

东力传动(002164)

即将进入新一轮上升期

——公司深度研究报告

✍ 吴昊

☎ 0755-2397 6765

✉ wuh@gtjas.com

本报告导读： 作为国内冶金齿轮箱领域的佼佼者，公司正向风电齿轮箱领域拓展，未来三年将进入新一轮上升期。

投资要点：

- **冶金传动小巨人。**作为成长于宁波的一家民营企业，公司经历近二十年专注发展，成为冶金齿轮箱领先企业，09年公司收入5.3亿元，其中70%为冶金配套。
- **风电业务即将破茧而出。**经过与国内齿轮箱优势研发机构——郑州机械研究所的合作，公司已成功研发出风电齿轮箱样品，目前正在进行最后测试，十月份或将顺利通过。同时公司也准备进行增发，投向风电齿轮箱项目，根据证监会审核程序推测，近两月有望会上。
- **风电齿轮箱竞争格局无忧。**风电齿轮箱并非暴利产品，对于中国高速传动，其风电业务毛利率仅为27.7%低于其平均毛利率1.1个百分点，从单价看，近五年稳定在65万元/MW。加上较高的技术壁垒，行业进入者并不多，据统计，2012年之前尚看不到风电齿轮箱过剩的局面。
- **钢铁行业回暖带动齿轮箱需求回升。**冶金齿轮箱寿命3-5年，更新改造需求大，加上钢铁行业整合及淘汰落后产能带来的需求，使得业绩齿轮箱需求中新增产能需求占比小，仅40%，行业最近一年所受冲击比其它子行业要小。最近钢铁行业开工率不断上升，部分企业满负荷生产，带动包括齿轮箱在内的固定资产投资回升，公司订单也在好转之中。
- **东力传动：中国高速传动的追随者。**作为国内齿轮箱领导者，中国高速传动近四年收入增长4倍，主要得益于公司果断选择主机巨头，适时进入快速增长的下游市场，如携手GE进入风电领域、携手ZF进入船用领域，下一步将携手ALSTOM进入高速铁路及城轨领域。目前来看，东力传动正在复制中国高速传动的成功模式，我们对此报以乐观期待。
- **高成长的弱周期公司，合理价值20元/股。**预计公司未来三年EPS分别为0.66元、0.86及1.16元，经相对及DCF估值，我们认为合理价值20元/股。

财务摘要(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	392	527	681	944	1,289
(+/-)%	26.8%	34.3%	29.1%	38.7%	36.6%
经营利润(EBIT)	71	92	134	184	250
(+/-)%	43.7%	30.2%	44.8%	37.7%	35.7%
净利润	56	83	119	155	209
(+/-)%	41.3%	48.9%	42.4%	30.7%	34.7%
每股净收益(元)	0.31	0.46	0.66	0.86	1.16
每股股利(元)	0.15	0.10	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率(%)	23.7%	22.0%	23.6%	23.3%	22.6%
净资产收益率(%)	12.3%	16.0%	18.6%	19.9%	21.6%
投入资本回报率(%)	15.1%	15.9%	17.4%	19.7%	23.1%
EV/EBITDA	26.5	21.2	15.4	11.2	8.5
市盈率	43.0	28.9	20.3	15.5	11.5
股息率(%)	1.1%	0.0%	0.7%	0.7%	0.7%

评级：

增持

上次评级：中性

目标价格：

¥20.00

上次预测：¥16.00

当前价格：

¥15.23

2009.09.17

交易数据

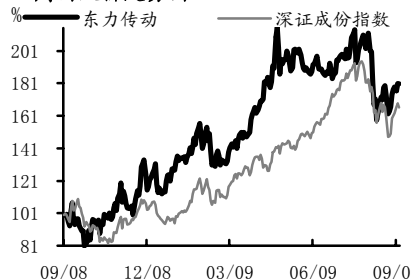
52周内股价区间(元)	6.20 ~ 18.60
总市值(百万元)	2,666
总股本/流通A股(百万股)	180/75
流通B股/H股	0/0
流通股比例	0.42
日均成交量(百万股)	2.3
日均成交值(百万元)	30.0

资产负债表摘要(03/09)

股东权益(百万元)	520.35
每股净资产	2.89
市净率	4.6
资产负债率	42.80%

EPS(元)	2008A	2009E
Q1	0.12	0.11
Q2	0.09	0.15
Q3	0.15	0.20
Q4	0.10	0.20
全年	0.46	0.66

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	7.8	-6.4	88.9
相对指数	4.1	-16.0	7.8

相关报告

风电齿轮箱打开成长空间

(09.04.23)

业绩高增、拐点显现

(08.08.22)

高成长的传动小巨人

(08.05.13)

模型更新时间: 2009.09.16

股票研究

机械制造业

通用设备制造业

东力传动(002164)

评级: 增持

上次评级: 中性

目标价格: ¥ 20.00

上次预测: ¥ 16.00

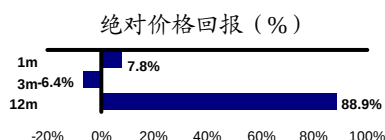
当前价格: ¥ 14.81

公司网址:

www.donly.com.cn

公司简介

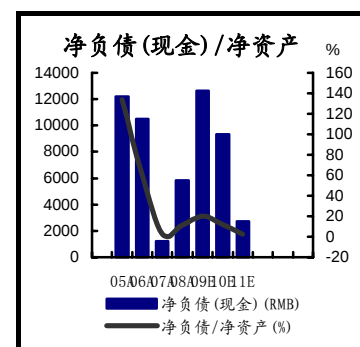
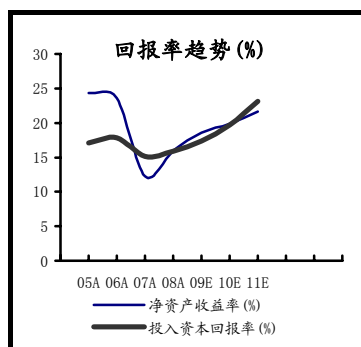
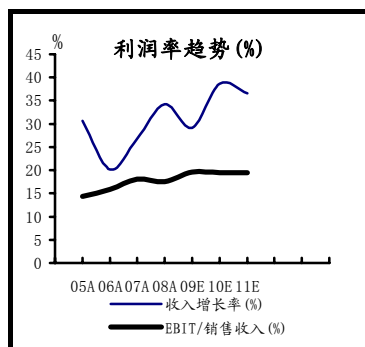
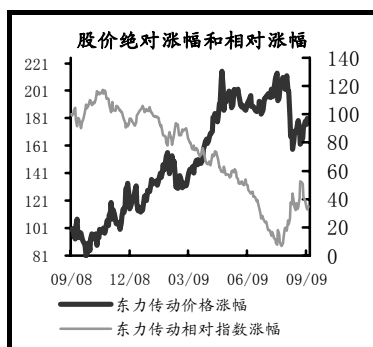
公司是一家宁波的民营齿轮箱企业, 目前主要为冶金行业配套, 占 65% 左右, 其它领域包括起重、矿山及港口等领域。



52 周价格范围 6.20~18.60
市值 (百万) 2,666

财务预测 (单位: 百万元)

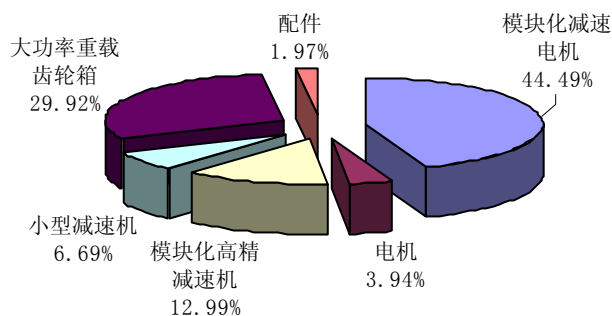
	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表							
营业收入	258	310	392	527	681	944	1,289
营业成本	182	212	240	346	436	607	833
税金及附加	2	2	3	4	5	7	9
营业费用	16	18	28	33	41	57	77
管理费用	18	27	46	49	61	85	116
EBIT	37	49	71	92	134	184	250
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	1	0	0	0	0	0
财务费用	8	8	9	8	11	16	17
营业利润	29	42	62	84	123	168	232
所得税	7	5	15	18	21	27	37
少数股东损益	4	3	0	0	0	0	0
净利润	21	40	56	83	119	155	209
资产负债表							
货币资金、交易性金融	10	33	113	81	130	184	241
其他流动资产	132	169	318	412	512	730	991
长期投资	0	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	196	205	206	342	437	473	489
无形及其他资产	37	38	78	77	87	102	109
资产合计	375	447	715	913	1,166	1,488	1,828
流动负债	182	176	208	341	475	655	808
长期负债	101	100	50	50	50	50	50
股东权益	91	171	457	522	641	783	970
投入资本(IC)	215	277	468	579	766	934	1,081
现金流量表							
NOPLAT	29	44	56	76	114	156	212
折旧与摊销	15	19	22	24	27	36	42
流动资金增量	(39)	50	161	(21)	82	124	131
资本支出	33	11	(1)	136	120	69	55
自由现金流	38	123	239	215	342	386	440
经营现金流	83	5	31	114	76	88	143
投资现金流	(56)	(13)	(150)	(151)	(133)	(87)	(65)
融资现金流	(35)	32	197	(4)	106	52	(21)
现金流净增加额	(8)	24	79	(41)	48	54	57
财务指标							
成长性							
收入增长率	30.7%	20.1%	26.8%	34.3%	29.1%	38.7%	36.6%
EBIT 增长率	52.1%	33.4%	43.7%	30.2%	44.8%	37.7%	35.7%
净利润增长率	1.4%	89.9%	41.3%	48.9%	42.4%	30.7%	34.7%
利润率							
毛利率	29.3%	31.7%	38.8%	34.4%	35.9%	35.6%	35.4%
EBIT 率	14.3%	15.9%	18.1%	17.5%	19.6%	19.5%	19.4%
净利润率	8.1%	12.8%	14.3%	15.8%	17.4%	16.4%	16.2%
收益率							
净资产收益率(ROE)	24.3%	23.6%	12.3%	16.0%	18.6%	19.9%	21.6%
总资产收益率(ROA)	5.6%	8.9%	7.8%	9.1%	10.2%	10.4%	11.4%
投入资本回报率	17.1%	17.8%	15.1%	15.9%	17.4%	19.7%	23.1%
运营能力							
存货周转天数	94	111	127	122	124	121	121
应收账款周转天数	53	74	82	83	85	82	83
总资产周转天数	486	485	540	563	557	513	469
净利润现金含量	3.96	0.12	0.56	1.36	0.64	0.57	0.69
资本支出/收入	12.66%	3.42%	-0.17%	25.83%	17.60%	7.34%	4.24%
偿债能力							
资产负债率	75.6%	61.8%	36.1%	42.8%	45.0%	47.4%	46.9%
净负债率	133.9%	61.4%	2.7%	11.2%	19.7%	11.9%	2.8%
估值比率							
PE	115.4	60.7	43.0	28.9	20.3	15.5	11.5
PB	28.0	14.3	5.3	4.6	3.8	3.1	2.5
EV/EBITDA	47.3	36.1	26.5	21.2	15.4	11.2	8.5
P/S	9.34	7.78	6.14	4.57	3.54	2.55	1.87
股息率	0.0%	0.0%	1.1%	0.0%	0.7%	0.7%	0.7%



1. 高成长的冶金传动小巨人

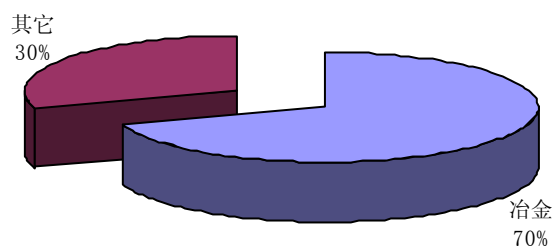
公司是一家成长于宁波的民营企业，创始人宋济隆先生 1993 年被聘请担任厂长，后来经历发展改制，成长到今天，09 年上半年公司实现收入 2.57 亿元，净利润 0.48 亿元。公司主导产品为齿轮箱及相关零部件（图 1），按配套行业来看，下游集中在冶金、起重、矿山及建材等行业，其中冶金占 70% 左右（图 2）。

图 1 公司产品为齿轮箱及其配件



数据来源：公司 2009 年中报

图 2 公司产品 70% 为钢铁行业配套



数据来源：公司调研资料

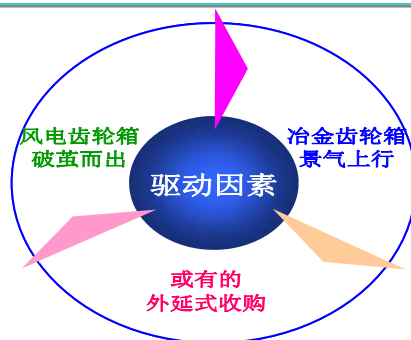
公司产品结构较为庞杂，大致分为齿轮箱及配件两类，齿轮箱包括大功率重载齿轮箱、模块化高精减速机及小型减速机，配件包括模块化减速电机、电机及配件。各产品毛利率较为平均，分布在 30-40% 之间，平均毛利率为 36.5%。

值得指出的是：齿轮箱业务为大股东主导业务，公司实际控制人旗下业务均为相关的配套业务，不存在非机械产品，董事长也承诺将专注齿轮箱业务。

结合行业特征，我们预计公司在重点发展冶金齿轮箱的同时，将向相邻领域拓展，如风电、起重及建材等领域，另外，在集中度低、整合空间大的行业里面，也不排除公司外延式收购的可能。

在目前时点上，我们认为公司未来半年投资逻辑是：风电齿轮箱业务破茧而出，可以预期未来两年迎来爆发式增长；冶金行业回暖带动齿轮箱需求提升；如果公司外延式收购取得突破，将会加快公司发展步伐（图 3）。

图 3 三大因素推动公司快速成长



数据来源：国泰君安证券

2. 风电业务即将破茧而出

公司由冶金齿轮箱起家，最近两年开始向风电齿轮箱大力拓展。2007 年 8 月公司 IPO 项目投资 2960 万元进行 1.5MW 风电齿轮箱研发；2009 年 4 月公司增发项目投资 3.49 亿元研制 1.5MW 及 2MW 风电齿轮箱，形成 400 台产能。

那么公司在风电领域能否成功呢，我们认为，基于多年制造大功率重载齿轮箱的经验、合作方中国机械科学院郑州机械研究所的技术实力，加上浙江运达风力发电工程有限公司的市场保障，公司有望在风电齿轮箱领域占据一席之地。

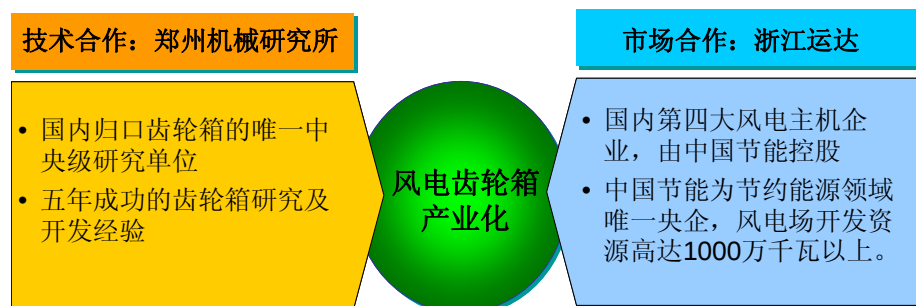
2.1. 携手业内强者推动产业化

经过公司及郑州机械研究所的联合技术攻关，目前样品已经出来，正在经第三方测试。本着对高品质的要求，公司聘请国内权威鉴定公司——北京鉴衡认证中心，该中心由国家质检总局下属的中国计量科学研究院组建。测试结果预计将于 10-11 月出来，基于公司扎实前期工作，我们对该样品通过测试有较大把握。

2007 年公司已与郑州机械研究所签订了技术合作意向书，由郑州机械研究所负责图纸设计、相关技术理论研究等工作，由公司负责产品试制和试验等工艺工作，在测试阶段，郑机所也有专人常驻公司，保障了双方持续近距离的技术技术交流。

郑州机械研究所是中央直属大型科研单位，是中国机械工业机械齿轮传动、强度与振动的行业归口单位，集五十年科研精髓，在齿轮产品软硬件开发生产中业绩卓著，为我国各大钢铁公司、中石油、中石化、中海油、各大电厂、矿山以及军工等大中型企业完成数千台套专用齿轮传动装置的设计加工。在风电齿轮箱，郑机所也有丰富研发经验，经过 5 年跟踪研究和 2 年多产品开发，成功开发出 FC 系列风力发电齿轮箱，额定功率从 750kW 到 2.0MW。

图 4 强大的合作阵容



数据来源：相关公司网站、国泰君安证券

一旦产品测试成功，在市场订单方面，浙江运达将提供充分保证。根据公司与浙江运达签订的产品试验和试用意向书，由浙江运达进行风电齿轮箱配套测试，然后（或 2011 年）将大规模采购公司订单。

浙江运达公司是国内第四大风电主机企业，仅次于金风、华锐及东方汽轮，08 年在新增装机容量中市场份额为 3.7%（对应齿轮箱需求量达 250 台左右），累计市场份额

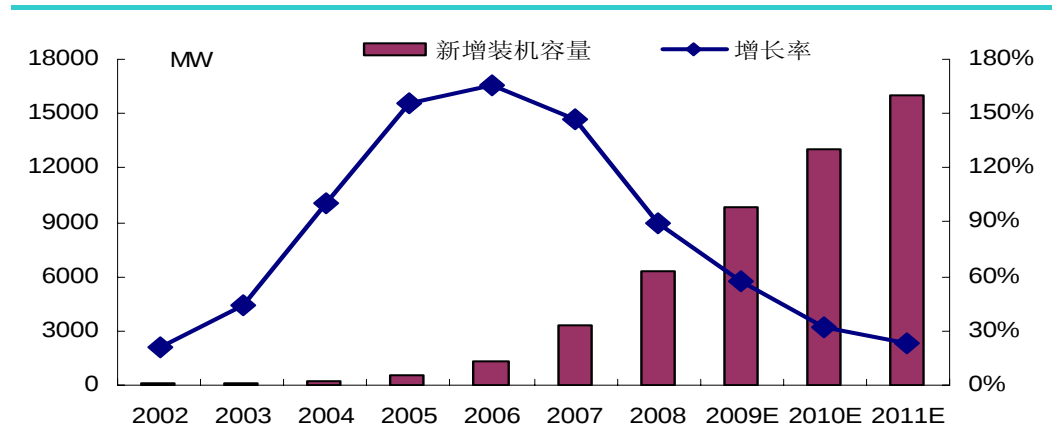
2.7%，发展势头强劲。

浙江运达由中国节能投资公司控股，中国节能投资公司是节约能源和环境保护为主业的唯一央企，在我国华北及西北主要风资源区，已投产和在建项目装机超过 150 万千瓦，拥有独家开发权资源约 1000 万千瓦。

2.2. 成长空间大

据中国风能协会预计，09 新增风电装机容量约 10000MW，同比增长 60%左右，未来三年增速可能会有所降低，但复合增速仍然达 30%的较快水平（图 5）。

图 5 中国风电新增装机容量未来三年复合增速 30%



数据来源：中国风能协会、国泰君安证券

目前风电齿轮箱有两种技术路线，双馈及直驱，直驱没有齿轮箱。两种结构各有优缺点：双馈体积小，电机做起来相对容易，变流器容量小，但是有齿轮箱，增加了维护成本；直驱电机省掉了齿轮箱，但是体积大，运输难度高，需要全功率变流器，永磁体安装麻烦，失磁也是个大问题，成本也高（表 1）。

表 1：两种技术路线优缺点比较

比较指标	直驱	双馈
市场占比	低	高
成本	高	低
可靠性	高	低
维护成本	低	高
运输难度	大	小
电控要求	高	低

数据来源：国泰君安证券

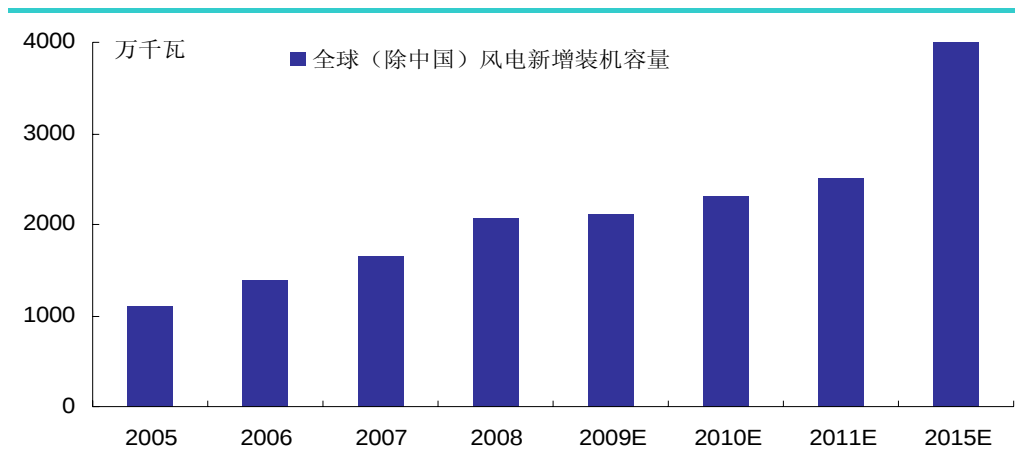
由于两种技术路线各有优缺点，还看不到哪种技术趋势一统江湖的局面，预计两种技术将长期并存，但目前双馈机型仍占主流，市场份额达 65%。

按这一比例测算，09 年 10000MW 中双馈风机为 6500MW，依据 65 万元/MW 的齿轮箱价格，齿轮箱市场容量为 42 亿元。

出口空间同样广阔。根据全球风能理事会的预测，2010 年中国以外的全球市场新增装

机容量达 2100 万千瓦（图 6）。

图 6 全球（除中国）风电新增市场相当于中国两倍



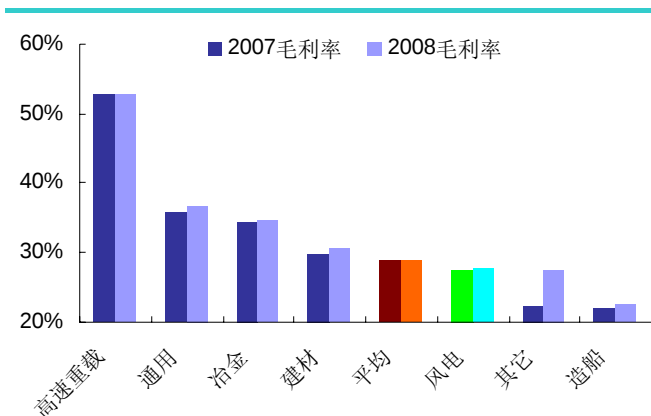
数据来源：全球风能理事会

对于国内最大企业中国高速传动而言，尽管进口替代空间不大（预计进口产品占国内市场 1/5），但出口是一大增长点，根据中国高速传动 08 年年报，其风电齿轮箱出口约 5 亿元，占其风电业务收入 1/3 左右，出口空间非常可观。

2.3. 并非暴利、盈利可持续

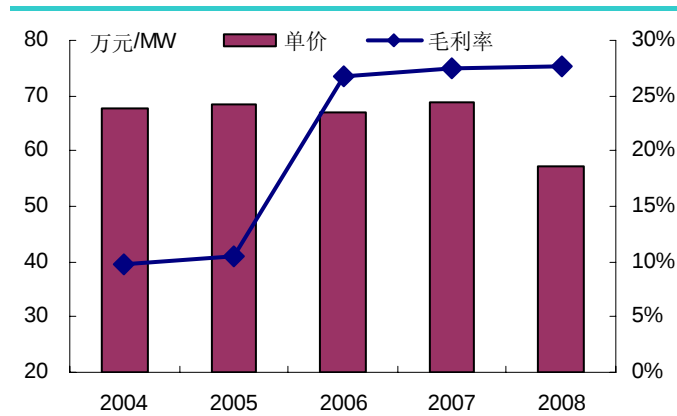
风电零部件业务受制于主机价格不断下滑，部分暴利产品价格会回到正常水平。但对于风电齿轮箱，价格已属正常水平，南高齿风电齿轮箱毛利率还低于平均毛利率一个百分点（图 7），从近五年来看，单价趋于稳定，毛利率也稳定在 27% 左右（图 8）。（注：08 年单价有所下滑，是大功率齿轮箱占比大幅上升，而大功率产品单价的幅度不及功率提升的幅度）

图 7 中国高速传动风电齿轮箱毛利率低于平均水平



数据来源：中国高速传动年报

图 8 中国高速传动近五年单价稳定、毛利率平稳



数据来源：中国高速传动年报

对于风电主机零部件而言，变频器、主轴轴承及齿轮箱价值量大、技术含量最高、进入壁垒也高，其中风电齿轮箱技术难点体现在齿轮设计、主轴轴承研制及可靠性设计等方面。

经我们初步掌握资料,国内主要企业仍在进入该领域,初步统计 2011 年有 8000 台(表 2),如考虑到部分企业产能进一步扩充,产能可能达到 10000 台产能。

表 2: 国内企业齿轮箱产能扩充情况

齿轮箱企业	规划产能
南高齿	当前产能 3000 台,在扩充中
重庆重齿	当前产能 800 台
大连重工	当前产能 1200 台
杭前齿	2011 年规划产能 1000 台
东力传动	2011 年规划 400 台产能投产
中国二重	当前产能 500 台
太原重工	2011 年规划产能 300 台
内蒙古第一机械	2011 年规划产能 450 台
哈尔滨汽轮	研发试制阶段
浙江通力	研发试制阶段
威能级	规划产能 1000 台
合计	2011 年产能 8000-10000 台

数据来源: 国泰君安证券搜集整理

有些企业是 2011 年才投产,当年实际投入市场产肯定不足 10000 台,实际可能仅 8000 台左右,另外考虑到产品成熟度及可靠性,市场有效产能投放量可能不足 6000 台左右。

09 年双馈风机齿轮箱需求量为 6500 台左右,按照 30%的复合增速,2011 年需求量可达 11000 台,因此,未来三年尚看不到产能过剩状况。

总体上,我们认为由于较高的技术壁垒及平稳的毛利率空间,齿轮箱行业竞争格局三年内不会看到恶化的局面。

3. 冶金业务持续回暖

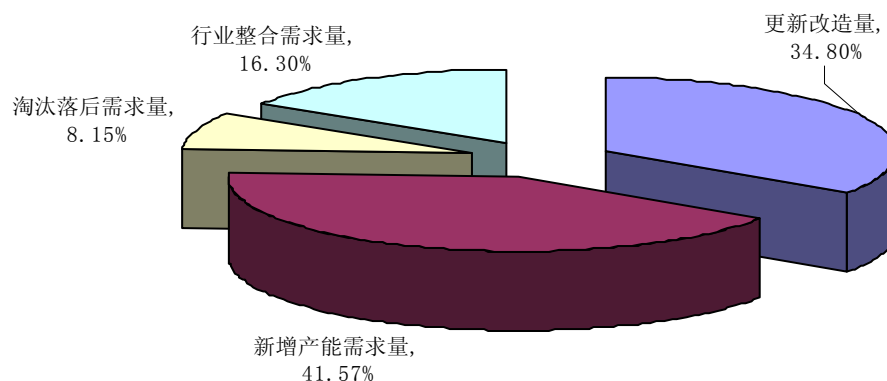
公司现有业务 70%为冶金配套,因此,冶金行业景气变化对传统业务影响大。

3.1. 受新增产能影响小

根据我们 2008 年 5 月深度研究结论,冶金齿轮箱需求结构中,新增钢铁产能需求占比为 42%(图 9),低于一般的通用设备产品,这使得行业景气波动并没有市场预期的那么大。

从公司实际情况来看,今年公司中报收入同比仍有小幅正增长,比市场预期要高,主要是行业整合、淘汰落后产能贡献了相当部分齿轮箱需求。

图 9 冶金齿轮箱需求中，新增产能需求占比较小

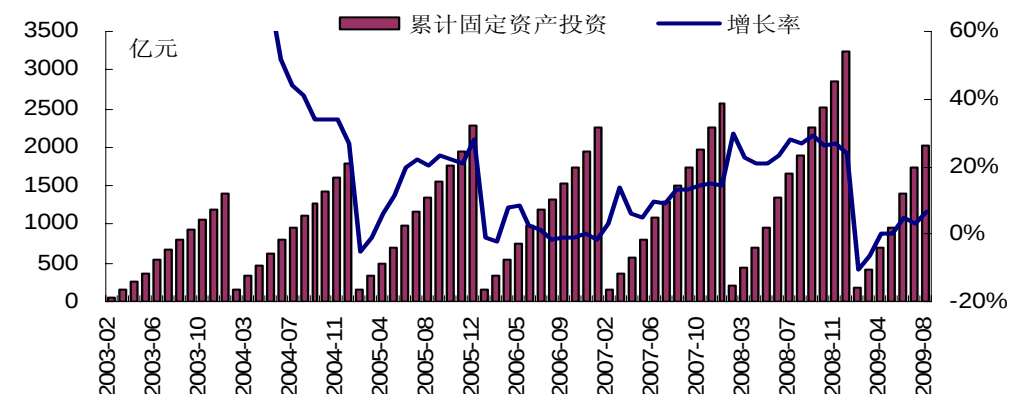


数据来源：国泰君安证券

3.2. 钢铁行业回暖、齿轮箱需求回升

钢铁行业 09 年中期以来显著回暖，开工率不断提升，部分企业甚至恢复到满产水平，行业投资也企稳回升，1-8 月，行业固定资产投资额达 2027.10 亿元，同比增长达 6.72%，远好于年初下滑 11% 的情况（图 10）。

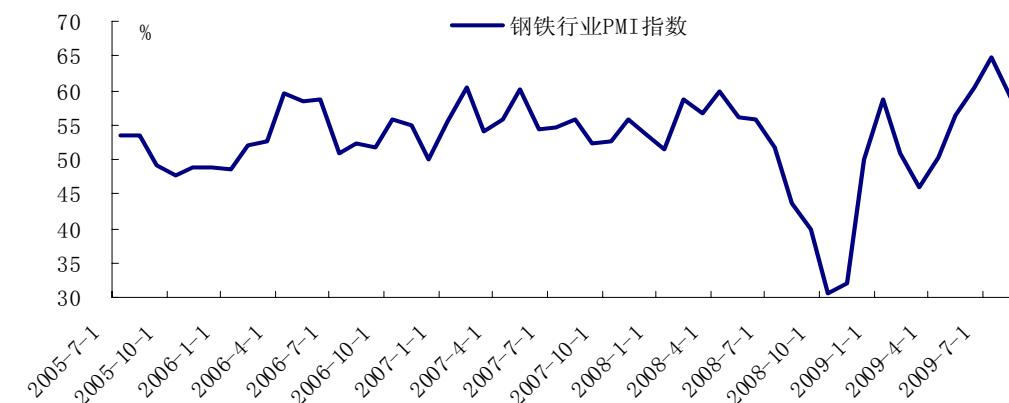
图 10 固定资产投资增幅已经迎来正增长



数据来源：国家统计局

行业投资回升显示出钢铁企业投资意愿上升，先行指标钢铁行业 PMI 指数也证实了这一判断，今年八月，钢铁行业 PMI 达 58.9% 的水平，连续五月站在 50% 之上（图 11）。

图 11 钢铁行业 PMI 指数连续五月站在 50% 之上



数据来源：中国物流与采购联合会

先导性指标 PMI 指数进一步回升，我们预计将带动包括齿轮箱在内的资本支出也出现回升。

4. 齿轮箱：空间大、盈利高

在机械行业，齿轮箱行业特性较好：周期性弱、成长空间大，进入壁垒高、定制化强、竞争温和。

4.1. 工业消费品、进口替代空间大

就冶金齿轮箱而言，国产齿轮箱寿命 3-5 年，每年有 20%-30%的齿轮箱面临替换，工业消费品特征明显。

其次，从市场结构来看，进口替代空间大。在我们统计的几个通用设备子行业中，齿轮箱行业进口替代空间为 31.8%，居第二（图 12），进口替代空间越大、出口占比越小代表国内企业成长空间越大。

图 12 齿轮箱行业进口替代空间大、出口空间也大

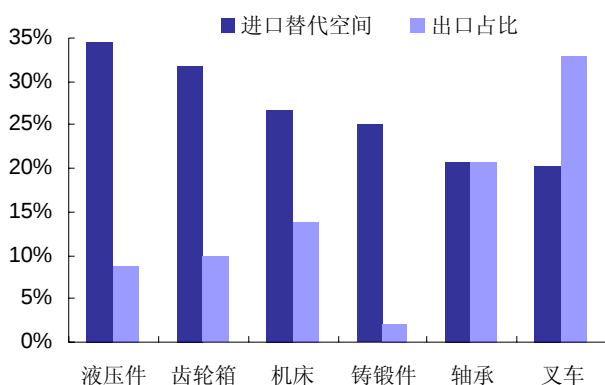
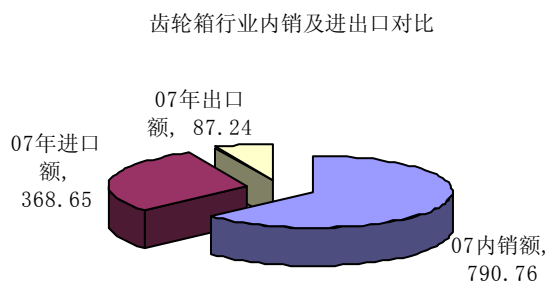


图 13 国内市场容量中，进口占 1/3



数据来源：国泰君安证券。注：进口替代空间=进口/(进口+内销) 数据来源：中国高速传动年报。注：单位为亿元人民币

4.2. 集中度低、整合空间大

齿轮箱行业较高的进入壁垒体现在：它属重型设备，需采购大型机床等加工设备，是资本密集型行业；齿轮属耗材，对设计、强度及精度要求高，技术实力要求高；最后，齿轮箱是成套设备中重要基础件，性能好坏直接影响主机性能，可靠性要求非常高，品牌企业具有先发优势。

齿轮箱行业还有不同于其它通用设备行业的特点，即定制化强，在工业齿轮中，专用齿轮占 2/3，专用齿轮仅应用于特定领域，定制化强，需要企业对下游企业有深入的理解，结合下游行业设计院进行工程设计，然后应用于下游行业成套设备中，因此，对于某个领域的齿轮箱企业，较难向其它领域拓展（除非具有较强的资金及技术实力），这也使得主要齿轮箱企业专注在自领域，行业集中度较低，国内前十大企业市场份额 20%左右，竞争较为温和（表 3）。其实全球全十大企业市场份额也不足 20%。因此为优势齿轮箱企业提供了较大的整合空间。

表 3: 国内齿轮箱企业竞争格局及各自特点

公司名称	销售收入 (亿元)	市场份额	技术及产品	各自特点
SEW 天津	13.20	5.30%	全球先进	产品高端, 定价高、应用行业广
Flender 天津	3.79	1.53%	全球先进	产品高端、进口组装、成本高
杭州前进	10.46	4.20%	国内领先	船用
南高齿	9.47	3.53%	国内领先	高速齿轮箱有优势, 专注风电、船用及建材
重齿	8.05	3.00%	国内领先	船用齿轮箱有优势, 建材也有实力
东力传动	2.58	1.14%	国内领先	产品专一、产品性价比高
江苏泰隆	8.00	2.96%	国内中上	代理制销售、有一定客户资源
江苏泰星	5.21	1.93%	国内中上	产品线宽
其它	196.81	76.41%		

数据来源: 国家统计局、齿轮专业协会。注: 表中财务数据为 2005 年数据。

4.3. 盈利能力强

正因为行业进入壁垒高、竞争温和的特点, 齿轮箱产品盈利能力强、价值量高, 根据测算, 东力传动主导产品大功率重载齿轮箱单价 3 万元/吨, 在机械行业属较高水平。

经我们对机械行业主要公司 2009 年中报盈利能力比较, 东力传动毛利率及净利率均为第一, ROE 也居中等水平, 显示了齿轮箱行业较强的股东回报能力 (表 4)。

表 4: 东力传动盈利能力机械行业领先
单位: %

证券简称	销售毛利率	销售净利率	净资产收益率 ROE (摊薄)
三一重工	30.39	12.81	12.49
中联重科	25.78	11.89	17.96
徐工机械	11.41	0.13	1.05
柳工	20.54	7.43	10.27
山推股份	15.01	6.46	6.71
中国南车	16.53	4.42	3.84
中国船舶	13.98	9.60	9.53
广船国际	13.23	7.86	8.38
天地科技	33.62	15.05	11.88
太原重工	15.77	7.14	9.93
天马股份	31.94	17.36	7.12
昆明机床	35.77	17.57	10.39
秦川发展	25.21	9.37	5.24
科达机电	16.97	9.28	4.74
东力传动	36.77	18.49	8.65
华锐铸钢	18.00	10.82	7.74
中航重机	25.23	10.01	3.47
江淮动力	16.28	15.46	12.03
宗申动力	19.69	12.04	12.48
利欧股份	26.91	13.59	11.29

数据来源: Wind 资讯。注: 表中数据为 2009 年中报数据。

5. 东力传动：中国高速传动的追随者

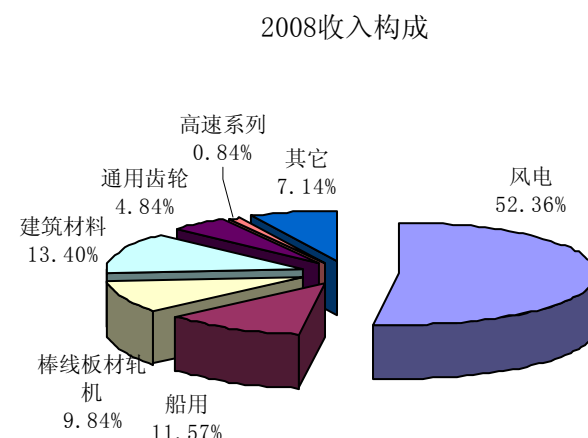
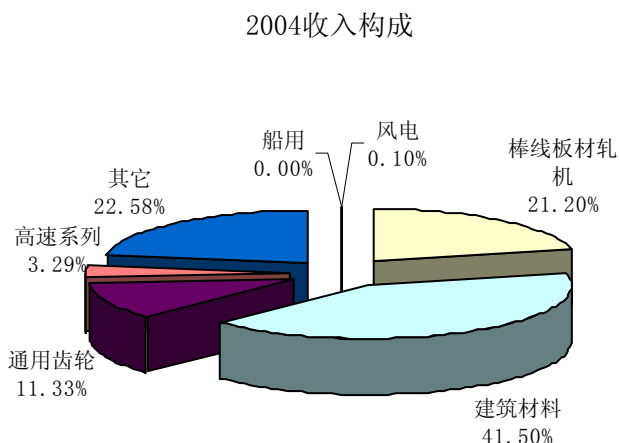
齿轮箱行业上市公司少，全球领先公司 Flender（已被西门子收购）、SEW 及伦茨公司均未上市，国内上市公司仅有两家，东力传动(002164.SZ)和中国高速传动(0658.HK)，因此，通过探讨中国高速传动成长模式对分析东力传动或许有所帮助。

5.1. 携手巨头、不断拓展

2004 年公司还是一家名不见经传的企业，收入仅 6.89 亿元，在国内居第五名之外，配套领域主要为建材及冶金（图 14）。但目前公司是国内最大齿轮箱企业，08 年实现销售收入 34.39 亿元，净利润 6.92 亿元（图 15），配套领域涵盖风电、造船、建材及冶金。

图 14 2004 年配套领域主要为建材及冶金

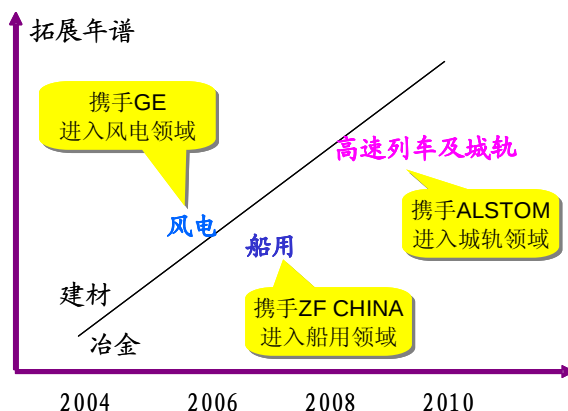
图 15 2008 年风电业务占比达一半以上



数据来源：国泰君安证券。注：进口替代空间=进口/(进口+内销) 数据来源：中国高速传动年报。注：单位为亿元人民币

在齿轮箱行业，收入四年增加四倍是个神话，我们在上文也提到，齿轮箱行业同下游关联高，一般企业难以向其它下游成功拓展。那么中国高速传动是怎样做到的呢？我们研究发现，除了中国高速传动经营激励到位（管理层持有相当股权）、有一定技术优势之外，一个重要的因素就是公司寻找技术及市场合作伙伴，向快速增长的相邻领域实现快速拓展（图 16）。

图 16 三大因素推动公司快速成长



数据来源：国泰君安证券

公司近两年向风电及船用领域拓展采用的就是这个模式。

风电领域携手 GE。公司与 GE 合作始于 04 年，经过两年的技术研发及产品试制，06 年 8 月，双方签订 7 年合作协议，由公司生产风电齿轮箱，为 GE 配套，GE 亦承诺至 2010 年，最少 50% 风电齿轮需求由公司购入。GE 同时也是公司策略股东，持有公司 4.82% 股权。

船用领域携手 ZF CHINA。ZF China 是德国 ZF 集团（全球最大传动与底盘技术公司，应用于汽车、船舶等）在中国成立的独资公司，公司 2006 年 7 月与 ZF China 签订独家合作协议，共同研发、制造船用传动设备，在产品成熟的基础上，公司 2007 年开始供货给 ZF China，在国外市场，公司也开始向 ZF 供货。

下一个增长点：高速列车及城轨？在这一领域公司 07 年 4 月同阿尔斯通签订开发支援服务协议，08 年 4 月公司产品已通过对方测试，并已安装在阿尔斯通整车上，在北京、上海及南京等地高铁上进行实地测试，预计该产品有望在明年交付。

5.2. 不用于代工的双赢合作模式

我们研究发现，这种合作与代工有着显著的不同，主要差别体现在齿轮箱技术含量高，作为国内领先者，公司具备较强的谈判能力，合作对公司的贡献就较为显著（图 17）。

图 17 双赢的合作模式

中国高速传动	合作伙伴（GE、ZF、ALSTOM）
- 同巨头合作，技术及制造能力迅速提升，向快速增长的相邻领域拓展 - 产品试制成功后，合作伙伴提供充分的市场保障 - 公司具备技术优势、制造能力，经营激励到位，对方合作谈判成本较低	- 扶持中国优势企业，可以大幅降低齿轮箱制造成本 - 中国企业生产零部件，主机可以更好地打入快速增长的中国市场

数据来源：国泰君安证券

5.3. 估值对比

东力传动规模不大，国内第八，但特色鲜明，主要为冶金配套，目前市场份额预计 15% 左右，超过中国高速传动，国内第二。

从东力传动目前发展态势来看，正在复制中国高速传动的成长模式，体现在风电领域，公司携手郑州机械研究所及浙江运达，2010 年该业务有望开始进入收获期。

从目前来看，公司收入及利润规模还比较小，仅相当于中国高速传动的 1/7 左右（表 5），但我们相信，只要方向正确，公司成长空间更大，成长性更好。

表 5: 东力传动与中国高速传动财务数据及市值对比

	08 年 销售收入	08 年 净利润	08 年净利润 (剔 除非经常性损益)	09 年 9 月 13 日市值	2008 年 PE
中国高速传动	34.39	6.92	5.49	214.20	27.24
东力传动	5.27	0.83	0.68	26.66	32.12
倍数	6.53	8.34	8.07	7.07	0.85

数据来源: 中国高速传动及东力传动 2008 年年报、Wind 资讯

6. 盈利预测: 未来三年复合增速 35%

经我们对各业务深入分析, 盈利预测如表 6 所示, 今明两年增长主要靠现有业务取得增长, 而 2011 年我们暂时没有考虑风电业务贡献。

表 6: 公司盈利预测

产品结构	指标参数	2008	2009E	2010E	2011E
模块化减速电机	销售收入 (万元)	22760.00	26174.00	31408.80	36120.12
	毛利率	39.65%	40.00%	40.00%	40.00%
小型减速器	销售收入 (万元)	10993.00	7000.00	7000.00	7000.00
	毛利率	31.46%	31.00%	31.00%	31.00%
大功率重载齿轮箱	销售收入 (万元)	15207.00	22810.50	36496.80	54745.20
	毛利率	28.42%	33.00%	33.00%	33.00%
模块化高精电机	销售收入 (万元)	0.00	8000.00	15200.00	26600.00
	毛利率	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
电机	销售收入 (万元)	2183.00	2183.00	2183.00	2183.00
	毛利率	31.38%	31.00%	31.00%	31.00%
配件	销售收入 (万元)	1580.00	1896.00	2085.60	2294.16
	毛利率	41.21%	41.00%	41.00%	41.00%
总计	销售收入 (万元)	52723.00	68063.50	94374.20	128942.48
	增长率	34.33%	29.10%	38.66%	36.63%
	毛利率	34.41%	35.88%	35.63%	35.37%

数据来源: 国泰君安证券

基于现有业务, 未来三年公司 EPS 分别为 0.66 元、0.86 元及 1.16 元 (复合增速 35%)。

如果考虑增发业务并摊薄, 未来三年业绩分别为 0.50 元、0.64 及 1.28 元 (复合增速更为显著)。其中对增发业务的假设是:

(1) 风电齿轮箱 2011 年收入及利润对应达产状态 80%, 即收入 3.2 亿, 净利润 0.53 亿元;

(2) 模块化减速电机 2011 年收入及利润对应达产状态 60%, 即收入 1.92 亿, 净利润 0.38 亿元。

7. 估值: 合理价值 20 元/股

对于高成长的中小盘公司, 采取 PEG 估值或更为合理, 我们按照 09 年 30 倍 PE

进行估值，则对应价值 19.8 元/股，对于一家未来三年复合增速 35%、五年复合增速 30%，这一估值仍属合理范围。

最后我们采用 DCF 进行绝对估值，得出合理价值为 19.20-21.41 元/股（表 7）。

表 7：DCF 估值敏感性分析

WACC(%)	永续增长率 Gn (%)			
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%
5.02%	40.10	48.64	62.83	91.07
6.02%	31.67	36.91	44.75	57.78
7.02%	25.74	29.18	34.00	41.21
8.02%	21.37	23.75	26.91	31.34
9.02%	18.03	19.74	21.92	24.84
10.02%	15.42	16.67	18.24	20.26
11.02%	13.32	14.27	15.43	16.87
12.02%	11.61	12.34	13.21	14.28
13.02%	10.20	10.77	11.44	12.25
14.02%	9.01	9.46	9.99	10.61

数据来源：国泰君安证券

对于摊薄后的业绩，有些投资者认为估值较高，如果仅考虑今明两年 PE，确实高，但因为增发业务主要在 2011 年投产，并带来业绩高增，因此，建议结合 2011 年业绩进行估值，20 元目标价对应 2011 年 PE 15 倍左右，并不算过分。

结合相对估值及绝对估值，我们认为公司合理股价区间为 19-21 元/股。

8. 国内外公司估值对比

表 8: 主要细分行业国内外估值对比

证券简称	最新价格	EPS 2008	EPS 2009	EPS 2010	PE 2008	PE 2009	PE 2010	PEG	PB	EV/ EBITDA	股息 率%
齿轮箱											
中国高速传动	17.68	0.56	0.68	0.88	14.75	23.08	17.74	0.95	5.20	12.29	2.66
东力传动	15.38	0.46	0.60	0.78	20.00	25.70	19.82	1.11	5.07	15.40	0.85
瓦锡兰	27.22	3.88	4.11	2.26	5.40	6.62	12.03		2.15	4.33	0.39
工程机械											
卡特彼勒	51.70	6.00	1.45	1.82	6.20	35.58	28.44	1.31	4.42	12.92	5.08
特雷克斯	18.99	5.80	-1.47	-0.30	2.10			3.27	1.09	11.97	0.00
小松制造	1749.00	209.20	109.53	33.83	4.90	16.00	51.77	2.15	2.07	6.31	4.11
其它公司											
现代重工	194500.00	27621.00	30063.51	38866.11	5.50	6.47	5.02		2.09	3.66	2.51
瑞士苏尔寿	89.20	9.50	7.40	5.50	6.30	12.06	16.21	2.89	1.83	3.35	
大隈	472.00	102.00	15.81	-30.45	3.50	29.85			0.75	3.54	3.01
美国 KDN	33.72	2.20	1.11	1.35	12.60	30.35	24.90	2.12	1.65		2.13
JOY	45.15	3.40	4.18	2.48	6.10	10.80	18.21	1.06	5.22	5.32	1.88
阿尔斯通	51.24	2.90	3.78	4.25	14.20	13.01	11.92		5.17	5.00	
庞巴迪	4.90	0.20	0.53	0.40	18.40	8.57	11.51	0.10	2.65	4.44	

数据来源: Bloomberg。注: 各公司最新价格为当地货币单位。

作者简介:

吴昊: 华中科技大学工学硕士, 曾就职于联合证券研究所, 三年机械行业研究经历。2009年7月加入国泰君安证券, 现任国泰君安证券销售交易部机械行业研究员。2007年入围“新财富”最佳分析师。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我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。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, 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。

我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, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com