



天润曲轴 (002283): 1季报点评

重卡市场火爆下直接受益的曲轴龙头

汽车及零部件-汽车零部件

评级: 买入

联系人

王清涛

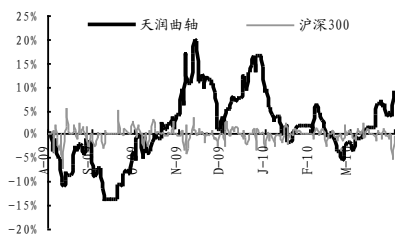
电话: 0755-83704748

邮件: wangqt@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

近 12 个月相对沪深 300 表现



市场数据

2010.04.20

当前价格 (元)	21.74
52 周价格区间 (元)	16.73-24.67
总市值 (百万)	5218
流通市值 (百万)	1304
总股本 (万股)	24000
流通股 (万股)	6000
日均成交额 (百万)	84.05
近一月换手 (%)	120.47

财务数据

2010.03

毛利率	29.33%
净利率	15.52%
净资产收益率	2.83%
总资产收益率	3.04%
资产负债率	20.07%
现金分红比率	-
市盈率	26.12
市净率	3.06

事件

2010年4月21日, 公司公布2010年1季报。公司2010年1-3月实现销售收入3.12亿元, 同比增长87.03%; 归属于母公司净利润0.44亿元, 同比增长118.63%, 实现每股收益0.18元, 同比增长63.64%, 业绩符合我们的预期。

点评

国内重型发动机曲轴龙头

公司生产重型、中型、轻型和轿车等各类发动机曲轴。2009年, 公司共生产曲轴56万根, 其中重型曲轴26.7万根, 市场占有率接近40%。公司是目前国内最大的重型曲轴生产商。

公司为康明斯(东风康明斯、西安康明斯、福田康明斯)、潍柴动力、中国重汽和一汽锡柴等重卡发动机及整车制造商提供曲轴配套。其中, 对东风康明斯的配套比例超过60%, 对潍柴动力的配套比例超过45%, 对中国重汽的配套比例超过50%, 一汽锡柴配套量稳定在月6000支左右。可以看出, 公司与重卡(包括工程机械)市场关联度高, 如果重卡市场持续景气, 公司将直接受益。

2010年, 公司在胀断连杆新产品上将有所突破, 预计实现销量30万根。由于重型曲轴售价是轻型和轿车类曲轴的4倍, 且毛利率高, 历年来重型曲轴都是公司业绩的主要贡献, 这种格局在2010年不会发生大的改变。

图1 天润曲轴的产品结构

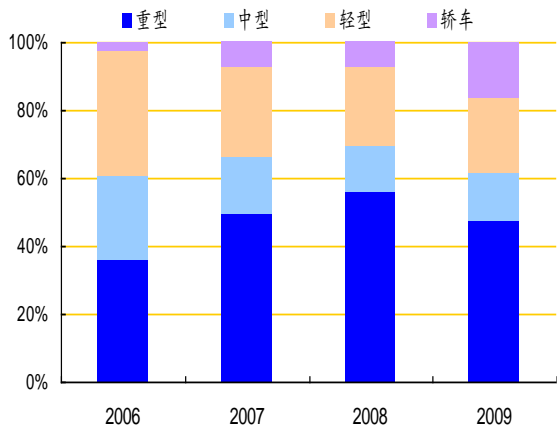


图2 天润曲轴的产品价格

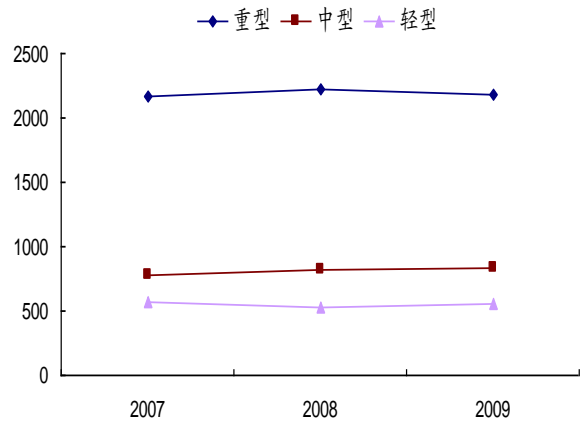


图3 天润曲轴2009年收入结构

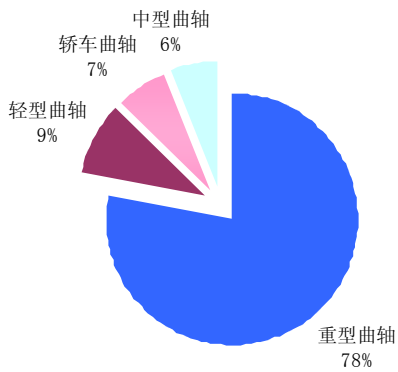
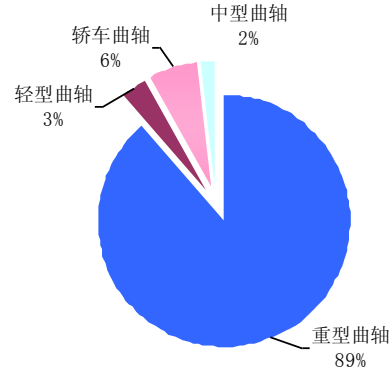


图4 2009年天润曲轴利润结构



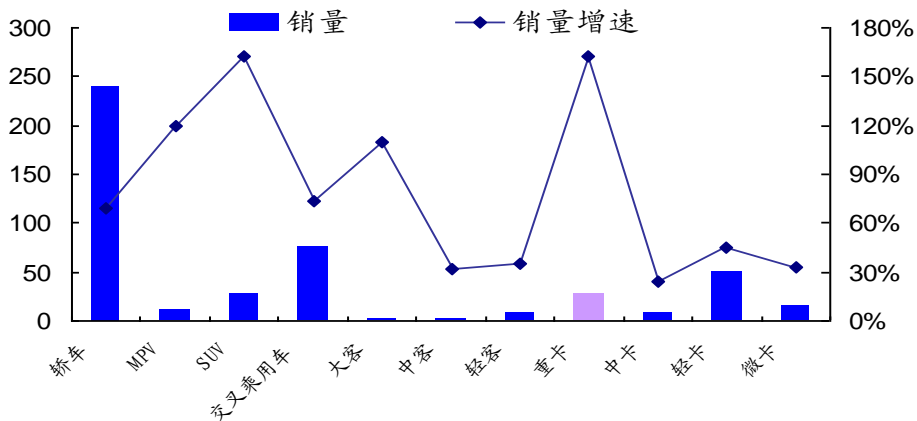
资料来源：国海证券研究所

1 季度实现收入 3.11 亿元 预计全年突破 12 亿

2010年1-3月，公司实现销售收入3.11亿。通过产品结构和产品售价我们推测1季度公司曲轴销量超过20万支，其中重型曲轴销量超过10万支。

2010年1-3月，重卡销售26.76万辆，同比增长162%，是所有子行业中增长最快的。

图5 2010年1-3月汽车细分子行业销量



资料来源：汽车工业协会，国海证券研究所

我们预计，随着经济增长和物流复苏，半挂牵引车销量恢复将使重卡销量持续走好。同时，目前已规划和已开工的基础建设项目不会因货币紧缩政策受到太大的影响，2010年预计重卡销售80万辆以上，是增速最有可能突破30%的商用车子行业。天润曲轴在2010年将分享到重卡高速增长的盛宴。

公司1季度收入增长幅度为87.3%，同比增幅低于重卡子行业。我们认为有两个方面的原因：第一，公司募集资金投产项目要在下半年才陆续释放，产能严重不足，因此公司放弃了20%以上的订单；第二，一汽、中国重汽、东风汽车、北汽福田等主流重卡整车厂商产能严重不足，市场份额有所下滑，由此传导到上发动机生产厂商（主要是公司客户）进而再传导到公司。

我们预计2010年东风康明斯销量将达到17万台，潍柴38万台，中国重汽14万辆，按照相应的配套比例计，为这三家配套的重型曲轴数量就达到34万支，加上其他一些订单，我们保守估计2010年重卡曲轴产销量将超过40万支，同比增长50%。公司募项目逐渐投产将解决产能不足的问题，以保证这一目标的实现。再加上轻型和轿车曲轴，公司2010年销售收入将突破12亿元。

毛利率维持高位

2010年1季度，公司产品毛利率达到29.33%，继续维持在高位，较2009年4季度仅下降3.4个百分点。

图6 公司1季度综合毛利率仍维持高位

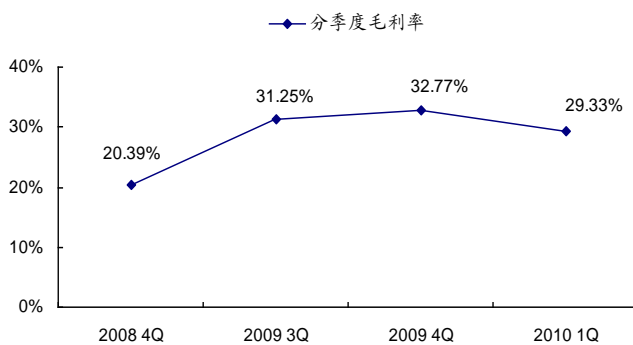
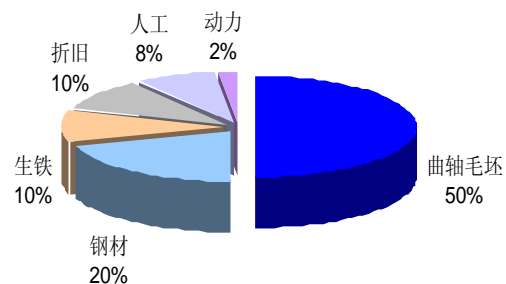


图7 公司成本构成



资料来源：公司年报，国海证券研究所

公司直接和间接用钢成本（包括生铁）占到公司所有生产成本的80%，因此钢材价格上涨对公司产生不利影响。但是，我们仍相信公司2010年的毛利率水平能继续维持在高位，理由如下：第一，钢材价格上涨幅度不会太大，行业认为20%左右；第二，公司铸造子公司毛利率高、盈利能力强，能吸收大部分钢材价格上涨的压力，公司直接采购钢材的比重逐步缩小，毛坯件的采购比重逐步扩大，因此钢材价格上涨的传导作用有限。第三，公司与下游客户签订的合同采用“原材料价格+合理制造利润”的方式，如果原材料价格上涨幅度过大，下游客户对公司或采取补贴或产品直接提价，原材料价格上涨的压力向下传导的机制比较顺畅。

我们预计公司2010年毛利率仍能维持在29%左右的高位。

管理能力突出 全年期间费用率稳中有降

2010年1-3月，公司期间费用率10.31%，环比去年4季度下降3个百分点，这表明公司的管理能力在逐步提升。1季度管理费用绝对额的增长主要用于加大研发投入，较为合理。我们认为，公司下游客户稳定，销售费用率今年将下降明显；公司从国外引进ERP系统后，管理能力还将进一步提升，管理费用也将得到很好的控制；募集资金到账也减小了财务压力，目前的资产负债率在20%的很低位置，财务费用率今年也会下降。综合考虑，公司全年期间费用率将低于10%。

目标价 33 元 给予“买入”评级

预计 2010 年公司 EPS0.83 元。我们预计, 2010 年公司将实现营业收入 12.09 亿元, 归属母公司净利润 2.73 亿元, EPS0.83 元。募集项目投产大大提高公司产能, 2011 年公司 EPS 将上升到 1.14 元, 2012 年达到 1.32 元。

我们认为公司未来增长确定, 竞争优势明显。公司是 2009 年 8 月上市的新股, 目前与公司几乎同时上市的亚太股份股价已升至 52 元, 10 年动态 PE 在 40 倍以上。如果 10 年公司的动态 PE 也达到 40 倍, 目标价将达到 33 元。即使不考虑新股溢价, 公司目前的估值水平 (PE 和 PB) 相对银轮股份、威孚高科和滨州活塞等发动机核心零部件厂商也相对较低。综合考虑, 我们给予公司“买入”的投资评级, 目标价定为 33 元。

表 1 关键零部件上市公司估值比较 (10/04/20)

股票代码	证券简称	股价 (10/04/20)	EPS			PE			BPS			PB		
			08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E
002283.SZ	天润曲轴	21.74	0.56	0.57	0.83	38.82	38.14	26.19	2.41	6.26	7.09	9.01	3.47	3.07
002284.SZ	亚太股份	50.15	0.68	1.14	1.35	73.75	43.99	37.15	3.90	9.14	10.15	12.87	5.49	4.94
002126.SZ	银轮股份	23.70	0.44	0.54	0.69	53.86	43.89	34.35	4.74	5.15	5.61	5.00	4.60	4.22
000581.SZ	威孚高科	17.32	0.34	0.72	1.21	50.94	24.06	14.31	4.42	4.93	5.72	3.92	3.51	3.03
600960.SH	滨州活塞	12.30	0.18	0.32	0.38	68.33	37.92	32.37	3.92	4.23	4.60	3.14	2.91	2.67
	平均					57.14	37.60	28.87				6.79	4.00	3.59

资料来源: 国海证券研究所

附录：盈利预测

资产负债表							利润表						
单位:百万元							单位:百万元						
会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	628.47	526.82	1,047.89	1,337.13	1,780.01	2,333.96	一、营业收入	749.42	819.89	774.74	1,208.60	1,692.04	1,962.76
货币资金	51.47	44.81	425.48	431.75	520.97	889.04	减: 营业成本	589.78	608.50	545.22	868.26	1,238.91	1,450.09
交易性金融资产	0.00	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	0.31	4.14	3.63	5.45	7.25	8.20
应收款项	235.89	189.22	298.42	397.35	556.29	645.29	销售费用	21.54	24.09	22.40	30.21	38.92	43.18
预付款项	146.92	25.85	94.35	142.73	203.66	238.37	管理费用	41.43	51.85	63.62	69.98	73.48	77.15
存货	188.83	242.43	226.11	361.77	495.56	557.73	财务费用	14.38	22.93	4.98	-3.40	0.22	2.03
其他流动资产	5.36	4.51	3.53	3.53	3.53	3.53	资产减值损失	2.48	1.27	0.39	0.00	0.00	0.00
非流动资产	634.02	870.46	913.78	1,151.08	1,220.61	1,147.01	加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资及金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其中: 联营企业收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	447.86	468.40	563.13	719.74	789.05	716.36	二、营业利润	79.50	107.10	134.50	238.10	333.26	382.11
在建工程	91.53	308.89	258.53	339.21	339.44	338.53	加: 营业外收入	28.45	18.75	16.51	18.17	19.98	21.98
其他生产性资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	减: 营业外支出	3.83	1.19	9.76	10.74	11.81	12.99
无形资产及递延性资产	94.63	93.17	92.12	92.12	92.12	92.12	三、利润总额	104.13	124.66	141.25	245.53	341.44	391.10
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	减: 所得税费用	10.26	11.32	15.87	31.92	51.22	58.66
资产总计	1,262.50	1,397.29	1,961.67	2,488.21	3,000.62	3,480.97	四、净利润	93.87	113.34	125.38	213.61	290.22	332.43
流动负债	669.76	682.28	408.25	571.19	743.38	841.29	归属母公司净利润	93.00	101.29	113.01	199.73	272.81	315.81
短期借款	333.86	353.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益与调整	0.87	12.05	12.38	13.88	17.41	16.62
应付账款	169.52	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	五、总股本(万股)	180.00	180.00	240.00	240.00	240.00	240.00
预收账款	54.28	34.41	11.09	49.67	69.54	80.66	EPS (元)	0.52	0.56	0.47	0.83	1.14	1.32
其他	112.11	294.87	397.16	521.52	673.84	760.63							
长期负债	110.00	116.02	18.80	168.80	218.80	268.80	主要财务比率						
长期借款	110.00	116.02	0.00	150.00	200.00	250.00	会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	成长能力						
其他	0.00	0.00	18.80	18.80	18.80	17.80	营业收入	53.70%	9.40%	-5.51%	56.00%	40.00%	16.00%
负债合计	779.76	798.30	427.05	739.99	962.18	1,110.09	营业毛利	67.99%	32.42%	8.58%	48.28%	33.14%	13.14%
少数股东权益	7.58	19.63	32.01	45.89	63.30	79.93	EBIT	119.74%	36.26%	29.70%	2.81%	22.50%	122.50%
股本	180.00	180.00	240.00	240.00	240.00	240.00	净利润	193.54%	8.92%	11.57%	76.74%	36.59%	15.76%
资本公积	275.96	285.87	1,043.55	1,043.55	1,043.55	1,043.55	获利能力						
留存收益	19.19	113.49	219.06	418.78	691.59	1,007.40	毛利率	21.30%	25.78%	29.63%	28.16%	26.78%	26.12%
股东权益合计	482.73	598.99	1,534.62	1,748.23	2,038.45	2,370.88	EBIT/收入	12.86%	16.02%	18.05%	19.42%	19.71%	19.57%
负债和股东权益	1,262.50	1,397.29	1,961.67	2,488.21	3,000.62	3,480.97	净利率	12.41%	12.35%	14.59%	16.53%	16.12%	16.09%
							ROE	19.57%	17.48%	7.52%	11.73%	13.81%	13.79%
							ROIC	10.13%	10.61%	8.17%	11.25%	12.97%	12.68%
现金流量表							单位:百万元						
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	偿债能力						
经营活动现金流	64.68	207.15	74.23	253.56	189.66	389.19	资产负债率	61.76%	57.13%	21.77%	29.74%	32.07%	31.89%
净利润	93.87	113.34	125.38	213.61	290.22	332.43	利息保障倍数	6.53	4.94	25.16	-62.86	1322.27	163.55
折旧摊销	2.48	1.27	0.39	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.65	0.41	2.00	1.70	1.72	2.11
财务费用	58.84	63.83	65.69	97.69	80.69	142.69	经营现金净额/当期债务	0.19	0.59	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
投资收益	0.98	2.73	2.72	0.00	0.00	0.00	营运能力						
营运资金变动	14.07	18.89	3.92	-3.40	0.22	2.03	总资产周转率	0.59	0.59	0.39	0.49	0.56	0.56
其它	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款天数	113.32	83.08	138.67	118.36	118.36	118.36
投资活动现金流	-274.57	-164.81	-166.76	-400.68	-150.23	-69.09	存货天数	115.26	143.43	149.30	150.00	144.00	138.46
资本支出	-257.61	-168.45	-191.42	-400.68	-150.23	-69.09	每股指标 (元)						
长期投资	-17.20	-168.45	-191.42	-400.68	-150.23	-69.09	EBIT/股本	0.54	0.73	0.58	0.98	1.39	1.60
其他	0.24	3.64	24.66	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.36	1.15	0.31	1.06	0.79	1.62
筹资活动现金流	230.26	-18.44	439.20	153.40	49.78	47.97	每股净资产	2.64	3.22	6.26	7.09	8.23	9.55
债务融资	315.86	19.11	-353.00	150.00	50.00	50.00	估值比率						
权益融资	0.00	0.00	819.00	0.00	0.00	0.00	P/E	42.08	38.63	46.17	26.12	19.13	16.52
其它	-85.60	-37.56	-26.80	3.40	-0.22	-2.03	P/B	8.24	6.75	3.47	3.06	2.64	2.28
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/S	5.22	4.77	6.73	4.32	3.08	2.66
现金净增加额	20.37	23.89	346.67	6.28	89.22	368.06	EV/EBITDA	43.80	32.90	34.33	21.19	14.84	12.08

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。