

细分行业的小巨人

泰尔重工调研报告 (002347)

评级: 买入 (首次)

股价: 25.00 元

目标价位: 30.30 元

深度报告

2010 年 3 月 14 日 星期日

牛纪刚
021-50586660-8636
niujiang@longone.com.cn
机械行业

李涛
021-50586660-8636
lt@longone.com.cn
机械行业

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 30.3
升值潜力 (%) 21.2
目标价确定日期: 2010/3/14

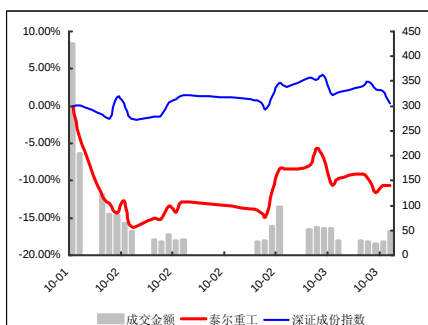
重要数据

总股本(亿股) 1.04
流通股本(亿股) 0.21
总市值(亿元) 26.00
流通市值(亿元) 5.20

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	3.73	4.09
3 个月	-10.71	-11.11
6 个月		

个股相对深成指走势图



投资要点

- 冶金行业最大的联轴器生产商。公司主要产品包括十字轴式万向联轴器、鼓形齿式联轴器、剪刀等三大系列, 冶金行业市场占有率国内第一, 客户主要为重大装备制造企业和国内大型钢铁制造企业。
- 公司未来发展前景看好。公司近三年处于快速发展阶段, 销售毛利接近 40%, 且始终供不应求, 目前订单已排至 10 年 8 月。看好公司未来发展的主要理由如下:
 - 1) 面向高端客户的高端市场
 - 2) 公司产品为核心部件中的易耗品
 - 3) 非标产品保障了高毛利
 - 4) 行业平稳增长, 仍有较大拓展空间
 - 5) 进口替代空间巨大
 - 6) 较高的技术壁垒和认证壁垒
- 募投项目打通产能瓶颈。公司产品近年一直处于供不应求状态, 项目达产后将彻底打通产能瓶颈。预计募投项目从 2011 年下半年开始陆续释放产能, 2012 年完全达产, 达产后产能增加 200% 以上。
- 预计公司 2010-2012 三年每股收益分别为 1.01、1.29 和 1.85 元。考虑到公司良好的成长性, 给予买入评级。

盈利预测及市场重要数据	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	25,494	31065	39918	55087	81253
增长率	43.1%	21.85%	28.50%	38.00%	47.50%
营业利润(万元)	6,063	7613	11357	15408	22389
增长率	11.0%	25.56%	49.17%	35.67%	45.31%
净利润(万元)	6275	6414	10504	13402	19284
增长率	39.9%	2.23%	55.74%	34.16%	43.89%
每股净资产(元)	2.03	7.77	8.73	10.02	11.87
每股收益(元)	0.80	0.62	1.01	1.29	1.85
市盈率(P/E)		41	25	19	13
市净率(P/B)		3	3	2	2
EV/EBITDA		32	22	16	11

目录

1. 国内最大的联轴器生产企业	3
1.1 冶金行业用联轴器领域国内市场占有率第一	3
1.2 销售产品以高端为主	4
2. 公司未来发展前景看好	4
2.1 面向高端客户的高端市场	5
2.2 公司产品为核心部件中的易耗品	5
2.3 非标产品保障了高毛利	6
2.4 行业平稳增长，仍有较大拓展空间	6
2.5 进口替代空间巨大	7
2.6 较高的技术壁垒和认证壁垒	7
3. 募投项目打通产能瓶颈	8
4. 盈利预测	8
5. 同业比较与估值	10

图形目录

图 1. 公司主要产品	3
图 2. 公司收入构成	3
图 3. 公司利润构成	3
图 4. 公司高端产品销售金额及所占比重	4
图 5. 公司备件销售金额及比例	5
图 6. 公司近年销售毛利率及销售净利率	6

表格目录

表 1. 国内各类产品的轧机生产线的拥有量	6
表 2. 项目总产能和产能增长率	8
表 3. 预测资产负债表	8
表 4. 预测利润表	9
表 5. 预测现金流量表	9
表 6. 关键财务与估值指标	10
表 7. 同行业估值比较	10

1. 国内最大的联轴器生产企业

1.1 冶金行业用联轴器领域国内市场占有率第一

公司主要产品包括十字轴式万向联轴器、鼓形齿式联轴器、剪刀等三大系列，公司 2007 年、2008 年在冶金行业用联轴器领域市场占有率分别为 11.34% 和 12.88%，国内第一。

公司产品广泛应用于冶金行业现代轧机生产线中的轧机主传动及其他重型机械主传动，客户主要为重大装备制造企业和国内大型钢铁制造企业。

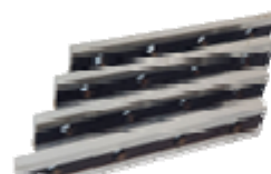
图1. 公司主要产品



十字万向联轴器



鼓形齿式联轴器

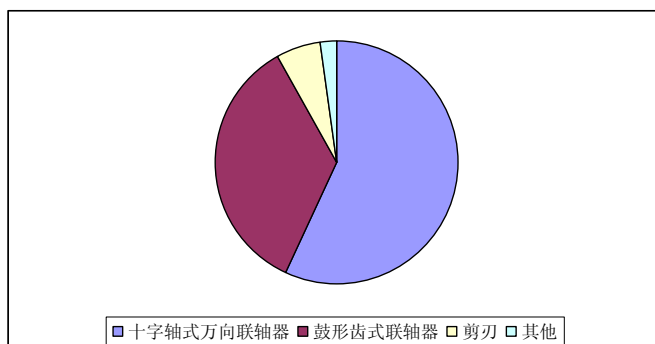


剪 刀

资料来源：公司网站

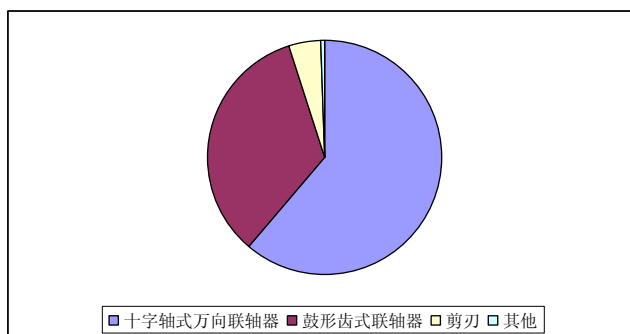
公司主要收入和利润来源于十字轴式万向联轴器和鼓形齿式联轴器，两种产品合计占到公司总收入和利润的 90%以上。

图2. 公司收入构成



资料来源：WIND

图3. 公司利润构成



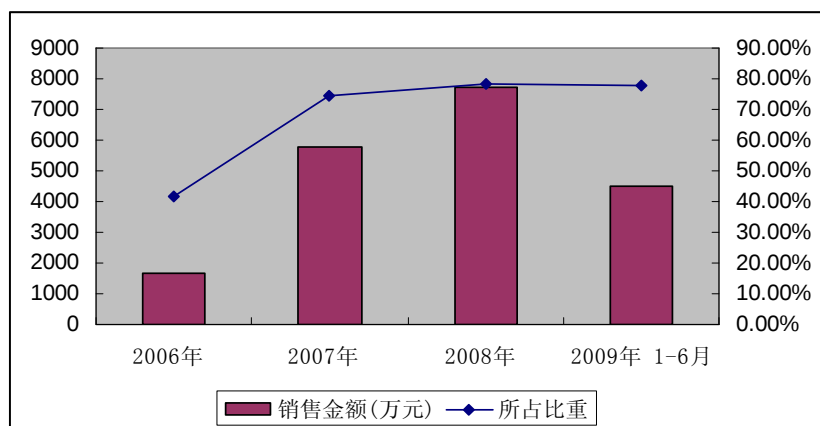
资料来源: WIND

1.2 销售产品以高端为主

普通联轴器产品技术含量低, 国内产品占据绝大部分市场份额。中厚板与热轧板带钢生产线所用联轴器, 国内外产品质量已无太大区别, 但价格远低于国外产品, 目前国内外企业各占一半市场份额。冷轧板带钢生产线所用的联轴器技术含量高, 国外厂家处于垄断地位, 国内只有泰尔重工等少数企业可以生产。

公司近年来进行产品结构调整, 产品向大型化、重型化方向发展, 附加值较高的超重载型万向轴、大型万向轴、板材轧机联轴器和大型联轴器销售规模大幅扩大, 已接近销售总额的 80% 左右。

图4. 公司高端产品销售金额及所占比重



资料来源: 公司招股说明书

2. 公司未来发展前景看好

公司近三年处于快速发展阶段, 销售毛利接近 40%, 且始终供不应求, 目前订单已排至 10 年 6 月。考虑到公司所处行业及自身发展, 我们看好泰尔重工未来 5-10 年的发展。

2.1 面向高端客户的高端市场

我国钢铁行业产能过剩、产业集中度低。根据《钢铁行业振兴规划》，300 立方米及以下高炉产能和 20 吨及以下转炉、电炉产能将被淘汰，力争三年内再淘汰落后炼铁能力 7200 万吨、炼钢能力 2500 万吨。规划要求，形成若干个特大型企业，国内排名前 5 位钢铁企业的产能占比例达到 45%以上。

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，包括中国一重、首钢、鞍钢、包钢、济钢等大型企业，最近四年公司前五大客户销售额占公司主营业务收入的比例接近 60%。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》，协议约定优先采购公司的主导产品。钢铁产业结构调整将使公司的大型、超重载型联轴器获得更多的市场机会。

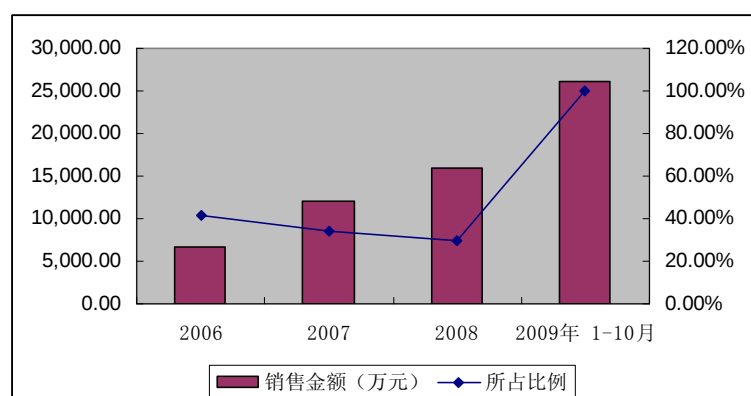
2.2 公司产品为核心部件中的易耗品

联轴器产品是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的核心传动部件，同时又是易耗品，使用寿命一般 1-2 年，更换频率高，对备件需求大。

公司产品销售分为两大类型：一类是钢铁企业在日常生产中作为消耗品采购的备品备件，一类是钢铁企业、主机厂购买的联轴器产品作为工程项目的配套部件，主要是大型化、重型化产品。

2006-2008 年，公司将有限的产能集中在国内钢铁企业新建项目需要的传动件上，备件销售比重约为 30%左右。受金融危机的影响，08 年 4 季度以来国内钢铁企业暂停了轧机生产线的新建，使得公司 2009 年未有项目用销售订单。但公司加大了备品备件的销售力度，仅靠备件收入便实现了 22%的增长。

图5. 公司备件销售金额及比例

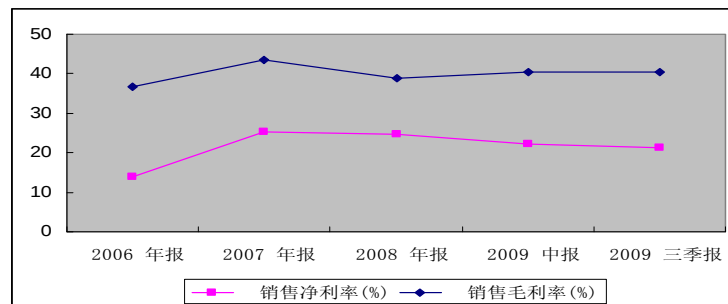


资料来源：公司招股说明书

2.3 非标产品保障了高毛利

此外，公司的主要产品属于非标产品，对技术的要求高，具有批量小、单价高的特点，客户更关注产品的稳定与可靠，对于价格并不敏感。由于公司产品得到市场认可，同时产品始终供不应求，因此具有很强的议价能力，产品始终保持高毛利。

图6. 公司近年销售毛利率及销售净利率



资料来源：公司招股说明书

2.4 行业平稳增长，仍有较大拓展空间

2006 年中国联轴器总产值约 300 多亿元人民币，其中出口额约 58 亿元人民币，进口额约 10 亿美元，约合 83 亿元人民币。即 2006 年中国联轴器总需求约为 313 亿元人民币，国产联轴器总供给约为 230 亿元人民币，市场满足率为 73.5%。预计“十一五”末，中国联轴器行业总产值将达到 500 亿元。

就钢铁行业而言，一条热轧板轧机所配备的联轴器数量约为 222 套，一条中厚板轧机、冷轧板轧机、长材轧机所配备的联轴器数量分别约为 252 套、240 套和 118 套，综合以上四类轧机的装机量，2007 年全国钢铁行业上述生产线各类联轴器需求量已超过 6 万套，预计 2010 年将超过 7 万套。

公司 2008 年生产各类十字轴式万向联轴器及鼓形齿式联轴器近 7000 套，市场占有率 13% 左右，拓展空间巨大。

表1. 国内各类产品的轧机生产线的拥有量

	品种名称	热轧板	中厚宽板	冷轧板	长材	管材
2010 年 (预计)	产量(万吨)	20000	9000	13000	21500	4000
	生产线(条)	55	60	140	140	30
2007 年	产量(万吨)	12090	4940	6528	25700	3930
	生产线(条)	44	50	70	165	30
2006 年	产量(万吨)	7280	4020	8200	23080	3490
	生产线(条)	20	26	88	150	26
2005 年	产量(万吨)	5530	3250	6040	19360	2890
	生产线(条)	15	22	65	125	22

资料来源：公司招股说明书

2.5 进口替代空间巨大

虽然近几年联轴器出口增幅大于进口增幅，但所增加的绝对量仍是进口大于出口，致使联轴器外贸逆差逐年增大。国内企业单独进口联轴器的情况并不多，绝大多数是随主机一起引进或者在与国外合作生产中由于外商要求而进口。这些联轴器都是设备的主传动，其技术水平高，制造难度大，要求使用寿命长，国内也难于满足。这部分市场所占数量虽然不大，但产值很高，约占总销量的 30% 左右。

由于国产化水平的不断提高，备件进口数量在不断减少，大部分已实现了国产化。虽然国产化的产品质量还存在一定差距，使用寿命也只有进口的三分之二，但价格不到进口产品的三分之一，从经济考虑还是可行的。如公司客户之一秦皇岛首钢板材有限公司新上项目使用的超重载型万向轴装机时由公司组织进口，而备件则由公司生产，其价格约为进口件的 33%。

近年来国务院陆续颁布《钢铁产业调整和振兴规划》和《装备制造业调整和振兴规划》，鼓励冷热连轧宽带钢成套设备、基础件、通用零部件的国产化，钢铁企业出于成本考虑，2009 年以来逐步加大联轴器等备品备件在国内的采购力度。公司产品在国家相关产业政策的支持下，凭借性价比优势及技术、服务优势，已成为国内多家大型钢铁企业进口冷热连轧成套生产线备品备件的进口替代产品。目前公司已与鞍钢等国内多家大型钢铁企业达成合作意向，进行联轴器备件的国产化工作。

在国家产业政策的支持下，备件国产化的步伐也进一步加快，替代进口的国产产品价格将会被稳定增长的市场需求逐步推升。与国外同类产品相比，公司主导产品性能达到国际同类产品的先进水平，而价格仅为进口产品的 30% 左右，在实现功能上的替代作用时，价格上仍有一定的上升空间。

2.6 较高的技术壁垒和认证壁垒

公司产品主要技术性能指标处于国内领先水平或达到国际先进水平，其中超重载型万向轴、板材轧机鼓形齿式联轴器、弧形剪刀等高产品已成功替代进口，拥有自主知识产权。

由于联轴器的制造过程的控制是一个经验积累的过程，没有良好经营记录并经过市场考验的企业很难介入。钢铁企业对其上游零部件供应商有着严格的资格认证，会经过较长时间的考察、认可过程，而一旦成为钢铁企业的供应商，双方便建立起了双向依赖的长期合作关系。

对于大型钢铁企业而言，联轴器属于低值易耗品，不会专门设厂生产；对于小企业而言，较高的认证壁垒和技术壁垒又会将其挡在门外。由此，公司高端产品的客户稳定，竞争环境压力不大。

3. 募投项目打通产能瓶颈

公司目前设计产能 3,950 吨, 由于产品供不应求, 通过增加外购件等方式, 2009 年实现产能 6100 吨, 但仍无法满足市场需求。募投项目用于主营产品联轴器及剪刀生产线扩建改造, 项目建设期为 14 个月。公司产品近年一直处于供不应求状态, 项目达产后将彻底打通产能瓶颈。

表2. 项目总产能和产能增长率

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%

资料来源: 公司招股说明书

预计募投项目从 2011 年下半年开始陆续释放产能, 2012 年完全达产, 公司 2010-2012 年可实现 30%以上增长。

4. 盈利预测

表3. 预测资产负债表

单位: 万元

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	4848	66803	72577	81610	99890
应收款项	11940	14549	18696	25800	38056
存货净额	13922	12900	15852	21772	32382
其他流动资产	1134	1381	1775	2450	3613
流动资产合计	31843	95634	108900	131632	173940
固定资产合计	7922	7734	13328	16959	18515
资产总计	42998	110311	126826	153601	196688
应付款项	11557	13932	17120	23514	34972
其他流动负债	12229	14963	18300	25179	37424
流动负债合计	26495	28894	35420	48693	72396
长期负债合计	645	645	645	745	845
负债合计	27140	29539	36065	49438	73241
股东权益	15857	80772	90761	104163	123447
负债和股东权益总计	42998	110311	126826	153601	196688

数据来源: 东海证券研究所

表4. 预测利润表

单位：万元

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	25494	31065	39918	55087	81253
增长率	43.1%	22%	29%	38%	48%
营业成本	15593	19571	24310	33548	49483
营业成本/营业收入	61.2%	63.0%	60.9%	60.9%	60.9%
营业税金及附加	55	55	71	98	145
销售费用	1340	1696	2200	3037	4479
销售费用/营业收入	5.3%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
管理费用	1899	2609	2934	4049	5972
管理费用/营业收入	7.4%	8.4%	7.4%	7.4%	7.4%
财务费用	426	354	828	926	1089
营业利润	6063	7613	11357	15408	22389
增长率	11.0%	25.6%	49.2%	35.7%	45.3%
利润总额	7223	7613	11857	15908	22889
增长率	11.7%	5.4%	55.7%	34.2%	43.9%
所得税费用	949	1199	1867	2505	3605
归属于母公司净利润	6275	6414	10504	13402	19284
增长率	39.9%	2.2%	55.7%	34.2%	43.9%

数据来源：东海证券研究所

表5. 预测现金流量表

单位：万元

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
净利润	6275	6414	10504	13402	19284
折旧摊销	724	835	1264	1859	2304
公允价值变动损失	(126)	(126)	(126)	(126)	(126)
财务费用	426	(354)	(828)	(926)	(1089)
营运资本变动	(1716)	3363	(967)	(326)	(226)
经营活动现金流	5156	10485	10160	14809	21236
资本开支	(2497)	(4320)	(4387)	(5675)	(2856)
投资活动现金流	(2497)	(4320)	(4387)	(5775)	(2956)
权益性融资	0	58500	0	0	0
融资活动现金流	(3861)	55790	0	0	0
现金净变动	(1202)	61956	5773	9033	18280
货币资金的期初余额	6049	4848	66803	72577	81610
货币资金的期末余额	4848	66803	72577	81610	99890

数据来源：东海证券研究所

表6. 关键财务与估值指标

单位: 元

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.80	0.62	1.01	1.29	1.85
每股净资产	2.03	7.77	8.73	10.02	11.87
ROE	40%	13%	12%	14%	17%
毛利率	39%	37%	39%	39%	39%
EBIT Margin	26%	23%	26%	26%	26%
EBITDA Margin	29%	26%	30%	30%	29%
收入增长	43%	22%	29%	38%	48%
净利润增长	40%	21%	25%	24%	24%
P/E	0.0	40.5	24.8	19.4	13.5
P/B	0.0	3.2	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	0.4	32.1	22.1	15.9	11.0

数据来源: 东海证券研究所

5. 同业比较与估值

与中小板高成长性公司做同业比较:

表7. 同行业估值比较

证券代码	证券简称	3月12日收盘价(元)	10年EPS	10年PE	11年EPS	11年PE
002255.SZ	海陆重工	48.12	1.18	40.33	1.49	31.97
002147.SZ	方圆支承	11.95	0.30	39.33	0.40	29.16
002131.SZ	利欧股份	20.65	0.87	23.18	1.25	16.15
002026.SZ	山东威达	11.21	0.35	32.40	0.24	47.16
002204.SZ	华锐铸钢	23.08	0.96	24.08	1.35	17.14
002164.SZ	东力传动	17.75	0.69	25.29	0.92	18.97
002122.SZ	天马股份	26.50	1.30	20.32	1.55	17.13
002046.SZ	轴研科技	16.90	0.45	36.24	0.56	29.43
002347.SZ	泰尔重工	25.00	1.01	24.77	1.29	19.40

数据来源: 东海证券研究所, WIND 资讯

与中小板机械类上市公司比较, 泰尔重工 PE 属于中等, 考虑到公司 2012 年募投项目完全达产后爆发式增长, 按 2010 年 30 倍 PE 计算, 公司合理股价为 30.3 元, 买入评级。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

牛纪刚, 机械行业分析师, 清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士, 3 年从业经验, 2009 年 3 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 洪都航空、利欧股份、科达机电、星马汽车、方圆支承等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122