



定向增发价格估值优势明显

——东力传动 (002164) 调研报告

分析师

何奇峰 徐星月

☎ (86-10) 88366060 - 8898

✉ xuxy@cgws.com

要点:

- **公司生产经营状况平稳。**公司在年报中提出 2009 年收入增长 30%，一季报中预计上半年业绩增长 10-40%，目前这一目标没有变化。随着冶金行业景气度的回升，公司的订单情况有所好转，目前订单情况较为平稳。
- **定向增发价格具有明显吸引力。**公司拟定向增发不超过 5500 万股募集资金投入模块化减速电机技改和大型风电齿轮箱产业化项目（摊薄股本约 20%）。按照我们预测，增发价格仅相当于 09-10 年 18 倍和 15 倍的动态市盈率，较目前二级市场价格（17.34 元）折价高达 31%。
- **风电齿轮箱项目是市场关注焦点。**公司的风电齿轮箱业务并不具有先发优势，根据目前各大厂商的规划，风电齿轮箱产能面临着过剩的风险。但作为一个龙头齿轮箱企业公司，公司必然要介入风电齿轮箱这一具有重要意义和广阔空间的领域，公司具备了设计和生产风电齿轮箱的基础条件。公司对于风电齿轮箱项目的研发进程和产能规划较为谨慎，预计公司的风电齿轮箱可在 2011 年小规模生产，2012 年量产。
- **盈利预测。**不考虑定向增发，我们预计公司 09-10 年 EPS 为 0.65 元，0.84 元，对应动态市盈率为 27 倍和 21 倍，给予公司谨慎推荐的评级。对于机构投资者而言，公司的定向增发价格估值优势明显，具有明显吸引力。

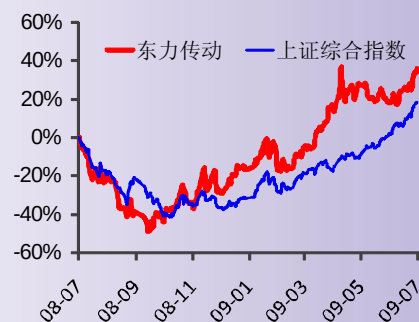
投资评级：谨慎推荐（维持）

盈利预测及评级

	2008A	2009E	2010E
营业收入	52724	70407	88333
(+/-)%	34.3%	33.5%	25.5%
利润总额	10176	13741	17754
(+/-)%	44.0%	35.0%	29.2%
净利润	8339	11680	15091
(+/-)%	48.9%	40.1%	29.2%
EPS	0.463	0.649	0.838

注：不考虑定向增发

股价表现



相关报告

- 中高端齿轮箱领域大有可为
——深度报告 08 年 7 月
- 三季报点评
——四季度渐入佳境 08 年 10 月
- 拟集资进军风电齿轮箱领域
——动态点评 4 月 29 日

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

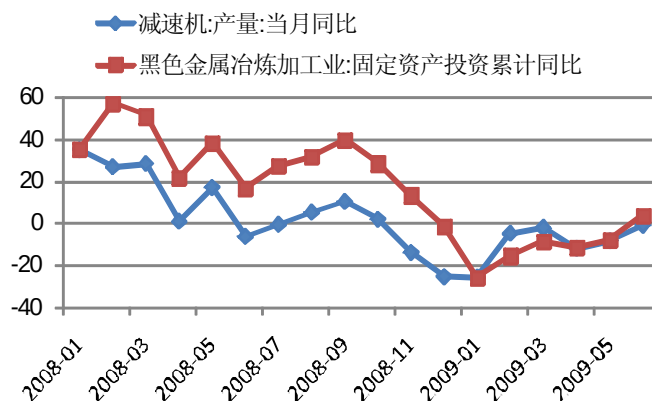


一、年初预计目标能够实现

公司在年报中提出的 2009 年目标是收入增长 30%，一季报预计上半年业绩增长幅度在 10-40%之间，目前这一目标没有变化。08 年底时订单情况最差，目前订单情况较为平稳，生产订单基本排到三季度。

一季度毛利率水平较高达到 37.38%，较 08 年有明显提高，上半年产品毛利率略高。09 年毛利率不会很乐观，随着新产品比重的提升，毛利率较低的大功率重载齿轮箱比重的增加，毛利率可能会略有下降。

图 1、减速机与冶金行业投资恢复正增长



来源: wind, 长城证券

冶金行业订单平稳。公司 70-80%的需求来自冶金行业，随着冶金行业景气度的回升，公司的订单情况有所好转。冶金行业的订单主要来源于正常的更新需求、设备升级和技改，相对钢铁行业的景气度变化程度，公司的订单波动程度较小。

冶金行业资金链紧张对公司有一定压力。由于冶金行业亏损，资金紧张，部分公司客户与公司重新协商付款条件（减少预付款或延后付款时间），公司回收货款面临一定风险，回收货款周期加长，公司有意识的控制发货速度，以规避回款风险。目前部分大功率重载齿轮箱等生产周期较长的产品，预付款比例在 20%-30%不等。

二、传统业务变化不大

模块化减速电机：08 年销售增长了 53%，目前需求仍然较为旺盛。目前模块化减速电机产能较为紧张，公司拟通过定向增发来扩大该产品的产能。

大功率重载齿轮箱：需求情况较好，08 年销售增长了 42%，目前仍有部分工艺需要外协（主要是大尺寸镗铣床加工和齿轮精磨）。待设备完全到齐后即可不再依赖外协。大功率重载齿轮箱是 IPO 募集资金项目，在设备到齐后预计其也可在 7 月份达产。

小型减速器（模块化高精减速器）：08 年收入增长了 10%，与其他产品相比增速较低。公司认为模块化高精减速器是公司推出的新产品，从市场接受到销量提升需要一定过程。

目前 IPO 募集资金项目已基本全部达产，09 年公司产能有大幅提升。



表 1、IPO 募集资金项目情况

序号	项目名称 (万元)	08 年收入	年新增营业收入	年新增净利润	新增产能/吨	拟投入资金	预计达产日期
1	模块化高精减速器	10993	24310	3386	6500	15,100	08 年 11 月
2	大功率重载齿轮箱	15207	18640	3012	6300	12,118	09 年 7 月
3	大型风电齿轮箱研发	-	-	-	-	2,960	09 年 6 月
合计			42950	6398	-	30,178	

资料来源：公司资料

三、定向增发价格具有明显吸引力

公司拟定向增发不超过 5500 万股募集资金投入模块化减速电机技改和大型风电齿轮箱产业化项目。

表 2、拟增发项目具体情况

序号	项目名称 (万元)	年新增营业收入	年新增净利润	新增产能/台	拟投入募集资金	固定资产投资	流动/其他资金	建设期
1	4 万台模块化减速电机技改	32000	7360	40000	26600	21100	5500	1 年
2	大型风电齿轮箱产业化	40000	7800	400	28200	30100	4800	1 年
合计		72000	15160	-	54800	51200	10300	

资料来源：公司资料

公司拟增发不超过 5500 万元，增发价格不低于 12.02 元（分红后做了调整），拟募集资金 5.48 亿元。按照我们预测，增发价格仅相当于 09-10 年动态市盈率 18 倍和 15 倍。假定公司增发 4559 万股，募集资金 5.48 亿，则摊薄股本 20%，按增发摊薄后每股收益计算，公司增发价格相当于 09-10 年 22 倍和 18 倍。增发价格相对于目前二级市场价格（17.34 元）折价比例达到了 31%。增发价格估值优势明显，具有明显吸引力。

四、风电齿轮箱项目是市场关注焦点

风电市场空间广阔。我国陆地 10 米高度处实际可开发风能储量为 2.53 亿千瓦，海上实际可开发风能储量为 7.5 亿千瓦，总计约 10 亿千瓦。截至 2008 年底，中国累计风电装机总量突破 1300 万千瓦，2008 年中国新增装机容量约为 625 万千瓦，预计 09-10 年的新增装机容量将在 900 万千瓦左右。2008 年，全球新增风电装机容量逾 2700 万千瓦，是国内装机容量的 4.5 倍。按每兆瓦齿轮箱约为 65 万元的单价来计算，目前风电齿轮箱国内市场规模近 60 亿元，全球市场规模约为 210 亿元。

风电齿轮箱产能扩张加快。目前南高齿、重齿、大重集团、杭齿、太重等厂家均已介入风电齿轮箱市场，公司的风电齿轮箱业务并不具有竞争优势。中国高速传动 2008 年风电齿轮箱收入为 18 亿元，产能为 3500MW，公司预计 2009 年产能达到 6000 MW，2010 年 9000MW；重庆齿轮箱 2009 年风电齿轮箱的销售目标是 15 亿元；杭齿的首台 1.5MW 风电齿轮箱于 08 年 5 月通过客户验收，2009 年 6 月公司新建临江基地开工，规划年产大型风电齿轮箱 1,000 台。



跟据不完全统计,未来几年国内风电齿轮箱的规划产能可以达到 17000MW(南高齿一家占 9000MW),完全可以满足国内市场需求,考虑到出口的前景,目前规划的产能也面临着过剩的风险。

表 3、风电齿轮箱产能(规划产能)

公司名	产能(规划)
南高齿	9000MW
重庆重齿	1000台
大连重工	1500台
杭前齿	1000台
中国二重	500台
太原重工	1000台, 10亿元
Flender(西门子/ Winergy)	1000台, 2000MW
歌美飒/Gamesa	500MW以上
汉森/Hansen	1000MW以上

资料来源:长城证券整理

公司必然要进入风电齿轮箱领域。早在 2007 年,公司 IPO 募集资金中就有 2600 万元投入风电齿轮箱的研发,作为一个以“成为国内领先、国际一流的传动设备制造商”为目标的公司,公司必然要介入风电齿轮箱这一具有重要意义和广阔空间的领域。

公司具备了设计和生产风电齿轮箱的基础条件。作为一个定位于中高端的工业齿轮箱企业,公司已经在风电齿轮箱领域拥有一定积累。公司引进了行业的部分专业人才,与中国机械科学研究院郑州机械研究所合作开发风电齿轮箱,浙江运达风力发电工程有限公司为产品试制合作伙伴。配套方面,原先制约项目的风电轴承紧缺的情况大幅缓解。

公司对于风电齿轮箱的项目持谨慎的态度。公司对风电齿轮箱的产能规划较为谨慎,目前规划产能仅为 4 亿元,占 09 年整个国内市场规模的 7%左右。公司认为,只要产品技术指标成熟,稳定可靠,未来风电齿轮箱市场仍有一定空间,除了国内市场之外,海外市场也有发展空间。

目前公司的风电齿轮箱处于试制阶段(1.5MW 风电齿轮箱)。公司计划制造两台风电齿轮箱样机,由于外协的滞后(未找到合适的加工厂家),样机试制进度有所延后。下一步计划通过第三方(鉴衡鉴定中心)鉴定的形式对样机进行鉴定,鉴定完毕后挂网运行 2 个月做进一步测试。如果增发能够在 2010 年顺利实施,预计公司的风电齿轮箱可在 2011 年小规模生产,2012 年量产。

五、工业齿轮箱行业仍有较大发展空间

现代工业齿轮箱的设计和制造技术是从八十年代才开始由国外引进而来的,整个行业在国内发展时间不长。目前我国工业齿轮箱行业的整体水平较为落后,国内齿轮箱设备还有很大的升级改造空间,整个行业仍处于一个快速发展的阶段:公司的收入近三年保持了 27%左右的复合增速,行业龙头 SEW 公司近三年保持了 30%以上的复合增速,南高齿的非风电齿轮业务收入近两年也保持了 37%以上的增速。

目前公司的主要下游集中于冶金行业,占比约为 70-80%,而冶金行业的产能增长相对有限。但公司的需求不完全来自于冶金行业的产能扩张,冶金行业的需求来自于日常更新、



技术改造以及落后产能淘汰，我国冶金行业仍然存在着巨大的落后产能需要更新淘汰，单就冶金行业而言，仍然存在一定发展空间。

图 2、齿轮产品进口金额巨大（百万美元）

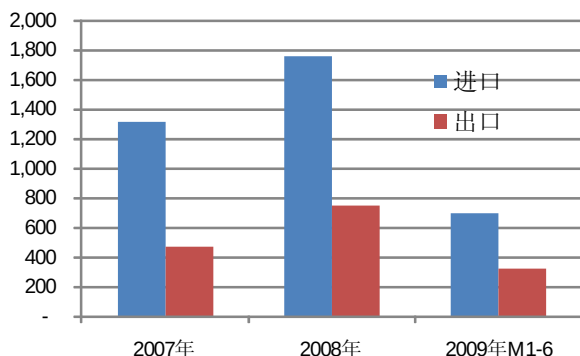
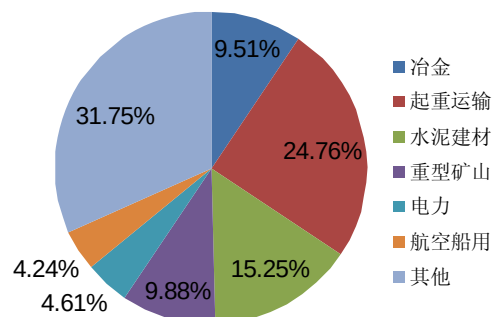


图 3、工业齿轮箱应用行业分布



资料来源：长城证券整理

工业齿轮箱领域大有可为。冶金行业只占整个工业齿轮箱领域的 10%左右。公司正在大力开拓其它行业市场，特别是起重机市场，公司希望未来冶金行业销量比重降低为 50%，起重机行业的销量比重提升为总量的 15%-20%。目前公司起重机行业的销量增速在 40%以上（目前基数仍然较低）。公司已经与起重机行业龙头河南卫华、大连华锐建立的稳定的合作关系。由于价格便宜，目前中小型起重机齿轮箱市场中的软齿面齿轮箱占比约为 70-80%，公司生产的全部为中高端的硬齿面齿轮箱。不过随着起重机行业对于硬齿面齿轮箱认同度的不断提升，硬齿面齿轮必然会替代软齿面齿轮。

工业齿轮箱进口替代和外资替代空间巨大。根据海关统计，08 年我国齿轮及其他减速器类产品（不包括机动车变速箱）的进口额高达 17.6 亿美元，约占整个市场需求的 30%（按 400 亿元的工业齿轮箱市场规模计算）。目前行业的高端齿轮箱仍依赖于进口和外资品牌，外资替代也是公司一个重要的增长动力。

六、盈利预测及投资评级

不考虑定向增发，我们预计公司 09-10 年 EPS 为 0.65 元，0.84 元，对应动态市盈率为 27 倍和 21 倍，给予公司谨慎推荐的评级。对于机构投资者而言，公司的定向增发价格估值优势明显，具有明显吸引力。



表 4、分块收入预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入				
模块化减速电机	22760.56	31865	41424	49709
小型减速器	10992.85	13191	15830	18996
大功率重载齿轮箱	15207.37	21290	26613	31935
电机	2182.72	2401	2641	2905
配件	1580.1	1659	1825	2008
合计	52724	70407	88333	105553
主营业务收入 YOY				
模块化减速电机	52.9%	40.0%	30.0%	20.0%
小型减速器	10.1%	20.0%	20.0%	20.0%
大功率重载齿轮箱	41.7%	40.0%	25.0%	20.0%
电机	4.6%	10.0%	10.0%	10.0%
配件	1.9%	5.0%	10.0%	10.0%
整体	34.3%	33.5%	25.5%	19.5%
主营业务利润率				
模块化减速电机	39.65%	40.00%	40.00%	40.00%
小型减速器	31.46%	36.00%	36.00%	36.00%
大功率重载齿轮箱	28.42%	31.00%	31.00%	31.00%
电机	31.38%	32.00%	32.00%	32.00%
配件	41.21%	45.00%	45.00%	45.00%
合计	34.41%	36.37%	36.44%	34.41%

资料来源：公司资料

附：东力传动财务报表预测

利润表（万元）					主要财务指标				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	52724	70407	88333	105553	成长性				
营业成本	34584	44797	56148	67098	营业收入增长	34.3%	33.5%	25.5%	19.5%
销售费用	3283	4365	5300	6333	营业成本增长	44.1%	29.5%	25.3%	19.5%
管理费用	4888	6527	7950	9078	营业利润增长	36.4%	56.5%	30.5%	22.9%
财务费用	831	672	648	602	利润总额增长	44.0%	35.0%	29.2%	22.2%
投资净收益	1	0	0	0	净利润增长	48.9%	40.1%	29.2%	22.2%
营业利润	8398	13141	17154	21088	盈利能力				
营业外收支	1778	600	600	600	毛利率	34.4%	36.4%	36.4%	36.4%
利润总额	10176	13741	17754	21688	销售净利率	15.8%	16.6%	17.1%	17.5%
所得税	1837	2061	2663	3253	ROE	16.0%	18.8%	20.1%	20.3%
少数股东损益	0	0	0	0	ROIC	13.6%	17.6%	19.8%	21.6%
净利润	8339	11680	15091	18435	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	6.2%	6.2%	6.0%	6.0%
流动资产	49289	64722	82507	105038	管理费用/营业收入	9.3%	9.3%	9.0%	8.6%
货币资金	8139	11524	15801	25326	财务费用/营业收入	1.6%	1.0%	0.7%	0.6%
应收帐款	13213	17602	22083	26388	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	3218	4224	5300	6333	所得税/利润总额	18.1%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	13311	17023	21336	25497	应收帐款周转率	4.68	4.57	4.45	4.36
非流动资产	41968	43962	47262	48359	存货周转率	2.95	2.95	2.93	2.87
固定资产	34242	36748	40562	42171	流动资产周转率	1.14	1.24	1.20	1.13
资产总计	91258	108684	129769	153398	总资产周转率	0.65	0.70	0.74	0.75
流动负债	34058	41557	49814	57773	偿债能力				
短期借款	9000	9000	9000	9000	资产负债率	42.8%	42.8%	42.2%	40.9%
应付款项	15656	20279	25418	30375	流动比率	1.45	1.56	1.66	1.82
非流动负债	5000	5000	5000	5000	速动比率	1.06	1.15	1.23	1.38
长期借款	5000	5000	5000	5000	每股指标（元）				
负债合计	39058	46557	54814	62773	EPS	0.463	0.649	0.838	1.024
股东权益	52200	62128	74955	90625	每股净资产	2.90	3.45	4.16	5.03
股本	18000	18000	18000	18000	每股经营现金流	0.63	0.58	0.75	0.98
留存收益	34035	43963	56791	72460	每股经营现金/EPS	1.4	0.9	0.9	1.0
少数股东权益	165	165	165	165	估值				
负债和权益总计	91258	108684	129769	153398		2008A	2009E	2010E	2011E
现金流量表（万元）					PE	37.6	26.8	20.8	17.0
经营活动现金流	11365	10410	13581	17590	PEG	1.24	1.05	0.94	-
其中营运资本减少	2373	-4549	-5250	-5048	PB	6.0	5.0	4.2	3.5
投资活动现金流	-15113	-5272	-7041	-5300	EV/EBITDA	27.33	18.73	14.86	12.36
其中资本支出	-15141	-5272	-7041	-5300	EV/SALES	6.21	4.65	3.71	3.10
融资活动现金流	-367	-1752	-2264	-2765	EV/IC	5.09	4.48	3.91	3.56
净现金总变化	-4115	3386	4277	9525	ROIC/WACC	1.65	2.15	2.42	2.63
					REP	3.07	2.09	1.61	1.35

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。不考虑定向增发。



研究员介绍及承诺:

徐星月: 清华大学工学硕士, 2007年加入长城证券, 任机械行业分析师。本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
行业评级	推荐	说明
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	

预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;

预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>