

泰尔重工 (002347) 定价报告

基础零部件细分行业的龙头——联轴器旗舰店

定价区间
24.30—28.35 元

投资品 / 设备制造

2010 年 1 月 27 日

投资要点:

- 公司是一家专业设计、制造、销售动力传动机械的生产企业，主要从事十字轴式万向联轴器、鼓形齿式联轴器、剪刀等三大系列产品的生产经营。2007 年、2008 年公司在冶金行业用联轴器领域国内市场占有率第一。
- 公司生产的联轴器产品广泛应用于冶金行业现代轧机生产线中的热连轧、中宽厚板、冷连轧等轧机主传动及其他重型机械主传动，是整条轧机生产线的核心传动部件。
- 公司产品的核心结构与制造技术已申请了多项国家专利，联轴器生产技术水平居国内领先地位。
- 据预测 2010 年我国各类轧机生产线需配的各类联轴器将超过 7 万套。公司 2008 年生产各类联轴器近 7000 套，公司的市场占有率在 10% 左右，还有较大的拓展空间。
- 我们预计公司 2009-2011 年的 EPS 为 0.65、0.81、1.02 元，对应公司 2010 年的 30-35 倍市盈率为合理价格，预计公司上市后合理价格区间为 24.30-28.35 元。

发行数据	2008 年
发行前股本 (万股)	7,800
发行数量 (万股)	2,600
发行价格 (元)	22.50
发行前 EPS (元)	0.68
发行后 EPS (元)	0.51
发行前每股净资产 (元)	2.34
发行日期	2010-1-18
上市日期	2010-1-28
主承销商	华泰证券

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2008	25,494	43.10	6,275	39.90	0.51			
2009E	27,964	9.69	6,762	7.76	0.65			
2010E	36,603	30.89	8,421	24.53	0.81			
2011E	47,879	30.81	10,502	24.71	1.02			

分析师: 荀剑

TEL: (8621)6336 7000-273

FAX: (8621)6337 3278

Email: xunj@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

1. 公司概况

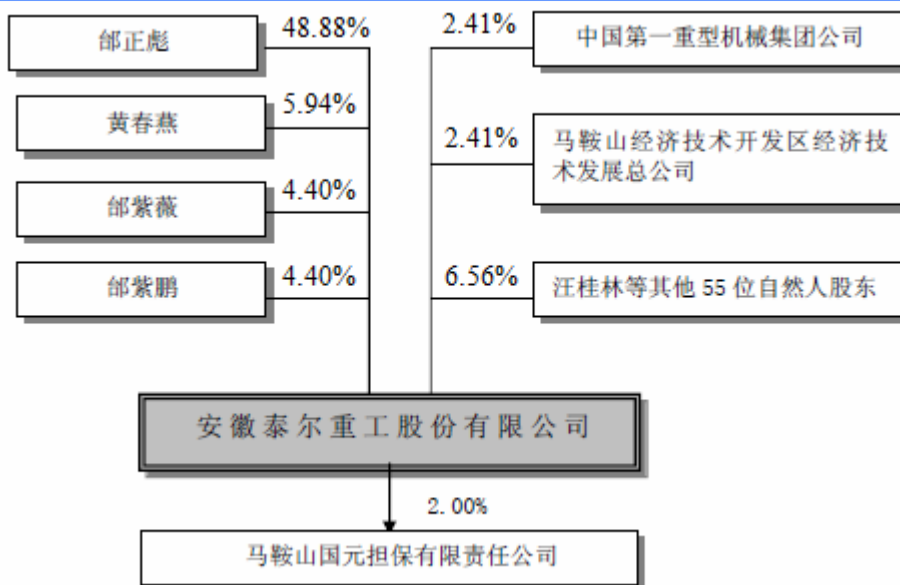
1.1. 历史沿革

公司是一家专业设计、制造、销售动力传动机械的生产企业，主要从事十字轴式万向联轴器、鼓形齿式联轴器、剪刀等三大系列产品的生产经营。2007 年、2008 年公司在冶金行业用联轴器领域国内市场占有率第一，公司生产的联轴器产品广泛应用于冶金行业现代轧机生产线中的热连轧、中宽厚板、冷连轧等轧机主传动及其他重型机械主传动，是整个轧机生产线的核心传动部件。

公司的销售客户主要为重大装备制造企业和国内大型钢铁制造企业，目前主要客户包括中国一重、首钢、鞍钢、包钢、济钢等大型企业。在中国一重及首钢长期合作的基础上，公司先后与中国一重以及首钢总公司签署了《战略合作伙伴关系协议书》，协议除约定优先采购公司的主导产品外，双方在市场、技术等方面将进行广泛的合作。

公司的实际控制人为邵正彪先生，持有公司发行后股份的 48.88%。

图表 1. 公司发行后股权结构



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

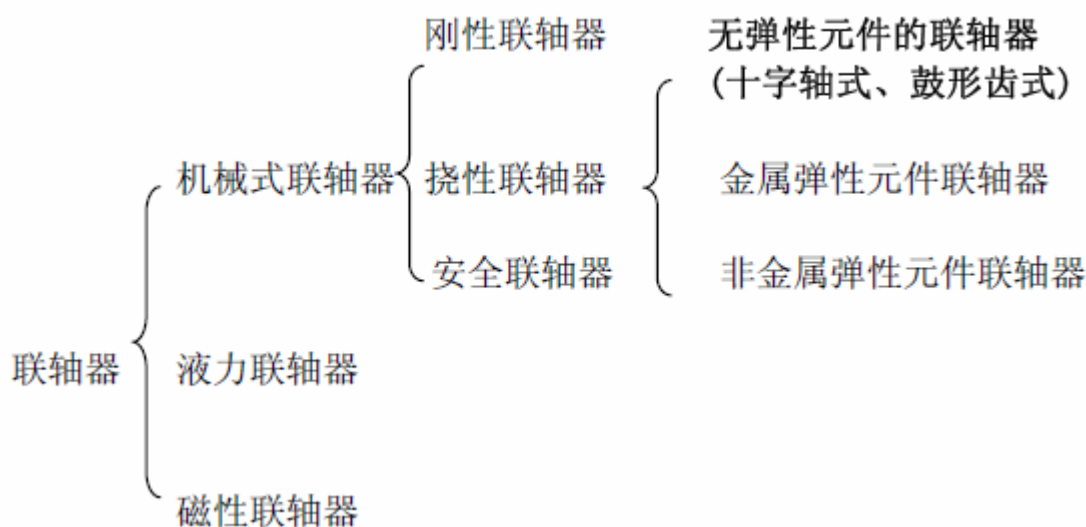
2. 行业基本情况

下游行业发展迅猛，进口替代需求旺盛

联轴器是机械产品轴系传动中最常用的联接部件，其作用是联接两轴共同回转以传递

转矩和运动，补偿所连两轴相对位移并改善系统传递动力学特性，是品种多、使用量大面广的通用基础部件，广泛应用于冶金、矿山、起重、造纸、纺织、有色、造船等行业。联轴器的种类繁多，根据联轴器有无弹性元件、对各种相对位移有无补偿能力，即能否在发生相对位移条件下保持联接功能以及联轴器的用途等，联轴器可分为刚性联轴器，挠性联轴器和安全联轴器。

图表 2. 联轴器产品分类



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

联轴器行业作为我国通用机械行业的重要组成部分，其产品作为重大技术装备的基础零部件，广泛应用于冶金、矿山、起重、工程机械、汽车、造纸、纺织、有色、造船等行业。在 20 世纪 80 年代前，我国的联轴器都由主机厂自行生产配套，未形成专业制造联轴器的厂家，20 世纪 80 年代后期，联轴器的生产逐步走向专业化，近几年在主机行业的带动下，获得了快速发展，目前已形成大小规模的专业生产厂家 300 多家，2006 年，国内联轴器总产值约 300 多亿元，其中出口额约 58 亿元人民币。根据海关统计资料，2006 年中国共进口联轴器约 10 亿美元，约合 83 亿元人民币。预计“十一五”末，中国联轴器行业总产值将达到 500 亿元。

鼓形齿式联轴器是我国发展较早、比较常用的联轴器之一，由两个鼓形外齿套与一对直齿内齿齿圈等零件组成，靠内、外齿的啮合传递转矩，并通过鼓形外齿套的直齿和内齿圈的轴线摆动（称角向位移）来补偿传动轴线的相对偏移，具有传动能力大、角位移大、传动平稳、效率高、寿命长等优点。

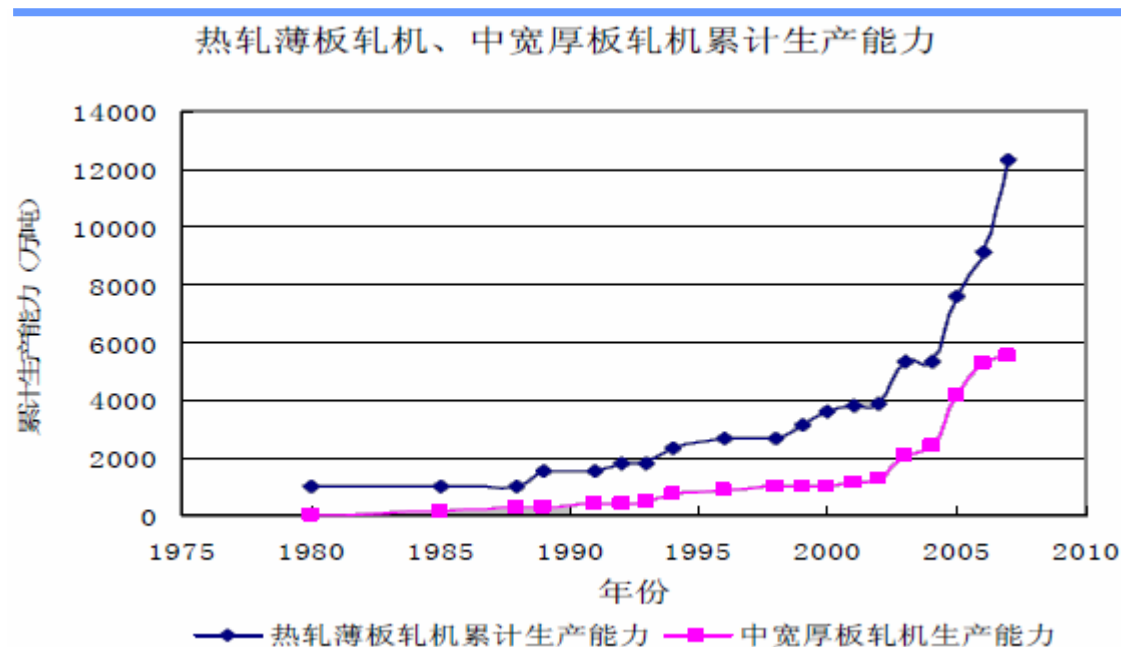
图表 3. 联轴器产品竞争对手

项目	普通联轴器	中宽厚板、热轧板带钢生产线配套联轴器	冷轧板带钢生产线配套联轴器
生产厂家类型	内资	外资、内资	外资
生产厂家数目	多	少	少
利润	中等	较高	高
进入壁垒	较高	高	高
龙头企业	无	泰尔重工	福伊特
竞争格局	完全竞争	垄断竞争	寡头垄断

资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

热轧行业对于联轴器的需求随着钢铁产能的扩张迅速增长,目前国内生产厂家与国外企业基本各占一半的市场份额。近几年,国内部分企业对该类联轴器进行了深入的研究开发,已掌握了生产制造的核心技术,国内外产品质量已无太大区别,部分技术指标甚至优于国外产品,但价格远低于国外产品。国外企业的市场份额来自于当初进口生产线时的联轴器备件,随着这部分备件的消耗殆尽,钢铁企业在采购时,会优先采购性价比高的国内产品,国内企业的市场份额正逐步扩大。

图表 4. 热轧薄板轧机、中宽厚板轧机累计生产能力



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

剪刀需求依赖于热轧需求

我国剪刀的生产企业 20 世纪 70 年代开始起步，数量不多，生产规模较小，装备和技术比较落后，仅限于制造一些材质比较单一、尺寸形状比较简单的小型剪刀。

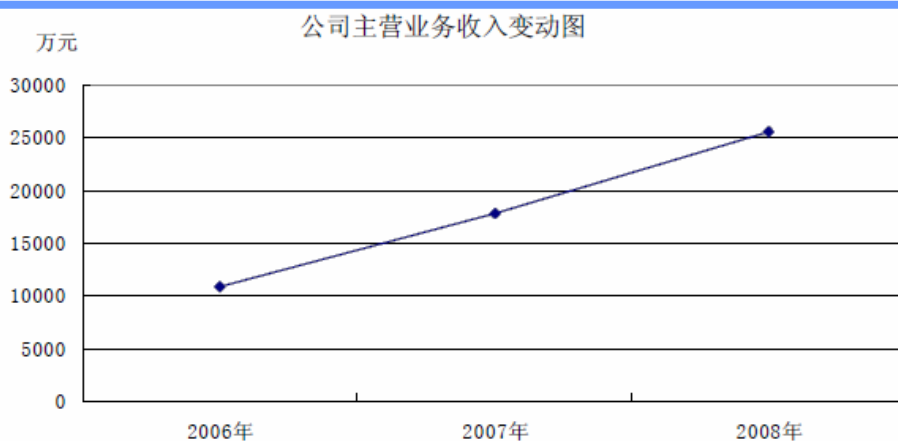
三十多年来，剪刀的生产无论是装备、技术、品种、产量、质量都取得了长足的进步。目前国内剪刀行业已逐渐承担起钢铁企业的热连轧生产线、中厚板生产线、冷轧薄板生产线、型钢生产线、棒线材生产线的各类剪刀产品的生产，少部分产品已经可以和进口的同类产品相媲美，已部分取代了进口剪刀。目前我国各大钢铁企业无论是从国外引进各类生产线，还是由国内有实力的企业设计、制造安装各类生产线，其剪刀部件都开始较大规模的国产化，这给剪刀生产企业带来了机遇。

3. 公司主营分析

公司是为冶金行业提供配套部件的国内最大联轴器生产商之一，公司生产的大型、超重载型等高技术含量的联轴器产品，如超重载型万向联轴器、板材轧机鼓形齿式联轴器，在冶金行业用联轴器领域占有较大的市场份额。

公司产品的核心结构与制造技术已申请了多项国家专利，联轴器生产技术水平居国内领先地位。其中中厚板与热轧板带钢生产线所用联轴器，公司已掌握了生产制造的核心技术，产品质量与国外无太大差别；冷轧生产线工况条件差、转速高、载荷大，此类联轴器技术含量高，国外厂家处于垄断地位，国内只有泰尔等少数企业可以生产。

图表 5 公司主营业务增长

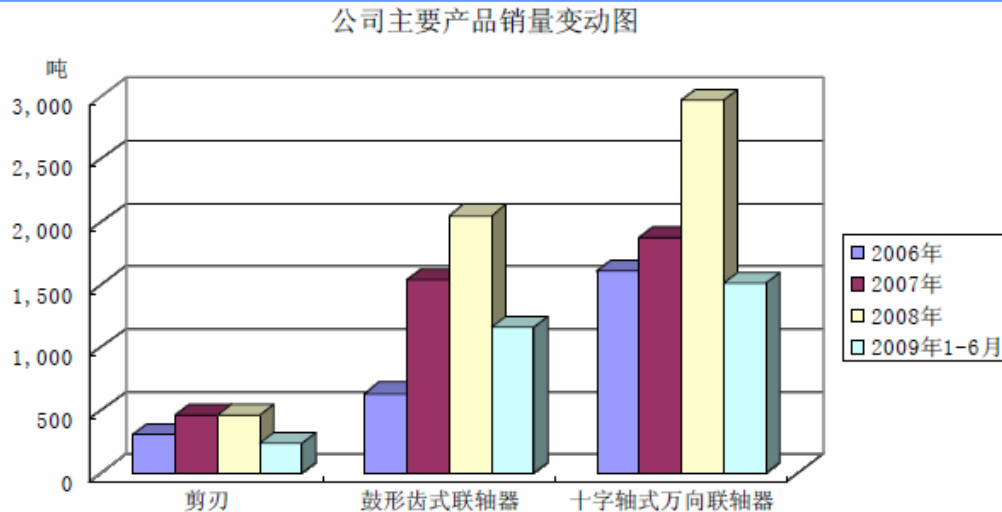


资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

公司的联轴器产品不断抢占外资和进口联轴器品牌的份额，中高端市场占有率不断提升。由于技术水平的提高，公司的部分产品的技术指标达到或者接近国外同类产品的先进

水平，而公司的产品价格为国外产品的 1/3，性价比优势突出，竞争优势明显。以中国一重为例，2006 年以来，中国一重轧机主要配套件超重载型万向轴与板材轧机鼓形齿式联轴器已逐步由进口转向国内厂商采购。而在国内的厂商中，公司从无到有，替代进口的趋势明显。2008 年开始公司为中国一重提供配套的两个主要产品份额已超过进口产品，公司已成为中国一重配套用联轴器产品的国内最大生产供应商。

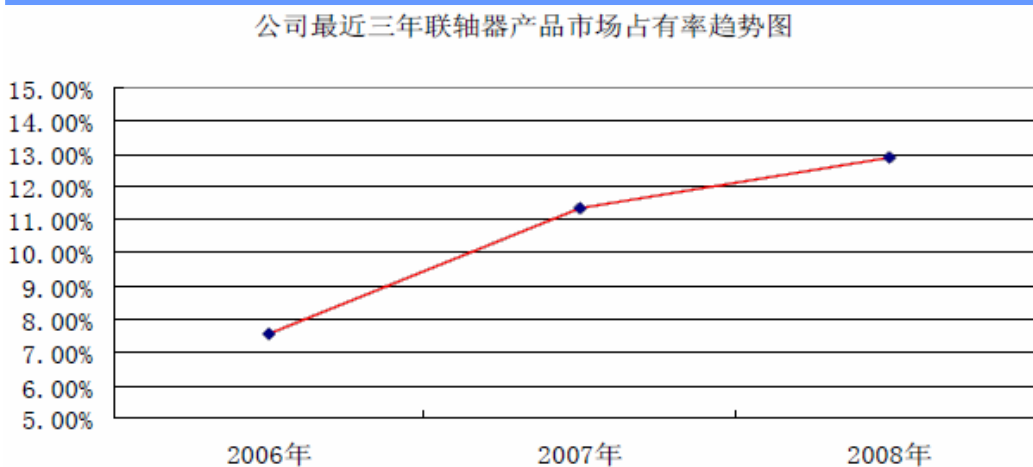
图表 6. 公司主要产品销量



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

根据中国机械通用零部件工业协会传动联结件分会统计(系根据联轴器产品的销售吨位计算)，公司 2006 年、2007 年和 2008 年在冶金行业用联轴器产品的市场占有率分别为 7.56%、11.34%和 12.88%，2007 年、2008 年公司在冶金行业用联轴器领域国内市场占有率第一，主营业务增长迅速。

图表 7. 公司联轴器产品市场占有率



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

公司生产的冶金联轴器产品属于易损件，超重载型万向轴、大型万向轴和板材轧机鼓

形齿式联轴器每年需更换一次，由公司进行维护，其余联轴器使用寿命一般为 1 年~1.5 年。

根据初步估算，2007 年全国钢铁行业的生产线各类联轴器需求量超过 6 万套，2010 年我国各类轧机生产线需配的各类联轴器将超过 7 万套。而公司 2007 年生产各类十字轴式万向联轴器及鼓形齿式联轴器 4,131 套，2008 年生产近 7000 套，公司的市场占有率在 10% 左右，还有较大的拓展空间。

4. 公司募投项目

公司本次拟公开发行 2,600 万股社会公众股，预计募集资金数额为 20,260 万左右（含发行费用）。本次募集资金投资项目建成后，公司固定资产规模将增加 15,608 万元，每年新增折旧 1,236.34 万元。如果市场环境发生重大变化，公司生产经营不能保持持续增长，募集资金投资项目的预期收益不能实现，则公司存在因为固定资产规模大幅增加而导致利润下滑的风险。

图表 8. 公司募投项目

投资项目	投资总额	资金使用计划		项目备案情况
		第 1 年	第 2 年	
高性能联轴器及精密剪刀生产线数控化扩建改造项目	20,260	15,622.2	4,637.8	安徽省发改委“发改工业函[2008]41 号”

资料来源：招股说明书

项目达产后，产能增长 217%，每年可新增营业收入 49,625 万元，新增利润总额 8,699.29 万元，按 25% 所得税算，可增加税后利润约 6,524.47 万元。

图表 9 公司募投项目订单（单位：吨）

产品	2009 年 1-10 月	2008 年	2007 年	2006 年
鼓形齿式联轴器	2,214	2,334	2,122	1,805
十字轴式万向联轴器	3,578	5,314	2,501	1,512
剪刀	334	307	302	217

资料来源：招股说明书

图表 10. 募集资金项目产能扩建情况

产能/增长率	现有产能（套）	现有产能（吨）	达产后总产能（套）	达产后总产能（吨）	增长率（%）
十字轴式万向联轴器	800	1,890	4,050	6,191	228
鼓形齿式联轴器	3,000	1,750	8,250	4,731	170
剪刀	5,800	310	30,000	1,606	418
合计		3,950		12,528	217

5. 估值和风险

假设公司的各项业务保持一个相对稳定的增长势头，公司的各项费用率基本保持不变。我们预计公司 2009-2011 年的 EPS 为 0.65、0.81、1.02 元，对应公司 2010 年的 30-35 倍市盈率为合理价格，预计公司上市后合理价格区间为 24.30-28.35 元。

行业风险

公司下游钢铁行业从 2008 年 9 月开始大面积减产，钢铁行业的减产及亏损，会减少公司新签订单并延缓现有订单的执行，对公司的回款也有一定影响。尽管公司具有较强抵御风险的能力，但是如果经济继续下滑，公司未来生产经营会进一步受到不利影响。

由于下游行业集中度较高，以及公司的产能规模受到限制，公司销售客户相对集中。最近三年及一期，公司向前五大客户合计销售额占公司主营业务收入的比例分别为 69.94%、58.09%、6.62% 和 57.62%。若主要客户因国家宏观调控、行业景气周期的波动等因素导致生产经营状况发生重大不利变化，将对公司的产品销售及正常生产经营产生不利影响，公司存在销售客户相对集中的风险。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。