

2011-05-11

天润曲轴 002283-SZ

与潍柴深度合作, 为潍柴异地建厂

◇ 事件: 公司公布对外投资公告

◆公告概要: 公司拟投资 4 亿元在潍坊新建 10 万只重型发动机曲轴产能

5 月 11 日晚公司发布公告, 拟在潍坊市寒亭区建设一个占地 400 亩的工业园区, 其中一期投资 4 亿元新建一条占地 150 亩、年产 10 万支重型曲轴的加工生产线。建设资金中 3 亿元由公司自筹, 1 亿元申请银行贷款。项目建设期为 2 年, 投产期 1 年, 预计 2013 年末可完全达产。预计项目建成达产后, 正常年可增加销售收入 36000 万元, 利润总额 9048 万元。

◆公司异地建厂的关键是客户需求量足够大, 能够保证产能利用率

公司文登工厂是全球最大的曲轴生产基地, 但国外的大型曲轴企业都是全球布点, 因此长远来看公司需要异地建厂。公司现有单一生产基地大规模生产的最大优势在于, 公司可以根据利用不同客户和不同种类产品市场需求周期的差异熨平生产计划的波动, 从而提高产能利用率。因此我们认为, 促使公司迟迟尚未异地建厂的原因是, 虽然异地建厂可以靠近客户生产, 从而可以降低运输成本、提高响应速度, 但由于异地工厂订单依赖单一客户, 如果该客户的需求量不大或需求量波动较大, 则异地工厂的产能利用率难以保证, 生产成本的提升甚至会高于节省的物流成本。

◆加强与潍柴动力深度合作, 预计潍坊分公司总产能可达 30 万只

潍柴动力是公司 2006~2009 年的第一大客户, 采购额占公司营业收入总额的比例约为 30%。此外我们预计 2010 年为公司贡献 36.9% 营业收入的第一大客户也应是潍柴动力, 即公司 2010 年对潍柴动力的销售额为 5.14 亿元。因此在潍柴动力附近建厂, 一方面由于潍柴的需求量足够大, 能够保证公司未来潍坊工厂的产能利用率, 另一方面由于潍柴已将曲轴定位为外购件, 内部仅保留了一条曲轴生产线, 因此公司无须担心将来与潍柴的内部曲轴加工工厂争夺订单。潍柴近年来发展迅速, 所需曲轴除少量自制外, 现在同时从公司和辽宁五一八采购, 我们测算公司的配套比例在 35% 左右, 因此潍坊分公司的设立有助于公司进一步提升其在潍柴动力的配套比例。此外由于潍坊分公司的总占地面积为 400 亩, 因此我们预计该生产基地未来还将有二期扩产计划, 规划总产能将在 30 万只重型发动机曲轴以上。

◆小幅上调 2012 年以后盈利预测和目标价, 维持“增持”评级

我们上调公司 2012 年和 2013 年的净利润预测 2,600 万元和 3,700 万元, 以公司现有 2.4 亿股份计算, 2011~2013 年的 EPS 分别为 1.18/1.69/2.12 元, 以 2010 年为基期 3 年复合增长率为 32.0%, 小幅上调公司 3 个月目标价至 33 元, 对应 2011 年 28 倍 PE 和 0.9 倍 PEG。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	775	1,393	1,664	2,430	3,117
营业收入增长率	-5.51%	79.85%	19.43%	46.02%	28.27%
净利润(百万元)	113	222	282	404	509
净利润增长率	11.57%	96.15%	27.24%	43.23%	26.09%
EPS(元)	0.40	0.78	1.18	1.68	2.12
ROE(归属母公司)	7.52%	12.98%	9.32%	11.88%	13.25%
(摊薄)					
P/E	74	38	25	18	14
P/B	6	5	3	2	2
EV/EBITDA	34	20	17	13	10

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

增持

当前价格	29.68 元
目标价格	33.00 元
目标期限	3 个月

分析师:

于 特(执业证书编号: S0930510120015)

联系人:

奉 玮

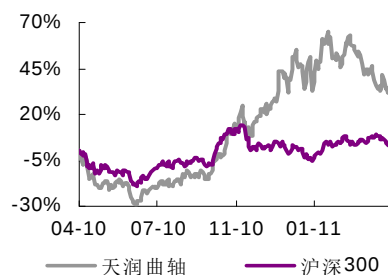
021-22169320

fengw@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	480
总市值(百万元)	14,501
流通比例(%)	42.02%
12 个月最高/最低(元)	37.90/15.55
近 3 月日均成交量(百万股)	4.19
主要股东	山东曲轴总厂有限公司

股价表现(12 个月)



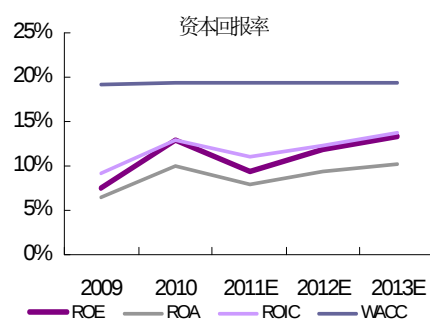
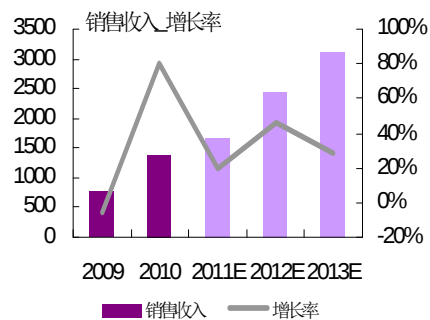
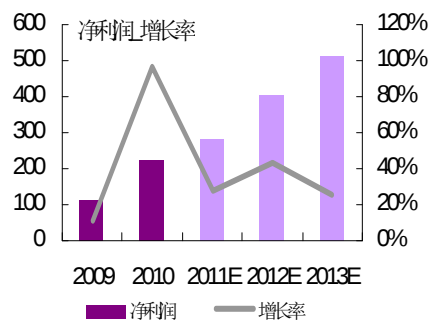
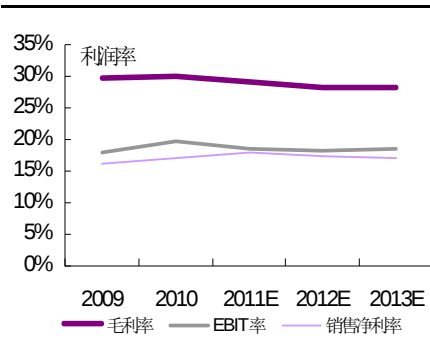
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-3.98	-19.55	44.32
绝对收益	-10.19	-18.23	54.35

相关报告:

培育非重型发动机曲轴产品

..... 2011-04-25

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	775	1,393	1,664	2,430	3,117
营业成本	545	977	1,181	1,745	2,239
折旧和摊销	68	82	144	177	206
营业税费	4	3	8	12	16
销售费用	22	43	50	73	94
管理费用	64	84	116	146	187
财务费用	5	10	-29	-38	-33
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	3	4
营业利润	134	266	338	486	612
利润总额	141	274	347	496	627
少数股东损益	12	16	16	18	23
归属母公司净利润	113.01	221.66	282.05	403.98	509.39

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,962	2,369	3,800	4,481	5,211
流动资产	1,048	1,066	2,044	2,302	2,836
货币资金	425	163	973	764	885
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	124	306	282	411	527
应收票据	174	177	250	365	468
其他应收款	4	6	8	12	16
存货	226	283	413	576	716
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	1	2	4
固定资产	563	886	1,307	1,698	1,900
无形资产	89	88	83	79	75
总负债	427	614	710	999	1,260
无息负债	312	554	695	984	1,245
有息负债	115	60	15	15	15
股东权益	1,535	1,756	3,090	3,482	3,951
股本	240	240	283	283	283
公积金	1,044	1,061	2,107	2,147	2,186
未分配利润	219	406	636	970	1,377
少数股东权益	32	48	64	82	105

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	74	388	389	381	550
净利润	113	222	282	404	509
折旧摊销	68	82	144	177	206
净营运资金增加	189	132	67	293	255
其他	-296	-48	-104	-493	-421
投资活动产生现金流	-167	-561	-599	-599	-398
净资本支出	191	564	600	600	400
长期投资变化	0	0	-1	-1	-2
其他资产变化	-358	-1,125	-1,199	-1,198	-796
融资活动现金流	439	-71	1,020	8	-30
股本变化	60	0	43	0	0
债务净变化	-348	-55	-45	0	0
无息负债变化	-23	241	141	290	260
净现金流	347	-245	810	-209	121

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-5.51%	79.85%	19.43%	46.02%	28.27%
净利润增长率	11.57%	96.15%	27.24%	43.23%	26.09%
EBITDA 增长率	5.75%	72.11%	26.26%	37.97%	25.35%
EBIT 增长率	7.26%	97.49%	11.75%	44.84%	28.97%
估值指标					
PE	74	38	25	18	14
PB	6	5	3	2	2
EV/EBITDA	34	20	17	13	10
EV/EBIT	50	27	25	18	14
EV/NOPLAT	56	31	29	22	17
EV/Sales	9	5	5	3	3
EV/IC	5	4	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	29.63%	29.88%	29.02%	28.19%	28.18%
EBITDA 率	26.83%	25.68%	27.15%	25.65%	25.06%
EBIT 率	18.00%	19.77%	18.50%	18.35%	18.45%
税前净利润率	18.23%	19.68%	20.84%	20.42%	20.10%
税后净利润率 (归属母公司)	14.59%	15.91%	16.95%	16.62%	16.34%
ROA	6.39%	10.04%	7.85%	9.41%	10.22%
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.52%	12.98%	9.32%	11.88%	13.25%
经营性 ROIC	9.24%	12.83%	11.12%	12.24%	13.79%
偿债能力					
流动比率	2.57	1.79	3.02	2.38	2.31
速动比率	201.29%	131.46%	241.03%	178.66%	172.83%
归属母公司权益/有息债务	13.11	28.46	201.70	226.64	256.38
有形资产/有息债务	16.31	37.95	247.76	293.48	342.37
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.40	0.78	1.18	1.68	2.12
每股红利	0.06	0.08	0.11	0.22	0.28
每股经营现金流	0.26	1.37	1.38	1.35	1.95
每股自由现金流(FCFF)	-0.67	-1.29	-0.91	-1.16	0.17
每股净资产	5.32	6.04	10.71	12.03	13.61
每股销售收入	2.74	4.93	5.89	8.60	11.03

资料来源：光大证券、上市公司

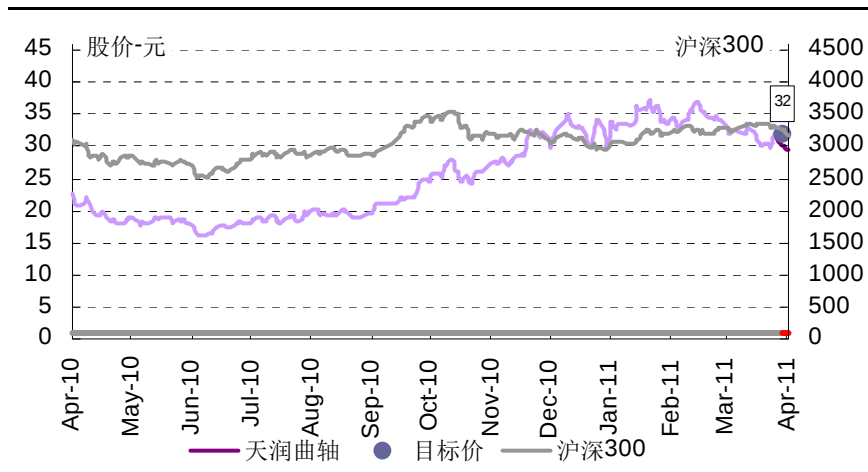
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

天润曲轴（002283）

分析师：于特



日期	股价	目标价	评级
2011-04-25	31.32	32.00	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。