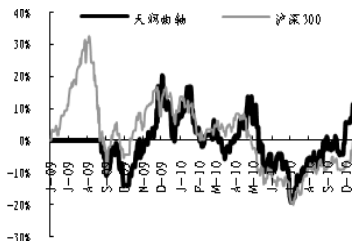


机械-汽车零部件

评级：买入（维持）

相对沪深300表现



表现	1m	3m	12m
天润曲轴	26.53	40.47	37.26
沪深300	5.76	20.76	1.76

市场数据 2010.11.10

当前价格（元）	25.96
52周价格区间（元）	15.55-28.3
总市值（百万）	6230
流通市值（百万）	2618
总股本（万股）	24000
流通股（万股）	10084
日均成交额（百万）	74.32
近一月换手（%）	119.48

相关报告

天润曲轴（002283）中报点评：平稳快速增长的曲轴龙头

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

分析师 王清涛

执业证书编号：S0350210090009

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。

■ 事件：与北汽动力总成签署新产品试制协议

11月10日，公司公告与北京动力总成有限公司就2.0L及2.3L曲轴的产品试制开发事宜进行了充分协商，并签署了《试制协议》。

■ 事件点评

国产曲轴的骄傲 天润曲轴达到世界先进水平

协议约定公司作为北汽动力总成的一级供应商，而印度巴特勒作为其二级供应商，只负责提供曲轴毛坯。

印度巴特勒公司是位列蒂森克卢博、日本住友的之后的世界第三大曲轴供应商，天润能打败它成为北汽动力总成的一级供应商，说明天润产品的综合实力已经达到世界领先水平。此次与北汽动力合作之前，公司还与广汽菲亚特签署了独家配套协议。新进入的中高端合资轿车品牌纷纷选择公司作为其供应商，结束了中高端轿车发动机里无国产曲轴的历史，证明天润品牌已获得世界认可，这既是天润的胜利，更是国产曲轴的骄傲。轿车曲轴替代进口市场空间巨大，我们看好公司的轿车曲轴业务。

为萨博提供配套 业绩贡献有限但意义重大

协议涉及的产品主要为北京汽车工业控股有限责任公司收购的瑞典萨博汽车公司两个发动机系列（2.0L、2.3L）提供配套。待产品试制完后，公司将与北京汽车动力总成有限公司签订正式供货合同。

我们了解到，2011年天润将实现对萨博曲轴的试生产，2012年批量供货。萨博发动机项目的产能大约20万台/年，按照每只曲轴600元左右的价格计算，正式履行合同每年给天润带来年收入仅1.2亿，届时不及天润年收入的5%，因此业绩贡献有限。但是此次与萨博的结合意义重大。天润已是上海汽车（荣威和名爵）的独家配套商，如今又拿下广汽菲亚特和萨博，预示着天润已经进入国内自主品牌和国外高端品牌两个市场，天润定位高端轿车曲轴市场的意图已经凸显，不排除天润继续和奔驰、宝马等国际巨头合作的可能。

公司已进入高速增长期 并迈出多元化步伐

2010年，公司预计生产曲轴80万只，其中重型曲轴超过40万只，占据了曲轴销量的50%，收入贡献更是超过80%。严格意义上讲，天润仅是国内重型曲轴的龙头而非曲轴行业龙头。随着公司IPO项目投产，公司进入高速成长期，我们预计未来3年复合增长率不低于30%。期间，轻型曲轴、轿车曲轴产能瓶颈将会打破，产品多元化路线逐渐清晰。2011年公司轿车曲轴产能将达到30万只，轿车曲轴业务收入将实现翻倍增长。

质地良好的零部件公司 有望成长为国内曲轴巨无霸

我们认为，公司质地优良，是在生产、管理和技术上全面领先的国内汽车零部件生产厂商。生产上，生产效率高、产业链完整自制率高、设备先进废品率低；管理上引进精益化管理模式，管理层稳定且有远见；技术拥有全国行业首家“曲轴工程技术研究中心”、“国家博士后科研工作站”、“国家级技术中心”。凭借这些优势，公司成长为国内曲轴巨无霸已是时间问题。

■ 增长趋势明确 维持“买入”评级

IPO项目投产后，公司迎来高速发展期，我们预计2010/2011年公司销售收入将达到12亿/18亿，对应2010/2011年的EPS为0.83/1.25元，当前收盘价对应的动态PE仅21倍，估值水平大大低于同期及以后上市汽车零部件公司。考虑到未来几年公司快速成长的可能，我们给予“买入”的投资评级。

■ 风险提示

重卡行业波动风险；原材料价格上涨风险。

附录：财务预测简表及相关财务比率

资产负债表							利润表						
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	1,847.75	2,480.83	一、营业收入	749.42	819.89	774.74	1,208.60	1,812.90	2,175.47
货币资金	51.47	44.81	425.48	431.75	501.28	884.24	减：营业成本	589.78	608.50	545.22	868.26	1,323.41	1,598.97
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	7.83	9.22
应收款项	235.89	189.22	298.42	397.35	596.02	715.22	销售费用	21.54	24.09	22.40	30.21	41.70	47.86
预付款项	146.92	25.85	94.35	142.73	217.55	262.85	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	529.37	614.99	财务费用	14.38	22.93	4.98	-3.40	0.22	2.62
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	366.26	439.64
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	374.43	448.63
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	56.16	67.29
资产总计	1,262.50	1,397.29	1,961.67	2,488.21	3,068.36	3,627.84	四、净利润	93.87	113.34	125.38	213.61	318.26	381.34
流动负债	669.76	682.28	408.25	571.19	783.07	911.21	归属母公司净利润	93.00	101.29	113.01	199.73	299.17	362.27
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	19.10	19.07
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	74.50	89.40	EPS(元)	0.52	0.56	0.47	0.83	1.25	1.51
其他	112.11	294.87	397.16	521.52	708.57	821.81							
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%	50.00%	20.00%
负债合计	779.76	798.30	427.05	739.99	1,001.87	1,180.01	营业毛利	67.99%	32.42%	8.58%	48.28%	43.82%	17.78%
少数股东权益	7.58	19.63	32.01	45.89	64.99	84.05	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%	49.79%	21.09%
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	717.95	1,080.22	毛利率	21.30%	25.78%	29.63%	28.16%	27.00%	26.50%
股东权益合计	482.73	598.99	1,534.62	1,748.23	2,066.49	2,447.83	EBIT/收入	12.86%	16.02%	18.05%	19.42%	20.22%	20.33%
负债和股东权益	1,262.50	1,397.29	1,961.67	2,488.21	3,068.36	3,627.84	净利率	12.41%	12.35%	14.59%	16.53%	16.50%	16.65%
							ROE	19.57%	17.48%	7.52%	11.73%	14.95%	15.33%
							ROIC	10.13%	10.61%	8.17%	11.25%	14.04%	14.13%
现金流量表							偿债能力						
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	资产负债率	61.76%	57.13%	21.77%	29.74%	32.65%	32.53%
经营活动现金流	64.68	207.15	74.23	253.56	169.98	404.67	利息保障倍数	6.53	4.94	25.16	-62.86	1450.05	145.37
净利润	93.87	113.34	125.38	213.61	318.26	381.34	速动比率	0.65	0.41	2.00	1.70	1.68	2.04
折旧摊销	2.48	1.27	0.39	0.00	0.00	0.00	经营现金净额/当期债务	0.19	0.59	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
财务费用	58.84	63.83	65.69	97.69	80.69	142.69	营运能力						
投资收益	0.98	2.73	2.72	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.59	0.59	0.39	0.49	0.59	0.60
营运资金变动	14.07	18.89	3.92	-3.40	0.22	2.62	应收账款天数	113.32	83.08	138.67	118.36	118.36	118.36
其它	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	存货天数	115.26	143.43	149.30	150.00	144.00	138.46
投资活动现金流	-274.57	-164.81	-166.76	-400.68	-150.23	-69.09	每股指标(元)						
资本支出	-257.61	-168.45	-191.42	-400.68	-150.23	-69.09	EBIT/股本	0.54	0.73	0.58	0.98	1.53	1.84
长期投资	-17.20	-168.45	-191.42	-400.68	-150.23	-69.09	每股经营现金流	0.36	1.15	0.31	1.06	0.71	1.69
其他	0.24	3.64	24.66	0.00	0.00	0.00	每股净资产	2.64	3.22	6.26	7.09	8.34	9.85
筹资活动现金流	230.26	-18.44	439.20	153.40	49.78	47.38	估值比率						
债务融资	315.86	19.11	-353.00	150.00	50.00	50.00	P/E	52.07	47.80	57.13	32.32	21.58	17.82
权益融资	0.00	0.00	819.00	0.00	0.00	0.00	P/B	10.19	8.36	4.30	3.79	3.23	2.73
其它	-85.60	-37.56	-26.80	3.40	-0.22	-2.62	P/S	6.46	5.91	8.33	5.34	3.56	2.97
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	53.20	39.91	43.16	26.47	16.95	13.32
现金净增加额	20.37	23.89	346.67	6.28	69.53	382.96							

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。