

杭齿前进（601177）

2010 年 9 月 15 日

专注传动，稳步前进

合理价值区间：7.26-9.24 元

机械行业核心分析师：龙华
SAC 执业证书编号：S0850207120499
longh@htsec.com
021-23219411

联系人：何继红
Hejh@htsec.com
021-23219674

投资建议：杭齿前进是我国齿轮箱行业中排名前 5 的企业，产品跨越工业齿轮箱和车辆齿轮箱，主要下游为中小船舶和工程机械。公司属稳健发展企业，将在上海主板上市，参考中小板东力传动估值，考虑一级市场需向二级市场折让 15% 价格空间，预计杭齿前进一级市场估值为 2010 年 22-27 倍市盈率较为合理，合理股价区间为 7.26-9.24 元。

风险提示：（1）风电增速箱随竞争者增多而出现价格下滑，影响产品毛利率；（2）工程机械齿轮箱增速下降；（3）政府出台重大影响房地产和基建行业的政策。

1. 中国齿轮箱行业市场容量及竞争者分析

按照产品用途，齿轮行业一般细分为车辆齿轮和工业齿轮两个子行业，车辆齿轮一般占总销售额的 60% 左右，工业齿轮占 40% 左右。

表 1 齿轮行业细分及应用领域和市场

分类	细分	应用领域	市场占比
车辆齿轮	车辆变速总成	汽车、摩托车、工程机械、农机等	60%
	车辆驱动桥总成		
工业齿轮	工业通用齿轮	冶金、矿山、水泥建材、船用、航空、起重、运输、石化、轻工等	38%
	工业专用齿轮		
齿轮传动装备	齿轮专用机床、刀具、量仪、试验设备、齿轮润滑及密封	用于齿轮传动装置的制造和总成配置	2%

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

国际工业齿轮每年大约有 160 亿美元的市场规模。在中国工业化、城镇化发展的大背景下，国内齿轮行业增长较快，销售额从 2000 年的 240 亿元增长到 2009 年的 1260 亿元，年复合平均增长率为 20.23%。无论从国际还是国内竞争格局分析，工业齿轮箱的产品品种多样，配套设计工作量大，导致整体行业集中度较低。

国内车辆齿轮的主要企业为法士特、綦江齿轮和万里扬，优势产品依次为重汽齿轮箱、客车齿轮箱和中轻卡齿轮箱。工业齿轮方面，除知名国际齿轮企业在国内的组装厂如 SEW、Flender 等外，中国高速传动、重庆齿轮、东力传动和杭州前进齿轮处于优势领先地位。具体各个企业的优势覆盖产品如下表。

表 2 国内主要独立工业齿轮企业及优势领域

	汽车	工程机械	风电	建材	冶金	矿山	船舶	起重运输	电力
中国高速传动（南高齿）			*	*	*		*		
重齿（中国重工子公司）			*	*	*		*		
东力传动				*	*	*		*	
杭州前进	*	*	*	*	*		*		
SEW		*		*	*	*		*	*
Flender			*		*			*	*

资料来源：各公司网站、海通证券研究所

2. 公司船用齿轮箱业务分析

杭齿前进在中国 2009 年船用齿轮箱国内市场占有率达到 65.5%，处于行业第一的地位。公司产品的配套功率为 10KW-10000KW，配套面以渔船、内河运输船、快速船艇、特种舰船为主，基本均在 5 万载重吨以下。公司是国内唯一能生产并集成船舶推进系统的技术领先型公司，所配套的船舶类型与国际远洋运输景气度相关性有限，大功率齿轮箱产品仅占船用齿轮箱全部销售收入的 1/4，公司船用齿轮箱处于稳健增长态势。我们预期公司 2010-2012 年在船用齿轮箱方面销售收入分别为 12.33 亿元、14.80 亿元和 19.12 亿元，增速分别为 8%、20%和 29%。

3. 公司工程机械齿轮箱业务分析

公司在工程机械齿轮箱领域市场占有率为 20%左右，是国内最大的独立供应商。由于挖掘机和起重机上装部分不需要变速箱配套，公司产品覆盖工程机械中装载机、平地机、推土机、压路机、叉车、铣刨机、摊铺机等领域，在 2009 年国内工程机械细分市场中，公司占据了 13.18%的装载机、31.97%的压路机、62.73%的平地机的变速箱市场。公司将利用在电液控制箱的技术优势继续开拓工程机械齿轮箱高端配套业务，我们预期公司 2010-2012 年在工程机械齿轮箱方面销售收入分别为 9.34 亿元、10.23 亿元和 12.27 亿元，增速分别为 59%、9%和 20%。

4. 公司风电齿轮箱业务分析

虽然风电行业在过去几年内高速发展，风电整机已开始出现供过于求的苗头，但我国风电增速箱能够量产的制造商相对匮乏，目前有批量供货能力的供应商主要有 5 家，分别是：南高齿、重庆齿轮、大连重工、二重集团（德阳）、杭齿集团。公司是国内最早设计制造风电增速箱的企业之一，生产的产品主要与 250kW - 2000kW 的风电设备配套，目前正在通过引进具有新型结构的 2 兆瓦级风电增速箱，谋求成为大型风机增速箱的主流供应商。我们认为，目前在风电领域供货批量大的公司主要为南高齿和重齿，供应厂家过于集中，风机整机生产商正在培育第二和第三梯队增速箱生产商。公司在此时如果能够推出质量优良的产品，应有望大幅提高此领域的市场销量。我们预期公司 2010-2012 年在风电齿轮箱方面销售收入分别为 5249 万元、8399 万元和 1.34 亿元，增速分别为 13%、40%和 66%。

5. 公司的激励机制已基本建立

在公司的股东中董事长茅建荣等 81 名公司经营团队成员持有公司发行前总股本的 9.05%，合计 2706 万股。较高的高管持股比例使得公司高管的利益诉求与其他股东相一致，公司的激励机制已基本建立。

6. 本次募投项目情况

公司本次计划在上海主板发行人民币 1.01 亿股，发行前 2.99 亿股，发行后达 4.00 亿股。从公司计划投资总额来看，将在以下 4 个项目中投入约 7.40 亿元。

表 3 公司本次募投项目及效益分析

序号	项目名称	投资总额 (万元)	预计建 设周期	新增能力	达产年新增 收入(万元)	达产年新增 利润总额(万元)	销售利 润率(%)
1	年产 100 套先进船舶推进系统及 800 台高精船用齿轮箱产能扩展项目	9396.00	2 年	100 台可调螺旋桨齿轮箱， 800 台高精船用齿轮箱	31034	2193	7.07
2	年产 1.2 万台电液控制工程机械传动装置产能扩展项目	22965.70	2 年	1.2 万台电液控制工程机械传动 装置	43200	6115	14.16
3	年产 2000 套风电增速箱关键件产能扩展项目	38631.10	2 年	2000 套风电增速箱关键件	80394	8662	10.77
4	重型及特种车辆自动变速器技术研发项目	3000.00	2 年	研发项目无新增能力			
合计		73992.80			154628	16970	10.97

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

7. 盈利预测及估值

主要预测假设：（1）2012 年公司募投项目逐步达产，公司销售收入增速提高；（2）2MW 风电齿轮箱开发顺利，取得用户认可；（3）原材料和配件价格不出现大幅波动；（4）工程机械行业运行稳步增长，政府未出台重大影响房地产和基建行业的政策。详细的分产品收入和毛利率预测如下表。

表 4 分产品收入和毛利预测

销售额（万元）	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
船用齿轮箱产品(万元)	64785.05	92742.40	114033.16	123336.82	148004.18	191205.40
工程机械变速箱产品(万元)	67070.86	76714.44	58724.05	93436.96	102261.56	122713.87
铸造件(万元)	12258.55	17621.07	14036.09	18541.78	23177.23	28971.53
锻造件(万元)	10598.27	15152.46	14465.52	17771.90	22214.88	27768.60
汽车变速器产品(万元)	10697.13	9638.08	9381.79	9094.14	10458.26	12027.00
风电及工业传动产品(万元)	3530.34	7177.76	9646.62	10877.31	15228.23	25334.23
其他(万元)	1954.60	1702.38	2315.29	5249.62	8399.40	13439.04
摩擦及粉末冶金产品(万元)	3592.39	3937.70	3462.29	4773.32	5489.32	6312.72
减:公司内部抵销数(万元)	-34400.62	-52420.01	-50205.32	-67032.52	-78266.09	-91382.22
合计	140086.57	172266.28	175859.49	216049.33	256966.97	336390.17
销售额增速（%）	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
船用齿轮箱产品(%)		43.15	22.96	8.16	20.00	29.19
工程机械变速箱产品(%)		14.38	-23.45	59.11	9.44	20.00
铸造件(%)		43.75	-20.34	32.10	25.00	25.00
锻造件(%)		42.97	-4.53	22.86	25.00	25.00
汽车变速器产品(%)		-9.90	-2.66	-3.07	15.00	15.00
风电及工业传动产品(%)		103.32	34.40	12.76	40.00	66.36
其他(%)		-12.90	36.00	126.74	60.00	60.00
摩擦及粉末冶金产品(%)		9.61	-12.07	37.87	15.00	15.00
减:公司内部抵销数(%)		52.38	-4.22	33.52	16.76	16.76
合计		22.97	2.09	22.85	18.94	30.91
毛利率（%）	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
船用齿轮箱产品(%)	18.37	18.82	20.34	20.84	19.97	19.86
工程机械变速箱产品(%)	19.99	18.49	19.48	21.53	21.96	21.96
铸造件(%)	7.59	4.46	13.10	12.64	13.09	13.09
锻造件(%)	5.45	14.08	8.14	13.68	13.52	13.52
汽车变速器产品(%)	4.20	-2.42	-7.67	-4.28	-2.22	11.11
风电及工业传动产品(%)	30.95	23.27	21.23	22.06	19.20	17.28
其他(%)	14.26	8.66	7.16	7.44	7.44	7.44
摩擦及粉末冶金产品(%)	17.97	17.60	25.25	25.66	26.00	26.00
减:公司内部抵销数(%)	1.75	0.40	1.05	0.78	1.00	1.00
合计	20.47	21.26	22.46	24.85	24.13	23.76

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

根据以上的收入和毛利率预测，我们预测的利润表主要数据如下表。

表 5 利润表预测

（除注明外，单位为万元）	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	143030.54	176785.14	179510.07	219130.45	260356.19	340118.33
营业成本	115037.82	139796.89	138784.76	164342.52	197143.48	258884.46
营业税金及附加	849.63	767.78	1095.45	1313.78	1560.95	2039.16
销售费用	3705.41	4766.84	5134.23	5867.68	6944.26	8999.06
管理费用	11227.01	17243.28	21236.33	26213.13	31128.60	38578.20
财务费用	2858.82	3828.77	2568.51	2701.72	2709.59	5309.53
资产减值损失	708.56	2073.67	1010.14	1893.47	1371.98	1371.98
投资净收益	1410.61	-327.48	297.29	-233.01	0.00	0.00
营业利润	10053.89	7980.43	9977.94	16565.13	19497.35	24935.95
营业外收入	612.31	1717.50	1319.34	1694.79	1694.79	1694.79
营业外支出	1257.17	321.90	189.66	283.60	283.60	283.60
利润总额	9409.03	9376.04	11107.62	17976.32	20908.54	26347.14
所得税	3152.18	1022.81	1357.39	2987.11	3412.70	4279.61
净利润	6256.84	8353.23	9750.23	14989.20	17495.83	22067.53
少数股东损益	1115.05	838.35	1226.95	1808.80	2111.29	2662.97
归属于母公司所有者的净利润	5141.79	7514.88	8523.28	13180.40	15384.54	19404.55
全面摊薄前每股收益(元)	0.189	0.276	0.285	0.329	0.385	0.485
全面摊薄后每股收益(元)	0.129	0.188	0.213	0.329	0.385	0.485

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

从主营产品接近程度来看，上市公司中东力传动的主营产品跟杭齿前进最为接近。处于中小板的东力传动目前股价为 17.22 元，对应于 2010 年 PE 为 33.82 倍，由于杭齿前进将在上海主板上市，主板估值低于中小板，公司成长性也低于东力传动，考虑一级市场需向二级市场折让 15% 价格空间，预计杭齿前进一级市场估值为 2010 年 22-27 倍市盈率较为合理，合理股价区间为 7.26-8.91 元。

8. 风险提示

（1）风电增速箱随竞争者增多而出现价格下滑，影响产品毛利率；（2）工程机械齿轮箱增速下降；（3）政府出台重大影响房地产和基建行业的政策。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

龙华：机械行业核心分析师

何继红：联系人

重点研究上市公司：时代新材、中国南车、中国北车、天马股份、华东数控、晋西车轴、昆明机床、晋亿实业、北方创业、三一重工、中联重科、柳工。

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。