



上市公司深度研究报告

行业王者引领制造升级

募投项目突破产能瓶颈

公司募集资金项目扩产计划，新增 24 万支重卡曲轴产能、15 万支轻卡曲轴产能，将在 2-3 年内使公司的设计产能从 2009 年初的 55 万支增长到 94 万支，增幅 71%。项目投产后，公司将提升重卡曲轴市场的占有率，巩固业内优势。

提高重卡曲轴毛坯自给率

公司利用 1.5 亿超募资金投入的重型发动机曲轴锻造生产线项目，设计产能 30 万，预计 2011 年 7 月进入小批量生产，2011 年底-2012 年初完全达产。项目投产后，将有效延伸公司利润来源，大幅提升重卡曲轴业务的综合毛利率水平。

胀断连杆新的利润增长点

公司的胀断连杆项目是通过康明斯全球引进、扶持的项目，设计产能 80 万支，现在只是小批量试生产，没有规模效益，毛利率仅有 10%，预计随着产能释放，毛利率将提高到与曲轴同一水平，业绩增长空间大。

低负债率助力后续成长

A 股上市募集资金后，公司的资产负债率大幅下降至 20% 左右，财务费用也相应下降。这也为公司未来利用贷款，继续内涵及外延的扩张奠定了坚实基础，适当的利用财务杠杆将助推公司进入发展的良性循环。

建议目标价 30 元

公司总股本为 24,000 万股。预计公司 2010、2011 和 2012 年 EPS 分别为 0.85 元、1.26 元和 1.56 元。按 2011 年 25 倍 PE，建议目标价 31.5 元，给予买入评级。

预测与比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿元)	8.20	7.75	12.51	16.98	19.39
营业利润(亿元)	2.11	2.30	3.79	5.39	6.47
毛利率	25.73%	29.68%	30.34%	31.78%	33.39%
利润总额(亿元)	1.25	1.41	2.46	3.72	4.56
净利润(亿元)	1.13	1.25	2.17	3.16	3.88
基本每股收益(元)	0.56	0.57	0.85	1.26	1.56
增长率	5.7%	1.8%	48.8%	49.0%	23.6%

天润曲轴（002283）

首次评级

买入

陈政

chenzheng@csc.com.cn

010-85130928

执业证书编号：S1440209090408

刘韧

liuren@csc.com.cn

010-85130966

发布日期：2010 年 11 月 5 日

当前股价：26.69 元

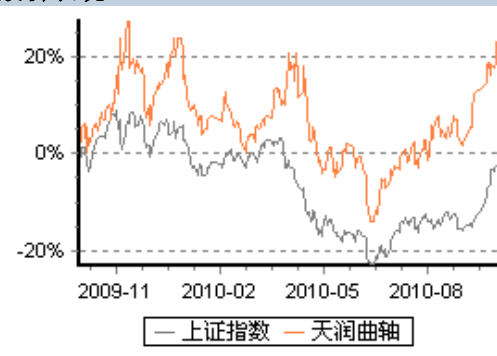
目标价格 6 个月：31.5 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
23.3/8.2	31.3/14.9	25.6/27.9
12 月最高/最低价 (元)		24.67/15.55
总股本 (万股)		24,000
流通 A 股 (万股)		13,200
总市值 (亿元)		56.40
流通市值 (亿元)		31.02
近 3 月日均成交量 (万)		312
主要股东		
山东曲轴总厂有限公司		45.00%

股价表现



相关研究报告

- 10.07.26 2010 年中期投资策略报告会之汽车行业：淡化触底预期，迎接估值修复
- 10.08.23 汽车行业：新的产、销、库存均衡形成
- 10.09.02 汽车行业：新均衡形成，消费特征凸显

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



目录

公司基本情况	1
市场战略	3
业绩驱动因素	6
财务指标分析	9
盈利预测	10
投资与估值	12
报表预测	13
附:	14



公司基本情况

股本结构

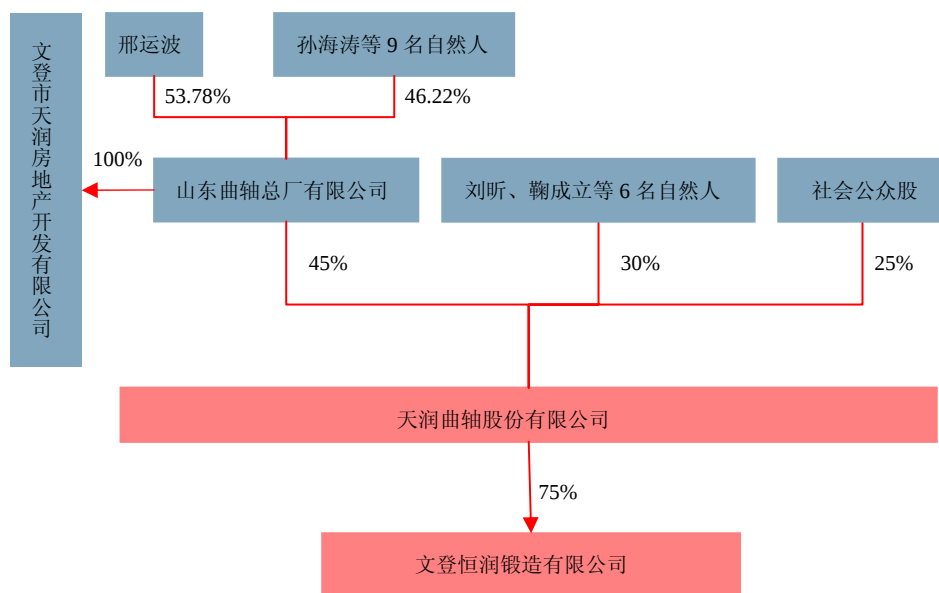
公司于 2009 年 8 月 21 日首次公开发行上市，发行后总股本 24,000 万股。公司的控股股东为山东曲轴总厂，持有 10,800 万股，限售期三年，占总股本的 45%。公司的实际控制人为董事长邢运波先生，持有曲轴总厂 53.78% 的股权，为曲轴总厂的控股股东，现任曲轴总厂董事长、天润曲轴董事长。

刘昕等 6 名自然人持有公司 7,200 万股股权，占公司发行后总股本的 30%。刘昕等 6 名自然人未从事与公司相关生产经营活动，所持股份限售期一年，已于 2010 年 8 月 23 日解禁。

天润目前仅有一家控股子公司，恒润锻造(持有 75% 的股权)，主要经营业务为锻钢曲轴毛坯的研制与生产。恒润所生产的锻钢曲轴毛坯全部供应给本公司用于锻钢曲轴的生产。

公司上市后公司及实际控制人参股控股企业如下：

图 1：天润曲轴股权结构



资料来源：招股书，中信建投证券研发部

主营业务

天润曲轴是以生产“天”牌发动机曲轴为主导产品的中国规模最大专业曲轴制造商。公司生产多种型号的曲轴，主要给国内外发动机厂商配套，用于装配中重型载货车、大中型客车、轻卡、轿车等。

公司是中国曲轴行业的绝对王者，在技术研发、管理水平、盈利能力上均明显优于行业其他厂商。公司拥有全国行业首家“曲轴工程技术研究中心”，“国家博士后科研工作站”，同时拥有德国 kw 公司铸造生产线、大众公司轿车曲轴生产线，以及引进的美国、意大利、英国、德国等发达国家高精尖加工与检测设备组建的具有国



际先进水平的曲轴生产线。公司凭借业内最强的综合实力，与国内外诸多主机厂建立了长期战略配套合作关系，并有望在中国发动机先进制造发展中，与主机厂一同技术升级，拓展产品。

公司在高附加值、高技术含量的重型发动机曲轴市场具有明显的优势，2008 年市场占有率 37%，居市场首位。2010 年上半年，公司前五大客户分别为潍柴动力、东风康明斯、上柴股份、广西玉柴和哈尔滨东安，销售额占主营收入比重超过 65%。

图 2：公司 1H10 前五大客户主营收入占比

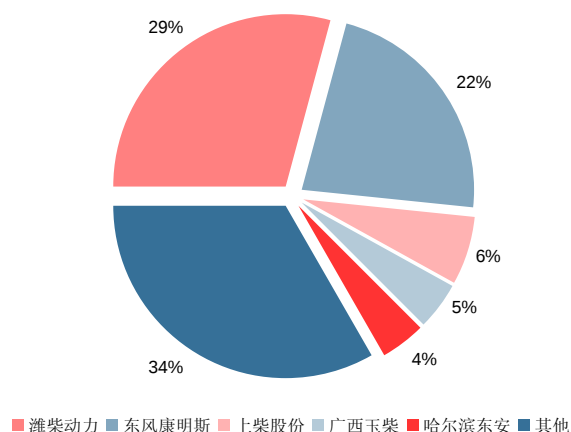
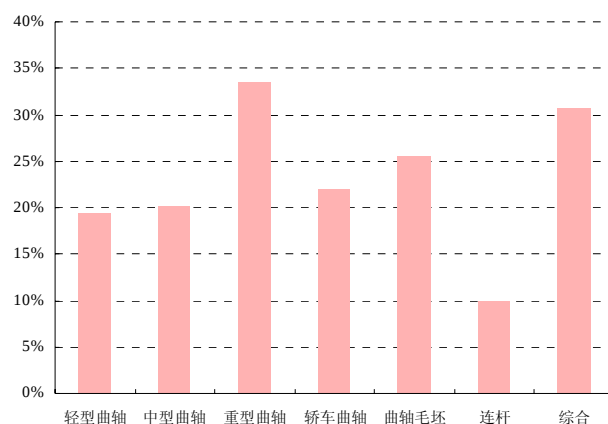


图 3：公司 1H10 分业务毛利率



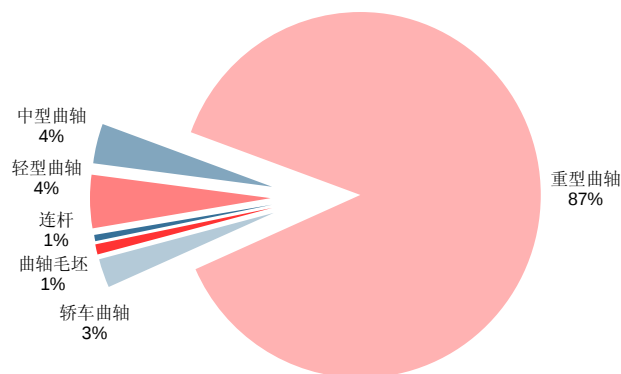
资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

公司的产品，主要有重卡、中卡、轻卡和轿车发动机用曲轴，以及连杆，铸件等，连杆业务是公司在康明斯集团支持下，新进入的领域。从产品结构上看，由于近两年国内外重卡市场需求旺盛，公司业务偏重于重型发动机曲轴的生产和销售。2009 年公司共销售发动机曲轴约 59 万支，其中重型发动机曲轴销量约 27 万支。2010 年上半年，公司主营收入 5.9 亿元，同比增长 64%，净利润 9,138 万元，同比增长 46%；其中重卡发动机曲轴业务占主营收入和主营利润比重均超过 80%。

图 4：公司 1H10 主营收入构成



图 5：公司 1H10 主营利润构成



资料来源：公司公告，中信建投证券研发部



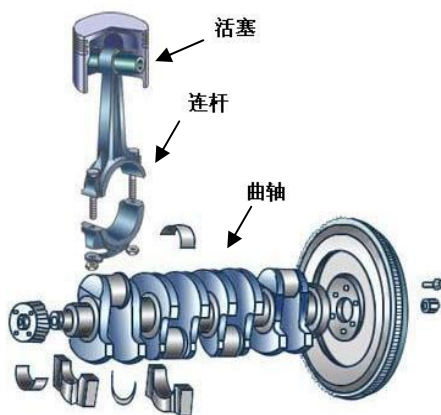
市场战略

曲轴是发动机的主要旋转机件，装上连杆后，可承接连杆的上下(往复)运动变成循环(旋转)运动。曲轴工作环境恶劣，特别是对于汽车用柴油机来说，曲轴的加工精度和韧度、强度要求都比一般零件高。按照材质不同，曲轴可分为**锻钢曲轴**和**球墨铸铁曲轴**两种。按照配套发动机排量不同，曲轴可分为**重型发动机曲轴**、**中型发动机曲轴**、**轻型发动机曲轴**和**轿车发动机曲轴**等。重型发动机一般指 220 马力以上的发动机，中型发动机一般为 150-220 马力，轻型发动机和轿车发动机一般为 70-150 马力。重型发动机曲轴技术要求比较高，目前约 90%以上都是锻钢曲轴，而中型发动机曲轴、轻型发动机曲轴和轿车曲轴一般都是球墨铸铁曲轴。

图 6：曲轴实物图



图 7：发动机的曲轴连杆组



资料来源：中信建投证券研发部

重卡曲轴

2009 年，全球重卡产量 305 万辆，同比减少 19.3%，如果剔除中国产量增长，则全球重卡产量 135 万辆，同比减少 47.3%。从市场份额上看，中国重卡产量占全球重卡市场 57%。2009 年以来，国内整车厂的国际合作也不断展开：

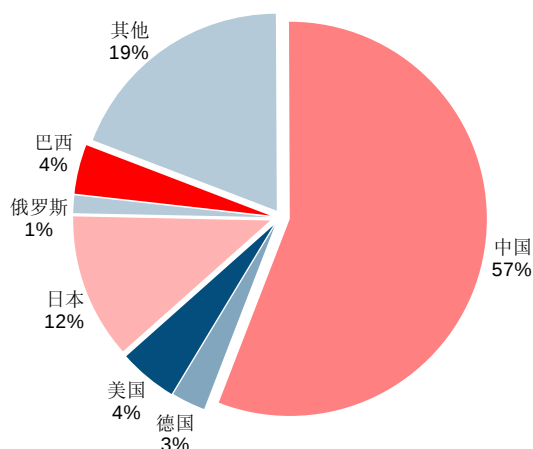
图 8：国内重卡厂商合资合作项目

中国重汽	德国曼	曼集团通过投资 5.6 亿欧元获得港股中国重汽 25%加一股的股权。 曼集团转让整车技术以及发动机、车桥等关键总成和零部件技术，重汽获得中国境内利用许可技术进行卡车生产和装配的排他性权利。 双方将利用重汽和曼集团的全球销售网络进行新产品的全球销售。 投资 63.5 亿元成立合资公司，生产欧曼中重卡产品和戴姆勒许可的 OM457 重卡发动机。 达产后，合资公司的整车生产能力为 10 万辆/年，OM457 发动机为 4.5 万台/年。
北汽福田	德国戴姆勒	投资 20 亿，形成单班 8 万辆中重卡产能；另外投资 18 亿，形成 18 万台轻型柴油发动机、7 万台中重型发动机产能
江淮汽车	美国纳威司达公司和美国卡特彼勒公司的合资公司 NC2	

资料来源：中信建投证券研发部



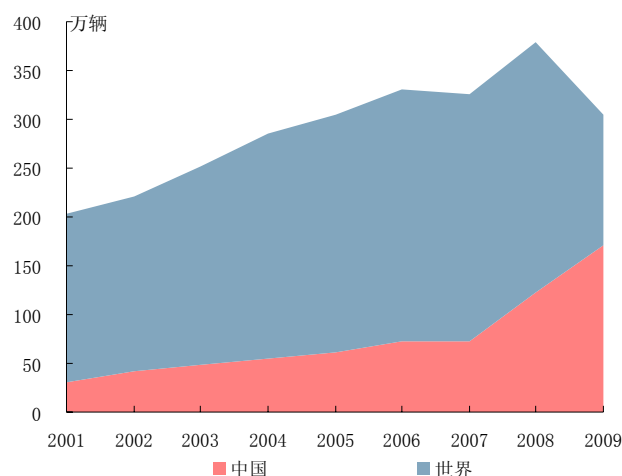
图 9：2009 年主要国家重卡产量分布



资料来源：OICA, 中信建投证券研发部

图 10：2001-2009 年中国重卡在世界份额

单位：万辆



资料来源：OICA, 中信建投证券研发部

由于公司目前的核心业务为重卡发动机曲轴，市场会担心重卡需求的放缓是否会对重卡曲轴市场带来不确定因素。我们认为未来几年，虽然政府推动中国宏观经济转型、固定资产投资增速适度放缓，重卡销量在 2010 年的高增长将不可复制；但是保障性住房建设的加快、城市化推进等诸多因素将支撑重卡行业保持平稳增长。我们同时也认为，公司重卡曲轴业务的发展不会受到下游增速放缓的影响，这主要得益于公司强大的技术实力和明确的市场战略：

- **借募集资金打开产能瓶颈：**各主机厂的曲轴供应分为自配和外购两种，由于曲轴生产线专业化要求高、投资大，近年来主机厂自制率逐步减低，更多依赖外购配套。公司受产能制约，2007-2009 年重卡曲轴产量分别为 25.9 万支、28.7 万支和 26.6 万支，没有充分享受到国内重卡市场增长带来的，而唯一的竞争对手丹东五一八的销量却快速提升。2010 年，行业景气度急升，公司利用募集资金项目已经到位的设备生产重卡曲轴，仅上半年产量就超过 20 万支。预计未来随着设备全部到位，产能提升，公司市场份额将快速增长。
- **紧跟主机厂新品研发：**未来重卡将朝着轻量化、低碳化、高端重型化的方向发展，配套发动机的升级换代也在加快进度。曲轴生产企业要与主机厂商建立配套或战略合作关系一般都需要经过较长时间的考核认证，至少需要经过样件试制、样件检测、疲劳测试、跑机试验、小批量供货等几个主要步骤。而一旦通过验证并建立配套合作关系则一般较为稳固和长久。公司目前一项重要的战略就是，紧跟各大主机厂的发动机新品研发，同步配套曲轴产品，建立专业生产线，随着主机厂新产品在市场上立足，夺取旧有老化产品的市场份额。
- **以铁代钢降成本：**公司 2009 年获得科技部部级奖，可以用铸铁毛坯代替锻造毛坯，使用在重卡曲轴上，而铸铁比锻造便宜 20-30%。客户方面，潍柴已经验证通过，锡柴、上柴已批量供货。如果这项技术广泛使用，将大幅提高公司的盈利水平和市场占有率。
- **国际市场稳扎稳打：**现在已批量供货的客户有，意大利依维柯在法国的工厂(独家配套)，印度利兰(相当于中国的东风，以卡车为主)等。公司产品与国外曲轴企业相比，设备相同，管理体系也和欧美没有差距。公司国际市场策略稳健，并不急于扩充版图，希望把每个客户做到最好，这样有助于树立品牌形象。

预计未来 2-3 年内，公司在国内重卡市场的市场占有率，将从目前的不足 40%，增长到 55%左右；而国际市场上，公司的年营收将保持年均 50%以上的复合增长。考虑到国产化率提高和市场份额提升等积极因素，我

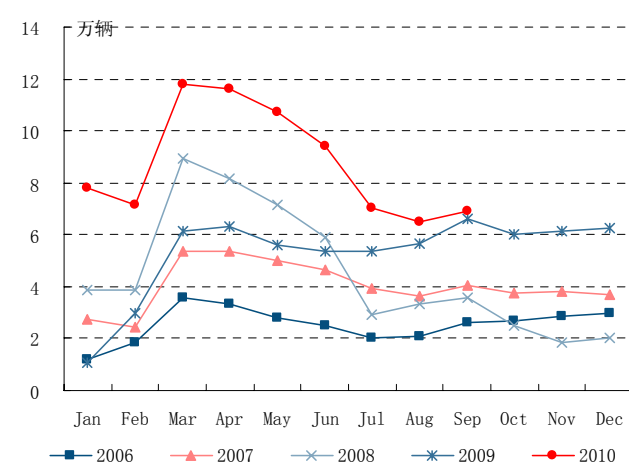
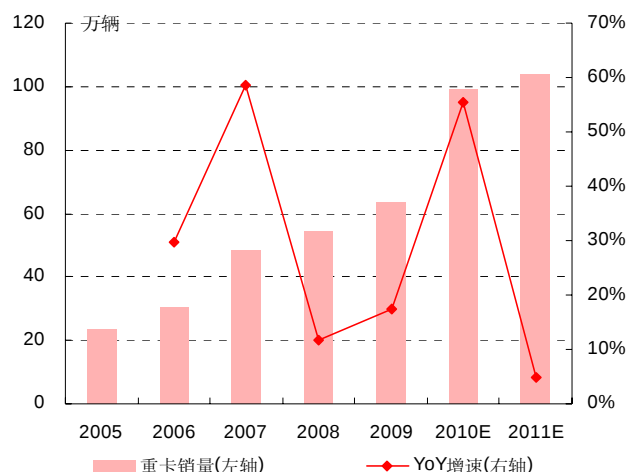
们可以勾画出这样一幅蓝图：从销量增速看，天润的重卡曲轴业务>重卡曲轴行业整体>下游重卡销量，这种增速的叠加效应有望助力公司业绩持续增长。

图 11：我国重卡年销量及增速预期

单位：万辆

图 12：重卡销售月度数据对比

单位：万辆



资料来源：CAAM, 中信建投证券研发部

中、轻卡曲轴

从下游行业的发展趋势看，未来将向重卡、轻卡两端发展。中型柴油机市场空间不大，使得中型发动机曲轴的市场容量增长空间有限。市场上主要的生产厂商为天润曲轴、桂林福达、滨州海得、江苏松林和辽宁北方等。2009 年，公司中型发动机曲轴的销量在 7 万支左右。预计 2010 年，由于公司提高了附加值更高的重型发动机曲轴的生产数量和相对比例，中型发动机曲轴的效率将略有降低。

轻型机曲轴门槛低容量大，拥有近百家曲轴生产企业，但高端轻型曲轴产品基本上由柴油机厂自制和天润曲轴、海得曲轴、桂林福达、杭州江南、沈阳曲轴厂等提供。公司的轻卡客户比较分散，主要配东风康明斯，锡柴，玉柴，江铃等。2009 年生产 12 万支左右，2010 年上半年产量 8 万支左右。轻卡发动机客户关注北汽福田康明斯新增需求，预计 2011 年配 6-7 万台。公司的曲轴生产线具有可柔性切换的特点，可以在重型发动机曲轴市场波动的情况下，获取轻型发动机生产商的订单，转产轻型、微型发动机曲轴，充分利用产能。

轿车曲轴

轿车发动机曲轴市场主要分为：合资厂自制或进口发动机及曲轴等零部件，自主品牌发动机自制或采购低端发动机曲轴，合资厂外购发动机曲轴等。目前各轿车生产企业的外购曲轴比例较低，未来看，汽车零部件的专业化生产是全球性趋势，因此随着轿车领域分工细化，将为公司的轿车曲轴业务提供机会。

公司生产的轿车曲轴已经形成批量供货的有，上汽荣威(750、550)和哈东安(最高时配套率达到约 40%)等。在轿车曲轴战略上，公司仍希望开拓合资中高端品牌发动机市场，但欧系、美系、日系配件系统已经完善很难进入，市场开拓进展比较缓慢。目前公司主要致力于开发新进入中国市场的中高端品牌客户，已与多家知名品牌推进合作中。



业绩驱动因素

募投项目突破产能瓶颈

公司募集资金项目扩产计划，新增 24 万支重卡曲轴产能、15 万支轻卡曲轴产能，将在 2-3 年内使公司的设计产能从 2009 年初的 55 万支增长到 94 万支，增幅 71%。其中重卡曲轴产能从 26 万支增长到 50 万支，增幅 92%。项目投产后，公司将提升重卡曲轴市场的占有率，巩固业内优势。

图 13：曲轴扩产项目进展情况

	投资总额(万元)	产能(万支)	配套目标客户	拟配套发动机型号	项目最新进度
轻卡曲轴生产线	10379	15	北汽福田康明斯等	康明斯 3.8L、2.8L	5 月底开始小批量生产
重卡曲轴生产线	17049	7	东风康明斯、西安康明斯等	康明斯 ISZ13(13L), ISM11(11L)	设备正在调试
潍柴重卡曲轴生产线	14876	8	潍柴股份等	潍柴 WD615/WD618	年底开始小批量验证
锡柴重卡曲轴生产线	19084	9	一汽锡柴等	锡柴 6DL(7.7L), 11L, 13L	预计 2011 年中期达产

资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

公司在募投项目之外，也在利用自有资金扩充产能，以进一步提升重卡曲轴和轿车曲轴的生产能力。另外，曲轴生产设备具有很强的通用性，公司新建的四条曲轴生产线均为柔性生产线，因此当配套客户对象、曲轴产品型号发生变化时，可以较快根据客户和市场需求的变化进行调整。

提高重卡曲轴毛坯自给率

目前公司生产重卡曲轴使用的钢轴毛坯中约 50%由控股子公司(持有 75%股权)恒润锻造提供，50%需要外购。恒润锻造产能约 20 万支/年，已经达到饱和，下图为恒润锻造 2008-2009 年营收及利润情况。可以看出，曲轴锻造业务具有丰厚利润，如果公司曲轴锻造生产线投产，将 50%的外购钢坯额度收归自给自足，将大幅提升重卡曲轴业务的综合毛利率水平和盈利能力。

图 14：恒润锻造 2008-1H10 业绩

(万元)	营业收入	净利润	归属上市公司净利润	占上市公司净利润比重	净利率
2008	19,733	3,614	2,711	26.8%	18.3%
2009	22,586	3,713	2,784	24.6%	16.4%
1H10	15,843	3,902	2,927	32.0%	24.6%

资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

公司利用 1.5 亿超募资金投入的重型发动机曲轴锻造生产线项目，设计产能 30 万。项目 2009 年 1 月开工建设，目前设备已经进场调试，预计 2011 年 7 月达产，2011 年底-2012 年初完全达产。下图是对项目投产后，在不同产量和净利率水平下，对业绩贡献的敏感性分析。

图 15：重卡曲轴锻造生产线项目 EPS 贡献敏感性分析

单位：元

假设：外购毛坯价格约 1100 元/支		产量(万支)		
		10	20	30
净利率	15%	0.07	0.14	0.21
	20%	0.09	0.18	0.28
	25%	0.11	0.23	0.34

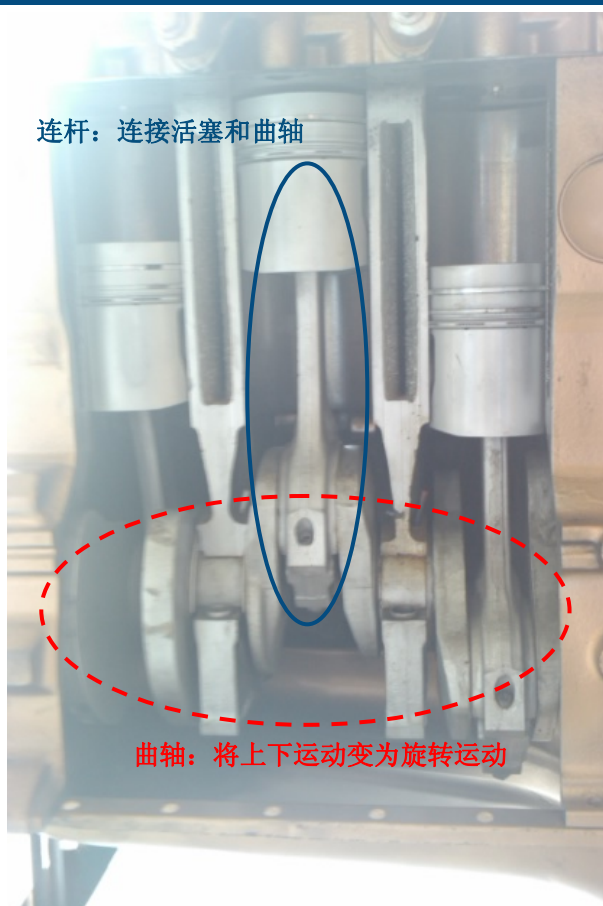
资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

胀断连杆新的利润增长点

公司的胀断连杆项目是通过康明斯全球引进、扶持的项目，与传统的切断连杆相比具有加工精度高、成本低等优势。连杆业务设计产能 80 万支，现在只是小批量试生产，没有规模效益，毛利率仅有 10%，预计随着产能释放，毛利率将提高到与曲轴同一水平。达产+毛利率提升后，业绩增长空间大。

图 16：曲轴和连杆在发动机的位置

图 17：公司为康明斯试生产的连杆



资料来源：中信建投证券研发部

从下面两张图可以看出，市场上普通连杆与胀断连杆最大的区别是在接缝处。普通连杆为锯齿形，缝隙大，加工过程复杂，接孔不够圆，容易导致发动机使用过程中受力不均，优点是加工机械便宜。胀断连杆缝隙小，加工简便，接孔为标准圆周，缺点是加工机械需要纯进口，价格昂贵。

图 18： 市场上的普通连杆细节



图 19： 公司生产的胀断连杆细节



资料来源：中信建投证券研发部

下图是对项目投产后，在不同产量和毛利率水平下，对营业利润的敏感性分析。

图 20： 胀断连杆项目营业利润贡献敏感性分析

单位：万元

		产量(万支)		
		40	60	80
毛利率	10%	720	1080	1440
	15%	1080	1620	2160
	20%	1440	2160	2880

资料来源：中信建投证券研发部



财务指标分析

毛利率未来看好

过去 5 年，公司毛利率水平的提升，主要依靠两点：第一，毛利率较高的重卡发动机曲轴业务在主营业务中的比重提升；第二，公司收购恒润锻造 75% 的股权，控制了部分锻钢毛坯的生产。考虑近几年公司产能利用率一直保持在 90% 以上，因此产能利用率提升对毛利率贡献不大。

2010 年，公司的毛利率水平达到 30% 以上，创历史新高，我们认为，未来公司的毛利率将保持在 30% 以上，并平稳增长，主要的驱动因素是：第一，胀断连杆项目从小批量走向大批量生产，毛利率水平有望从 10% 左右增长到 20% 左右；第二，公司自己的锻钢毛坯生产线投产，提高自给率和毛利率。

资产负债率较低

历史上，公司资产负债率水平一直在 50% 以上，仍不能满足快速扩张需求。A 股上市募集资金后，公司的资产负债率大幅下降至 20% 左右，财务费用也相应下降。这也为公司未来利用贷款，继续内涵及外延的扩张奠定了坚实基础。我们认为公司未来将不会保持如此低的资产负债率，适当的财务杠杆将助推公司进入发展的良性循环。

图 21：公司毛利率增速预期

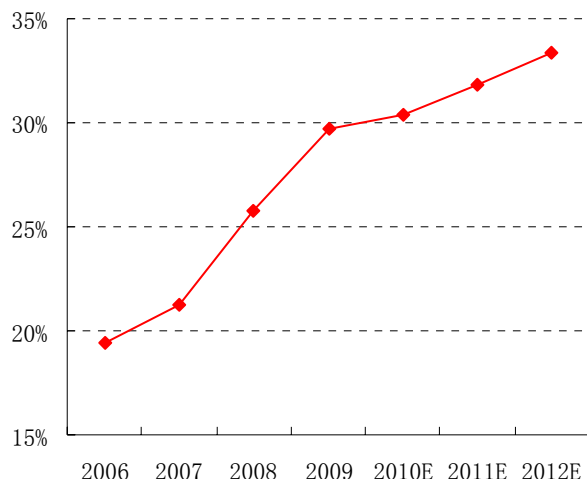
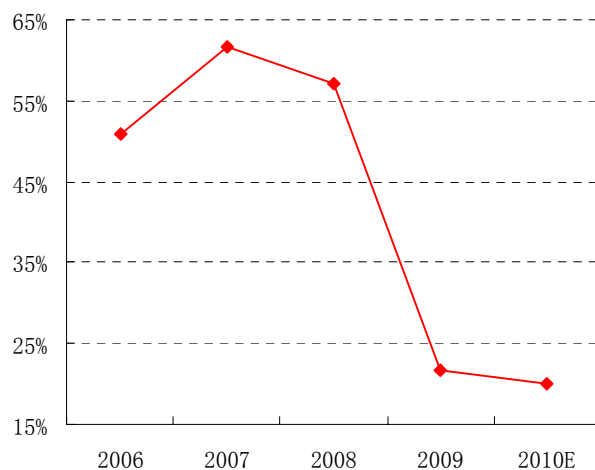


图 22：公司资产负债率水平



资料来源：公司公告，中信建投证券研发部



盈利预测

主要假设：

- 公司将在募集项目之外继续利用自有资金扩充产能
- 未来三年，公司重卡发动机曲轴市场占有率从 37% 增加到 55% 以上
- 出口收入保持年均 50% 以上增长
- 连杆产量保持年均 50% 以上增长
- 锻钢曲轴的自配率从 2010 年的 50% 增加到 2012 年的 80% 以上

公司 2008-2012E 年盈利预测：

图 23：公司盈利指标预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿元)	8.20	7.75	12.51	16.98	19.39
营业利润(亿元)	2.11	2.30	3.79	5.39	6.47
毛利率	25.73%	29.68%	30.34%	31.78%	33.39%
利润总额(亿元)	1.25	1.41	2.46	3.72	4.56
净利润(亿元)	1.13	1.25	2.17	3.16	3.88
基本每股收益(元)	0.56	0.57	0.85	1.26	1.56
增长率	5.7%	1.8%	48.8%	49.0%	23.6%

资料来源：公司公告，中信建投证券研发部



图 24：天润曲轴主营收入及利润预测

产能(万支)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
重型曲轴	26	45	60	80	80
中型曲轴	5	8	10	10	10
轻型曲轴	12	20	35	35	35
轿车曲轴	10	10	20	20	20
锻钢毛坯	20	20	25	40	50
连杆	5	20	60	100	100
曲轴总计	53	83	125	145	165
产量(万支)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
重型曲轴	27	42	60	65	70
中型曲轴	6	8	10	10	10
轻型曲轴	12	20	27	35	35
轿车曲轴	10	10	12	15	20
锻钢毛坯	20	20	25	40	50
连杆	12	20	40	80	120
曲轴总计	54	80	109	125	135
营收(万元)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
重型曲轴	57,962	92,400	132,000	143,000	154,000
中型曲轴	4,565	6,560	8,200	8,200	8,200
轻型曲轴	6,852	11,000	14,850	19,250	19,250
轿车曲轴	4,846	5,000	6,000	7,500	10,000
锻钢毛坯	1,361	1,500	1,500	1,500	1,500
连杆	209	3,600	7,200	14,400	21,600
总计	75,795	120,060	169,750	193,850	214,550
毛利率(%)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
重型曲轴	33%	34%	35%	38%	40%
中型曲轴	20%	20%	20%	20%	20%
轻型曲轴	19%	20%	20%	20%	20%
轿车曲轴	22%	22%	22%	22%	22%
锻钢毛坯	26%	25%	25%	25%	25%
连杆	10%	15%	20%	20%	20%
总计	31%	32%	32%	33%	34%
营业利润(万元)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
重型曲轴	19,380	31,416	46,200	54,340	58,520
中型曲轴	922	1,312	1,640	1,640	1,640
轻型曲轴	1,324	2,200	2,970	3,850	3,850
轿车曲轴	1,064	1,100	1,320	1,650	2,200
锻钢毛坯	348	375	375	375	375
连杆	21	540	1,440	2,880	4,320
总计	23,277	36,943	53,945	64,735	70,905



投资与估值

在探讨天润曲轴的投资价值时，投资人往往因国内重卡曲轴业务占公司业务比重过高，而对其未来增长的潜力有所担忧。我们认为，短期看，增加产能、提高毛利率的策略将维持公司的高成长；长期看，则应该用国际化的视野看天润的未来。

天润曲轴，是国内少数可以直接在国际市场上，与欧美工业巨头竞争的发动机零部件企业。公司主要的对手有蒂森克虏伯集团、印度巴勒特集团和日本住友集团，其中蒂森克虏伯和巴勒特在 2009 年都处于亏损状态。蒂森克虏伯集团市值 1262 亿人民币，2009 年公司机械零部件收入超过 270 亿人民币，年产曲轴超过 1000 万支。而天润 2009 年营业收入不足 8 亿元，年产曲轴 60 万支，市值不足 60 亿元。从公司的管理，设备和销售服务看，天润的实力不输这些国际机械巨头，胀断连杆业务就是公司在康明斯全球体系招标时，从众多国际知名供应商中脱颖而出，获得了合作机会。目前公司唯一欠缺的，就是成长磨砺的时间。我们相信，在中国经济转型的过程中，天润将在汽车零配件企业中率先走出国门，逐渐发展成为国际化曲轴生产基地。

图 25：国际汽车曲轴企业估值对比

公司名称	证券代码	总市值(亿元)	市销率(PS)	市净率(PB)	市盈率(2009)
天润曲轴	002283 CH Equity	59	7.60	3.92	52.07
印度巴勒特	BHFC IN Equity	131	2.57	5.73	N/A
蒂森克虏伯	TKA GR Equity	1,262	0.30	1.37	N/A

资料来源：Wind，中信建投证券研发部

下表总结了 A 股上市汽车零部件企业，特别是发动机零部件企业的估值指标，可以看出即便在国内相似上市公司中，天润曲轴的估值水平仍相对较低。预计公司 2010、2011 和 2012 年 EPS 分别为 0.85 元、1.26 元和 1.56 元。按 2011 年 25 倍 PE，建议目标价 31.5 元，给予买入评级。

图 26：汽车零部件企业估值对比

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率(2009)	市盈率(2010)	PEG 值(2010)	PEG 值(2011)	市净率(PB)	市销率(PS)
002406.SZ	远东传动	53.86	41.23	26.87	1.27	0.95	11.80	8.73
002472.SZ	双环传动	48.26	68.82	33.00	0.57	1.17	14.92	9.11
300100.SZ	双林股份	35.36	68.32	34.54	0.60	1.50	15.39	6.51
002448.SZ	中原内配	41.11	62.02	37.12	1.04	1.65	13.78	6.61
002283.SZ	天润曲轴	58.85	52.07	28.85	0.50	0.72	3.92	7.60

资料来源：Wind，中信建投证券研发部



报表预测

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
营业收入	819.89	774.74	1,250.60	61.42%	1,697.50	35.73%	1,938.50	14.20%
营业成本	608.50	545.22	871.17	59.78%	1,158.05	32.93%	1,291.15	11.49%
营业费用	24.09	22.40	37.52	67.49%	50.93	35.73%	58.16	14.20%
管理费用	51.85	63.62	87.54	37.60%	101.85	16.34%	116.31	14.20%
财务费用	22.93	4.98	6.25	25.56%	13.58	117.18%	15.51	14.20%
投资收益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	107.10	134.50	236.12	75.55%	362.10	53.35%	446.38	23.28%
利润总额	124.66	141.25	246.12	74.24%	372.10	51.19%	456.38	22.65%
所得税	11.32	15.87	29.53	86.10%	55.81	88.98%	68.46	22.65%
净利润	113.34	125.38	216.58	72.74%	316.28	46.03%	387.92	22.65%
归属母公司所有者的净利润	101.29	113.01	203.58	80.15%	303.28	48.97%	374.92	23.62%
EPS	0.56	0.57	0.85	48.82%	1.26	48.97%	1.56	23.62%
资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
货币资金	44.81	425.48	2,023.67	375.62%	2,676.36	32.25%	3,512.34	31.24%
交易性金融资产	20.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	121.00	123.95	200.08	61.42%	271.58	35.73%	310.14	14.20%
预付款项	25.85	94.35	111.77	18.47%	134.93	20.72%	160.76	19.14%
存货	242.43	226.11	361.29	59.78%	480.26	32.93%	535.46	11.49%
流动资产合计	526.82	1,047.89	2,818.59	168.98%	3,977.16	41.10%	4,721.14	18.71%
非流动资产	870.46	913.78	1,020.59	11.69%	1,000.88	-1.93%	918.95	-8.19%
资产总计	1,397.29	1,961.67	3,839.18	95.71%	4,978.04	29.66%	5,640.09	13.30%
短期借款	353.00	0.00	0.00	N/A	200.00	N/A	300.00	50.00%
应付帐款	116.15	90.41	142.48	57.59%	189.40	32.93%	211.17	11.49%
预收款项	34.41	11.09	(26.55)	N/A	(77.65)	N/A	(136.00)	N/A
流动负债合计	682.28	408.25	444.40	8.86%	722.30	62.53%	822.32	13.85%
非流动负债	116.02	18.80	66.39	253.12%	211.08	217.95%	335.18	58.79%
少数股东权益	19.63	32.01	45.01	40.61%	58.01	28.88%	71.01	22.41%
母公司股东权益	579.36	1,502.61	738.39	-50.86%	1,041.67	41.07%	1,416.59	35.99%
净营运资本	(155.46)	639.64	2,374.19	271.18%	3,254.86	37.09%	3,898.82	19.78%
现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
净利润	113.34	125.38	216.58	72.74%	316.28	46.03%	387.92	22.65%
折旧摊销	66.56	68.41	93.19	36.23%	119.71	28.45%	131.93	10.21%
净营运资金增加	(114.17)	795.10	1,734.55	118.15%	880.68	-49.23%	643.95	-26.88%
经营活动产生现金流	35.53	35.72	204.19	471.58%	17.26	-91.55%	628.45	3542.09%
投资活动产生现金流	(7.57)	(50.14)	494.00	N/A	497.00	0.61%	297.00	-40.24%
融资活动产生现金流	(1.30)	214.66	900.00	319.26%	338.44	-62.40%	210.52	-37.80%
现金净增（减）	26.66	200.25	1,598.19	698.11%	852.69	-46.65%	1,135.97	33.22%



附：

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

陈政：北京大学金融学硕士、法学学士，汽车行业分析师。大型国企战略管理岗位3年工作经验，精于行业竞争结构和公司竞争力分析；现专注于对汽车等耐用消费品消费升级趋势和短期扰动因素的研究。获今日投资2008年度“最佳分析师入围奖”。

刘韧：合肥工业大学会计学硕士，汽车行业分析师。2年汽车及交通运输行业研究员工作经验，专注于从成本、供给与需求趋势和产业链上下游角度研究具有投资价值的公司和行业。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街188号4楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道201号渣打银行大厦601室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我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、财务顾问或类似的金融服务。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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。