

聚焦产业链, 具备横向和纵向扩张性

——天润曲轴(002283)调研简报

核心观点

事件:

我们上周调研了天润曲轴, 与相关管理人员进行了交流。

主要观点:

行业下滑, 毛利率受多重因素挤压。公司是全国最大的专业内燃机曲轴制造商, 在技术含量高、经济附加值高的重型发动机曲轴市场稳居龙头地位。商用车不景气的情况下, 产能利用率下降, 下游发动机厂压低采购价格, 以及近几年集中扩产带来的折旧摊销压力对公司毛利率形成挤压, 上半年, 公司综合毛利率为 18.6%, 较同期大幅下滑 9.8 个百分点。如果三四季度终端需求不好转, 公司毛利率面临进一步下滑的风险。

轻中型曲轴的市场开拓是一个缓慢的过程。公司积极涉入轻中型曲轴市场, 降低过度依赖重型曲轴的风险。上半年, 公司轻型曲轴和中型曲轴收入分别同比增长 15.8% 和 113.2%, 轻型的成长主要来自于福田康明斯, 中型的成长来自于印度利兰。公司在轻中型曲轴市场还有许多再谈客户, 发展为批量供货是一个长期的过程, 公司轻中型曲轴收入占比会持续上升, 但短期内对重型曲轴的依赖程度将保持在 50% 以上。

从菲亚特的表现看轿车曲轴。目前, 公司轿车曲轴主要为荣威配套, 规模一直较小, 但公司已经进入北汽萨博和广汽菲亚特的供应平台, 待新车型上量将迅速提升产销规模。从近期菲亚特飞翔上市的表现来看, 该车型有望成长为 a 级市场热销车型, 形成菲亚特在中国市场的突破口, 而根据菲亚特的官方预计, 年底之前飞翔将销售 1 万辆, 平均每月 3500 辆的销量水平对一款新上市车型来说已算不错。未来五年, 广汽菲亚特产能将由 14 万辆提升到 30 万辆, 并推出两个平台, 4 种车型, 从两厢车到 SUV 车型全部覆盖, 如果菲亚特成功打开国内市场, 则公司轿车曲轴业务有望迎来快速增长。

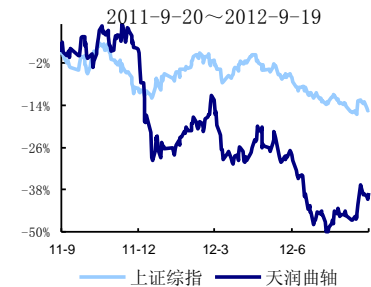
投资建议: 预计公司今年收入为 10.5 亿元, 同比下降 27.6%, 净利润 7800 万元, 同比下滑 61.6%, 2012~2014 年 EPS 分别为 0.14 元, 0.25 元和 0.35 元, 对应动态 PE 分别为 51.8X, 28.8X 和 20.7X。公司产能布局到位, 重型曲轴等待下游回暖, 轻中型曲轴积极开拓新客户, 轿车曲轴存在快速成长的可能性。公司聚焦产业链发展, 具备良好的横向和纵向扩张性, 但短期内仍将承受下游景气低迷和折旧摊销上升的巨大压力, 给予“中性_A”的评级。

风险提示: 宏观经济持续低迷, 轻中型曲轴和轿车曲轴业务拓展不顺。

财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	1457	1054	1355	1697
同比增速(%)	4.56%	-27.63%	28.54%	25.22%
净利润(百万)	203	78	140	195
同比增速(%)	-8.55%	-61.55%	80.17%	38.77%
EPS(元)	0.36	0.14	0.25	0.35
P/E	19.92	51.81	28.76	20.72

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	55941.18
流通A股(万股)	52825.38
52周内股价区间(元)	6.09-14.17
总市值(亿元)	40.39
总资产(亿元)	40.74
每股净资产(元)	5.24
目标价	6个月 12个月

相关报告

- 1.《国都证券-公司研究-投资价值分析-天润曲轴(002283):多渠道降低成本, 产能有望打破瓶颈》 2010-03-19

研究员: 肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120011

联系人: 丰亮

电话: 010-84183271

Email: fengliang@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

表 1: 天润曲轴 (002283) 盈利预测表

利润表		单位: 百万元				
会计年度		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入		1393	1457	1054	1355	1697
	YOY%	79.85%	4.56%	-27.63%	28.54%	25.22%
营业成本		977	1079	856	1069	1314
营业税金及附加		3	1	1	1	1
营业费用		43	43	32	40	49
管理费用		84	105	90	95	119
财务费用		10	2	1	1	2
资产减值损失		10.31	1.03	0.74	0.95	1.19
公允价值变动收益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润		266	226	75	149	212
	YOY%	97.68%	-14.87%	-66.65%	97.30%	42.31%
营业外收入		10	17	20	22	24
营业外支出		1	2	0	0	0
利润总额		274	241	95	171	236
所得税		36	30	12	22	29
净利润		238	211	84	149	207
少数股东损益		16	9	6	9	12
归属母公司净利润		221.66	202.71	77.95	140.45	194.90
	YOY%	96.15%	-8.55%	-61.55%	80.17%	38.77%
EBITDA		355	356	167	251	356
EPS (元/股)		0.92	0.36	0.14	0.25	0.35

资料来源: 公司公告、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	研究管理、有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			