

分析师： 刘荆 李兴 021-63295590 Liujing4@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

东力传动 2008 年年报点评

事件描述

东力传动今天公布了 2008 年年度报告，其主要内容为：

- 实现营业收入 52723.61 万元，同比增长 34.34%，归属于上市公司股东的净利润为 8338.73 万元，同比增长 48.85%，实现基本每股收益 0.46 元；
- 公司拟以现有总股本 18000 万股为基数，按每 10 股派发现金股利 1 元(含税)，共计派发现金股利 1800 万元；

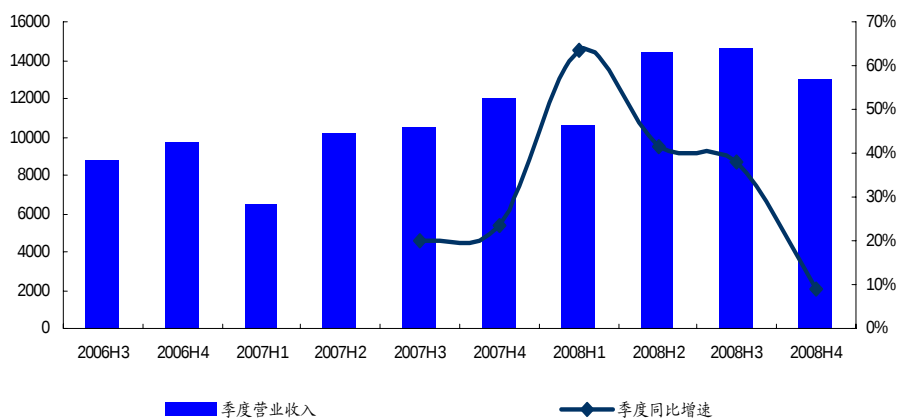
事件评论

第一， 公司全年收入增长略高于我们的预期，单季收入同比增速放缓趋势明显

总体来看，公司实现收入略超出我们的预期，主要原因在于模块化减速电机收入增长 52.86%（我们之前预期增速为 37.82%），可能的原因在于公司在冶金领域的优势得到进一步的巩固，同时，努力开拓非冶金领域取得了一定的成效；大功率重载齿轮箱收入增长 41.68%（我们之前预期增速为 30%），可能的原因在于产品需求旺盛，通过生产工艺改进和加大外协，产能提高。

但从季度收入变动来看，公司 2008 年基本上呈现出季度增速逐渐下滑的态势。我们认为可能的原因在于下游冶金行业固定资产投资增速放缓所致。

图 1：2008 年季度收入及同比增速变动



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二， 产品价格提升难以覆盖原材料成本上升，综合毛利率下滑明显

公司各项业务毛利率均出现了一定幅度的下滑。

表 1：2008 年公司各项业务经营情况表

分产品	营业收入	营业成本	营业利润率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	营业利润率比上年增减
小型减速机	10992.85	7534.52	31.46	10.94	20.8	-5.87%
模块化减速电机	22760.56	13737.01	39.65	52.86	63.88	-3.80%
大功率重载齿轮箱	15207.37	10885.35	28.42	41.68	48.51	-4.04%
电机	2182.72	1497.85	31.38	4.63	10.38	-2.52%
配件	1580.1	928.98	41.21	1.86	33.31	-13.87%
合计	52723.61	34583.7	34.41	34.34	44.08	-4.43%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

毛利率下滑的原因在于公司主要原材料铸件、锻件和轴承价格波动较大，1-9 月份价格飞涨，10 月份后价格回落，均价分别比上年同期上涨 15%、6%和 5%。受原材料价格影响，公司虽然调整了调整产品售价，但仍难以覆盖材料成本的大幅上涨，导致了毛利率下滑，我们预计随着主要原材料价格的逐渐企稳，公司综合毛利率将保持稳定。

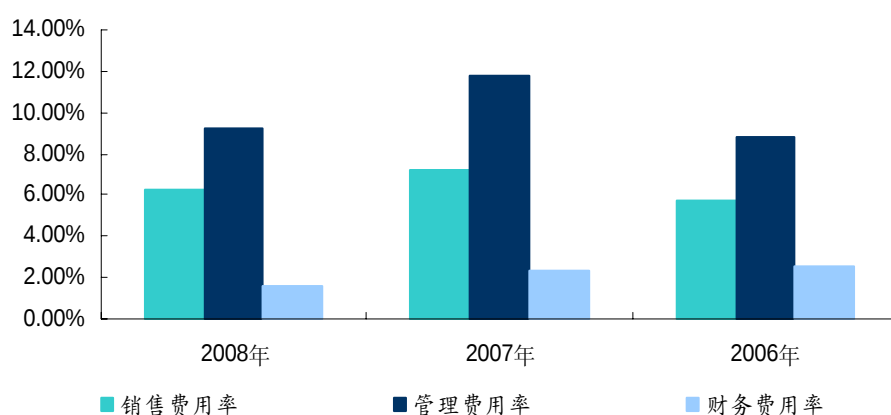
第三， 净利润增速高于收入增速的原因在于期间费用率下降、营业外收入增加、实际税率下降

在综合毛利率下滑 4.43%的情形下，公司净利润增长超过收入增长，主要原因在于：

期间费用率下降：

公司 2008 年三项费用率均出现了一定的下降，尤其是管理费用率，下降了 2.45 个百分点。

图 2：公司三项费用率变动图



资料来源：公司公告，长江证券研究部

营业外收支净额增加

营业外收入本年发生数比上年发生数增加 7,938,796.23 元，增加比例为 71.69%，主要原因为：本年收到的政府补助增加。同时，公司营业外支出本年数比上年数减少 738,428.74 元，减少比例为 37.52%，变动原因为：公司本年固定资产处置损失减少。

✚ 实际税率下降

公司实际所得税率从 2007 年的 20.8% 下降到 18.1%，主要原因在于母公司以及控股子公司宁波东力机械制造有限公司所得税率从 2007 年的 33% 下降到了 2008 年的 15%，虽然控股子公司宁波东力齿轮箱有限公司以及东力工程技术有限公司的所得税率均有不同程度的上升，但是，综合影响仍然拉低了公司的实际所得税率。

第四， 预计公司 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.54、0.65、0.78，维持“谨慎推荐”评级

公司未来发展有两个亮点：

首先，随着 2009 年中期大功率重载齿轮箱以及模块化高精减速器的逐步投产，公司产能不足的瓶颈逐步缓解，同时，公司将更多的开拓运输市场，降低过重依赖于冶金市场带来的风险。

其次，公司将持续加大技术创新，以更优的产品研发攻占更广阔的市场，完成 1.5 兆瓦级风电齿轮箱试制和开展 2 兆瓦级风电齿轮箱设计开发，风电市场将会成为公司未来新的发展亮点。

预计公司 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.54、0.65、0.78 元，对应的 2009 年 PE 为 22.65 倍，并不具有显著的估值优势。公司在进一步巩固冶金行业的优势地位的同时，考虑到公司作为民营企业具有的强大的市场研发能力以及市场开拓能力，我们有理由预期公司将把冶金市场的成功复制到其他市场，维持对公司“谨慎推荐”的评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	527	697	869	1127
营业成本	346	465	581	755
毛利	181	232	287	372
%营业收入	34.4%	33.2%	33.1%	33.0%
营业税金及附加	4	5	6	8
%营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	33	45	56	73
%营业收入	6.2%	6.5%	6.5%	6.5%
管理费用	49	66	83	107
%营业收入	9.3%	9.5%	9.5%	9.5%
财务费用	8	6	13	24
%营业收入	1.6%	0.9%	1.5%	2.1%
资产减值损失	4	7	5	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	84	101	124	152
%营业收入	15.9%	14.6%	14.3%	13.5%
营业外收支	18	18	18	18
利润总额	102	119	142	170
%营业收入	19.3%	17.1%	16.4%	15.1%
所得税费用	18	21	26	31
净利润	83	98	117	140
归属于母公司所有者的净利润	83.4	97.8	116.7	139.6
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.46	0.54	0.65	0.78

现金流量表 (百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流净额	114	58	155	199
取得投资收益收回现金	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-151	-47	-409	-311
其他	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-151	-47	-409	-311
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	15	-2	302	183
筹资成本	19	-21	-31	-45
其他	-37	0	0	0
筹资活动现金流净额	-4	-23	271	138
现金净流量	-41	-12	17	26

资产负债表 (百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	81	70	87	113
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	139	244	304	395
存货	133	177	221	287
预付账款	107	138	172	224
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	493	670	836	1086
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	342	331	652	828
无形资产	71	68	64	61
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	4	1	1	1
其他非流动资产	2	2	2	2
资产总计	913	1073	1555	1978
短期贷款	90	88	390	573
应付款项	157	204	255	331
预收账款	48	70	87	113
应付职工薪酬	12	14	17	22
应交税费	12	13	16	19
其他流动负债	22	29	36	46
流动负债合计	341	418	801	1105
长期借款	50	50	50	50
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	391	468	851	1155
归属于母公司所有者权益	520	603	703	821
少数股东权益	2	2	2	2
股东权益	522	605	704	823
负债及股东权益	913	1073	1555	1978
基本指标				
EPS	0.463	0.543	0.648	0.775
BVPS	2.89	3.35	3.90	4.56
PE	26.55	22.65	18.98	15.86
PEG	1.42	1.21	1.01	0.85
PB	4.25	3.67	3.15	2.70
EV/EBITDA	19.68	13.46	11.19	8.65
ROE	16.0%	16.2%	16.6%	17.0%

分析师介绍

刘荆，上海财经大学金融学博士，从事机械行业研究
重点覆盖公司：太原重工、天地科技、华锐铸钢、中国南车、时代新材、晋西车轴、中国卫星、火箭股份、东力传动

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。