

东力传动（002164）：振兴基础配套件产业，迎来发展机遇 增持（维持）

机械行业

当前股价：12.22 元 6 个月目标价：17.50 元

报告日期：2009 年 2 月 23 日

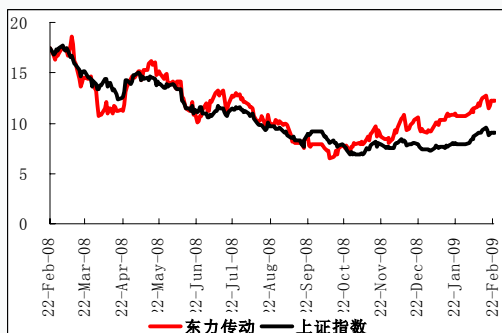
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	392	497	696	947
(+/-)	26.77%	26.52%	50.12%	35.00%
营业利润	62	95	138	190
(+/-)	48.27%	54.98%	44.27%	37.72%
归属于母公司 的净利润	56	88	126	174
(+/-)	41.29%	57.18%	43.60%	37.60%
每股收益（元）	0.56	0.49	0.70	0.97
市盈率（倍）	22	25	17	13

公司基本情况（2009 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通 A 股(万股)	18,000/7,500
流通市值（亿元）	9.17
每股净资产（元）	2.79
资产负债率（%）	40.37

股价表现（最近一年）



分析师—郭敏

021-58824282-886 guom@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 公司的市场需求：由于钢铁行业景气度下滑，传统冶金市场需求有所放缓，09 年下半年有望触底回升。同时，公司加大对起重设备、电力等新市场的拓展力度，逐步转变需求市场较为单一的局面。
- 公司的盈利能力：钢材价格已在 08 年下半年步入下跌通道，在下游需求没有明显启动迹象之前，钢价短期内缺乏持续上涨动力，则齿轮行业的成本压力在 09 年会得到有效的缓解。募项目将在 09 年全部建设完成，10 年进入产能集中释放期，由于项目均定位于高端，届时公司盈利能力将得到提升。
- 目前公司09年动态市盈率为17倍，在A股同行业上市公司中处于较低水平，公司业绩稳定增长明确，维持“增持”评级。

投资要点：

- 齿轮制造业是从属于主机制造业的一个配套产业，鉴于配套产业的发展与各主机产业发展具有相辅相成的重要意义，在振兴装备制造业的政策背景下，提升大型铸锻件、基础部件、加工辅具、特种原材料等配套产品的技术水平，夯实产业发展基础，将给基础件行业中规模最大的齿轮行业带来发展的良机。
- 公司借助于募项目建设，拓展高端新市场，已经初见成效。目前除了风电市场尚未进入外，其他领域公司均有涉入。2010年产能进入全面释放期，改变目前对依赖冶金矿山市场过度依赖的局面，来自其他市场的收入比例达到50%左右。
- 维持“增持”评级。公司是冶金齿轮行业的龙头企业，在细分市场领域优势明显，预计未来三年净利润复合增速为40.57%，对应09年PE为17倍，估值在A股同行业上市公司中处于较低水平，我们认为公司经营稳健、增长明确，属于良好的长期投资标的，维持“增持”评级。
- 风险提示：（1）市场开拓风险，公司IPO项目涉及多个领域，存在市场开拓力度不够，产能闲置风险；（2）产品设计研发风险；（3）主要原材料轴承、铸件、锻件价格大幅上涨，公司无法完全消化成本压力，将导致利润空间缩小的风险。

正文目录

1. 我国齿轮行业运行情况分析	3
1.1 齿轮行业，正是成长期.....	3
1.2 齿轮行业整体运行情况回顾.....	4
2. 向高端进军的工业齿轮龙头	5
2.1 主营业务稳速成长，产品重心将向大功率齿轮箱转移。	5
2.2 公司工业齿轮产品下游需求市场分析.....	6
2.3 公司竞争优势分析.....	8
3. 公司未来业绩增长预测与风险分析	8
3.1 公司未来业绩增长预测.....	8
3.2 公司面临风险分析.....	9
4. 盈利预测	10
5. 公司估值和投资建议	10

图表目录

图表 1：中国齿轮行业市场规模.....	4
图表 2：各类型齿轮所占市场份额.....	4
图表 3：全球工业齿轮企业市场份额.....	4
图表 4：国内工业齿轮企业市场份额.....	4
图表 5：齿轮、传动和驱动部件历年运行指标	5
图表 6：公司主营产品历年收入占比.....	6
图表 7：公司主营产品历年利润占比.....	6
图表 8：我国工业齿轮产品下游行业分布	6
图表 9：我国工业齿轮产品下游行业分布	7
图表 10：主要齿轮企业竞争情况.....	8
图表 11：各类业务预测表单位（万元）	9
图表 12：盈利预测表.....	10
图表 13：估值对照表.....	11



2009年2月4日，国务院审议并原则通过了装备制造业调整振兴规划。其中，政策支持的重点之一落实到基础配套件产业。我们认为，此次振兴规划的推出将给公司带来发展良机。

公司作为齿轮行业唯一一家A股上市企业，多年来依靠其自身的规模优势、技术设备优势、营销优势、品牌优势和管理优势，已经牢固树立了其细分行业龙头地位。

本篇报告，我们是在前期持续跟踪公司的基础上，结合齿轮行业发展的最新情况，对公司成长潜力加以分析。

1. 我国齿轮行业运行情况分析

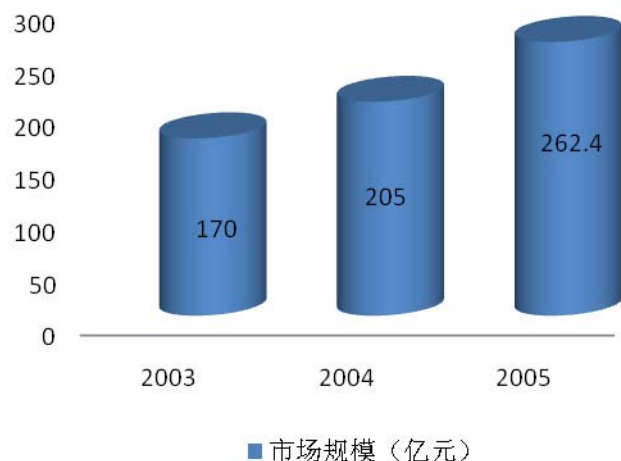
1.1 齿轮行业，正是成长期

我国齿轮工业近年来已取得了长足进步。目前，我国齿轮市场总规模及生产量世界排名第三，已成为世界齿轮制造大国。预计今后10年，中国齿轮传动产品市场需求将翻一番，到2010年，年产值将达1000亿元，2011年到2015年，我国齿轮产品市场将走向成熟，完成从齿轮大国向齿轮强国的飞跃。从市场容量来看，国际工业齿轮市场规模每年大约有160亿美元。国内“十一五”期末齿轮行业的市场容量将达到1200亿元，其中工业齿轮行业容量将达到456亿元。按目前的工业齿轮行业市场分布情况，工业通用齿轮产品的市场容量将达到158亿元，工业专用齿轮市场容量将达到298亿元。

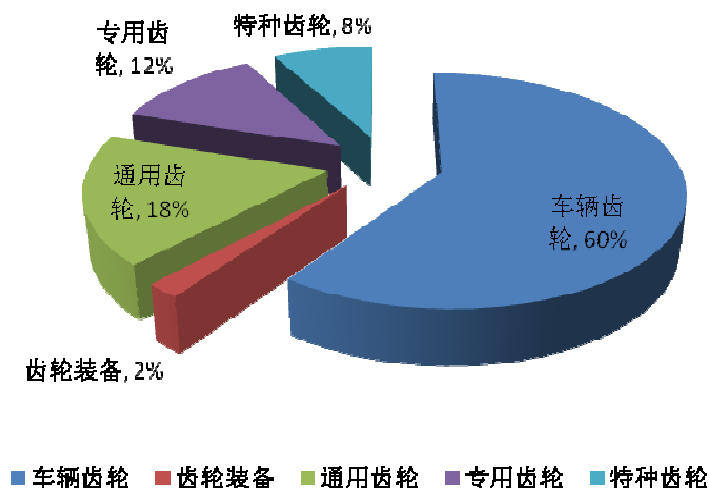
在振兴装备制造业的政策背景下，齿轮行业将迎来发展的良机。齿轮制造业是从属于主机制造业的一个配套产业，鉴于配套产业的发展与各主机产业发展具有相辅相成的重要意义，在振兴装备制造业的政策背景下，提升大型铸锻件、基础部件、加工辅具、特种原材料等配套产品的技术水平，夯实产业发展基础，将给基础件行业中规模最大的齿轮行业带来发展的良机。

齿轮行业竞争充分，行业存在整合机会。按产品用途，齿轮行业基本分为三大类，即工业齿轮、车辆齿轮和齿轮装备。其中，车辆齿轮市场份额达到60%；工业齿轮由工业通用、专用、特种齿轮构成，其市场份额分别为18%、12%、8%；齿轮装备占市场份额的2%。目前，东力公司所处行业为齿轮行业中的细分工业齿轮行业。该行业竞争比较充分，2005年国际工业齿轮行业前十大制造商仅占据约20%市场份额，最高的为6.3%，其次5.6%，其余均小于2%。国内工业齿轮行业也体现出充分竞争的特点。目前中国工业齿轮企业大约有1000家左右，市场占有率最高的仅为5.3%。

图表 1：中国齿轮行业市场规模

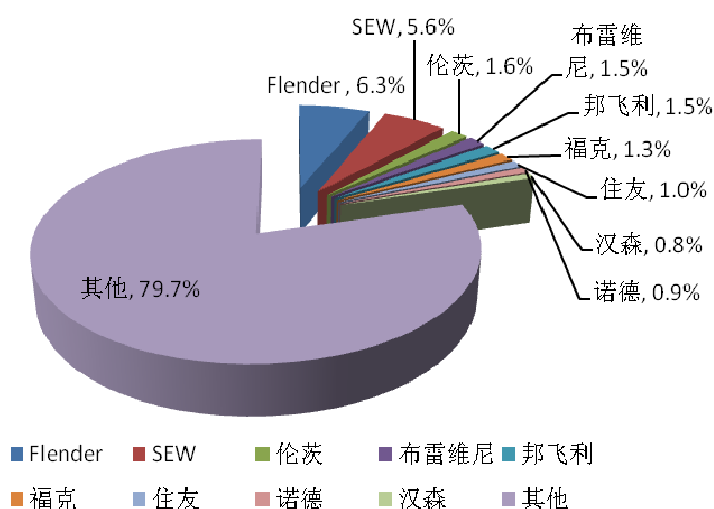


图表 2：各类型齿轮所占市场份额

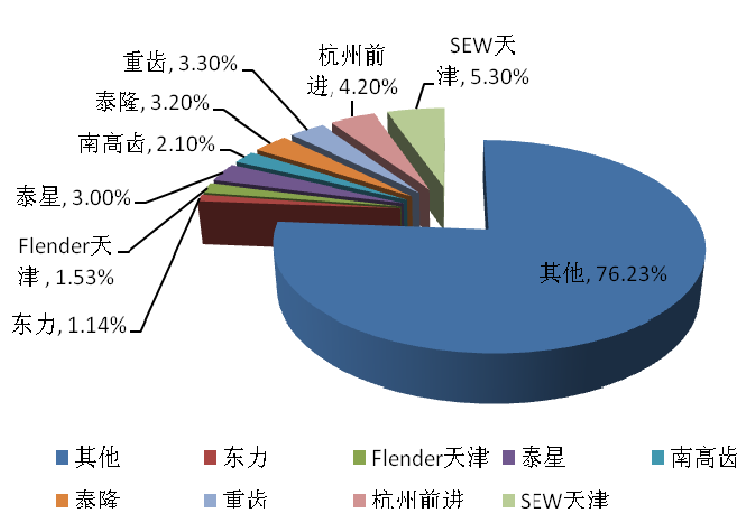


资料来源：公司公告天相投顾整理

图表 3：全球工业齿轮企业市场份额



图表 4：国内工业齿轮企业市场份额



资料来源：公司公告、天相投顾整理

1.2 齿轮行业整体运行情况回顾

收入保持稳速增长，利润增速下滑明显。根据天相数据显示：2008 年 1-11 月，968 家齿轮行业企业，共实现销售收入 582.19 亿元，同比增长 36.75%，增速较上年同期提高 3.14 个百分点，实现利润总额 34.11 亿元，同比增长 30.43%，增速较上年

同期下降 24.83 个百分点。我们认为利润增速下滑的主要原因是，07 年末至 08 年上半年，钢材等原材料价格呈现大幅上扬，作为用钢大户的齿轮行业势必会受到较大影响。但这一影响，我们认为，不会持续到 09 年。一方面，钢材价格已在 08 年下半年步入下跌通道，11 月份虽有所反弹，但反弹幅度不大，另一方面，在下游需求没有明显启动迹象之前，钢价短期内缺乏持续上涨动力。综合考虑，齿轮行业的成本压力在 09 年会得到有效的缓解。

图表 5：齿轮、传动和驱动部件历年运行指标

	企业数量 (家)	收入 (亿元)	收入 增长率(%)	利润总额 (亿元)	利润总额 增长率(%)	毛利率 (%)
2008 年 1-11 月	968	582.19	36.75%	34.11	30.43%	15.05%
2007 年 1-11 月	863	427.71	33.61%	27.18	55.26%	15.95%
2006 年	760	341.66	23.89%	19.64	34.28%	14.82%
2005 年	668	258.16	21.90%	14.21	30.56%	16.58%
2004 年	447	187.68	34.85%	11.25	46.55%	17.68%
2003 年	363	130.70	22.23%	6.62	77.05%	18.31%

资料来源：天相投资分析系统

从进出口方面来看，2007 年我国齿轮行业实现进口额为 50.5 亿美元，而出口额为 11.95 亿美元，齿轮行业的进口额接近出口额的 5 倍。存在较大逆差的主要原因在于，当前我国的齿轮产品与国外产品在设计水平、工艺水平和原材料制造水平上存在着明显的差距，高端市场基本被国外企业所垄断，国内大部分企业只能在中低端市场进行竞争。不过，这也从另一方面说明，国内齿轮行业具有非常大的进口替代空间，拥有较强技术优势的企业，将有可能率先占领市场。

2. 向高端进军的工业齿轮龙头

2.1 主营业务稳速成长，产品重心将向大功率齿轮箱转移。

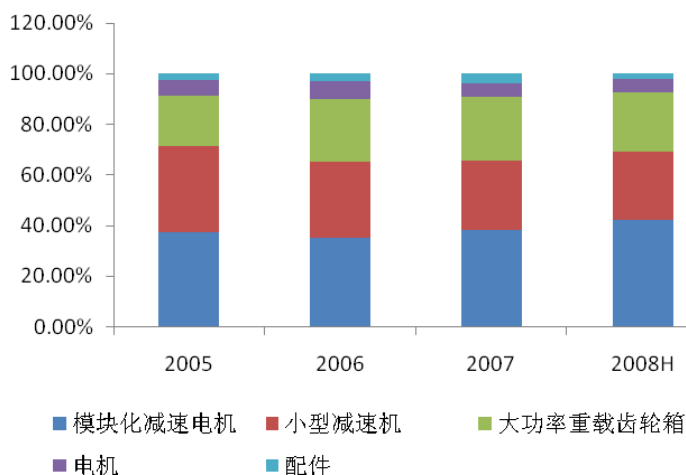
公司是一家从事工业齿轮研发和生产的公司，产品主要包括模块化减速电机、小型减速器和大功率重载齿轮箱三大类，主要应用于冶金、矿山行业。公司拥有较强的技术优势，模块化减速电机产品处于国际先进水平，小型减速器和大功率重载齿轮箱产品处于国内先进水平。2005 年公司在国内工业齿轮行业市场占有率 1.14%，在冶金行业的市场份额排名第三，在模块化减速电机方面产品市场率排名第二。

由于工业专用齿轮是属于技术密集型产品，可靠性要求较高，国内具备相关技术的企业较少，所以我国约有 35% 的大功率重载齿轮箱依赖进口。公司从整个行业发展趋势出发，未来几年内产品重心将逐步向大功率齿轮箱转移，目前该业务增长主要受产能限制，预计大功率重载齿轮箱扩建项目，将在 09 年上半年建设完成，10 年将全面达产。

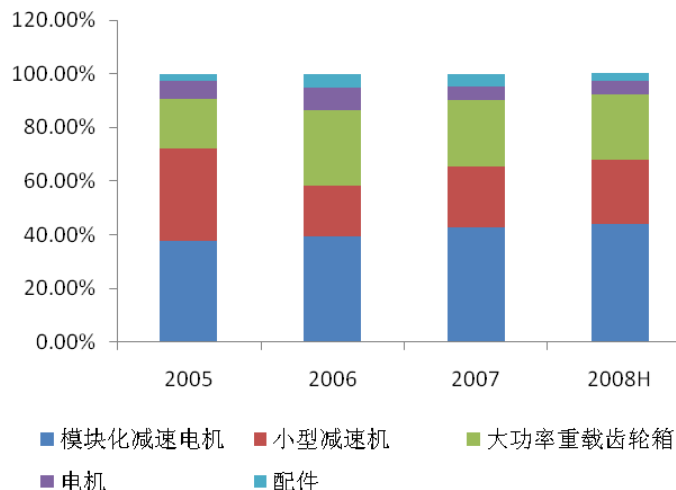
08 年中期，公司三大主要产品模块化减速电机、小型减速器和大功率重载齿轮箱收入占比分别为 42%、26.9% 和 23.5%，毛利占比分别为 44.2%、23.7 和 24.4%。



图表 6：公司主营产品历年收入占比



图表 7：公司主营产品历年利润占比

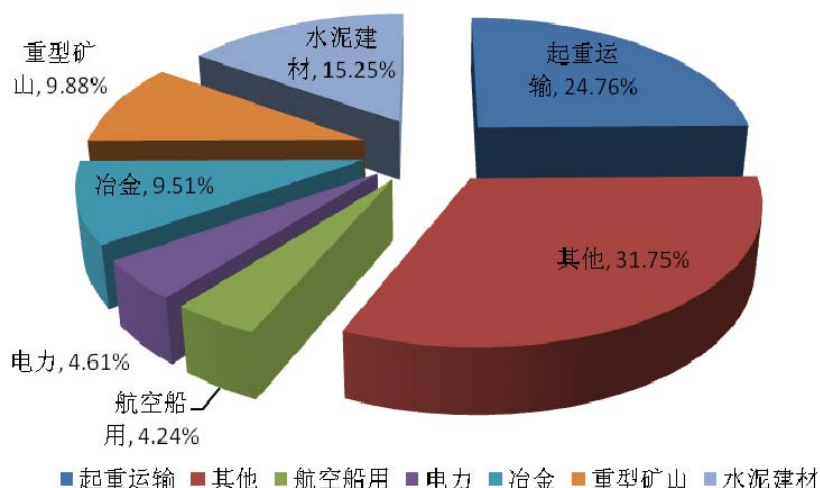


资料来源：天相投资分析系统

2.2 公司工业齿轮产品下游需求市场分析

齿轮作为机械装备的重要基础件，应用广泛，其下游需求市场遍布于整个制造行业。

图表 8：我国工业齿轮产品下游行业分布



资料来源：公司公告、天相投顾整理

➤ 传统冶金市场需求有所放缓，09 年下半年有望触底回升。

公司 80%以上产品应用于冶金、矿山行业，主要客户集中在大中型钢铁生产企业。如宝钢、鞍钢、武钢、首钢、沙钢、包钢、攀钢、太钢、马钢等。从目前来看，钢铁



行业景气下行，在一定程度上会影响公司在冶金市场的收入。近日，公司对三季报业绩预告做出修正，对 08 年全年净利润增速从此前的同比增长 70%-100%，下调为 40%-70%。此次修正的原因主要是，下游的钢企客户受金融危机影响，延迟了部分采购计划。我们认为，冶金行业的需求，一方面来自钢企新项目的投建，如技术改造和落后产能的淘汰，一方面来自于企业设备自身的维修更换。前者，在经济形势低迷时，需求会有所放缓，但后者，基本不会受到太大影响。并且钢铁行业在经历了 08 年以来的低迷后，09 年下半年有望迎来底部复苏。

➤ 新市场开拓，值得期待。

为改变过度依赖冶金市场局面，公司计划在 2010 年，来自冶金行业收入比重将从目前的 80% 多降至 50%。现已计划开拓包括起重设备、建材水泥、船用齿轮箱、火电设备和风电设备等新市场。

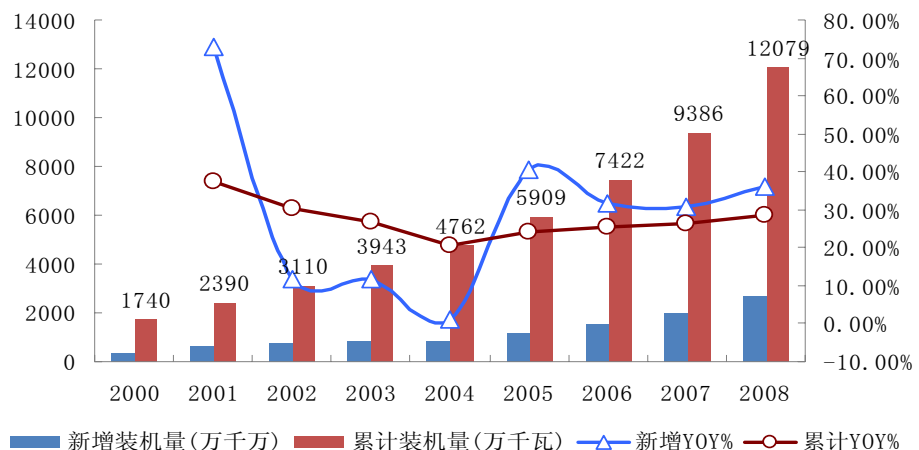
起重设备市场需求分析：近年来，我国起重运输机械行业保持着快速平稳的增长态势。2004 年起重运输机械工业总产值为 986.31 亿元，同比增长 31.58%。2005 年行业工业总产值为 1328.07 亿元，同比增长 34.65%。预计到 2010 年国内市场需求额约为 1900 亿元，平均年增长率约 11%。预计到 2010 年，该行业对齿轮箱产品需求将达到 115 亿元。

建材水泥市场需求分析：随着城镇化进程的加快，基础设施建设的加大投入，将会拉动建材工业的快速增长，预计到 2010 年，对齿轮箱产品的需求将达到 71 亿元。

电力行业市场需求分析：电力行业主要使用工业通用齿轮箱、风力发电齿轮箱、大功率重载齿轮箱等。电力行业预计 2010 年对齿轮箱产品的需求额约为 24 亿元。

公司借助于募集项目建设，拓展高端新市场，已经初见成效。目前除了风电市场尚未进入外，其他领域公司均有涉入。根据我们目前了解到的情况，公司 1.5MW 风电齿轮箱项目将在 09 年并网试机，并实现小批量生产，10 年全面释放产能。目前，国内能够提供风电齿轮箱的生产企业，主要是南高齿、杭齿和重齿，风电市场仍有巨大的空间。

图表 9：我国工业齿轮产品下游行业分布



资料来源：中国风能协会、天相投顾整理

2.3 公司竞争优势分析

齿轮行业企业众多，与跨国企业相比，我国齿轮行业还存在较大的差距。差距主要体现在设计水平、工艺水平和原材料制造水平上。因此，行业的高端市场基本被国外企业所垄断，国内大部分企业主要在中低端市场进行竞争。公司处于国内齿轮制造业的第一梯队，其模块化减速电机的主要竞争对手是 SEW 天津、Flender 天津；大功率重载齿轮箱产品的主要竞争对手是南高齿和重齿，以及 SEW 天津、Flender 天津；小型减速器产品的主要竞争对手是其他中小减速器厂。

图表 10：主要齿轮企业竞争情况

企业	总资产 (亿元)	销售收入 (万元)	技术装备	优势
SEW 天津	7.1	132,063	国际先进	技术先进、产品高端、应用广泛
Flender 天津	1.5	37,900	国际先进	技术先进、产品高端、成本较高
南高齿	14.4	94,669	国内领先	高速齿轮优势明显，风电、船用齿轮箱为重点发展
重齿	10.6	80,524	国内领先	船用齿轮箱具有优势，风电齿轮箱占收入比 20%-30%
东力	3.7	25,783	国内领先	冶金、矿山领域，产品专一，性价比优势明显

资料来源：公司公告、天相投顾整理

可见，公司与竞争对手相比规模偏小，主要的优势在细分领域上，同时性价比优势明显，近年来，公司国内的主要竞争对手南高齿、重齿业务有向船用齿轮、风电齿轮集中的趋势，公司在冶金领域的市场份额有进一步扩大的可能。同时，公司已经走出一条产、学、研、应用相结合的发展之路，随着大功率、高精项目建设完成，公司产品将会逐步渗透到下游多个行业和领域。

3. 公司未来业绩增长预测与风险分析

我们结合目前齿轮行业及上下游相关行业运行情况，我们对公司各项业务收入加以预测。

3.1 公司未来业绩增长预测

- 模块化减速机业务，该类产品作为辅助传动设备，应用最为普遍，从行业发展来看，整个减速电机的市场预计每年需求量增长幅度为 15% 左右，公司该业务处于中高端水平，过去三年来复合增长率达 30% 以上。我们预计，公司该业务 08-10 年收入将保持平均 30% 以上的增速。
- 大功率重载齿轮箱业务，是公司重点发展的领域，未来收入占比将逐年提高。我们认为该业务的增长来自于两个方面，一是 09 年上半年，公司大功率重载齿轮箱扩建项目将建设完成，10 年进入产能集中释放期；二是公司产品市场会拓展到 5000KW 以上特大型重载齿轮箱应用领域，如电力、矿山等。我们预计公司该业务 08-10 年收入分别保持 31.25%、40% 和 33.90% 的增长。
- 模块化高精电机业务，该类产品具备精度高、交货周期短等特点，将非常适用于

冶金、水泥建材、起重运输、矿山、电力等行业的高端市场，将实现对小型减速器产品的全面替代。我们认为公司在该业务上会保持高速增长，预计 08-10 年收入分别保持 60%、120%和 100%的增长。

- 综合考虑钢价波动因素及需求短期内有所减弱带来的影响，我们判断，08 年全年各类产品毛利率将同比有所下降，降幅在 1-2 个百分点不等。

图表 11：各类业务预测表单位（万元）

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
模块化减速电机					
业务收入	11105.92	14972.70	18715.88	26202.23	33014.80
毛利率	35.53%	43.45%	41.00%	41.50%	42.00%
收入同比增长	17.84%	34.82%	25.00%	40.00%	26.00%
大功率重载齿轮箱					
业务收入	9402.21	10719.06	14068.77	19696.27	26373.31
毛利率	20.00%	32.46%	31.00%	32.50%	33.00%
收入同比增长	87.38%	14.01%	31.25%	40.00%	33.90%
模块化高精电机					
业务收入	2000.00	3500.00	5881.08	11762.15	22230.46
毛利率	37.00%	38.00%	37.00%	37.00%	37.00%
收入同比增长		75.00%	60.00%	120.00%	100.00%
小型减速机					
业务收入	7778.96	6468.76	6468.76	6468.76	6468.76
毛利率	35.76%	37.05%	36.50%	36.00%	36.00%
收入同比增长	-4.11%	-16.84%	10.00%	0.00%	0.00%
电机					
业务收入	2090.83	2086.00	2503.20	3003.84	3754.80
毛利率	39.00%	33.90%	32.00%	32.00%	32.00%
收入同比增长	-27.54%	-0.23%	20.00%	20.00%	25.00%
配件					
业务收入	1017.25	1551.26	2016.64	2419.97	2903.96
毛利率	48.25%	55.08%	45.00%	45.00%	45.00%
收入同比增长		52.50%	30.00%	20.00%	20.00%
收入合计	33395.17	39297.78	49654.31	69553.21	94746.10

资料来源：公司公告、天相投顾整理

3.2 公司面临风险分析

我们认为公司未来所面临的风险有：

- （1）市场开拓风险，公司 IPO 项目涉及多个领域，存在市场开拓力度不够，产能闲置风险；
- （2）产品设计研发风险；
- （3）主要原材料轴承、铸件、锻件价格大幅上涨，公司无法完全消化成本压力，将导致利润空间缩小的风险。

4. 盈利预测

盈利预测前提和假设：

- 1) 募集项目如期建设完成，2010 年进入产能集中释放期。
- 2) 钢材价格不会出现大幅波动，毛利率保持稳中有升。
- 3) 由于目前风电齿轮箱项目尚未带来收益，此预测中，暂不予考虑。
- 4) 公司已被认定为高新技术企业，2008-2010 年按 15% 计算所得税率。

图表 12：盈利预测表

单位：万元	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	30,960	39,248	49,654	69,553	94,746
增长率	20.08%	26.77%	26.52%	50.12%	35.00%
减：营业成本	21,150	24,003	31,374	43,547	59,114
综合毛利率	31.68%	38.84%	36.82%	37.39%	37.61%
营业税金及附加	213	312	397	556	758
销售费用	1,768	2,819	2,979	4,173	5,685
管理费用	2,723	4,601	4,469	6,260	8,527
财务费用	778	930	894	1,252	1,705
期间费用率	17.02%	21.27%	16.80%	16.80%	16.80%
投资收益	83	1	0	0	0
营业利润	4,152	6,157	9,541	13,765	18,956
增长率	42.26%	48.27%	54.98%	44.27%	37.72%
加：营业外收入	672	1,107	993	1,391	1,895
减：营业外支出	60	197	174	278	379
利润总额	4,764	7,067	10,361	14,878	20,472
减：所得税费用	543	1,470	1,554	2,232	3,071
净利润	4,221	5,597	8,806	12,646	17,402
归属母公司所有者的净利润	3,965	5,602	8,805	12,645	17,399
增长率	89.92%	41.29%	57.18%	43.60%	37.60%
少数股东损益	256	(5)	1	1	2
每股收益	0.22	0.31	0.49	0.70	0.97

资料来源：公司公告、天相投顾整理

5. 公司估值和投资建议

预计公司 08-10 年营业收入年复合增长率为 38.13%，三年净利润的复合增长率为 40.56%，2008-2010 年每股收益分别为 0.49 元、0.70 元和 0.97 元。

目前国内 A 股齿轮行业上市公司中仅有东力传动一家公司，我们选择业务覆盖到基础零部件等相关行业的上市公司进行估值对比。我们发现东力传动相较于同类上



市公司具有估值上的优势，我们给予公司 09 年 25 倍的动态 PE，则 6 个月的目标价格在 17.5 元，继续维持“增持”评级。

图表 13：估值对照表

公司简称	公司代码	当前股价	EPS				市盈率			
			2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E
天马股份	002122	62.21	0.87	1.73	2.67	3.20	71.88	35.91	23.28	19.45
龙溪股份	600592	7.05	0.33	0.44	0.53	0.64	21.36	16.02	13.30	11.02
轴研科技	002046	12.27	0.36	0.34	0.31	0.33	34.08	36.09	39.58	37.18
晋西车轴	600495	21.62	0.59	0.67	0.89	1.06	52.73	69.74	63.59	55.44
云内动力	000903	8.20	0.53	0.29	0.39	0.48	15.47	28.28	21.03	17.08
东力传动	002164	12.22	0.31	0.49	0.70	0.97	39.42	24.94	17.46	12.60
平均							39.16	35.16	29.71	25.46

资料来源：天相投顾整理

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室

电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140

北京新盛地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层

电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140

北京德胜园地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层

电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088

上海天相地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座

电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120

深圳天相地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室

电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041

山东天相地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C

电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014