

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: 33.77元

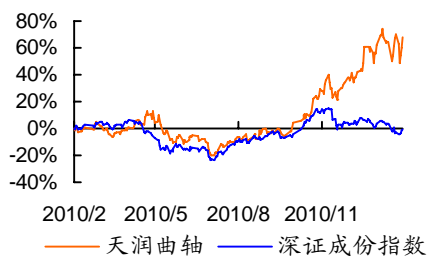
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	11894.23
总股本(百万)	240
流通股本(百万)	101
流通市值(亿)	34
EPS (TTM)	0.69
每股净资产(元)	7.32
资产负债率	25.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天润曲轴	13.32	35.08	82.64
深证成份指数	-1.41	-11.53	9.88



相关报告

- 《天润曲轴-马疾飞千里, 凤鸣震宇内》
2011-1-24
- 《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

002283

强烈推荐

年报靓丽, 第四季度暴增, 来源于重轴产销两旺

公司1月30日公布10年年报, 实现收入13.93亿元, 同比增长79.85%, 归属母公司利润4.29亿元, 同比增长93.74%, 并公布每10转7送3的分配预案。符合我们对公司快速增长的判断, 公司销售曲轴77.99万支, 同比增长37.67%, 产品结构上升明显, 高毛利的重型曲轴实现销量49.44万支, 同比增长85.51%, 贡献78.18%的收入和87.67%的利润。

根据曲轴行业发展前景和公司经营近况, 维持重轴业务持续景气并超预期的观点, 供不应求的局面从未改变, 公司11年业绩值得期待! 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。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:

- **重轴业务保持高速增长, 中轴、轻轴平稳增长。**公司10年实现重轴销量49.44万支, 同比增长85.51%, 产品单价稳步上升背景下, 实现收入10.89亿元, 同比增长87.94%; 由于精力有限, 中轴和轻轴实现温和增长, 分别实现销量7.99万支和13.42万支, 同比增长44.91%和8.15%。
- **轿车曲轴短期下滑不改广阔前景, 厚积薄发只为中高端。**公司10年轿车曲轴7.13万支, 同比下滑40.93%, 主要是东安三菱的供货量大幅下滑缘故; 同时公司定位高远, 未来轿车曲轴业务将供应合资品牌及外国品牌, 保证高毛利的品牌定位, 稳定轿车曲轴业务的盈利表现; 预计随着战略合作伙伴规划销量的陆续实现, 公司轿车曲轴也将快速放量, 扩大利润占比。
- **公司经营战略思路清晰, 五年维持高增长。**公司目前重轴供不应求, 乐观估计11年收入接近20亿, 利润将超过3亿元; 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。公司十二五规划实现销量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%!
- **投资建议:** 基于预期, 维持10-12年EPS为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	69.32	35.43	23.86	18.87
P/B	5.21	4.59	4.36	3.98
EV/EBITDA	36	24	16	13

资料来源: 中投证券研究所

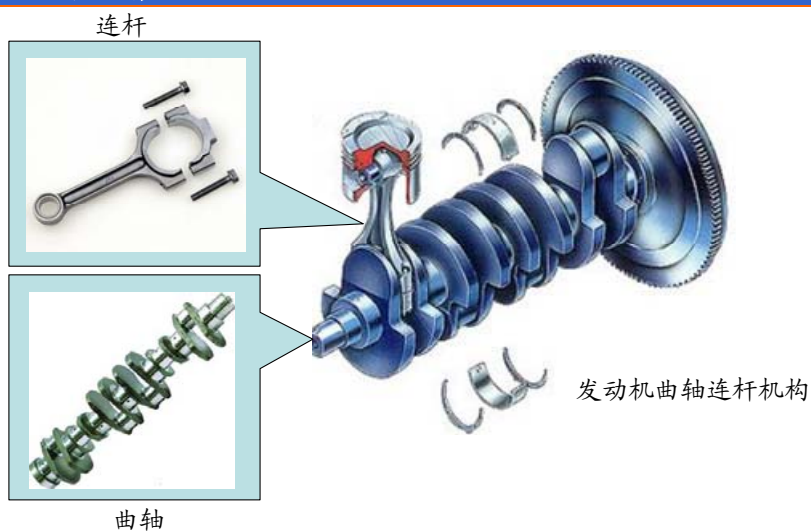
表 1 天润曲轴产品拆分情况

	2008	2009	2010
重型发动机曲轴 (万支)	28.69	26.65	49.44
YOY		-7%	86%
毛利率	29%	34%	34%
中型发动机曲轴 (万支)	6.89	5.52	7.99
YOY		-20%	45%
毛利率	19%	9%	9%
轻、微型发动机曲轴 (万支)	7.53	12.41	13.42
YOY		65%	8%
毛利率	18%	19%	20%
轿车发动机曲轴 (万支)	3.81	12.07	7.13
YOY		217%	-41%
毛利率	15%	28%	27%
毛坯 (万支)	5.16	1.15	5.54
YOY		-78%	380%
毛利率	16%	30%	23%
连杆 (万支)		1.16	10.24
YOY			780%
毛利率		25%	23%

资料来源：公司资料、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。

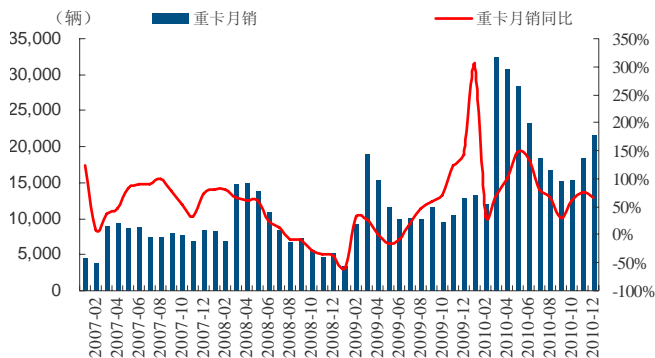
图 1 公司主要产品



资料来源：中投证券研究所

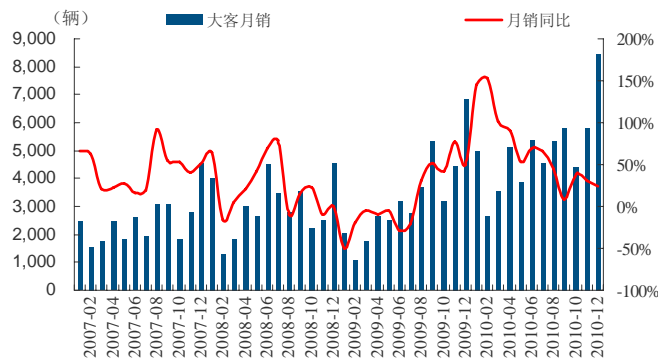
车用重型发动机需求旺盛。车用重型发动机主要供应重卡和大客，10年重卡爆发增长，同比增长85.10%，11年我们乐观认为物流重卡的强劲增长仍将延续，支撑明年重轴的旺盛需求；随着城市化进程的深化，客运需求快速启动，带来10年大客超预期增长51.97%，预计未来两到三年将实现超过汽车行业增速。

图 2 我国重卡销量 (2007~2010)



资料来源: wind、中投证券研究所

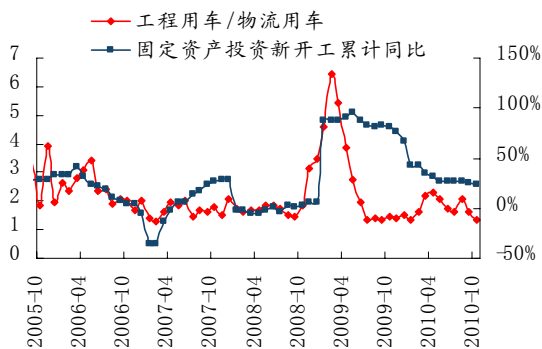
图 3 我国大客销量 (2007~2010)



资料来源: wind、中投证券研究所

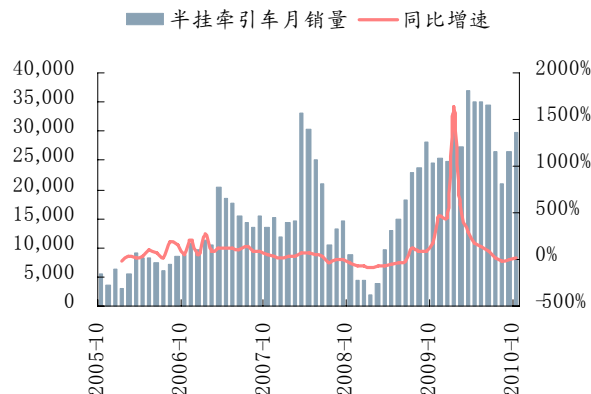
工程重卡和物流重卡双轮推动，带来10年重卡的爆发增长。我们认为，随着我国经济快速发展过程中，居民收入快速上升，消费比重开始明显加速，货运量的快速增长推动物流重卡的稳定快速增长；此外重卡替换中卡的趋势非常明显，中卡报废带来的更新需求仍将助推重卡需求。根据目前11年的销售情况来看，全年重卡销量很可能仍将超预期增长。天润曲轴作为重卡曲轴的绝对龙头，将享受行业的稳定增长。

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

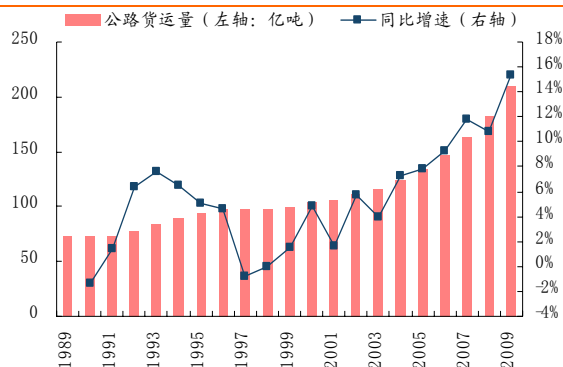
图 5 物流车销量形成稳定规模



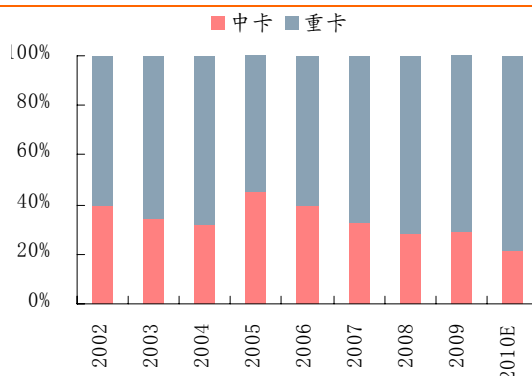
资料来源: CAAM、中投证券研究所

图 6 我国公路货运量 (亿吨)

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



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 年收入能接近 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 2 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 3 非公开发行项目具体规划(人民币万元)

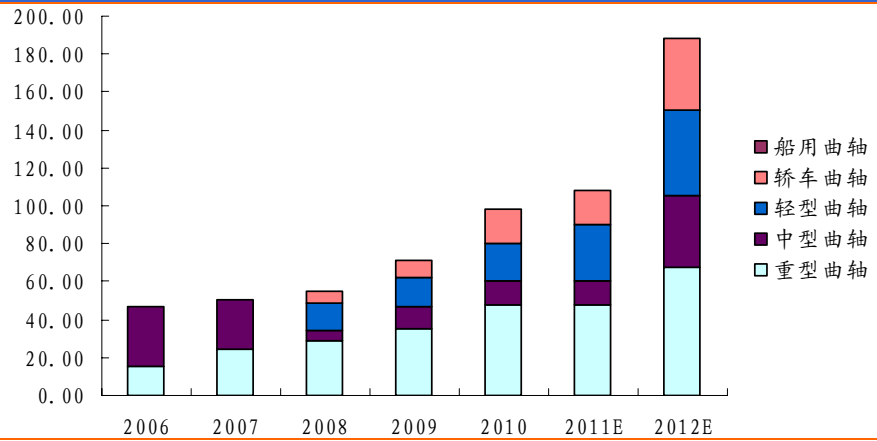
项目名称	募投资金额	总投资金额	设计产能
康明斯轻型发动机曲轴生产线项目	12,028	15,565	15 万
潍柴重型发动机曲轴生产线项目	24,108	29,765	10 万
锡柴/上菲红/康明斯重型发动机曲轴生产线项目	25,207	30,587	10 万
印度利兰中型发动机曲轴生产线项目	15,190	18,800	10 万
轿车发动机曲轴生产线项目	14,448	17,682	20 万
船用曲轴锻造生产线项目	12,519	16,101	2000
合计	103,500	128,500	65.2 万

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。短时 11 年重轴受产能限制仍然比较严重，预计公司仍将通过优化生产安排和调整生产节奏，并利用柔性生产线，实现生产任务的最优化和利润最大化，11 年实际重轴的产量很可能大幅较超过实际产能。

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 4 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	1,262	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

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1048	888	1243	1573
现金	425	50	50	50
应收账款	124	181	249	330
其它应收款	4	5	8	10
预付账款	94	116	179	195
存货	226	331	467	616
其他	174	206	290	373
非流动资产	914	1527	1599	1523
长期投资	0	0	0	0
固定资产	563	1143	1329	1346
无形资产	89	88	86	84
其他	261	296	184	93
资产总计	1962	2416	2843	3097
流动负债	408	641	962	1024
短期借款	0	121	302	210
应付账款	90	163	219	289
其他	318	357	442	526
非流动负债	19	19	19	19
长期借款	0	0	0	0
其他	19	19	19	19
负债合计	427	660	981	1043
少数股东权益	32	49	66	83
股本	240	240	240	240
资本公积	1028	1028	1028	1028
留存收益	235	439	528	703
归属母公司股东权益	1503	1707	1795	1970
负债和股东权益	1962	2416	2843	3097

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	74	185	215	351
净利润	125	238	345	432
折旧摊销	68	45	68	76
财务费用	5	5	17	19
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-132	-108	-220	-181
其它	8	5	5	5
投资活动现金流	-167	-659	-139	0
资本支出	192	659	139	0
长期投资	0	0	0	0
其他	25	0	0	0
筹资活动现金流	439	99	-76	-351
短期借款	-353	121	181	-92
长期借款	-110	0	0	0
普通股增加	60	0	0	0
资本公积增加	750	0	0	0
其他	92	-22	-257	-259
现金净增加额	347	-375	0	0

利润表				
会计年度	2009	2010	2011	2012
营业收入	775	1263	1775	2264
营业成本	545	860	1198	1562
营业税金及附加	4	4	9	11
营业费用	22	35	46	59
管理费用	64	98	124	136
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	259	380	476
营业外收入	17	18	18	20
营业外支出	10	9	9	9
利润总额	141	268	389	487
所得税	16	30	44	55
净利润	125	238	345	432
少数股东损益	12	17	17	17
归属母公司净利润	113	221	328	415
EBITDA	208	309	465	571
EPS (元)	0.47	0.92	1.37	1.73

主要财务比率				
会计年度	2009	2010	2011	2012
成长能力				
营业收入	-5.5%	63.0%	40.6%	27.6%
营业利润	25.6%	92.7%	46.6%	25.2%
归属于母公司净利润	11.6%	95.6%	48.5%	26.4%
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	69.32	35.43	23.86	18.87
P/B	5.21	4.59	4.36	3.98
EV/EBITDA	36	24	16	13

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