

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

天润曲轴

002283

推荐

步伐在加快, 预期在加强

6-12个月目标价: 35.00元

当前股价: 26.80元

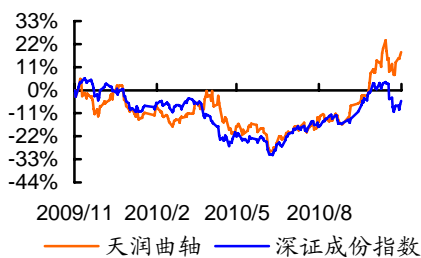
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12604.08
总股本(百万)	240
流通股本(百万)	101
流通市值(亿)	27
EPS (TTM)	0.69
每股净资产(元)	6.39
资产负债率	21.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天润曲轴	7.46	39.22	43.46
深证成份指数	-8.23	14.96	21.60



相关报告

《天润曲轴-迈向世界级的发动机零部件供应商》2010-11-10

投资要点:

- **公司经营稳定, 业务拓展在加快。**公司11月10日公告签署与北汽的《试制协议》, 协议内容约定公司未来为北汽提供轿车(2.0L和2.3L)的曲轴配套。根据公司公告情况, 公司业务拓展有加速迹象, 之前苦练内功卓有成效。预计, 明后两年公司轿车曲轴方面将获得较大进展, 未来将成为重要的利润来源。
- **募投生产线或将提前到位, 助推明年业绩。**公司募投的24万支重型曲轴生产线, 以及30万支重型曲轴毛坯生产线, 进展顺利, 不排除提前达产的可能。重型曲轴是公司的主要利润来源, 新增重型曲轴生产线将解决公司产能不足问题, 显著扩大明后两年利润; 新增曲轴毛坯生产线将提高毛坯自供率, 重型曲轴毛利率也将获得快速提升。我们预计, 新增产能实现后, 公司重型曲轴毛坯自供率将由50%提升至80%, 重型曲轴毛利率将由33%提高至35%以上。
- **作为曲轴龙头, 公司延伸竞争优势, 多元化战略将获得成功。**我国重型发动机技术处于世界领先水平, 广泛应用于船舶、工程机械、重型商用车、农用机械等, 未来空间广阔。公司产品是重型发动机核心部件, 将伴随我国重型发动机工业发展而快速崛起。公司在重型曲轴领域的龙头地位巩固, 还拓展胀断连杆、轿车曲轴等产品, 已获知名发动机企业认证或试制资格。我们预计, 公司的多元化战略将获得成功, 重型曲轴份额加大, 同时轿车曲轴和胀断连杆将成为新的利润来源。
- **推荐理由:**公司生产管理优势明显, 产品市场开拓进展顺利, 并有加快趋势, 募投项目或将提前达产, 明后年业绩增长明确, 长期成长空间广阔。未来我们将密切跟踪公司的最新进展, 包括客户开拓、订单签订、产品开发等。
- **投资建议:**基于以上预期, 我们调高10-12年EPS分别为0.82元、1.32元、1.62元。基于我们对公司未来长期成长性的判断, 我们认为公司10年的合理估值在40~45倍左右, 调高未来6-12个月目标价至35元, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:**宏观经济严重放缓影响重卡市场发展, 原材料价格大幅上升等因素将影响市场预期和公司盈利水平。

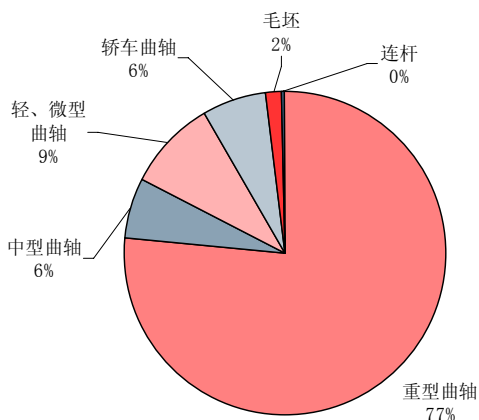
主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	775	1241	1738	2139
同比(%)	-6%	60%	40%	23%
归属母公司净利润(百万元)	113	197	316	390
同比(%)	12%	75%	60%	23%
毛利率(%)	29.6%	30.1%	32.3%	31.0%
ROE(%)	7.5%	11.7%	18.0%	20.4%
每股收益(元)	0.47	0.82	1.32	1.62
P/E	52.97	30.32	18.92	15.35
P/B	3.98	3.56	3.40	3.13
EV/EBITDA	27	20	13	11

资料来源: 中投证券研究所

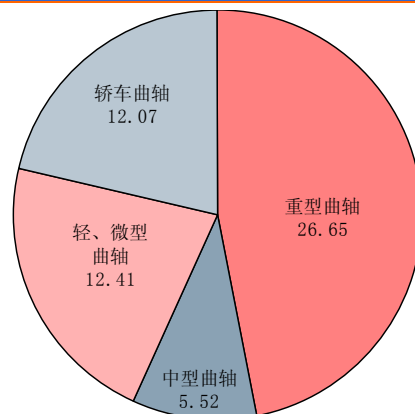
公司是中国规模最大的汽车发动机曲轴专业制造商。公司综合实力在国内曲轴行业位居第一，曲轴产品下游覆盖商用车和乘用车。

图 1 公司收入以重型曲轴为主



资料来源：公司公告、中投证券研究所

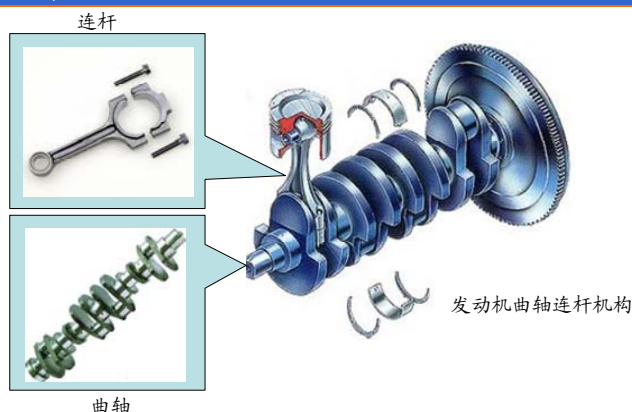
图 2 公司曲轴销量构成（万支）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司产品是发动机的核心部件。曲轴和连杆是内燃机五大核心零部件(缸体、缸盖、曲轴、连杆、凸轮轴)，人们形象地称之为“内燃机的心脏”。

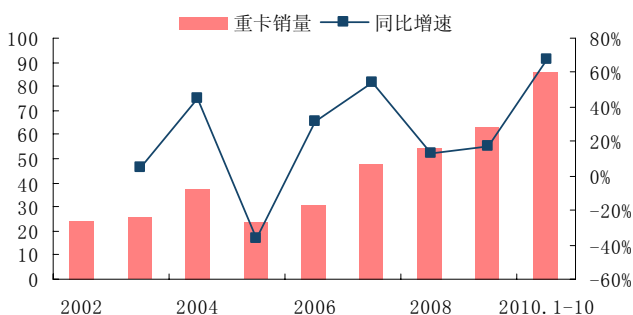
图 3 公司主要产品



资料来源：中投证券研究所

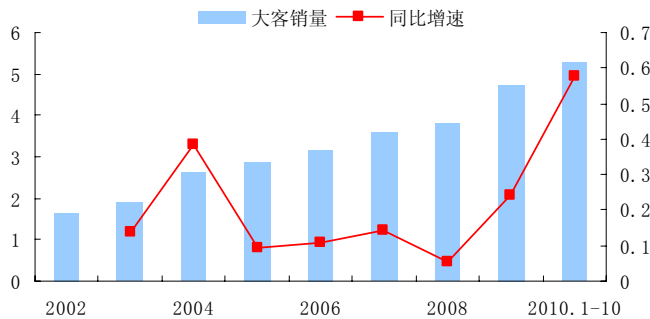
车用重型发动机需求旺盛。车用重型发动机主要供应重卡和大中客。

图 4 我国重卡销量（2002~2010.1-9）



资料来源：OICA、中投证券研究所

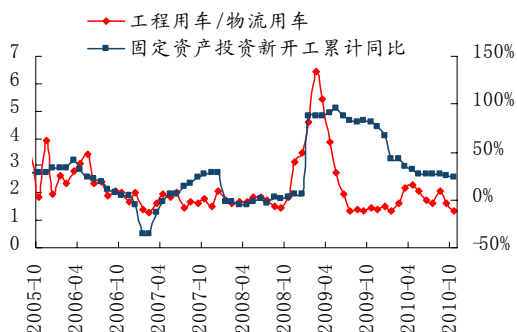
图 5 我国大客销量（2002~2010.1-9）



资料来源：OICA、中投证券研究所

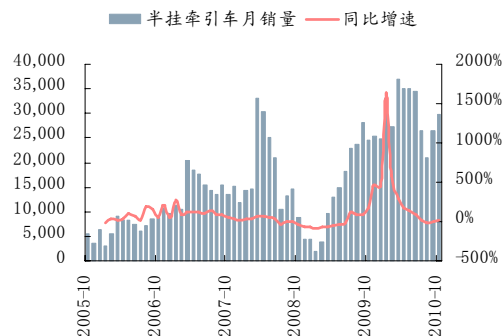
消费拉动物流需求，启动投资品重卡消费化，重卡行业将稳步发展。

图 6 投资拉动作用后回归理性



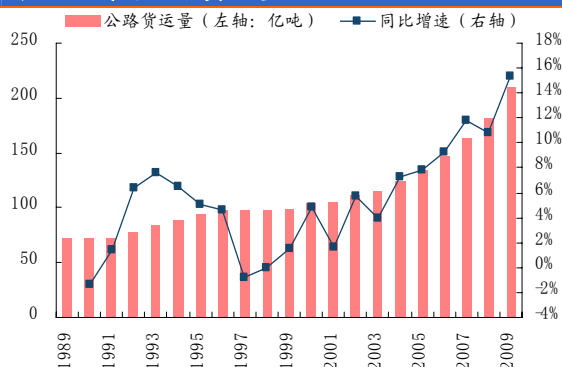
资料来源：CAAM、中投证券研究所

图 7 物流车销量形成稳定规模



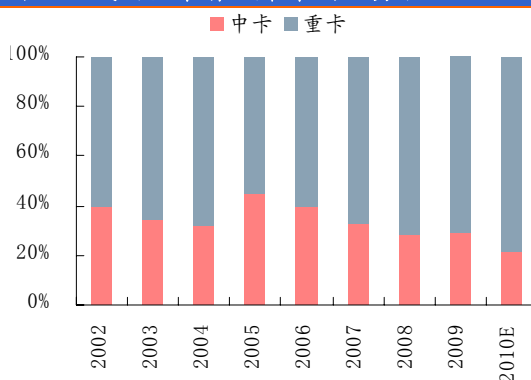
资料来源：CAAM、中投证券研究所

图 8 我国公路货运量 (亿吨)



资料来源：CAAM、中投证券研究所

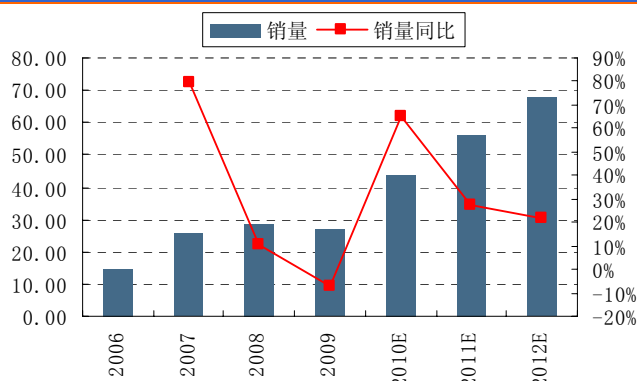
图 9 我国重卡替代中卡的趋势明显



资料来源：CAAM、中投证券研究所

新增产能快马加鞭，公司曲轴份额将继续扩大。

图 10 天润曲轴重型曲轴销量及增速



资料来源：CAAM、中投证券研究所

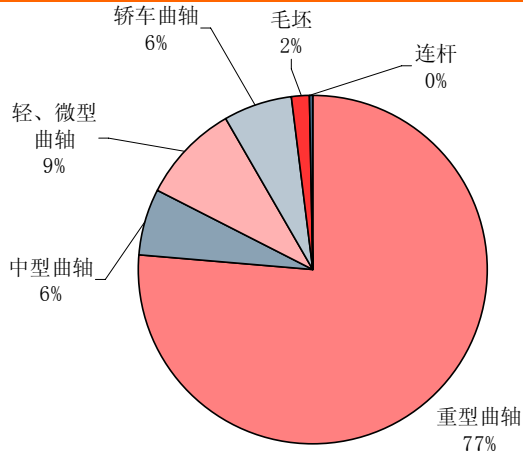
表 1 募投项目的市场前景明确

项目名称	产品型号	产品类别	设计产能	项目性质
锡柴重卡曲轴生产线	29D、53D、81D 钢轴	重卡曲轴	三种型号各 3 万支	新建配套
康明斯重卡曲轴生产线	ISZ13、ISM11 钢轴	重卡曲轴	1.5 万支、5.5 万支	新建配套
康明斯轻卡曲轴生产线	3.8 升铁轴	轻卡曲轴	15 万支	新建配套
潍柴重卡曲轴生产线	WD615、WD618	重卡曲轴	8 万支	扩大产能

资料来源：公司资料、中投证券研究所

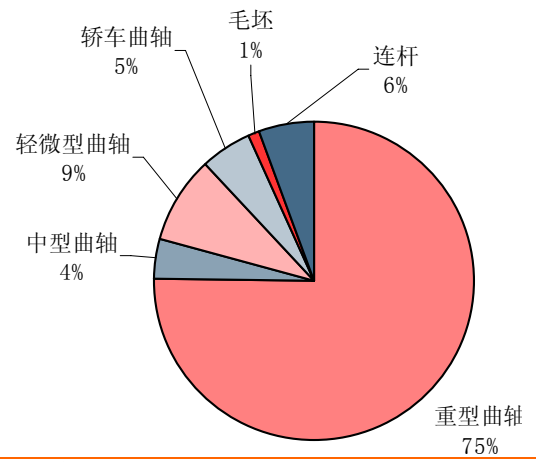
公司轿车曲轴和连杆业务将成新增亮点。

图 11 天润曲轴收入构成(2009A)



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 12 天润曲轴收入构成预测(2012E)



资料来源：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	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011	2012
流动资产	1048	885	1220	1489	营业收入	775	1241	1738	2139
现金	425	50	50	50	营业成本	545	867	1177	1476
应收账款	124	177	244	311	营业税金及附加	4	4	8	10
其它应收款	4	5	8	9	营业费用	22	35	45	56
预付账款	94	117	176	184	管理费用	64	96	122	128
存货	226	333	459	581	财务费用	5	5	18	20
其他	174	203	284	353	资产减值损失	0	1	1	1
非流动资产	914	1527	1599	1523	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	563	1143	1329	1346	营业利润	134	233	367	447
无形资产	89	88	86	84	营业外收入	17	18	18	20
其他	261	296	184	93	营业外支出	10	9	9	9
资产总计	1962	2412	2819	3012	利润总额	141	242	376	458
流动负债	408	661	975	1001	所得税	16	27	42	51
短期借款	0	143	324	221	净利润	125	214	333	407
应付账款	90	160	214	273	少数股东损益	12	17	17	17
其他	318	358	437	507	归属母公司净利润	113	197	316	390
非流动负债	19	19	19	19	EBITDA	208	283	452	543
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.82	1.32	1.62
其他	19	19	19	19					
负债合计	427	680	994	1019	主要财务比率				
少数股东权益	32	49	66	83	会计年度	2009	2010	2011	2012
股本	240	240	240	240	成长能力				
资本公积	1028	1028	1028	1028	营业收入	-5.5%	60.2%	40.0%	23.1%
留存收益	235	416	492	642	营业利润	25.6%	72.9%	57.6%	22.0%
归属母公司股东权益	1503	1683	1760	1910	归属于母公司净利润	11.6%	74.7%	60.3%	23.2%
负债和股东权益	1962	2412	2819	3012	获利能力				
					毛利率	29.6%	30.1%	32.3%	31.0%
					净利率	14.6%	15.9%	18.2%	18.2%
					ROE	7.5%	11.7%	18.0%	20.4%
					ROIC	10.0%	10.8%	15.3%	18.1%
					偿债能力				
					资产负债率	21.8%	28.2%	35.2%	33.8%
					净负债比率	26.84	37.90%	44.09	32.93%
					流动比率	2.57	1.34	1.25	1.49
					速动比率	2.01	0.83	0.78	0.91
					营运能力				
					总资产周转率	0.46	0.57	0.66	0.73
					应收账款周转率	6	8	8	7
					应付账款周转率	5.28	6.93	6.29	6.06
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.47	0.82	1.32	1.62
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.68	0.90	1.51
					每股净资产(最新摊薄)	6.26	7.01	7.33	7.96
					估值比率				
					P/E	52.97	30.32	18.92	15.35
					P/B	3.98	3.56	3.40	3.13
					EV/EBITDA	27	20	13	11

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。

邓学: 中投证券研究所汽车行业分析师, 2010 年、2006 年分别获得清华大学汽车工程系硕士、学士学位。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(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。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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, 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和信息, 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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
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