

天润曲轴 (002283.SZ) 汽车和汽车零部件

培育新产品，开拓国际市场

公司研究简报

◆半年报净利润同比增长 41.4%，大幅跑赢行业平均增速

公司 2011 年上半年实现销售收入 8.07 亿元，同比增长 31.7%；实现利润总额 1.60 亿元，同比增长 33.8%；归属上市公司股东净利润 1.29 亿元，同比增长 41.4%；按照公司非公开发行后 5.59 亿股本计算，每股收益（全面摊薄）0.23 元，上年同期同口径为 0.16 元。而今年上半年国内重卡销量同比下滑 7.2%，中卡销量同比增长 2.6%，公司大幅跑赢行业平均增速。

◆培育非重型发动机曲轴产品，增强公司抗风险能力

我们在公司的一季报点评中就预计，公司将适当提高非重型发动机曲轴的比重，在拓展新市场空间的同时增强公司的抗风险能力。今年上半年公司的轻型发动机曲轴和中型发动机曲轴销售收入增长迅速，分别达到 34.5% 和 80.2%；公司的船用发动机曲轴产品也已成功投放市场，实现营业收入 137 万元；公司的拳头产品重型发动机曲轴销售收入同比增长 28.8%，占主营收入的比重从去年同期的 80.7% 下降至 79.0%；但公司的轿车发动机曲轴和连杆两项产品营业收入均出现负增长。

◆积极开拓国际市场，成为世界级的曲轴生产商

此前公司在 7 月 27 日发布公告，与约翰迪尔首次签署合作意向书，进入其配套体系，并将从今年 8 月开始向康明斯英国工厂出口重型发动机曲轴。我们认为，这表明公司已具备在国际市场上与蒂森克虏伯等海外竞争对手正面竞争的實力。我们预计今年全年国内重卡销量将同比下滑 10%，因此公司还将继续投入更多的精力和产能开拓国际市场，预计陆续还将开拓更多海外客户。2011 年上半年公司出口收入 4388 万元，超过 2010 年全年的出口收入（4190 万元），同比增长 164%。但由于出口业务尚处于起步阶段，毛利率仅有 17.0%，远低于公司同期 28.8% 的综合毛利率。我们预计，随着公司出口业务上量，出口业务的毛利率水平将高于公司综合毛利率。

◆维持此前 4 月报告的盈利预测，继续给予“增持”评级和 16.50 元目标价从 2005 年到 2010 年，国内重卡市场上半年销量占全年销量比重的平均值是 55%，因此我们认为公司下半年在国内市场的营业收入将基本与上半年持平，但预计仅康明斯订单今年下半年就将为公司带来约 6000 万元的收入，因此维持此前的盈利预测，继续给予“增持”评级和 16.50 元的目标价。

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	1,704	2,255	2,850
营业收入增长率	-5.51%	79.85%	22.31%	32.34%	26.35%
净利润（百万元）	113	222	283	383	478
净利润增长率	11.57%	96.15%	27.55%	35.57%	24.71%
EPS（元）	0.20	0.40	0.51	0.69	0.85
ROE（归属母公司） （摊薄）	7.52%	12.98%	9.36%	11.36%	12.61%
P/E	72	37	29	21	17

增持（维持）

当前价/目标价：14.64/16.50 元

目标期限：3 个月

分析师

于特 (执业证书编号：S0930510120015)

021-22169158

yute@ebsecn.com

联系人

奉玮

021-22169320

fengw@ebsecn.com

市场数据

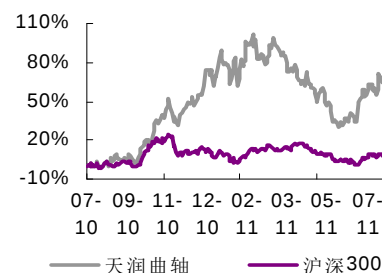
总股本(亿股)：4.80

总市值(亿元)：70.27

一年最低/最高(元)：11.65/37.90

近 3 月换手率：71.71%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.09	5.23	55.05
绝对	-0.20	-0.77	58.84

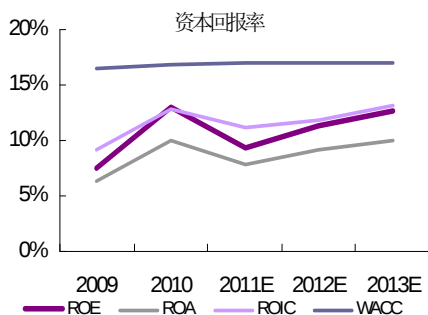
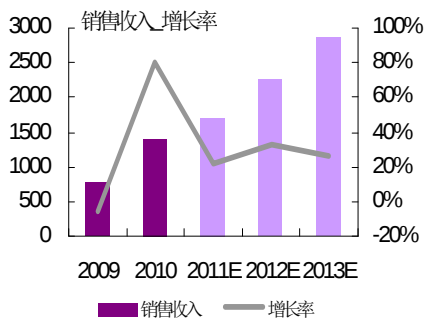
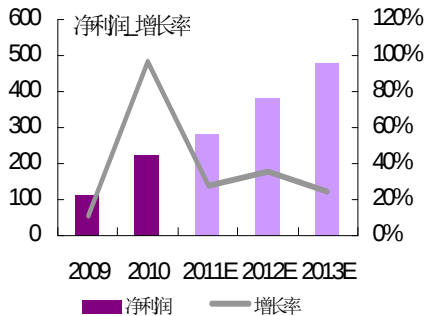
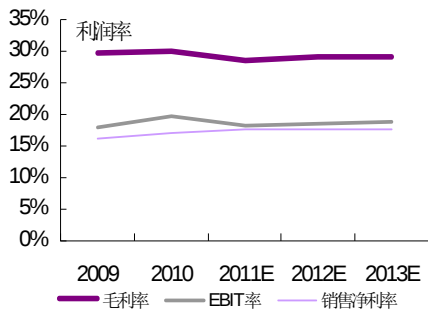
相关研报

与潍柴深度合作，为潍柴异地建厂

..... 2011-05-11

培育非重型发动机曲轴产品

..... 2011-04-25



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	775	1,393	1,704	2,255	2,850
营业成本	545	977	1,217	1,598	2,022
折旧和摊销	68	82	144	177	206
营业税费	4	3	9	11	14
销售费用	22	43	43	56	71
管理费用	64	84	126	162	199
财务费用	5	10	-29	-38	-34
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	339	462	575
利润总额	141	274	348	472	588
少数股东损益	12	16	16	18	22
归属母公司净利润	113.01	221.66	282.74	383.30	478.02

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,962	2,369	3,814	4,379	5,041
流动资产	1,048	1,066	2,059	2,199	2,667
货币资金	425	163	958	781	894
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	124	306	288	382	482
应收票据	174	177	256	338	427
其他应收款	4	6	9	11	14
存货	226	283	426	527	647
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	729	922	1,145
无息负债	312	554	714	907	1,130
有息负债	115	60	15	15	15
股东权益	1,535	1,756	3,085	3,456	3,896
股本	240	240	559	559	559
公积金	1,044	1,061	1,897	1,935	1,983
未分配利润	219	406	565	880	1,250
少数股东权益	32	48	64	82	104

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	74	388	380	413	537
净利润	113	222	283	383	478
折旧摊销	68	82	144	177	206
净营运资金增加	189	132	84	208	221
其他	-296	-48	-130	-356	-368
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	1,015	9	-26
股本变化	60	0	319	0	0
债务净变化	-348	-55	-45	0	0
无息负债变化	-23	241	160	193	223
净现金流	347	-245	795	-177	113

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%	22.31%	32.34%	26.35%
净利润增长率	11.57%	96.15%	27.55%	35.57%	24.71%
EBITDA 增长率	5.75%	72.11%	26.57%	32.14%	24.11%
EBIT 增长率	7.26%	97.49%	12.16%	36.27%	27.42%
估值指标					
PE	72	37	29	21	17
PB	5	5	3	2	2
EV/EBITDA	16	10	17	13	11
EV/EBIT	24	13	25	19	15
EV/NOPLAT	27	16	29	22	17
EV/Sales	4	3	4	4	3
EV/IC	3	2	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	29.63%	29.88%	28.58%	29.13%	29.05%
EBITDA 率	26.83%	25.68%	26.57%	26.53%	26.06%
EBIT 率	18.00%	19.77%	18.13%	18.67%	18.82%
税前净利润率	18.23%	19.68%	20.39%	20.93%	20.65%
税后净利润率 (归属母公	14.59%	15.91%	16.59%	16.99%	16.77%
ROA	6.39%	10.04%	7.84%	9.16%	9.92%
ROE (归属母公司) (摊	7.52%	12.98%	9.36%	11.36%	12.61%
经营性 ROIC	9.24%	12.83%	11.09%	11.82%	13.25%
偿债能力					
流动比率	2.57	1.79	2.96	2.47	2.40
速动比率	2.01	1.31	2.35	1.88	1.82
归属母公司权益/有息债务	13.11	28.46	201.38	224.94	252.80
有形资产/有息债务	16.31	37.95	248.71	286.62	331.09
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.20	0.40	0.51	0.69	0.85
每股红利	0.03	0.04	0.05	0.11	0.13
每股经营现金流	0.13	0.69	0.68	0.74	0.96
每股自由现金流(FCFF)	-0.34	-0.65	-0.49	-0.48	0.09
每股净资产	2.69	3.05	5.40	6.03	6.78
每股销售收入	1.38	2.49	3.05	4.03	5.09

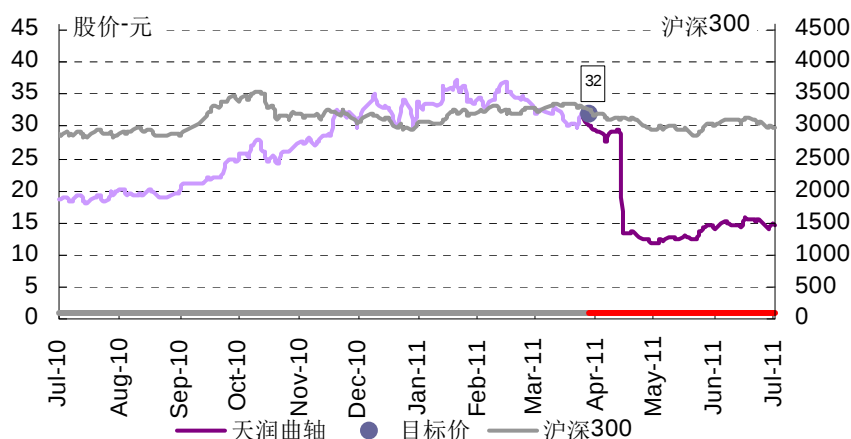
资料来源：光大证券、上市公司

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)



日期	股价	目标价	评级
2011-04-25	31.32	32.00	增持
2011-05-11	29.31	33.00	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。

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。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。

本证券研究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，仅供本公司的客户使用。

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。

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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com