

天润曲轴 (002283)

推荐**重卡曲轴依旧扛大梁 期待新业务成长****市场数据**

报告日期	2010-7-30
收盘价(元)	20.78
总股本(百万股)	131.30
流通股本(百万股)	71.80
总市值(百万元)	2728.33
流通市值(百万元)	1492.03
净资产(百万元)	588.02
总资产(百万元)	1596.69
每股净资产	4.48

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	775	1144	1560	2017
同比增长	-5.51%	47.64%	36.35%	29.34%
净利润(百万元)	113	189	231	298
同比增长	11.57%	66.99%	22.26%	29.03%
毛利率	29.63%	31.28%	29.79%	30.28%
净利率	14.59%	16.50%	14.79%	14.76%
每股收益(元)	0.47	0.79	0.96	1.24
每股经营现金流(元)	0.31	0.09	0.43	0.74
市净率	2.99	2.68	2.36	2.04

投资要点**事件:**

公司今日公布 2010 年中报: 公司 2010 年 1-6 月份共实现营业收入 6.13 亿元, 同比增长 66.66%; 营业利润 1.19 亿元, 同比增长 94.11%; 归属于母公司所有者净利润 9138 万元, 同比增长 46.24%; 产品综合毛利率 29.65%, 同比上升了约 3 个百分点, 全面摊薄每股收益 0.38 元。

另公司业绩预告: 2010 年前三季度净利润同比增幅 30%-50%。

点评:**公司简介: 国内最大的独立曲轴供应商 重卡曲轴双寡头之一**

公司是国内最大的重卡发动机独立曲轴供应商, 是国内该细分行业的龙头企业。公司与辽宁 518 是国内重卡曲轴市场呈双寡头, 占据了国内重卡曲轴 90% 的市场份额。未来公司业务布局开始涉足轿车、非道路车辆和船舶的曲轴、连杆等领域。高毛利率的重卡发动机曲轴贡献了公司 80% 的盈利, 2008 年重卡市场占有率约 37%。

李纲领 SAC:S0190209040144

021-3856 5920

ligangl@xyzq.com.cn

汽车 军工行业研究

一、重卡火爆引致重卡曲轴需求 贡献中期 95%收入增量

2010 年上半年公司实现主营收入 5.92 亿元，前五家客户收入贡献超过 64%，其中潍柴与东风康明斯合计超过 50%，从产品分类来看重卡发动机曲轴销售收入 4.78 亿元，收入占比 81%，并贡献了 95%的收入增量。我们认为收入增速较快的原因是四万亿的投资拉动以及重卡的更新换代导致下游重卡市场需求火爆，公司利用募投项目的三个重卡曲轴生产设备与原有的生产线协同以满足市场需求，但 2010 年上半年曲轴钢坯的外购比例还是达到了 40%左右。

二、外购原料影响不敌规模经济效应 重卡曲轴毛利率上升 3 个百分点

公司毛利率上升 3 个点的主要原因有三点：一是规模效应的体现，销量的增加使得产能利用率大幅提高；二是公司对生产工艺的改进，缩短了加工流程从而减少工序，降低了生产成本和提升了生产效率；三是公司控股子公司的恒润锻造的产量上升，重卡曲轴用钢轴自配比例上升。

管理费用与销售费用此消彼长，使得公司期间费用率 9.5%，与同期基本持平。因公司与配套的主机企业付款周期较长，加上 2010 年上半年产量的大幅增加，使得应收账款和存货较年初有所增加，其中存货和应收账款分别较年初增长约 42%和 20%，但应收款 92%都是一年内，而且存货质量较好，且产成品、在产品与原料的结构相对合理。

三、行业集中度进一步提升 期待新业务和新市场的拓展

对于未来的行业竞争结构，我们认为随着下游的主机企业的集中度提高，曲轴行业的集中度也会进一步提升，公司依托康明斯的战略扶植（预计 2011 年会为康明斯的全球 L 系列发动机配套），民营企业灵活的机制，即使下游重卡领域国内市场增速放缓，公司通过利润和市场份额的平衡，中短期成长空间依然可期。

四、盈利预测与估值：未来 3 年净利 CAGR 约 37% “推荐”投资评级

我们维持公司 2010、2011 年、2012 年每股收益分别为 0.79 元、0.96

元、1.24 的盈利预测。按 2010 年 7 月 29 日的收盘价 18.7 元计算，对应动态市盈率为 24 倍、19 倍和 15 倍，若按公司 2010 年 6 月 30 日的每股净资产 6.57 元计算，P/B 为 2.84 倍，与整个汽车与配件行业 3.24 倍（按照天软汽车与配件行业，以 2010 一季度净资产计算）相比略低。我们看好公司在未来行业集中度提高进程中的竞争力、综合考虑公司与下游重卡行业的前景，给予“推荐”的投资评级。

附录：公司财务数据预测：

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1048	1307	1861	2386	营业收入	775	1144	1560	2017
货币资金	425	440	685	849	营业成本	545	786	1095	1406
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	4	0	0	0
应收账款	124	173	232	311	销售费用	22	34	46	59
其他应收款	4	7	10	12	管理费用	64	95	122	163
存货	226	291	412	548	财务费用	5	0	15	24
非流动资产	914	1011	1086	1212	资产减值损失	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	营业利润	134	228	283	364
固定资产	563	778	927	1084	营业外收入	17	0	0	0
在建工程	259	129	65	32	营业外支出	10	0	0	0
油气资产	0	0	0	0	利润总额	141	228	283	364
无形资产	89	89	89	89	所得税	16	22	28	36
资产总计	1962	2318	2947	3598	净利润	125	206	254	328
流动负债	408	594	968	1292	少数股东损益	12	18	24	30
短期借款	0	245	533	723	归属母公司净利润	113	189	231	298
应付票据	142	138	192	261	EPS(元)	0.47	0.79	0.96	1.24
应付账款	90	133	186	234	主要财务比率				
其他	176	77	57	73	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
非流动负债	19	0	0	0	成长性				
长期借款	0	0	0	0	营业收入增长率	-5.5%	47.6%	36.4%	29.3%
其他	19	0	0	0	营业利润增长率	25.6%	69.6%	23.8%	28.8%
负债合计	427	594	968	1292	净利润增长率	11.6%	67.0%	22.3%	29.0%
股本	240	240	240	240	盈利能力				
资本公积	1028	1028	1028	1028	毛利率	29.6%	31.3%	29.8%	30.3%
未分配利润	219	391	622	919	净利率	14.6%	16.5%	14.8%	14.8%
少数股东权益	32	50	73	103	ROE	7.5%	11.3%	12.1%	13.5%
股东权益合计	1535	1724	1979	2306	偿债能力				
负债及权益合计	1962	2318	2947	3598	资产负债率	21.8%	25.6%	32.9%	35.9%
现金流量表					流动比率	2.57	2.20	1.92	1.85
单位:百万元					速动比率	2.01	1.71	1.50	1.42
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	营运能力				
净利润	113	189	231	298	资产周转率	46.1%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧和摊销	68	34	45	56	应收帐款周转率	613.7%	750.2%	769.3%	742.4%
资产减值准备	9	-9	0	0	每股资料(元)				
无形资产摊销	3	0	0	0	每股收益	0.47	0.79	0.96	1.24
公允价值变动损失	0	0	0	0	每股经营现金	0.31	0.09	0.43	0.74
财务费用	5	0	15	24	每股净资产	6.26	6.98	7.94	9.18
投资损失	-0	0	0	0	估值比率(倍)				
少数股东损益	12	18	24	30	PE	39.7	23.8	19.5	15.1
营运资金的变动	211	181	222	228	PB	3.0	2.7	2.4	2.0
经营活动产生现金流	15	21	102	178					
投资活动产生现金流	-25	-120	-130	-180					
现金净变动	446	14	245	164					
现金的期初余额	45	425	440	685					
现金的期末余额	491	440	685	849					

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列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。