

杭齿前进(601177)调研报告

短期受制于产能瓶颈, 风电等新产品是未来看点

工业/机械工业

谨慎推荐

首次评级

发布时间: 2010 年 11 月 18 日

投资要点:

- 公司三季度业绩高于市场预期。前三季度公司营业收入与净利润的增速分别为 17.97%、56.80%，净利润增速较快的原因主要是产品的毛利率同比提高 3.4 个百分点。
- 风电齿轮箱是未来重要增长点。风电齿轮箱是公司近期的重点发展产品，公司 2010 年 11 月签订 3.9 亿元的大额订单将保障明年的业绩增长。
- 短期受制于产能瓶颈，增加高端产品的销售占比是发展方向。(1)短期内受制于产能瓶颈，公司预计年营业收入将保持 10%-20%的增速。(2)公司两大主营业务船用齿轮箱与动力系统与工程机械变速箱的合计销售占比为 70%以上，预计将保持平稳增长态势，汽车变速器在新产品研发突破之前仍处于成长初期；(3)公司新产品定位于高端，船用可调桨、工程机械电液变速器、2 兆瓦风电齿轮箱等募投项目符合下游产业升级与进口替代的发展趋势，并将有利于提高公司的盈利能力。
- 募投项目的建设进度将加快。募投项目原计划于 2012 年底投产，由于市场需求旺盛，公司将加快建设进度，预计将提前 0.5 年到 1 年的时间投产。
- 盈利预测与估值：我们预计 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 0.32 元、0.40 元、0.53 元，对应于 16.08 元股价的 PE 分别为 51 倍、40 倍、31 倍，估值在机械零部件板块偏高，考虑到公司风电等新产品的成长点较多，给予“谨慎推荐”的评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	179,510	1.54%	852	13.4%	0.21	13.0%	76	
2010E	218,807	21.9%	12,667	48.6%	0.32	8.4%	51	
2011E	254,751	16.4%	16,136	27.4%	0.40	10.0%	40	
2012E	296,719	16.5%	20,515	27.1%	0.51	12.1%	31	

走势图



市场数据

2010-11-17

收盘价:	16.08 元
52 周最高价:	19.21 元
52 周最低价:	14.57 元
平均持仓成本:	

基本数据

2010Q3

总股本 (万股):	40,006
流通 A 股 (万股):	40,006
每股收益 (元):	0.34
每股净资产 (元):	5.01
每股经营现金流 (元):	0.69
市净率:	3.21

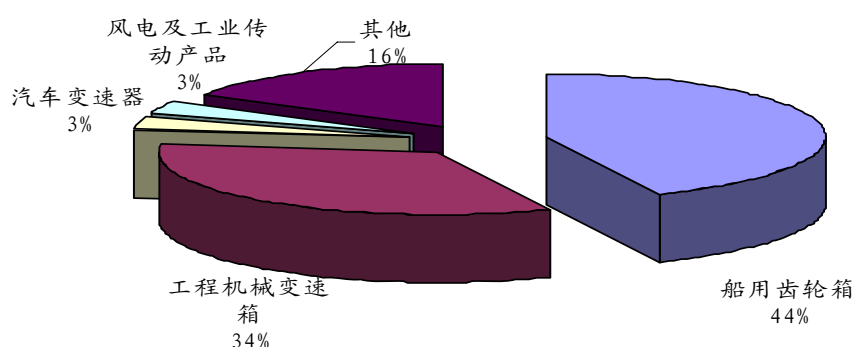
分析师: 周思立 联系人: 黎焜
执业证书编号: S0550207100075
TEL: (8621)6336 7000-273
FAX: (8621)6337 3209
Email: lik@nesc.cn
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编: 200002

一、公司经营状况

1.1 公司主要产品

公司目前生产和销售的主要产品有：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、摩擦材料及摩擦片和大型精密齿轮等十大类千余种产品，广泛应用于船舶、工程机械、汽车、风力发电、农业机械等领域。

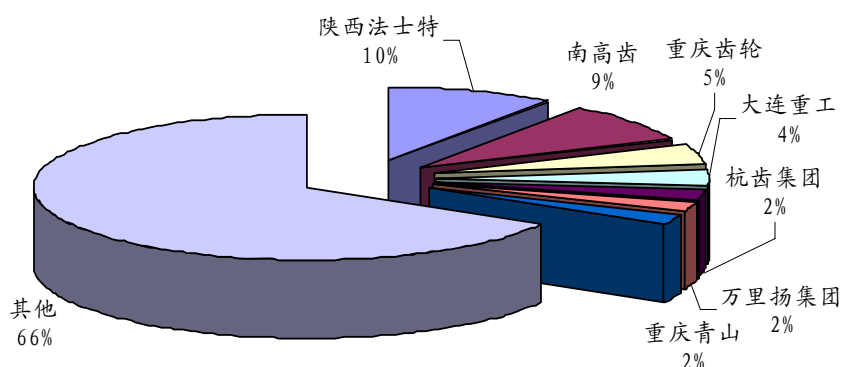
图 1： 2010 年 1-6 月公司产品销售收入占比



资料来源：公司公告, 东北证券

齿轮行业的资产增速连续 10 年保持在 18%以上，2009 年，齿轮行业实现销售额达 762.5 亿元，同比增长 29%。公司在齿轮行业的市场份额占 2%左右，尽管总体市场份额不大，但在船舶与工程机械行业的市场份额均位居首位，竞争优势突出。

图 2： 2009 年主要齿轮生产企业市场份额



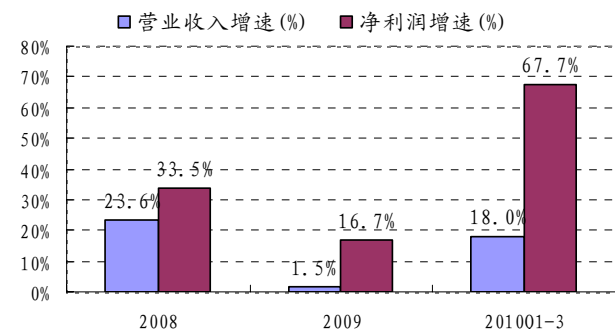
资料来源：国家统计局, 东北证券

1.2 公司三季度经营业绩高于市场预期

2010 年前三季度公司营业收入与净利润的增速分别为 17.97%、56.80%，净利润增速高于营业收入增速的主要是公司毛利率同比提高了 2.66 个百分点。（1）正面因素：由于公司近年来对船用齿轮箱、工程机械齿轮箱等产品进行升级，产品的毛利率呈现逐

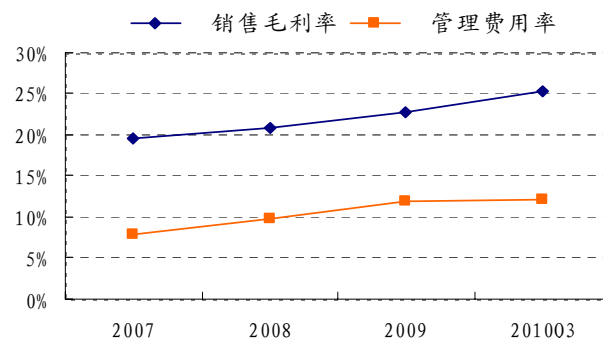
年提高的趋势。(2) 负面因素: 公司管理费用率最近三年逐年增加。公司的管理费用率从 2007 年的 7.9% 增加到 2009 年前三季度的 12.2%, 主要原因是公司的研发费用与人工成本逐年上升等因素。公司正在强化费用率的控制, 预计今后将会将逐步降低。

图 3: 2008 年-2010 年三季度公司营业收入与净利润增速



资料来源: 公司公告, 东北证券

图 4: 公司各规格船用齿轮箱产品的历年毛利率



资料来源: 公司公告, 东北证券

1.3 短期内受制于产能瓶颈, 公司业绩保持稳定增长

公司目前产能接近满负荷运转。2010 年上半年, 船用齿轮箱产品产能利用率 100%, 工程机械变速箱产品 98%, 汽车变速器产品 69%, 风电及工业传动 90%, 摩擦及粉末冶金产品 95%。而募投项目预计要到 2011 年底或稍后投产, 尽管风电等下游行业需求旺盛, 公司短期内受制于产能瓶颈而难以实现营业收入的大幅度增长。

公司下游分布广泛, 这将有利于保持公司营业收入的稳定增长, 而随着产品结构的不断优化, 盈利能力的增长有望持续高于营业收入的增幅。

1.4 公司将加快募投项目进度

公司募投项目原计划于 2012 年底投产, 由于市场需求旺盛, 公司将加快项目建设进度, 预计可提前 0.5 年到 1 年的时间提前投产。募投项目实施后将进一步优化产品结构、推进产业升级, 提高公司综合竞争力。

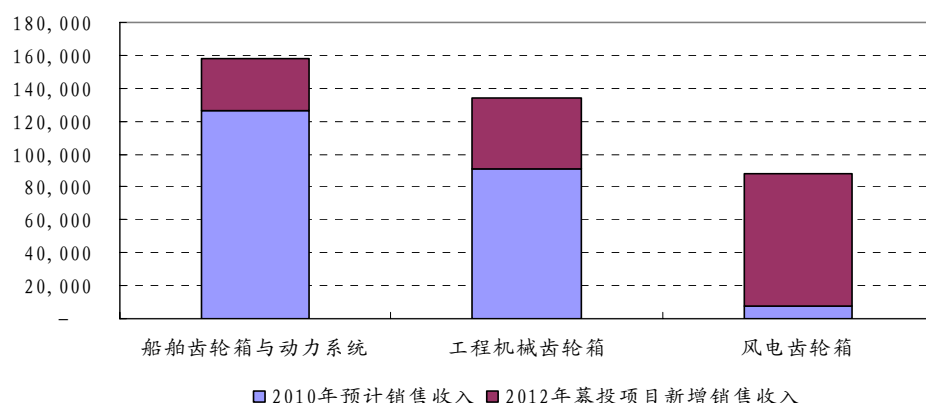
表 1: 公司募投项目进度与投产规模

项目名称	投资金额 (万元)	预计投产 时间	项目达产预计新增 收入(万元)	项目年新增 利润(万元)
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	9,396	2012 年	31,034	2,193
年产 1.2 万台电液控制工程机械传动装置项目	22,966	2012 年	43,200	6,115
年产 2000 套风电增速箱关键件产能扩展项目	38,631	2012 年	80,394	8,662
重型及特种车辆自动变速器技术研发项目	3,000	2012 年		
合计	64,597		123,594	14,777

资料来源: 公司公告, 东北证券

公司募投项目产能增幅最大的是风电齿轮箱，其次为工程机械与船舶动力系统，项目投产后风电齿轮箱的收入贡献占比将有显著增加。

图 5：公司船舶、工程机械、风电三大业务现有销售收入与募投项目投产后新增销售收入（单位：万元）

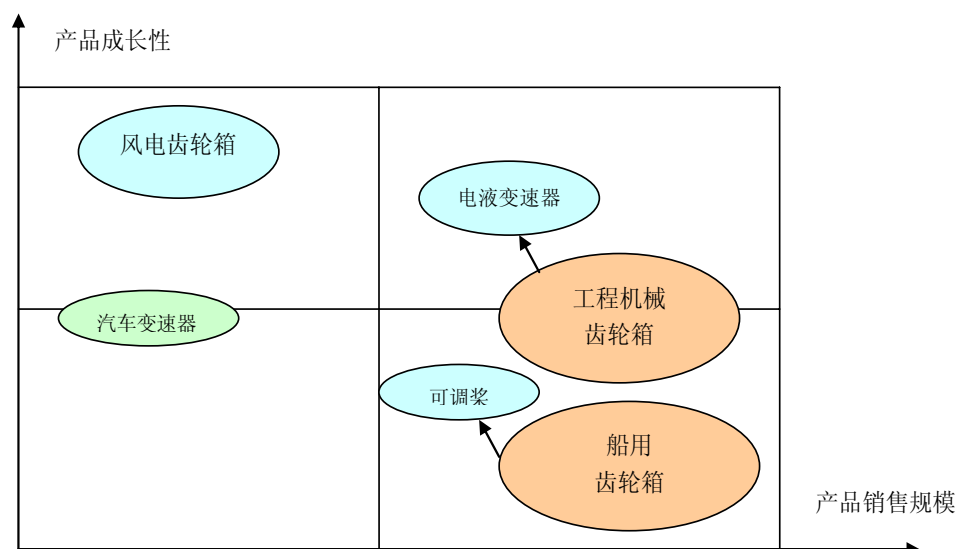


资料来源：公司公告，东北证券

二. 公司主要产品与业务发展状况

2.1 公司产品发展现状与规划

- 船用动力系统及工程机械变速箱：（1）这两大主要业务的计销售占比超过 70%；（2）未来重点发展船用可调桨与工程机械电液变速器等高端产品，发展方向符合下游产业升级趋势，高附加值产品销售占比的增加将有利于提升公司的盈利能力；
- 风电齿轮箱：为公司今后的重点发展业务，在手订单保障 2011 年的高成长；
- 汽车变速器：重卡变速器目前处在产品结构调整期，产品未来成长性取决于新产品的研发进度。



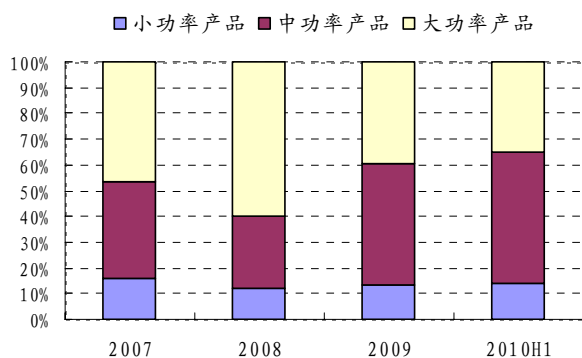
2.2 两大主营业务（船用与工程机械齿轮箱）保持稳健增长

2.2.1 船用齿轮箱受益于内河航运需求增长，可调桨产品成为新亮点

2010 年 1-6 月，公司船用齿轮箱产品的销售收入同比增长 10.27%。公司船用齿轮箱产品的规格齐全，包括大中小功率产品，产品可与各种运输船、渔船、海洋工程船、舰船、游船、游艇等配套。由于我国内河航运和近海航运等行业稳定发展，公司船用中小功率产品的销售占比不断攀升，而远洋船舶市场的低迷导致公司大功率产品的销售收入下滑。但公司船用市场的营业收入仍保持了持续增长，并且因为中小功率产品的毛利率提升，公司船用齿轮箱的盈利能力逐年提升。

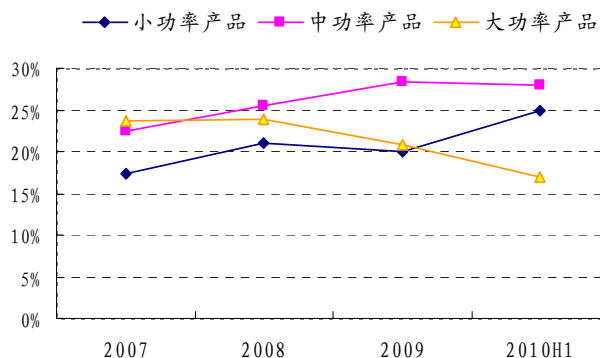
从全国船用齿轮箱整体需求来看，中小功率产品约占 80%，大功率产品约占 20%。重庆齿轮主要为大功率产品，杭齿大中小产品系列齐全。杭齿与重齿在大功率船用齿轮箱领域里构成竞争对手，而在中小功率产品中，杭齿具有竞争优势。

图 6：公司各规格船用齿轮箱产品的历年销售占比



资料来源：公司公告，东北证券

图 7：公司各规格船用齿轮箱产品的历年毛利率



资料来源：公司公告，东北证券

可调螺旋桨是公司发展的新亮点：

(1) 船用齿轮箱和可调螺旋桨应用于船舶动力传动和推进系统。目前国内船舶使用可调桨的比例还很低，但从传统的固定桨向可调桨的应用转变是行业的发展趋势。日本上世纪 90 年代末，仅有 20% 的船舶使用可调桨，而目前则 100% 均使用可调桨。如果国内可调螺旋桨达到 20% 的使用水平，则有约 6000 台可调桨的市场需求。

(2) 可调螺旋桨市场容量：2009 年全国需求 300 多套，其中 75% 左右为进口产品，09 年公司产量为 24 套。主要竞争者有苏州船用机械厂、武汉船用机械厂等，而这两家公司目前的产量均不高。

(3) 公司发展规划：公司未来发展目标是成为船舶核心动力系统集成供应商，提供可调螺旋桨、齿轮箱、柴油机等成套系列产品。

2.2.2 工程机械产品：下游产品升级驱动电液变速器的需求增长

09 年公司在工程机械变速箱的市场份额为 20%左右，公司优势在于产品系列齐全，具有专业化生产优势，而主机厂的生产规模相对较小，在质量与成本控制方面不具有优势。公司工程机械产品在装载机变速器市场的占有率在 14.07%左右，压路机变速器市场占有率在 19.44%左右，平地机变速器市场占有率高达 70.66%。目前从整个工程机械行业来看，每年主机厂配件需求量为：变速器约 40 万台，驱动桥约 100 万根；其中主机企业自己生产与配套的比例约占 60%，其余大约 40%由外部专业性生产厂商配套。装载机、压路机、平地机等预计未来几年将保持平稳增长趋势，这将有利于保障公司产品需求的稳定增长。

表 2：2009 年装载机等产品销量与公司市场份额

	装载机	压路机	平地机
工程机械产品销量(台)	149,355	19,852	3,608
杭齿市场份额(%)	13.18%	31.97%	62.73%

资料来源：公司公告，东北证券

电液控制工程机械变速器与传统变速器产品的区别相当于汽车的自动变速器与手动变速器，电液变速器操作更加简便。电液控制工程机械变速器价格比传统产品价格高出 1 倍以上，目前整机厂使用电液控制工程机械变速器的产品主要用于出口，但产品升级将是行业的发展趋势，国内电液变速器的使用比例也将不断扩大。

国内电液变速器主要生产企业目前仅有杭齿前进与柳工采埃孚合资公司，而柳工的产品主要用于自主配套。公司的市场份额为 20%-30%左右，其余主要为进口产品，电液变速器的进口替代空间巨大。

2.3 风电齿轮箱：公司未来重要增长点

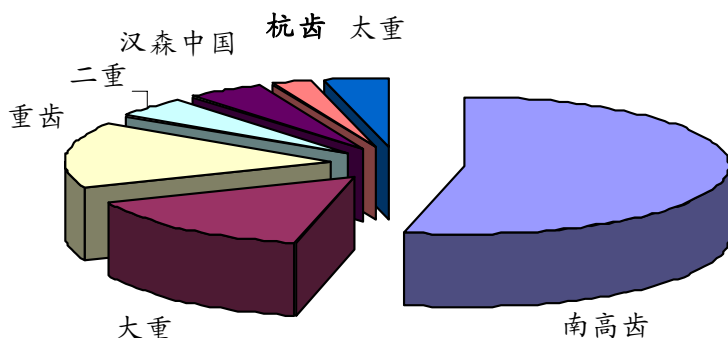
公司 2 兆瓦的风电齿轮箱在许继电气已试运用 4-5 个月，运转良好，而能提供 2 兆瓦的厂商较少，南高齿正在研制 2 兆瓦风电齿轮箱产品，但产品性能仍需要改善。目前风电行业产品以 1.5 兆瓦为主，但 2 兆瓦以上的大功率产品将是发展方向。

公司于 2010 年 11 月，签订合同总金额为 39200 万元的 2.0MW 风力发电机组齿轮箱销售合同，合同履行期限为 2010 年 11 月至 2011 年 12 月。这将不仅为明年公司业绩增长提供重要保障，并将有利于推动公司风电齿轮箱业务的长远发展。

募投项目达产后，公司风电增速箱年产能将从现有的 350 套基础上增加 2000 套，其中 1000 套为 GE、GAMESA、ZOLLERN 等国外著名风电企业配套的定制产品，另外 1000 套外销为主。

公司产品定位于高端、目前相对较低的市场占有率、风电行业增速放缓但市场容量较大等特点决定了公司风电齿轮箱仍有较大的成长空间，募投项目的建设与在手订单将保障公司风电齿轮箱业务的快速增长。

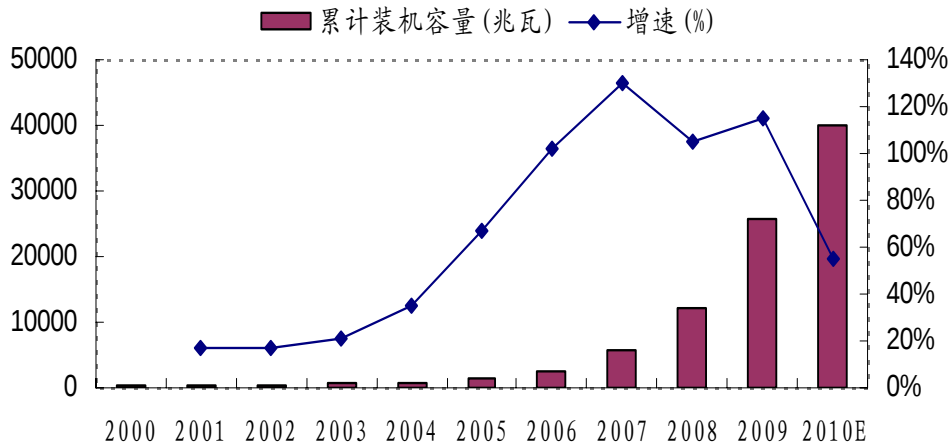
图 8：2010 年主要公司风电齿轮箱产能占比



资料来源：东北证券

公司看好风电行业的发展前景,因此将风电齿轮箱的发展放在重要的战略位置,风电业务的发展将是公司未来发展的关键点与重要驱动力。风电累计装机容量持续多年保持高速增长态势,尽管未来增速预计将有所降低,但长期仍将保持稳定增长的趋势。

图 9：风电历年累计装机容量与增速



资料来源：公司公告，东北证券

2.4 汽车变速器产品：处于产品结构调整期

公司生产的汽车变速器产品主要用于重型卡车、客车、特种车辆等，主要客户包括东风汽车、湖北三环专用车厂、郑州宇通、金龙汽车等。

目前公司的重卡变速器在产品性能方面不具有优势，汽车变速器产品正进行结构调整中。募投项目主要针对 300 马力以上重型和特种车辆以及 12m 以上大客车的自动变速器进行技术研发，新产品技术突破之后有望扩大产品销量与提高产品毛利率。

公司的乘用车变速箱为国家 863 计划项目，目前正在进行路试试验。乘用车变速箱

技术难度较高，产品与市场的开发仍有较大的不确定性，但如果公司能取得突破，其市场空间巨大。

三. 盈利预测与估值

我们预计 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 0.32 元、0.40 元、0.53 元，对应于 16.08 元股价的 PE 分别为 51 倍、40 倍、31 倍，估值在机械零部件板块偏高，但考虑到公司风电等新产品的成长点较多，给予“谨慎推荐”的评级。

表 4: 2010-2012 年公司业务分项收入预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
船用齿轮箱及动力系统					
销售收入(百万元)	927	1140	1266	1304	1499
销售收入增速 (%)	43.2%	23.0%	11.0%	3.0%	15.0%
毛利率 (%)	18.8%	20.3%	22.0%	22.0%	22.2%
工程机械变速箱产品					
销售收入(百万元)	767	587	910	956	1147
销售收入增速 (%)	14.4%	-23.5%	55.0%	5.0%	20.0%
毛利率 (%)	18.5%	19.5%	22.0%	21.8%	22.3%
汽车变速器					
销售收入(百万元)	96	94	92	94	117
销售收入增速 (%)	-9.9%	-2.7%	-2.0%	2.0%	25.0%
毛利率 (%)	-2.4%	-7.7%	-1.0%	2.0%	5.0%
风电及工业传动产品					
销售收入(百万元)	72	96	72	392	431
销售收入增速 (%)	103.3%	34.4%	-25.0%	420.0%	10.0%
毛利率 (%)	23.3%	21.2%	25.6%	25.8%	26.0%
其他与公司内各分部抵消数(百万元)	-95	-123	-152	-198	-228
合计					
营业收入(百万元)	1768	1795	2188	2548	2967
销售收入增速 (%)	23.6%	1.5%	21.9%	16.4%	16.5%
毛利率 (%)	20.9%	22.7%	25.0%	25.0%	25.2%

资料来源：公司公告，东北证券

四. 风险因素

1. 下游行业需求波动的风险

公司产品需求主要取决于下游行业的发展状况，船舶与工程机械为公司占比最大的两项业务，船舶等下游行业的增速下降将影响公司的产品需求。

2. 原材料价格上升的风险

钢材相关成本占到 20% 左右，轴承、变矩器、油泵、阀、标准件、橡胶件等外购零配件的成本占比为 60% 左右，公司的合同签订时间通常是比产品交货期提前 1 年左右，原材料价格上涨将增加公司的生产成本。

表 3: 公司原材料成本构成比例

项目	成本占比 (%)
钢材与铸锻件	19.75%
外购零配件	59.62%
燃料等动力费用	4.18%
其他	16.45%

资料来源: 公司招股说明书, 东北证券

3. 行业竞争风险

风电齿轮箱为公司重点发展业务, 目前行业的现有竞争者与潜在竞争者较多, 具有产品与市场优势的公司才能快速成长。

利润表					
单位：百万元					
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1768	1795	2188	2548	2967
营业成本	1398	1388	1641	1911	2219
营业税金及附加	8	11	12	15	18
销售费用	48	51	63	74	86
管理费用	172	212	265	301	338
财务费用	38	26	22	15	15
营业利润	80	100	169	219	279
营业外收入	17	13	13	15	18
营业外支出	3	2	4	5	6
利润总额	94	111	178	229	291
所得税	10	14	31	39	49
净利润	84	98	147	190	241
少数股东损益	8	12	21	28	36
母公司净利润	75	85	127	161	205
EPS	0.19	0.21	0.32	0.40	0.51

现金流量表					
单位：百万元					
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	204	157	263	301	344
净利润	84	98	147	190	241
折旧摊销	66	78	86	116	139
财务费用	38	26	22	15	15
投资收益	(3)	3	(2)	3	6
营运资金变动	(11)	(52)	(80)	(103)	(136)
其它	30	4	90	81	79
投资活动现金流	(227)	(209)	(255)	(245)	(195)
资本支出	(233)	(239)	(260)	(250)	(200)
其他投资	6	30	5	5	5
筹资活动现金流	84	56	727	(28)	(28)
股权筹资	6	89	750	0	0
债券筹资	167	(14)	(8)	(10)	(10)
其他	(90)	(19)	(15)	(18)	(18)
现金净增加额	61	4	735	28	121

资产负债表					
单位：百万元					
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1204	1231	2135	2249	2412
货币资金	231	242	919	815	742
应收款项	199	249	322	369	430
存货	723	703	831	994	1157
其他	51	37	63	71	83
非流动资产	1006	1150	1447	1625	1678
长期股权投资	104	108	108	108	108
固定资产	720	844	1094	1284	1362
无形资产	141	172	219	204	178
其他	41	26	26	29	30
资产总计	2209	2381	3582	3874	4090
流动负债	1473	1326	1481	1627	1803
短期借款	501	500	490	500	510
应付账款	595	594	700	764	831
预收账款	177	143	153	204	237
其他	200	89	138	159	225
长期负债	159	306	353	356	291
长期借款	0	100	100	100	100
其他	159	206	253	256	191
负债合计	1632	1633	1834	1983	2094
少数股东权益	127	150	187	199	208
股东权益	450	598	1561	1692	1788
负债和股东权益	2209	2381	3582	3874	4090

主要财务比率					
单位：百万元					
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	23.6%	1.5%	21.9%	16.4%	16.5%
营业利润	-20.6%	25.0%	69.7%	29.4%	27.3%
净利润	0.34	0.17	0.51	0.29	0.27
获利能力					
毛利率	0.21	0.23	0.25	0.25	0.25
净利率	0.05	0.05	0.07	0.07	0.08
ROE	0.14	0.13	0.08	0.10	0.12
ROIC	0.11	0.09	0.07	0.08	0.10
偿债能力					
资产负债率	0.74	0.69	0.51	0.51	0.51
净负债比率	0.47	0.48	(0.19)	(0.11)	(0.07)
流动比率	0.82	0.93	1.44	1.38	1.34
速动比率	0.33	0.40	0.88	0.77	0.70
营运能力					
资产周转率	0.82	0.77	0.73	0.68	0.75
存货周转率	1.93	1.95	2.14	2.09	2.06
应收帐款周转率	8.90	8.01	7.66	7.37	7.42
应付帐款周转率	2.97	3.02	3.38	3.48	3.72
每股资料(元)					
每股收益	0.19	0.21	0.32	0.40	0.51
每股净资产	1.44	1.87	4.37	4.73	4.99
PE	86	75	51	40	31

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。