

天润曲轴 (002283) 年报点评：零部件市场超预期

行业分类：机械/汽车零部件

2011. 1. 31

研究员：高俊芳
执业证书编号：S0640511010009
联系人：刁志学
电话：0755-83689042

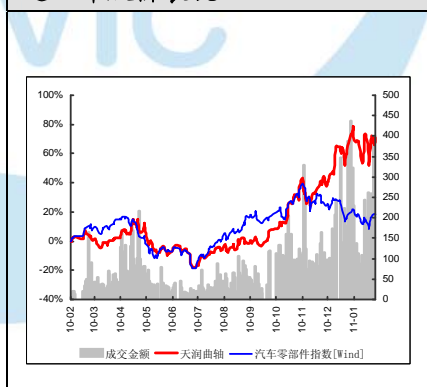
投资要点：

- 1月31日，天润曲轴公布2010年财务报告，公司2010年实现营业总收入139,339.39万元，较2009年度增长79.85%，实现利润总额27,415.75万元，较2009年度增长94.09%，实现归属于母公司股东的净利润22,165.86万元，较2009年度增长96.15%。这超出我们此前报告的预期，主要原因在于收入和毛利水平表现的更为乐观。
- 2010年度财务报告再次印证我们的看法，汽车作为拉动经济增长的一个重要产业，在旺盛需求的支撑下，我们依然强烈看好。2011年的总体情况很可能是汽车产销增速会温和下降，但是总量依然在增长，汽车行业维持温和景气的概率较高。
- 重申我们推荐天润曲轴的逻辑：1.符合产业发展趋势，未来市场空间非常大；2.规模、新产品及产业链整合提升公司盈利水平；3.公司在重型发动机曲轴利基市场基础上，轿车曲轴和发动机连杆成为未来新的增长点，再加上公司IPO募资项目和正在筹划的非公开发行项目，我们在看好公司稳健性的同时，更看重其未来产能及产品驱动下的成长性。
- 风险因素。重卡及机械行业出现系统性风险，生铁及钢材价格的大幅度上升以及项目进度和市场开拓的风险。
- 维持“买入”评级。按照我们调整后的盈利预测，不考虑非公开增发因素，公司未来三年（2011~2013）EPS分别为1.30、1.55、1.81元。按照33.50元价格，对应11/12/13年PE分别为26/22/18倍。考虑到公司所处的市场环境、行业地位、成长性以及增发并购等因素，我们给予公司2011年35倍PE估值水平，对应目标价格45.5元。
- **财务数据简表**

6个月目标价	45.50
当前价格	33.50
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2827.71
总股本(百万)	240
流通A股(百万股)	101
流通B股(百万股)	0
流通A股市值(百万)	3335
总市值(百万)	7924
每股净资产(元)	7.11
ROE(摊薄)	12.98%
资产负债率	25.90%
动态市盈率	27
动态市净率	4.71

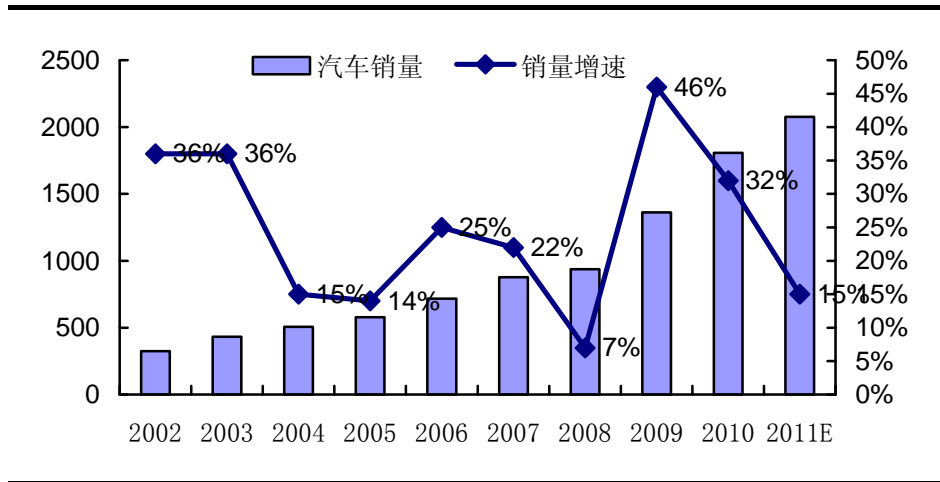
近一年股价表现



主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1393	1890	2327	2737
收入同比(%)	80%	36%	23%	18%
归属母公司净利润	222	313	372	435
净利润同比(%)	96%	41%	19%	17%
毛利率(%)	29.9%	31.3%	30.7%	30.6%
ROE(%)	13.0%	15.7%	16.0%	16.1%
每股收益(元)	0.92	1.30	1.55	1.81
P/E	36.27	25.67	21.64	18.49
P/B	4.71	4.03	3.46	2.98

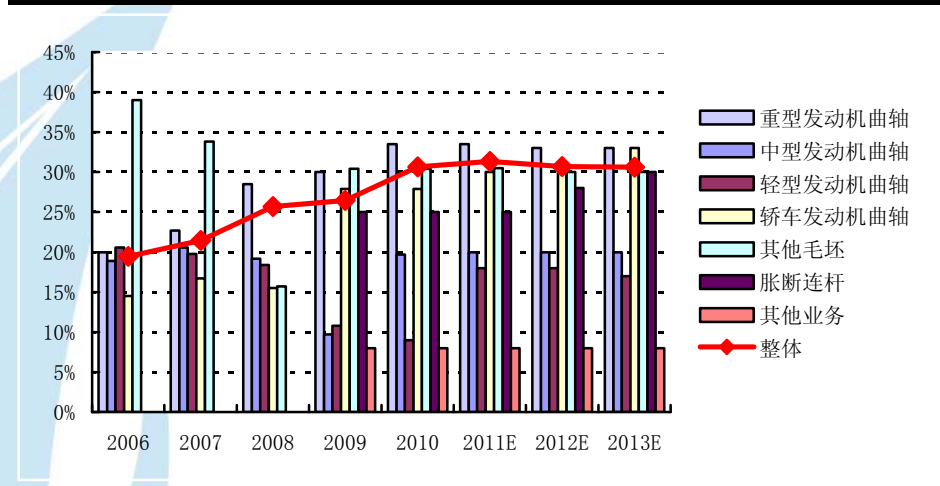
资料来源：中航证券金融研究所

图表1 中国汽车销量及增速 (单位: 万台)



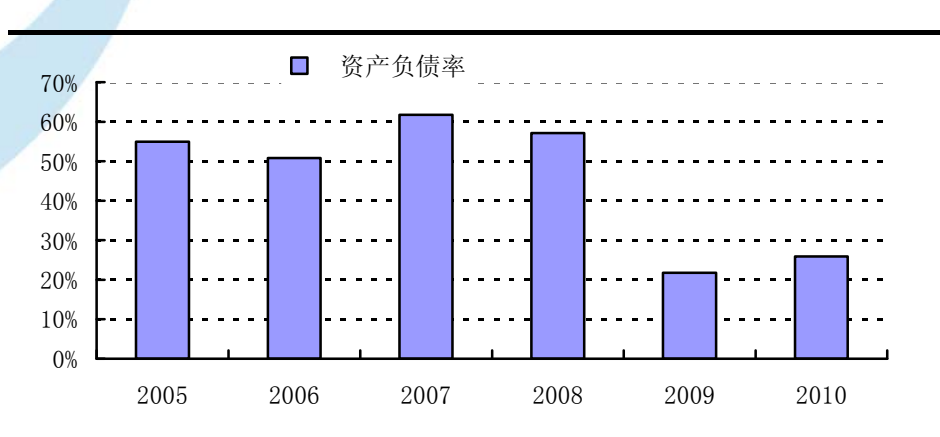
资料来源: 汽车工业协会, 中航证券金融研究所

图表2 天润曲轴各产品毛利率变动情况及预测 (2009~2012E)



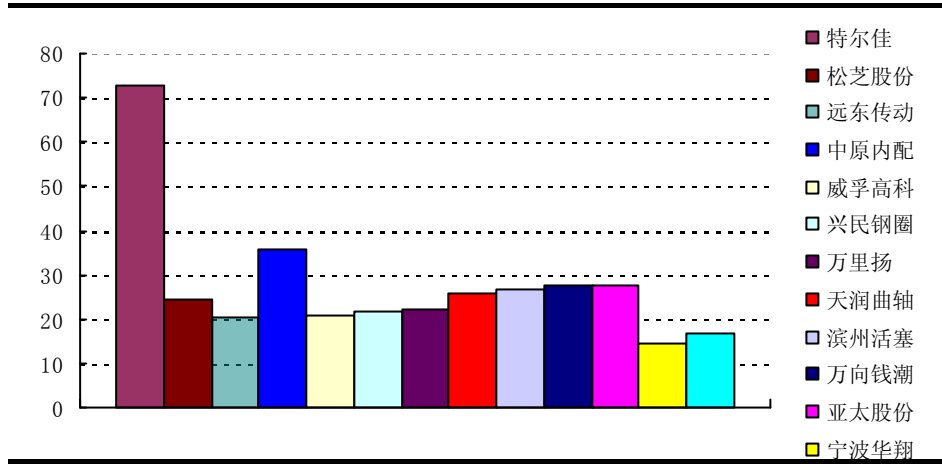
资料来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

图表3 天润曲轴资产负债情况及变动



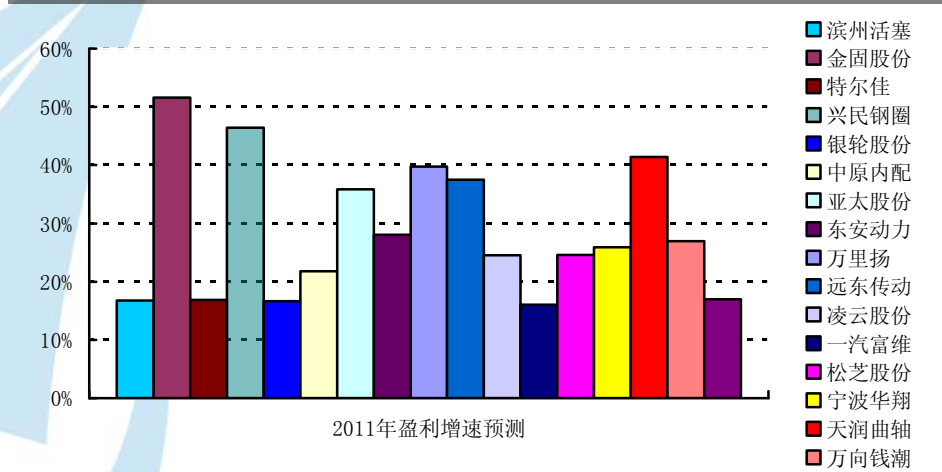
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图表 4 可比上市公司 2011 年 PE 估值水平预测 (单位: 倍)



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图表 5 可比公司 2011 年增长率预测



资料来源: wind, 中航证券金融研究所整理

附：公司财务预测简表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1066	1601	2137	2740	营业收入	1393	1890	2327	2737
现金	163	177	410	700	营业成本	977	1298	1613	1899
应收账款	306	325	413	494	营业税金及附加	3	9	12	14
其他应收款	6	7	9	10	营业费用	43	57	70	83
预付账款	131	195	242	285	管理费用	84	151	186	219
存货	283	519	645	759	财务费用	10	-5	-12	-23
其他流动资产	177	378	419	493	资产减值损失	10	1	1	1
非流动资产	1303	1265	1201	1145	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	886	1000	1027	1010	营业利润	266	378	458	545
无形资产	88	88	88	88	营业外收入	10	15	15	15
其他非流动资产	330	177	86	47	营业外支出	1	5	5	5
资产总计	2369	2865	3338	3885	利润总额	274	388	468	555
流动负债	595	774	892	1023	所得税	36	49	65	83
短期借款	60	0	0	0	净利润	238	340	402	472
应付账款	177	226	284	333	少数股东损益	16	27	31	37
其他流动负债	358	548	608	690	归属母公司净利润	222	313	372	435
非流动负债	18	20	20	20	EBITDA	358	422	500	579
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.92	1.30	1.55	1.81
其他非流动负债	18	20	20	20					
负债合计	614	794	912	1043	主要财务比率				
少数股东权益	48	75	105	142	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	240	240	240	240	成长能力				
资本公积	1028	1028	1028	1028	营业收入	79.9%	35.6%	23.1%	17.6%
留存收益	440	729	1054	1433	营业利润	97.7%	42.3%	20.9%	19.1%
归属母公司股东权益	1707	1997	2321	2700	归属于母公司净利润	96.1%	41.3%	18.6%	17.0%
负债和股东权益	2369	2865	3338	3885	获利能力				
					毛利率(%)	29.9%	31.3%	30.7%	30.6%
					净利率(%)	15.9%	16.6%	16.0%	15.9%
					ROE(%)	13.0%	15.7%	16.0%	16.1%
					ROIC(%)	14.3%	16.3%	18.0%	19.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	25.9%	27.7%	27.3%	26.8%
					净负债比率(%)	9.78%	12.59%	10.97%	9.59%
					流动比率	1.79	2.07	2.40	2.68
					速动比率	1.31	1.40	1.67	1.94
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.72	0.75	0.76
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	7.31	6.45	6.33	6.15
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.92	1.30	1.55	1.81
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.62	-0.03	1.12	1.35
					每股净资产(最新摊薄)	7.11	8.32	9.67	11.25
					估值比率				
					P/E	36.27	25.67	21.64	18.49
					P/B	4.71	4.03	3.46	2.98
					EV/EBITDA	22	19	16	14

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	388	-7	268	323
净利润	238	340	402	472
折旧摊销	82	48	54	57
财务费用	10	-5	-12	-23
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	57	-402	-191	-187
其他经营现金流	1	12	15	3
投资活动现金流	-561	0	0	0
资本支出	564	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	3	0	0	0
筹资活动现金流	-71	21	-35	-33
短期借款	60	-60	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-131	81	-35	-33
现金净增加额	-245	14	233	290

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

高俊芳，SAC执业证书号：S0640511010009，厦门大学经济学硕士，2007年10月加入中航证券金融研究所，从事机械行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83689524

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。