

公司研究

公司投资价值分析

首次评级：短期_中性，长期_A

多渠道降低成本，产能有望打破瓶颈

——天润曲轴(002283)公司投资价值分析

核心观点

公司是国内领跑高端曲轴行业的龙头企业。重型发动机曲轴的收入占比达76%，保持市场领先地位，国内市场占有率已经达到约37%。公司产品覆盖重型、中型、轻型、微型发动机曲轴，近年来新开发高档轿车曲轴、“胀断连杆”；从产业链的延伸来看，公司通过收购恒润锻造，具备了锻钢曲轴毛坯、球墨铸铁曲轴毛坯的自产能力。

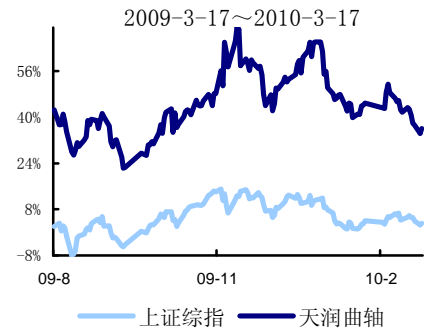
重卡和汽车市场的繁荣为公司的发展提供了很好的发展机遇。公司为主流重卡发动机主机厂配套，主流发动机厂背后是近85%的重卡行业份额。公司盈利能力稳步提高。09年公司毛利率上升3.87个百分点。原因为：(1)2009年全年平均采购价格同比下降较大。(2)向产业链上游延伸，盈利水平进一步提升。(3)公司自主研发的“以锡代钼”和“以铁代钢”等技术的开发及应用降低了成本。

2010年募集项目投产，短期内业绩提升可期。2008年公司设计产能为55万只曲轴，2009年8月公司IPO募投项目可增加34万只。到2010年年底产能有望达到89万只。公司公告2010年全年计划生产各类曲轴80万支，2011年实现生产各类曲轴100万支、胀断连杆200万支的目标，确保公司主营业务的持续、快速增长。

未来的增长点：近期来看，公司的增长点主要在于募投项目实施所带来的产能扩张。远期来看，主要在于胀断连杆项目的投产，以及海外市场的扩张。

预测与投资评级：预计10-12年公司EPS分别为0.61，0.80，0.91元。对应当前股价动态市盈率为31.2，24.1，21.16倍，相比汽车零部件10年平均25倍的PE已经偏高。给予公司“短期-中性，长期-A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	24000.00
流通A股(万股)	6000.00
52周内股价区间(元)	16.73-24.67
总市值(亿元)	45.60
总资产(亿元)	19.62
每股净资产(元)	6.26
目标价	6个月 12个月

相关报告

财务数据与估值

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(百万)	774.74	929.69	1208.60	1389.89
同比增速(%)	-5.51%	20.00%	30.00%	15.00%
净利润(百万)	125.38	163.87	212.22	241.56
同比增速(%)	10.63%	30.69%	29.50%	13.83%
EPS(元)	40.67	31.21	24.07	21.16
P/E	0.47	0.61	0.80	0.91

研究员：李元

电话：010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号：S0940207080086

联系人：刘芬

电话：010-84183215

Email: liufen@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。

正文目录

一、公司介绍.....	3
1.1 国内领跑高端曲轴行业的龙头企业.....	3
1.2 产品结构全面、向纵向和横向扩展.....	3
1.3 公司历史沿革及股东结构.....	3
二、三大巨头占据全球市场，国内市场寡头垄断.....	3
2.1 三大国际巨头占据 80% 的全球市场.....	4
2.2 高端制造商寡头垄断国内曲轴市场.....	4
三、毛利率提升，下游重卡市场繁荣.....	5
3.1 09 年原材料价格下降，产品向上游延伸，毛利率进一步提升.....	5
3.2 与优质客户建立稳定的战略合作关系，下游重卡市场繁荣.....	7
四、公司投资亮点.....	8
4.1 “以铁代钢”等技术使公司产品具有国际竞争力.....	8
4.2 柔性生产线及时调整产品结构.....	9
4.3 向产业链上游延伸，盈利水平进一步提升.....	9
4.4 胀断连杆有望成为公司新的增长点.....	9
4.5 出口份额离目标尚远，或成未来长期成长关键因素.....	10
4.6 2010 年募集项目投产，短期内业绩提升可期.....	10
五、盈利预测与估值.....	11
5.1 盈利预测.....	11
5.2 估值和投资建议.....	11
六、风险提示.....	11
6.1 蒂森克虏伯等海外巨头在国内建厂将威胁到公司市场份额.....	12
6.2 原材料价格波动风险.....	12
6.3 重卡行业波动风险.....	12

一、公司介绍

1.1 国内领跑高端曲轴行业的龙头企业

作为全国最大的专业曲轴制造商，公司目前是国内曲轴行业唯一一家上市公司。公司尤其在高附加值、高技术含量的重型发动机曲轴市场具有明显的领先优势，综合市场占有率多年来稳居行业首位。随着生产规模的扩大和技术水平的提升，公司仍在不断开拓包括国外发动机主机厂商在内的新客户，同时也在曲轴领域以及连杆等其它发动机零部件领域积极开发新产品，不断完善产业链，提高市场占有率。

1.2 产品结构全面、向纵向和横向扩展

曲轴产品按照使用的材质不同，可以分为锻钢曲轴、球墨铸铁曲轴；按照产品的用途不同，可以分为重型发动机曲轴、中型发动机曲轴、轻型发动机曲轴、轿车发动机曲轴等；按照销售的市场可以分为主机配套市场、社会维修市场。曲轴是内燃机五大核心零部件（缸体、缸盖、曲轴、连杆、凸轮轴）之一，需求包括原装配套和维修更新。每一台发动机需要一根曲轴，因此原装配套曲轴与发动机产量基本一致。由于需要承受交变负荷的冲击作用，而且曲轴还是高速旋转部件，因此必须具有足够的刚度、强度和精度，对曲轴生产企业的装备水平、加工工艺、生产管理有很高的要求。

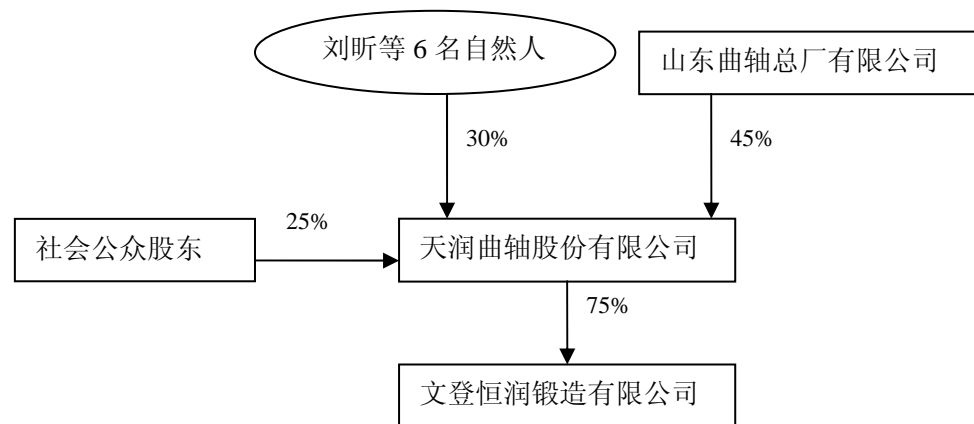
从产品结构看，公司产品覆盖重型、中型、轻型、微型发动机曲轴，以及近年来新开发的高档轿车曲轴、“胀断连杆”等；从产业链的延伸来看，公司通过收购恒润锻造，有效保障了锻钢曲轴毛坯的供应，具备了锻钢曲轴毛坯、球墨铸铁曲轴毛坯的自产能力。

“胀断连杆”项目是公司在国际招标中打败德国蒂森克虏伯取得的，主要给美国康明斯配套，2009年下半年新产品“胀断连杆”投产。

1.3 公司历史沿革及股东结构

公司前身天润有限成立于1995年，山东曲轴总厂持股75%，香港宏润持股25%。后香港宏润退出，而美林证券作为财务投资者进入，持股40%。美林证券将股权转让给刘昕等6名自然人，至此股权结构趋于稳定。2007年公司收购了同处山东文登的恒润锻造75%股权，延伸曲轴产业链至曲轴毛坯，进一步降低生产成本。

图 1: 股权结构



资料来源：国都证券 公司招股说明书

二、三大巨头占据全球市场，国内市场寡头垄断

2.1 三大国际巨头占据 80% 的全球市场

在全球范围内，德国蒂森克虏伯、印度巴勒特、日本住友具有较大的曲轴生产规模，为世界上超过 80% 的主要发动机厂配套。其中德国蒂森克虏伯是世界第一大曲轴生产商，拥有铁矿、轧钢以及锻造加工等产业链的中上游全部资源，为美国康明斯以及其它主要汽车用柴油机生产商配套曲轴。2007 年，蒂森克虏伯曾计划在南京筹建独资企业，生产曲轴、连杆等汽车零部件，开拓中国市场。印度巴勒特也拥有和蒂森克虏伯相似的产业链资源，已经在全球建立了 9 个分厂，技术、资金和研发能力较高。日本住友为日本大型工业集团，其生产的曲轴主要给丰田、本田等大型汽车制造商配套。

2.2 高端制造商寡头垄断国内曲轴市场

由于我国汽车业发展较快，对汽车零部件业而言，除了配套市场外还有维修市场（一般配套：维修的比例为 80%：20%），因此行业总体盈利水平较高，结果导致进入的企业不断增加，市场竞争日趋激烈。目前与天润曲轴形成直接市场竞争的国内厂家主要有：辽宁丹东五一八内燃机配件公司、广西桂林福达股份有限公司、山东滨州海得曲轴公司、辽宁北方曲轴公司等企业。位于高端市场的企业占据着国内主要主机厂的配套份额和社会维修市场的大部分市场份额；而位于低端市场的中小型企业，由于其技术装备、制造水平和质量保证能力较低，主要集中在社会维修市场。因此，国内曲轴市场的竞争主要集中在少数几家专业曲轴制造商之间。

其中，在高端的重型发动机曲轴市场中，天润曲轴和辽宁五一八占据了绝大部分国内市场份额。根据中国内燃机工业协会的数据：天润曲轴 2006 年销售重型发动机曲轴 14.4 万支，市场占有率约为 32%，居行业首位。2007 年、2008 年，天润曲轴分别销售重型发动机曲轴 25.9 万支、28.7 万支，继续在重型发动机曲轴市场保持领先地位，2008 年综合市场占有率已经达到约 37%，在重型发动机曲轴市场具有明显的领先优势。辽宁五一八作为国内重型发动机曲轴的另一重要厂商，在重型发动机曲轴市场份额方面仅次于本公司，占有 25% 市场份额，但它以锻钢重型发动机曲轴为主，基本没有轻型、微型的球墨铸铁曲轴。

在中型发动机曲轴市场，主要生产厂商为天润曲轴、桂林福达以及滨州海得、江苏松林、辽宁北方等。其中天润曲轴 2006 年销售中型发动机曲轴 9 万支，市场占有率约为 30%，处于行业领先地位。2008 年公司销售的中型发动机曲轴略有降低，约为 7 万支，市场占有率 20%，主要是由于公司提高了附加值更高的重型发动机曲轴的生产数量和相对比例。从下游的行业发展趋势来看，未来将向重卡、轻卡两端发展，重卡具有长途运输的高效性，轻卡具有短途运输的灵活性和经济性，预计中卡的市场空间将逐步缩小。

在轻型发动机曲轴市场，生产厂商比较多，各厂商的市场份额相对均较低，市场竞争激烈。但同时，轻型及微型卡车市场近年来发展迅速，产销量在各类型货车中增长最快，为汽车零部件制造商提供了广阔的市场空间。

在轿车发动机曲轴市场，各轿车生产企业目前仍然主要是自制或进口发动机及曲轴等零部件，外购曲轴的比例较低，因此专业生产轿车发动机曲轴的企业较少。但从未来发展趋势看，汽车零部件的专业化生产是全球性趋势，整车制造商将专注于集成总装，而将零部件制造业务完全交给专业化的零部件制造商，这种产业发展趋势也符合产业比较优势理论。因此，广阔的轿车领域未来分工的细化，将为曲轴及其他汽车零部件制造

商提供机会。

表 1: 天润曲轴产销量

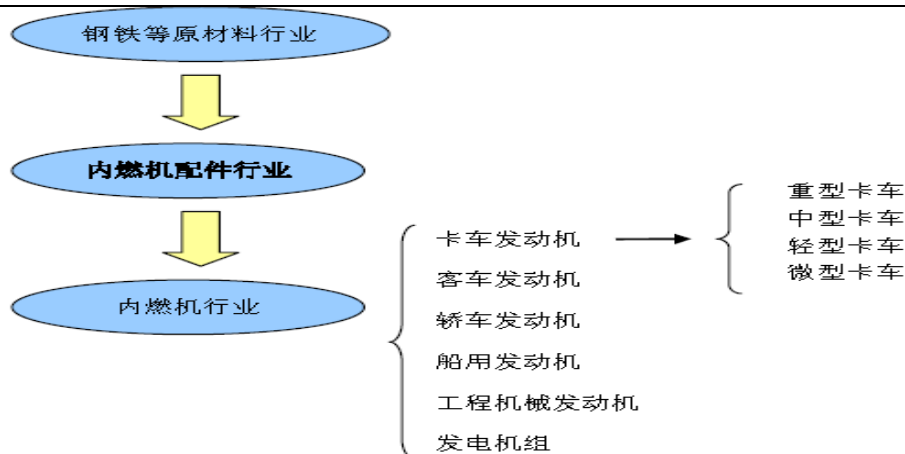
产 品	项 目	2009 年 1 ~ 6 月	2008 年	2007 年	2006 年
1、重型发动机曲轴	产量(万支)	10.53	28.82	28.40	13.63
	销售数量(万支)	11.90	28.69	25.90	14.44
2、中型发动机曲轴	产量(万支)	5.01	7.32	7.47	6.48
	销售数量(万支)	2.82	6.89	7.11	9.00
3、轻型发动机曲轴	产量(万支)	3.39	7.96	11.26	18.31
	销售数量(万支)	6.99	7.53	13.72	14.60
4、轿车发动机曲轴	产量(万支)	4.60	3.71	2.90	1.56
	销售数量(万支)	4.02	3.81	3.99	1.12

资料来源: 国都证券 公司公告

三、毛利率提升, 下游重卡市场繁荣

曲轴行业属于机械制造业, 上游是钢铁、煤炭、电力、机床等原材料、能源和设备制造业; 直接下游是发动机企业和社会维修配件客户, 间接的下游是汽车、工程机械、船舶、发电设备、国防装备等行业。从产业链分析, 公司所处的内燃机配件行业与上下游的关系如下图:

图 2: 公司产业链



资料来源: 国都证券 公司招股说明书

3.1 09 年原材料价格下降, 产品向上游延伸, 毛利率进一步提升

作为发动机的关键部件之一, 曲轴主要以外购曲轴毛坯、生铁、焦炭、废钢等为原材料, 是锻造、铸造与机械加工最为典型的零部件。原材料和能源占曲轴生产成本的比重一般为 60%~70%。原材料、能源的供应量和价格对曲轴行业的成本有较大影响。

2008 年, 由于公司收购了恒润锻造, 恒润锻造的主要原材料为外购的钢材, 因此, 钢材在 2008 年成为公司的第二大原材料, 公司生产所需的原材料中, 外购曲轴毛坯或钢材所占总成本的比重最大。如下表:

表 2: 原材料结构

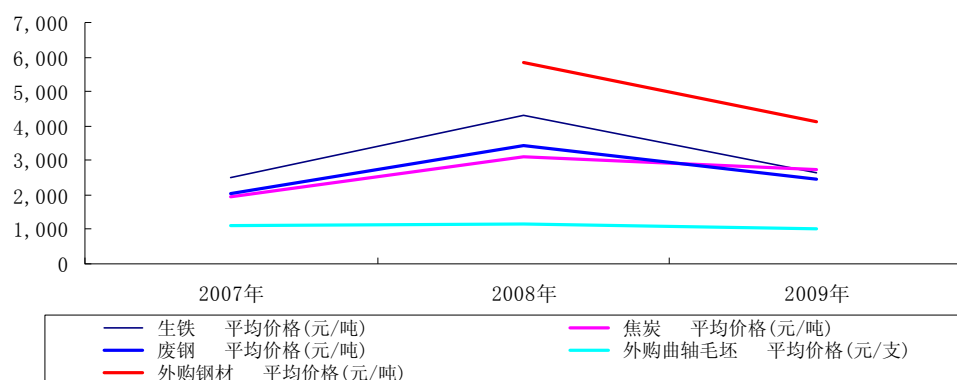
原材料名称	项 目	2009 年 1 ~ 6 月	2008 年	2007 年	2006 年
1、外购曲轴毛坯	平均价格水平(元/支)	1,049.85	1,179.31	1,118.77	1,236.81
	总采购金额(万元)	2,535.97	13,072.75	28,600.88	16,364.41
	占主营业务成本的比重	9.72%	22.08%	50.42%	42.78%
2、外购钢材	平均价格水平(元/吨)	4,078.73	5,853.85		
	总采购金额(万元)	5,010.69	12,579.32		

	占主营业务成本的比重	19.21%	21.25%		
2、生铁	平均价格水平(元/吨)	2,572.92	4,327.31	2,516.00	2,090.00
	总采购金额(万元)	2,448.67	5,857.69	5,447.33	3,158.72
	占主营业务成本的比重	9.39%	9.89%	9.60%	8.26%
3、焦炭	平均价格水平(元/吨)	2,736.52	3,126.32	1,952.88	1,786.10
	总采购金额(万元)	604.71	1,690.11	1,041.62	686.94
	占主营业务成本的比重	2.32%	2.85%	1.84%	1.80%
4、废钢	平均价格水平(元/吨)	2,408.39	3,414.18	2,045.00	1,900.00
	总采购金额(万元)	1,743.80	1,799.25	1,014.92	672.30
	占主营业务成本的比重	6.69%	3.04%	1.79%	1.76%
5、电解铜	平均价格水平(元/吨)			52,640.00	43,450.00
	总采购金额(万元)			550.99	375.94
	占主营业务成本的比重			0.97%	0.98%
上述总计:	总采购金额(万元)	9,895.26	34,999.12	36,655.74	21,258.31
	占主营业务成本的比重	47.33%	59.11%	64.62%	55.58%

资料来源: 国都证券 公司公告

2009 年全年平均采购价格同比降幅较大,但是在 2010 年通胀预期有所提升的背景下,预计原材料采购成本将逐步提高,因此产品综合毛利率将存在一定的压力。

图 3: 主要原材料价格变动趋势



资料来源: 国都证券 公司招股说明书

主导产品重型发动机曲轴最近三年的平均售价基本稳定,且其单位售价绝对金额较大;其余类型的发动机曲轴的单位售价绝对金额较小,且价格波动相对也较小。

表 3: 产品价格

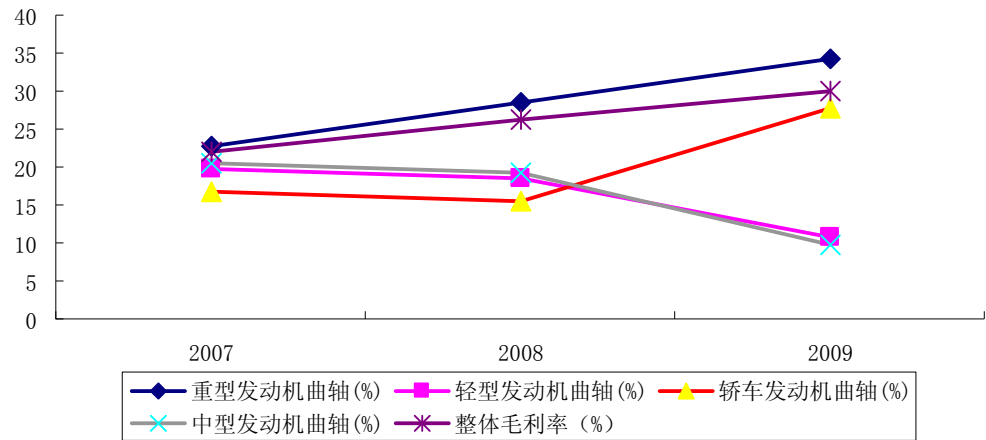
项目	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	平均售价 (元)	变动幅度 (%)	平均售价 (元)	变动幅度 (%)	平均售价 (元)	变动幅度 (%)
重型发动机曲轴	2,175.07	-1.94%	2,218.00	2.04%	2,173.58	-4.69%
中型发动机曲轴	827.62	0.56%	823.02	5.07%	783.34	1.22%
轻型发动机曲轴	552.02	3.30%	534.36	-7.09%	575.14	19.65%
所有产品综合	1,288.40	17.36%	1,559.14	9.22%	1,427.57	18.05%

资料来源: 国都证券 公司招股说明书

重型发动机毛利率最高,达到 34%,中型、轻型发动机毛利率相差不大。09 年公司毛利率稳中有升,比去年上升 3.87 个百分点。原因为:(1)公司的主要原材料是锻钢曲轴毛坯、钢材和生铁等,2009 年全年平均采购价格同比降幅较大,由于这些主要原材料占主营业务成本比重较大,因此主要产品毛利率稳步提升。(2)向产业链上游延

伸，盈利水平进一步提升。(3)公司自主研发的以锡代钼高强韧性球墨铸铁曲轴制造系统工程和“以铁代钢”技术的开发及应用。

图 4: 各型发动机曲轴毛利率



资料来源: 国都证券 公司公告

3.2 与优质客户建立稳定的战略合作关系，下游重卡市场繁荣

下游的各主机厂商所需曲轴的来源可以分为两大部分：外购配套、主机厂自制。尽管部分主机厂商为了保障自身发动机核心零部件的供应，有少量的自制曲轴。但由于曲轴生产的专业化要求和投资门槛较高，近年来主机厂自制率越来越低，而主要是从专业曲轴制造厂商外购配套曲轴。目前国内曲轴厂家较多，但规模、质量、技术水平差别较大，差距较为明显。

公司已经取得了包括潍柴动力、东风康明斯、一汽锡柴、广西玉柴、上柴股份等主要发动机主机厂的配套资格，并与其建立了稳定的战略合作关系。天润曲轴 2006 年已顺利通过包括依维柯法国工厂、美国康明斯、印度利兰在内的多家跨国发动机主机厂的检验认证，已经开始为其提供曲轴产品配套服务，打破了国际曲轴市场没有中国产品的竞争格局，加入曲轴国际市场的竞争。康明斯全球目前有 70% 的曲轴配套来自德国蒂森克虏伯公司，出于加强供应链安全、减少产品依赖和降低成本的考虑，康明斯希望在新兴市场地区培植起另一家主要曲轴配套供应商，拥有较强技术实力和生产规模的天润曲轴自然成为其重要选择目标。

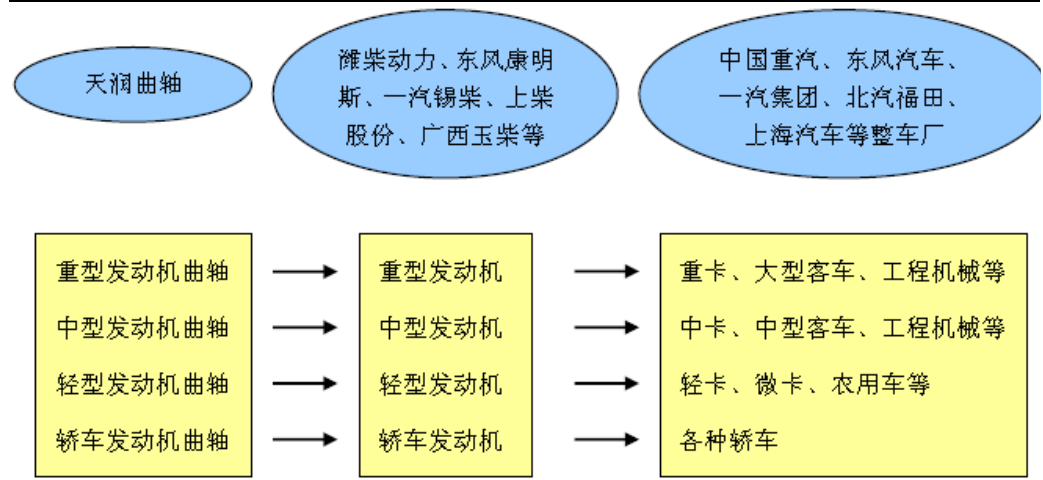
表 4: 公司 2009 年前 5 名客户的营业收入情况

客户名称	营业收入	占公司全部营业收入的比例 (%)
潍柴动力股份有限公司	238,157,634.19	30.74
东风康明斯发动机有限公司	133,823,559.06	17.27
上海柴油机股份有限公司	51,367,067.52	6.63
广西玉柴机器股份有限公司	28,025,394.16	3.62
哈尔滨东安汽车发动机制造有限公司	25,469,666.67	3.29
小计	476,843,321.60	61.55

资料来源: 国都证券 公司公告

公司生产的曲轴按装配的发动机排量大致可以分为：重型发动机曲轴、中型发动机曲轴、轻型发动机曲轴、轿车发动机曲轴，与下游的配套关系如下图。公司为主流重卡发动机主机厂配套，主流发动机厂背后是近 85% 的重卡行业份额。

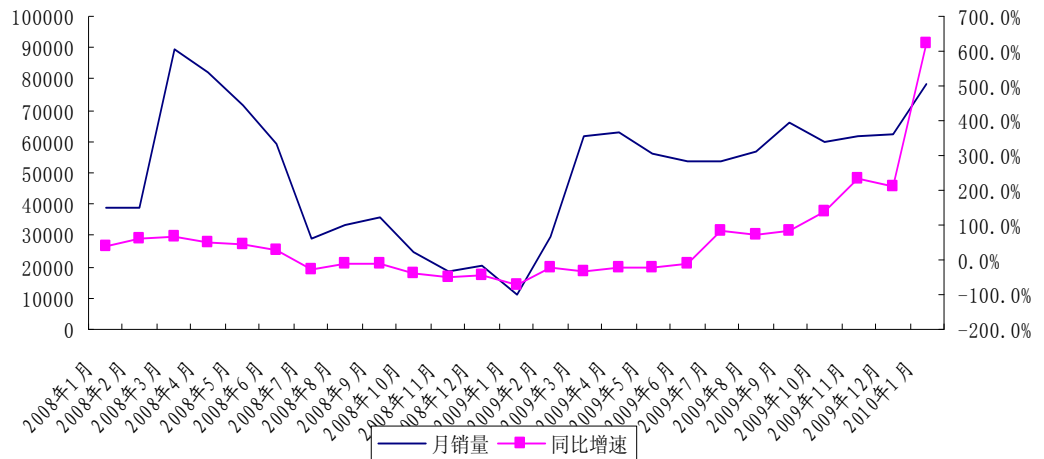
图 5: 公司下游配套



资料来源: 国都证券 公司招股说明书

国家“4 万亿元”中 1.5 万亿元用于基础设施的建设, 铁路、公路、机场、水利等等, 这给商用车、乘用车和工程机械的发展都提供了很好的机遇。国家还相继出台了汽车下乡、汽车补贴等促进行业发展的一系列政策, 汽车行业成为国家刺激经济增长的最大受惠行业。公司主要产品重型发动机曲轴所对应的工程车、物流牵引车等市场需求增长迅速, 下游轻卡、微卡、轿车曲轴需求旺盛, 重卡曲轴市场需求也是逐月增长, 为公司的发展提供了很好的发展机遇。

图 6: 重卡月销量和同比增速



资料来源: 国都证券 汽车工业协会

四、公司投资亮点

4.1 “以铁代钢”等技术使公司产品具有国际竞争力

2009 年天润曲轴自主研发的《以锡代钼高强韧性球墨铸铁曲轴制造系统工程开发与应用》项目获得中国机械工业科学技术奖一等奖。公司的“钢球堵孔打入器”、“一种周转车牵引装置”、“曲轴检验支架定位装置”、“一种轨道运行承重车”、“一种钻曲轴法兰偏心孔夹具”、“一种曲轴搬运支撑装置”六个实用新型专利, 也分别获得了国家知识产权局颁发的实用新型专利证书。

“以铁代钢”技术从原材料到制造工艺皆为天润曲轴独立开发, 并已申请专利, 具有较高门槛, 将疲劳强度由锻钢曲轴的 4800N·m 提高到 5800N·m, 安全系数由 1.8 ~

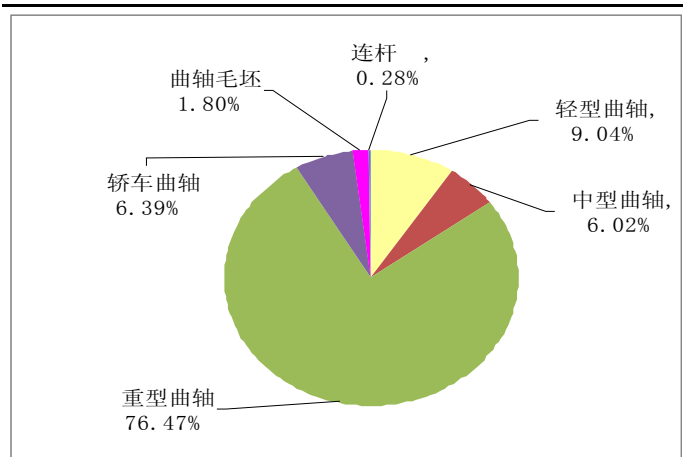
2.0 提高到了 2.5，同时由于节省了材料，降低成本 30%~40%，极大地提高了公司产品技术含量和毛利率。目前该项技术已在上柴、锡柴发动机上使用了 2~3 年，运行稳定，获得客户认可。公司使用该项技术，在康明斯新款发动机开发的国际竞标中击败了国际曲轴巨头蒂森克虏伯，显示出了该项技术的国际竞争力。

4.2 柔性生产线及时调整产品结构

公司拥有多条柔性化曲轴生产线，具备根据市场、客户的变化和要求生产不同种类曲轴的能力。公司会根据市场需求变化经常调整锻钢曲轴、球墨铸铁曲轴的产量比例；相应的重型发动机曲轴、中型发动机曲轴、轻型发动机曲轴等产品种类的产能也会不断根据市场变化而调整。

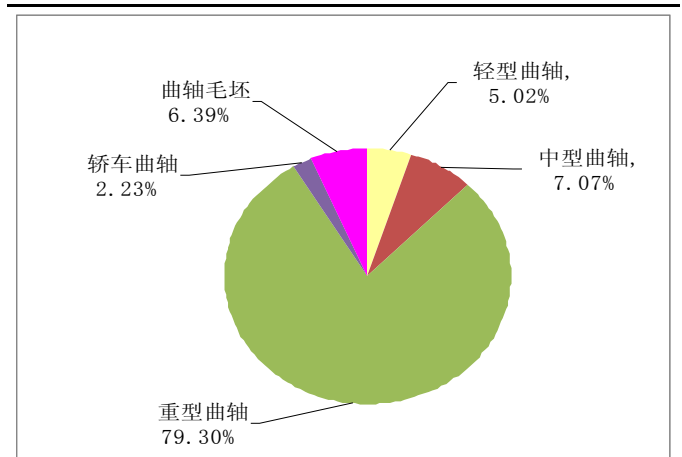
2009 年相比 2008 年，重型发动机曲轴的比例下降，轿车曲轴和轻型发动机曲轴的比例得到明显提高，主要是因为：2008 年下半年至 2009 年上半年，由于受全球金融危机的冲击，重卡的国内市场需求及出口都受到了较大的影响，而同期由于受国家出台的汽车产业政策、刺激汽车消费的政策影响，轻卡、微客、轿车等汽车细分行业需求强劲。在此背景下，公司充分发挥自身柔性生产线的独特优势，及时地调整产品结构，生产市场上供不应求的轻卡曲轴、微客曲轴、轿车曲轴，从而保障公司业绩受金融危机和重卡市场低迷的影响较小。

图 7：09 年收入构成



资料来源：公司公告、国都证券

图 8：08 年收入构成



资料来源：公司公告、国都证券

4.3 向产业链上游延伸，盈利水平进一步提升

2006 年、2007 年、2008 年、2009 年 1~6 月，锻钢曲轴毛坯占主营业务成本的比例分别为 42.78%、50.42%、43.33%、28.93% (包括子公司恒润锻造毛坯外购钢材)，生铁占主营业务成本的比例分别为 8.26%、9.60%、9.89%、9.39%。2007 年 10 月，天润曲轴收购了恒润锻造公司 75% 的股权，并纳入合并报表范围，2008 年起，公司逐步加大了从恒润锻造采购曲轴毛坯的比例，使公司毛利率连续获得提升。相关产业链的延伸，使得本公司在充分发挥高技术含量、高附加值的重型发动机曲轴的传统优势的同时，能够根据市场需求变化及时调整产品结构，增强抗风险能力。

4.4 胀断连杆有望成为公司新的增长点

胀断连杆是一种新型发动机连杆，与传统的切断连杆相比具有加工精度高、成本低等优势，是发动机连杆未来的发展方向；目前胀断连杆技术被垄断在蒂森克虏伯、马勒、康明斯等等少数国际厂商手中，而天润曲轴则成为国内首家掌握这一技术的厂商，公司

的目标是至 2011 年实现胀断连杆 200 万支的年产量。国内发动机连杆市场当前仍较为分散，公司凭借胀断连杆技术，很有希望在未来切入这一新的市场，拓宽公司产品结构，成为公司新的收入和利润增长点。

目前，公司的连杆曲轴生产线已完成设备安装，具备年产 80-100 万支的能力，此前公司已在美国康明斯的胀断连杆国际招标中中标（标书数量为 200 万支）。2009 年下半年开始投产，胀断连杆实现营业收入 209 万，仅占到总收入的 0.28%。

4.5 出口份额离目标尚远，或成未来长期成长关键因素

受金融危机的影响，09 年出口大幅缩减，目前公司出口产品销售收入占公司整体销售收入的比重很小，仅占到 0.72%。

表 5: 09 年主营业务分地区情况

地区	营业收入	营业收入比上年增减 (%)	营业收入占比
国内销售	75,248.91	-3.59%	99.28%
国外销售	546.20	-75.21%	0.72%
小计	75,795.11	-5.55%	100.00%

资料来源：国都证券公司公告

公司的目标是力争未来 3-5 年实现 2:3:5 战略，即产品销售结构实现“售后维修市场:出口市场:国内主机配套市场”达到 2:3:5，即出口占到销售总额的 30%，目前的出口水平离目标还很远，所以出口增长将成为实现这一战略及公司长期发展潜力的关键。

与康明斯的合作具有战略意义，康明斯是全球领先发动机制造商，也是目前在中国规模最大的国际发动机厂商，在湖北、重庆、西安、北京等地建有发动机制造基地；天润曲轴与康明斯具有良好的合作关系，已取得其多家在华工厂的独家曲轴配套权，与康明斯的合作意义不仅在于增加配套销量，更有望在未来由此进入康明斯的全球配套体系，扩大出口销量，并成为国际级的汽车零部件制造商；康明斯全球目前有 70% 的曲轴配套来自德国蒂森克虏伯公司，出于加强供应链安全、减少产品依赖和降低成本的考虑，康明斯希望在新兴市场地测区培植起另一家主要曲轴配套供应商，拥有较强技术实力和生产规模的天润曲轴自然成为其重要选择目标。

4.6 2010 年募投项目投产，短期内业绩提升可期

从整个行业看，2009 年汽车工业持续高速增长，汽车零部件企业的产能尤其是高端产品生产企业的产能释放都达到了极限，目前的生产装备、技术水平、生产规模都亟待提升，否则就适应不了市场的发展。2008 年公司设计产能为 55 万只曲轴，2009 年 8 月公司 IPO 募投项目可增加 34 万只。到 2010 年年底产能有望达到 89 万只。公司公告 2010 年公司经营目标：全年计划生产各类曲轴 80 万支，2011 年实现生产各类曲轴 100 万支、胀断连杆 200 万支的目标，确保公司主营业务的持续、快速增长。

表 6: 公司产能

产品	项目	2008 年	2009 年(预期)	2010 年(预期)
1、锻钢曲轴	期初产能(万支)	24.00	29.00	35.00
	新增产能(万支)	5.00	6.00	13.00
	期末产能(万支)	29.00	35.00	48.00
	产能增长率	12.50%	20.69%	37.14%
2、球墨铸铁曲轴	期初产能(万支)	26.00	26.00	36.00
	新增产能(万支)	-	10.00	5.00
	期末产能(万支)	26.00	36.00	41.00
	产能增长率	-	38.46%	13.89%

总产能(万支)	55.00	71.00	89.00
总产能增长率	10.00%	29.09%	25.35%

资料来源: 国都证券 公司公告

五、盈利预测与估值

5.1 盈利预测

天润曲轴未来的增长点: 近期来看, 公司的增长点主要在于募投项目实施所带来的产能扩张。远期来看, 则主要在于胀断连杆项目的投产, 以铁代钢技术带来的成本降低, 以及海外市场的扩张。

表 7: 公司盈利预测

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	775	930	1209	1390
营业成本	545	665	861	1001
营业税金及附加	4	4	6	7
营业费用	22	27	35	40
管理费用	64	70	94	107
财务费用	5	-10	-16	-27
资产减值损失	0	1	1	1
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	134	173	229	261
营业外收入	17	17	17	17
营业外支出	10	7	8	8
利润总额	141	183	238	270
所得税	16	19	26	29
净利润	125	164	212	242
少数股东损益	12	17	21	24
归属母公司净利润	113	147	191	217
EBITDA	208	245	308	336
EPS (元)	0.47	0.61	0.80	0.91

资料来源: 国都证券

5.2 估值和投资建议

预计 10-12 年公司 EPS 分别为 0.61, 0.80, 0.91 元。对应当前股价动态市盈率为 31.2, 24.1, 21.16 倍, 相比汽车零部件 10 年平均 25 倍的 PE 已经偏高。给予公司“短期-中性, 长期-A”的投资评级。

表 8: 汽车零部件行业相对估值比较

代码	公司名称	当前股价	10EPS	11EPS	10PE	11PE
600742.SH	一汽富维	25.95	1.60	1.93	16.19	13.47
000581.SZ	威孚高科	17.60	0.80	1.00	21.95	17.65
000887.SZ	中鼎股份	13.20	0.61	0.75	21.81	17.59
000338.SZ	潍柴动力	62.47	4.54	4.75	13.75	13.15
000559.SZ	万向钱潮	7.70	0.42	0.35	18.53	21.97
002265.SZ	西仪股份	11.39	0.22	0.30	52.06	37.97
平均水平					25.00	20.30
002283.SZ	天润曲轴				31.20	24.10

资料来源: 国都证券

六、风险提示

6.1 蒂森克虏伯等海外巨头在国内建厂将威胁到公司市场份额

蒂森克虏伯原打算进入中国，但受金融危机影响，工厂项目已经暂停，不排除未来重启的可能，这将对公司未来的竞争形势产生重大影响。

6.2 原材料价格波动风险

公司产品成本中原材料成本占比达到三分之二，原材料价格波动对毛利率有一定影响。

6.3 重卡行业波动风险

近年来，国内重卡销量波动较大，销量增减幅度巨大，因此重型发动机曲轴需求也会有较大波动。

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

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, 投资者据此操作, 风险自负。

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
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化、化工	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			