

新股研究报告

杭齿前进(601177)

合理价位: 7.8-8.1 元 发行价: 8.29 元

2010年9月29日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	299.1/0.0
流通 B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0
上证综指/深圳成指	2,598.69/11,208.25
发行价格(元)	0.00
发行股本(百万股)	101.00

财务数据

净资产值(百万元)	667.37
每股净资产(元)	2.23
资产负债率	67.00%

相关研究报告:

分析师: 余爱斌

电话: 0755-82133400

E-mail: yuab@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980207060202

分析师: 黄海培

电话: 021-60933150

E-mail: huanghpei@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210060045

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

新股投资价值分析

齿轮行业优势企业, 风电业务是未来主要增长亮点

●公司是齿轮传动装置的制造专家

公司主营齿轮传动装置, 应用于船舶、工程机械、汽车、风电四大领域。09 年收入 18 亿, 毛利率 23%, 净利率 5%。产品中, 船用齿轮箱和工程机械变速箱市场占有率第一, 对公司毛利贡献大, 合计达到 85%。本次发行 1.01 亿股, 发行后总股本达 4 亿股, 实际控制人萧山国资持股 45%。

●齿轮应用广泛, 行业增长平稳

齿轮分为车用、工业用、专用齿轮三大类, 覆盖船舶、航空、能源、工程机械等二十多个行业。我国齿轮行业 09 年销售额 1260 亿元, 世界第三。受益于汽车及工业需求复苏, 10 年行业增速有望达到 15%, 继续保持平稳增长。

●原有产品需求稳定, 风电产品成增长亮点

船用齿轮箱竞争优势明显, 市场占有率 65%。未来将受到造船业下滑的拖累, 但“进口替代”效应将弥补下游需求衰退。预计 10-12 年船用产品增速达到 5-10%。

工程机械变速箱市场占有率 20%。随着 11 年固定资产投资增速的回落, 工程机械变速箱需求增速也将相应回落。预计 11 年增速可达 10-15%。

风电增速箱现有产能 350 台, 募投项目将新建 2000 套风电增速箱产能, 12 年投产。根据能源风电发展规划, 未来十年行业复合增长率将达到 16%。风电业务将成为公司新的利润增长点, 2 年后年增长可达 30-40%。

●募投项目弥补产能短板, 2012 年进入增长期

公司此次发行募集可用资金 7.5 亿元, 其中 7400 万投向四大研发扩产项目, 有效弥补了产能短板, 13 年新增净利润可达 1.4 亿元。

●合理价值在 7.8~8.1 元/股之间

10-12 年 EPS0.27 元、0.32 元、0.37 元, 三年净利润 CAGR 达 15.7%。价值区间在 7.8-8.1 元/股之间, 对应 10 年 PE 为 27-30 倍。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,767.85	1,795.10	2,046	2,336	2,700
(+/-%)	23.60%	1.54%	14.0%	14.1%	15.6%
净利润(百万元)	75.15	85.23	110	126	147
(+/-%)	46.15%	13.42%	28.6%	15.1%	16.3%
每股收益(元)	0.28	0.29	0.27	0.32	0.37
EBIT Margin	8.19%	7.64%	8.2%	8.0%	8.0%
净资产收益率(ROE)	16.70%	14.25%	7.1%	7.7%	8.2%
市盈率(PE)	42.6	37.5	30.3	26.3	22.6
EV/EBITDA	13.22	13.94	21.0	18.9	17.0
市净率(PB)	7.11	5.35	2.16	2.01	1.86

内容目录

合理价值区间	4
绝对估值法：7.8-8.4 元/股	4
相对估值法：7.3-8.1 元/股	4
合理估值区间：7.8-8.1 元/股	4
公司是齿轮传动装置的制造专家	5
主营齿轮传动装置及相关制品	5
主打产品船用齿轮箱和工程机械变速箱,毛利贡献占比 85%	6
船用齿轮箱和工程机械变速箱在细分市场占有第一	7
发行 1.01 亿股，募集资金用于四大研发扩产项目	8
齿轮应用广泛，行业增长平稳	9
齿轮应用领域广泛，车辆、工业应用为主	9
齿轮行业增长平稳	10
原有产品需求稳定，风电产品成增长亮点	11
进口替代弥补行业衰退，船用齿轮箱维持低速增长	11
固定资产投资增速略有回落，工程机械变速箱仍将维持较快增长	11
初涉重型及特种车辆领域，汽车变速箱 11 年有望扭亏为盈	12
新能源助推新增长，风电传动产品将高速增长	13
盈利预测：募投项目弥补产能短板，2012 年进入增长期	15
募投资金用于建设产能短板项目	15
预计 10、11、12 年 EPS 0.27 元、0.32 元、0.37 元	15
核心假设	16
2010-2013 年分项收入及损益表预测	17
投资风险	18
附表 1：财务预测与估值	19
国信证券投资评级	20
免责条款	20

图目录

图 1: 可调螺旋桨	5
图 2: 中小功率船用齿轮箱	5
图 3: 汽车变速器	5
图 4: 工程机械变速箱	5
图 5: 风电齿轮箱	6
图 6: 铁基粉末冶金结构零件	6
图 7: 07-10 年收入稳步增长	6
图 8: 各产品毛利率占比	6
图 9: 主要产品毛利率均能达到 20%	7
图 10: 预计 10 年净利率能够达到 5.9%	7
图 11: 齿轮国内竞争对手市场份额	7
图 12: 发行后, 实际控制人依然为萧山国资	8
图 13: 齿轮产品需求结构	9
图 14: 预计 2010 年齿轮产值增速将达到 15%	10
图 15: 车辆齿轮与工业齿轮比例保持稳定	10
图 16: 中国造船完工量 2011 年达到峰值, 增速逐年递减	11
图 17: 2015 年国产船用设备平均装船率将达到 80%	11
图 18: 10-11 年固定资产投资增速略有回落	12
图 19: 工程机械行业 11 年收入增速将达 15%	12
图 20: 汽车行业 10 年收入增速将达 15%	13
图 21: 风电行业未来 11 年装机容量复合增长率将达 16%	14
图 22: 产能短板主要集中在船用产品和风电传动产品	15

表目录

表 1: 绝对估值的基本假设条件	4
表 2: DCF 绝对估值法显示公司合理价值区间为 7.8-8.4 元/股	4
表 3: 杭齿前进国内可比公司	4
表 4: 齿轮国内竞争对手排名	7
表 5: 募投项目及规划产能	8
表 6: 齿轮产品分类	9
表 7: 募投项目及预期收益	15
表 8: 2010-2013 年杭齿前进分项收入预测明细	17
表 9: 2010-2013 年杭齿前进损益表预测	17

合理价值区间

绝对估值法：7.8-8.4 元/股

表 1: 绝对估值的基本假设条件

行业平均 Beta	1.05	Kd	4.51%
无风险利率	3.00%	有效税率	15.00%
风险溢价	6.50%	E/(D+E)	50.00%
Ke	10.58%	WACC	7.54%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2: DCF 绝对估值法显示公司合理价值区间为 7.8-8.4 元/股

G \ WACC	7.3%	7.4%	7.54%	7.6%	7.7%
2.2%	8.71	8.52	8.34	8.16	7.99
2.1%	8.59	8.40	8.22	8.05	7.88
2.0%	8.47	8.29	8.11	7.94	7.78
1.9%	8.35	8.18	8.01	7.84	7.68
1.8%	8.24	8.07	7.90	7.74	7.59

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值法：7.3-8.1 元/股

杭齿前进的主要产品为齿轮及相关产品，我们选取了 7 家与杭齿前进主营产品相近的企业作为比较对象。截至 9 月 28 日，此 7 家上市公司对应 09 年 PE 为 41 倍，10 年 PE 为 26 倍，11 年 PE 为 20 倍。结合行业发展前景、公司竞争力和未来发展成长性，我们认为杭齿前进对应 10 年合理的 PE 应当为 27-30 倍。10 年 EPS 为 0.27 元、11 年 EPS 为 0.32 元，合理价值区间在 7.3-8.1 元/股之间。

表 3: 杭齿前进国内可比公司

证券代码	公司简称	可比业务	收盘价 9 月 28 日	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB	每股净资产
					09	10E	11E	09	10E	11E		
002472	双环传动	齿轮	36.95	43.90	0.79	1.01	1.28		36.59	28.79	3.76	3.31
002164	东力传动	风电齿轮箱	15.98	35.61	0.46	0.48	0.68	39.56	33.62	23.38	3.10	2.76
002434	万里扬	汽车变速器	28.00	47.60	1.08	1.05	1.43		26.60	19.60	2.76	10.13
600592	龙溪股份	轴承	10.61	31.83	0.24	0.39	0.55	49.07	27.55	19.20	3.89	2.72
002122	天马股份	轴承	10.46	124.26	0.94	0.54	0.64	31.36	19.36	16.24	3.09	3.39
002283	天润曲轴	曲轴	19.70	47.28	0.57	0.77	1.02	45.43	25.57	19.22	3.00	6.57
002347	泰尔重工	联轴器	22.46	23.36	0.81	0.78	1.01		28.95	22.17	3.00	7.48
平均值								41.35	26.54	19.53	3.17	5.11
601177	杭齿前进				0.29	0.27	0.32	28.5	30.7	25.9	2.16	3.83

资料来源：WIND，国信证券经济研究所

合理估值区间：7.8-8.1 元/股

我们预计公司未来三年（10-12 年）净利润的 CAGR 达 15.7%。综合相对估值和绝对估值结果，我们认为公司合理的投资价值区间在 7.8-8.1 元/股之间，对应 10 年 PE 为 28-30 倍。

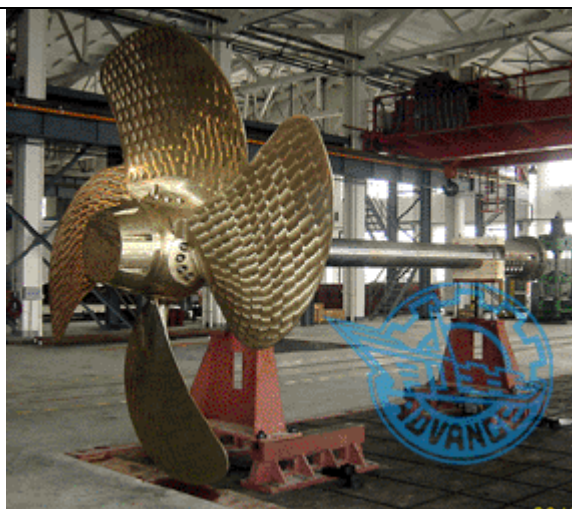
公司是齿轮传动装置的制造专家

主营齿轮传动装置及相关制品

杭州前进齿轮箱集团股份有限公司是我国专业设计、制造齿轮传动装置和粉末冶金制品的大型重点骨干企业，国家高新技术企业。前身杭州齿轮箱厂，创建于1960年，2001年经国家经贸委批准实施“债转股”改制，成为国有多元投资的有限责任公司，2008年整体变更设立为股份有限公司。

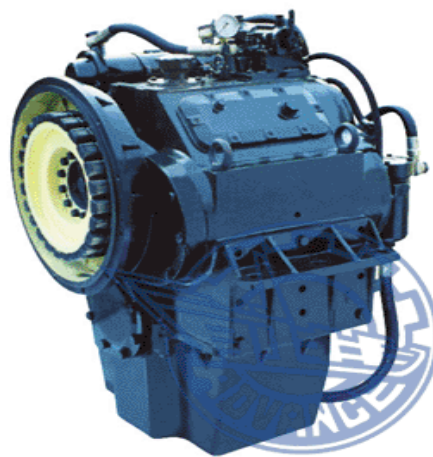
杭齿前进主营业务为各类齿轮传动装置、粉末冶金制品和大型精密齿轮的设计、制造和销售。主要产品为船用齿轮箱及可调螺旋桨、工程机械变速箱及驱动桥、汽车变速器及特种车辆变速器、工业齿轮箱、风电增速箱、农业机械变速箱、摩擦材料及摩擦片、大型精密齿轮等。

图 1: 可调螺旋桨



资料来源：公司网站，国信证券经济研究所

图 2: 中小功率船用齿轮箱



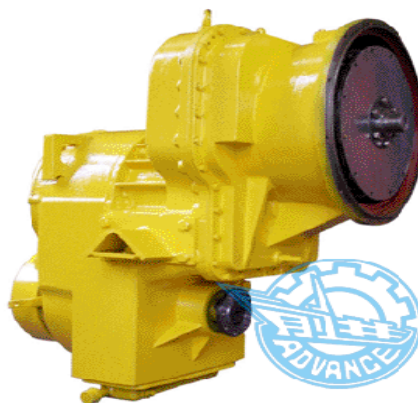
资料来源：公司网站，国信证券经济研究所

图 3: 汽车变速器



资料来源：公司网站，国信证券经济研究所

图 4: 工程机械变速箱



资料来源：公司网站，国信证券经济研究所

图 5: 风电齿轮箱



资料来源: 公司网站, 国信证券经济研究所

图 6: 铁基粉末冶金结构零件



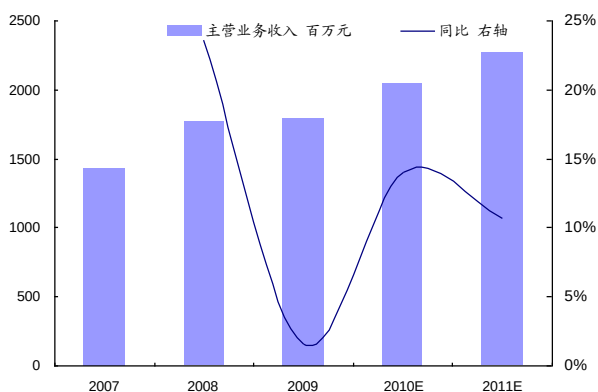
资料来源: 公司网站, 国信证券经济研究所

主打产品船用齿轮箱和工程机械变速箱,毛利贡献占比 85%

2007-2009 年公司实现收入 14 亿、17 亿、18 亿,复合增长率 13%。09 年收入收到金融危机影响增长缓慢,但 10 年上半年收入 12 亿,显示出复苏的良好势头

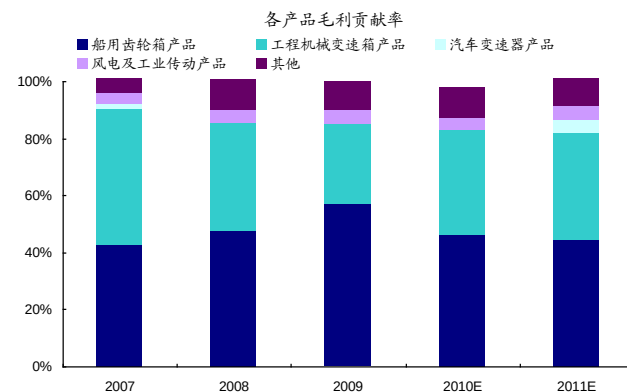
公司产品分为船用齿轮箱、工程机械变速箱、汽车变速箱、风电传动装置四大类。其中,船用齿轮箱和工程机械变速箱毛利贡献最大,合计超过 85%。

图 7: 07-10 年收入稳步增长



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

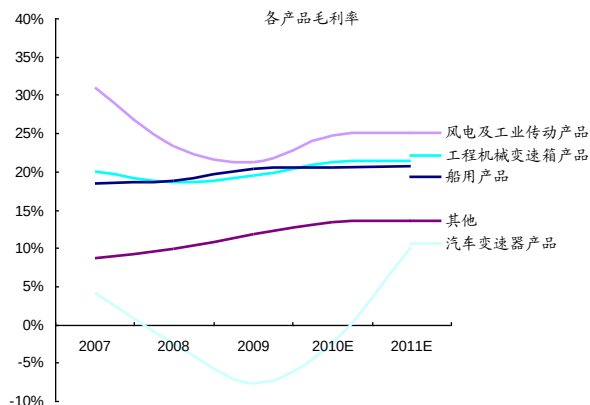
图 8: 各产品毛利率占比



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

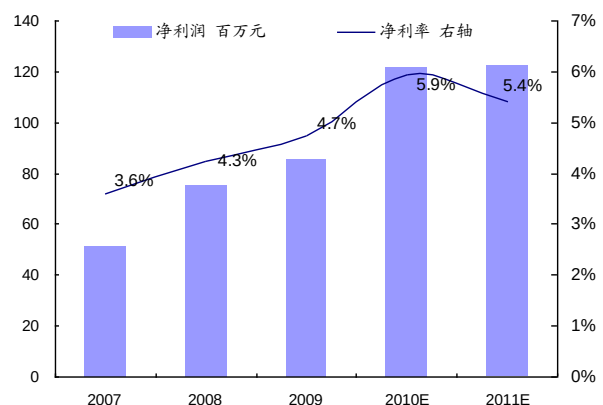
公司大部分产品毛利率都在 20% 上下。由于集团组织结构庞大,管理费率较高 (12%), 吞噬了大部分利润,整体净利率不到 6%。

图 9: 主要产品毛利率均能达到 20 %



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

图 10: 预计 10 年净利率能够达到 5.9 %



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

船用齿轮箱和工程机械变速箱在细分市场占有第一

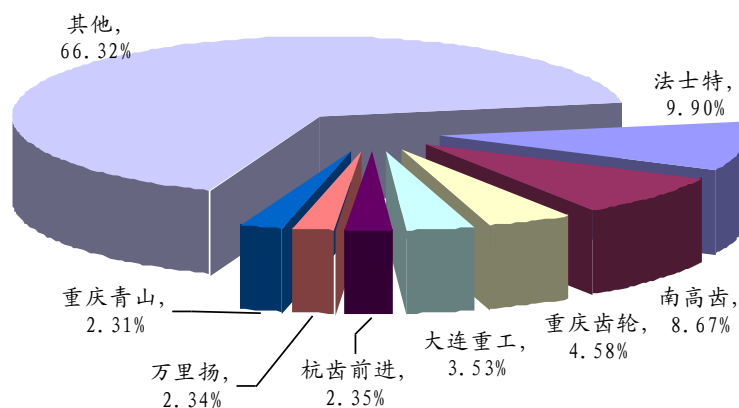
整体而言, 杭齿前进齿轮箱集团 09 年收入 17.9 亿, 在行业中排名第五, 市场占有率达到 2.3 %, 并不算十分突出。但从单项来看, 多项产品占据各细分市场头把交椅——船用齿轮箱市场占有率 65 %、平地机变速箱市场占有率 70%、压路机市场占有率 19 %、装载机市场占有率 14%——优势明显。

表 4: 齿轮国内竞争对手排名

公司名称	销售收入 (万元)	
	2009 年度	排名
陕西法士特汽车传动集团公司	754380	1
南京高精传动设备制造集团有限公司	564704	2
重庆齿轮箱有限责任公司	301195	3
大连重工·起重集团有限公司通用减速机厂	268986	4
杭州前进齿轮箱集团股份有限公司	179510	5
万里扬集团有限公司	178308	6
宁波东力传动设备股份有限公司	53429	8

资料来源: 国信证券经济研究所

图 11: 齿轮国内竞争对手市场份额

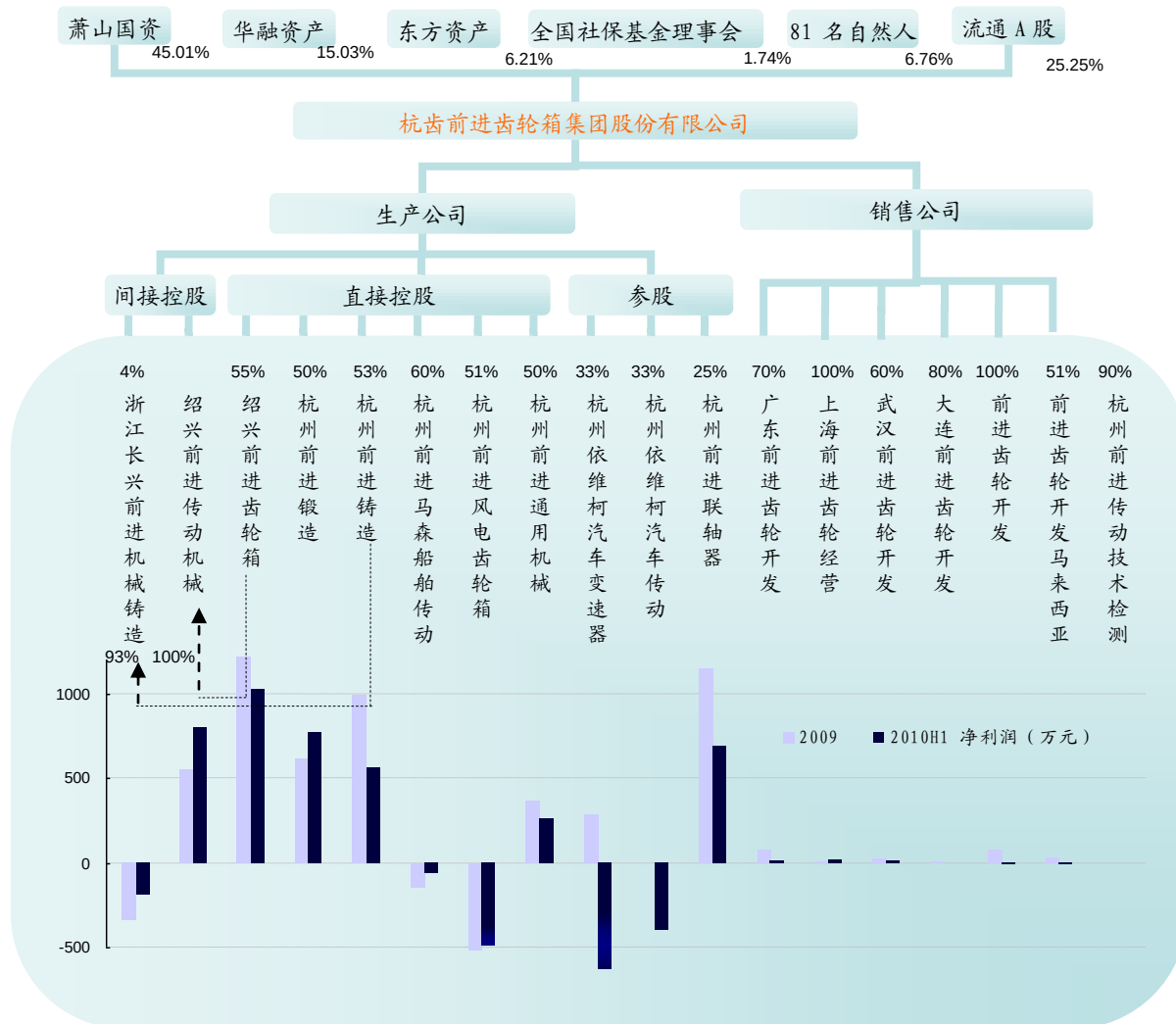


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

发行 1.01 亿股，募集资金用于四大研发扩产项目

本次杭齿前进齿轮箱集团发行 1.01 亿股，占发行后总股本的 25.25%。发行后，公司实际控制人依然为杭州萧山国有资产经营总公司，持股比例 45%。

图 12: 发行后，实际控制人依然为萧山国资



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

募集资金 8 亿元，主要用于船用推进系统及齿轮箱、工程机械传动装置、风电增速箱、重型及特种车辆自动变速器等四大研发扩产项目。

表 5: 募投项目及规划产能

	新增产能	投产
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	800台高精船用齿轮箱及100套先进船舶推进系统	2012年
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	1.2 万台电液控制工程机械传动装置	
3 年产2000 套风电增速箱关键件产能扩展项目	2000 套风电增速箱	
4 重型及特种车辆自动变速器技术研发项目		

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

齿轮应用广泛，行业增长平稳

齿轮应用领域广泛，车辆、工业应用为主

齿轮应用有三大市场——车辆齿轮、工业齿轮、专用工业齿轮。这三大板块涵盖了船舶、能源、化工、航空、矿山、冶金、工程机械等二十多个领域，产业关联度高。

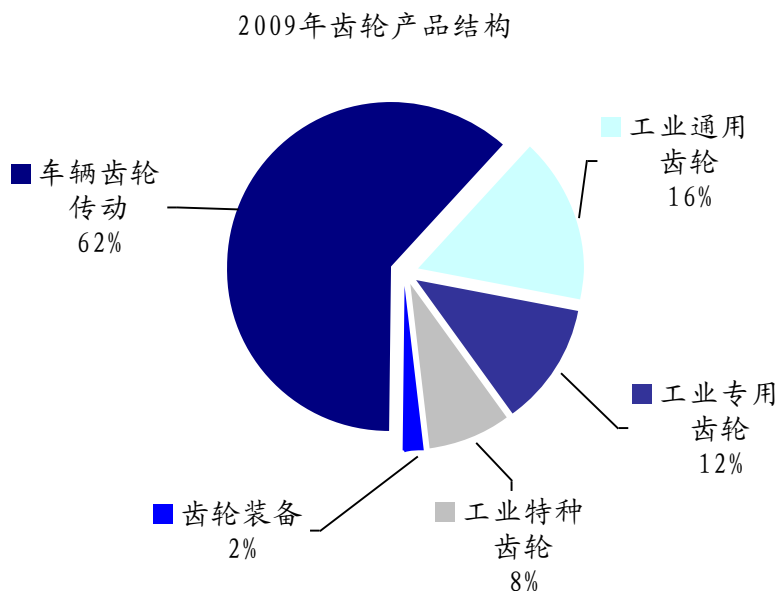
从应用领域份额来看，车辆齿轮需求超过 60%，工业齿轮需求超过 38%。

表 6: 齿轮产品分类

大类	品类	市场应用领域
车辆齿轮传动	车辆变速总成	汽车、摩托车、工程机械、农机的传动系统
	车辆驱动桥传动总成	
工业齿轮传动	工业通用变速传动(包括变速箱变速动力总成)	冶金矿山机械、建材、船舶、能源、航空、铁路、交运、石化、轻纺、食品、仪表等行业的成套机械装备配套的
	工业专业高速重载齿轮传动(大型传动装置)	
	工业特种齿轮传动(精锻齿轮、粉末冶金齿轮、工程塑料齿轮及变速箱轮、小模数齿轮、谐波齿轮、摆线齿轮、齿轮泵)	
	工业特种齿轮传动(精锻齿轮、粉末冶金齿轮、工程塑料齿轮及变速箱轮、小模数齿轮、谐波齿轮、摆线齿轮、齿轮泵)	
齿轮专用装备	齿轮专业机床、道具、量仪、试验设备、齿轮润滑及密封	为齿轮制造企业服务

资料来源：中国齿轮专业协会，国信证券经济研究所

图 13: 齿轮产品需求结构



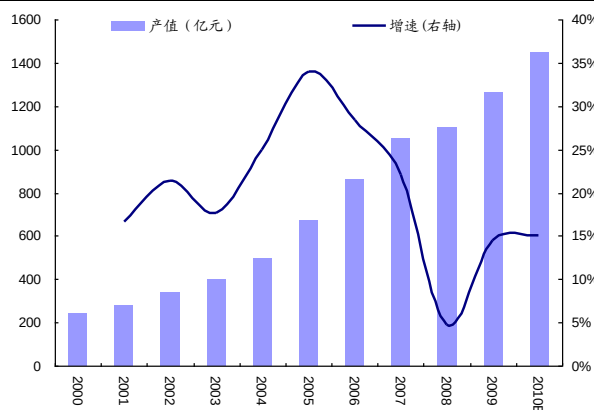
资料来源：中国齿轮专业协会，国信证券经济研究所

齿轮行业增长平稳

我国齿轮行业 2009 年的销售额达到 1260 亿元，产销规模已居世界第三。

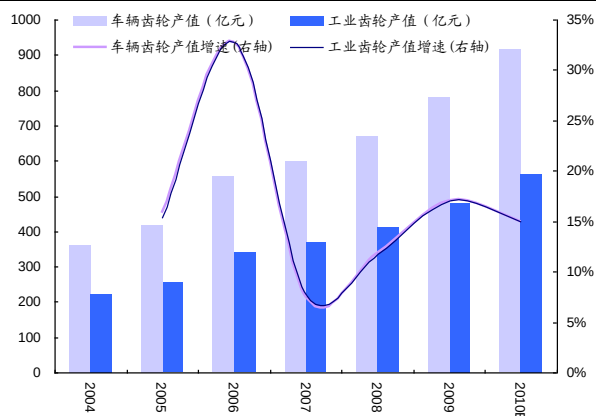
汽车齿轮和工业齿轮产值比例稳定，增速变化幅度一致。从下游汽车需求复苏，可以估算出 2010 年齿轮需求增速有望达到 15%，继续保持平稳增长。

图 14: 预计 2010 年齿轮产值增速将达到 15%



资料来源：中国齿轮专业协会，国信证券经济研究所

图 15: 车辆齿轮与工业齿轮比例保持稳定



资料来源：中国齿轮专业协会，国信证券经济研究所

原有产品需求稳定，风电产品成增长亮点

进口替代弥补行业衰退，船用齿轮箱维持低速增长

公司是国内船用齿轮箱行业龙头企业，现有产能（标准台）6.1万台，是国内船用产品系列最广的企业，产量和出口量均位居全国前列，市场占有率约 65%。国内主要竞争对手是重庆齿轮，重庆齿轮在舰船齿轮箱方面具有传统优势。

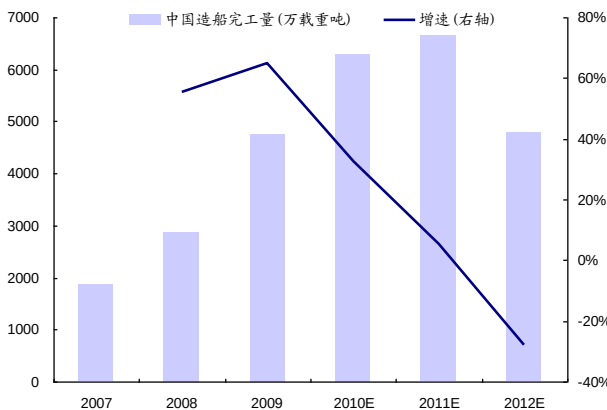
募投新产品船舶可调螺旋桨推进系统，目前市场主要被国外公司占据，国内仅有苏州船用机械厂、武汉船用机械厂等少数几家企业可生产。募投项目将扩产 100 套推进系统，2 年后投产，将弥补国内空缺。

近年来，中国造船业呈快速发展趋势，在手订单超过日韩，位居世界第一。预计中国 11 年造船完工量将达到峰值，未来 3 年同比增速将呈下降趋势。

目前国产船用设备装船率（按价值计算）在 60%以下，远远落后于发达国家的 90%。根据船舶工业中长期发展规划，到 2015 年，我国将形成开发与建造高技术、高附加值船舶的能力，国产船用设备平均装船率（按价值计算）将达到 80% 以上，届时国产齿轮箱和螺旋桨推进系统的“进口替代”效应将非常明显。

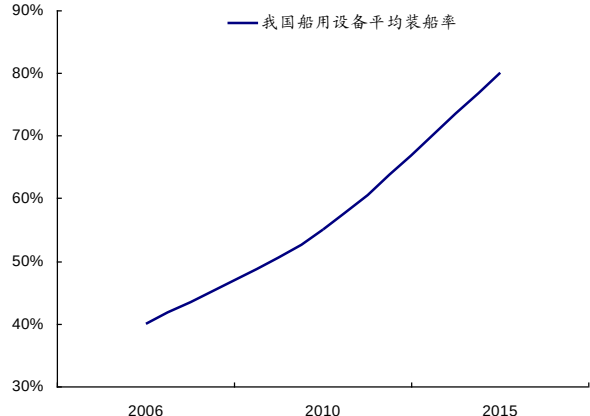
公司的船用齿轮箱市场占有率极高，未来三年将不得不要受到行业下滑的拖累，但进口替代以能够弥补下游对齿轮需求的衰退，预计未来三年船用产品增速达到 5-10%。

图 16: 中国造船完工量 2011 年达到峰值，增速逐年递减



资料来源：CLARKSON，国信证券经济研究所

图 17: 2015 年国产船用设备平均装船率将达到 80%



资料来源：CLARKSON，国信证券经济研究所

固定资产投资增速略有回落，工程机械变速箱仍将维持较快增长

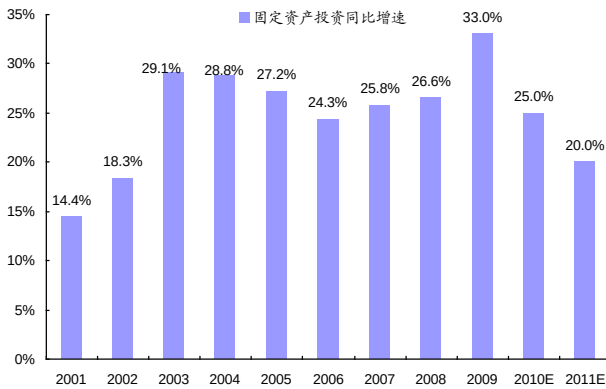
公司在国内工程机械变速箱的市场占有率近五年稳定在 20%左右，现有产能 3.1 万台，是国内工程机械变速箱行业内市场占有率最高的企业，也是最大的工程机械变速箱专业、独立供货商。产品覆盖工程机械中装载机、平地机、推土机、压路机等诸多领域。

竞争对手主要来自客户主机厂自设的变速箱厂，其中配套装载机、平地机的变

速箱产品及湿式驱动桥的主要竞争对手是中德合资的柳州 ZF 机械有限公司。

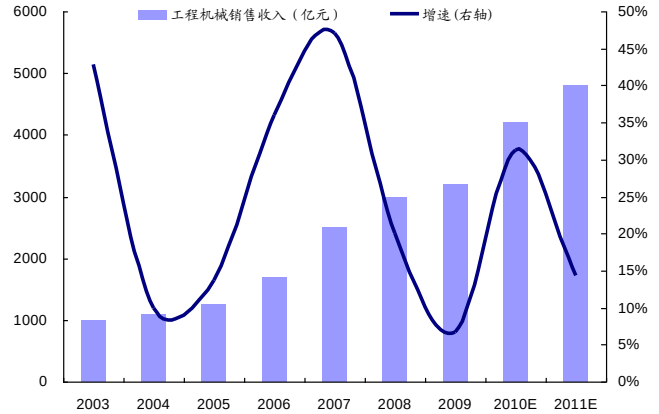
10 年工程机械行业收入增速受益于“四万亿”投资规划以及低基数等原因，同比增长可达 30%以上。随着 11 年固定资产投资增速的回落，工程机械变速箱需求增速也将回落，但保守估计 11 年增速可达 10-15%。

图 18: 10-11 年固定资产投资增速略有回落



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 19: 工程机械行业 11 年收入增速将达 15%



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

初涉重型及特种车辆领域，汽车变速箱 11 年有望扭亏为盈

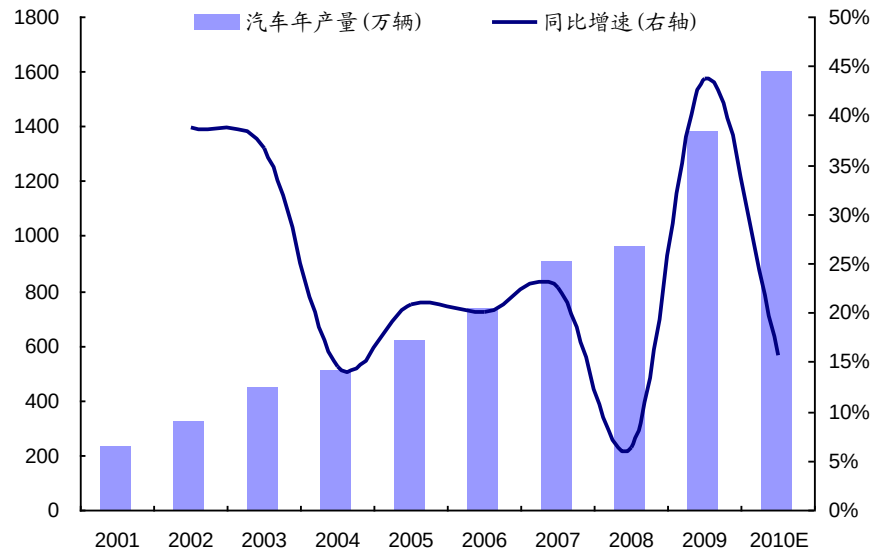
公司具有多年车辆齿轮变速器研制与生产经验,现有车用变速箱产能 1.3 万台,在重型车变速箱市场占有率为 3%。

竞争对手有陕西法士特、綦江齿轮、万里扬集团等,其中陕西法士特是中国最大的重型变速器生产基地,08 年产销 43 万台重型变速器,居世界第一。綦江齿轮在国内的客车变速器市场占有率第一。外资企业有 ZF 传动技术有限公司、无锡富勒科技有限公司等,08 年产量分别为 2000 台左右,价格较高,竞争优势不明显。

09 年汽车行业经历了爆发式增长后,10 年已经回归均值,行业整体向上趋势不改,预计 10-11 年同比增长将达到 15%左右。

公司在重型及特种车辆变速箱领域正处于起步阶段,重点向高技术、高附加值的中重型汽车变速器发展,满足重型车市场在 280 马力-350 马力的需求,目前规模效应没有显现,处于亏损期,预计 2011 年有望扭亏为盈。

图 20: 汽车行业 10 年收入增速将达 15%



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

新能源助推新增长，风电传动产品将高速增长

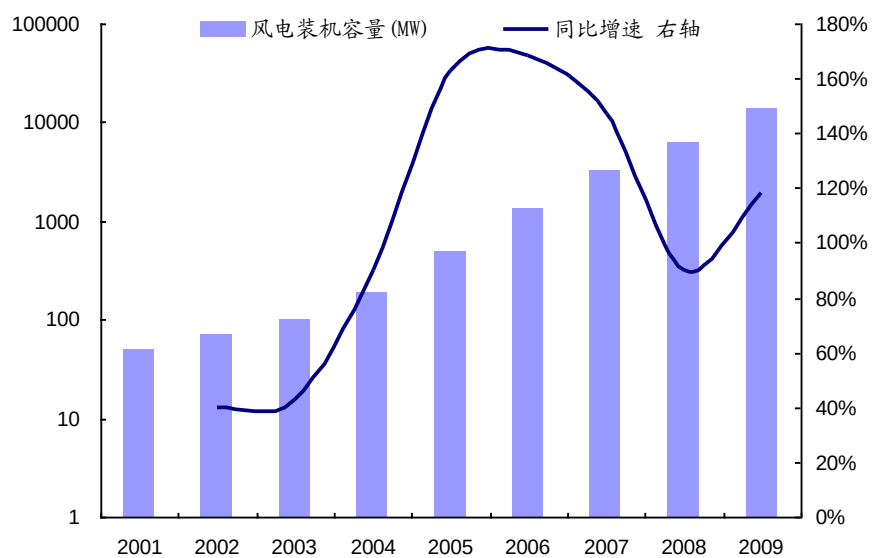
公司是国内最早涉足风电齿轮箱研发的企业之一，自 1998 年开始生产风电增速箱。目前由于产能不足，市场份额较少。

竞争对手有重庆齿轮、大连重工、二重集团、南高齿等企业，国外对手有 Flender、GAMESA 等。

截止 2009 年，全国风电装机累计容量达到约 2580 万 KW。根据《可再生能源中长期发展规划》，到 2015 年全国风电规划装机 9000 万 KW，2020 年全国风电规划装机 1.5 亿 KW，预计未来十年复合增长率 16%。

公司现有风电增速箱产能 350 台，目前对公司业绩贡献不大，却是毛利率最高的业务，达 25%。募投项目将新建 2000 套风电增速箱产能，2012 年投产。风电业务将成为公司新的利润增长点，2 年后有望年增长 30-40%。

图 21: 风电行业未来 11 年装机容量复合增长率将达 16%



资料来源: GWEC, 国信证券经济研究所

盈利预测：募投项目弥补产能短板，2012 年进入增长长期

募投资金用于建设产能短板项目

公司此次发行 1.01 亿股，募集资金 8 亿元，可用资金约 7.5 亿元，其中 7400 万投向四大研发扩产项目。12 年投产，13 年全面达产。

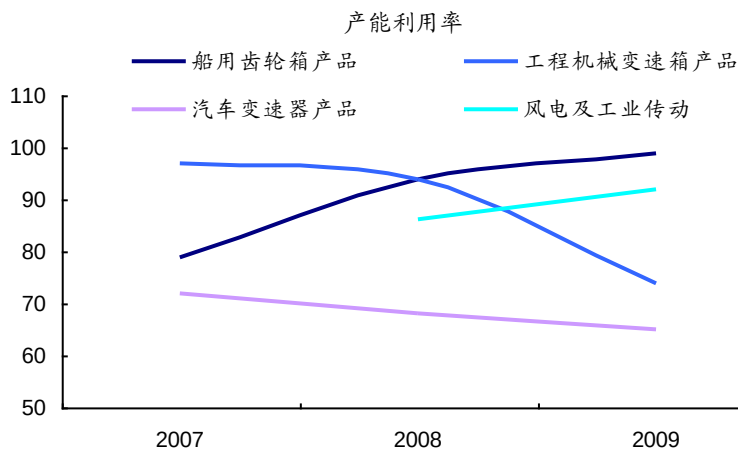
表 7：募投项目及预期收益

	投资额 万元	原有产能	新增产能	投 达	新增收入 万元	新增利润 万元	新增净利润 万元	回报期 年
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	6.1 万台（标准台）船用齿轮箱	800 台高精船用齿轮箱	2 2	31034	2193	1864	14
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	22966	3.1 万台工程机械变速箱	100 套先进船舶推进系统	2 2	43200	6115	5198	7
3 年产 2000 套风电增速箱关键件产能扩展项目	38631	350 套风电增速箱	1.2 万台电液控制工程机械传动装置	1 1	80394	8662	7362	9
4 重型及特种车辆自动变速器技术研发项目	3000	1.3 万台车辆变速箱	2000 套风电增速箱	2 3				
合计	73993			年 年	154628	16970	14424	9

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

2013 达产后，有效弥补了产能短板，四大募投项目年新增净利润 1.4 亿元，整体投资回报率 9 年。

图 22：产能短板主要集中在船用产品和风电传动产品



资料来源：GWEC，国信证券经济研究所

除去募投项目，6.8 亿资金将用于补充营运资金，缓解资金压力，改善财务状况。

预计 10、11、12 年 EPS 0.27 元、0.32 元、0.37 元

我们预计 10、11 和 12 年分别实现主营业务收入 20 亿元、23 亿元、27 亿元，同比分别增长 14%、14%、16%。净利润分别为 1.10 亿元、1.26 亿元、1.47 亿元，对应 EPS 分别为 0.27 元、0.32 元、0.37 元。

核心假设

10-12 年船用产品增速达到 5-10%；工程机械变速箱增速 10-15%；汽车变速箱扭亏为盈；风电增速箱增速达 30-40%。

11 年为扩产项目蛰伏期，公司整体收入增长较慢，可达 10%。如果 12 年募投项目顺利投产，收入增长较快，将达 14%。

2010-2013 年分项收入及损益表预测

表 8: 2010-2013 年杭齿前进分项收入预测明细

	2010E	2011E	2012E	2013E	11VS10	12VS11	13VS12
船用产品							
销售收入 (百元)	11,333,652.	13,033,700	14,337,070	15,770,777	15.0%	10.0%	10.0%
毛利率 (%)	19.9%	20.3%	20.1%	19.9%	0.4%	-0.2%	-0.2%
工程机械变速箱产品							
销售收入 (百元)	8,824,601.	10,148,291	12,177,950	15,222,437	15.0%	20.0%	25.0%
毛利率 (%)	20.6%	21.1%	20.8%	20.6%	0.4%	-0.2%	-0.2%
汽车变速器产品							
销售收入 (百元)	858,891.8	901,836.3	992,020.0	1,091,222.	5.0%	10.0%	10.0%
毛利率 (%)	-3.1%	10.0%	15.0%	14.9%	13.1%	5.0%	-0.2%
风电及工业传动产品							
销售收入 (百元)	840,519.6	1,092,675.	1,529,745.	2,294,618.	30.0%	40.0%	50.0%
毛利率 (%)	24.3%	24.8%	24.5%	24.3%	0.5%	-0.2%	-0.2%
其他							
销售收入 (百元)	4,305,060.	5,166,072.	5,940,983.	6,832,130.	20.0%	15.0%	15.0%
毛利率 (%)	12.8%	13.1%	13.0%	12.8%	0.3%	-0.1%	-0.1%
合计							
销售收入 (百元)	20464961.	23358266.	27000728.	31906699.	14.1%	15.6%	18.2%
毛利率 (%)	23.8%	23.0%	23.0%	22.9%	-0.9%	0.0%	-0.1%

资料来源: 国信证券经济研究所

表 9: 2010-2013 年杭齿前进损益表预测

单位: 百万元	2010E	2011E	2012E	2013E	11VS10	12VS11	13VS12
业务收入	2046.5	2335.8	2700.1	3190.7	14.1%	15.6%	18.2%
业务成本	1558.5	1798.8	2080.2	2461.4	15.4%	15.6%	18.3%
毛利率 (%)	23.8%	23.0%	23.0%	22.9%	-0.9%	0.0%	-0.1%
营业税金及附加	12.3	14.0	16.2	19.1	14.1%	15.6%	18.2%
费用率 (%)	16.0%	15.1%	15.0%	14.9%	-0.9%	-0.1%	-0.1%
销售费用	61.4	70.1	80.6	94.8	14.1%	15.0%	17.6%
销售费用率 (%)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	245.6	266.3	307.8	363.7	8.4%	15.6%	18.2%
管理费用率 (%)	12.0%	11.4%	11.4%	11.4%	-0.6%	0.0%	0.0%
财务费用	20.5	16.0	16.9	16.8	-22.1%	5.6%	-0.6%
财务费用率 (%)	1.0%	0.7%	0.6%	0.5%	-0.3%	-0.1%	-0.1%
营业外收支	0.0	0.0	0.0	0.0			
税前利润	148.2	170.7	198.4	234.9	15.1%	16.3%	18.4%
税前利润率 (%)	7.2%	7.3%	7.3%	7.4%	0.1%	0.0%	0.0%
所得税	22.2	25.6	29.8	35.2	15.1%	16.3%	18.4%
有效税率 (%)	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	109.6	126.2	146.7	173.7	15.1%	16.3%	18.4%
净利润率 (%)	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	0.0%	0.0%	0.0%
每股收益 (元)	0.27	0.32	0.37	0.43	15.1%	16.3%	18.4%

资料来源: 国信证券经济研究所

投资风险

（1）扩产项目晚于预期。扩产项目产能扩张幅度较大，特别是风电项目，2年后达产。一旦下游需求出现衰退，可能出现供大于求的现象，对公司成长造成负面影响。

（2）行业竞争趋于激烈，更多企业进入齿轮制造业，造成利润被挤压。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	242	902	858	924
应收款项	249	336	376	426
存货净额	703	831	936	1059
其他流动资产	37	41	47	54
流动资产合计	1231	2110	2232	2463
固定资产	844	1010	1181	1292
无形资产及其他	172	155	138	121
投资性房地产	26	26	26	26
长期股权投资	108	108	108	108
资产总计	2381	3409	3684	4010
短期借款及交易性金融负债	501	500	510	520
应付款项	594	623	716	827
其他流动负债	232	274	309	353
流动负债合计	1326	1397	1535	1701
长期借款及应付债券	100	110	121	133
其他长期负债	206	206	206	206
长期负债合计	306	316	327	340
负债合计	1633	1713	1862	2040
少数股东权益	150	161	175	190
股东权益	598	1534	1648	1780
负债和股东权益总计	2381	3409	3684	4010

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.29	0.27	0.32	0.37
每股红利	0.16	0.03	0.03	0.04
每股净资产	2.00	3.83	4.12	4.45
ROIC	10%	10%	10%	10%
ROE	14%	7%	8%	8%
毛利率	23%	24%	23%	23%
EBIT Margin	7%	8%	8%	8%
EBITDA Margin	12%	12%	12%	12%
收入增长	2%	14%	14%	16%
净利润增长率	13%	29%	15%	16%
资产负债率	75%	55%	55%	56%
息率	2.0%	0.4%	0.5%	0.6%
P/E	29.1	30.3	26.3	22.6
P/B	4.1	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	19.6	21.0	18.9	17.0

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1795	2046	2336	2700
营业成本	1388	1558	1799	2080
营业税金及附加	11	12	14	16
销售费用	51	61	70	81
管理费用	212	263	284	325
财务费用	26	21	16	17
投资收益	3	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(10)	0	0	0
其他收入	(0)	17	17	17
营业利润	100	148	171	198
营业外净收支	11	0	0	0
利润总额	111	148	171	198
所得税费用	14	22	26	30
少数股东损益	12	16	19	22
归属于母公司净利润	85	110	126	147

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	85	110	126	147
资产减值准备	(11)	30	8	6
折旧摊销	78	71	88	100
公允价值变动损失	10	0	0	0
财务费用	26	21	16	17
营运资本变动	3	(117)	(14)	(19)
其它	16	(19)	5	9
经营活动现金流	181	75	213	243
资本开支	(177)	(250)	(250)	(200)
其它投资现金流	0	0	(15)	15
投资活动现金流	(181)	(250)	(265)	(185)
权益性融资	89	837	0	0
负债净变化	100	10	11	12
支付股利、利息	(49)	(11)	(13)	(15)
其它融资现金流	(181)	(1)	10	10
融资活动现金流	10	835	8	8
现金净变动	10	660	(44)	66
货币资金的期初余额	231	242	902	858
货币资金的期末余额	242	902	858	924
企业自由现金流	20	(153)	(18)	64
权益自由现金流	(61)	(161)	(11)	72

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
				岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		新兴产业	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66215566
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339
高 宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康 亢	010-66026337
张 旭	010-66026340	阳 瑾	0755-82133538	刘 洋	
蔺晚熠	021-60933146	周 琦	0755-82133568		
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	021-60933166				
郑 云	021-60875163				
毛 甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	