

谨慎申购

远东传动（002406）

2010 年 5 月 4 日

国内领先的非等速传动轴生产商

汽车行业分析师：赵晨曦
SAC 执业证书编号：S0850208120586
zhaocx@htsec.com

合理价值区间：25.00 元-30.00 元

021-23219473

远东传动发行基本情况。本次发行前公司总股本 14000 万股，本次拟公开发行 4700 万股，发行后公司总股本 18700 万股，发行采用网下配售和网上发行相结合的方式进行发行。

业绩预测、估值区间及询价建议。公司是国内规模最大的非等速传动轴生产企业，在重卡和装载机配套领域的市占率分别超过 20%和 55%。根据公司财报统计，2009 年配套重卡和装载机的非等速传动轴产品分别占到公司收入的 53%和 22%。公司发行价格为 26.6 元，对应 2010 年和 2011 年 PE 分别为 31 倍和 25 倍，公司股价已经充分反映了公司价值，但考虑到最近新股的发行价偏高，且新股上市后还往往出现溢价效应，使得公司上市初期估值水平可能会明显高于公司应有价值。远东传动股本较小，可能存在上市初期被市场追捧，股价脱离基本面的可能，若考虑这一因素，参照最近上市新股的情况，预计上市初期远东传动相对 2010 年市盈率可能达到 35-40 倍左右，股价达到 30-35 元左右。

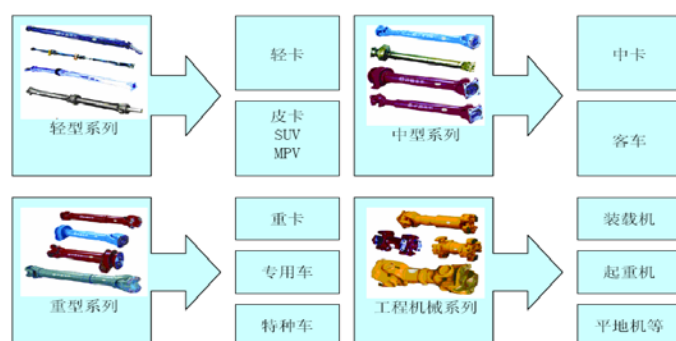
从控制风险的角度出发，为回避较长的锁定期带来的股价波动风险，我们建议投资者进行网上申购。

风险提示：下半年重卡和装载机行业的销量可能出现明显回落、原材料价格有走高的趋势。

远东传动（002406）分析要点：

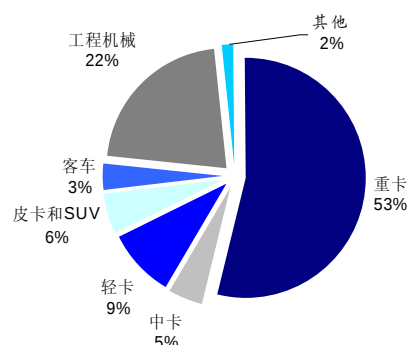
公司是国内最大的非等速传动轴生产商。公司主营业务为非等速传动轴及相关零部件的研发、生产与销售，是国内规模最大的非等速传动轴生产企业。目前，公司具备年产 140 万套非等速传动轴的生产能力，能够生产 5680 多个品种，公司产品共分轻型、中型、重型和工程机械四大系列，其中以重型和工程机械系列为主，主要用于重卡、装载机和起重机等。

图 1 公司非等速传动轴产品齐全，覆盖卡车及工程机械领域



资料来源：招股说明书、海通证券研究所

图 2 2009 年公司收入构成



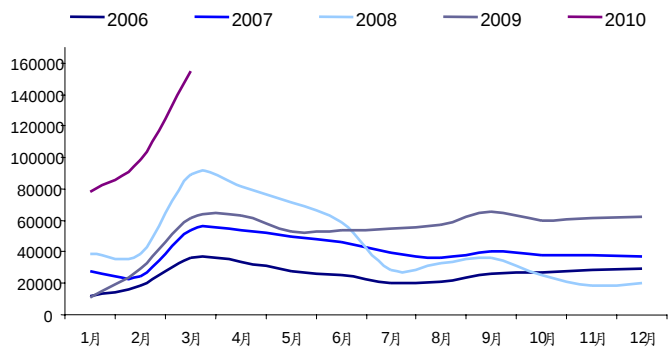
资料来源：招股说明书、海通证券研究所

非等速传动轴行业主要依赖于卡车及工程机械领域的需求增长。传动轴主要分为等速传动轴与非等速传动轴，前者主要用于轿车，后者主要用于商用车和装载机和轮式起重机。从下游需求看，非等速传动轴行业的发展主要依赖重卡和装载机的需求增长。

长期看，我国宏观经济向好，基础建设投资以及房地产投资的稳步上升，将在较长时间内拉动重卡和工程机械行业的需求增长；但从短期看，由于政策调控以及地产建设的周期性将使得重卡和工程机械行业的需求有可能产生剧烈波动。

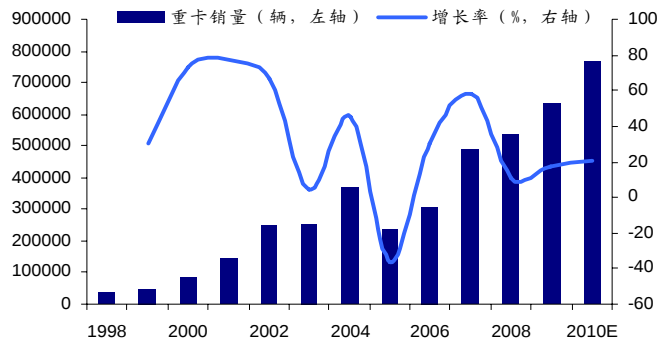
我们认为 2010 年国内重卡行业的销售将会出现剧烈波动，呈现前高后低的走势。2010 年上半年受到基建投资及房产投资的双重拉动，重卡行业会出现同比超过 50% 的增长，下半年随着信贷政策的收紧和地产开工的减少，重卡销售可能会明显下滑，我们预计全年重卡行业销售出现 21% 的增长。装载机行业由于从行业属性上与重卡类似，我们预计也将呈现前高后低的走势。

图 3 重卡月度销量（辆）



资料来源：中国汽车工业协会、海通证券研究所

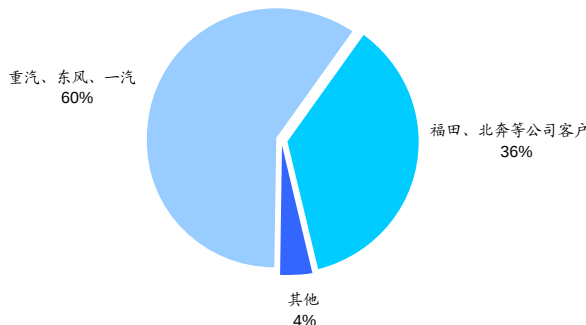
图 4 重卡年度销量及预测



资料来源：中国汽车工业协会、海通证券研究所

公司与客户建立了稳定的配套关系。公司非等速传动轴主要分重卡用和装载机用 2 个大类。在重卡上，国内前 10 的重卡企业中由于重汽、一汽、东风是通过集团内部企业配套供应，公司只能小批量进入外，其他 7 家重卡制造企业都是公司的主要客户，2009 年这 7 家客户占据了国内 36% 的市场份额，依托这些客户公司在 2009 年的重卡系列传动轴市场中的市占率达到 20.1%。

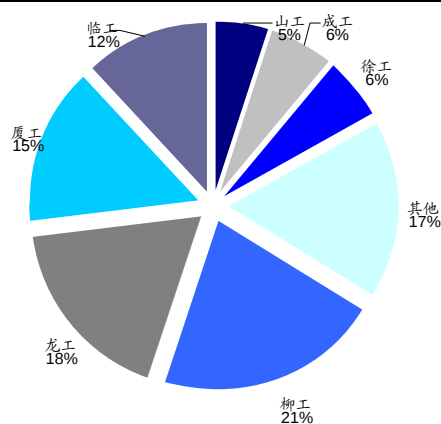
图 5 公司重卡客户的市占率



资料来源：中国汽车工业协会、海通证券研究所

在装载机市场，国内主要的装载机制造商柳工、龙工、厦工、山东临工、山东山工、成工，均为公司的主要客户。这几家企业的市占率达到 83%，依托这些客户公司在装载机领域的市占率常年维持在 55% 以上。

图 6 公司装载机客户的市占率



资料来源：海通证券研究所

除传统的配套模式外，公司还通过资本纽带与整车厂结成更为稳固的合作关系。2007 年 11 月公司与北汽控股合资成立北汽远东，其中北汽控股出资 51%，公司出资 49%。公司向北汽远东供应传动轴部件或整轴，再通过北汽远东向北汽控股供货，而北汽控股将支持北汽远东获得北汽福田和北汽控股 80% 的市场份额。尽管公司未获得北汽远东的控制权，但是通过这种合作方式公司获得了北汽控股 80% 的市场份额和长达 30 年的配套关系。

此次合作为公司拓展市场份额提供了全新的营运模式，在此次之后公司又与重庆重汽和东风传动轴签署相似的合作协议，为公司产品市场份额的拓展提供了强劲助力。

募投项目分析。本次募集资金将投向 3 个项目，分别是本部年产 100 万套商用车传动轴项目、潍坊远东年产 50 万套商用车传动轴项目、中兴锻造年产 2 万吨传动轴零部件锻造项目，投资总额为 3.48 亿元。截至 2009 年，公司已投入自有资金 1.05 亿元，约占总投资的 30%。募投项目完成后，公司现有的产能不足以及锻件自给率不高的问题将得到解决。

表 1 募集资金投向

	投资主体	投资规模（万元）	已投入资金(万元)	占比
年产 100 万套商用车传动轴项目	许昌远东传动	19616	6721	34.26%
年产 50 万套商用车传动轴项目	潍坊远东传动	10326	1968	19.06%
年产 2 万吨传动轴零部件锻造项目	许昌中兴锻造	4880	1798	36.84%
合计		34822	10487	30.12%

资料来源：招股说明书、海通证券研究所

盈利预测。我们预测 2010、2011 年净利润分别为 1.61 亿元、1.97 亿元，分别同比增长 23.2%和 22.1%。按照增发后总股本 1.87 亿股计算，对应 EPS 为 0.86、1.05 元。

表 2 公司利润表预测（百万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	606	617	821	1026	1128
营业成本	434	414	571	726	805
营业税金及附加	3	3	4	5	5
销售费用	34	39	43	49	52
管理费用	22	22	29	36	40
财务费用	5	7	3	4	5
资产减值损失	1	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	5	6	7	10	11
营业利润	112	136	177	216	232
营业外收支	3	17	12	15	12
利润总额	114	154	189	231	244
所得税	21	23	28	35	35
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	94	131	161	197	209
EPS（元）	0.50	0.70	0.86	1.05	1.12
股本(万股)	18700	18700	18700	18700	18700

资料来源：招股说明书、海通证券研究所

公司估值。公司发行价格为 26.6 元，对应 2010 年和 2011 年 PE 分别为 31 倍和 25 倍，公司股价已经充分反映了公司价值，但考虑到最近新股的发行价偏高，且新股上市后还往往出现溢价效应，使得公司上市初期估值水平可能会明显高于公司应有价值。远东传动股本较小，可能存在上市初期被市场追捧，股价脱离基本面的可能，若考虑这一因素，参照最近上市新股的情况，预计上市初期亚太股份相对 2010 年市盈率可能达到 35-40 倍左右，股价达到 30-35 元左右。

表 3 相关上市公司估值比较

简称	股价（元）	PE			EPS（元）		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
北京利尔	42	43	31	24	0.98	1.37	1.78
力生制药	45	45	37	31	1	1.22	1.45
联发股份	45	27	23	19	1.69	1.99	2.34
双象股份	25	42	26	19	0.6	0.96	1.3
梦洁家纺	51	34	27	22	1.5	1.86	2.35
建研集团	28	30	20	14	0.93	1.38	2.03
海普瑞	148	42	29	21	3.55	5.14	6.97
省广股份	39.8	34	26	18	1.18	1.55	2.2
交技发展	26.4	33	26	21	0.8	1	1.25
和而泰	35	34	25	18	1.03	1.42	1.92
爱仕达	18.8	28	20	14	0.67	0.94	1.31
嘉欣丝绸	22	29	20	15	0.75	1.08	1.43
平均		35	26	20			

资料来源：wind、海通证券研究所

从控制风险的角度出发，为回避较长的锁定期带来的股价波动风险，我们建议投资者进行网上申购。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

赵晨曦：汽车行业

重点研究上市公司：上海汽车、长安汽车、威孚高科、一汽轿车、中国重汽、潍柴动力、江铃汽车。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。