

盈利能力突出的非等速传动轴龙头

远东传动（002406）

建议申购

中小板

询价区间：20-24 元

新股定价报告

2010 年 4 月 12 日 星期一

吴文钊

021-50586660-8617

wwz@longone.com.cn

汽车行业

分析师：牛纪刚

职业证书编号：S0630209060131

发行数据

发行前总股本(万股)	14000
拟发行股本(万股)	4700
新发股份占比	34%
申购日期	5-4

重要指标（发行前）

每股净资产（元）	2.53
净资产收益率	30.75
每股收益（元）	0.67
每股经营现金流（元）	0.58

投资要点

- **非等速传动轴龙头企业。**公司是国内规模最大的非等速传动轴生产企业，生产的传动轴主要为轻卡、中卡、重卡、皮卡和 SUV、客车和装载机、起重机等多种工程机械配套。目前，公司拥有 109 条专业化的“U 型数控化流水生产线”，具备年产 140 万套非等速传动轴的生产能力，能够生产 5,680 多个品种，公司产品共分轻型、中型、重型和工程机械四大系列，其中以重型和工程机械系列为主。
- **所处行业周期性明显，但长期稳健增长无忧。**公司产品主要配套商用车和工程机械，这两大行业的属性均属于典型的投资品，行业景气受宏观经济的影响较大，周期性较为明显。从当前情况来看，由于国家出台了极为严厉的房地产调控政策，未来一段时间内我国固定资产投资增速面临一定的下滑压力，公司业绩增长也有可能受到一定影响。尽管如此，我国仍处于工业化中后期阶段，城镇化比例更还有相当提升空间，因此从长远来看，我国商用车及工程机械都还有巨大增长空间。以重卡行业为例，2003 年以来我国重卡销量增速起伏很大，但若剔除政策因素干扰，重卡行业事实上一直处于稳定增长状态，复合增速约为 16%。因此，公司业绩虽然短期波动可能较大，但从长远来看，公司仍然具有良好的成长性。
- **在重卡和工程机械市场地位突出。**一汽、东风、中国重汽重卡行业三大巨头。由于一汽及重汽均有自己的传动轴配套工厂，公司为一汽、中国重汽提供的传动轴产品数额较少。但公司是东风汽车旗下东风柳汽的主要供应商，而且北汽福田、陕西重汽等其余主流重卡制造商均为公司主要客户，公司在重卡传动轴领域的市场地位尚无其它竞争对手可比。2007 年、2008 年和 2009 年，公司重卡系列传动轴的市场占有率分别达到 20.16%、22.03% 和 20.10%，位居行业第一。

在工程机械领域，公司产品主要应用于以装载机为主的铲土运输机械和轮式起重机。装载机主要制造商包括柳工、龙工、厦工、山东临工、山东山工、成工等均为公司的主要客户，公司在这一领域的市场地位同样非常突出，2007 年、2008 年和 2009 年，公司在工程机械用传动轴的市场占有率分别达到 55.61%、56.67%和 56.29%。

- **与东风成立合资公司将明大幅提高公司销量。**东风汽车是国内三大汽车集团之一，2006 年、2007 年和 2008 年东风汽车的商用车产量分别为 278,603 辆、341,214 辆和 380,290 辆。依东风汽车产量计算，2006 年、2007 年和 2008 年东风汽车的传动轴内部市场需求分别为 551,400 套、680,362 套和 753,241 套。而东风传动轴囿于产能有限，产品类型以重卡、中卡传动轴为主，2006 年、2007 年和 2008 年传动轴产量分别为 19.70 万套、23.40 万套和 21.90 万套，远不能满足东风汽车的内部需要。

2008 年 12 月 29 日，公司与东风传动轴签订《关于共同投资设立传动轴合资公司的意向书》，拟共同出资设立研发、生产、销售商用车和特种车辆传动轴总成及其零部件的合资公司，东风传动轴目前的传动轴业务及其相关联的全部资产和员工将转入合资公司，合资公司以东风汽车的内部市场作为合资公司主要的目标市场（东风柳汽除外）。由此，公司将进入需求量甚大的东风汽车内部市场，公司收入及利润规模均将迈上新台阶，公司的行业地位也将得到进一步提升。

- **盈利能力非常突出。**中卡、轻卡传动轴产品技术含量较低，市场竞争激烈，盈利能力也不强。但主机制造商对重卡、工程机械系列传动轴产品品质、性能要求较高，相关传动轴生产企业必须具备强大的研发实力、精密加工设备、较大资金及模具投入，由此限制了中小生产企业的介入，行业竞争也较为有序。公司具备突出的技术开发能力和规模优势，且公司采取差异化竞争策略，专注于生产盈利能力较强的重卡和工程机械用传动轴产品，公司因而获得了很高的利润空间。公司近三年毛利率均为 28%以上，2009 年度更达 32.81%，远高于一般汽车零部件企业。

表1 公司近三年毛利率情况

项目	2009年度	2008年度	2007年度
主营业务毛利率	30.96%	26.89%	28.16%
其他业务毛利率	73.02%	51.33%	40.17%
综合毛利率	32.81%	28.41%	28.75%

资料来源：公司招股书

从当前情况来看, 由于钢材涨价较快, 公司将面临逐渐加剧的成本上升压力。但鉴于公司的差异化竞争策略以及突出的历史表现, 公司毛利率至少可维持在 28% 以上。综合而言, 公司的盈利能力仍非常突出。

- **募投项目主要为扩大产能。**公司 IPO 募集资金将主要投向 3 大项目, 主要为扩大现有产品产能。募投项目建成后, 公司将新增 150 万套商用车传动轴产能, 较目前产能约增长 1 倍, 这将有效解决公司当前的产能瓶颈, 有利于公司获取更大的市场份额。同时, 公司还将增加 2 万吨传动轴毛坯产能, 毛坯锻造属于传动轴生产中技术含量最高同时也是最为关键的环节, 利润空间也最大, 募投项目的建成将进一步提高公司的毛坯自给率, 从而提高公司盈利能力。

表 2 公司募集资金投向

序号	投资项目	投资总额 (万元)	建设期
1	年产 100 万套商用车传动轴项目	19616	1.5 年
2	年产 50 万套商用车传动轴项目	10326	1 年
3	年产 2 万吨传动轴零部件锻造项目	4880	1 年

资料来源: 公司招股书

- **盈利预测与估值。**公司具有良好的成长能力, 盈利能力又非常突出, 我们认为公司基本面优良。预测公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.8 元、1.06 元、1.37 元。参考今年以来中小板新股发行以及同类汽车零部件公司估值水平, 我们认为公司可按 2010 年 25-30 倍 PE 估值, 对应合理价格区间为 20-24 元。

表 3 今年以来中小板上市新股发行估值情况

代码	名称	招股日期	发行价格	PE (发行后)	PE (发行前)
002405.SZ	四维图新	2010-4-23	25.60	80.00	69.19
002404.SZ	嘉欣丝绸	2010-4-20	22.00	47.83	36.07
002403.SZ	爱仕达	2010-4-20	18.80	56.97	42.73
002402.SZ	和而泰	2010-4-20	35.00	77.78	57.38
002401.SZ	交技发展	2010-4-16	26.40	52.80	39.40
002400.SZ	省广股份	2010-4-16	39.80	62.99	47.24
002399.SZ	海普瑞	2010-4-16	148.00	73.27	66.07
002398.SZ	建研集团	2010-4-16	28.00	52.30	39.23
002395.SZ	双象股份	2010-4-9	25.00	54.35	40.32
002397.SZ	梦洁家纺	2010-4-9	51.00	53.13	39.84
002393.SZ	力生制药	2010-4-2	45.00	54.88	41.28
002394.SZ	联发股份	2010-4-2	45.00	31.47	23.62

002392.SZ	北京利尔	2010-4-2	42.00	59.15	44.21
002390.SZ	信邦制药	2010-3-26	33.00	63.46	47.14
002391.SZ	长青股份	2010-3-26	51.00	50.00	37.50
002387.SZ	黑牛食品	2010-3-23	27.00	55.21	41.35
002388.SZ	新亚制程	2010-3-23	15.00	55.56	41.67
002389.SZ	南洋科技	2010-3-23	30.00	50.85	37.97
002386.SZ	天原集团	2010-3-19	15.36	39.38	30.12
002384.SZ	东山精密	2010-3-19	26.00	57.78	44.07
002385.SZ	大北农	2010-3-19	35.00	53.03	44.87
002382.SZ	蓝帆股份	2010-3-16	35.00	47.03	35.27
002381.SZ	双箭股份	2010-3-16	32.00	41.03	30.48
002383.SZ	合众思壮	2010-3-16	37.00	59.68	45.12
002380.SZ	科远股份	2010-3-11	39.00	59.22	44.41
002378.SZ	章源钨业	2010-3-11	13.00	52.00	48.15
002379.SZ	鲁丰股份	2010-3-11	33.00	80.49	60.00
002375.SZ	亚厦股份	2010-3-4	31.86	50.57	37.93
002377.SZ	国创高新	2010-3-4	19.80	61.88	47.14
002376.SZ	新北洋	2010-3-4	22.58	46.08	34.21
002372.SZ	伟星新材	2010-2-26	17.97	35.24	26.43
002374.SZ	丽鹏股份	2010-2-26	23.80	44.91	33.52
002373.SZ	联信永益	2010-2-26	28.00	42.42	31.46
002369.SZ	卓翼科技	2010-2-23	22.58	53.76	39.61
002371.SZ	七星电子	2010-2-23	33.00	47.83	35.87
002370.SZ	亚太药业	2010-2-23	16.00	39.90	29.63
002366.SZ	丹甫股份	2010-2-10	15.00	29.40	22.02
002367.SZ	康力电梯	2010-2-10	27.10	44.35	33.05
002368.SZ	太极股份	2010-2-10	29.00	46.77	34.94
002364.SZ	中恒电气	2010-2-5	22.35	37.25	27.59
002365.SZ	永安药业	2010-2-5	31.00	46.27	34.44
002363.SZ	隆基机械	2010-2-5	18.00	36.00	26.87
002360.SZ	同德化工	2010-2-2	23.98	32.85	24.72
002362.SZ	汉王科技	2010-2-2	41.90	68.69	51.73
002361.SZ	神剑股份	2010-2-2	17.00	36.17	27.42
002359.SZ	齐星铁塔	2010-1-22	16.98	54.77	41.41
002358.SZ	森源电气	2010-1-22	26.00	54.17	40.00
002357.SZ	富临运业	2010-1-22	14.97	42.29	31.19
002356.SZ	浩宁达	2010-1-19	36.50	63.81	48.67
002355.SZ	兴民钢圈	2010-1-19	14.50	58.00	43.94
002354.SZ	科冕木业	2010-1-19	12.33	56.05	42.52
002352.SZ	鼎泰新材	2010-1-15	32.00	65.88	49.37
002353.SZ	杰瑞股份	2010-1-15	59.50	81.78	61.13
002351.SZ	漫步者	2010-1-15	33.50	76.14	56.78
002349.SZ	精华制药	2010-1-12	19.80	73.33	53.51
002348.SZ	高乐股份	2010-1-12	21.98	70.90	52.33

002350.SZ	北京科锐	2010-1-12	24.00	45.28	33.80
002345.SZ	潮宏基	2010-1-8	33.00	79.17	59.38
002346.SZ	柘中建设	2010-1-8	19.90	58.19	43.17
002347.SZ	泰尔重工	2010-1-8	22.50	44.12	33.09
002344.SZ	海宁皮城	2010-1-5	20.00	69.33	52.00
002343.SZ	禾欣股份	2010-1-5	31.00	70.45	52.54
002342.SZ	巨力索具	2010-1-5	24.00	55.81	48.98
平均				55.00	41.54
资料来源: wind					

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

吴文钊, 汽车行业分析师, 江苏大学经济学硕士毕业。1 年汽车制造企业工作经验, 2 年证券公司汽车行业研究经验, 2010 年 3 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 长安汽车、江淮汽车、福田汽车、中国重汽、潍柴动力、宇通客车、星马汽车、万向钱潮、亚太股份。

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。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

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