毛利率	29.9%	29.1%	30.0%	31.0%
					净利率	15.9%	15.5%	16.4%	17.6%
					ROE	13.0%	13.9%	21.8%	30.9%
					ROIC	14.3%	12.4%	16.4%	22.6%
					偿债能力				
					资产负债率	25.9%	39.0%	46.1%	50.2%
					净负债比率	9.78%	46.16%	48.13	41.13%
					流动比率	1.79	1.11	1.02	1.14
					速动比率	1.31	0.83	0.68	0.77
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.62	0.72	0.90
					应收账款周转率	6	5	6	6
					应付账款周转率	7.31	6.22	6.45	6.43
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.46	0.57	0.86	1.31
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	0.55	0.45	0.94
					每股净资产(最新摊薄)	3.56	4.07	3.93	4.24
					估值比率				
					P/E	26.72	21.74	14.37	9.41
					P/B	3.47	3.03	3.14	2.91
					EV/EBITDA	16	15	10	7

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。

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	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434