

## 行业龙头，海外业务快速发展

### ——远东传动调研报告

远东传动

002406

#### 公司在传动轴领域积淀深厚、竞争力突出

公司具有近 60 年的生产传动轴的历史，在该领域积淀深厚。公司的主营产品为非等速传动轴，产品共四大系列，近 6000 个品种，产品的市场份额高。

公司竞争力突出，主要表现为：(1)加工工艺水平领先；(2)产业链完整、锻件自给率高；(3)采用专用的加工设备。公司的综合毛利率高达 35%左右，远高于汽车零部件行业的平均水平。

#### 公司在行业的竞争地位占优

公司所配套的汽车行业和工程机械行业还有较大的增长空间。外资品牌整车的全球零部件采购体系正向发展中国家转移，我国部分汽车零部件产品如传动轴的质量和性能已经达到或接近世界先进水平。公司作为我国传动轴行业的龙头，受益于此，海外业务正蓄势待发。

公司在规模上优于竞争对手，公司的客户多为细分行业龙头。

#### 公司业务亮点多

海外业务将成为公司营收增长的重要动力。公司在海外的二级配套市场发展空间大。不过由于传动轴总成因质量重、包装体积大，远距离运输的成本较高，公司将定位于零部件二级配套商海外其产品。

“精益生产零距离，汽车基地办分厂”。公司通过设立或即将设立共六家子公司，实现了与主机厂的“零时间、零距离、零库存”的配套；公司还采取与大型主机制造商合资建厂的模式，已经合资设立了北汽远东、重汽远东两家公司，快速进入主机配套市场。

突破“三巨头”市场。今年上半年，公司已与一汽富奥传动轴分公司签署了合同总额 3522.5 万元的第一份产品供货合同，实现了对一汽的配套。我们认为，公司可能将“北汽远东”和“重汽远东”的模式复制到一汽集团上，从而逐步进入三巨头的配套体系。

公司还会适时上马等速传动轴项目。对于广阔的轿车领域等速传动轴市场，公司凭借着规模、价格和技术优势，首先会进入自主品牌轿车的配套领域。

#### 首次给予“增持”的投资评级

由于公司的出口业务顺利发展，我们预测公司 2011-2013 年将分别实现 EPS 为 0.74 元、0.85 元和 0.95 元，对应上一交易日 9.78 元的收盘价，PE 估值分别为 13.2 倍、11.6 倍和 10.3 倍，估值上具有优势，首次给予“增持”的投资评级。

首次

增持

分析师：闻祥

投资咨询执业证书编号：

S0630511070001

021-50586660-8627

[wenx@longone.com.cn](mailto:wenx@longone.com.cn)

日期

发布日期：2011 年 12 月 29 日

分析日期：2011 年 12 月 02 日

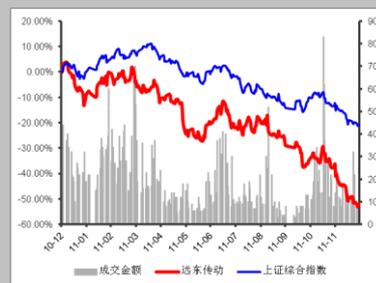
调研：有

价格

当前市价：9.78 元

半年目标：12.75 元

股价表现



公司估值

	2010	2011E	2012E	2013E
EPS	0.66	0.74	0.85	0.95
PE	14.8	13.2	11.6	10.3
PB	1.0	1.4	1.2	1.1

注：EPS为最新股本摊薄后数据

## 正文目录

一、公司在传动轴领域积淀深厚、竞争力突出.....	4
1.1、公司在传动轴领域具有深厚的积淀.....	4
1.2、公司主营产品为非等速传动轴.....	4
1.3、公司的竞争力突出.....	5
1.3.1、公司加工工艺在国内处于领先水平.....	5
1.3.2、产业链完整，锻件自给率高.....	6
1.3.3、采用专业的机加工设备，经济可靠，产品质量更高.....	6
二、公司在行业的竞争地位占优.....	7
2.1、传动轴行业的市场容量仍有较大增长空间.....	7
2.1.1、汽车行业主机配套市场.....	7
2.1.2、工程机械行业主机配套市场.....	9
2.1.3、公司的海外市场发展空间大.....	10
2.2、公司在规模上优于竞争对手.....	10
2.3、公司的客户多为细分行业龙头.....	11
三、公司的业务亮点多.....	13
3.1、海外业务将成为公司营收增长的重要动力.....	13
3.2、“精益生产零距离，汽车基地办分厂”.....	14
3.2.1、设立子公司的方式.....	14
3.2.2、与大型主机制造商设立合资公司的方式.....	15
3.3、逐渐突破“三巨头”市场.....	15
3.4、公司还会适时上马等速传动轴项目.....	16
四、首次给予“增持”的投资评级.....	17

## 图表目录

图 1 公司股权结构.....	4
图 2 四大系列非等速传动轴的使用方向.....	5
图 3 我国汽车产量快速增长（万辆，%）.....	7
图 4 乘用车和商用车产量（万辆）.....	7
图 5 CPI、PMI 因素影响货车（主要是重卡）销量的传导机制.....	8
图 6 2009 年-2011 年 10 月我国装载机月度销量.....	9
图 7 2009 年-2011 年 10 月我国起重机月度销量.....	9
图 8 未来几年我国固定资产投资增速在 20%以上.....	10
图 9 公司国内主要客户分布情况.....	12
图 10 公司海外业务收入快速增长.....	13
图 11 海外业务比重快速提高.....	13
图 12 2011 年 1-10 月各重卡厂家产量占比（%）.....	16
图 13 2011 年 1-10 月主要重卡生产商的产量（万辆）.....	16
表 1 汽车行业非等速传动轴市场需求估算（套）.....	7
表 2 汽车行业非等速传动轴市场需求估算（套）.....	9
表 3 我国主要传动轴生产企业及其与公司的竞争关系.....	11
表 4 公司的主要客户均为汽车和工程机械行业龙头.....	12
表 5 六家子公司情况.....	14
表 6 三表预测.....	17

## 一、公司在传动轴领域积淀深厚、竞争力突出

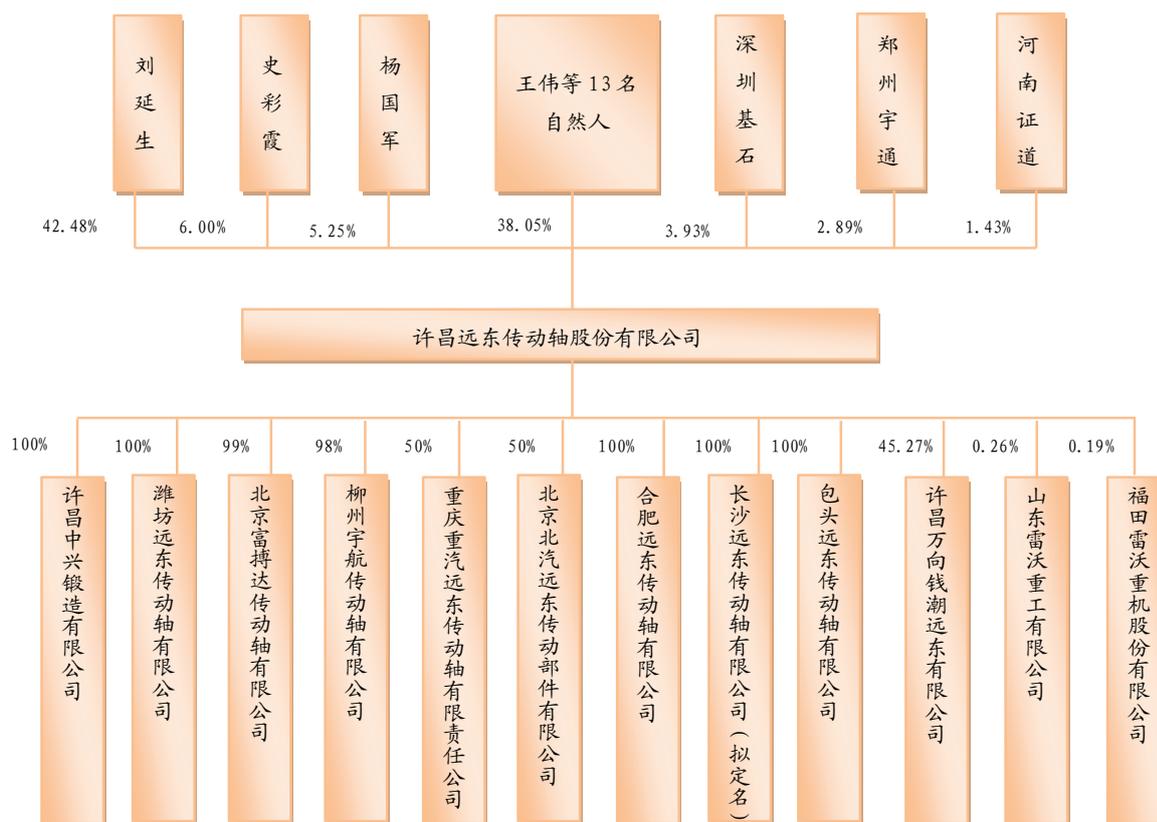
### 1.1、公司在传动轴领域具有深厚的积淀

公司具有近 60 年的生产传动轴的历史。公司最早可追溯到始建于 1954 年的许昌传动轴总厂，为当时的县属国有企业。

原传动轴总厂于 2003 年进行产权制度改革，改变了以前僵化的体制；改制后的“远东有限”以内部职工自愿入股，由中层以上控股，高层管理人员持大股，将个人利益与公司经济效益结合起来，再配合其他一系列措施，“远东有限”迸发出新的活力。

“远东有限”于 2007 年整体变更为“许昌远东传动轴股份有限公司”，并于 2010 年 5 月登陆 A 股市场，募集资金达到 12 亿元，超募达 2.5 倍左右，由此给公司带来更大更快的发展动力。

图 1 公司股权结构



资料来源：公司招股说明书 东海证券研究所

### 1.2、公司主营产品为非等速传动轴

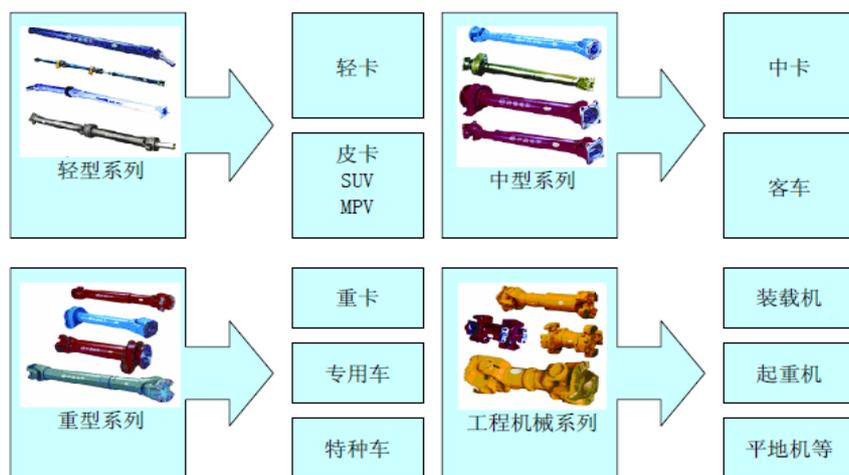
公司的主营产品为非等速传动轴。传动轴是带有万向节的管状轴或实心轴，或两只万向节等零部件连接

的用来传递扭矩和旋转运动的总成。按照所使用万向节的不同，传动轴可以分为等速传动轴和非等速传动轴。等速传动轴主要应用于轿车，非等速传动轴则主要应用于除轿车以外的汽车和工程机械。

公司传动轴产品共四大系列，近 6000 个品种。公司产品品种齐全，包括轻型系列（轻卡、皮卡、SUV、MPV）、中型系列（中卡、客车）、重型系列（重卡、专用车、特种车）、工程机械（装载机、起重机、平地机等）系列。

公司的市场份额较高。公司产品在国内销量规模最大，据测算，公司今年上半年在轻型系列、中型系列和重型系列的市场份额分别约为 23%、12%和 21%，在汽车领域的综合市场份额约为 21%；在工程机械领域的市场份额约为 50%。

图 2 四大系列非等速传动轴的使用方向



资料来源：公司招股说明书 东海证券研究所

### 1.3、公司的竞争力突出

公司的竞争优势主要表现在三方面：(1)加工工艺在国内处于领先水平；(2)产业链完整、锻件自给率高；(3)采用专用的加工设备，经济可靠，产品质量更高。

因此，公司的盈利能力也较突出。公司的综合毛利率高达 35%左右，远高于汽车零部件行业的平均水平，这与其他传动轴公司特别是内部配套的集团内国有传动轴厂的微利甚至亏损形成鲜明对比。

#### 1.3.1、公司加工工艺在国内处于领先水平

公司为国家高新技术企业，在锻造热处理工艺、机加工工艺和装配工艺上已经达到国内行业领先水平。

公司的锻造加工工艺先进。公司的锻件自给率较高，锻造模具也都自制。公司通过不断改进锻造工艺和

锻造的模具设计，来提高锻造的工作效率——原来 8-9 人的一个班产量在 300 件左右，现在 3-4 人的一个班产量在 2000 件左右，效率提高超过 10 倍。在模具使用上实现重复利用，有效摊低了模具成本。锻造工艺的提高和模具创新型设计，有效提高锻件的使用率，减少了锻件在机加工工序的加工余量和工时消耗。

**公司的机加工工艺先进。**在机加生产过程中，通过完善“U 型数控化一个流生产线”，优化工艺流程，精简加工工序，机加工工序由原来的 30 多道减少到几道，在产量增加的情形下减少冗余人员。

**公司的轻量化生产降低了生产成本。**公司在保证产品质量的前提下探索轻量化生产，如重卡系列传动轴中的 0125 型号由原重 35kg 减为 32kg, 0082 型号由原重 60kg 减为 55kg, 395 型号由原重 70kg 减轻为 63kg, 656 型号由原重 82kg 减轻为 75kg。轻量化生产不仅节约原材料，还减少了锻造量和机加工量，节约原材料费用和制造费用。

### 1.3.2、产业链完整，锻件自给率高

**拥有全资子公司中兴锻造，产业链更加完整。**公司产品的锻件绝大部分由其子公司——许昌中兴锻造有限公司生产提供。该公司成立于 1996 年，专门为公司供应传动轴主要生产部件毛坯锻件。在许昌传动轴总厂改制时，新公司远东有限承接了原厂所持有的中兴锻造的 15.50% 的股权，后经受让-增资-受让，于 2007 年 10 月，公司持有中兴锻造 100% 的股权。我们认为，因为拥有全资子公司中兴锻造，公司的产业链更加完整，有助于公司降低生产成本和缩短新产品的开发周期。

**中兴锻造的产能不断提升。**2010 年，中兴锻造具有年产 5.5 万吨的锻造生产能力，随着募投项目“年产 2 万吨传动轴零部件锻造项目”的达产和超募项目“年产 3.5 万吨传动轴零部件锻造项目”的部分投产，公司在今年底的锻造产能将接近 10 万吨。我们预计，公司今年全年的锻造产量将达到 7-8 万吨。

**2011 年锻件自给率提高 10 个百分点左右。**虽然公司锻造产能在不断提升，但由于在 2011 年之前公司的产品产量也在不断提升，2009-2010 年毛坯件的自给率为 50%-60% 之间。今年由于公司产量基本持平于去年，锻造产能还在持续释放，导致公司毛坯件的自给率将提高 10 个百分点左右。

**自制锻件的成本优势。**公司的自制锻件比外购锻件成本上节约 5%-15%，加上中兴锻造本身的净利润贡献，（以 2009 年数据计算，中兴锻造的净利润为 1681.7 万元，公司的净利润为 13063.2 万元，贡献率为 12.9%。）中兴锻造给公司的净利润贡献率达 20% 左右。

### 1.3.3、采用专业的机加工设备，经济可靠，产品质量更高

公司致力于打造机械行业的“轻资产”公司，公司采购专用机械加工设备，此种设备由于精简了通用设备的闲置功能，一是在采购价格上具有便宜，二是由于设备功能相对简单，可靠性高，工作效率高，产品质量更高。

## 二、公司在行业的竞争地位占优

### 2.1、传动轴行业的市场容量仍有较大增长空间

公司产品主要配套于汽车领域和工程机械领域，另外，公司在海外的二级配套市场也有很大的发展空间。

#### 2.1.1、汽车行业主机配套市场

进入21世纪的前10年，我国汽车市场容量快速增长，从2000年的206.9万辆的产量快速增长到2010年的1826.5万辆，增长了8.8倍，年均复合增长21.9%。2011年由于宏观经济减速、货币政策紧缩和刺激汽车消费的优惠政策退出，我国汽车产量的增速迅速下降，2011年前10月实现产量1503.4万辆，同比增幅为2.66%。

图3 我国汽车产量快速增长(万辆, %)



图4 乘用车和商用车产量(万辆)



资料来源：公司招股说明书 东海证券研究所

根据汽车行业的产量，我们测算出公司所在的非等速传动轴的市场需求如下：

表1 汽车行业非等速传动轴市场需求估算(套)

系列	车型	2009年		2010年		2011年1-10月	
		主机产量	传动轴需求估计	主机产量	传动轴需求估计	主机产量	传动轴需求估计
轻型系列	轻微卡(包括皮卡)	2139684	3209526	2592746	3889119	1943002	2914503
	SUV、MPV	908595	1817190	1788975	3577950	1691100	3382200
	小计		5026716		7467069		6296703
中型系列	中卡	269601	539202	268982	537964	243332	486664
	客车	357993	715986	447221	894442	387987	775974
	小计		1255188		1432406		1262638
重型系列	重卡(包括专用车和特种车)	639885	1727690	1058635	2858315	711403	1920788
	小计		1727690		2858315		1920788
汽车行业非等速传动轴市场需求			8009594		11757790		9480129

传动轴预测以每台主机使用传动轴平均数估算，重卡2.7套，中卡2套，轻小卡1.5套，客车、MPV、SUV2套

资料来源：中汽协 东海证券研究所

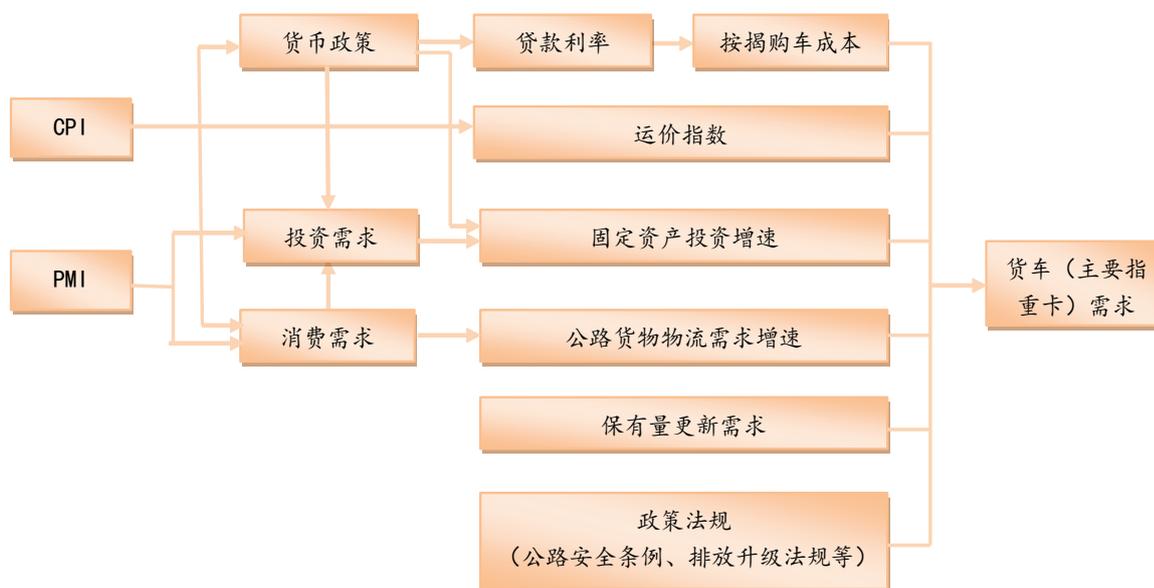
2011年公司配套的汽车行业进入调整期。我们测算出2010年汽车行业非等速传动轴的市场需求为1175.8万套，比2009年增长46.8%；2011年1-10月汽车行业非等速传动轴的市场需求为948.0万套，与2010年同期基本持平，公司配套的汽车行业在2011年进入调整期，增速大幅下滑。

汽车行业增速大幅下滑主要是受商用载货车的拖累。2011年1-10月商用载货车的产量下降9.49%，商用载客车和乘用车的产量分别增长8.86%和5.97%。载货车中细分行业看，只有中卡产量增长7.10%，重卡、轻卡和微卡产量均下降，降幅分别为16.98%、6.95%和12.89%。

2011年导致重卡销量负增长的因素是：宏观经济增速下降、固定资产投资增速下降、货币政策紧缩、运价指数高位徘徊。而导致轻微卡（特别是微卡）负增长的因素主要是刺激汽车消费的优惠政策的退出。

我们以CPI和PMI这两个宏观经济变量作为先导性指标，推导出宏观经济是如何影响商用载货车（特别是重卡）的需求。

图5 CPI、PMI因素影响货车（主要是重卡）销量的传导机制



资料来源：东海证券研究所

虽然PMI在11月跌破50，但CPI已步入下降通道，货币政策趋向正常化，如果再有财政政策的配合，经济的“软着陆”会在明年1季度末、2季度初。之后，宏观经济有企稳迹象，届时重卡将会恢复增长，全年呈现前低后高的走势。

2012年政策放松、增幅回升，配套汽车行业的非等速传动轴市场也会随之增长。长期看，目前我国较低的汽车人均保有量、人均可支配收入的增加驱动乘用车市场的增长；宏观经济发展、固定资产投资的持续驱动商用车市场的增长，因此我国的汽车行业仍有较大的发展空间，汽车用的非等速传动轴市场也会随之增长。

## 2.1.2、工程机械行业主机配套市场

公司生产的非等速传动轴主要配套于装载机、起重机和平地机等工程机械。

表 2 汽车行业非等速传动轴市场需求估算（套）

系列	车型	2009 年		2010 年		2011 年 1-10 月	
		主机销量	传动轴需求估计	主机销量	传动轴需求估计	主机销量	传动轴需求估计
工程	装载机	143406	430218	216690	650070	209038	627114
机械	起重机	27263	81789	35143	105429	31265	93795
系列	平地机	3257	9771	4200	12600	4318	12954
机械行业非等速传动轴市场需求			521778	768099	768099	733863	

传动轴预测以每台主机使用传动轴平均数估算，工程机械 3 套

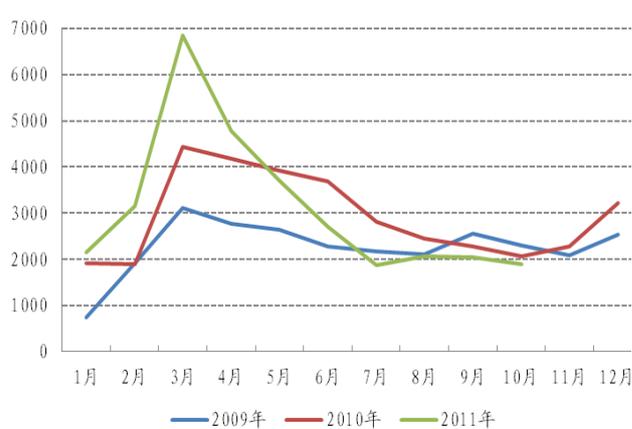
资料来源：工程机械行业学会 东海证券研究所

2011年公司配套的工程机械行从高速增长回归到平稳增长。以装载机、起重机和平地机为代表的工程机械行业，2009年、2010年和2011年1-10月的非等速传动轴的市场容量分别达到52.2万套、76.8万套和73.4万套，2010年的市场增速为47.21%，2011年前十月的市场增速为13.3%。工程机械市场从高速增长回归到平稳增长。

图 6 2009 年-2011 年 10 月我国装载机月度销量



图 7 2009 年-2011 年 10 月我国起重机月度销量



资料来源：工程机械行业学会 东海证券研究所

**城镇化还有较大空间。**我们比较了2009年我国与世界主要发达国家的城镇化水平的差距，发达国家普遍的城镇化水平在80%左右，而我国现在50%不到，因此我国的城镇化进程还有相当长的路要走。

**城镇化进程驱动固定资产投资。**2000年我国的城镇化率为36.22%，到2010年我国的城镇化率上升到49.95%，平均每年增长1.37个百分点。我国人口基数大，“1.37%”意味着每年将近1800万的人口从农村转移到城市，形成了“造城”运动，拉动了固定资产投资。2012年随着货币政策的正常化，固定资产投资增速下滑的趋势有望止步，我们认为未来几年固定资产投资增速会维持在20%以上。

图 8 未来几年我国固定资产投资增速在 20%以上



资料来源：WIND 东海证券研究所

固定资产投资的增长将拉动我国工程机械市场的平稳增长，从而驱动配套于工程机械领域的非等速传动轴的市场需求。

### 2.1.3、公司的海外市场发展空间大

外资品牌整车的全球零部件采购体系正向发展中国家转移。由于国外发达国家劳动力成本高，欧美发达国家逐步将整车的全球零部件采购体系向劳动力成本较低的发展中国家转移，这为我国的零部件厂家进入国际市场提供了契机。

我国部分汽车零部件产品的质量和性能已经达到或接近世界先进水平。近几年，国内汽车零部件的技术水平和产品质量得到很大提高，特别是在某些技术能级不是很高的如车轮、缸套、汽车玻璃、传动轴等细分行业，产品已经接近或者达到国际先进水平。公司传动轴的生产技术水平和产品质量近几年得到很大程度的提高，为进入到外资品牌整车的全球零部件采购体系创造条件。

由于具备了以上两个条件，公司作为我国传动轴行业的龙头，海外业务正蓄势待发，公司海外市场发展空间大。

### 2.2、公司在规模上优于竞争对手

现阶段我国传动轴行业内的企业可以按照配套的主机对象分为两类：(1)以公司为代表的独立配套企业，向多个主机厂供货，实现外部配套；(2)随着整车厂一起建设的，实现集团内部配套的企业。公司属于前者——独立配套企业。

从生产的产品上可以分为三类：(1)生产配套于商用车和工程机械的非等速传动轴生产企业；(2)生产配套于轿车的等速传动轴生产企业；(3)等速、非等速传动轴均有生产的企业。公司属于第一类。

下表为我国主要的传动轴生产企业的分类和产量情况，并且我们在表上标注了和公司的竞争关系。

**表 3 我国主要传动轴生产企业及其与公司的竞争关系**

	生产企业	有无竞争关系	产量 (根)		
			2008 年	2007 年	2006 年
非等速传动轴	许昌远东传动轴股份有限公司	本公司	2,809,000	2,494,000	1,670,000
	柳州市恒力传动轴有限责任公司	外部配套, 有竞争	500,000	410,000	300,000
	江苏格尔顿传动轴有限公司	外部配套, 有竞争	280,000	280,000	200,000
	中国重汽集团济南商用车有限公司	内部配套, 无竞争	243,144	255,069	146,686
	陕西蓝通传动轴有限公司	内部配套, 无竞争	213,180	145,844	-
	东风汽车传动轴有限公司	内部配套, 无竞争	200,200	234,000	199,500
	富奥汽车零部件股份有限公司	内部配套, 无竞争	160,000	619,200	791,900
	湖北丹江口丹传汽车传动轴有限公司	外部配套, 有竞争	-	360,000	228,354
等速传动轴	上海纳铁福传动轴有限公司	现在无竞争	4,800,000	5,308,237	3,809,409
	温州市冠盛汽车零部件制造有限公司	现在无竞争	1,530,000	1,380,000	1,302,000
	河北凌云工业集团有限公司	现在无竞争	443,467	936,648	-
	吉林江北机械制造有限公司	现在无竞争	305,334	320,388	280,000
	天津丰津汽车传动部件有限公司	现在无竞争	94,700	465,973	-
	台州和日汽车零部件有限公司	现在无竞争	-	700,000	-
	瓦房店宏达等速万向节制造有限公司	现在无竞争	-	500,000	-
均有	杭州万向传动轴有限公司	外部配套, 有竞争	2,300,000	2,300,000	-

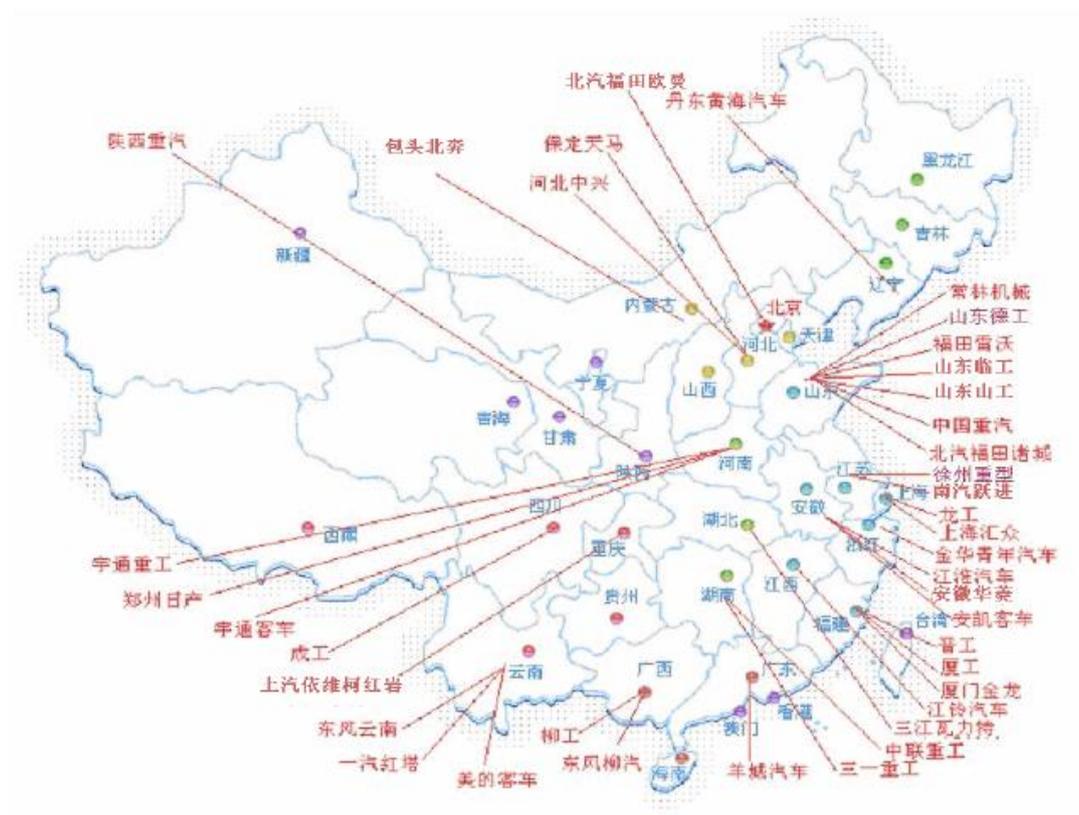
资料来源: 公司招股说明书 东海证券研究所

**公司在与对手的竞争上处于优势。**从表 3 看, 与公司有竞争关系的企业主要有非等速传动轴领域的柳州市恒力传动轴有限责任公司、江苏格尔顿传动轴有限公司和湖北丹江口丹传汽车传动轴有限公司, 以及等速和非等速传动轴均生产的杭州万向传动轴有限公司。从产量上比较, 2007 年非等速传动轴领域的三家主要竞争对手的合计产量为 105 万根, 是公司当年产量的 42.1%; 杭州万向等速和非等速传动轴领域均有涉及, 但即使合并计算它在两个领域的产量, 也低于公司在一个领域的产量。由此看, 公司在产量规模上优于竞争对手。

### 2.3、公司的客户多为细分行业龙头

**客户的区域分布广泛。**公司总部位于河南省许昌市, 在南北大动脉京珠高速和京广铁路以及未来的京广高铁上, 人流物流方便, 区位优势明显; 公司还在北京、重庆、柳州、潍坊、包头、合肥、长沙设有子公司, 在全国多地当地生产, 节约运输成本、实现快速配套。公司的这种全国布局、快速配套的战略使得公司覆盖了全国绝大部分区域的客户。目前, 公司的客户主要分布在北京、山东、河北、内蒙、河南、江苏、安徽、上海、浙江、福建、湖南、广东、广西、云南、四川、重庆等省份。

图9 公司国内主要客户分布情况



资料来源：公司招股说明书 东海证券研究所

公司的客户多为细分行业龙头。目前公司的前几大客户主要是福田汽车、东风柳汽、陕西汽车、包头北奔、华菱汽车、徐州重工、三一重工等，这些客户均为其所在细分行业的龙头。

表4 公司的主要客户均为汽车和工程机械行业龙头

客户名称	主要产品类型	行业地位
北汽福田	重卡、中卡、轻卡	2011年前10月商用车产量第二，其中重卡产量第四，轻卡产量第一
陕西重汽	重卡	2011年前10月重卡产量第五
上汽依维柯红岩	重卡	2011年前10月重卡产量第八
包头北奔	重卡	2011年前10月重卡产量第七
江淮汽车	重卡、中卡、轻卡	2011年前10月商用车产量第四，其中重卡和中卡产量第六，轻卡产量第三
安徽华菱	重卡	2011年前10月重卡产量第九
东风柳汽	重卡、中卡	生产东风风行乘用车和东风、乘龙两大系列商用车
江铃汽车	轻卡、皮卡	2011年前10月轻卡产量第五

南汽跃进	轻卡	2011年前10月轻卡产量第七
三江瓦力特	特种车	
徐州重工	起重机	2010年市场份额50%
柳工	装载机	2010年市场份额19.0%，行业第二
龙工	装载机	2010年市场份额19.8%，行业第一
厦工	装载机	2010年市场份额16.9%，行业第三
山东临工	装载机	2010年市场份额14.2%，行业第四
山东山工	装载机	2010年市场份额5.7%，行业第七
成工	装载机	2010年市场份额6.1%，行业第六
三一重工	混凝土泵车	
宇通客车	客车	2011年前10月大客和中客产量第一，轻客产量第十三
丹东黄海	客车、轻卡、皮卡	2011年前10月大客产量第五，轻卡产量第十九
郑州日产	皮卡、SUV	
河北中兴	皮卡、SUV	

资料来源：公司公告 东海证券研究所

### 三、公司的业务亮点多

#### 3.1、海外业务将成为公司营收增长的重要动力

公司在海外的二级配套市场发展空间大。公司是我国传动轴领域的龙头企业，产品的性价比优势明显，质量也接近国际先进水平。不过由于传动轴总成因质量重、包装体积大，远距离运输的成本较高，因此公司将定位于零部件二级配套商海外其产品。目前公司海外产品包括有差速器和传动轴头等，二级配套于美国的德纳等一级传动轴厂商。

2010年之前，受国内市场需求旺盛和公司产能不足的影响，公司的国际市场业务尚未大力开拓。2009年、2010年公司海外业务收入分别为159.31万元和1246.89万元，占同期主营业务收入的0.26%和1.30%。

图 10 公司海外业务收入快速增长

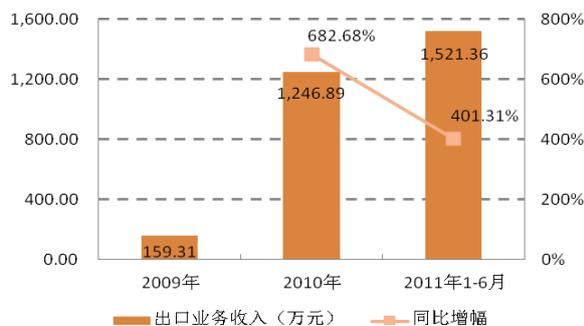
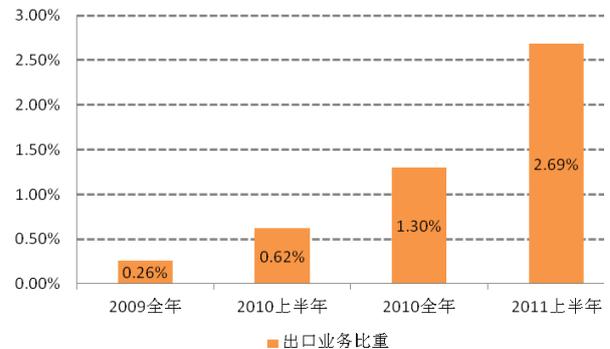


图 11 海外业务比重快速提高



资料来源：公司公告 东海证券研究所

公司今年上半年海外业务收入迅猛增长。今年上半年公司海外业务收入为1521.36万元，同比增幅高达

401.30%；在同期主营业务收入中的占比实现翻番，为2.69%。

目前公司实际海外产品品种超过20个，包括差速器、轴头等，分别海外到美国J公司、美国A公司、美国H公司、英国G公司。目前开发的新产品16个，其中美国J公司、美国A公司、美国H公司新产品13个，加拿大Q公司新产品3个，加拿大三个新产品已研发试制完成。正在与俄罗斯A公司商谈的新产品6个，与印度M公司商谈的新产品5个，共计11个新产品。开发品种数和商谈品种数共计达27个，未来这些品种经过供样、测试后，都会成为批量海外的品种。

**我们预计公司2011年下半年及2012年海外产品仍将保持大幅度增长趋势，成为公司营收增长的重要动力。**

### 3.2、“精益生产零距离，汽车基地办分厂”

为了实现“零时间、零距离、零库存”的供货承诺和生产目标，公司先后在主机厂生产基地以设立子公司方式和与主机制造商合资设立合资公司的方式实现“精益生产零距离，汽车基地办分厂”。

#### 3.2.1、设立子公司的方式

**公司已经或即将设立的以传动轴生产和装配为主要业务的子公司有六家：**

IPO之前，公司在已在三地设立了两个控股子公司——北京富搏达传动轴有限公司和柳州宇航传动轴有限公司，和一个全资子公司——潍坊远东传动轴有限公司。

IPO之后，公司利用自有资金设立了包头远东传动轴有限公司；利用超募资金设立了合肥远东传动轴有限公司和长沙远东传动轴公司（暂定名）。

**表5 六家子公司情况**

子公司名称	注册时间和地址	持股比例	注册资本	产能	目标客户
北京富搏达传动轴有限公司	2005年6月 北京怀柔	99%	1100万元	30万套	福田欧曼工厂等
柳州宇航传动轴有限公司	2006年12月 广西柳州	98%	500万元	40万套	东风柳汽、柳工、柳州通用五菱
潍坊远东传动轴有限公司	2008年1月 山东潍坊	100%	4000万元 (原注册资本1000万元, 募集资金项目计入3000万元)	募投项目“年产50万套商用车传动轴项目”年底约70%达产, 总产能接近50万套	福田诸城工厂、江淮汽车青州轻卡工厂、临沂工程、山东工程、通用五菱青岛工厂、五征汽车
包头远东传动轴有限公司	2011年2月 内蒙古包头	100%	1500万元 (自有资金)	新建传动轴装配生产线项目, 产能30万套	重点客户为包头北奔, 同时还有北方重型汽车股份公司, 鄂尔多斯精恒重卡股份公司, 北方汽车备件公司等

合肥远东传动轴有限公司	2010年12月 安徽合肥	100%	8000万元 (超募资金)	超募“年产55万套商用车传动轴项目”	江淮汽车、安徽华菱、集瑞重卡、安徽合力、安凯客车
长沙远东传动轴有限公司 (暂定名)	暂未工商登记 湖南长沙	100%	8016万元 (超募资金)	超募“60万套商用车传动轴项目”	三一重工、中联重科、山河智能; 同时, 北汽福田、陕汽集团、众泰汽车、广汽菲亚特、比亚迪汽车等项目纷纷落户长沙

资料来源: 公司公告 东海证券研究所

**设立子公司有效规避技术泄露和管理失控的风险。**在产业链的分工上, 传动轴的毛坯锻件仍在中兴锻造生产和部分机加仍在许昌本部进行, 公司仅将子公司定位为传动轴的生产、装配和销售。这样的安排, 有利于公司在防止核心技术的外泄同时保证产品质量, 对子公司也只需在关键岗位上外派重要的管理人员, 这将有效规避技术泄露和管理失控的风险。

**设立子公司有助于公司增强其核心竞争力。**上表中所列子公司, 使公司对客户来说能够: (1) 全方位满足客户及时、多样化的需求, (2) 实现对主机厂“零时间、零距离、零库存”的供货承诺, (3) 增强与主机厂同步研发的能力; 对公司来说: (1) 增加公司产品在当地的配套份额, (2) 降低公司的运输和仓储成本。

### 3.2.2、与大型主机制造商设立合资公司的方式

公司采取与大型主机制造商设立合资公司的方式, 进入主机配套市场。目前, 已经设立的以传动轴的生产、装配和销售为主营业务的合资公司为两家。

**北汽远东:** 2007年10月, 与北汽控股合资设立, 公司持有北汽远东50%的股权。公司向北汽远东销售传动轴总成或配件, 由北汽远东装配或涂装后再销售给北汽福田和北汽有限。为避免同业竞争, 根据协议约定, 北京富搏达和北汽控股所属北京汽车传动轴厂的市场及业务将逐步转移到北汽远东; 北汽控股支持北汽远东在北京福田和北汽有限的市场份额达到80%。

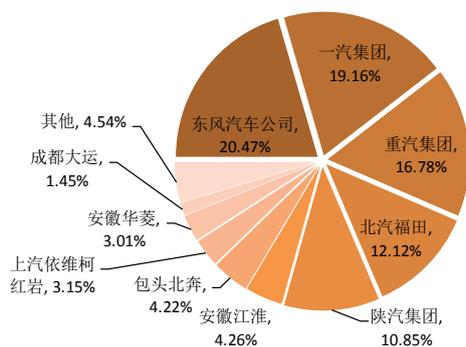
**重庆远东:** 2007年, 在重庆重汽控股的子公司——重汽传动轴公司的基础上, 与重庆重汽进行合资重组组建了重庆远东, 双方各持有50%股权。其主要客户为上汽依维柯红岩, 同时为重庆重汽下属的其他子公司配套。

**设立合资公司的模式实现了合资双方的共赢。**对公司来说, 能够快速进入到主机厂的市场, 与主机厂的配套关系更加稳定, 排除了竞争者的进入; 对主机厂来说, 公司的先进技术和管理, 在传动轴产品上的性价比优势, 能够降低主机厂的生产成本。并且合资双方还能以投资收益的形式分享到合资厂经营利润, 增强双方的盈利能力。

### 3.3、逐渐突破“三巨头”市场

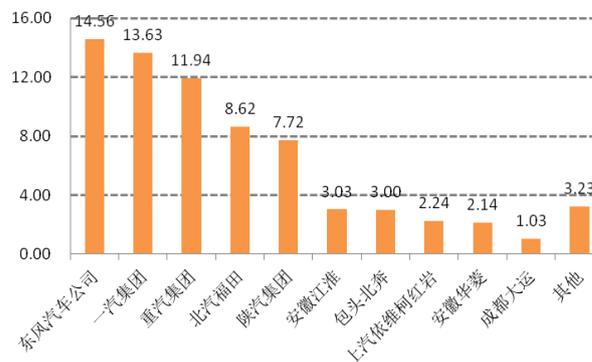
公司在“三巨头”的市场几乎为空白。重卡的“三巨头”——一汽、东风和重汽均有内部配套企业, 它们分别由一汽富奥汽车零部件股份公司、东风汽车传动轴有限公司、中国重汽集团济南商用车有限公司提供传动轴, 因此公司产品在“三巨头”的市场几乎为空白。

图 12 2011 年 1-10 月各重卡厂家产量占比 (%)



资料来源：中汽协 东海证券研究所

图 13 2011 年 1-10 月主要重卡生产商的产量 (万辆)



公司在重卡市场的份额约为 20%左右，公司在重卡领域的配套多为非三巨头企业，2011 年 1-10 月三巨头重卡的合计产量占比为 56.4%，以此计算，公司在非三巨头重卡市场的份额为 45.9%。在如此高的市场份额上再去提升，公司遇到的瓶颈也越来越明显，如果公司能够快速打入三巨头重卡的配套市场，公司产品的销售规模还将有较大提升空间。

**公司凭借自身的技术、成本、质量、服务等优势，逐步进入三巨头的配套体系。**今年上半年，公司已与一汽富奥传动轴分公司签署了合同总额 3522.5 万元的第一份产品供货合同，实现了对一汽的配套。这是公司进入三巨头的第一步，也是重要的一步。

我们认为，公司将一汽富奥定位为长远的战略合作伙伴的关系，而非一般客户，公司有将“北汽远东”和“重汽远东”的模式复制到一汽集团上的可能。因此，公司与一汽富奥的合作才刚刚开始，公司会进一步打入一汽集团的配套市场。

在与东风汽车的合作上，公司曾于 2008 年底的时候与东风传动轴签订了《关于共同投资设立传动轴合资公司的意向书》，约定共同建设 50%: 50%的合资公司，合资公司的目标市场为东风集团的内部市场（东风柳汽除外），公司以现金出资，东风传动轴以与传动轴业务相关联的资产出资。后因种种原因，该合资事项被搁浅。但我们猜测，公司与东风合资建厂的意向并没有就此消灭，公司未来还会瞄准东风的市场。

### 3.4、公司还会适时上马等速传动轴项目

现在国内等速传动轴市场主要由国外知名汽车零部件企业在国内的合资或者独资公司所占据，它们凭借先进的设备、技术和较高的品牌知名度，主要为外资和合资的主机商配套；而国内的非等速传动轴企业主要由象远东传动这样的国内企业主导，这类企业凭借生产规模优势和价格优势与国内主机制造商有长期合作关系。

等速传动轴与非等速传动轴机械加工工艺较相近，因此我们认为，公司凭借在非等速传动轴领域悠久的

生产历史经验和较强的技术研发能力，等速传动轴的研发突破会指日可待。对于广阔的轿车领域的等速传动轴市场，公司凭借着规模、价格和质量优势，首先会进入自主品牌轿车的配套领域。

#### 四、首次给予“增持”的投资评级

由于公司的出口业务顺利发展，我们预测公司 2011-2013 年将分别实现 EPS 为 0.74 元、0.85 元和 0.95 元，对应上一交易日 9.78 元的收盘价，PE 估值分别为 13.2 倍、11.6 倍和 10.3 倍，估值上具有优势，首次给予“增持”的投资评级。

表 6 三表预测

利润表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	60603	61665	101481	102699	120158	138182
增长率	14.7%	1.8%	64.6%	1.2%	17.0%	15.0%
营业成本	43384	41431	66056	66857	78463	90371
营业成本/营业收入	71.6%	67.2%	65.1%	65.1%	65.3%	65.4%
营业税金及附加	311	320	358	411	481	553
销售费用	3440	3872	6918	5648	6609	7600
销售费用/营业收入	5.7%	6.3%	6.8%	5.5%	5.5%	5.5%
管理费用	2166	2225	7592	7189	8411	9673
管理费用/营业收入	3.6%	3.6%	7.5%	7.0%	7.0%	7.0%
财务费用	520	684	(279)	(1522)	(1231)	(1069)
投资收益	463	561	826	710	824	939
资产减值及公允价值变动	88	46	258	0	0	0
其他收入	(176)	(91)	(516)	0	0	0
营业利润	11158	13648	21404	24826	28249	31993
增长率	16.76%	22.3%	56.8%	16.0%	13.8%	13.3%
营业外净收支	269	1725	483	0	0	0
利润总额	11426	15373	21887	24826	28249	31993
增长率	7.4%	34.5%	42.4%	13.4%	13.8%	13.3%
所得税费用	2067	2313	3369	3972	4548	5279
少数股东损益	(3)	(4)	(6)	(7)	(8)	(10)
归属于母公司净利润	9362	13063	18523	20860	23709	26724
增长率	27.0%	39.5%	41.8%	12.6%	13.7%	12.7%
现金流量表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	9362	13063	18523	20860	23709	26724
资产减值准备	(447)	(42)	212	(258)	0	0
折旧摊销	1264	1521	2278	3780	6933	10508
公允价值变动损失	(88)	(46)	(258)	0	0	0

财务费用	520	684	(279)	(1522)	(1231)	(1069)
营运资本变动	(6418)	(6816)	(21758)	(2541)	(7545)	(7809)
其它	444	39	(218)	251	(8)	(9)
<b>经营活动现金流</b>	<b>4117</b>	<b>7719</b>	<b>(1220)</b>	<b>22092</b>	<b>23089</b>	<b>29414</b>
资本开支	(3221)	(6055)	(18018)	(25345)	(28696)	(13376)
其它投资现金流	0	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5928)</b>	<b>(7059)</b>	<b>(18511)</b>	<b>(25745)</b>	<b>(29096)</b>	<b>(13876)</b>
权益性融资	0	0	0	0	0	0
负债净变化	(766)	0	0	0	0	0
支付股利、利息	0	0	(5610)	(3129)	(3556)	(4009)
其它融资现金流	<b>6023</b>	<b>1944</b>	<b>112666</b>	<b>0</b>	<b>7967</b>	<b>1471</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>4490</b>	<b>1944</b>	<b>101446</b>	<b>(3129)</b>	<b>4410</b>	<b>(2538)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>2679</b>	<b>2604</b>	<b>81715</b>	<b>(6782)</b>	<b>(1596)</b>	<b>13000</b>
货币资金的期初余额	5380	8059	10663	92378	85596	84000
货币资金的期末余额	8059	10663	92378	85596	84000	97000
企业自由现金流	0	2440	(16758)	(5128)	(7331)	14361
权益自由现金流	0	0	95909	(3850)	1669	16724
<b>资产负债表(万元)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
现金及现金等价物	8059	10663	92378	85596	84000	97000
应收款项	15586	20498	35609	36578	42796	49215
存货净额	6737	6795	9839	10442	11831	13201
其他流动资产	5584	5492	10186	10270	12016	13835
<b>流动资产合计</b>	<b>35967</b>	<b>43449</b>	<b>148011</b>	<b>142885</b>	<b>150643</b>	<b>173252</b>
固定资产	12640	17266	32658	54924	77129	80440
无形资产及其他	3410	3315	8854	8412	7969	7526
投资性房地产	370	392	474	474	474	474
长期股权投资	5999	7003	7496	7896	8296	8796
<b>资产总计</b>	<b>58386</b>	<b>71425</b>	<b>197494</b>	<b>214591</b>	<b>244512</b>	<b>270489</b>
短期借款及交易性金融负债	9695	12000	0	0	7967	9438
应付款项	12859	11111	11046	10442	11831	13201
其他流动负债	2172	1986	3060	3037	3455	3885
<b>流动负债合计</b>	<b>24726</b>	<b>25098</b>	<b>14106</b>	<b>13478</b>	<b>23253</b>	<b>26524</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	630	688	640	640	640	640
<b>长期负债合计</b>	<b>630</b>	<b>688</b>	<b>640</b>	<b>640</b>	<b>640</b>	<b>640</b>
<b>负债合计</b>	<b>25355</b>	<b>25785</b>	<b>14746</b>	<b>14118</b>	<b>23893</b>	<b>27163</b>
少数股东权益	14	11	5	(1)	(9)	(18)
股东权益	33016	45629	182744	200475	220628	243343
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>58386</b>	<b>71425</b>	<b>197494</b>	<b>214591</b>	<b>244512</b>	<b>270489</b>
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>

每股收益	0.33	0.47	0.66	0.74	0.85	0.95
每股红利	0.00	0.00	0.30	0.11	0.13	0.14
每股净资产	1.18	1.63	6.51	7.15	7.87	8.68
ROS	15%	21%	18%	20%	20%	19%
ROE	28%	29%	10%	10%	11%	11%
毛利率	28%	33%	35%	35%	35%	35%
EBIT Margin	19%	22%	21%	22%	22%	22%
EBITDA Margin	21%	25%	23%	26%	28%	29%
收入增长	15%	2%	65%	1%	17%	15%
净利润增长	27%	40%	42%	13%	14%	13%
资产负债率	43%	36%	7%	7%	10%	10%
息率	#DIV/0!	#DIV/0!	3.1%	1.1%	1.3%	1.5%
P/E	0.0	0.0	14.8	13.2	11.6	10.3
P/B	0.0	0.0	1.0	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	0.8	0.8	8.0	11.0	9.3	7.7

资料来源：公司资料，东海证券预测

**作者简介**

闻祥：会计学硕士、机械电子工程学士，证券业中介机构三年从业经验，证券研究所三年工作经验。

**评级定义**

<b>市场指数评级</b>	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
<b>行业指数评级</b>	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
<b>公司股票评级</b>	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

**风险提示**

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

**免责条款**

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

**资格说明**

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

**联系方式**

<b>北京 东海证券研究所</b>	<b>上海 东海证券研究所</b>
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897