

汽车零部件

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人: 邢卫军

S0960111080510

0755-82026562

xingweijun@china-invs.cn

天润曲轴

002283

推荐

产能布局渐进尾声，重回高增长任重道远

天润曲轴是我国汽车曲轴独立供货商龙头，覆盖重中轻轿等多种车型，并向船舶、工程机械等相关领域渗透，努力打造成世界级曲轴独立供货商。公司产品结构中重轴比例较高，12年受下游重卡需求低迷而业绩下滑明显。

我们认为公司近年产能投放迅速，产能利用率偏低，短期盈利改善压力较大；长期随中轻轴、轿车轴等放量改善产品结构，重轴份额提升/新客户开拓提升产能利用率，逐渐恢复正常盈利水平。基于公司在曲轴领域的优势地位，有望成长为世界级、多领域曲轴供货商，长期发展值得期待，给予推荐评级。

投资要点:

- **公司是我国汽车曲轴独立供货商龙头。**公司是我国规模最大的汽车曲轴专业制造商，综合竞争力突出，产品覆盖轿车、卡车、客车等领域，在重轴领域份额接近50%。主要客户包括潍柴、锡柴、美国康明斯、印度利兰等国内外主机厂，与蒂森克虏伯、巴特勒、住友等世界巨头同台竞争，有望成长为世界级、多领域曲轴独立供货商。
- **产能投放迅速，短期盈利改善压力较大。**公司自09年上市以来，通过IPO、定增两次扩张产能，由08年初的50万只先后增加39万（已投产）和65万（在建），产能规模大幅提升。由于重卡需求近两年持续下滑，公司重轴份额虽有提升，但产能利用率与盈利能力依然下滑。考虑到公司在建产能巨大，若下游需求未出现大幅好转，产能利用率将持续低位，新增折旧侵蚀利润空间，短期盈利改善压力较大。
- **多元化战略拓展成长空间，产业链延伸确保盈利空间。**公司在国内曲轴领域的技术、管理、规模优势明显，产品多元化（车用、船用、工程机械）实现宽领域供货，市场多元化（进口替代、全球供货）实现多市场供货，使公司有望成长为世界曲轴领域主要供货商。公司新建毛坯生产线并参与发动机同步设计，延伸上下游产业链，确保订单稳定和盈利空间。
- **投资建议：**我们预计12-14年收入11.50、14.64、19.01亿元，归属于母公司净利润0.54、1.32、1.60亿元，EPS为0.10元、0.24元、0.29元，对应12-14年PE为64.5、26.5、21.7倍。公司行业地位稳固，多元化战略稳步推进，新客户陆续放量后有望在14年重回增长轨道。给予公司1.5倍PB估值，预计6-12个月目标价7.5元，给予“推荐”评级。

**风险提示：**重卡需求持续低迷，原材料及人工成本大幅上升，新客户拓展不利

6-12个月目标价: 7.50元

当前股价: 6.38元

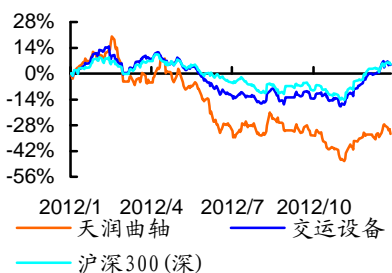
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2302.60
总股本(百万)	559
流通股本(百万)	528
流通市值(亿)	34
EPS	0.09
每股净资产(元)	5.30
资产负债率	32.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天润曲轴	2.74%	-3.19%	-7.40%
交运设备	10.45%	16.20%	16.77%
沪 深	8.46%	11.92%	8.70%



相关报告

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1457	1150	1464	1901
收入同比(%)	5%	-21%	27%	30%
归属母公司净利润	203	54	132	160
净利润同比(%)	-9%	-73%	144%	22%
毛利率(%)	25.9%	18.2%	21.5%	21.8%
ROE(%)	6.9%	1.8%	4.2%	5.9%
每股收益(元)	0.36	0.10	0.24	0.29
P/E	17.19	64.53	26.48	21.74
P/B	1.19	1.17	1.12	1.29
EV/EBITDA	9	16	9	6

资料来源: 中投证券研究所

公司产能扩张迅速，产能利用率未能保持高位。公司自 09 年上市以来，先后利用 IPO 和增发扩张产能，分别增加各类曲轴产能 39 万支（已投产）和 65 万支（在建），并利用超募资金和自有资金提高曲轴毛坯锻造能力。目前，公司已建成各类曲轴产能共计 89 万支，在建 75 万支，产能规模扩张迅速。11-12 年，国内外宏观经济放缓导致商用车、特别是重卡需求下滑，公司订单减少，产能利用率明显下滑。

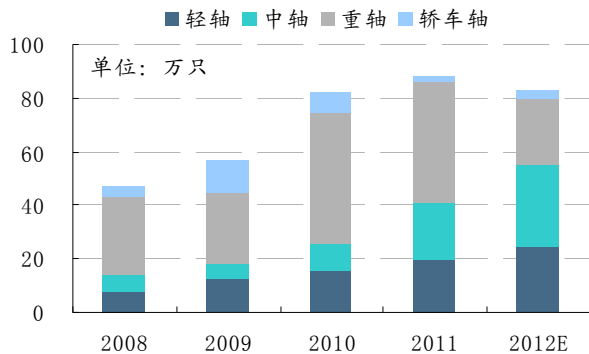
**表 1 公司近年重要项目投资情况（截止 12 年中报）**

资金来源	项目名称	总投资 (万元)	规划产能 (万支)	配套机型	预计/达产日期
IPO	锡柴重卡曲轴	19,084	9	锡柴 81D、53D、29D	2011 年 2 月
	重卡曲轴	17,049	7	康明斯 ISZ13、ISM11	2011 年 2 月
	轻卡曲轴	10,379	15	北汽康明斯轻卡发动机	2010 年 8 月
	潍柴重卡曲轴	14,876	8	潍柴 WD615、WD618	2010 年 11 月
IPO 超募	重型曲轴锻造线	24,976			2012 年底
	康明斯轻型	15,565	15	北汽康明斯轻卡发动机	2013 年 4 月
	潍柴重型	29,765	10	潍柴 P12、WD615	2013 年 6 月
定增	锡柴/上菲红/康明斯	30,587	10	锡柴 29D, 依维柯 CD 系列, 康明斯 L 系列	2013 年 6 月
	印度利兰中型	18,800	10	印度利兰 6D、6E 系列	2013 年 7 月
	轿车发动机曲轴	17,682	20	北汽萨博、广汽菲亚特	2013 年 8 月
	船用曲轴锻造	16,101	0.2		2013 年 11 月
自有资金	连杆（一期）	5,451			2009 年
	连杆（二期）	981			2011 年上半年
	PZS750 锻造生产线	21,100	35	锻钢曲轴毛坯	2014 年初
	潍坊制造基地	40,000	10	潍柴重型发动机	2013 年末

资料来源：公司资料、中投证券研究所

注：红色项目表示在建项目，基本还未开始转固，合计超过 15 亿元

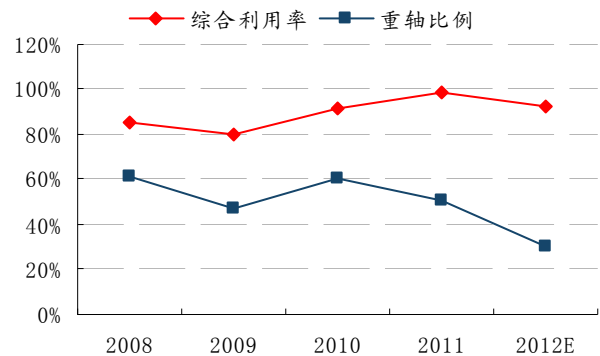
**图 1 公司分产品销量变化（2008-2012）**



资料来源：公司年报、中投证券研究所

注：年销量为根据年报中分产品收入估算

**图 2 公司综合产能利用率及重轴比例**



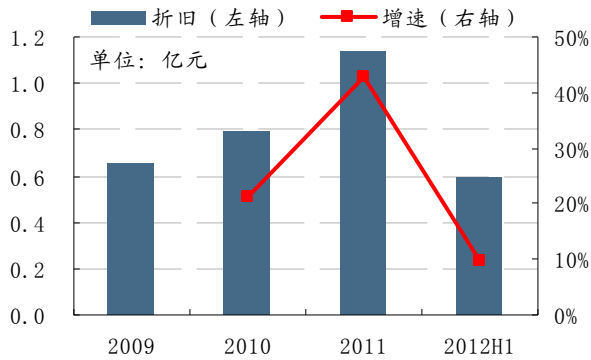
资料来源：公司年报、中投证券研究所

注：产能规模未计算在建的增发项目

固定资产折旧规模攀升，在建产能折旧压力较大。10-11 年，IPO 募投项目陆续达产，新增折旧迅速攀升；11-12 年，商用车需求低迷，导致公司销售规模未能快速扩张，生产成本中折旧占比明显上升。目前，公司还有超过 15 亿的在建工程，投产转固后将新增折旧 1.5 亿-2 亿，若产销规模无法快速提升

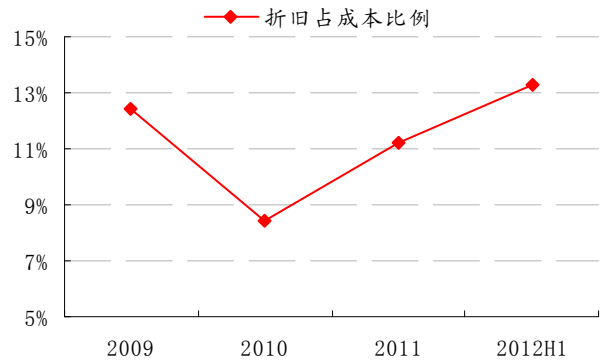
的话，盈利能力还会再被侵蚀。尽管公司计划根据市场需求放缓建设进度，但庞大的在建产能依然是公司盈利回升的最大风险。

**图 3 公司折旧变化 (2008-2012H1)**



资料来源：公司年报、中投证券研究所  
注：年销量为根据年报中分产品收入估算

**图 4 折旧占主营业务成本比例**



资料来源：公司年报、中投证券研究所  
注：产能规模未计算在建的增发项目

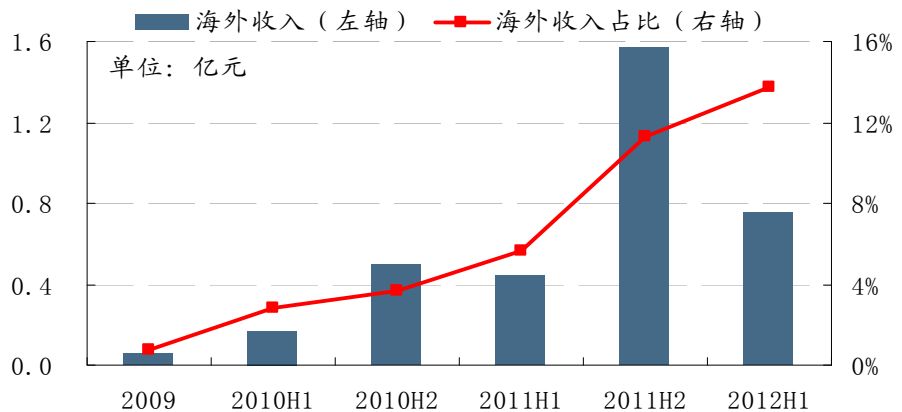
**表 2 公司在建项目情况 (截止 12 年中报)**

项目名称	预算值 (万元)	已投入资金 (万元)	已转固 (万元)
重型曲轴锻造生产线	24,976	21,925	0
潍柴重型曲轴生产线	24,108	10,490	0
康明斯轻型曲轴生产线	12,028	8,465	0
锡柴/上菲红/康明斯重型曲轴生产线	25,207	9,529	0
轿车曲轴生产线	14,448	6,416	0
印度利兰中型曲轴生产线	15,190	7,432	0
船用曲轴锻造生产线	12,519	618	0
PZS750F 型锻造生产线	21,100	6,901	0
合计	149,576	71,776	0

资料来源：公司资料、中投证券研究所

**未来增长还看多元化战略。**公司产品结构中，重轴占比超过 50%，受下游重卡需求波动影响明显，随着国内基建投资和房地产投资放缓，重卡规模难有大幅提升，限制公司发展空间。近年公司积极发展多元化战略，向轿车、工程机械、船舶等多个相关领域渗透，实现宽领域供货；同时，公司不断开拓海外市场，参与全球竞争，实现多市场供货，努力成长为世界级曲轴独立供货商。

**图 5 公司海外收入及占比**



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	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	2152	1216	1401	1840	<b>营业收入</b>	1457	1150	1464	1901
现金	758	200	117	152	营业成本	1079	940	1149	1487
应收账款	310	238	309	399	营业税金及附加	1	0	1	1
其它应收款	2	4	4	5	营业费用	43	34	44	57
预付账款	165	138	171	220	管理费用	105	115	117	133
存货	593	414	519	690	财务费用	2	-2	4	37
其他	323	222	281	373	资产减值损失	1	6	3	5
<b>非流动资产</b>	1921	2384	2781	3115	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	1008	1541	1975	2330	<b>营业利润</b>	226	56	145	182
无形资产	177	173	169	165	营业外收入	17	13	15	14
其他	736	670	637	620	营业外支出	2	4	2	3
<b>资产总计</b>	4074	3599	4182	4955	<b>利润总额</b>	241	65	158	193
<b>流动负债</b>	1061	559	1003	2167	所得税	30	8	20	24
短期借款	329	0	292	1225	<b>净利润</b>	211	57	138	169
应付账款	390	225	305	406	少数股东损益	9	3	7	9
其他	342	334	407	535	<b>归属母公司净利润</b>	203	54	132	160
<b>非流动负债</b>	27	14	14	14	EBITDA	346	192	353	484
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.36	0.10	0.24	0.29
其他	27	14	14	14					
<b>负债合计</b>	1088	573	1017	2181	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	57	60	66	75	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	559	559	559	559	<b>成长能力</b>				
资本公积	1823	1823	1823	1823	营业收入	4.6%	-21.1%	27.3%	29.8%
留存收益	546	584	715	316	营业利润	-14.9%	-75.1%	158.0	25.0%
归属母公司股东权益	2929	2966	3098	2699	归属于母公司净利润	-8.5%	-73.4%	143.7	21.8%
<b>负债和股东权益</b>	4074	3599	4182	4955	<b>获利能力</b>				
					毛利率	25.9%	18.2%	21.5%	21.8%
					净利率	13.9%	4.7%	9.0%	8.4%
					ROE	6.9%	1.8%	4.2%	5.9%
					ROIC	7.8%	1.7%	3.9%	4.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	26.7%	15.9%	24.3%	44.0%
					净负债比率	30.23	4.00%	31.38	57.70%
					流动比率	2.03	2.18	1.40	0.85
					速动比率	1.47	1.43	0.88	0.53
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.45	0.30	0.38	0.42
					应收账款周转率	4	4	5	5
					应付账款周转率	3.81	3.06	4.34	4.18
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.36	0.10	0.24	0.29
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	0.65	0.40	0.52
					每股净资产(最新摊薄)	5.24	5.30	5.54	4.82
					<b>估值比率</b>				
					P/E	17.19	64.53	26.48	21.74
					P/B	1.19	1.17	1.12	1.29
					EV/EBITDA	9	16	9	6

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。

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。

## 免责声明

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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,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,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。该研究报告谢绝媒体转载。

## 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	北京市	上海市
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434