

上市公司简评报告

产品高端化、下游多元化

事件

公司公布 09 年中报，预计 1~9 月净利润增幅小于 50%

上半年，公司实现营业总收入 2.57 亿元，同比增长 2.27%；归属于上市公司股东的净利润 4757.90 万元，同比增长 28.64%，每股收益 0.26 元。

此外，公司预计今年 1~9 月净利润增长幅度小于 50%。

简评

主要产品收入保持正增长，综合毛利率提升

上半年公司收入实现微幅正增长。我们认为在冶金行业不景气的情况下，公司收入能实现正增长已属不易。收入增长的主要原因是公司利用品牌优势和进口替代的机遇扩大了高端产品的销售，特别是立足进口替代的模块化减速电机和产能得到扩充的大功率重载齿轮箱，这两种高端产品的销量均比上年有所增长。此外，模块化高精减是今年投产的新产品，贡献收入 3342 万元。在公司的主要产品中，小型减速机收入下滑，主要原因是订单减少和公司产品结构调整。

上半年公司综合毛利率为 36.49%，比去年提升了 1.24 个百分点，其中模块化减速电机和大功率重载齿轮箱的毛利率分别为 40.58%、33.91%，分别增长了 3.5、2.89 个百分点，毛利率增长的原因是制造成本的降低。但小型减速机产品的毛利率下滑了 7.36 个百分点至 29.17%。

拓展起重电力新市场。以前公司主要下游是钢铁冶金业，宝钢、鞍钢、武钢、首钢、沙钢、包钢、攀钢、太钢、马钢等都是公司的客户。上半年钢铁企业陷入经营困境，对工业齿轮的需求减少，为此，公司利用进口替代机遇，以优质高端产品满足市场需求，巩固在冶金市场地位；同时公司大力推出第二代模块化减速电机，介入风力发电齿轮箱研制，积极拓展起重运输、建材、矿山、电力等行业。公司力争新领域收入占比达到 50%。起重业对工业齿轮的需求主要是平行轴齿轮箱、垂直轴齿轮箱、行星齿轮箱等，其市场空间是冶金业的 2~3 倍，预计到 2010 年，该行业对齿轮箱产品需求将达到 115 亿元。公司已与河南卫华、大连华锐起重等公司建立了合作关系，扩产后的销售不成问题。

费用率降低和所得税减少对业绩增厚有较大贡献

三项费用比去年减少 380 万元，其中销售费用减少 18.61%，主要原因是运输费用和公司日常费用的下滑；财务费用减少 41.74%，主要原因是贷款利率降低；而管理费用略增 5.19%。

东力传动（002164）

维持

增持

冯福章

fengfuzhang@csc.com.cn
010-85,130,969

高晓春

gaoxiaochun@csc.com.cn
010-85,130,639

分析日期：2009 年 08 月 05 日

当前股价：17.09 元

目标价格 6 个月：20.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
9.6/-1.4	7.8/-25.7	41.6/14.2
12 月最高/最低价 (元)		18.60/6.20
总股本 (万股)		18,000
流通 A 股 (万股)		7,500
总市值 (亿元)		30.76
流通市值 (亿元)		12.82
近 3 月日均成交量 (万)		252
主要股东		
宁波德瑞投资有限公司		16.49%

股价表现



相关研究报告

08.08.12	东力传动 08 中报点评：下半年毛利率将回升
09.03.31	东力传动年报简评：拓宽下游销售渠道
08.02.05	东力传动年报预增点评：未来成长可期

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

所得税也减少了 380 万元，同比减少 29%，是对净利润增幅影响较大的一个因素之一，所得税减少是由于公司 08 年 9 月被宁波市国家税务局等部门认定为高新技术企业而享受 15% 的所得税优惠税率。

两个募集资金项目今年开始产生效益

大功率重载齿轮箱即将投产。大功率重载齿轮箱是非标准产品，按单件组织生产，重量一般在 5 吨至 150 吨之间，通常需要复杂的安装调试过程。国内 35% 的大功率重载齿轮箱依赖于进口供给，市场空间很大。公司当前产能 3200 吨，单价约 3 万元/吨。新增 6300 吨的募集资金项目将于 8 月底投产，明年达产。项目产品向特大型发展，力图扩大在各下游行业的市场份额。

年产 6500 吨的模块化高精减速器去年底已投产。该项目可实现平行轴齿轮和行星齿轮模块化生产，生产周期可缩短到 2 个星期。今年可生产 2500 吨，单价 3.74 万/吨，毛利率约 31%，上半年已实现收入 3342 万元。明年可达产 6500 吨。新产品生产精度提高，有利于开拓高端产品市场，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。

风电齿轮箱产业化、模块化减速电机扩产

公司与郑机所、运达等开发风电齿轮箱，1.5MW 已研制成功，目前处在试验阶段。公司还计划研制 2MW 风电齿轮箱。增发项目里计划实现风电齿轮箱产业化，生产规模 400 台，收入 4 亿。此外，公司计划增发以扩产模块化减速电机。公司现有模块化减速电机 35000 台左右，毛利率约 40%。公司非公开发行股票成功后还将进行模块化减速电机技术改造项目，新增 4 万台产能，新增年销售收入 3.2 亿元。

盈利预测和评级

公司具有募集资金项目投产、拓展新市场和涉足风电齿轮箱等概念。随着三个首发项目的投产，高附加值的产品将陆续投入市场，公司的盈利能力将进一步加强；当前公司正在开拓市场空间更为广阔的起重运输和电力市场；若增发成功，风电齿轮箱业务也将借助风电行业的爆发性增长而迅速实现产业化。此外，今年下半年钢铁行业的复苏也为公司增收增利创造了有利条件。公司已预计 1~9 月份净利润增幅小于 50%，我们预计增幅为 36%。

我们预计 09 年可实现收入 7.36 亿元，增长 40%；10 年收入 10 亿，增长 36.4%。预计 09、10 年 EPS 分别为 0.66 和 0.90 元（暂不考虑增发），目标价 20 元，增持。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	527	735.500	1,003.300	1,294.400
主营收入增长率	34.34%	39.5%	36.4%	29.0%
净利润（百万）	83.39	118.8	162	217.8
净利润增长率	48.85%	42.46%	36.36%	34.44%
EPS（元）	0.46	0.66	0.90	1.21
P/E	36.90	25.89	18.99	14.12

东力传动公司各业务收入预测

单位：万元

名称	2005	2006	2007	2008	2009E	2010 E	2011 E	2012 E
模块化减速机								
产量（台）	14066	19832	24500	34000	50000	62000	80600	100750
单价（元）	6747.48	5447.76	6,077.55	6,694.28	5,900.00	6,451.61	6,600.50	6,600.50
收入（百万元）	94.91	108.04	148.90	227.61	295.00	400.00	532.00	665.00
成本（百万）	66.55	69.65	84.20	137.37	175.53	244.00	329.84	418.95
毛利（百万）	28.36	38.39	64.70	90.24	119.48	156.00	202.16	246.05
毛利率	29.88%	35.53%	43.45%	39.65%	40.50%	39.00%	38.00%	37.00%
收入增长			37.82%	52.86%	29.61%	35.59%	33.00%	25.00%
小功率减速机								
产量（台）	17260	13412	16000	15000	18000	19000	20900	22990
单价（元）	4,675.55	5,736.65	6,241.25	7,328.57	6,666.67	7,526.32	7,526.32	7,526.32
收入（百万元）	80.70	76.94	99.86	109.93	120.00	143.00	157.30	173.03
成本（百万）	56.82	49.43	62.58	75.35	81.24	98.67	108.85	120.08
毛利（百万）	23.88	27.51	37.28	34.58	38.76	44.33	48.45	52.95
毛利率	29.59%	35.76%	37.33%	31.46%	32.30%	31.00%	30.80%	30.60%
收入增长			29.79%	10.08%	9.16%	19.17%	10.00%	10.00%
大功率齿轮箱								
产量（吨）	1667	3231	3700	4752	6400	8100	9500	10925
单价（元/吨）	30,119.98	28,746.52	29,010.81	32,002.04	30,468.75	32,098.77	34,736.84	34,736.84
收入（百万元）	50.21	92.88	107.34	152.0737	195	260	330	379.50
成本（百万）	36.216473	74.304	72.497436	108.8535	137.475	180.7	231.66	267.5475
毛利（百万）	13.99	18.58	34.84	43.22	57.53	79.30	98.34	111.95
毛利率	27.87%	20.00%	32.46%	28.42%	29.50%	30.50%	29.80%	29.50%
收入增长		84.98%	15.57%	41.67%	28.23%	33.33%	26.92%	15.00%
电机								
收入（百万元）	18.61	20.91	20.86	21.8272	22	22	22	22
成本（百万）	12.61	12.76	13.79	14.98	15.40	15.40	15.40	15.40
毛利（百万）	6.00	8.15	7.07	6.85	6.60	6.60	6.60	6.60
毛利率	32.25%	39.00%	33.90%	31.38%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
收入增长				4.64%	0.79%	0.00%	0.00%	0.00%
配件								
收入（百万元）	9.74	10.17	14.43	15.801	10	10	10	10
成本（百万）	6.98	5.26	6.48	9.29	5.80	5.90	5.90	5.90
毛利（百万）	2.76	4.91	7.95	6.51	4.20	4.10	4.10	4.10
毛利率	28.35%	48.25%	55.08%	41.21%	42.00%	41.00%	41.00%	41.00%
收入增长			41.89%	9.50%	-36.71%	0.00%	0.00%	0.00%
模块化高精减速机								
产量（吨）	0.00	0.00	0.00	0	2500	4500	6500	6600

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

上市公司简评报告

单价（元/吨）	0.00	0.00	0.00	0.00	37,400.00	37,400.00	37,400.00	37,400.00
收入（百万元）	0.00	0.00	0.00	0	93.5	168.3	243.1	246.84
成本	0.00	0.00	0.00	0.00	59.84	107.71	155.58	157.98
毛利	0.00	0.00	0.00	0.00	33.66	60.59	87.52	88.86
毛利率	0.00	0.00	0.00	0.00%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%
收入增长						80.00%	44.44%	1.54%

其它

收入（百万元）	3.655	0.655	1.086	0	0	0	0	0
成本	2.99	0.10	0.48	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利	0.66422	0.551719	0.604064	0	0	0	0	0
毛利率	18.17%	84.23%	55.62%	0.00%				

收入合计(百万元)	257.825	309.595	392.476	527.236	735.500	1,003.300	1,294.400	1,496.370
主营收入增长率%		32.4%	26.8%	34.3%	39.5%	36.4%	29.0%	15.6%

主营业务成本预测	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
主营业务成本	182.17	211.51	240.04	345.87	475.28	652.38	847.24	985.86
毛利	75.66	98.09	152.44	181.37	260.22	350.92	447.16	510.51
综合毛利率	0.29	0.32	38.84%	34.40%	35.38%	34.98%	34.55%	34.12%

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

高晓春、冯福章：机械行业分析师。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010