

汽车零部件

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

6-12个月目标价: 40.00元

当前股价: 32.64元

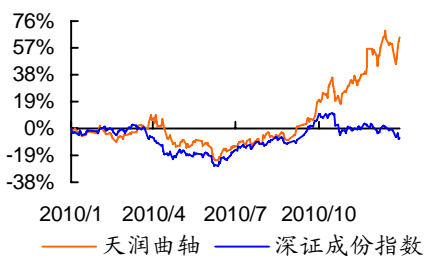
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	11639.96
总股本(百万)	240
流通股本(百万)	101
流通市值(亿)	33
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	1.30	33.12	80.73
深证成份指数	-9.57	-11.22	12.75



相关报告

- 《天润曲轴-彰显鲲鹏之志, 可待凤舞九天》 2010-12-23
- 《天润曲轴-步伐在加快, 预期在加强》 2010-11-26
- 《天润曲轴-迈向世界级的发动机零部件供应商》 2010-11-10

天润曲轴

002283

强烈推荐

马疾飞千里, 凤鸣震宇内

我们跟踪公司经营近况, 维持前期判断: 公司在曲轴领域具有实现全球扩张的潜质和实力, 将成长为世界级制造企业。公司**成长空间在加大、客户拓展在加速、产品优势在积聚、盈利能力在彰显**, 根据近期对公司的跟踪, 1 季度公司订单数量接近公司产能的两倍, 供不应求的局面从未改变。业绩确定性爆发增长, 公司成长空间广阔, 股价中长期具备上升潜力。

投资要点:

- **高端装备制造业的明珠, 内生和外延成长空间广阔。**中国最大的发动机曲轴制造商, 产品覆盖各类汽车, 陆续延伸至工程机械和船舶制造, 彰显**装备制造业核心企业**的独特价值; 曲轴和连杆是发动机核心部件, 公司技术已达国际先进水平, 具备世界级企业潜质, 立志实现曲轴销量 **1000 万支** (目前不到 100 万支)。
- **11 年产能释放市场份额, 12 年多元化爆发, 规模效应下五年内持续高增长。**11 年公司重轴市场供不应求, IPO 项目产能快速释放, 预计 1 季度盈利增速达到 80% 以上; 12 年公司在轻型曲轴、轿车曲轴、连杆、出口领域实现多元化爆发, 增速接近 30%; 12 年以后在规模效应和高精尖船用曲轴带动下将踏上新的成长征程。
- **公司经营势头强劲, 增发扩产合理到位。**公司目前重轴供不应求, 乐观估计 11 年收入能到 20 亿, 利润超过 3 亿没有悬念; 12 年轿车、轻型曲轴上量, 夯实规模、量增利增, 同时出口和维修市场将得到挖掘; 12 年以后涉足船用曲轴领域, 实现量变到质变。鉴于公司产品竞争优势明显, 客户资源快速扩大, 未来产能问题将限制公司长远发展, 公司将募资不超过 10.8 亿元新增产能, 扩大领先锁定未来!
- **公司目前正处于高速增长期, 投资价值凸显。**十二五规划目标实现销量 300 万支曲轴、600 万支连杆, 收入规模超过 70 亿元, 年均收入增速接近 30%!
- **推荐理由:**公司是少数能够诠释“产业升级”真意的重点企业, 核心竞争力强劲, 业绩增速较快, 与其他的汽车零部件企业有很大的差异, 成长空间异常广阔。我们持续跟进公司快速的发展步伐, 理解行业和公司的发展思路, 建议重点关注公司成长机遇, 把握公司的投资价值。
- **投资建议:**基于预期, 我们调高 10-12 年 EPS 至 0.92 元、1.37 元、1.72 元。11 年合理估值 30 倍, 维持 6-12 个月第一目标价 40 元, 维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:**经济放缓影响重卡销量、原材料成本上升, 将影响公司盈利不达预期。

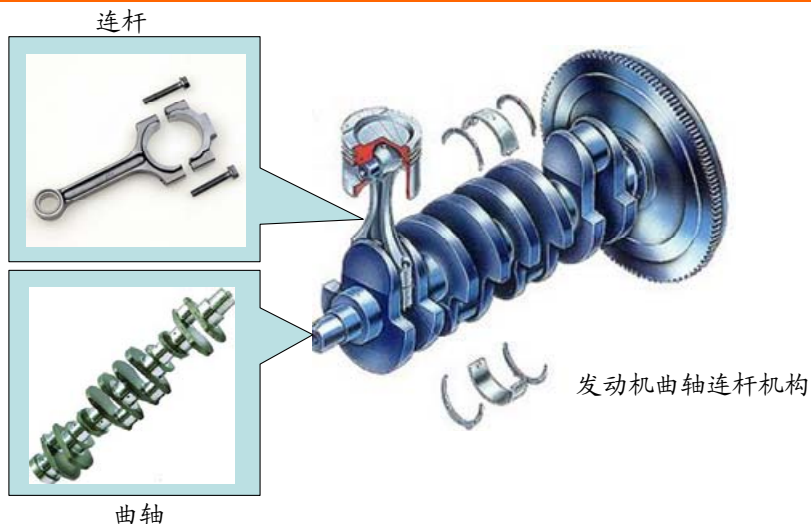
主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	775	1263	1775	2264
同比(%)	-6%	63%	41%	28%
归属母公司净利润(百万元)	113	221	328	415
同比(%)	12%	96%	49%	26%
毛利率(%)	29.6%	31.9%	32.5%	31.0%
ROE(%)	7.5%	13.0%	18.3%	21.1%
每股收益(元)	0.47	0.92	1.37	1.73
P/E	52.97	27.08	18.23	14.42
P/B	3.98	3.51	3.33	3.04
EV/EBITDA	27	18	12	10

资料来源: 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“内燃机的核心”。曲轴连杆装置是将内燃机膨胀带动的上下动能转化成旋转动能，整个转化过程承受高频变化的高压，在材料、刚性、加工尺寸和形状精度上要求极高。

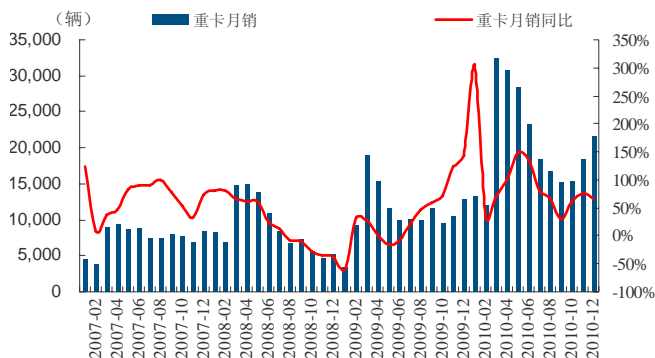
图 1 公司主要产品



资料来源：中投证券研究所

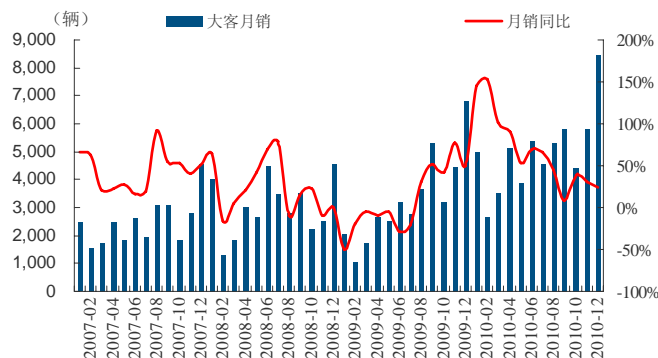
车用重型发动机需求旺盛。车用重型发动机主要供应重卡和大客，10 年重卡爆发增长，同比增长 xxx%，11 年我们乐观认为物流重卡的强劲增长仍将延续，支撑明年重轴的旺盛需求；随着城市化进程的深化，客运需求快速启动，带来 10 年大客超预期增长 xxx%，预计未来两到三年将实现超过汽车行业增速。

图 2 我国重卡销量 (2007~2010)



资料来源：wind、中投证券研究所

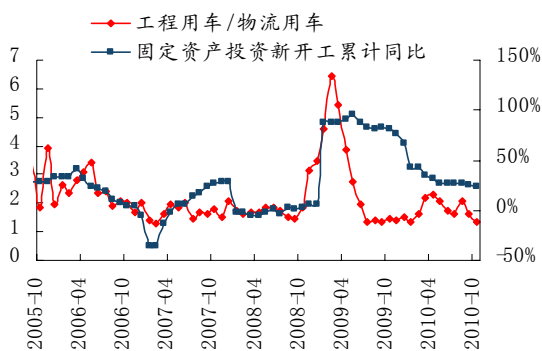
图 3 我国大客销量 (2007~2010)



资料来源：wind、中投证券研究所

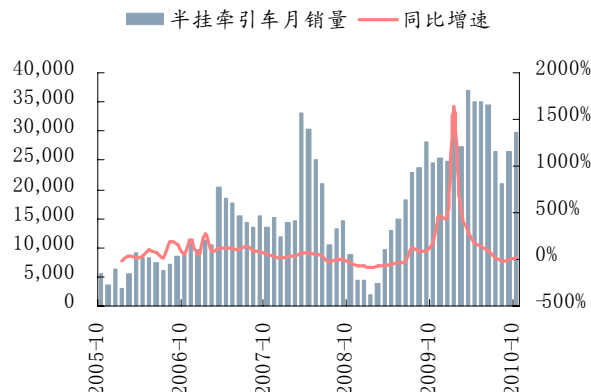
经过细致分析，工程重卡和物流重卡双轮推动，带来 10 年重卡的爆发增长。我们认为，随着我国经济快速发展过程中，居民收入快速上升，消费比重开始明显加速，货运量的快速增长推动物流重卡的稳定快速增长；此外重卡替换中卡的趋势非常明显，中卡报废带来的更新需求仍将助推重卡需求。根据目前 11 年的销售情况来看，全年重卡销量很可能仍将超预期增长。天润曲轴作为重卡曲轴的绝对龙头，将享受行业的稳定增长。

图 4 投资拉动作用后回归理性



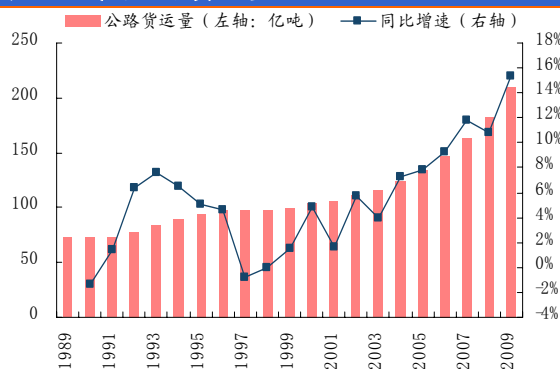
资料来源：CAAM、中投证券研究所

图 5 物流车销量形成稳定规模



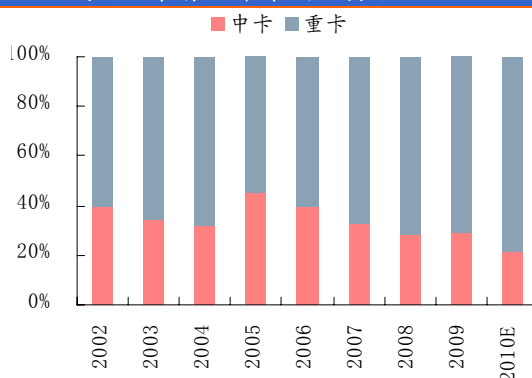
资料来源：CAAM、中投证券研究所

图 6 我国公路货运量 (亿吨)



资料来源：CAAM、中投证券研究所

图 7 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

公司经营势头强劲，增发扩产合理到位。公司目前重轴供不应求，随着 IPO 项目 11 年的快速释放，乐观估计 11 年收入能到 20 亿，利润超过 3 亿没有悬念；12 年轿车、轻型曲轴上量，夯实规模、量增利增，同时出口和维修市场将得到挖掘；12 年以后涉足船用曲轴，实现量变到质变，主要瞄准 9 米以下的中低速内河和近海轮船发动机，预计 2000 支设计产能在 13 年以后才能陆续释放。鉴于公司产品竞争优势明显，客户资源快速扩大，未来产能问题将限制公司长远发展，公司将募资不超过 10.8 亿元新增原有车用产能，并开发船用曲轴新产品，我们认为增发项目前景明朗，有利公司保持领先优势并锁定未来持续增长！

表 1 IPO 募投项目产能

项目名称	设计产能
锡柴重卡曲轴生产线	9 万
康明斯重卡曲轴生产线	7 万
康明斯轻卡曲轴生产线	15 万支
潍柴重卡曲轴生产线	8 万支
合计	39 万

资料来源：公司资料、中投证券研究所

表 2 非公开发行项目具体规划(人民币万元)

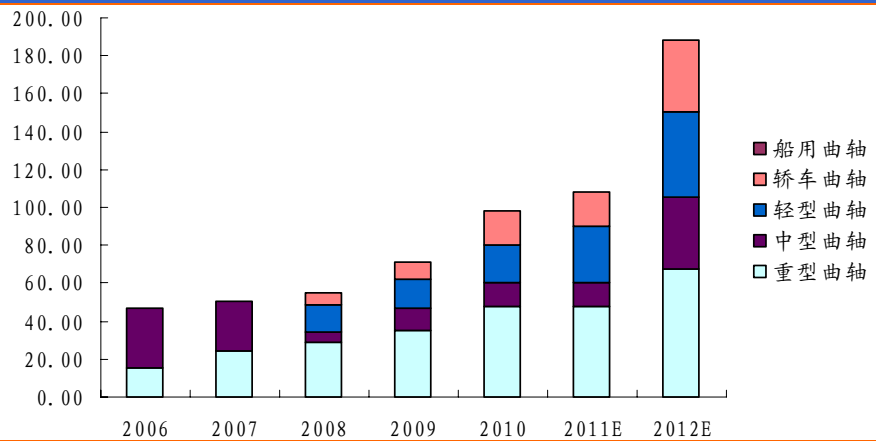
项目名称	募投资金额	总投资金额	设计产能
------	-------	-------	------

康明斯轻型发动机曲轴生产线项目	12,028	15,565	15万
潍柴重型发动机曲轴生产线项目	24,108	29,765	10万
锡柴/上菲红/康明斯重型发动机曲轴生产线项目	25,207	30,587	10万
印度利兰中型发动机曲轴生产线项目	15,190	18,800	10万
轿车发动机曲轴生产线项目	14,448	17,682	20万
船用曲轴锻造生产线项目	12,519	16,101	2000
合计	103,500	128,500	65.2万

资料来源：公司资料、中投证券研究所

公司在曲轴领域凸显垄断优势，为国内重要发动机企业形成稳定的配套关系。公司配套的重型发动机企业包括潍柴动力、东风康明斯、一汽锡柴、西安康明斯、上柴股份等，几乎涵盖了国内所有的重型发动机生产企业。目前公司产品长期处于供不应求，产能瓶颈成为公司成长的主要障碍。我们认为公司在维持产品优势的基础上，将跟随产能释放快速推升公司利润。

图 8 天润曲轴的曲轴产能情况预测（IPO 和非公开增发实施后）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司在曲轴领域具备国际竞争力，公司管理层经营具备国际视野，攻克世界知名轿车品牌。公司在收入和市值规模上将较大的空间，我们看好公司的成长空间和投资价值。

表 3 天润曲轴与世界可比公司收入和市值对比

公司名称	收入（百万元）	市值（百万美元）
天润曲轴	775	1,242
蒂森克虏伯	396,375	18,937
印度巴勒特	5,918	1,782
日本住友	98,911	10,890

资料来源：公司资料、中投证券研究所

表 4 天润曲轴未来三年盈利预测

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	775	1241	1738	2248
营业成本	545	846	1170	1551

营业税金及附加	4	4	8	11
营业费用	22	35	45	58
管理费用	64	96	122	135
财务费用	5	5	17	19
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	254	375	472
营业外收入	17	18	18	20
营业外支出	10	9	9	9
利润总额	141	263	384	483
所得税	16	30	43	54
净利润	125	233	341	429
少数股东损益	12	17	17	17
归属于母公司净利润	113	216	324	412
EBITDA	208	304	459	567
EPS (元)	0.47	0.90	1.35	1.72

资料来源：公司资料、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	888	1243	1573	营业收入	775	1263	1775	2264
现金	425	50	50	50	营业成本	545	860	1198	1562
应收账款	124	181	249	330	营业税金及附加	4	4	9	11
其它应收款	4	5	8	10	营业费用	22	35	46	59
预付账款	94	116	179	195	管理费用	64	98	124	136
存货	226	331	467	616	财务费用	5	5	17	19
其他	174	206	290	373	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	259	380	476
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	2416	2843	3097	利润总额	141	268	389	487
流动负债	408	641	962	1024	所得税	16	30	44	55
短期借款	0	121	302	210	净利润	125	238	345	432
应付账款	90	163	219	289	少数股东损益	12	17	17	17
其他	318	357	442	526	归属母公司净利润	113	221	328	415
非流动负债	19	19	19	19	EBITDA	208	309	465	571
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.92	1.37	1.73
其他	19	19	19	19					
负债合计	427	660	981	1043	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%	63.0%	40.6%	27.6%
留存收益	235	439	528	703	营业利润	25.6%	92.7%	46.6%	25.2%
归属母公司股东权益	1503	1707	1795	1970	归属于母公司净利润	11.6%	95.6%	48.5%	26.4%
负债和股东权益	1962	2416	2843	3097	获利能力				
					毛利率	29.6%	31.9%	32.5%	31.0%
					净利率	14.6%	17.5%	18.5%	18.3%
					ROE	7.5%	13.0%	18.3%	21.1%
					ROIC	10.0%	12.0%	15.7%	18.7%
					偿债能力				
					资产负债率	21.8%	27.3%	34.5%	33.7%
					净负债比率	26.84	35.69%	42.45	31.10%
					流动比率	2.57	1.39	1.29	1.54
					速动比率	2.01	0.87	0.81	0.93
					营运能力				
					总资产周转率	0.46	0.58	0.68	0.76
					应收账款周转率	6	8	8	7
					应付账款周转率	5.28	6.80	6.28	6.15
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.47	0.92	1.37	1.73
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.77	0.90	1.46
					每股净资产(最新摊薄)	6.26	7.11	7.48	8.21
					估值比率				
					P/E	52.97	27.08	18.23	14.42
					P/B	3.98	3.51	3.33	3.04
					EV/EBITDA	27	18	12	10

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

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

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

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