



徐敏锋

执业证书编号: S0730511080003

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

仍需依赖下游需求复苏

——远东传动（002406）调研简报

证券研究报告-公司调研

增持（首次）

发布日期: 2012年10月9日

报告关键要素:

公司作为国内非等速传动轴行业龙头，受重卡和工程机械传动轴需求下降影响较大，未来公司营收规模增长仍需依赖下游需求的回暖。

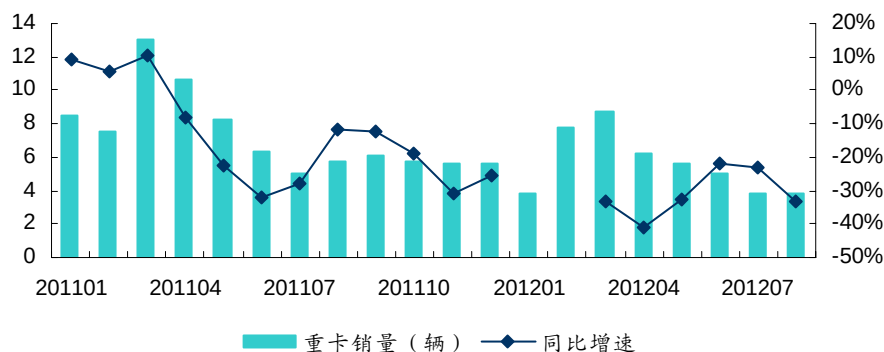
事件:

- 近期我们调研了远东传动（002406），就公司经营与发展状况与上市公司进行了交流。

点评:

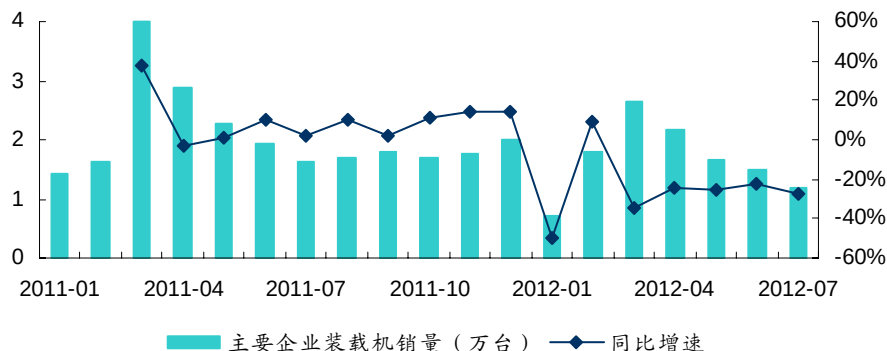
- 配套需求下降、业绩大幅下滑。公司是国内非等速传动轴行业龙头，其中重卡和工程机械配套的传动轴产品约占营业总收入的60%。2012年上半年，重卡和装载机销量分别下降31.62%和25.61%，相关传动轴产品配套需求减少是公司营收规模下降的主要原因。

图 1: 重卡月度销量与增速



资料来源: 中原证券, CAAM

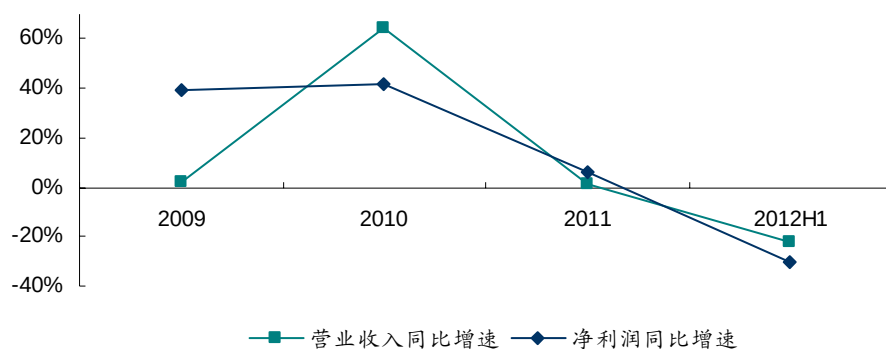
图 2: 装载机月度销量与增速



资料来源: 中原证券, 中国工程机械工业协会

上半年公司实现营业收入 4.66 亿元，同比下降 22.24%，实现净利润 0.85 亿元，同比下降 30.45%。从近几年来看，由于下游需求相对集中，公司营收规模与重卡、工程机械销量基本同步变动。因此，在收入结构不发生重大变动的情况下，未来公司营收规模增长仍需依赖下游重卡和工程机械的回暖。

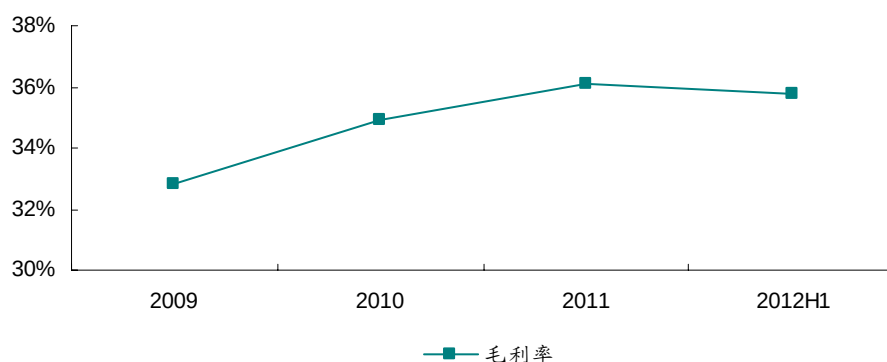
图 3：公司近几年营业收入与净利润增速



资料来源：中原证券，公司资料

- **致力于轻量化设计，盈利能力保持稳定。**传动轴的产品特性决定了其原材料成本占比较大，主要原材料和零配件成本占比达到70%以上。有鉴于此，公司一直致力于产品的轻量化设计、减少加工余量，以降低原材料成本。近一段时间内，公司的研发工作重心主要是完成全部产品的轻量化设计。在这一基础上，即使在重卡传动轴等高毛利率产品占比下降的不利影响下，公司主营业务盈利能力仍能保持稳定。

图 4：公司业务综合毛利率



资料来源：公司资料，中原证券

- **产能扩张放缓。**公司在上市后进行了大规模的产能扩张。这包括了两个方面，一是母公司锻造和核心部件加工产能，二是临近主机厂的外围基地的装配产能。公司在异地的扩张是以当地或临近主机厂的需求为基础，配合了装配产能从母公司转移至需求地的战略，未来将逐步推进。而母公司的扩张项目，受下游需求不振影响，产能利用率有所下滑，在建项目建设步伐将有所放缓。

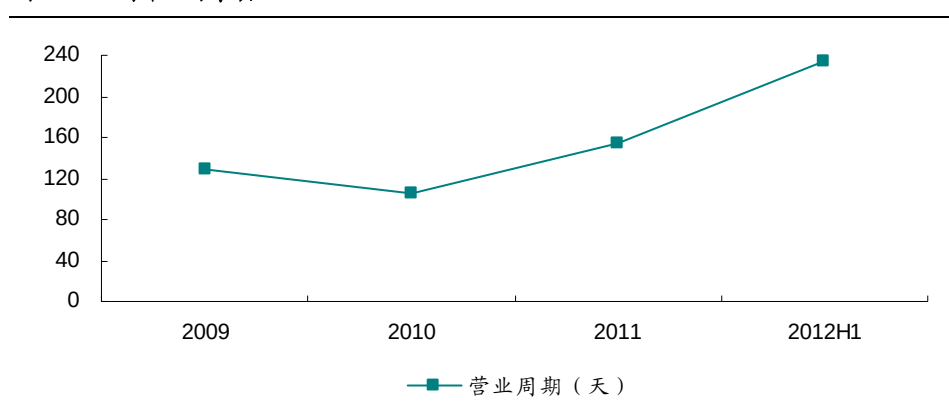
表 1: 主要产能扩张项目

类型	项目	投资进度
核心产能	年产 100 万套商用车传动轴项目	99.74%
	年产 150 万套商用车传动轴项目	36.86%
异地装配产能	潍坊年产 50 万套商用车传动轴项目	35.30%
	合肥年产 55 万套商用车传动轴项目	24.77%
	长沙年产 60 万套商用车传动轴项目	0.00%
	包头年产 30 万套商用车传动轴项目	—
关键零部件	年产 2 万吨传动轴零部件锻造项目	100.30%
	年产 3.5 万吨传动轴零部件锻造项目	84.94%

资料来源：公司资料，中原证券

- **营运能力待提升。**近几年来，随着业务规模的扩大，公司存货和应收账款规模大幅增加，而且回收期增大，导致周转率下降。2012年上半年，公司营业周期达到234天，较2010-2011年大幅上升。这在汽车零部件板块中处于较高水平，未来公司营运能力有待提升。

图 5: 公司营业周期



资料来源：WIND，中原证券

- **盈利预测与投资建议。**公司已积极开拓微型传动轴市场和出口市场，以应对重卡和工程机械传动轴需求下降的不利局面，但产品结构的调整仍任重道远，中短期内的增长仍依赖下游需求的复苏。预计公司2012-2013年EPS分别至0.53元和0.63元，对应9月28日收盘价7.82元的市盈率分别为14.69倍和12.51倍，首次给予“增持”评级。
- **主要风险提示：**下游需求达不到预期；原材料价格大幅波动。

盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	10.15	10.31	8.21	9.41
增长比率 (%)	64.57	1.57	-20.36	14.60
净利润 (亿元)	1.85	1.97	1.49	1.75
增长比率 (%)	41.80	6.48	-24.32	17.46
每股收益 (元)	0.66	0.70	0.53	0.63
市盈率 (倍)	11.84	11.12	14.69	12.51

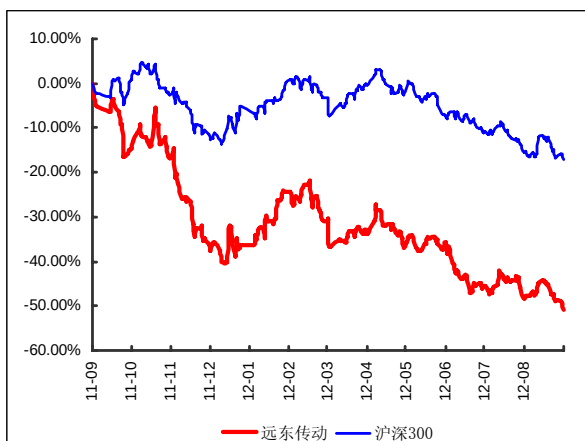
市场数据 (2012年9月28日)

收盘价 (元)	7.82
一年内最高/最低 (元)	15.19/7.49
沪深300	2293.11
市净率 (倍)	1.10
流通市值 (亿元)	9.71

基础数据 (2012年6月30日)

每股净资产 (元)	7.12
每股经营现金流 (元)	0.16
毛利率 (%)	35.79
净资产收益率 (%)	8.62
资产负债率 (%)	8.12
总股本/流通股 (亿股)	2.81/1.24
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。