



天润曲轴 (002283) 研究报告: 中报点评

平稳快速增长的曲轴龙头

汽车及零部件行业-零部件

评级: 买入

分析师 卜忠东

执业证书: S0350207100527

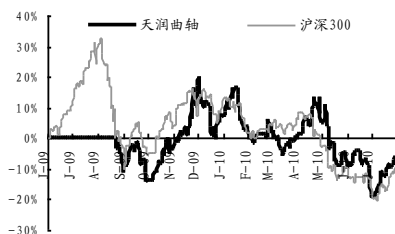
联系人: 王清涛 电话: 0755-83704748

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. 7. 30

当前价格 (元)	21.74
52 周价格区间 (元)	15.55-24.67
总市值 (百万)	4502
流通市值 (百万)	1126
总股本 (万股)	24000
流通股 (万股)	6000
日均成交额 (百万)	72.76
近一月换手 (%)	65.52

财务数据

2010. 6. 31

毛利率	29.65%
净利率	16.52%
净资产收益率	5.96%
总资产收益率	5.10%
资产负债率	19.41%
现金分红比率	-
市盈率	22.6
市净率	2.83

事件

2010年7月30日, 公司公布2010年中报。公司2010年1-6月实现销售收入6.13亿元, 同比增长66.66%; 归属于母公司净利润0.91亿元, 同比增长46.24%, 实现每股收益0.38元, 业绩符合我们的预期。

点评

国内重型发动机曲轴龙头

公司主要经营曲轴、连杆和铸造等业务, 曲轴覆盖重型、中型、轻型和轿车等各种类型。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%, 是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。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年上半年进一步加剧。2010年1-6月, 公司重型曲轴销售超过22万根, 约占全部曲轴销售的56%。重型曲轴收入较去年同期10.62个百分点, 达到83.04%, 重型曲轴毛利率为33.44%, 较去年同期提高3.47个百分点, 重型曲轴利润占公司所有业务的利润高达89.03%。

图1 天润曲轴的产品结构

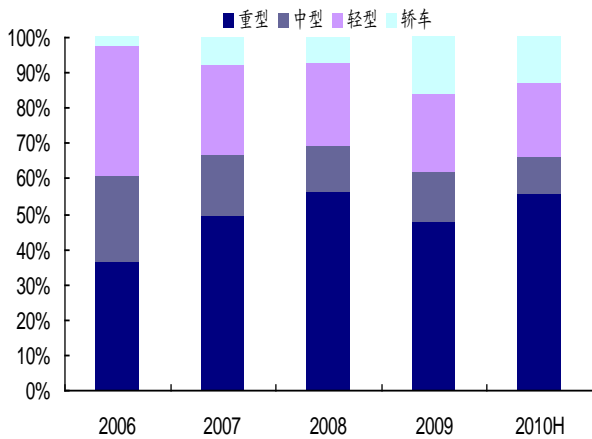


图2 天润曲轴的产品价格

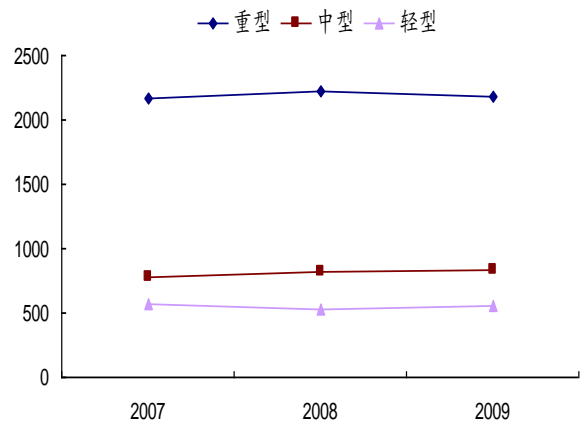


图3 天润曲轴 2010年1-6月收入结构

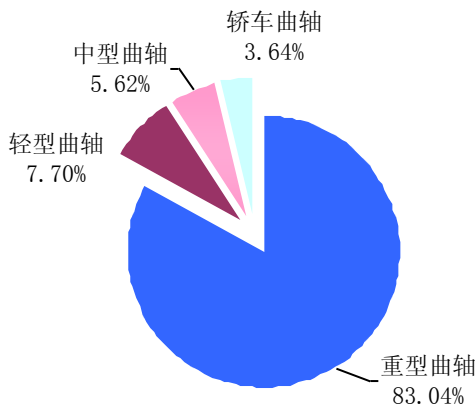
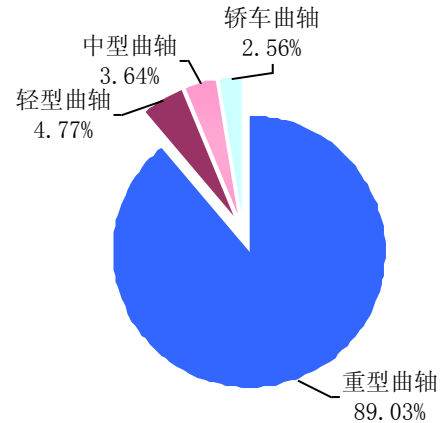


图4 天润曲轴 2010年1-6月利润结构



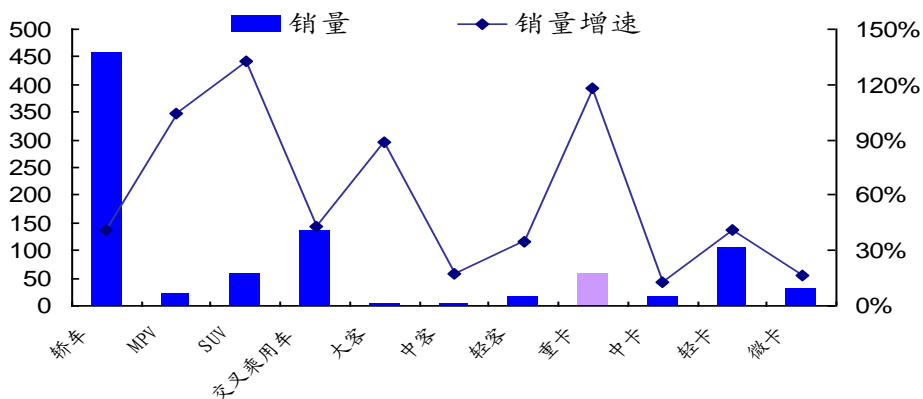
资料来源：国海证券研究所

中报虽不靓丽 但不乏亮点

2010年1-6月，公司实现销售收入6.13亿。通过产品结构和产品售价我们推测公司上半年曲轴销量约40万支，其中重型曲轴销量超过22万支，占整个曲轴销量的56%。

2010年1-6月，重卡销售58.42万辆，同比增长112.71%，是上半年增长最快的子行业之一。

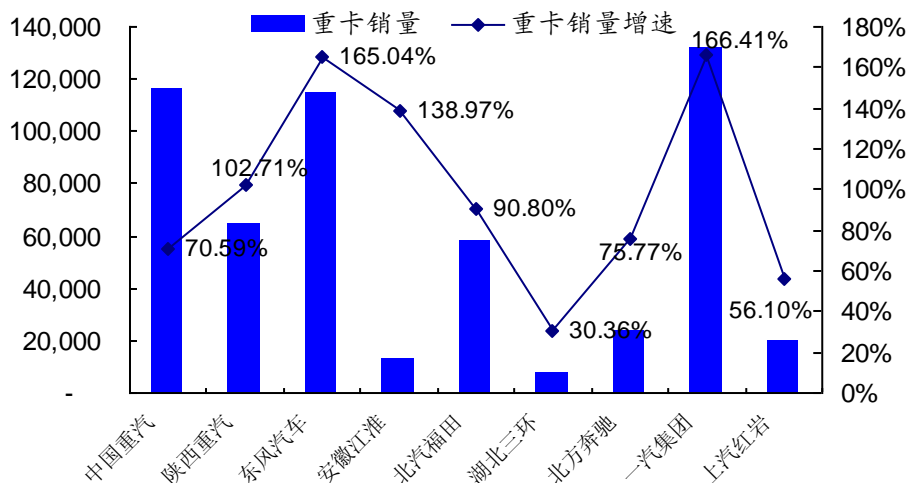
图5 2010年1-3月汽车细分子行业销量



资料来源：汽车工业协会，国海证券研究所

重型曲轴的盈利能力强，上半年重卡市场又处于井喷状态，公司充分利用柔性化生产线，将精力更多集中于重型曲轴的生产和销售，重型曲轴收入同比增长 83.21%。尽管如此，由于公司募投项目没有投产，公司仍必须面临产能瓶颈而不得不舍弃部分定单，因此公司重型曲轴收入增速低于下游客户重卡的销量的增速（陕汽 102.71%，东风 165.04%，北汽 90.80%，一汽 166.41%）。

图 6 2010 年 1-6 月主流重卡厂商销量及增速



资料来源：汽车工业协会，国海证券研究所

中国重汽上半年业绩预增 150%~160%，潍柴动力上半年业绩预增 120%~165%，相比之下，天润的业绩表现比较平淡。我们认为主要有以下两个原因：第一，公司生产线具备柔性化特征，去年上半年重卡市场表现低靡时，公司充分发挥这一优势去生产相对景气的轻卡和轿车曲轴，因此去年上半年公司业绩好于重卡上市公司，对应的基数就高；第二，今年上半年重卡出现井喷，而公司募投项目还没有完全投产，公司仍面临产能瓶颈舍弃了部分定单，而下游重卡厂商产能扩张明显，享受到了上半年的井喷行情。

上半年公司业绩看似平淡，实则反映公司较强的抵御周期波动的能力。由于公司的定单都是计划内的，当下半年重卡增速放缓时，公司定单也不会明显减少，我们按照历年定单推算，公司全年业绩增长在 50%左右。按照行业平均预测，2010 年重卡增速在 30%左右，这意味着公司在下半年的表现要优于行业。随着募投项目的投产，公司产能问题会得到有效解决，未来的高增长也值得期待。

高盈利能力打造核心竞争实力

锻造公司保障公司产品获得持续稳定的高毛利

曲轴毛坯占整个生产成本的 50%，对毛利率有决定性的影响。2010 年上半年，公司曲轴毛坯近三分之二从控股子公司文登恒润锻造有限公司采购，大大降低了曲轴毛坯的运输成本，同时通过纵向产业链整合的方式提高了公司的利润空间，保证了公司的高毛利。2010 年上半年，公司产品毛利率达到 29.65%，我们认为，只要钢材等原材料价格不出现大幅波动，2010 年公司的毛利率将稳定在 29%左右的水平。

图7 公司上半年综合毛利率仍维持高位

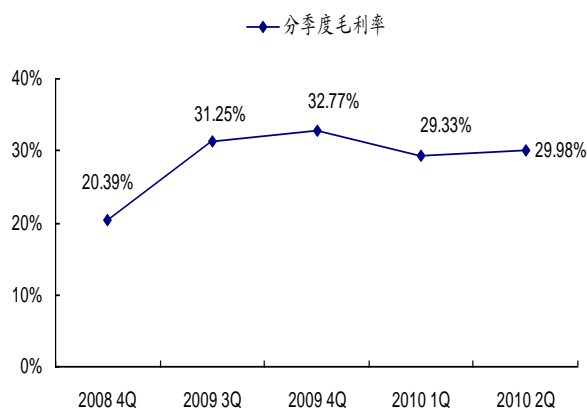
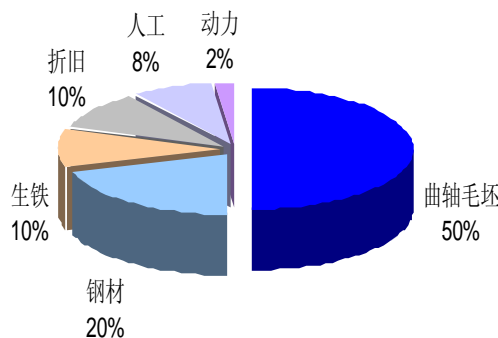


图8 公司成本构成



资料来源：公司年报，国海证券研究所

资产负债率低 总资产收益率居行业前列

2010年上半年，公司资产负债率仅19.41%，在去年年末的基础上进一步下降2.36个百分点。主要零部件企业的资产负债率平均为44.84%，公司资产负债率远远低于这一水平，一则反映公司稳健经营的理念，二则预示公司财务杠杆还有很大的发挥空间。

比较主要零部件企业的总资产收益率（按照1季度年化），天润曲轴酬率高达12.14%，上半年进一步提升至12.40%，仅次于潍柴动力和银轮股份。这说明公司资产质量良好，盈利能力突出。

图9 主要零部件公司资产负债率比较

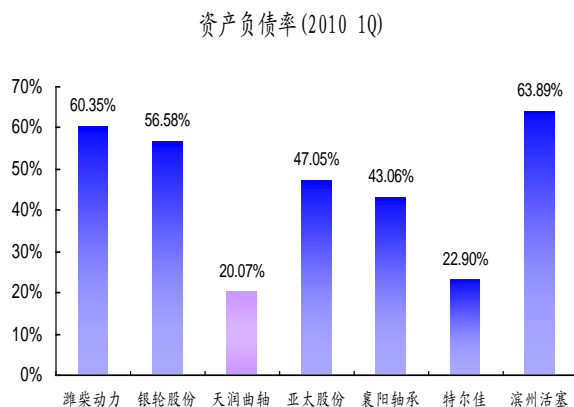
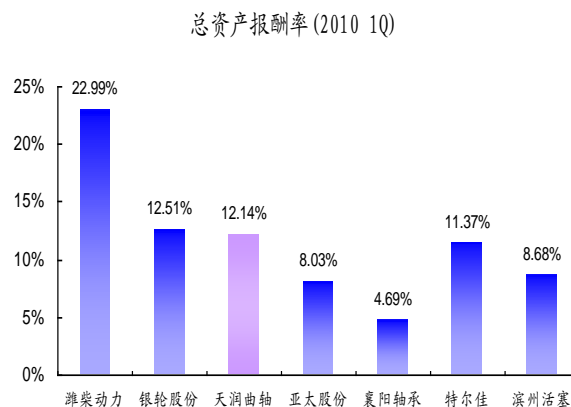


图10 主要零部件公司总资产收益率比较 (2010 1Q)



资料来源：公司年报，国海证券研究所

给予“买入”评级

预计2010年公司EPS0.83元。我们预计，2010年公司实现营业收入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。当前股价对应的10/11/12年PE为22/16/14倍。

公司未来增长确定，竞争优势明显。第一，募投项目投产进一步巩固了公司重型曲轴的龙头地位；第二，公司生产大功率发动机曲轴的设备领先于竞争对手，而目前重卡大型化趋势明显，公司有望占得先机；第三，公司

以铁代钢技术已经在康明斯、锡柴等发动机上开始运用，新技术将为公司带来超额收益；第四，公司胀断连杆新产品逐步放量，它取代传统的切断连杆是大势所趋，该项业务将成为公司新的盈利增长点。

我们认为，相比多数整车及零部件企业 100%以上的增长，公司中报并不算靓丽，但是公司持续高增长的能力不应受到质疑。柔性生产线能提高公司抵御周期波动的能力，即使下半年整车销量增幅环比下滑，公司的也能获得稳定增长。

我们继续维持对公司的“买入”评级。

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	0.00	150.00	200.00	250.00							
长期借款	110.00	116.02	0.00	150.00	200.00	250.00							
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00							
其他	0.00	0.00	18.80	18.80	17.80	17.80							
负债合计	779.76	798.30	427.05	739.99	962.18	1,110.09							
少数股东权益	7.58	19.63	32.01	45.89	63.30	79.93							
股本	180.00	180.00	240.00	240.00	240.00	240.00							
资本公积	275.96	285.87	1,043.55	1,043.55	1,043.55	1,043.55							
留存收益	19.19	113.49	219.06	418.78	691.59	1,007.40							
股东权益合计	482.73	598.99	1,534.62	1,748.23	2,038.45	2,370.88							
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							

现金流量表						
单位:百万元						
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	64.68	207.15	74.23	253.56	189.66	389.19
净利润	93.87	113.34	125.38	213.61	290.22	332.43
折旧摊销	2.48	1.27	0.39	0.00	0.00	0.00
财务费用	58.84	63.83	65.69	97.69	80.69	142.69
投资收益	0.98	2.73	2.72	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	14.07	18.89	3.92	-3.40	0.22	2.03
其它	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-274.57	-164.81	-166.76	-400.68	-150.23	-69.09
资本支出	-257.61	-168.45	-191.42	-400.68	-150.23	-69.09
长期投资	-17.20	-168.45	-191.42	-400.68	-150.23	-69.09
其他	0.24	3.64	24.66	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	230.26	-18.44	439.20	153.40	49.78	47.97
债务融资	315.86	19.11	-353.00	150.00	50.00	50.00
权益融资	0.00	0.00	819.00	0.00	0.00	0.00
其它	-85.60	-37.56	-26.80	3.40	-0.22	-2.03
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	20.37	23.89	346.67	6.28	89.22	368.06

主要财务比率						
会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力						
营业收入	53.70%	9.40%	-5.51%	56.00%	40.00%	16.00%
营业毛利	67.99%	32.42%	8.58%	48.28%	33.14%	13.14%
EBIT	119.74%	36.26%	29.70%	2.81%	22.50%	122.50%
净利润	193.54%	8.92%	11.57%	76.74%	36.59%	15.76%
获利能力						
毛利率	21.30%	25.78%	29.63%	28.16%	26.78%	26.12%
EBIT/收入	12.86%	16.02%	18.05%	19.42%	19.71%	19.57%
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%
偿债能力						
资产负债率	61.76%	57.13%	21.77%	29.74%	32.07%	31.89%
利息保障倍数	6.53	4.94	25.16	-62.86	1322.27	163.55
速动比率	0.65	0.41	2.00	1.70	1.72	2.11
经营现金净额/当期债务	0.19	0.59	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
营运能力						
总资产周转率	0.59	0.59	0.39	0.49	0.56	0.56
应收账款天数	113.32	83.08	138.67	118.36	118.36	118.36
存货天数	115.26	143.43	149.30	150.00	144.00	138.46
每股指标(元)						
EBIT/股本	0.54	0.73	0.58	0.98	1.39	1.60
每股经营现金流	0.36	1.15	0.31	1.06	0.79	1.62
每股净资产	2.64	3.22	6.26	7.09	8.23	9.55
估值比率						
P/E	36.19	33.23	39.71	22.47	16.45	14.21
P/B	7.08	5.81	2.99	2.64	2.27	1.96
P/S	4.49	4.11	5.79	3.71	2.65	2.29
EV/EBITDA	38.27	28.78	29.13	18.08	12.65	10.18

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。