

审慎推荐-A (首次)

杭齿前进 601177.SH

目标估值:

当前股价: 13.3 元

2011 年 1 月 25 日

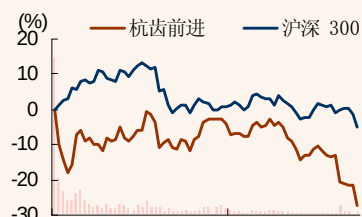
齿轮箱行业龙头市值被低估

基础数据

上证综指	2707
总股本(万股)	40006
已上市流通股(万股)	10100
总市值(亿元)	52
流通市值(亿元)	13
每股净资产(MRQ)	3.7
ROE(TTM)	12.4
资产负债率	50.8%
主要股东	杭州市萧山区国资委
主要股东持股比例	45%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-24	58	58
相对表现	-16	44	72



Oct-10

相关报告

刘荣

0755-82943203

liur@cmschina.com.cn

S1090208040193

本文从公司的三大业务板块入手,分析 IPO 后公司面临的发展机遇,公司的新能
源(风电)、军工配套和土地增值并未被二级市场所认知,市值被低估。我们认
为次新股虽然估值仍比较高,但经过前期的暴跌,存在反弹的机会。

- **杭齿在国内工程机械变速箱市场占有率近五年稳定在 20%左右,是国内最大的工程机械变速箱专业、独立的供货商。**是国家行业标准的起草和制订单位,2010 年 12 月,公司获得中国工程机械配套件行业特别贡献品牌“工程机械传动部件行业特别贡献奖”。IPO 募投项目年产 1.2 万台电液控制工程机械传动装置投产将提升高端工程机械产品配套能力。
- **船舶变速箱技术领先,国内稳居第一。**杭齿是国内产品应用领域最广、型谱最宽的船用齿轮传动装置制造企业,拥有从 10kW - 10000kW 船用齿轮箱的设计开发和制造能力。公司还是国内同时拥有可调螺旋桨、船用齿轮箱、高弹性联轴器的设计制造技术,可进行船舶可调螺旋桨推进系统集成打包供货的企业。船舶产品还配备军品。
- **风电齿轮箱是公司未来的增长点。**杭齿是国内最早涉足风力发电机组齿轮箱研发的企业之一,但是由于历史原因目前发展滞后于南高齿和重齿。2010 年已经确定的订单就有 500 套以上,2010 年 11 月杭齿与某风电公司签订 2MW 风力发电机组齿轮箱销售合同,合同总金额在 3.92 亿元左右,将于今年交付。
- **业绩预测:**预计杭齿前进 10、11、12 年的 EPS 为 0.36、0.46、0.62 元,2011 年动态 PE 为 30 倍左右。
- **超跌反弹的投资机会。**从 PE 来看,作为次新股杭齿估值并不具有优势,但是从市值来看,杭齿前进作为齿轮箱行业的龙头,市值仅 50 亿,只有中国传动(0658HK)的一半,另外公司 60 年代即建厂于杭州钱塘江南岸,占地面积 35 万平方米,早晚面临搬迁,隐含 10 亿元左右的土地增值。另外,杭齿船舶变速箱为军船配套,应享受高于行业的估值。长期而言,公司市值也被低估。
- **风险提示:**原材料价格上涨对通用机械行业影响较大;新项目达产初期盈利水平低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1768	1795	2353	3004	3910
同比增长	24%	2%	31%	28%	30%
营业利润(百万元)	80	100	166	220	303
同比增长	-21%	25%	66%	33%	38%
净利润(百万元)	75	85	139	180	241
同比增长	46%	13%	63%	29%	34%
每股收益(元)	0.28	0.28	0.35	0.45	0.60
PE	48.1	46.7	38.2	29.6	22.1
PB	8.0	6.7	3.5	3.1	2.7

资料来源:招商证券

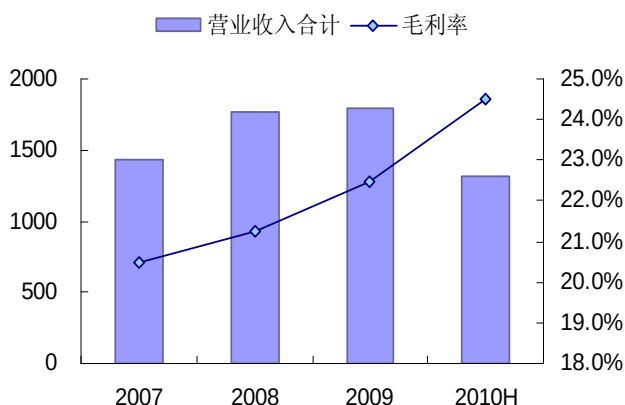
正文目录

一、公司简介.....	3
二、拓展工程机械变速箱高端市场.....	3
三、船舶变速箱技术领先，国内稳居第一.....	5
1、产品系列齐全，技术水平领先.....	5
2、船舶市场占有率国内第一.....	5
3、内河航运船舶大型化趋势.....	5
4、船舶产品技术领先，军品业务保证稳定需求.....	7
三、风电齿轮箱是公司最大的亮点.....	8
1、起步早但发展滞后.....	8
2、掌握风电齿轮箱核心技术.....	9
3、风电关键部件生产能力并未过剩.....	9
4、订单饱和，募投项目提升生产能力.....	9
四、估值及投资建议.....	10
1、业绩预测.....	10
2、超跌反弹的投资机会.....	11
3、风险因素.....	11

一、公司简介

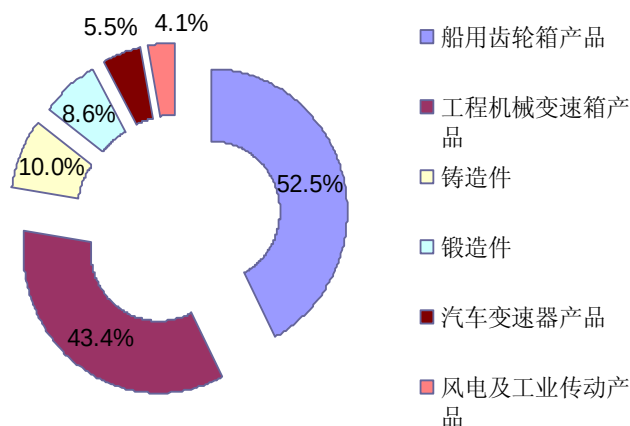
杭州前进齿轮箱集团股份有限公司是我国专业设计、制造齿轮传动装置和粉末冶金制品的大型重点骨干企业，国家高新技术企业。公司前身杭州齿轮箱厂，创建于1960年，2001年经国家经贸委批准实施“债转股”改制，成为国有多元投资的有限责任公司，2008年整体变更设立为股份有限公司。公司位于杭州钱塘江南岸，占地面积35万平方米，现有职工2600余名，研究开发人员占职工总数的12%。公司现有控股和实际控制子公司15家，参股公司3家；并拥有国家认定企业技术中心，国家级博士后工作站、船用齿轮箱和粉末冶金2个部级二类研究所及浙江省齿轮传动与摩擦材料研究重点实验室及15个专业研究所。公司立足传动装置主业，依靠科技进步，增强核心竞争力，确立了在行业中的领先地位，是国家级高新技术企业。目前公司产品领域扩展到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、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、大型精密齿轮等十大类千余个品种。

图 1：杭齿营业收入及毛利率



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

图 2：杭齿营业收入构成比例



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

二、拓展工程机械变速箱高端市场

杭齿在国内工程机械变速箱市场占有率近五年稳定在 20%左右，是最大的工程机械变速箱专业、独立的供货商。拥有 WG 系列、YD 系列、TY 系列、ZL 系列、BJ 系列等电液控制工程机械传动装置系列产品平台，配套产品覆盖了平地机、装载机、压路机、推土机、叉车、铣刨机等铲运机械、路面机械，并扩展到港口机械、矿山机械、石油机械等其他配套领域，是国内工程机械变速箱产品系列最广的企业。是国家行业标准 JB/T10135-1999 《工程机械、液力传动装置技术条件》的起草和制订单位。2010 年 12 月，公司获得中国工程机械配套件行业特别贡献品牌“工程机械传动部件行业特别贡献奖”。

工程机械传动系统主要包括变速箱、驱动桥以及其它机械传动装置，分为机械式和电液式，目前机械式仍占大部分。机械式传动系统由变矩器和机械变速箱两部分组成，动力换挡、机液控制，操纵方便，并设有后桥脱开机构，适用于载荷和速度变化比较频繁的以四轮驱动的工程机械的动力传动，例如装载机、压路机、推土机。液力变速箱可用于全轮驱动和输入输出有较长轴距的轮式车辆，适用于装载机、挖掘机、推土机、平地机、

汽车起重机、牵引车、矿用翻斗车和轨道车辆等工程机械。目前出口的装载机等产品需要配置电液式传动系统，目前国内液力变速箱主要生产企业为柳工、杭齿，它们都是 90 年代从德国 ZF 引进的技术，柳工和杭齿的占有率分别为 80%和 20%。

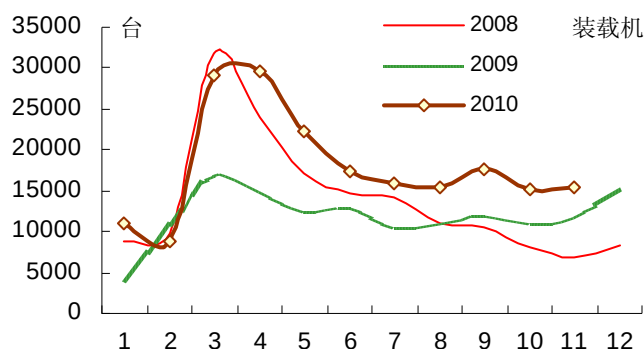
工程机械变速箱市场相对分散，主机厂大部分设有传动装置生产厂或配套企业。例如柳州工程机械股份有限公司、徐州工程机械集团有限公司、厦门工程机械股份有限公司、山东临工工程机械有限公司、常林股份有限公司等。部分配套企业通过技术引进和技术改造，设计和制造水平达到了国外公司同期的技术水准，主要企业有：杭齿集团、柳州 ZF 机械有限公司、徐州良羽传动机械有限公司等。

图 3：工程机械变速箱



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

图 4：主要配备的工程机械产品销售示意图



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

IPO募投项目年产1.2万台电液控制工程机械传动装置投产将提升高端工程机械产品配套能力。公司拟在现有年产3万台工程机械变速器（含1.07万台电液控制工程机械变速器）的基础上，通过产能扩展改造，新增1.2万台电液控制工程机械传动装置，扩大生产规模及产品品种，满足市场需求，使公司能与主机厂同步进行产品开发，形成国际竞争力。相关的核心技术及产品为WG180/181液力变速器，在90年代初经德国ZF公司考核试验认可，达到ZF公司相关标准，杭齿经过消化吸收和二次开发，拓展了许可证技术的应用，产品广泛应用于装载机、压路机、平地机等多个工程机械领域，技术水平处于国内领先水准，是当前中国液力传动工程机械的主流产品系列。

我们对未来两年下游工程机械产品需求的判断：从行业发展趋势来看，未来两年工程机械行业仍受益于城镇化，政府财政支出，设备的升级及更新需求，出口占比提高等因素影响；当年今年工程机械行业需求还受到货币政策变化、房地产行业调控等因素的影响。我们认为明年铁路建设投资仍保持高位，房地产投资增速较2010年略有回落，一致预期在25%左右，预测2011年工程机械行业的增速将回落至15%。虽然杭齿前进主要配套的装载机和推土机，未来国内需求成长空间不大，但是全球发展中国家市场刚刚启动，例如印度、澳大利亚、巴西，而电液式变速箱主要是配备出口产品的，目前工程机械行业出口仍远低于金融危机前，因此募投项目有利于杭齿拓展工程机械高端市场。

三、船舶变速箱技术领先，国内稳居第一

1、产品系列齐全，技术水平领先

杭齿集团船用产品的传递能力覆盖小型内河航运到远洋运输船舶的动力主推进系列，产品应用范围包括高速客轮、渔业捕捞、工程作业船舶、运输船、舰船以及其它船舶辅机（包括军品）等多种应用场合。上世纪 80 年代，杭齿集团和重庆齿轮从德国 Lohman & Stolterfoht 公司以许可证的方式同时引进船用齿轮箱技术。杭齿是国内产品应用领域最广、型谱最宽的船用齿轮传动装置制造企业，拥有从 10kW - 10000kW 船用齿轮箱的设计开发和制造能力。公司还是国内同时拥有可调螺旋桨、船用齿轮箱、高弹性联轴器的设计制造技术，可进行船舶可调螺旋桨推进系统集成打包供货的企业。

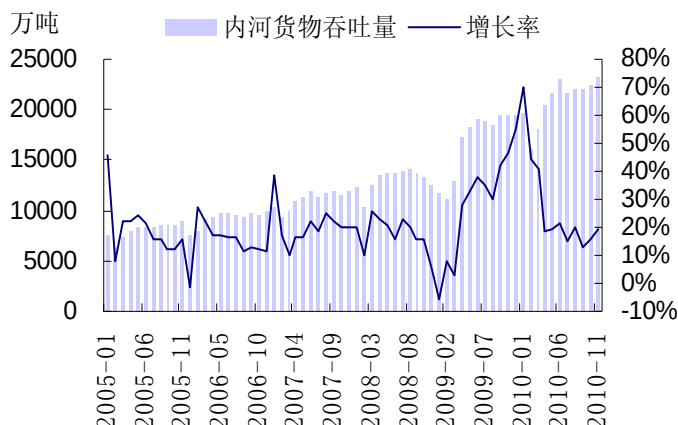
2、船舶市场占有率国内第一

国内船用齿轮箱行业整体竞争格局是：杭齿集团与重庆齿轮在大功率船用齿轮箱领域里构成竞争对手，在全系列船用齿轮箱产品中，杭齿集团具有绝对竞争优势，重齿主要配套中国重工及军船。根据中国机械通用零部件工业协会的统计数据，杭齿集团 2009 年船用齿轮箱国内市场占有率第一，达到 65.5%。从全国船用齿轮箱整体需求（台份）来看，中小功率产品约占 80%，大功率产品仅占 20%（因为四万吨以上的船舶大多采用低速柴油机，通常不配变速箱）。

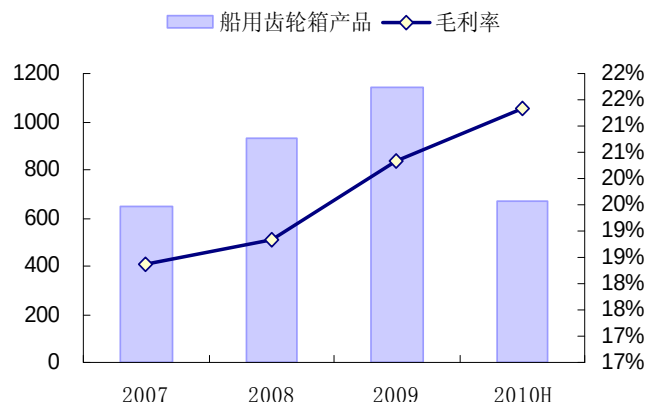
3、内河航运船舶大型化趋势

制造业内迁及振兴内河航运是趋势。我国内河航运在大宗商品运输市场上一直保持较高市场份额；同时，内河航运凭借其通江达海的优势在外贸货物和集装箱运输方面的地位不断增强；其次，随着沿海发达地区土地、资源的紧张和环保成本、人工成本的提高，制造业有明显地向中西部转移的趋势，对低成本的内河航运提出需求。推进内河船舶标准化、大型化，促进节能减排拉动内河船用发动机需求。2009 年内河航道升级，码头设施完善，使得长江、珠江水域通航能力提高；加之，金融危机后造船成本下降及长江航运船舶新标准实施，加快了内河船舶的更新需求。

2009-2010 年上半年，受益于内河航运发展，公司船用中小型功率变速箱（配备内河船舶）仍保持较高增长，并呈重型化的趋势。2009 年小、中功率船用齿轮箱较 2008 年销售收入分别增长 45%和 109%；销量增长分别为 40%和 100%。2010 年上半年仍保持增长势头，并且由于规模效应显现，公司的毛利率由 2009 年的 20.34%上升至 2010 年上半年的 21.33%。

图5：内河货物吞吐量变化示意图


资料来源：交通部，招商证券研发中心

图6：杭齿前进船舶齿轮箱收入及盈利示意图


资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

表1：船舶产品按收入分类

单位：万元	2007	2008	2009	2010H
小功率产品	6644	6660	9683	6275
中功率产品	15659	15964	33388	22632
大功率产品	19345	33334	28485	15767
小计	41648	55958	71556	44674
配件及其他船用产品	13707	23012	27358	12430
子公司船用产品合计	9430	13772	15118	9564
总计	64785	92742	114033	66669

数据来源：招股说明书，招商证券研发中心

表2：船舶产品按销量分类

单位：台	2007	2008	2009	2010H
小功率产品	13978	11151	15664	10192
中功率产品	7416	6936	14040	9891
大功率产品	796	1125	1295	1087
小计	22190	19212	30999	21770
配件及其他船用产品				
六家经营性子公司船用产品合计	4069	4091	5652	11514
总计	26259	23303	36651	33284

数据来源：招股说明书，招商证券研发中心

金融危机对部分海运船舶的大功率产品产生负面影响。从2008年9月开始，出现客户推迟或取消订单的现象。针对这种情况，为确保实现全年销售目标，公司全力组织应对，研究开拓市场，市场部门加强与客户的直接联系和沟通，船用GW系列大功率产品订单量保持增加。2009年，由于集装箱船、散货船、化学品船等远洋大吨位船舶建造数量的减少，公司大功率船用系列产品新增订单相应减少，预计2011年后将会逐步回升。

4、船舶产品技术领先，军品业务保证稳定需求

公司船用齿轮箱技术水平领先，其中倾角传动的船用齿轮箱技术和带微动控制功能的船用齿轮箱技术可以用于国防领域。杭齿前进是国内唯一拥有自主知识产权的带倾角传动船用齿轮箱技术的企业，在国际上竞争对手也仅限于德国 ZF 等少数几家企业，该系列的船用齿轮箱可广泛用于高速船舶（例如缉私船）领域，在国内处于绝对领先地位。公司也是国内唯一拥有自主知识产权的带微动控制功能船用齿轮箱技术的企业，解决了船艇在航行流水中的定位问题，其创新程度达到了国际先进水平，产品可广泛用于舰船、科考船、航天定位、特种渔业捕捞船及休闲游艇类领域。

可调螺旋桨是技术最成熟、目前运用最广泛的先进船舶推进系统，可调螺旋桨的叶片可以通过使用液压缸调节螺距，通过其控制系统将螺距调节与主机的调速器实现最佳匹配和动态调节，在船舶的负载变化和航行条件变化下能自动适应，可充分发挥主机功率、保持最佳的推进效率同时得到好的燃油经济性，提高船舶的操纵灵活性，具有降低油耗、延长主机寿命、提高船舶航行机动性等优点。在欧洲一半以上的船舶采用可调螺旋桨技术，尤其在军舰、中小型运输船舶、油田工作船上应用的比较广泛。2009 年杭齿通过引进法国技术，已成功研制可调螺旋桨，市场前景非常广阔。

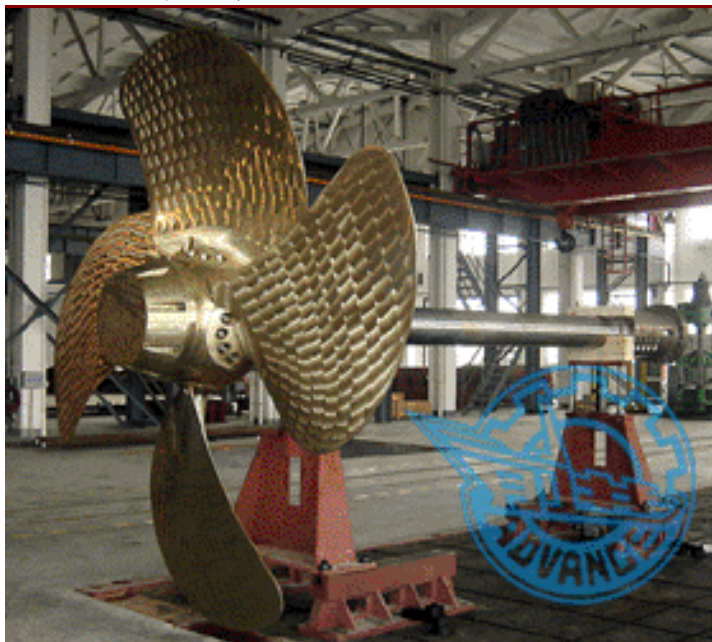
预计公司军品业务占比在 10%左右，以船舶配套为主。我们调研中注意到公司门口挂着“中国人民解放军驻东风公司军工代室杭齿办公室”和“中国人民解放军海军驻杭州地区军代表室”两块牌子。除了上述的尖端技术应用以外，杭齿供货军用船的变速箱，稳定的军品订单减小了公司业绩的周期性波动。

图7：杭齿前进部分船舶变速箱配套军方



资料来源：招商证券研发中心

图8：可调式螺旋桨



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

三、风电齿轮箱是公司未来的增长点

1、起步早但发展滞后

杭齿集团是国内最早涉足风力发电机组齿轮箱研发的企业之一，风电增速箱产品自 1998 年就开始生产，是国内最早生产风电增速箱的厂家，负责起草了 GB/T19073-2008《风力发电机组齿轮箱》国家标准。2002-2005 年，公司曾计划与德国采埃孚 ZF 合资，而 ZF 有其它的风电合资计划，并要求杭齿退出这一领域，因此这四年杭齿风电齿轮箱技术及产品的升级处于停滞状态。2006 年，商务部限制外资进入关系到中国战略安全的装备制造领域，酝酿四年的合资计划以失败告终。

而与此同时，南高齿、重齿（中国重工子公司）受益资本市场，风电齿轮箱业务走到了杭齿的前面。南高齿研发的 3MW 半直驱型风力发电齿轮箱于 2010 年初已满负荷发电，并经历了各季节自然条件的考验，运行情况良好，2011 年 1 月南高齿获得 150 台 3MW 双馈型海上风电齿轮箱订单。2009 年南高齿集团子公司中国传动（658HK）风电齿轮箱销售收入达到 38 亿元，2010 年上半年达到 22 亿，同比增长 75%，毛利率达到 30.5%。

杭齿前进目前在风电齿轮箱市场占有率较低。虽然近年杭齿配套 GE、GAMESA、ZOLLERN 等国外著名风电主机公司，但是由于产能不足，市场份额较低。根据中国齿轮专业协会的数据，国内企业在我国风电齿轮箱市场的市场份额约为 87.42%，其中：国有企业的市场份额为 12.08%，包括重庆齿轮、杭齿集团、大连重工和二重集团（德阳）生产的齿轮箱；民营企业的市场份额为 72.34%，包括南高齿等企业生产的齿轮箱；外资企业的市场份额约为 12.58%，包括进口齿轮箱和外资在华制造企业生产的齿轮箱，主要企业有 Flender、GAMESA 等。

表 3：国内主要风电齿轮箱生产企业比较

项目	杭齿前进	中国高速传动	重庆齿轮
09 年公司营业收入	18.0 亿元	56.5 亿元	31.0 亿元
产品系列/收入占比	船用齿轮箱 43.3% 工程机械变速箱 33.7% 风电及工业传动 3.2% 其他 19.7%	风电齿轮 70.9% 传统齿轮 24.1% 船舶传动 3.5% 其他 1.4%	水泥、冶金行业减速机 船用齿轮箱 风电齿轮 其他
风电齿轮产品	800KW、1.5MW 齿轮箱已经批量生产，开始生产 2MW 产品，2.5MW 产品在研发中	1.5MW、2MW 齿轮箱已经批量生产，3MW 产品于 10 年上半年开始供应	产品涵盖 600-2000KW，1.5MW、2MW 齿轮箱已经批量生产，2.5MW、3MW 产品在研发中
其他介绍	目前产能 400 台/年，募投项目达产后将新增 2000 台/年的产能	10 年风电齿轮产能约为 9000MW，12 年目标 1.2 万 MW	2008 年风电齿轮产量 1130MW，500 台 1.5MW 产品项目投产后，11 年产能将达约 2500MW

资料来源：公司财务报告，招商证券

2、掌握风电齿轮箱核心技术

利用公司风电齿轮箱行业标准起草者的技术优势、十余年风电增速箱设计制造经验和已形成的 800kW 和 1.5MW 风电增速箱批量生产能力。公司未来重点开发兆瓦级大型风电增速箱，采用引进技术和自主开发相结合、并与风电主机厂家形成战略联盟，瞄准低温抗风沙型风力发电机组和近海及海上发电机组等特定的细分市场，开发更大兆瓦级风电增速箱，快速进入新型风力发电市场、扩大产品销售规模。

2009 年公司引进了英国知名企业的风电增速箱设计分析软件平台、2MW 风电增速箱的设计和工艺等技术，由该公司负责专家全程指导风电增速箱产品的设计制造和产品试验及获得产品国际权威机构的认证等。2010 年 2M 风电变速箱已研制成功，该 2MW 风电增速箱具有独特的传动结构，与目前行业内一般选用的同规格产品相比，产品净重要轻 15%，而现阶段国内风电增速箱行业对 2MW 以上的大型风电增速箱均还处于研制和小批量试制阶段。杭齿凭其 50 年齿轮加工的技术积累，承接国外著名企业风电增速箱关键零件的定制加工经验，相信未来市场份额将迅速扩大。

3、风电关键部件生产能力并未过剩

2009 年 9 月 28 日国务院 38 号文《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》中提出，我国风电设备出现重复建设现象，原则上不再核准或备案建设新的整机制造厂，但明确支持企业提高关键环节和关键部件自主创新能力，支持自主研发风电整机和轴承、控制系统等关键零部件及产业化示范，完善质量控制体系。

新增风电增速箱的产能基本符合预期装机容量，但滞后于整机的发展速度。2009-2010 年我国风机整机市场有效产能分别达到 1100 万千瓦 - 1900 万千瓦左右，且扩张的主流机型为 1.5MW 机。由此可以推算，2009 年和 2010 年风电增速箱的市场需求分别约为 7,330 台和 12,667 台。对中国境内的风电增速箱主要厂家的产能扩张计划进行简单合计，2009 年、2010 年预计累计生产 600kW 以上各类风电增速箱分别为 8,700 台左右及 13,000 台左右，折合 1.5MW 机型为 5,500 台左右及 8,200 台左右。

4、订单饱和，募投项目提升生产能力

2010 年已经确定的订单就有 500 套以上。2010 年 11 月杭齿与某风电公司签订 2MW 风力发电机组齿轮箱销售合同，合同总金额在 3.92 亿元左右，预计在 200 套左右，2011 年全部交付。

此次 IPO “年产 2000 套风电增速箱关键件产能扩展项目”将大大提升公司竞争力。公司计划投资 3.86 亿，扩大 1000 套/年成套风电增速箱关键件和 1000 套/年国外风电公司配套齿轮，预计达产后可实现新增销售收入 8 亿元，可新增利润总额 8,662 万元。我们认为这是保守的预测，中国传动（658，HK）风电齿轮箱的毛利率达到 30%以上，我们预计净利润率至少达到 15%。项目实施后将提高公司自主创新能力，进一步优化企业的产品结构和提高市场竞争力，为公司风电增速箱产品的发展打下坚实的基础，同时也将推动我国风电设备水平的发展。

四、估值及投资建议

1、业绩预测

假设风电齿轮箱 IPO 项目 2011、12 年逐步达产，工程机械高端变速箱、风电变速箱 2012 年达产后毛利率略有提高，预计杭齿前进 10、11、12 年的 EPS 为 0.35、0.45、0.60 元，2011 年动态 PE 为 30 倍。

表4：杭齿前进营业收入及盈利假设

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012 年 E
营业收入(百万元)	1430.3	1767.9	1795.1	2353.1	3003.6	3910.4
船用齿轮箱产品	647.9	927.4	1140.3	1254.4	1442.5	1731.0
工程机械变速箱产品	670.7	767.1	587.2	939.6	1033.5	1240.3
铸造件	122.6	176.2	140.4	196.5	235.8	283.0
锻造件	106.0	151.5	144.7	188.1	225.7	270.8
汽车变速器产品	107.0	96.4	93.8	98.5	103.4	108.6
风电及工业传动产品	35.3	71.8	96.5	106.1	392.6	706.7
收入增长率		23.0%	2.1%	33.8%	27.6%	30.2%
船用齿轮箱产品		43.2%	23.0%	10%	15%	20%
工程机械变速箱产品		14.4%	-23.5%	60%	10%	20%
铸造件		43.7%	-20.3%	40%	20%	20%
锻造件		43.0%	-4.5%	30%	20%	20%
汽车变速器产品		-9.9%	-2.7%	5%	5%	5%
风电及工业传动产品		103.3%	34.4%	10%	270%	80%
毛利率(%)	19.6%	20.9%	22.7%	23.5%	22.5%	22.8%
船用齿轮箱产品	18.4%	18.8%	20.3%	21.0%	20.0%	20.0%
工程机械变速箱产品	20.0%	18.5%	19.5%	21.5%	21.0%	21.5%
铸造件	7.6%	4.5%	13.1%	12.0%	10.0%	10.0%
锻造件	5.5%	14.1%	8.1%	14.0%	12.0%	12.0%
汽车变速器产品	4.2%	-2.4%	-7.7%	-1.0%	0.0%	0.0%
风电及工业传动产品	31.0%	23.3%	21.2%	25.0%	27.0%	29.0%

数据来源：WIND,招商证券研发中心

2、超跌反弹的投资机会

从 PE 来看，作为次新股杭齿估值并不具有优势，但是从市值来看，杭齿前进作为齿轮箱行业的龙头，市值仅 50 亿，只有中国传动（0658HK）的一半，另外公司 60 年代即建厂于杭州钱塘江南岸，占地面积 35 万平方米，早晚面临搬迁，简单以每平方 3000 元对价计算，公司还隐含 10 亿元左右的土地价值。从成长性来看，与其它的通用机械上市公司相比更高，公司面临 IPO 后新的发展机遇，风电齿轮箱项目收入及盈利将快速增长。另外，杭齿船舶变速箱为军船配套，因此成长性相对稳定，参照同类上市公司中国重工、轴研科技，估值通常高于行业平均水平。另外，杭齿前进 PS、PB 远低于行业平均水平，按 2010 年营业收入计算，PS 只有 2 倍。长期而言，我们认为公司市值被低估，短期也存在超跌反弹的机会。

3、风险因素

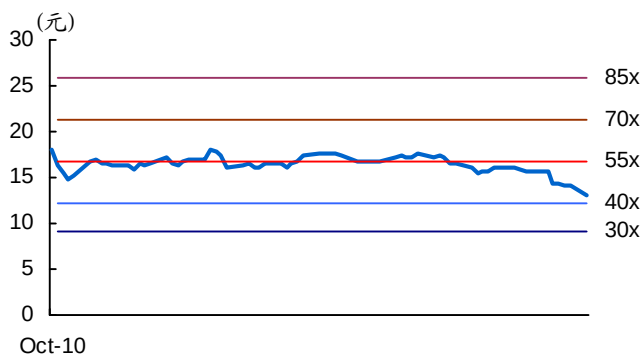
原材料价格上涨对通用机械行业影响较大；新项目达产初期盈利低于预期。

表5：可比公司估值对比表

股票名称	市值(亿)	1.24 收盘价	EPS			PE		PS	PB	ROE %
			2009	2010E	2011E	2010E	2011E			
平均						34.2	27.7	3.8	4.8	18.7
杭齿前进	51.7	12.9	0.21	0.36	0.46	35.9	28.1	2.5	3.2	15.7
潍柴重机	62.2	22.5	0.65	0.80	1.02	28.2	22.1	2.4	7.5	29.5
天马股份	197.4	16.6	0.47	0.58	0.70	28.7	23.7	5.6	4.7	16.7
轴研科技	29.6	27.4	0.37	0.40	0.49	68.5	55.9	6.5	5.7	8.1
中国高速传动	126.9	10.2	0.78	1.01	1.17	10.1	8.7	1.9	2.7	23.7

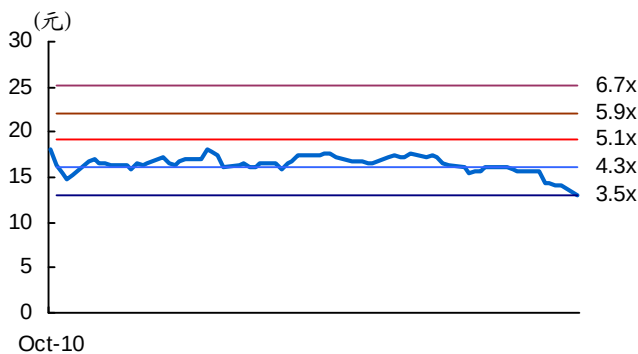
注：1HKD=0.8445CNY；PS 中的收入以前过去四个季度计算。

图 9：杭齿前进历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 10：杭齿前进历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

过去五年的机械行业报告准确地判断了行业的发展趋势，具有前瞻性。

1、《重工业化及产业结构升级打造中国装备制造业—机械行业 2007 年投资策略》2006.12.15

本报告从全球工业化进程的角度分析中国装备制造业未来的发展趋势，并更注重国际比较，深度挖掘成长中的中国装备制造业上市公司的投资机会。

2、《寻求国际定价，化解成本压力—机械行业 2008 年度策略报告》2008.1.3

本报告从产品价格、盈利能力、成本压力、内外需求的变化四个方面分析，指出了 2008 年制造业的困惑。

3、《钢价暴涨将影响机械行业盈利水平》2008.2.27

本报告预见性地提出了钢材价格上涨将影响行业盈利水平并抑制需求，在行业内率先下调机械行业评级至“中性”。

4、《机械行业 2009 年度投资策略—危机中孕育的国家优势》2008.12.15

报告引用了迈克尔·波特国家竞争优势理论中的“钻石体系”，从“政府”和“机会”两个方面分析 2009 年机械行业的投资机会。在经历了过去两年人民币升值、原材料价格暴涨的洗礼后，中国装备制造业将面临国内乃至全球产业整合的机遇，中国政府实施扩张的财政政策将缓解经济衰退对装备制造业的冲击。

5、《工程机械行业点评—扩张性财政政策下的局部复苏》2009.2.16

虽然中国工程机械行业高速增长时代或将结束，但是扩张性财政政策下，行业将会出现局部复苏，投资策略上我们认为未来 6 个月，行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数行业，上调工程机械（机械子行业之一）评级至“推荐”。

6、《三一重工（600031）—品质改变世界 创新铸就成功》2009.2.27

我们在 2008 年《机械行业 2009 年度投资策略—危机中孕育的国家优势》报告中，上调了三一重工的投资评级至“强烈推荐-A”，此深度报告从研发能力、激励机制、服务网络、扩张模式等几个方面来分析三一重工的长期竞争优势，并针对市场分歧阐述我们对其长期价值的认识。

7、《机械行业 2010 年度投资策略—政府投资见效 优势企业胜出》2009.12.6

报告以历史的眼光和全球化的视角，分析和预测了行业的发展趋势。我们认为 2010 年政府投资对设备的需求拉动效应将扩大，铁路设备行业最为受益；房地产和制造业固定资产投资将大幅反弹；国际市场需求正在回升，优势企业将在竞争中胜出。

8、《中集集团（000039）—万事俱备只欠东风》2010.1.8

本文对中集集团集装箱业务成长和多元化战略做了回顾，作为多元化战略的第二步，公司重拳出击能源化工装备业，完善产业布局。万事俱备只欠东风，预期 2010 年全球经济复苏、收购兼并整合和股权激励将拉开股价上涨序幕。

9、《机械行业 2010 年中期策略报告-经济转型离不开装备制造业》2010.6.11

本文主要针对几个焦点问题展开：经济结构调整是否意味着机械行业景气度高点出现；劳动力成本提升对机械行业的影响；具有周期性特点的机械行业估值安全边际在哪里？报告提出股价已经对经济增速放缓做出反映，价值股已明显被低估，机械行业股价受经济周期和政策周期双重作用，并不能简单由 M2 或投资增速之类的宏观指标来预测股价趋势。

10、《江苏神通(002438)-受益经济转型，核电阀门先锋（节能环保主题研究之三）》2010.6.23

报告分析工业特种阀门行业是理想的利基行业，中小企业隐形冠军优势明显。我们认为江苏神通首先实现了核电蝶阀、球阀完全国产化并占有 100% 的市场，是该领域的绝对冠军，而且公司能够参与业主单位合作研发，有利于保持领先优势。核电设备国产化离不开专业领域领先企业的参与，而江苏神通是其中的佼佼者。

11、《陕鼓动力（601369）—模式创新挑战传统估值（制造业模式转型研究之一）》2010.7.13

关于陕鼓动力的市场分歧在于：冶金化工设备能否给予高估值？我们认为透平机械需求的增长并不仅仅来自于冶金或化工行业产能的扩张，还来自于工业技术发展和对效率和节能要求的不断提高。商业模式创新改变制造型企业增长方式，加上收购兼并预期，公司有望挑战传统估值。

12、《杭氧股份(002430) —空分设备龙头迈进工业气体时代(制造业模式转型研究之二)》2010.7.13

本报告通过深入分析国际工业气体巨头业务架构与商业模式，创新性提出评价工业气体供气企业的“3C”标准-即 Cost(成本)、Capex(资本支出)和 Cash(现金流)。并通过纵向分析公司从制造业向供气服务的模式转变和横向比较公司和竞争对手的优势劣势，描绘出公司未来发展路径。

13、《中集集团（000039）—海洋工程业务蓄势待发》2010.10.8

2009 年中集集装箱业务景气度跌至冰点，但并没有停止扩张的脚步，实现控股来福士对公司进军海洋工程意义重大。我们认为中集集团新业务蓄势待发，传统业务稳步复苏，估值仍有提升的空间，本报告基本维持原业绩预测及强烈推荐评级。

14、《盛运股份（300090）—垃圾焚烧蕴藏巨大商机，系统集成打开成长空间（节能环保主题研究之四）》2010.11.1

垃圾焚烧发电作为最有效的减量措施是解决“垃圾围城”问题的唯一途径，公司领先的尾气处理装置保证二噁英排放低于欧洲标准，解决垃圾焚烧最大瓶颈。公司技术领先，从尾气设备到焚烧系统集成，再到参股下游延长产业链，未来成长空间值得期待。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1204	1231	2303	2659	3186
现金	231	242	1123	1137	1210
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	21	63	94	120	156
应收款项	158	175	118	150	196
其它应收款	20	12	24	30	39
存货	723	703	900	1164	1510
其他	51	37	45	58	75
非流动资产	1005	1150	1278	1438	1576
长期股权投资	104	108	108	108	108
固定资产	503	653	801	977	1129
无形资产	141	172	155	140	126
其他	258	217	214	214	214
资产总计	2209	2381	3582	4097	4763
流动负债	1473	1326	1626	1901	2260
短期借款	615	501	600	600	600
应付账款	368	406	504	652	845
预收账款	177	143	180	233	302
其他	313	276	342	416	513
长期负债	159	306	252	302	352
长期借款	0	100	100	150	200
其他	159	206	152	152	152
负债合计	1632	1633	1878	2203	2612
股本	272	299	400	400	400
资本公积金	113	168	875	875	875
留存收益	65	131	264	434	664
少数股东权益	127	150	165	185	212
母公司所有者权益	450	598	1538	1709	1938
负债及权益合计	2209	2381	3582	4097	4763

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	204	157	302	295	360
净利润	75	85	139	180	241
折旧摊销	0	0	119	140	162
财务费用	0	0	25	22	25
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	51	(100)	(139)
其它	128	72	(33)	52	72
投资活动现金流	(227)	(209)	(240)	(300)	(300)
资本支出	0	0	(250)	(300)	(300)
其他投资	(227)	(209)	10	0	0
筹资活动现金流	84	56	820	19	13
借款变动	0	0	99	50	50
普通股增加	0	0	101	0	0
资本公积增加	0	0	707	0	0
股利分配	0	0	(7)	(9)	(12)
其他	84	56	(80)	(22)	(25)
现金净增加额	61	4	882	13	74

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1768	1795	2353	3004	3910
营业成本	1398	1388	1799	2329	3019
营业税金及附加	8	11	14	18	23
营业费用	48	51	66	84	109
管理费用	172	212	282	330	430
财务费用	38	26	25	22	25
资产减值损失	21	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(3)	3	0	0	0
营业利润	80	100	166	220	303
营业外收入	17	13	15	15	15
营业外支出	3	2	3	3	3
利润总额	94	111	178	232	315
所得税	10	14	23	32	47
净利润	84	97	155	200	268
少数股东损益	8	12	15	20	27
母公司所有者净利润	75	85	139	180	241
EPS (元)	0.28	0.28	0.35	0.45	0.60

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	24%	2%	31%	28%	30%
营业利润	-21%	25%	66%	33%	38%
净利润	46%	13%	63%	29%	34%
获利能力					
毛利率	20.9%	22.7%	23.5%	22.5%	22.8%
净利率	4.3%	4.7%	5.9%	6.0%	6.2%
ROE	16.7%	14.3%	9.1%	10.5%	12.4%
ROIC	8.8%	8.2%	6.9%	7.9%	9.4%
偿债能力					
资产负债率	73.9%	68.6%	52.4%	53.8%	54.8%
净负债比率	27.9%	25.3%	19.5%	18.3%	16.8%
流动比率	0.8	0.9	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.3	0.4	0.9	0.8	0.7
营运能力					
资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8
存货周转率	2.3	1.9	2.2	2.3	2.3
应收帐款周转率	11.4	10.8	16.1	22.4	22.6
应付帐款周转率	3.9	3.6	4.0	4.0	4.0
每股资料(元)					
每股收益	0.28	0.28	0.35	0.45	0.60
每股经营现金	0.75	0.52	0.76	0.74	0.90
每股净资产	1.65	2.00	3.85	4.27	4.84
每股股利	0.00	0.00	0.02	0.02	0.03
估值比率					
PE	48.1	46.7	38.2	29.6	22.1
PB	8.0	6.7	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	23.2	21.2	13.6	11.0	8.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，七年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究董事。曾获《新财富》机械行业最佳分析师 2007 年第二名，2008 年第五名，2009、2010 年第一名。曾获 2009、2010 年水晶球卖方最佳分析师机械行业第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。