

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: 42.00元

当前股价: 35.57元

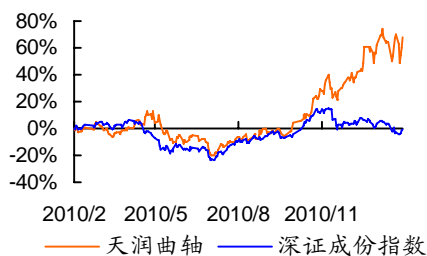
评级调整: 维持

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

签单北京奔驰, 放量加快来临

公司2月21日公告与北京奔驰签署发动机曲轴毛坯国产化合作《意向书》, 明确公司获得北京奔驰轿车曲轴毛坯的进口替代机遇来临!

公司亮点: 11年重轴垄断优势持续超预期, 轻卡曲轴、轿车曲轴和连杆贡献利润; 12年全面放量, 特别是船用曲轴。公司竞争优势明显, 供不应求的局面从未改变, 未来发展值得期待!

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。公司具备复制“潍柴动力”式成长、挑战全球曲轴巨头的实力和机遇, 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:

- **重轴业务依托垄断优势, 保持高速增长。**公司10年实现重轴销量49.44万支, 同比增长85.51%; 实现收入10.89亿元, 同比增长87.94%; 产品结构上升, 实现利润4.29亿元, 同比增长93.74%。公司重轴竞争优势持续推升公司盈利能力, 我们预计, 重轴11-13年EPS的贡献分别高达1.2、1.36、1.44元。
- **轻卡曲轴、轿车曲轴和连杆将加快利润贡献, 未来出口和船用曲轴前途广阔。**10年销售轻轴13.4万、轿车曲轴7.1万和连杆10.2万, 随着新线上量, 预计11年将实现翻番以上增长; 轻轴和连杆增量来源于东风康明斯, 轿车曲轴供应高端合资品牌。12年中轴将实现批量出口, 船用曲轴将实现介入, 盈利和估值双重提升。
- **公司经营战略思路清晰, 五年维持高增长。**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%! 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。
- **投资建议:** 基于预期, 调高11-13年EPS为1.45元、1.73元、2.23元。我们看好公司未来五年实现30%的复合增长, 给予11年合理估值30倍, 维持6-12个月目标价42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。

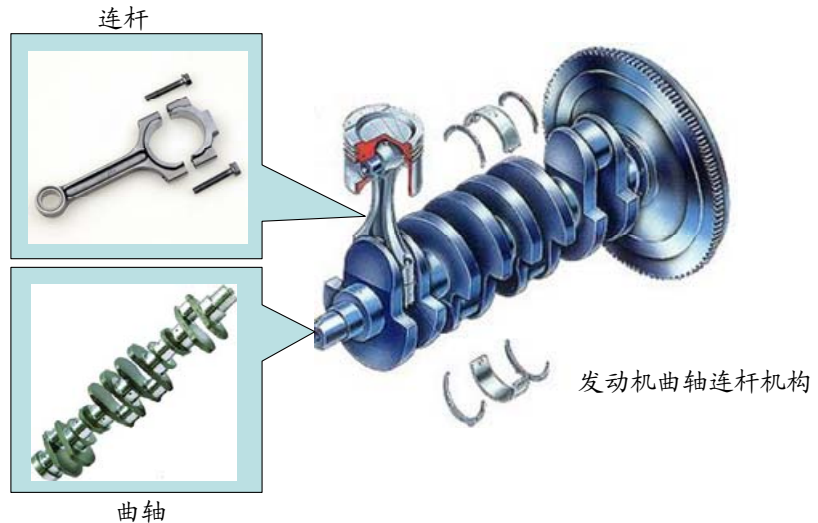
主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1393	2056	2487	2940
同比(%)	80%	48%	21%	18%
归属母公司净利润(百万元)	222	347	415	532
同比(%)	96%	57%	20%	28%
毛利率(%)	29.9%	30.4%	29.9%	31.0%
ROE(%)	13.0%	17.1%	18.8%	21.3%
每股收益(元)	0.92	1.45	1.73	2.22
P/E	38.51	24.60	20.55	16.04
P/B	5.00	4.20	3.87	3.42
EV/EBITDA	24	17	14	12

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“内燃机的心脏”。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。

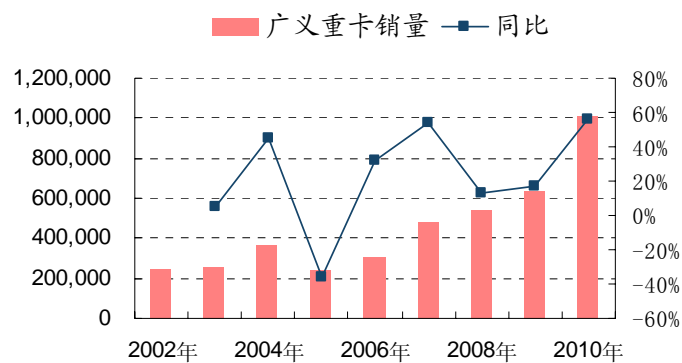
图 1 公司主要产品



资料来源：中投证券研究所

工程重卡和物流重卡双轮推动，公司重轴供不应求。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。

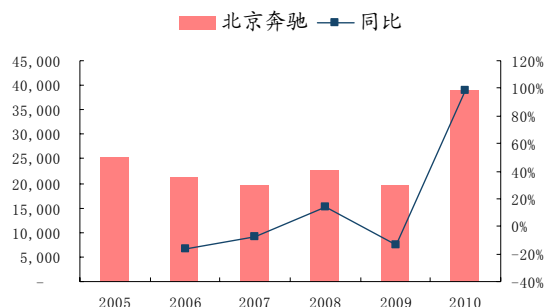
图 2 我国广义重卡维持景气



资料来源：中投证券研究所

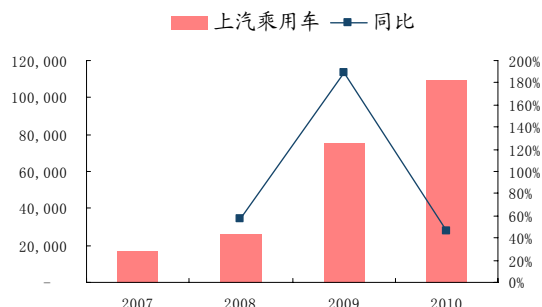
轿车曲轴完成认证和配套协议，静候上量。公司高端曲轴产品竞争力在提升，已具国际技术水平，进口替代在加快。原有客户主要供应上汽荣威品牌，公司目前签订未来配套协议的合资品牌包括广汽菲亚特 (14 万)、北汽萨博 (20 万)、上柴 2.5/2.8 轿柴 (20 万支)、福田 2.0L/2.4L (20 万) 和北京奔驰，盈利空间广阔。

图 3 北京奔驰销量 (2005~2010)



资料来源: CAAM、中投证券研究所

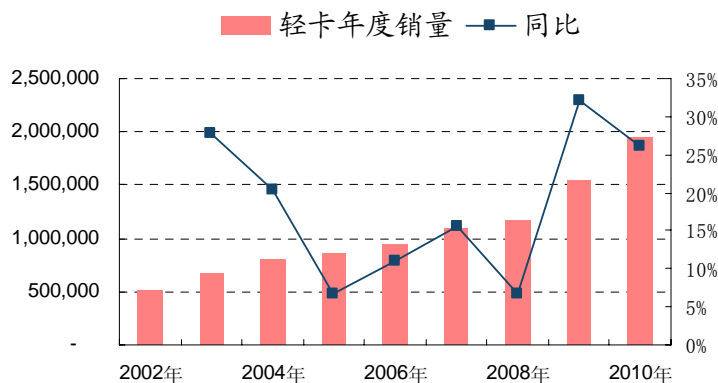
图 4 上海乘用车销量 (2007~2010)



资料来源: CAAM、中投证券研究所

我国经济转型, 消费占比上升将刺激物流需求快速增长。轻卡在物流体系中扮演重要角色, 近年轻卡市场将保持稳定增长。

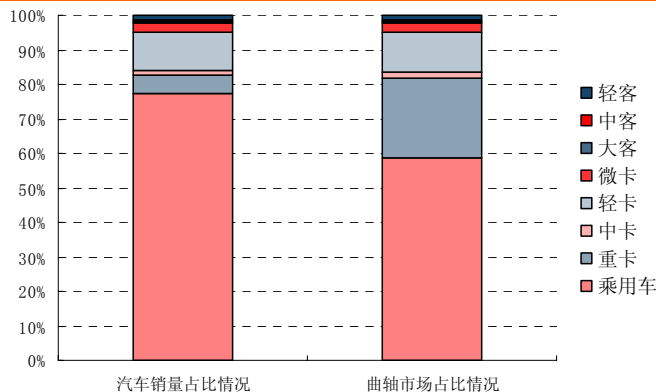
图 5 轻卡市场稳定增长



资料来源: 中投证券研究所

通过测算, 汽车曲轴市场规模接近 93 亿元, 利润空间仍有待挖掘。目前公司在重卡曲轴领域份额接近 45%, 轿车曲轴和轻卡曲轴份额空间将成为未来增长来源之一。

图 6 汽车曲轴市场空间将实现快速扩张



资料来源: 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 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

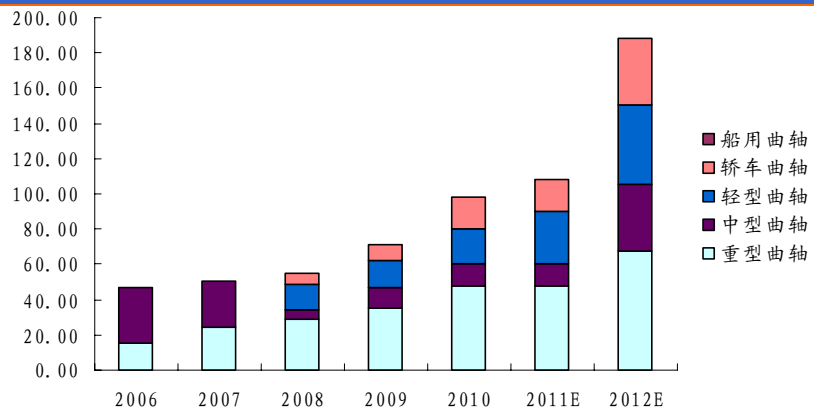
表 2 非公开发行项目具体规划(人民币万元)

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 7 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	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

表 4 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

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011	2012	2013
流动资产	1066	1598	1685	1998	营业收入	1393	2056	2487	2940
现金	163	270	50	50	营业成本	977	1430	1743	2029
应收账款	306	451	470	586	营业税金及附加	3	5	12	15
其它应收款	6	9	13	15	营业费用	43	64	65	76
预付账款	131	191	210	285	管理费用	84	124	149	176
存货	283	415	568	643	财务费用	10	13	25	17
其他	177	262	374	420	资产减值损失	10	10	5	5
非流动资产	1303	1897	1950	1854	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	1482	1667	1673	营业利润	266	410	488	621
无形资产	88	84	81	78	营业外收入	10	10	18	20
其他	330	331	202	103	营业外支出	1	1	9	9
资产总计	2369	3494	3634	3852	利润总额	274	419	497	632
流动负债	595	1381	1330	1239	所得税	36	55	66	84
短期借款	60	601	479	208	净利润	238	363	431	549
应付账款	177	261	319	367	少数股东损益	16	16	16	16
其他	358	520	532	664	归属母公司净利润	222	347	415	532
非流动负债	18	18	18	18	EBITDA	358	486	600	734
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.92	1.45	1.73	2.22
其他	18	18	18	18					
负债合计	614	1400	1348	1257	主要财务比率				
少数股东权益	48	64	81	97	会计年度	2010	2011	2012	2013
股本	240	240	240	240	成长能力				
资本公积	1028	1028	1028	1028	营业收入	79.9%	47.6%	20.9%	18.2%
留存收益	440	763	938	1230	营业利润	97.7%	54.4%	19.0%	27.2%
归属母公司股东权益	1707	2030	2206	2498	归属于母公司净利润	96.1%	56.6%	19.7%	28.2%
负债和股东权益	2369	3494	3634	3852	获利能力				
					毛利率	29.9%	30.4%	29.9%	31.0%
					净利率	15.9%	16.9%	16.7%	18.1%
					ROE	13.0%	17.1%	18.8%	21.3%
					ROIC	14.3%	15.0%	16.3%	20.0%
					偿债能力				
					资产负债率	25.9%	40.1%	37.1%	32.6%
					净负债比率	9.78%	42.91%	35.57	16.52%
					流动比率	1.79	1.16	1.27	1.61
					速动比率	1.31	0.86	0.84	1.09
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.70	0.70	0.79
					应收账款周转率	6	5	5	6
					应付账款周转率	7.31	6.53	6.01	5.92
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.92	1.45	1.73	2.22
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.62	1.09	1.27	2.20
					每股净资产(最新摊薄)	7.11	8.46	9.19	10.41
					估值比率				
					P/E	38.51	24.60	20.55	16.04
					P/B	5.00	4.20	3.87	3.42
					EV/EBITDA	24	17	14	12

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