

天润曲轴 (002283)

专业化、规模化、国际化的发动机部件龙头

-天润曲轴 (002283) 新股询价分析报告

✍ 张欣

☎ 010-59312819

✉ zhangxin@gtjas.com

本报告导读:

- 天润曲轴曲轴产品产能位居国内前列,具有一定的竞争优势,但其产品结构仍有待优化、提升,且面对原材料和能源电力价格波动以及市场竞争加剧,企业未来将面临较大的挑战。对天润曲轴 IPO 的询价区间建议为 13.50-15.00 元/股,预计上市首日价格区间在 20.00-25.00 元/股。

投资要点:

- 天润曲轴股份有限公司是一家集研制、开发、生产和销售曲轴产品为主的企业。产品涵盖轻型、中型和重型载货汽车和轿车用发动机曲轴,是目前国内规模最大、技术最先进、市场占有率最高、业务流程最完整的发动机曲轴专业化研发及生产基地之一,设有国内唯一的国家级曲轴研发技术中心。
- 由于曲轴杆产品属于非易损/易耗品,因此虽与发动机行业的发展密切相关,但无法超越整机而超前发展。同时曲轴产品还受合金钢、生铁、废钢、焦炭等原材料以及能源电力等价格波动的影响。
- 从天润曲轴所公开披露的信息可知,伴随着公司产销规模的持续扩大,企业的各项应收应付款项也在快速增加,因此盈利有停留在账面的嫌疑。此外,近年来天润曲轴对产品结构也进行了积极的调整,也使得公司主营产品的盈利能力稳中有升。不过未来伴随着汽车业增速的放缓,成本压力和市场竞争的进一步加剧,企业的盈利状况恐难以保持持续快速提升的态势。
- 从相关财务指标分析,目前企业的负债率虽不足 60%,仍处于较为合理的水平,但是企业的短期偿债能力却不很强。好在通过此次 IPO,企业的负债水平有望得到下降,短期偿债能力也将得到改善。
- 根据这几年国内外汽车行业发展状况和天润曲轴的实际情况分析,公司的曲轴产品将继续保持平稳发展态势。预计 2009 年按发行后的股本计算的 EPS 可达 0.50 元左右的水平。
- 在全面考虑了汽车零部件行业以及公司未来的发展等情况和各项影响因素后,建议天润曲轴的发行价格询价区间在 13.50-15.00 元/股。同时给予天润曲轴“**谨慎增持**”的投资评级,二级市场目标价 20.00-25.00 元/股

建议询价区间:

13.50-15.00

上市首日定价区间:

20.00-25.00

2009.08.06

发行上市资料

总股本 (万股)	24000
发行量 (万股)	6000
发行日期	2009.08.12
发行方式	网下配售 + 网上申购
保荐机构	国信证券
预计上市日期	2009.09.25

发行前财务数据

每股净资产 (元)	3.33
净资产收益率 (%)	16.91
资产负债率 (%)	57.13

主要股东和持股比例

山东曲轴总厂	60.00%
刘昕	23.08%
鞠成立	6.13%
应平	3.87%
段葵	3.00%
叶茂	3.00%

财务摘要 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	749.42	819.89	840.38	882.40	926.52
(+/-)%	53.70%	9.40%	2.50%	5.00%	5.00%
经营利润 (EBIT)	93.88	130.04	129.00	135.45	142.22
(+/-)%	116.43%	38.51%	-0.80%	5.00%	5.00%
净利润	93.00	101.29	121.13	127.19	133.55
(+/-)%	193.54%	8.92%	19.59%	5.00%	5.00%
每股净收益 (元)	0.52	0.56	0.50	0.53	0.56
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

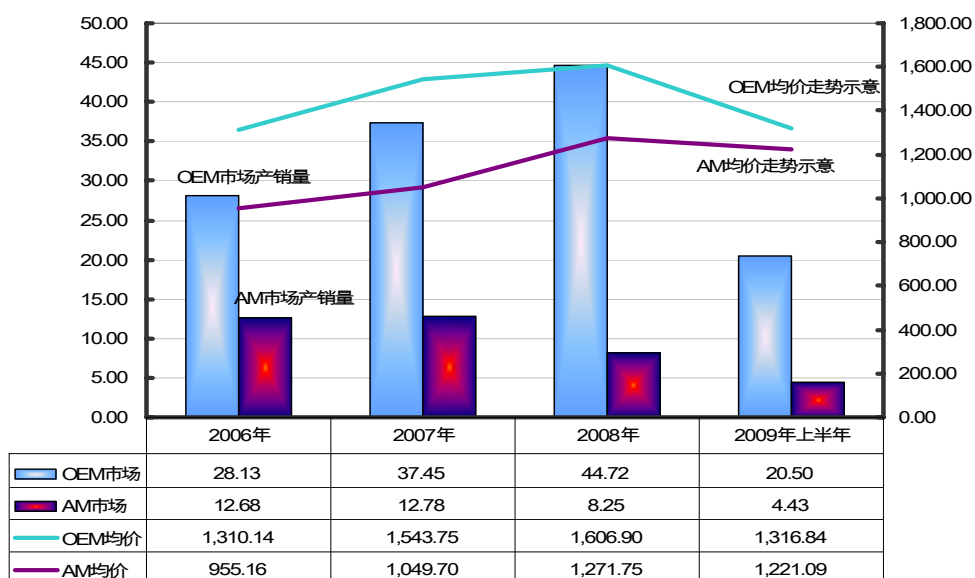
请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司基本情况

天润曲轴股份有限公司专业从事发动机核心零部件 - 曲轴的生产与销售。是目前国内规模最大的发动机曲轴专业制造商，具备年产各种型号发动机曲轴五十余万支的生产能力，特别是在大马力发动机曲轴领域占有较大优势，产品为包括潍柴动力、东风康明斯、一汽锡柴、一汽大柴、玉柴机器、上柴股份等国内主要发动机制造企业所配套。此外公司还具备年产 80 万支发动机连杆的生产能力，但在招股说明书中并未体现，且此次 IPO 募集资金也不用于连杆产品。

从天润曲轴历年的生产经营数据可以看出，公司发动机曲轴主要为整机厂配套使用，鉴于配套产品的均价要高于维修产品的均价，因此目前公司的维修市场占比已经下降到不足 20%。

图 1 天润曲轴历年 OEM 与 AM 市场情况一览



资料来源：国泰君安证券研究所。

2. 行业背景分析

作为发动机的关键部件之一，曲轴主要以合金钢、生铁、废钢等为原材料，是锻造、铸造与机械加工最为典型的零部件。

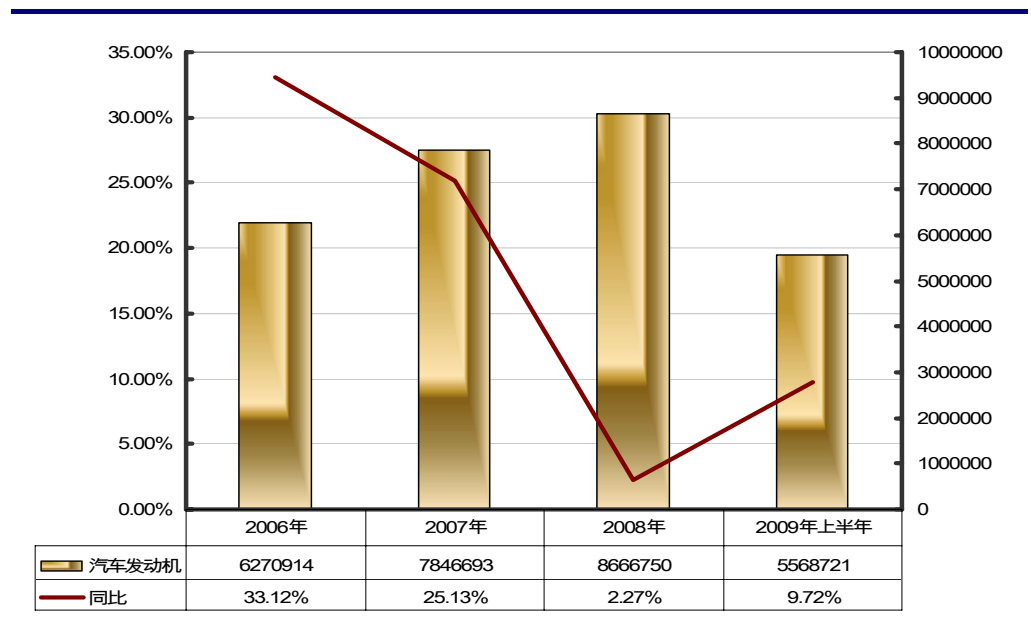
由于曲轴杆产品属于非易损/易耗品，因此虽与发动机行业的发展密切相关，但无法超越整机而超前发展。同时曲轴产品还受合金钢、生铁、废钢、焦炭等原材料以及能源电力等价格波动的影响。

面对全球性金融危机引发的经济衰退和有效需求不足，发动机市场也受到不同程度的影响，其中大马力发动机市场出现一定幅度的下滑，而国家刺激内需的相关政策，又给小排量汽车的发展带来机遇。

大马力发动机曲轴的附加值要明显高于中小马力发动机曲轴的附加值，因此在产品结构的转换中，虽然曲轴的产销量依然可以保持平稳增长，但是单位产品的盈利却可能

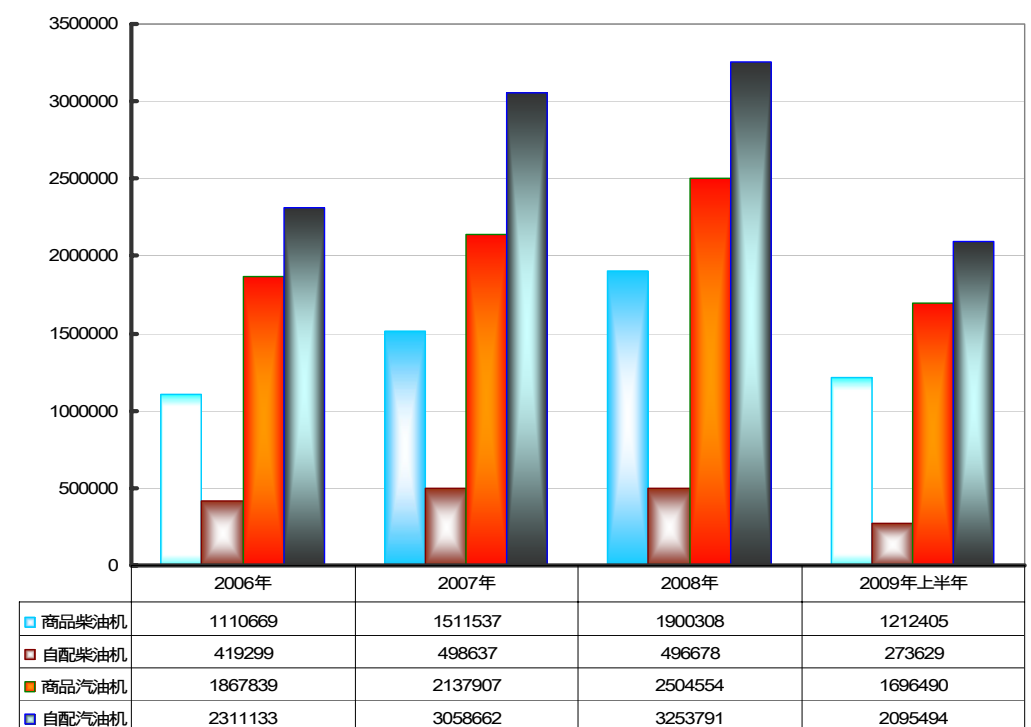
会出现下降，因此大中小马力发动机份额的变化必将对曲轴产品产生影响。

图 2 历年汽车发动机产销一览



资料来源：国泰君安证券研究所。

图 3 历年汽车用柴油、汽油发动机及商品、自配一览



资料来源：国泰君安证券研究所。

3. 公司竞争力分析

3.1. 公司在行业中的地位

天润曲轴股份有限公司作为目前国内曲轴产品的主要生产企业之一，其依托的主体主要是潍柴动力、一汽锡柴、一汽大柴、东风康明斯、玉柴机器和上柴股份等汽车及工

程机械用发动机制造企业，目前形成了年产 50 余万支发动机曲轴的生产能力，是国内规模最大、技术最先进、市场占有率最高、业务流程最完整的发动机曲轴专业化研发及生产基地之一。

3.2. 主要竞争对手

然而由于我国汽车业发展较快，对汽车零部件业而言，除了配套市场外还有维修市场，因此行业总体盈利水平较高，结果导致进入的企业不断增加，市场竞争日趋激烈。目前与天润曲轴形成直接市场竞争的国内厂家主要有：辽宁丹东五一八内燃机配件公司、广西桂林福达股份有限公司、山东滨州海得曲轴公司、辽宁北方曲轴公司等企业。

3.3. 公司竞争优势和劣势

3.3.1. 竞争优势

天润曲轴作为专业的曲轴产品研发、生产、销售的制造商，依托长达五十多年的发展所积累的资源优势，建有完整的营销网络，具有规模化、低成本以及品牌、客户资源和技术领先等竞争优势。

目前企业能够生产数十种不同型号、规格，涵盖轻型、中型和重型载货汽车和轿车用发动机曲轴，是国内规模最大、技术最先进、市场占有率最高、业务流程最完整的发动机曲轴专业化研发及生产基地之一，设有国内唯一的国家级曲轴技术研发中心。

同时天润曲轴通过了 ISO9002 和 ISO/TS16949 质量体系认证，公司的质量管理处于国内同行先进水平，有力地巩固了公司作为现有国内外客户的供应商地位，有利于进一步拓展国际市场。

3.3.2. 竞争劣势

3.3.2.1. 资金不足

由于汽车零部件业具有资金密集的特征，强调规模效应，而目前天润曲轴的发展主要依靠自身的资金积累和银行借贷实现，虽然公司连杆产品的产销规模日益扩大，但是公司现有的设备无法完全适应技术进步和产品结构调整的需要，因此企业进一步做大做强受到资金不足的制约。

3.3.2.2. 产品单一

虽然天润曲轴目前的整体实力在国内处于领先地位，但是企业的主导产品主要是大马力发动机曲轴，面对市场的变化虽然通过柔性化生产可以在不同产品间进行及时切换，但是却会影响到整体的盈利状况。同时企业与国外先进企业相比在技术水平和管理水平等方面也仍存在一定差距。

4. 公司财务分析

从天润曲轴所公开披露的信息可知，伴随着公司产销规模的持续扩大，企业的各项应收应付款项也在快速增加，因此盈利有停留在账面的嫌疑。此外，近年来天润曲轴对产品结构也进行了积极的调整，也使得公司主营产品的盈利能力稳中有升。不过未来伴随着汽车业增速的放缓，成本压力和市场竞争的进一步加剧，企业的盈利状况恐难以保持持续快速提升的态势。

从相关财务指标分析，目前企业的负债率虽不足 60%，仍处于较为合理的水平，但是企业的短期偿债能力却不很强。好在通过此次 IPO，企业的负债水平有望得到下降，

短期偿债能力也将得到改善。

表 2: 天润曲轴历年主要经营指标一览

	2006	2007	2008
主营收入(百万元)	487.58	749.42	819.89
净利润(百万元)	31.68	93.87	113.34
净利润率	6.50%	12.53%	13.82%
期间各项费用支出(百万元)	62.24	77.34	98.87
各项应收合计(百万元)	157.41	241.25	193.74
应收占主营比例	32.28%	32.19%	23.63%
存货合计(百万元)	137.08	188.83	242.43
存货占主营比例	28.12%	25.20%	29.57%
各项应付合计(百万元)	182.45	263.68	293.98
应收占主营比例	37.42%	35.18%	35.86%

数据来源: 国泰君安证券研究所。

表 3: 天润曲轴历年主要财务比率一览

	2006	2007	2008
主营利润率	19.49%	21.30%	25.78%
净资产收益率	8.29%	19.27%	16.91%
资产负债率	50.86%	61.76%	57.13%
流动比率	0.86	0.94	0.77
速动比率	0.51	0.66	0.42
存货周转率(次)	6.01	7.51	6.53
应收帐款周转率(次)	3.32	3.55	2.94
每股经营现金流净额(元)	0.37	0.36	1.15

数据来源: 国泰君安证券研究所。

5. 募集资金投向分析

天润曲轴此次 IPO 募集资金主要用于曲轴产品技术改造, 以优化产品结构, 保持行业技术领先, 提升竞争实力。具体为:

5.1. 锡柴重卡曲轴生产线项目

项目总投资 19084 万元(含 1354 万美元), 其中建设投资 17681 万元(含 1354 万美元), 铺底流动资金 1403 万元。项目财务内部收益率 20.54%, 投资回收期 6.36 年。

5.2. 康明斯重卡曲轴生产线项目

项目总投资为 17049 万元(含 980 万美元), 其中建设投资 16092 万元(含 980 万美元), 铺底流动资金 957 万元, 后续流动资金 2233 万元。项目财务内部收益率为 19.12%, 投资回收期 6.51 年。

5.3. 康明斯轻卡曲轴生产线项目

项目总投资 11912 万元(含 760 万美元), 其中建设投资 9722 万元(含 760 万美元), 铺底流动资金 657 万元, 后续流动资金 1533 万元。项目财务内部收益率 16.14%, 投资回收期 7.11 年。

5.4. 潍柴重卡曲轴生产线项目

项目总投资 14876 万元(含 1020 万美元),其中建设投资 14111 万元(含 1020 万美元),铺底流动资金 765 万元,后续流动资金 1783 万元。项目财务内部收益率 20.27%,投资回收期 6.23 年。

6. 公司未来业绩预判

根据这几年国内外汽车行业发展状况和天润曲轴的实际情况分析,公司的曲轴产品将继续保持平稳发展态势。预计 2009 年按发行后的股本计算的 EPS 可达 0.50 元左右的水平。

表 4: 天润曲轴财务预测一览

财务预测(单位:百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	819.89	840.38	882.40	926.52	972.85
主营业务成本	712.79	719.79	755.78	793.57	833.25
期间费用合计	24.09	21.01	22.06	23.16	24.32
营业利润	51.85	54.63	57.36	60.22	63.24
所得税	22.93	8.40	8.82	9.27	9.73
净利润	98.87	84.04	88.24	92.65	97.29
资产合计	107.10	120.60	126.63	132.96	139.60
股东权益	11.32	22.50	23.63	24.81	26.05
	101.29	121.13	127.19	133.55	140.23
收入增长率	1,397.29	2,016.92	2,029.53	2,038.35	2,042.99
净利润增长率	598.99	1,210.15	1,217.72	1,223.01	1,225.79
净利润率	9.40%	2.50%	5.00%	5.00%	5.00%
EPS(元)	0.56	0.51	0.53	0.56	0.58
净资产收益率(ROE)	16.91%	10.01%	10.44%	10.92%	11.44%
总资产收益率(ROA)	7.25%	6.01%	6.27%	6.55%	6.86%

数据来源:招股说明书、国泰君安证券研究所。

7. 主要风险因素和公司估值、发行及上市定价、投资评级

7.1. 主要风险因素

7.1.1. 原材料价格波动风险

目前公司主导产品主要消耗合金钢、生铁和废钢,而近几年伴随着铁矿石、焦炭以及电力等价格的上升,可能导致企业生产成本增加,盈利能力减弱。

7.1.2. 市场竞争日趋激烈风险

由于目前国内曲轴产品的生产企业众多,虽然目前天润曲轴在规模、成本、质量以及客户资源等方面还具有优势,但是所面对的市场竞争形势也不容轻视,存在市场竞争激烈程度加剧的风险。

7.2. 公司价值估计、发行及上市定价和投资评级

通过采用多种方法进行估算,特别是从 PE 角度进行分析,零部件类相关上市公司的 PE 可高于整车类上市公司,其较为合理的市盈率水平应该在 25-30 倍之间,由此可以估算出天润曲轴的发行价格应该在 12.50-15.00 元/股区间。

综合后建议天润曲轴的发行价格询价区间在 13.50-15.00 元/股。

在全面考虑了汽车零部件行业以及公司未来的发展等情况和各项影响因素后，给予天润曲轴“**谨慎增持**”的投资评级，二级市场目标价 20.00-25.00 元/股（或较之发行价有 50-100%的涨幅）。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准：

增持：股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上；

谨慎增持：股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%；

中性：股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%；

减持：股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准：

增持：行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘；

中性：行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平；

减持：行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码：200120

电话：(021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码：518026

电话：(0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码：100140

电话：(010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址：www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com