浙商证券 ZHESHANG SECURITIES

中报点评报告

31 July 2011 | 7 pages

天润曲轴（002283）

新产能达产为持续增长提供了保障

——公司中报点评报告

研究员：马春霞　　执业证书编号：1230511010009
86-21-64718888-1270
machunxia@stocke.com.cn

本报告导读：

- 2011 年中期营收增长 31.7%，归属母公司股东净利润增长 36.8%；
- 新产能达产为公司持续增长提供了保障
- 国内配套份额稳步提升，海外市场销售额大幅增长

投资要点：

■ **2011年中报：营收增长31.7%，归属母公司股东净利润增长36.8%**

2011 年上半年，公司实现营业总收入8.08亿元，同比增长31.69%，实现归属于上市公司的净利润1.29亿元，同比增长41.40%，其中实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润1.29亿元，同比增长36.82%。

公司第2季度实现营业收入4.12亿元，同比增长36.7%，环比增加4.1%；单季度净利润7275万元，同比增长53%，环比增长28.8%。

■ **新产能达产为公司持续增长提供了保障**

2011 年上半年，公司2009年首发的募集项目均已完工，新增的产能在2011 年上半年得以实现，使得2011年上半年新增曲轴产能18.17万支，其中产品附加值相对较高的重型发动机曲轴比去年同期增加了15.7万支，为主营业务的持续增长提供了保障。由此产生的产能效应相应降低了产品生产成本，部分弥补了原材料涨价等不利因素的影响，使得同期净利润增幅超过营业收入增幅。

■ **投资建议：买入**

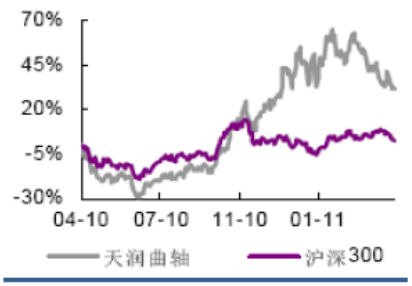
预计公司2011-2012 年的EPS 分别为0.59 元和0.94 元，当前股价对应公司2011-2012 年动态市盈率分别为24 倍和15 倍，综合考虑公司在曲轴行业的竞争优势，维持公司“买入”的投资评级。

评级：买入

当前价格：14.64 元

单季度业绩	元/股
3Q/2010	0.10
4Q/2010	0.17
1Q/2011	0.12
2Q/2011	0.15

公司股价走势图



报告撰写人：马春霞

■ **2011 年中报内容：营收增长 31.7%，归属母公司股东净利润增长 36.8%**

2011 年上半年，公司实现营业总收入 80,718.23 万元，同比增长 31.69%，其中主营业务收入 77,865.73 万元，较去年同期增长 31.59%，占全部营业收入的 96.47%；2011 年上半年实现归属于上市公司的净利润 12,920.77 万元，同比增长 41.40%，其中实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 12,556.23 万元，同比增长 36.82%。2011 年上半年，公司毛利率 28.82%，持续维持在较高水平。

公司第 2 季度实现营业收入 4.12 亿元，同比增长 36.7%，环比增加 4.1%；单季度净利润 7275 万元，同比增长 53%，环比增长 28.8%。

■ **新产能达产为公司持续增长提供了保障**

2011 年上半年，公司 2009 年首发的募集项目均已完工，新增的产能在 2011 年上半年得以实现，使得 2011 年上半年新增曲轴产能 18.17 万支，其中产品附加值相对较高的重型发动机曲轴比去年同期增加了 15.7 万支，为主营业务的持续增长提供了保障。由此产生的产能效应相应降低了产品生产成本，部分弥补了原材料涨价等不利因素的影响，使得同期净利润增幅超过营业收入增幅。

■ **国内配套份额稳步提升，海外市场销售额大幅增长**

公司通过提高产品质量、提升售后服务等的营销策略，在潍柴等国内各主机厂的配套份额也大幅提升，部分重型发动机曲轴系列产品销售额增加较大，福田康明斯轻型曲轴系列产品销售额比上年同期也大幅增加，因此国内市场的主营业务增长 27.76%；同时公司加大印度等海外市场的开发，报告期内公司出口产品的销售额是去年同期增加 160%以上。公司产销及盈利能力得以稳步增长。

表 1：主营业务分地区情况

地区	营业收入	营业收入比上年增减（%）
国内销售	73,477.49	27.76%
国外销售	4,388.24	163.94%
小 计	77,865.73	31.59%

资料来源：公司中报、浙商证券研究所

■ **原材料价格上涨及重型发动机售价下滑引起毛利率下滑**

2011 年上半年，公司销售毛利率较去年同期减少 1.87%。主要有两方面原因：

一是原材料价格上涨，外购曲轴毛坯、钢材、生铁、废钢等平均价格较去年均有一定幅度的上涨，虽然该上涨因素由主机厂、钢厂、公司分担，但仍然成本仍然有所增加；

二是，占收入比重较大的重型发动机曲轴平均售价较去年有所下降，致使本报告期的毛利率减少。 按产品主营业务毛利划分，报告期内公司主要利润来源于重型发动机曲轴，实现毛利额为 18,962.12 万元，重型发动机曲轴贡献的毛利比例为 84.50%。

表 2：主营业务分行业、产品情况

主营业务分行业情况						
分行业或分产品	营业收入	营业成本	毛利率（%）	营业收入比上年同期增减（%）	营业成本比上年同期增减（%）	毛利率比上年同期增减（%）
汽车零部件制造业	77,866	55,425	28.82%	31.59%	35.14%	-1.87%
主营业务分产品情况						
重型发动机曲轴	61,512	42,550	30.83%	28.84%	33.89%	-2.61%
轻型发动机曲轴	5,956	4,513	24.23%	34.46%	26.29%	4.91%
中型发动机曲轴	5,822	4,656	20.02%	80.23%	80.64%	-0.18%

资料来源：公司中报、浙商证券研究所

表 3：公司主要产品营业收入及毛利率情况

产品名称	项目	2011 年 1-6 月	2010 年 1-6 月	比上年同期增减%
重型发动机曲轴	营业收入	61,512.43	47,742.37	28.84%
	销售比重	79.00%	80.68%	-1.68%
	毛利率	30.83%	33.44%	-2.61%
轻型发动机曲轴	营业收入	5,956.24	4,429.67	34.46%
	销售比重	7.65%	7.49%	0.16%
	毛利率	24.23%	19.32%	4.91%
中型发动机曲轴	营业收入	5,821.88	3,230.17	80.23%
	销售比重	7.48%	5.46%	2.02%
	毛利率	20.02%	20.20%	-0.18%

资料来源：公司中报、浙商证券研究所

■ **公司三费控制得当**

2011 年上半年，管理、销售、财务三项期间费用累计支出 7478.56 万元，占收入比率 9.26%，同比增加支出 1877.92 万元，增长 33.53%，费用率增加 0.13%。销售费用同比增加支出 83.70 万元，主要是本期销售量增加，相应的运输费用及三包、仓储等费用同比增加。管理费用同比增加支出 2064.12 万元，主要是本期公司为主机客户配套的新产品开发品较多，相应的产品研发费用同比增加；公司本期人力成本上升，造成了本期养老保险及公积金基数、五险一金费用同比增加。

表 4：2011 年上半年公司三项期间费用支出情况

项目	2011 年 1-6 月		2010 年 1-6 月		同比增长		
	支出金额	占收入比率（%）	支出金额	占收入比率（%）	金额	增幅（%）	费用率增减（%）
销售费用	1,963.17	2.43	1,879.47	3.07	83.7	4.45	-0.64
管理费用	5,508.22	6.82	3,444.10	5.62	2,064.12	59.93	1.20
财务费用	7.17	0.01	277.07	0.45	-269.9	-97.41	-0.44
合 计	7,478.56	9.26	5,600.64	9.14	1,877.92	33.53	0.13

资料来源：公司中报、浙商证券研究所

■ **投资建议：买入**

预计公司 2011-2012 年的 EPS 分别为 0.59 元和 0.94 元，当前股价对应公司 2011-2012 年动态市盈率分别为 24 倍和 15 倍，综合考虑公司在曲轴行业的竞争优势，维持公司“买入”的投资评级。

■ **公司股票投资风险**

1、商用载货车销量低于预期的风险;

2、国际、国内市场竞争加剧的风险;

3、钢材等原材料价格上涨带来成本上升的风险。

资产负债表	单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1066	1420	1720	2432
现金	163	271	89	52
应收账款	306	381	485	729
其它应收款	6	8	10	18
预付账款	131	167	239	346
存货	283	365	572	782
其他	177	230	379	514
非流动资产	1303	1890	1980	1990
长期投资	0	0	0	0
固定资产	886	1512	1689	1698
无形资产	88	87	89	90
其他	330	335	256	298
资产总计	2369	3459	3664	3986
流动负债	595	1278	1696	1980
短期借款	60	599	816	886
应付账款	177	232	323	443
其他	358	445	578	802
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	1218	1623	2153
少数股东权益	48	65	81	98
股本	240	480	480	480
归属母公司股东权	1707	1989	2012	2037
负债和股东权益	2369	3356	3621	4065

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	388	266	223	456
净利润	238	298	468	589
折旧摊销	82	66	86	97
务费用 "	10	13	34	44
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	57	-85	-332	-337
其它	1	-13	0	0
投资活动现金流	-561	-698	-136	0
资本支出	564	656	139	0
长期投资	0	0	0	0
其他	3	1	0	0
筹资活动现金流	-71	494	-298	-456
短期借款	60	538	215	72
长期借款	0	0	0	0
其他	-131	-107	-513	-523
现金净增加额	-245	107	-220	0

利润表	单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1393	1789	2509	3559
营业成本	977	1249	1759	2432
营业税金及附加	3	4	12	18
营业费用	43	54	65	93
管理费用	84	106	150	214
务费用 "	10	13	34	44
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	324	485	733
营业外收入	10	10	18	20
营业外支出	1	1	9	9
利润总额	274	333	494	744
所得税	36	44	65	99
净利润	238	298	468	589
少数股东损益	16	16	16	16
归属母公司净利润	222	282	452	573
EBITDA	358	400	605	873
EPS（元）	0.46	0.59	0.94	1.19

主要务比率				
会计年度	2010	2011	2012	2013
成长能力				
营业收入	79.90%	26.50%	42.90%	43.60%
营业利润	97.70%	22.00%	49.90%	51.80%
归属于母公司净利润	96.10%	22.30%	51.30%	52.80%
获利能力				
毛利率	29.90%	29.10%	30.00%	31.00%
净利率	15.90%	15.50%	16.40%	17.60%
ROE	13.00%	13.90%	21.80%	30.90%
ROIC	14.30%	12.40%	16.40%	22.60%
偿债能力				
资产负债率	25.90%	39.00%	46.10%	50.20%
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	0.9
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	0.59	0.94	1.19
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

资料来源：浙商证券研究所

浙商证券股票投资评级说明

1、买　　入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上

2、中　　性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%－10%

3、卖　　出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

1、 买　　入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数

2、 中　　性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平

3、 卖　　出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海
上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层
邮政编码：200031
电话：(8621)64718888
传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：　http://research.stocke.com.cn