

重卡传动轴领域依然大有可为

研究结论

- **质量与成本完美平衡，远东传动核心竞争力突出。**远东传动是国内最大的商用车非等速传动轴供应商，已具备近 60 年的专业传动轴生产经验，产品质量与工艺水平国内领先。过去几年，公司凭借优秀的经营管理能力，通过精益生产、产业链向上延伸等方式，实现了产品质量与成本的完美平衡，造就了超越竞争对手的核心竞争优势，盈利能力高于同业及零部件上市公司的平均水平。重卡与工程机械传动轴是公司目前最主要的利润来源，公司在重卡与工程机械（装载机与汽车起重机）配套市场上分别占据了 20% 与 50% 以上的市场份额，竞争能力非常突出。
- **从相对龙头到绝对龙头，公司在重卡传动轴领域依然大有可为。**国内重卡销量 Top10 厂商占 95% 以上份额，仅一汽、东风、重汽就占 60% 以上，但这三巨头的传动轴均以为内部配套为主，导致公司过去无法批量进入其配套体系。目前公司在重卡配套市场占约 20% 的份额，即在三巨头以外市场占 50% 左右的份额；如果公司能在三巨头的市场再占 50% 的份额，将成为绝对龙头。我们认为，目前三巨头的内配传动轴企业均经营情况欠佳，如果保持现状，将很难与下游整车行业保持同步快速发展，而采取与管理优秀、经营良好的传动轴企业合资是目前面临的最优选择。过去几年，北汽、重庆重汽下属传动轴企业已分别与公司合资并取得成功；东风传动轴公司已与公司签署了合资意向书。我们认为公司通过合资模式进入三巨头的配套市场是大势所趋；此外，产能问题解决后，海外市场将成为公司未来另一重要增长点之一，公司在重卡传动轴领域依然大有可为。
- **产能大规模扩张推动公司迈上可持续高增长之路。**为降低运输成本、加强对客户需求的响应能力，公司未来将通过设立子公司的方式进行全国布局，巩固与客户的长期合作关系并进一步提升配套份额。公司募投项目全部达产后，产能将由 140 万套/年增加到 555 万套/年，我们认为，在全面进入重卡传动轴市场的同时，公司还将利用富余产能继续开拓轻型车传动轴市场及商用车维修市场，进一步拓展长期发展空间。产能快速增长使困扰公司长期发展的问题得以解决，我们预计未来几年公司将迈上可持续高增长之路。
- **盈利预测与估值定价。**若不考虑合资因素，我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.95 元、1.22 元与 1.50 元，三年复合增长率 31.4%；若公司与东风传动轴合资能在 2012 年完成，我们估算 2013 年增厚当年业绩 12% 左右，若能继续进入一汽、重汽的配套市场，长期增长空间则可能更大。我们分析认为，公司未来在 IPO 推动下将迈上可持续高增长之路，理应享受一定的估值溢价，暂不考虑合资因素，按 2011 年 22 倍 PE 估值，对应目标价 20.90 元，首次给予公司买入评级。
- **风险提示。**（1）重卡、工程机械行业景气程度大幅下滑；（2）原材料价格大幅上涨，公司无法迅速转嫁成本压力；（3）公司新建产能进度远低于预期。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

汽车行业资深分析师

8621-63325888 × 6097

qinxuwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209090198

联系人

王轶

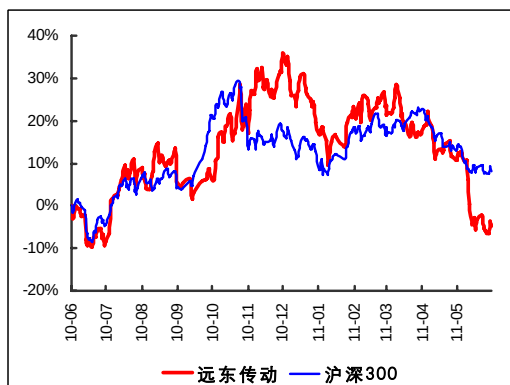
8621-63325888 × 6129

wangyi1@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 6 月 17 日)	15.00 元
目标价格	20.90 元
总股本/A 股 (亿股)	2.81
A 股市值 (亿元)	43.3
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2011 年 6 月 17 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测	单位：百万元			
主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,015	1,292	1,606	1,961
YOY	64.6%	27.3%	24.3%	22.1%
归属母公司净利润	185	267	343	420
YOY	41.8%	44.4%	28.4%	22.3%
每股收益 (元)	0.99	0.95	1.22	1.50
ROE	16.22%	13.84%	15.68%	16.64%
市盈率 (X)	15.6	16.2	12.6	10.3
市净率 (X)	1.6	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	8.2	10.2	8.1	6.0

资料来源：公司报告，东方证券研究所

目 录

1、公司在重型传动轴领域竞争优势突出.....	4
1.1、传动轴产品及远东传动简介	4
1.2、公司在重卡与工程机械领域配套优势显著	4
1.3、质量与成本完美平衡，公司核心竞争能力突出	5
1.3.1、优秀的管理能力是公司快速发展的源动力	5
1.3.2、精益生产与产业链延伸造就无可比拟的成本优势	6
1.3.3、质量与成本实现完美平衡，核心竞争力突出	7
2、公司在重卡传动轴领域依然大有可为.....	7
2.1、国内重卡行业短期波动不改长期增长前景	7
2.2、全面攻入三巨头的配套市场是公司未来最大增长点	8
2.2.1、未来成长空间取决于是否能进入重卡三巨头的配套体系	8
2.2.2、三巨头内配传动轴企业因缺乏竞争力面临被淘汰的可能	9
2.2.3、进行合资是三巨头内配传动轴企业脱困的最优选择	10
2.2.4、合资已有成功先例，公司进入三巨头配套市场指日可待	10
2.3、海外市场是公司未来重轴业务另一重要增长点	11
3、产能扩张推动公司迈上可持续高增长之路	12
3.1、战略全国布局，全方位提升长期竞争力	12
3.2、产能问题解决，公司迈上可持续高增长之路	12
4、盈利预测及估值	13
4.1、核心假设与盈利预测	13
4.1.1、若不考虑进入三巨头配套市场，未来三年 CAGR 为 31.4%	13
4.1.2、若与东风传动轴设立合资公司将增厚 2013 年业绩 12%左右	14
4.2、估值与投资评级	15
5、风险提示	15
5.1、重卡行业景气程度下滑超预期	15
5.2、原材料价格大幅迅速上涨，无法迅速转嫁成本	16
5.3、公司新建产能进度远低于预期	16

图表目录

图 1 非等速传动轴及远东传动主要产品图示	4
图 2 2009 年国内主要非等速传动轴生产企业营业收入比较（百万元）	5
图 3 2009 年公司主营业务收入结构	5
图 4 2009 年公司主营业务毛利结构	5
图 5 公司改制前后主要财务指标对比	6
图 6 公司毛坯件自配率与综合毛利率变化	6
图 7 公司净利润率与同行及汽车零部件行业平均水平比较	7
图 8 重卡行业销量、公司主要客户销量及同比增速	8
图 9 2010 年国内重卡销量市场份额	9
图 10 公司在重卡整体及三巨头以外配套市场的份额	9
图 11 中国车用传动轴部件出口额及增速	11
图 12 公司海外业务状况	11
图 13 公司产能变化、产能利用率及预测	13
表 1 三大重卡集团配套传动轴企业及经营状况	9
表 2 公司已与北汽、重汽合资组建传动轴公司	10
表 3 公司异地扩张计划及主要目标客户	12
表 4 不考虑合资因素的盈利假设与预测	14
表 5 与东传成立合资公司对公司 2013 年业绩的影响	14
表 6 商用车零部件可比公司估值	15
附表：财务报表预测与比率分析	17

1、公司在重型传动轴领域竞争优势突出

1.1、传动轴产品及远东传动简介

汽车传动轴属传动系统，是介于变速箱与驱动桥之间、将发动机产生的动力传递给驱动轮的重要零部件。对于非前轮驱动的车辆，通常使用带十字万向节的普通传动轴，将发动机产生的动力传动给后驱动桥；而对于前轮驱动的车辆，由于前轮同时具备驱动与转向的功能，通常使用可保持两个半轴等角速运动的“等速驱动轴”。一般而言，非等速传动轴广泛应用于卡车、客车等商用车、工程机械，及少部分后轮驱动的乘用车上，是最传统的传动形式；而等速驱动轴通常应用于大部分前轮驱动的乘用车上。远东传动主要为中重卡、轻卡、皮卡和 SUV、客车和装载机、起重机等工程机械配套非等速传动轴，同时还为旗下合资公司提供传动轴配件。

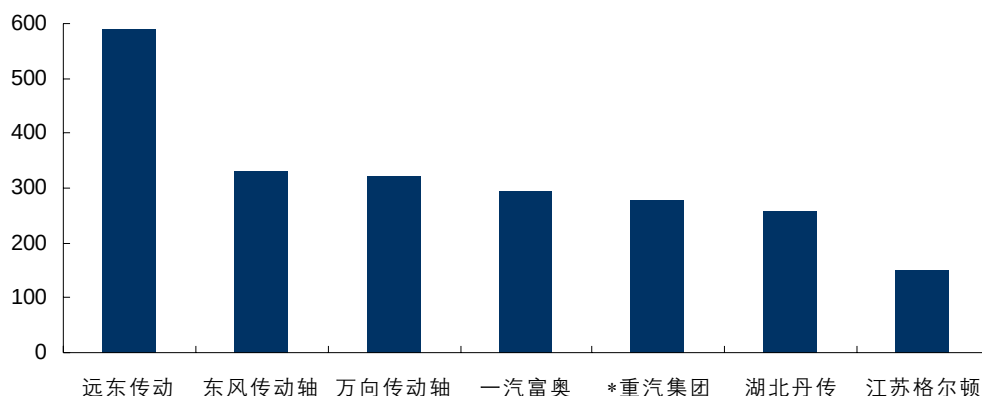
图 1 非等速传动轴及远东传动主要产品图示



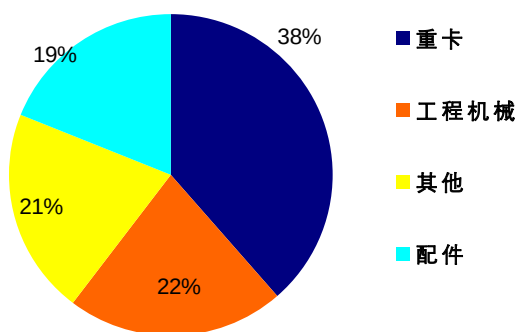
资料来源：互联网、东方证券研究所

1.2、公司在重卡与工程机械领域配套优势显著

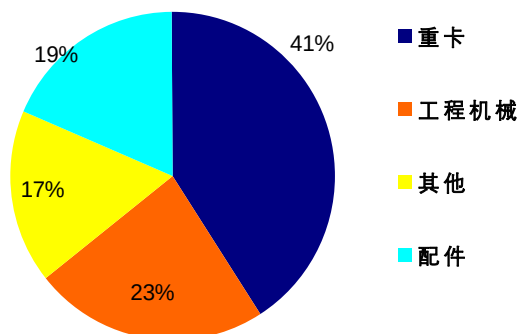
传动轴市场可分为主机配套与维修市场。一般而言，技术实力强、规模较大的企业凭借先发优势进入利润率较高的主机配套市场，规模小、技术实力差、知名度不高的企业主要靠低价优势占领部分低端配套市场和维修市场。远东传动目前已经拥有 250 万套/年的传动轴生产能力，多年来致力于主机配套市场，已发展成为国内销售规模最大的非等速传动轴配套供应商，特别是在技术含量高、单位附加值大的重型传动轴配套市场，公司的配套优势非常显著：以一辆重卡平均使用 2.7 根传动轴、工程机械平均使用 3 根传动轴计算，公司在国内重卡、工程机械的配套份额分别超过 20% 与 50%。2009 年公司主营业务中，41% 的毛利来自重卡配套，23% 来自工程机械配套，若加上配件业务中重卡部分，我们估算主营业务毛利中超过 50% 来自重卡配套业务。

图 2 2009 年国内主要非等速传动轴生产企业营业收入比较（百万元）


资料来源：中国汽车工业年鉴 2010、公司财务报告、东方证券研究所。其中重汽集团为估算数

图 3 2009 年公司主营业务收入结构


资料来源：中国汽车工业年鉴 2010、东方证券研究所。

图 4 2009 年公司主营业务毛利结构


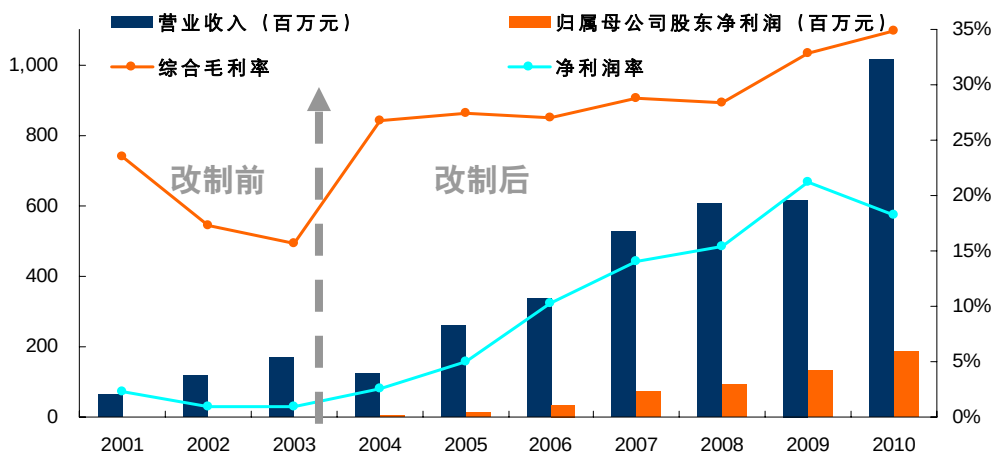
资料来源：公司招股书、财务报告、东方证券研究所

1.3、质量与成本完美平衡，公司核心竞争能力突出

1.3.1、优秀的管理能力是公司快速发展的源动力

远东传动的前身是成立于 1954 年的许昌传动轴总厂，是许昌县属国有企业，1969 年被国家机械部汽车局设立为第一家汽车传动轴总成专业制造厂公司，拥有近 60 年的专业传动轴制造经验，但由于体制僵化、管理落后，长期以来经营状况不佳，2003 年 7 月公司启动国有企业改革，实现向管理层控股的民营企业的转变。体制变革给公司带来管理上的突破：通过加强生产管理，改进工艺，精简工序，大幅提高了生产效率；在长期专业制造经验积累的基础上，吸收创新、自主研发，产品质量大大提高；建立区域营销管理制度，强化售后服务，巩固原有市场份额的同时不断开拓新客户；实施“效益工资”制度，全面激发员工的劳动积极性...我们认为，公司改制七年来盈利能力逐年提升，营业收入复合增长率达 29.2%，净利润复合增长率高达 99.2%，优秀的经营管理能力起了决定性作用，这也是公司未来仍然能够实现可持续快速发展的源动力。

图 5 公司改制前后主要财务指标对比

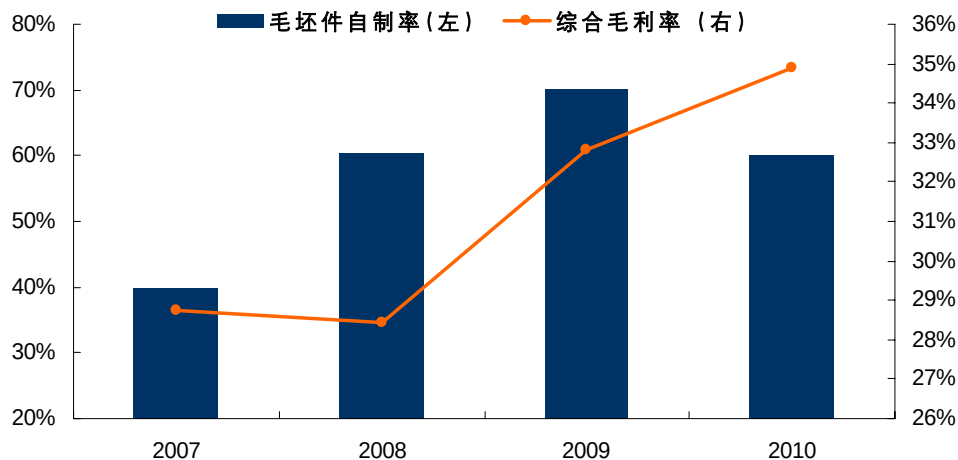


资料来源：公司招股书、财务报告、东方证券研究所

1.3.2、精益生产与产业链延伸造就无可比拟的成本优势

公司积极推行“精益生产”模式。除通过改进工艺、精简工序提高生产效率外，还在产品轻量化方面取得突破，主要产品重卡传动轴平均减重 10%左右，大量减少原材料消耗，降低成本；此外，由于毛坯件是生产传动轴的主要原材料，为充分抵消原材料涨价的影响，缩短采购与产品开发周期，公司 2007 年将上游毛坯件企业中兴锻造纳入全资子公司。2008 年公司向中兴锻造采购同类毛坯件的价格比对外采购平均低 10%左右；同时中兴锻造 2008、2009 年依然实现了 1536.1 万元和 1681.7 万元的净利润。我们估算，相比外购毛坯件，全资持有中兴锻造对公司 2009 年净利润的正面影响在 25%以上。我们认为，随着新建产能与中兴锻造 2 万吨与 3.5 万吨锻件项目全部达产，预计毛坯件自制率最终将提高至 90%左右，毛利率仍有进一步提升空间。由于本身已经具备相当的规模效应，通过精益生产与产业链整合，公司进一步拥有了多数竞争对手无可比拟的成本优势。

图 6 公司毛坯件自配率与综合毛利率变化

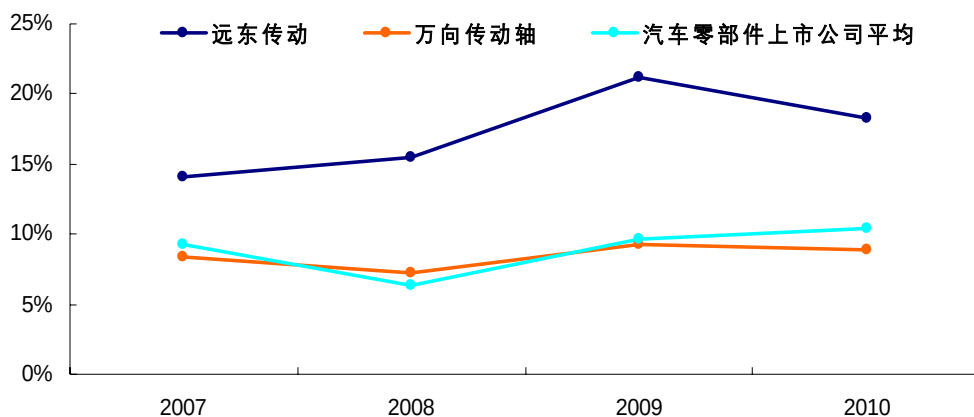


资料来源：公司招股说明书、东方证券研究所。其中 2010 年自制率为估算值

1.3.3、质量与成本实现完美平衡，核心竞争力突出

在最大限度降低成本的同时，能够保证产品质量，是制造型企业能够长期生存并发展的根本条件。公司周边有许多生产毛坯锻件的制造企业，已形成相当规模的产业集群，但与公司旗下中兴锻造相比，大部分企业规模小，设备落后，所生产的毛坯件质量与稳定性无法保证，国内许多同行的毛坯件均采购于此；而中兴锻造拥有几十年的专业传动轴毛坯件生产经验，从根本上保证了公司产品质量的可靠性与稳定性。我们认为，精益生产，向上延伸产业链等方式使公司产品实现了质量与成本之间的完美平衡，公司开始在传动轴市场上拥有主动权，并在改制后采取一系列促销策略，提升原有客户的配套比例、积极拓展新客户，获得了销售收入的超行业快速增长，销售收入持续增长带来的规模效应显著提升了公司的盈利能力，盈利能力的提升又为产品进一步降价留出了空间……经过一系列良性循环，公司在过去几年里实现了规模与盈利的快速双升，2010年，公司营业收入已突破10亿元，毛利率与净利润率分别高达34.9%与18.2%，盈利能力远高于主营轻型传动轴配套于出口的全向传动轴及汽车零部件行业平均水平。

图7 公司净利润率与同行及汽车零部件行业平均水平比较



资料来源：公司招股书、财务报告、万向钱潮财务报告、Wind、东方证券研究所

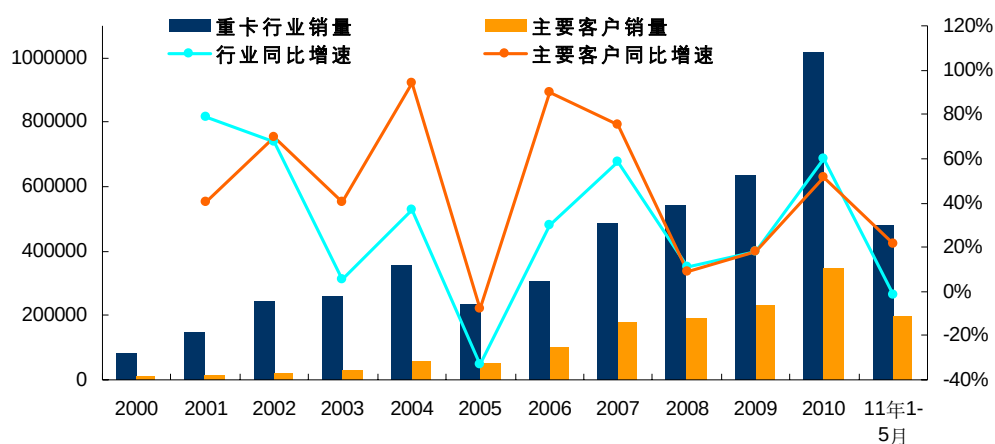
2、公司在重卡传动轴领域依然大有可为

2.1、国内重卡行业短期波动不改长期增长前景

过去十年，伴随着中国经济的迅速崛起，固定资产投资快速增长、城市化推动市政建设和房地产行业高度繁荣，加上治理超载、计重收费、排放标准升级、养路费取消等相关政策推动，国内重卡销量从2000年的8.2万辆迅速膨胀至2010年101.7万辆，十年复合增长率高达28.6%；但进入2011年，重卡终端零售普遍存在同比下滑的现象，经销商库存明显增加，降价压力加大。我们认为重卡行业景气程度下滑的主要原因是：1) 国家四万亿投资项目已接近完工，新增项目不多；尽管地方政府的投资项目较多，但由于政府采取紧缩政策抑制通胀，信贷资金紧张造成许多项目无法开工，土建类重卡需求下滑；2) 2010年公路货运类重卡销量爆发式增长、供给大量增加造成公路运价下滑，行业吸引力下降；同时宏观调控导致宏观经济景气程度下降，公路货运类重卡需求明显下滑。

我们认为，中国“投资依赖型”经济增长模式短期内不会发生改变，加上城市化进程的继续推进、经济区域发展的不平衡、中国作为制造业大国的地位难以撼动等因素，未来十年国内重卡产品需求稳步增长依然可期；从短期看，市场普遍预期 CPI 将于下半年回落，鉴于保增长的压力，调控政策将有所放松，水利项目与保障房建设推动固定资产投资出现反弹，加上库存压力在二季度逐步消化，重卡行业下半年复苏是大概率事件。此外 2011 年来重卡企业销量分化明显，1-5 月行业总销量同比下滑 1.8%，其中三巨头一汽、东风、重汽表现欠佳，但公司主要客户如陕汽、福田、北奔、红岩、华菱、江淮等，由于去年同期基数偏低、渠道内库存较少、新产能上马等因素，6 家企业 1-5 月依然实现了 21.5% 的总销量同比增长，我们预计全年情况亦是如此。考虑配套比例提升与客户拓展情况，我们预测公司 2011 年重卡配套销量仍可保持 15% 以上的增速。

图 8 重卡行业销量、公司主要客户销量及同比增速



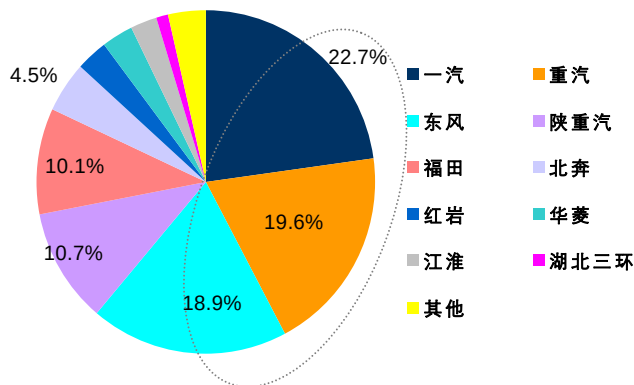
资料来源：中国汽车工业协会产销快讯、东方证券研究所。

2.2、全面攻入三巨头的配套市场是公司未来最大增长点

2.2.1、未来成长空间取决于是否能进入重卡三巨头的配套体系

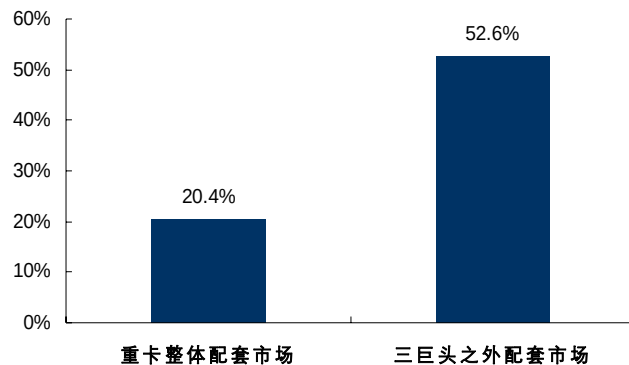
2010 年，重卡行业销量排名前十的厂商中，除了前三名一汽、重汽、东风以外，其他七家均是公司的主要客户。过去十年，随着高速公路不断通车与新一轮经济周期启动，国内重卡需求快速增长，吸引众多厂商参与竞争，重卡三巨头以外厂商的总市场份额由 2001 年的 10.5% 逐步上升至 2010 年的 38.8%，客观上推动了公司配套业务的快速增长：我们估算 2010 年公司重卡传动轴销量在 56 万套左右，据此估算公司在重卡整体市场的配套份额超过 20%，即：公司在三大巨头以外的配套市场的份额超过 50%。我们认为，经过十年的发展，目前国内重卡市场的竞争格局已经趋于稳定，重卡三巨头以外的厂商总市场份额以及公司在其中的配套份额也将难以继续大幅度提升，因此，未来公司是够依然能够实现持续超越行业的快速增长，取决于公司是否能够进入重卡三巨头的配套市场，如果公司能够在三巨头的配套市场再占据 50% 的市场份额，那么公司在整个重卡 OEM 配套市场上的份额将超过 50%，将成为绝对的重卡传动轴龙头。

图 9 2010 年国内重卡销量市场份额



资料来源：中国汽车工业协会、东方证券研究所。

图 10 公司在重卡整体及三巨头以外配套市场的份额



资料来源：公司招股书、财务报告、东方证券研究所

2.2.2、三巨头内配传动轴企业因缺乏竞争力面临被淘汰的可能

中国汽车行业的发展起源于由一汽、东风等按“全能厂”模式建设的汽车厂，零部件基本都来自于下属零部件厂。目前，一汽、东风、重汽的重卡传动轴对外采购比例依然很小，导致包括远东传动在内的外部供应商很难大规模进入其配套体系，公司仅对东风柳汽与郑州日产有一部分配套业务。我们认为，以内部配套为主的“纵向一体化”模式在汽车行业初期发展初期的贡献非常显著，极大地提高了上下游的响应能力，促进汽车工业的迅速发展；但当产业逐渐步入成熟时，这种模式的弊端变得非常明显：一方面，受整车发展制约，零部件厂缺乏扩张与创新的动力；另一方面，追求大而全使零部件厂缺乏专业化与规模优势，成本高居不下，进一步制约整车的盈利空间。随着市场竞争加剧，“中性化”成为零部件行业发展的必然趋势，近些年汽车集团已纷纷将非核心零部件企业独立出来，但一些企业因缺乏竞争优势，经营状况并不乐观：一汽集团旗下富奥零部件公司几经改制，已将大部分优质资产用于成立合资公司，包括传动轴在内的业务因生产效率低下，冗员众多，扭亏难度大；东风传动轴公司则长期亏损；而为重汽集团配套的济南商用车公司，2009 年包括整车业务在内的整体净利润率仅为 2.7%，与远东传动近些年蒸蒸日上的发展局面形成了鲜明的对比。我们认为，在未来整车市场竞争日趋激烈的情况下，三家内配传动轴企业如果仍保持现状，将无法跟上下游整车行业快速发展的步伐。

表 1 三大重卡集团配套传动轴企业及经营状况

公司名称	股权结构	主要客户	主营业务	经营状况
富奥汽车零部件股份有限公司传动轴分公司	一汽集团 35%，宁波华翔 20%，管理层 16%，金石投资、亚东投资、天亿投资共 29%	一汽集团	公司历经两次改制，是国企主辅分离、辅业改制安置下岗职工超过 30% 的企业。共辖包括传动轴分公司在内的 13 家分公司、16 家合资公司	2008 年富奥母公司营业收入 15.22 亿元，综合毛利率 12.5%。合并报表归属母公司净利润 1.3 亿元，但扣除合资所公司贡献的投资收益后净亏损 5275 万元。2009 年母公司营收 14.76 亿元，其中传动轴分公司 2.92 亿元。

东风汽车传动轴有限公司	东风零部件集团	东风集团	生产传动轴、转向器、转向传动装置、离合器四大总成及部件。持有湖北丹传 51% 股权，同为东风集团配套	2006-2009 年利税总额连续为负。2010 年主营业务收入约 5.7 亿元，2001 年为 5.3 亿元，十年来基本无增长。
	85%，苏州 创元集团 15%			
重汽集团济南商用车有限公司传动轴厂	重汽香港 100%	重汽集团	生产斯太尔、黄河系列整车和商用车传动轴、内饰件、车轮等零部件	2009 年包含整车在内的营业收入 72.07 亿元，归属于母公司净利润 1.94 亿元，净利润率 2.7%。

资料来源：各公司网站、相关上市公司公告、中国汽车工业年鉴、东方证券研究所

2.2.3、进行合资是三巨头内配传动轴企业脱困的最优选择

我们认为，三大重卡巨头下属传动轴企业要想摆脱经营困境，有以下几种方案：

- 1) 进行大刀阔斧的管理改革，更新设备，提高生产效率和产品竞争力，逐步脱困；
- 2) 彻底剥离或处置现有不良资产，由内部配套转向全部对外采购；
- 3) 与管理能力优秀、技术先进、经营状况良好的传动轴企业进行合资，以市场换利润。

我们认为，由于大型国有企业历史包袱沉重，第一种方案已经被证实阻力重重，且缺乏资金投入设备更新；采取第二种方案会带来难以解决的就业问题，影响企业的社会形象；而采取第三种方案，企业可以合理利用现有资产和人员，引入先进的管理模式和流动资金，合资方可以获得之前被垄断而难以进入的市场份额，双方实现共赢。

2.2.4、合资已有成功先例，公司进入三巨头配套市场指日可待

目前，远东传动采取第三种方案、与汽车集团进行合资已经有了两个成功的先例：2007 年，公司分别与北汽控股公司、重庆重汽集团对下属传动轴公司进行合资重组，合资公司成立后，不仅以市场化的价格和稳定的品质为整车厂进行配套，还为合资双方带来稳定的盈利贡献。2008 年底，公司已与东风传动轴公司签署合资意向书，目前尽管合资进程因东风传动轴公司搬迁而暂停，但我们认为，公司上市后，规模优势、行业地位、资金实力和市场影响力均得到进一步提升，如果能够复制与北汽、重汽集团合资的成功经验，进入重卡三巨头的配套市场是必然趋势，未来公司在重卡传动轴配套市场的成长空间依然巨大。

表 2 公司已与北汽、重汽合资组建传动轴公司

合资公司	股权结构	合资协议/意向书主要内容	合资公司经营状况
北京北汽远东传动部件有限公司	远东传动 49%， 北京海纳川 51% (北汽控股零部件子公司)	公司原北京子公司富博达与北汽控股下属传动轴厂业务全部转入合资公司；北汽控股将支持合资公司在福田和北汽有限的市场份额达到 80%；合资公司产能不足时，远东传动可直接供货；远东传动可为合资公司提供传动轴配件产品。	08-10 年净利润分别为 143 万元、398 万元与 278 万元。目前产能有限，主要从事组装业务，净利润率较低，在 1% 左右，扩产后将直从事生产，利润率有相当大的提升空间。

重庆重汽远东传动轴有限责任公司 远东传动、重庆重汽集团各 50%

合资公司为原重汽传动轴最主要客户上汽依维柯红岩供应传动轴，同时为重庆重汽下属其他子公司提供内部配套；远东传动可为合资公司提供传动轴配件产品。

2008-2010 年净利润分别为 143 万元、398 万元与 278 万元，净利润率为 4.8%、9.5%、9.1%。

东风远东传动轴有限公司（拟） 远东传动 50%，东风传动轴 50%

东风传动轴以传动轴业务相关资产作为出资，并将现有业务及人员全部转入合资公司；主要目标市场为东风集团；若合资公司经营正常，则成立 3 年内（最长不超过 5 年），远东传动将增持至 75%；如果远东传动能获得更优惠的原材料，将为合资公司提供支持。

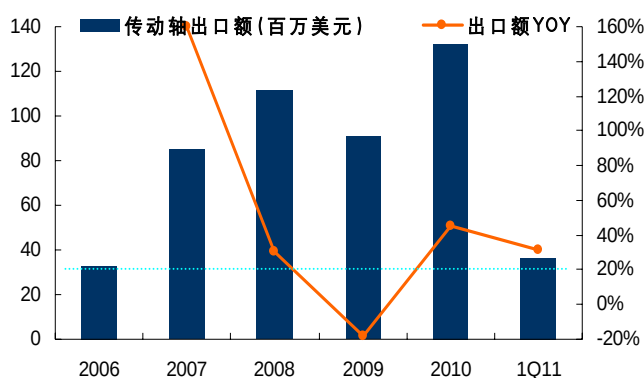
2008 年底签署合资意向书，目前合资公司尚未成立。

资料来源：公司招股书、财务报告、相关公司财务报表、东方证券研究所

2.3、海外市场是公司未来重轴业务另一重要增长点

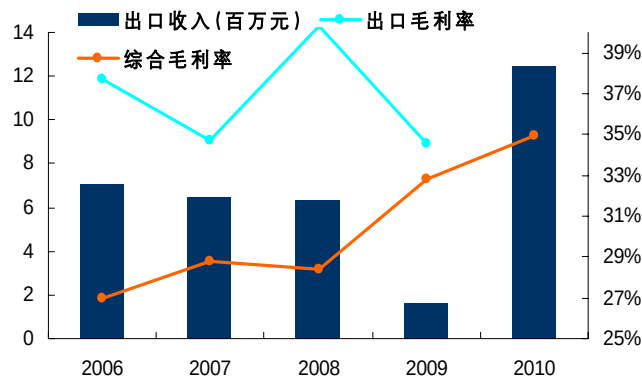
近年来，在全球汽车市场增长趋缓的背景下，跨国公司及其所属的供应商体系为应对竞争，降低材料及人工成本，加速其供应链的国际转移，为包括中国在内的零部件企业带来全新的发展机遇。近几年国内传动轴部件出口额快速增长，除 2009 年受金融危机影响外，其他年份增速均保持在 20% 以上。我们认为，公司作为国内综合竞争能力最强的重型传动轴生产企业，必将显著受益于这一过程。过去几年，公司由于产能不足未能积极开拓国际市场，2010 年出口业务占营业收入的比重不足 2%。由于出口业务毛利率明显较高，我们认为，公司在募投资项目完全达产后，将积极拓展海外市场，特别是附加值高、盈利能力强的重型传动轴市场。我们认为，出口业务将成为公司重型传动轴业务的另一个增长点。

图 11 中国车用传动轴部件出口额及增速



资料来源：中国汽车工业协会、东方证券研究所。

图 12 公司海外业务状况



资料来源：公司招股书、财务报告、东方证券研究所

3、产能扩张推动公司迈上可持续高增长之路

3.1、战略全国布局，全方位提升长期竞争力

传动轴属钢制品，物流费用计重收取，2010 年运输费用占公司营业收入的比重为 2.1%，加上仓储费用以及万向节、支撑等零件的双向运输费（零件先运至公司，装配成整轴后再运至下游客户），实际支出则更高。此外，公司现有客户中，订单周期最短的仅有一天，如果公司不能迅速相应客户需求，则不可能最大程度地得到配套份额。未来公司如果要全面攻占国内商用车传动轴的配套市场，就必须进行全国布局。为了贯彻“零时间、零距离、零库存”的营销理念，进一步降低运输成本，公司利用 IPO 募集资金，围绕主要客户及汽车制造基地设立子公司，我们认为，这种举措节省物流与仓储成本的同时，有助于公司进一步巩固与客户的长期合作关系。目前公司已拥有产品质量与成本优势，通过异地设子公司，打造“质量+价格+服务”的全方位优势，将进一步提升公司的长期竞争能力。

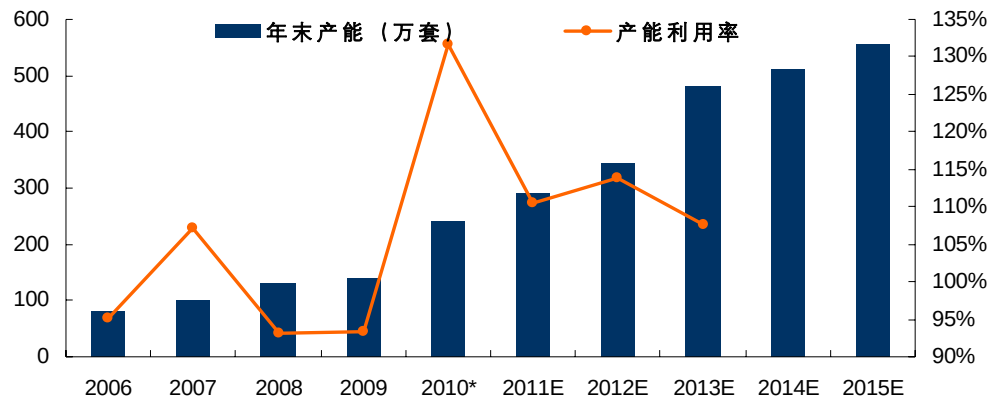
表 3 公司异地扩张计划及主要目标客户

募投项目	产能规划	目标客户
潍坊远东项目	重卡 8.5 万套，工程机械 20 万套，轻卡 21 万套，客车 0.5 万套，共 50 万套	包头北奔蓬莱公司、福田重工，临工，山工、福田诸城厂、福田奥铃，五征汽车，五菱青岛、东安黑豹等
合肥远东项目	各种商用车传动轴 55 万套	华菱、江淮、奇瑞、集瑞重卡
长沙远东项目	各种商用车传动轴 60 万套	福田长沙厂，陕汽长沙厂，三一重工、中联重科、山河智能等
包头远东装配项目	公司根据需求向包头远东提供配件，包头远东进行组装后出售	包头北奔新建 5 万辆重卡产能

资料来源：公司招股书、公司公告，东方证券研究所

3.2、产能问题解决，公司迈上可持续高增长之路

过去由于产能紧张，公司将主要精力放在附加值较高的重型传动轴上，对轻型传动轴的投入较少。2010 年 5 月，公司利用 8.2 亿元 IPO 募集资金用于传动轴及相应零部件产能建设项目，根据规划，新建项目全部达产后，公司的传动轴产能将由 2009 年底的 140 万套/年增加至 555 万套/年；自配毛坯件产能将由 1.3 万吨/年增至 6.8 万吨/年。产能问题解决使公司开拓轻型车传动轴市场与新客户成为可能，2009 年来，公司凭借良好的产品质量与价格优势，不断拓展新客户，并开始为上汽通用五菱青岛基地、东安黑豹、长安、长城、广汽日野、厦金旅等整车厂供货，我们估算 2011 年以上整车厂对传动轴需求约为 180 万套左右，如果未来能够公司能够在其中实现 60% 的供货比例，仅以上几家客户便可为公司消化 100 万套以上的产能；此外，产能问题解决后，公司还可利用富余产能进入维修市场，进一步拓展发展空间。我们认为，未来几年，在产能扩张的推动下，公司将凭借核心竞争优势全面攻占重卡配套市场份额，并进一步开拓海外市场、轻型车配套业务和进军维修市场，未来几年，公司将迈上可持续高增长之路。

图 13 公司产能变化、产能利用率及预测


资料来源：公司招股书、财报、东方证券研究所。产能利用率=产量/年初年末平均产能。2010 年为估算值

4、盈利预测及估值

4.1、核心假设与盈利预测

4.1.1、若不考虑进入三巨头配套市场，未来三年 CAGR 为 31.4%

若不考虑公司未来三年能够进入重卡三巨头的配套市场，在以下核心假设下，预测公司 2011—2013 年实现归属于母公司净利润分别为 2.67 亿元、3.43 亿元与 4.20 亿元，折合 EPS 分别为 0.95 元、1.22 元与 1.50 元，未来三年业绩的年复合增长率为 31.4%；

- 1) 预计 2011-2013 年重卡行业销量增速为 5%、15%、15%；考虑公司下游主要客户销量表现好于行业，以及公司配套份额的不断提升，我们估算 2011-2013 年公司重卡传动轴及配件的销量增速为 17%、27%与 23%，即：到 2013 年，公司在重卡三巨头以外市场的配套份额由目前的 53%左右提升至 65%左右；考虑原材料价格变动因素，公司对产品价格实施微调，则预计 2011—2013 年公司主营业务收入为 12.32 亿元、15.36 亿元与 18.81 亿元；
- 2) 尽管下游景气程度有所下滑，但考虑规模效应、毛坯件自制率的进一步提升、异地设厂节约零部件运输成本，我们预测主营业务毛利率维持在 33%-34%之间（1Q11 综合毛利率为 35.9%，创单季度新高）；
- 3) 预计运输费用随着全国布局有所下降，销售费用率稳中略降；管理人员薪酬与技术开发费较稳定，增速远低于营收增长。

表 4 不考虑合资因素的盈利假设与预测

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销量 (万套)	76	96	107	126	250*	293	361	444
重卡	13	27	22	24		43	53	67
工程机械	28	31	32	29		59	71	85
中卡	5	5	5	4		7	9	10
轻小卡、皮卡与SUV	24	31	30	42		86	113	147
客车及其他	6	3	4	7		62	72	82
配件			14	20		36	44	52
均价 (元/套)	432	520	531	468	384	421	425	424
重卡	869	933	991	961		990	1000	1000
工程机械	443	493	471	452		480	485	485
中卡	328	396	429	382		390	395	395
轻小卡、皮卡与SUV	183	205	195	181		188	188	187
客车及其他	476	608	445	398		175	176	177
配件			708	557		631	648	653
主营业务收入(百万元)	329	502	568	590	961	1232	1536	1881
主营业务毛利率	25.8%	28.2%	26.9%	31.0%	33.4%	33.5%	33.9%	34.0%
重卡	29.4%	30.7%	28.3%	32.9%		37.4%	37.8%	38.0%
工程机械	28.3%	29.7%	29.0%	33.0%		36.5%	36.8%	37.0%
中卡	14.7%	17.6%	16.9%	25.0%		28.0%	28.5%	28.5%
轻小卡、皮卡与SUV	15.1%	19.0%	18.8%	24.3%		26.4%	26.5%	26.5%
客车及其他	23.1%	24.4%	22.1%	29.3%		30.7%	30.8%	30.8%
配件			28.2%	30.5%	26.7%	29.9%	30.5%	30.6%
销售费用率	8.64%	6.45%	5.68%	6.28%	6.82%	6.26%	6.20%	6.10%
管理费用率	3.44%	2.39%	3.57%	3.61%	7.48%	5.00%	4.30%	4.30%

资料来源：公司招股书、财报、东方证券研究所。其中 2010 年销量与均价为估算值

4.1.2、若与东风传动轴设立合资公司将增厚 2013 年业绩 12%左右

若假设公司在 2012 年能够与东风传动轴公司设立 50%: 50%的合资公司，并在 2013 年开始对公司产生盈利贡献，并且：

- 1) 合资公司成立初期由于产能有限（东风传动轴目前主要产能为中重卡传动轴），仅为东风集团中重卡进行配套；
- 2) 远东传动进入东风配套体系后，获得除中重卡外其他商用车传动轴 50%的配套份额。

那么在表 5 中观假设 2 下，我们预测成立合资公司对公司 2013 年盈利的增量贡献在 0.18 元左右，增厚幅度约 12%。

表 5 与东传成立合资公司对公司 2013 年业绩的影响

	假设	2010销量 (万辆)	2013预计销 量 (万辆)	传动轴需求 (万套)	需求价值量 (百万元)	配套 份额	净利 润率	盈利贡献 (百万元)	对EPS 增幅
1、中重卡	假设1					80%	5%	0.054	
	假设2	28.1	35.1	87.8	758.4	85%	10%	0.115	
	假设3					90%	15%	0.183	
2、其他商用车		58.2	71.8	107.2	233.3	50%	15%	0.062	
合计	假设1							0.12	8%
	假设2							0.18	12%
	假设3							0.24	16%

资料来源：公司财务报告、汽车工业协会产销快讯、东方证券研究所

4.2、估值与投资评级

我们认为，公司作为传动轴龙头企业，过去几年实现了从管理差、盈利薄的国有企业向管理先进、盈利丰厚的民营企业的转变，在这一过程中，公司通过不断提升研发能力与改进工艺，逐步提高毛坯件的自制率，拥有了质量与成本的完美平衡，这一核心优势推动公司过去几年实现了超越行业的迅速增长。IPO 后公司产能问题得到解决，我们认为未来几年公司通过合资模式进入重卡三巨头的配套市场是大概率事件，出口快速增长也将公司未来另一增长点，公司重型传动轴的发展空间仍然巨大；此外，公司还将利用富余产能进一步开拓轻型传动轴市场，并将通过全国布局提升对整车厂的响应能力与售后服务，并进一步降低运输成本，增强配套优势。我们认为，公司未来三年成长性良好，即便不考虑合资因素，年复合增长率也将达到 31.4%，若能够在 2012 年与东风传动轴成立合资公司，那么 2013 年至少可增厚当年盈利 12%，若能继续进入一汽、重汽的配套市场，长期增长空间将更加广阔。我们认为，公司未来成长性良好，理应享受一定的估值溢价。目前，A 股中小板商用车零部件公司 2011 年 PE 均值为 21.6 倍，我们认为目前公司 16.2 倍的估值已明显偏低。若不考虑合资因素，按 2011 年 22 倍 PE 估值，对应目标价 20.9 元，首次覆盖给予买入评级。

表 6 商用车零部件可比公司估值

代码	公司	收盘价 6.15	EPS			PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
002283	天润曲轴	12.82	0.46	0.59	0.78	27.7	21.9	16.5
002448	中原内配	30.38	1.13	1.70	2.16	27.0	17.9	14.1
002355	兴民钢圈	14.08	0.45	0.58	0.73	31.0	24.3	19.3
002488	金固股份	12.00	0.34	0.47	0.65	35.3	25.5	18.5
002363	隆基机械	15.81	0.41	0.59	0.79	38.4	26.8	20.0
002126	银轮股份	18.04	1.00	1.18	1.57	18.0	15.3	11.5
002434	万里扬	27.90	0.88	1.04	1.36	31.6	26.8	20.5
002454	松芝股份	16.30	0.73	0.90	1.10	22.2	18.2	14.8
002590	万安科技	17.28	0.90	0.99	1.18	19.3	17.5	14.6
平均值						27.8	21.6	16.6
600960	滨州活塞	13.13	0.75	0.96	1.18	17.5	13.7	11.1
000338	潍柴动力	44.80	4.07	5.08	5.82	11.0	8.8	7.7
000581	威孚高科	35.18	2.36	2.8	3.62	14.9	12.6	9.7

资料来源：朝阳永续、wind、东方证券研究所

5、风险提示

5.1、重卡行业景气程度下滑超预期

我们预期，伴随国内 CPI 下半年回落，宏观紧缩政策将有所放松，固定资产投资出现反弹，宏观经济景气程度回升将带动重卡销量扭转负增长的局面；若 CPI 居高不下，紧缩政策更加严厉，则重卡行业下滑程度将超过我们的预期，公司将面临需求不足的局面，导致业绩增长不达预期。

5.2、原材料价格大幅迅速上涨，无法迅速转嫁成本

公司与下游客户之间的供货价格基本上是一年一签，如果期内原材料价格发生大幅变化，双方可以对价格进行协商调整，但如果原材料价格上涨速度过快并且幅度很大，公司有可能无法迅速转嫁成本，将出现毛利率下滑的情况。

5.3、公司新建产能进度远低于预期

公司近几年来产能利用率一直处于高位，我们预计未来两年依然如此，但如果新建募投项目无法按预期达产，则有可能出现下游需求快速增长而公司产品供应不足，公司将会因此丢失部分客户的配套份额。

附表：财务报表预测与比率分析

利润表					现金流量表				
(百万元人民币)					(百万元人民币)				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,015	1,292	1,606	1,961	经营活动现金流	24	331	99	508
营业成本	661	846	1,047	1,278	净利润	185	267	343	420
营业税金及附加	4	4	5	7	少数股东损益	(0)	(0)	0	0
销售费用	69	81	100	120	经常性非现金支出	29	35	48	60
管理费用	76	65	69	84	非经常性现金支出	(10)	(11)	(11)	(13)
财务费用	(3)	(4)	(3)	(1)	营运资金变动	(181)	39	(282)	41
资产减值损失	3	2	3	3	投资活动现金流	(272)	(347)	(146)	(126)
公允价值变动收益	0	0	0	0	资本支出	(272)	(349)	(149)	(129)
投资收益	8	11	11	13	投资与投资收益	0	2	2	2
营业利润	214	309	396	484	融资活动现金流	1,085	(56)	(42)	(50)
营业外净收入	5	6	8	10	权益筹资及发行债券	1,223	0	0	0
利润总额	219	315	404	494	贷款增加	(120)	0	0	0
所得税	34	47	61	74	支付股利利息	(38)	(56)	(42)	(50)
净利润	185	267	343	420	现金净流量	837	(72)	(90)	332
少数股东损益	(0)	(0)	0	0					
归属母公司净利润	185	267	343	420					
EPS (元/股)	0.99	0.95	1.22	1.50					
资产负债表					比率分析				
(百万元人民币)					会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	增长能力				
流动资产合计	1,480	1,461	1,605	2,029	营收增长率(%)	64.6%	27.3%	24.3%	22.1%
货币资金	924	852	761	1,093	母公司净利润增长(%)	41.8%	44.4%	28.4%	22.3%
应收款项	356	365	535	568	EBITDA 增长率(%)	52.8%	41.8%	29.4%	22.6%
存货	98	116	149	174	EBIT 增长率(%)	53.1%	41.5%	28.3%	22.3%
其他非流动资产	102	128	159	193	盈利能力				
非流动资产合计	495	819	932	1,014	毛利率(%)	34.9%	34.5%	34.8%	34.9%
长期股权投资	75	84	93	105	净利率(%)	18.2%	20.7%	21.4%	21.4%
固定资产	266	426	564	668	EBITDA 利润率(%)	23.7%	26.4%	27.5%	27.6%
在建工程	60	218	184	152	ROA(%)	13.8%	12.6%	14.3%	15.1%
无形资产	89	87	86	85	ROE(%)	16.2%	13.8%	15.7%	16.6%
其他非流动资产	5	5	5	5	ROIC(%)	10.1%	12.8%	14.4%	15.2%
资产总计	1,975	2,281	2,537	3,043	偿债能力				
流动负债合计	141	235	190	327	资产负债率(%)	7.5%	10.6%	7.8%	11.0%
短期借款	0	0	0	0	利息保障倍数 (倍)	54.9	-	-	-
应付账款及票据	110	180	141	250	流动比率(倍)	10.49	6.21	8.44	6.20
预收账款	2	16	6	20	速动比率(倍)	9.80	5.72	7.65	5.67
其他流动负债	29	40	43	56	营运能力				
非流动负债合计	6	6	6	6	总资产周转率	0.75	0.61	0.67	0.70
长期借款	0	0	0	0	应收账款周转率	3.42	3.41	3.41	3.41
应付债券	0	0	0	0	存货周转率	7.94	7.90	7.90	7.90
其他非流动负债	6	6	6	6	价值评估				
负债合计	147	242	197	333	P/B(倍)	1.6	2.1	1.9	1.6
股本	187	281	281	281	P/E(倍)	15.6	16.2	12.6	10.3
资本公积	1,267	1,174	1,174	1,174	EV/EBITDA(倍)	8.2	10.2	8.1	6.0
未分配利润	336	521	788	1,115	EV/EBIT(倍)	9.0	11.3	9.0	6.7
股东权益合计	1,827	2,039	2,340	2,710					
负债和股东权益	1,975	2,281	2,537	3,043					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注: 超级资金(>50 万股或 100 万元): 体现了超大户或者机构当日的净买卖方向;
散户资金(<1 万股或 5 万元): 体现了散户当日的净买卖方向;
当日净量: 红柱为净买入, 绿柱为净卖出, 数值为当日净量占流通盘的百分比;
60 日累计: 当日净量的 60 日累计值;
10 日均值: 60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源: 益盟, 东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn