

## 专业化趋势和高端客户优势成就未来王者

通达动力  
002576

### 电机行业专业化趋势带来庞大、稳定需求

目前我国电机行业定转子铁心外购比例仅 25% 左右, 远低于外资企业 97% 的外购比例。随着行业专业化趋势不断深入, 我们预测国内电机行业外购比例将在 2014 年达到 30%~40%。届时整个定转子铁心行业产值约 1086 亿元, 专业化市场的容量大约在 326 亿~434 亿元, 专业化市场需求五年复合增速为 19%~26%。

### 高端客户优势是赢得未来竞争的重要保障

公司作为行业龙头, 在产能规模、技术研发、产品质量、市场占有率等方面均处于行业领先地位, 其国内外高端客户优势更是远远胜过其他企业, 将成为行业专业化进程中的最大受益者, 成就未来王者。

### 未来成长具有持续性驱动力, 具备长期投资价值

公司业务的发展, 近期将主要得益于募投项目产能扩张; 中期将得益于高效电机、风力发电机、新能源汽车电机等高端电机的迅猛发展; 长期来看将得益于国际产业转移、行业专业化进程等。在持续性驱动下, 公司未来业绩将保持稳健高速增长, 是具备长期投资价值的优秀企业。

### 业绩弹性高, 经济增速见底企稳预示最佳买入时机

公司营业收入弹性极高, 急剧放大 GDP 增速变动。2011 年 11 月 30 日央行货币政策调整预示着宏观经济将于 2012 年一季末、二季初见底企稳, 公司业绩增速也将凭借其高弹性而迅速攀升。届时将是最佳买入时机。

**盈利预测:** 预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.55 元、0.78 元、0.98 元, 对应当前股价的 PE 分别为 22 倍、15 倍、12 倍。按照 2012 年 EPS 的 20 倍估值, 对应 6 个月目标价 15.54 元, 收益空间 31.91%。

**风险提示:** 公司业绩弹性高, 会带来短期波动性风险, 预计 2012 年一季度公司营业收入将出现负增长, 但无损于公司长期投资价值。

公司业绩预测	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	850.14	965.49	1201.30	1526.19
增长率	87.29%	13.57%	24.42%	27.04%
净利润 (百万元)	57.66	69.36	98.67	124.80
增长率	74.14%	17.48%	43.57%	26.83%
每股收益 (元)	0.45	0.55	0.78	0.98
PE	-	21.57	15.16	11.99
PB	-	1.59	1.44	1.29

首次

买入

#### 股价:

发行价格: 19.00 元

当前价格: 11.78 元

目标价格: 15.54 元

分析师: 应晓明

S0630511010018

021-50586660-8645

yxm@longone.com.cn

联系人: 谢凯

021-50586660-8613

xie.kai.nuaa.nju@gmail.com

联系人: 赖凯

021-50586660-8621

laikai@longone.com.cn

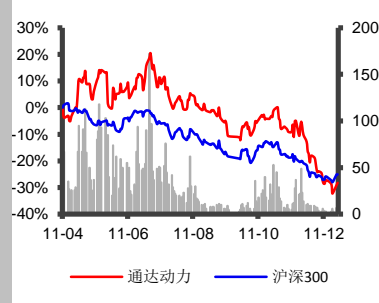
#### 日期:

调研: 2011 年 11 月 07 日

分析: 2012 年 01 月 06 日

发布: 2012 年 01 月 10 日

#### 股价表现:



#### 相关报告:

2011 年 9 月 30 日:《节能减排之高效电机行业: 未来五年持续高增长, 今年下半年迎来第一个高峰》

## 正文目录

一、公司是电机定转子铁心行业龙头.....	4
二、专业化分工促进行业稳定高增长.....	5
1、专业化分工提高电机行业生产效率.....	6
2、国际产业转移促进国内专业化进程.....	7
3、电机行业集中度和定转子铁心行业集中度将同时提高 .....	8
4、未来三年行业需求预测.....	9
三、公司领先优势明显，高端客户资源丰富 .....	9
1、高端客户“尽收囊中”，奠定王者根基 .....	10
2、产能规模行业领先，产品线齐全.....	10
3、工艺技术领先，产品质量过硬.....	11
四、公司未来成长具有持续性驱动力 .....	12
1、近期看：募投项目产能扩张.....	12
2、中期看：高效电机、风力发电机、新能源汽车电机等高端电机 .....	12
3、长期看：国际产业转移、行业专业化趋势、行业集中度提升 .....	13
4、未来三年公司需求预测.....	13
五、高弹性决定最佳买入时机.....	14
1、我国电机行业产量弹性高 .....	14
2、公司显著放大电机行业弹性.....	15
3、宏观经济见底预示最佳买入时机.....	16
六、盈利预测与公司估值.....	16

## 图表目录

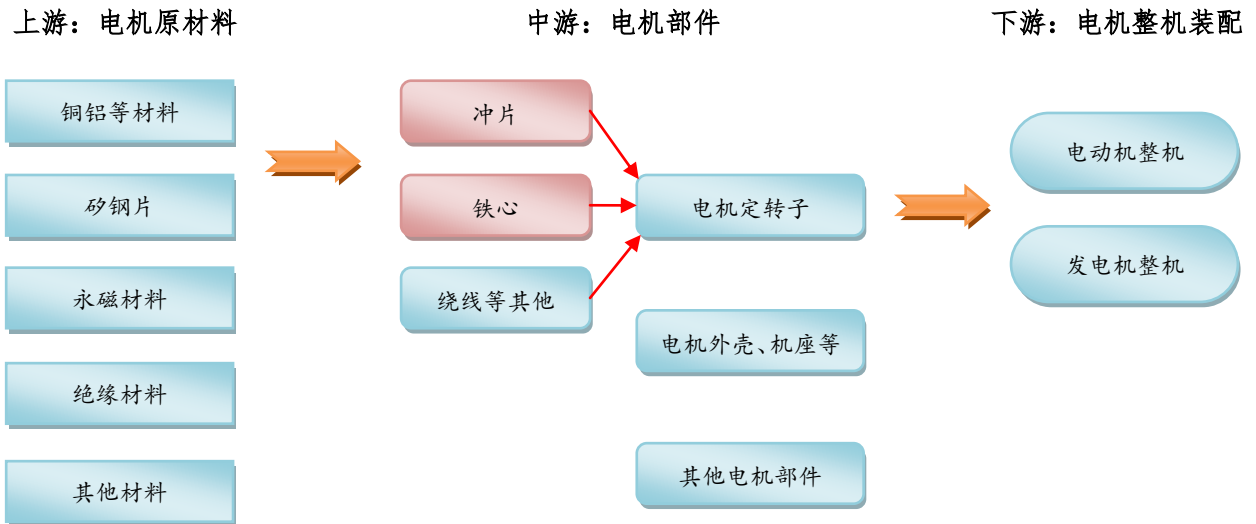
图 1 公司所处产业链位置 .....	4
图 2 公司主营构成（百万元）及总收入增速 .....	5
图 3 电机产业链价值曲线 .....	6
图 4 国内外企业外购定转子铁心比例 .....	7
图 5 我国中小型电机行业集中度逐渐提升 .....	8
图 6 交流电动机行业产量弹性高 .....	14
图 7 公司业绩弹性极高 .....	15
表 1 公司产品类型 .....	4
表 2 公司募投项目着力扩张产能 .....	5
表 3 定转子铁心行业市场需求测算 .....	9
表 4 公司历年前五名客户名单 .....	10
表 5 定转子铁心行业主要公司产能及收入对比 .....	11
表 6 公司市场需求测算 .....	13
表 7 公司业绩弹性极高 .....	16
表 8 公司盈利预测 .....	17
表 9 公司财务报表预测 .....	18

## 一、公司是电机定转子铁心行业龙头

公司是国内专业的电机定转子冲片和铁心生产服务商，属矽钢冲压行业（定转子铁心行业），是电机行业的专业配套行业。公司于 2011 年 4 月 28 日登陆深市中小板，成为我国定转子铁心行业第一股。

公司的主营产品定转子冲片和铁心是电机的核心部件，约占电机成本的 30%-40%。定转子冲片和铁心的生产是整个电机制造中的核心环节，定转子铁心的质量与性能直接决定了电机的性能、能效以及稳定性等关键指标。

图1 公司所处产业链位置



资料来源：东海证券研究所

公司产品品种齐全，能够应用于不同种类和型号的电机（包括电动机和发电机），既能应用于国标类普通电机，也能应用于高效电机、风力发电机、牵引电机、新能源汽车驱动电机等对定转子冲片和铁心质量要求较高的电机产品。

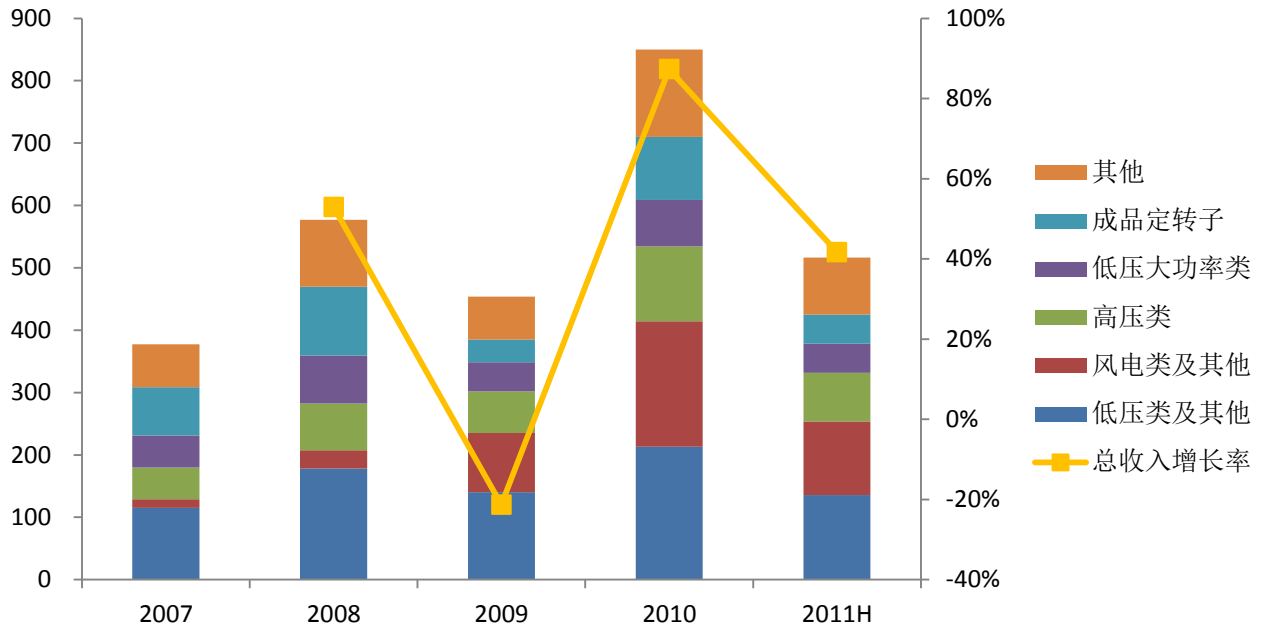
表1 公司产品类型

产品类型	应用于电机型号
电动机定转子 冲片和铁心	高压类 Y、YKK、YKS、YRKK、1LA4 系列等
	低压大功率类 YX、1LA8 系列、M3BP 等
	低压类及其他 Y (YB)、Y2 (YB2)、Y3、YZR (YZ)、YLB、YD、YH、TY、ODP (TEFC)、ZB、YBXn 等
发电机定转子 冲片和铁心	风电类 0.75MW、0.85MW、1MW、1.5MW、1.65MW、2MW、2.2MW、2.5MW、3.2MW、3.5MW 等
	柴油发电机类及其他 TWG3.1、TWG4.1、TWG5.1，AMG355-400、AMZ 系列等
成品定转子	Y、Y2

资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司 2007-2010 年营业收入复合增速高达 31.09%，其中风力发电机定转子铁心产品收入从 2007 年的 0.14 亿元迅速增长至 2010 年的 2.01 亿元，复合增速高达 146%，成为公司业绩新的增长极。

图2 公司主营构成（百万元）及总收入增速



资料来源：公司公告，东海证券研究所

与行业内其他企业相比，公司在产能规模、客户资源、工艺技术（尤其是高端产品）方面具备领先优势，是当之无愧的行业龙头。公司募投项目拟增加定转子铁心产能 5 万吨/年及年产 600 套模具的模具中心，按平均价格 9000 元/吨估算，项目完全达产后将至少增收 4.5 亿元。

表2 公司募投项目着力扩张产能

产品类型	募投产能	达产进度		
		第 1 年	第 2 年	第 3-11 年
风力发电机类	1.8 万吨	建设期	60%	100%
高压电机类	0.75 万吨			
低压大功率类	0.65 万吨			
低压及其他类	1.8 万吨			
模具	600 套			

资料来源：招股说明书，东海证券研究所

## 二、专业化分工促进行业稳定高增长

电机产业链的专业化分工是指电机企业将产品设计、技术研发、品牌建立和规模扩张作为其发展的核心竞争力，而将电机生产中主要部件的制造环节外包给专业生产企业（定转子铁心企业）完成。

电机产业链的专业化分工可以提高整个行业的生产效率，是国内外电机产业发展的必然趋势。目前国外电机行业的服务体系已经相当完善，国内专业化程度相对较低。目前正在进行的国际产业转移将促进我国定转子铁心行业作为一个独立行业而迅猛发展。

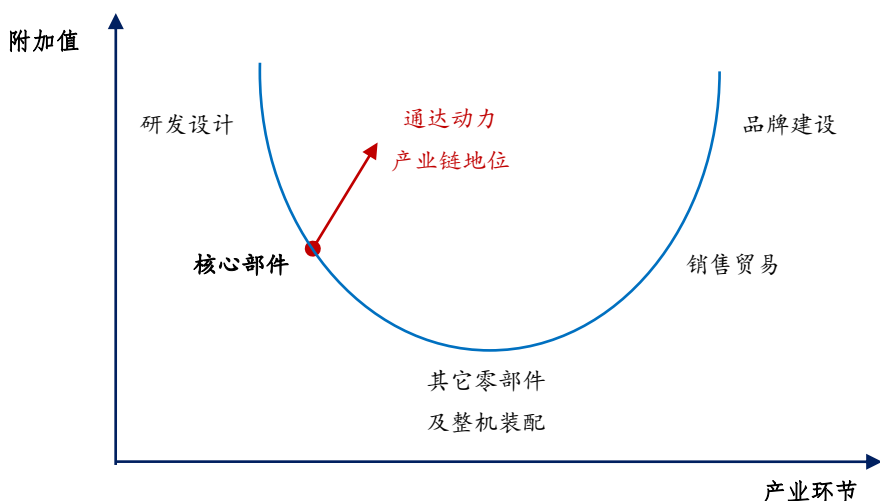
## 1、专业化分工提高电机行业生产效率

**提升电机企业价值：**专业化分工模式下，电机企业将主要关注研发、设计、销售、品牌等附加值较高的业务部分，而将附加值较低的生产制造环节外包给专业生产企业。

\*需要说明的是，尽管制造环节的附加值低于研发、设计、销售、品牌等环节，但制造环节内部也存在附加值相对较高的业务，例如：核心部件定转子 vs 外壳和机座、高端电机部件 vs 普通电机部件，等等。

\*通达动力作为行业龙头，在电机定转子领域有丰富的研发设计和工艺技术积累，拥有众多实用新型专利及非专利技术，同时注重自身品牌建设，拥有较高行业声誉，其综合毛利率比电机行业平均水平高 1.7-1.8 个百分点（报告期内公司毛利率高达 15.30%~18.61%，同期我国电机行业平均毛利率为 13.58%~16.80%）。

图3 电机产业链价值曲线



资料来源：东海证券研究所

**提高新产品试制效率：**制造环节的关键是模具和工艺，专业化生产企业拥有丰富的模具种类和深厚的工艺积累。丰富的模具种类可以扩大电机企业产品设计创新空间，而使用现有模具也可以显著降低新产品试制成本。同时，娴熟的生产工艺有助于提高新产品试制的时效性和经济性。

**规模化生产降低制造成本：**相比为单一企业提供生产服务，专业化生产的客户量更大，具备规模化生产条件，从而有效提高设备利用率、降低设备摊销成本。

**提高原材料利用率：**专业化生产的客户对象众多，产品结构层次丰富，可以通过有效利用边角料等方式提高原材料利用率，从而间接降低生产成本。

\*以采用 1200mm 宽标准矽钢带材生产  $\Phi 800$ mm 圆形冲片简单举例：仅生产  $\Phi 800$ mm 冲片的材料利用率（面积比）只有 52.36%，而充分利用边角料再生产两个  $\Phi 400$ mm 圆形冲片可使材料利用率提高至 78.54%，单位生产成本降低 33.33%。

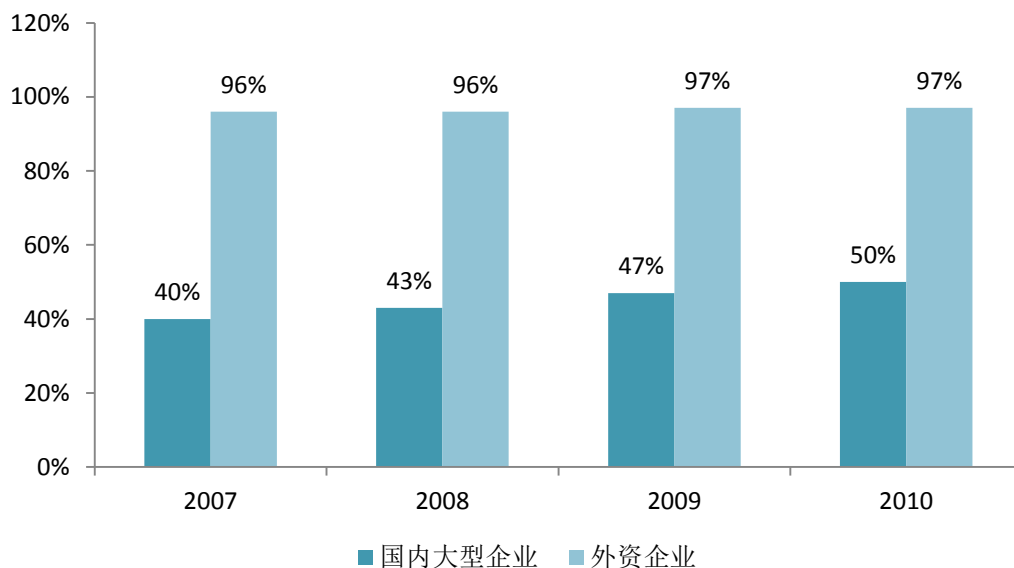
## 2、国际产业转移促进国内专业化进程

国外电机行业经过 100 多年的发展，成熟度较高，专业化服务体系已经相当完善，国际主流的电机企业已逐渐将主要部件的制造环节外包给专业生产企业完成。

目前，美国的腾普公司（Tempel Manufacturing Company）、意大利的优乐公司（Euro Group）等已经成为极具竞争力的定转子铁心专业化生产企业，生产能力分别达到 30 万吨和 24 万吨，占据了欧美市场较高的市场份额，并成为国际主流电机企业在欧美市场的重要合作伙伴。

我国定转子铁心行业经过 20 多年的发展，不断成熟壮大，已成长为独立的行业。但我国电机行业专业化分工程度仍然偏低，行业整体定转子铁心外购比例仅 25% 左右，部分大型企业外购比例可达 40% 以上，但与外资企业 97% 的外购比例仍有相当差距。

图4 国内外企业外购定转子铁心比例



资料来源：保荐人报价报告，东海证券研究所

中国制造业经过多年发展已有一定积累，且具有劳动力成本比较优势，同时中国本身也是一个巨大的电机市场。国外电机生产企业为降低生产成本、贴近终端市场，纷纷将制造加工基地转移至发展中国家，对促进我国电机行业的专业化分工和定转子铁心行业的快速发展具有重要推动作用。

在国内，电机企业自身也具有向专业化方向发展的利益诉求。近年来国内电机企业（尤其是大型企业）越来越倾向于外购定转子铁心，部分企业已不再投资建设新的定转子铁心生产线，而将新产品试制和量产外包给专业生产企业。



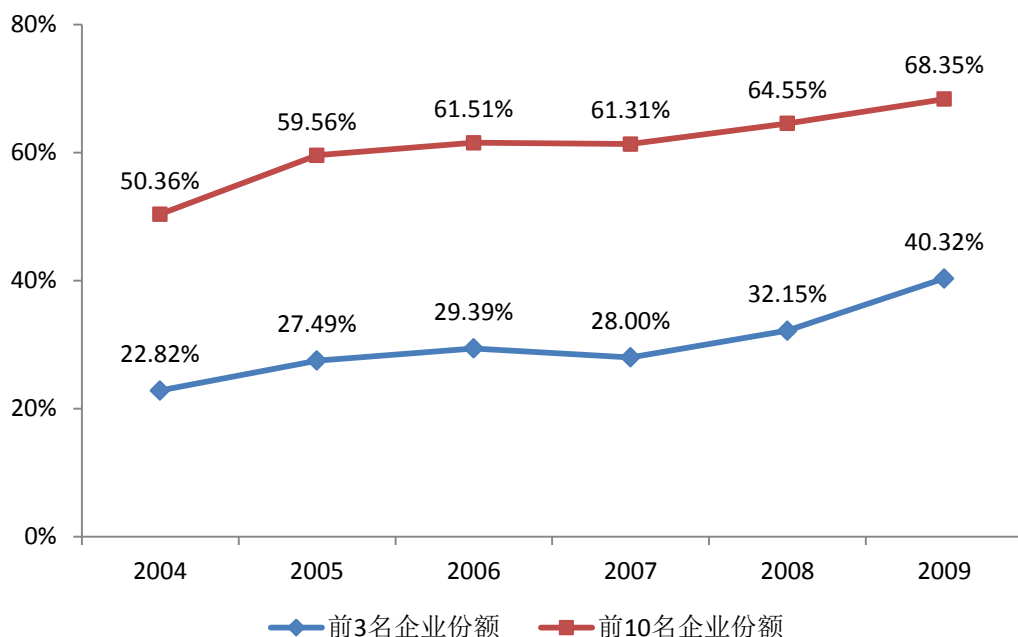
### 3、电机行业集中度和定转子铁心行业集中度将同时提高

随着电机产业链专业化分工的不断深入，电机行业和定转子铁心行业将逐渐分化、独立。但在各个行业内部，行业集中度将进一步提升。

**电机行业现状：**目前我国电机生产企业众多，单一生产企业市场份额普遍较低，市场集中度不高。国内中小型电机生产企业超过 2000 家，其中具有一定生产规模的仅 300 家。

随着电机企业规模竞争、质量竞争、品牌竞争的日益激烈，大型骨干企业的市场份额在不断提升。中国电器工业协会中小型电机分会的统计结果表明，我国中小型电机行业的集中度呈逐年上升趋势。

图5 我国中小型电机行业集中度逐渐提升



统计方法说明：

- 1、市场份额总量为中国电器工业协会中小型电机分会统计的骨干企业销售收入之和，其中 2004-2007 年统计样本为 56 家骨干企业，2008-2009 年统计样本为 52 家骨干企业。
- 2、各企业销售收入以及样本骨干企业销售收入之和均采用当年统计值。

资料来源：电器工业年鉴，东海证券研究所

**定转子铁心行业现状：**目前我国销售规模 500 万元以上的定转子铁心企业有近 200 家，其中销售规模在 1 亿元以上的企业仅 20 家，行业集中度不高。

我们认为，在下游电机行业集中度提高的带动效应下，定转子铁心行业集中度提高将是必然趋势，而行业集中度的提高必然利好行业龙头企业。特别地，随着大型电机企业市场份额提升、电机标准化程度提高以及对核心部件性能质量要求的提高，定转子铁心行业的市场份额将向具有产能规模优势、产品质量优势、工艺技术优势的大型定转子铁心企业集中，将长期利好通达动力这样的优势企业。



#### 4、未来三年行业需求预测

定转子铁心行业的需求驱动力有三个：一是国内电机行业发展对定转子铁心产品的内生需求，二是国际产业转移扩大定转子铁心产品的出口需求，三是电机企业外购定转子铁心的比例逐步提升。

$$\text{定转子铁心市场需求} = (\text{国内需求} + \text{出口需求}) \times \text{外购比例}$$

已知 2009 年全国中小型电机行业用于定转子铁心生产的矽钢片总消耗量约 600 万吨,其中约 150 万吨由专业定转子铁心生产企业提供, 外购比例在 25% 左右。

**行业产量：**过去十年，我国交流电动机产量复合增速为 16.70%。保守假设 2009-2014 年国内外中小型电机行业对定转子铁心的总需求增速为 15%。则到 2014 年，中小型电机行业对用于定转子铁心生产的矽钢片需求总量在 **1207 万吨**左右。

**行业产值：**按定转子铁心平均价格 9000 元/吨估算，则 2014 年整个定转子铁心行业产值约 **1086 亿元**。假设其中 30%~40%由专业定转子铁心生产企业创造，则专业化市场的容量大约在 **326 亿~434 亿元**。

**专业化企业产量增速：**我们预计电机企业外购定转子铁心的比例将由 25%左右提升至 30%~40%，因此专业化定转子铁心生产企业的复合增速将高于电机行业的复合增速，达到 **19%~26%**左右。

表3 定转子铁心行业市场需求测算

	2009	2014 E		
定转子铁心行业总产量 (万吨)	600	1206.81		
× 专业化生产占比	25%	悲观 30%	中性 35%	乐观 40%
专业化市场产量 (万吨)	150	362.04	422.39	482.73
× 产品平均价格 (元/吨)		9000	9000	9000
专业化市场容量 (亿元)		325.84	380.15	434.45
专业化企业产量增速		19.27%	23.01%	26.33%

资料来源：东海证券研究所

### 三、公司领先优势明显，高端客户资源丰富

公司在定转子铁心行业经过十几年的发展，已成为国内行业龙头，在规模供应、技术研发、产品质量、市场占有率等方面都占据行业领先地位。公司所有竞争优势中最为显著的是其在高端客户领域具有遥遥领先的的优势，是其他企业远远不能及的。

## 1、高端客户“尽收囊中”，奠定王者根基

公司总的市场份额位居全国领先地位，而其在高端客户市场所具有的领先优势更为显著。高端客户对产品质量和供货能力要求较高，因而转换成本也较高，一旦指定供应商将形成长期稳定的合作关系，公司在这一方面已具备先发优势。

在国内市场，中国电器工业协会中小型电机分会统计的 53 家电机行业骨干企业中，有近 30 家企业是公司的客户，其中前 10 名企业（如湘潭电机、佳木斯电机、卧龙电气、南阳防爆等）全部是公司客户。公司与上述企业建立了稳定而良好的合作关系，成为这些高端客户的专业配套商。

在国际市场，公司成功进入 SIEMENS、GE、ABB、GAMESA、LEROYSOMER 等国际知名企业的全球采购系统，并凭借良好的商业信誉和过硬的产品质量被 ABB 评为“优秀供应商”、被 GAMESA（中国）授予“最佳质量奖”，等等。

上述两点，在国内专业定转子铁心生产企业中，**只有通达动力可以做到**。随着定转子铁心行业专业化进程的不断推进，牢牢掌握高端客户资源将有助于公司提高品牌效应、扩大市场份额、提高产品附加值，进一步扩大行业领先优势，成就未来王者。

表4 公司历年前五名客户名单

序号	报告期				
	2007	2008	2009	2010	2011H
1	无锡华达	无锡华达	无锡华达	无锡华达	无锡华达*
2	佳木斯电机	西门子电气	南车电机	南阳防爆	西门子电气
3	西门子电气	南阳防爆	南阳防爆	佳木斯电机	南车电机
4	上海 ABB	佳木斯电机	西门子电气	西门子电气	南阳防爆
5	上海南阳	上海 ABB	佳木斯电机	南车电机	上海 ABB

\*注：无锡华达目前已经成为美国雷勃公司（北美第二大电机生产企业）在华全资子公司。

资料来源：招股说明书，东海证券研究所整理

## 2、产能规模行业领先，产品线齐全

2009 年，全国中小型电机行业用于定转子铁心生产的矽钢片总消耗量将近 600 万吨，其中约 150 万吨由专业生产企业消耗。

公司 2009 年定转子铁心产品产量 4.86 万吨，**占全国总产量的 0.81%，占专业化市场份额的 3.24%**。随着公司产能规模的高速扩张，目前公司定转子铁心产品产量占专业化市场的份额比例已提升至 5% 以上。

公司在行业内的主要竞争对手是常州神力、上海翔岭、苏州华能、西门冲片等非上市公司。与竞争对手相比，公司在产能规模、市场份额上占据一定优势。

**表5 定转子铁心行业主要公司产能及收入对比**

公司名称	产能规模	年销售额
通达动力	6.8 万吨 <sup>[1]</sup>	4.5 亿元 <sup>[2]</sup>
常州神力	8.0 万吨	约 7.0 亿元
西门冲片	5.0 万吨	约 4.5 亿元
苏州华能	2.7 万吨	约 2.5 亿元
上海翔岭	1.5 万吨	约 1.2 亿元

注[1]: 上述通达动力产能和收入系采用 2009 年数据。截至 2010 年底, 通达动力产能 8 万吨, 收入 8.5 亿元, 行业领先。

注[2]: 通达动力 2009 年产能利用率仅 69%, 实际销量 4.17 万吨, 产品均价 8,177.33 元/吨。

资料来源: 招股说明书, 东海证券研究所

公司作为行业龙头, 具备技术、质量、品牌等优势, 在高效电机、风力发电机、牵引电机等**高端电机领域市场占有率更高**。以风机为例, 2009 年全国新增风电装机总量 13,785MW, 同期公司风电类定转子铁心产品销售量(按功率口径)为 1,754.62MW, 约占 12.73%; 2010 年全国新增风电装机总量 18,928MW, 同期公司风电类定转子铁心产品销售量(按功率口径)为 4724.57MW, 约占 24.96%;

随着 IPO 募投项目逐渐达产, 公司将新增产能 5 万吨/年, 其中风力发电机类产品 1.8 万吨/年, 进一步扩大在行业内的领先优势。截至目前, 公司定转子冲片和铁心类产品的产能已达 11 万吨/年, 产品线覆盖了低、中、高端各个层次、不同类型的电机产品, 广泛应用于普通电机、高压电机、低压大功率电机、永磁电机系列、交通轨道电机、风力发电机、柴油及其他发电机等。

### 3、工艺技术领先, 产品质量过硬

定转子冲片和铁心是电机产品的核心部件, 冲片质量是影响电机产品质量的关键因素。定转子冲片材料的同板差、尺寸精度、毛刺大小、毛刺方向的一致性、铁心叠压系数、转子铸铝的填充率、铁心精加工的精度、焊接铁心的质量、模具的设计和制造水平等都影响着电机产品的质量和能耗。

随着下游电机产品的高端化、高效化趋势, 对上游定转子冲片质量的要求也越来越高, 上述指标也成为衡量专业冲片制造企业技术水平和产品质量的重要标准。

决定定转子冲片质量的关键因素, 一是工艺, 二是模具。**公司在定转子铁心行业有十几年的工艺技术积累**, 近年来不断提高技术研发力度, 使得产品质量十分过硬, 获得了国内外顶级电机企业的一致认可。在模具方面, 公司募投项目将建造年产 600 套的模具中心, 有利于公司进一步丰富产品类型, 满足下游客户的多样化需求, 同时可以减缓对外购模具的依赖, 突破因模具供应不足而导致的产能瓶颈。

特别地, 公司凭借其专业化生产优势和深厚的技术积累, 不仅为下游客户生产定制产品, 还能够参与到设计环节, 从设计、选材等方面为客户提出专业化建议, 使公司业务突破了简单生产的范畴, 呈现出为下游电机生产企业提供系统解决方案的端倪。

## 四、公司未来成长具有持续性驱动力

专业定转子铁心生产行业具有高弹性特点，同时公司在行业里处于领先优势地位，两种因素叠加，成就了公司 2007-2010 年 31.09% 的高复合增速，其中 2010 年收入增速高达 87.29%。

我们认为公司主营业务的发展在未来近期、中期和长期均具有持久的强劲驱动力，以支撑公司业绩的持续性高增长——曾经的辉煌可以续写。

### 1、近期看：募投项目产能扩张

公司募投项目将于 2013 年全面达产，届时将新增定转子冲片和铁心产能 5 万吨/年。其中风机类产品 1.8 万吨/年、高压电机类产品 0.75 万吨/年、低压大功率类产品 0.65 万吨/年、低压及其他类产品 1.8 万吨/年。

募投项目的达产将有助于公司进一步突破产能瓶颈，扩大销售量和市场占有率。按 9000 元/吨平均价格估算，新增产能将增加定转子铁心产品销售收入 4.5 亿元，增加边角料销售等其他收入 0.8 亿元，共计 5.3 亿元左右，**新增收入相当于 2010 年全年营业收入的 62% 以上**。在其他条件不变情况下，仅此一项便可使公司未来三年年均收入增加 20% 左右。

同时，公司拟投资建设的模具中心，有助于公司提升模具的自主开发能力，可以有效解决因模具供应不足而导致的产能瓶颈，有利于募投项目目标产能的顺利释放。

### 2、中期看：高效电机、风力发电机、新能源汽车电机等高端电机

公司作为专业定转子铁心生产行业的领先企业，将在高端电机的蓬勃发展中首先获益。

**高效电机推广：**我们预计“十二五”期间高效电机行业将至少保持年均 70% 以上的复合增速（详见“相关报告”）。对公司而言，目前电动机类产品的 30% 以上是高效电机产品，一旦市场启动还可以迅速提高这一比例；对下游电机企业而言，公司在高效、超高效电机专用定转子冲片及高填充率转子铸铝技术上具有丰富的生产经验和技術优势，必将位居电机企业向高效电机转型的首选供应商之列。

**风电快速发展：**大力发展风电是我国的既定政策，目前我国风电行业呈“低端产品产能过剩、高端产品产能不足”的“相对过剩”情形。公司风电产品客户主要为南车电机、湘潭电机、东方电机、GAMESA、SIEMENS、GE 等高端风机生产企业，其中 40% 的产品销往海外，受国内风电行业“相对过剩”情形影响不大，依旧保持快速增长。随着募投项目达产，公司风电类产品将迎来新一轮高速增长。

**轨道交通和新能源汽车蓬勃发展：**近几年密集出台的政策及规划表明，“十二五”期间我国城市轨道交通行业 and 新能源汽车行业均将蓬勃发展。公司在轨道牵引电机、新能源汽车驱动电机专用定转子铁心方面已有多年技术积累，一旦市场放量，公司在这一块的销售收入将迎来爆发式增长。

除上述产品外，公司产品线还覆盖柴油发电机、电梯电机等领域，使得公司在分享下游行业高增长的同时，有效分散风险，避免对某一细分市场的过度依赖。

### 3、长期看：国际产业转移、行业专业化趋势、行业集中度提升

公司定转子冲片和铁心产品需求公式可表述为：

$$\text{产品需求} = (\text{行业国内需求 } a + \text{行业出口需求 } b) \times \text{行业外购比例 } c \times \text{公司份额 } d$$

国内经济发展主要影响国内需求 **a**；国际产业转移将扩大出口需求 **b**；电机行业专业化发展趋势将提升定转子铁心产品外购比例 **c**；专业化定转子铁心生产行业集中度的提升有利于公司提高市场份额 **d** ——上述因素共同作用，将显著扩大公司产品的市场需求量。

**综合以上分析，我们认为国内定转子铁心行业整体需求将持续稳定增长，通达动力作为行业龙头将从行业发展中长期受益，公司业绩将保持稳健高速增长，是具备长期投资价值的优秀企业。**

### 4、未来三年公司需求预测

我们在表 3 中已测算出 2014 年定转子铁心行业总产量为 1207 万吨，总产值 1086 亿元；其中专业化市场产量为 362~483 万吨，产值 326~434 亿元。

**公司需求增速：**假设公司 2014 年占专业化市场的份额比例为 5%，则当年需求为 18~24 万吨，2009-2014 五年复合增速为 **31%~39%**。（公司 2009 年定转子铁心产品销量 4.71 万吨）

**公司收入增速：**按平均价格 9000 元/吨估算，则公司 2014 年定转子铁心类产品实现销售收入 16~22 亿元，2009-2014 五年复合增速为 **33%~41%**。（公司 2009 年营业收入 4.54 亿元，其中 3.85 亿元由定转子铁心及成品定转子创造，以 3.85 亿元为计算依据）

**表6 公司市场需求测算**

	2009	2014 E		
专业化市场产量（万吨）	150	悲观 362.04	中性 422.39	乐观 482.73
× 公司市场份额	3.24%	5%	5%	5%
<b>公司产品产量需求（万吨）</b>	<b>4.86</b>	<b>18.10</b>	<b>21.12</b>	<b>24.14</b>
2009-2014 五年复合增速		30.91%	35.01%	38.66%
× 产品平均价格（元/吨）	8177	9000	9000	9000
<b>公司产品需求容量（亿元）</b>	<b>3.85</b>	<b>16.29</b>	<b>19.01</b>	<b>21.72</b>
2009-2014 五年复合增速		33.45%	37.62%	41.35%

资料来源：东海证券研究所



## 分析与结论:

1、公司 2010 年定转子铁心产品销量 7.48 万吨，实现销售收入 7.10 亿元，相比 2009 年分别增长 60% 和 84%；2010 年产品均价为 9489 元/吨。因此，上述测算中所选参数偏于保守，实际情形或更乐观。

2、公司定转子铁心产品中，用于高效电机、风力发电机、牵引电机等高端电机的比例逐步加大。由于高端电机定转子铁心价格更高（风电类产品价格已超过 1 万元/吨），因此将贡献更多的收入和利润。

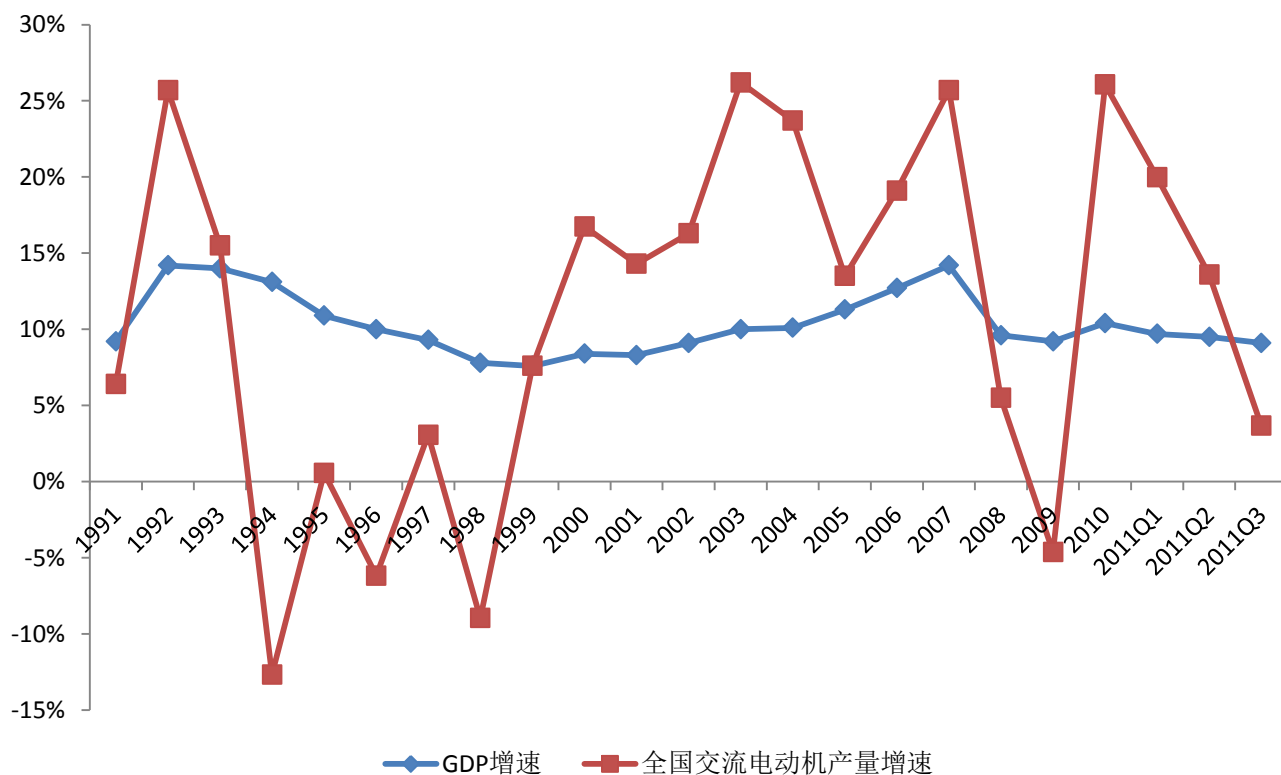
3、**产能瓶颈将成为公司业绩高速增长的主要制约。**目前公司供给能力约为 10~12 万吨/年，距离表 3 中测算的 2014 年 18~24 万吨的需求尚有一定差距。公司未来三年能否保持 30%~40% 的高速增长不仅取决于需求增长速度，更取决于公司自身产能扩张速度。

## 五、高弹性决定最佳买入时机

### 1、我国电机行业产量弹性高

公司下游产品电机广泛应用于制造业、基础建设、房地产等领域，这些领域跟投资联系紧密，属于 GDP 中波动较大的部分，从而带动电机行业产量增速也呈现出较大的波动性。

图6 交流电动机行业产量弹性高



资料来源: Wind, 东海证券研究所

需要说明的是，电机产量增速与 GDP 增速的变化（二阶导数）有密切关系：当经济上行，GDP 增速上升时，电机产量增速迅速上升至 15% ~ 26% 区间；当经济下行，GDP 增速下降时，交流电动机产量增速迅速下降至 5% ~ -13% 区间。

同时我们发现，电机产量增速与 GDP 增速的绝对值（一阶导数）关系不明显：例如 2000 年、2010 年，虽然 GDP 相对前期处于低位，但由于 GDP 增速处于上升趋势，因此电机产量增速也迅速攀升至 17% 和 26%。

通过历史规律总结，结合基本的逻辑推理，我们认为电机产量增速与 GDP 增速处于高位或低位关联性不强，而与 GDP 增速处于上升趋势或下降趋势关联性较强。我们预计宏观经济将于 2012 年一季末、二季初见底企稳，GDP 增速或于 2012 年上半年降至低位后开始回升，从而带动电机产量增速逐步回升至 10% 以上。

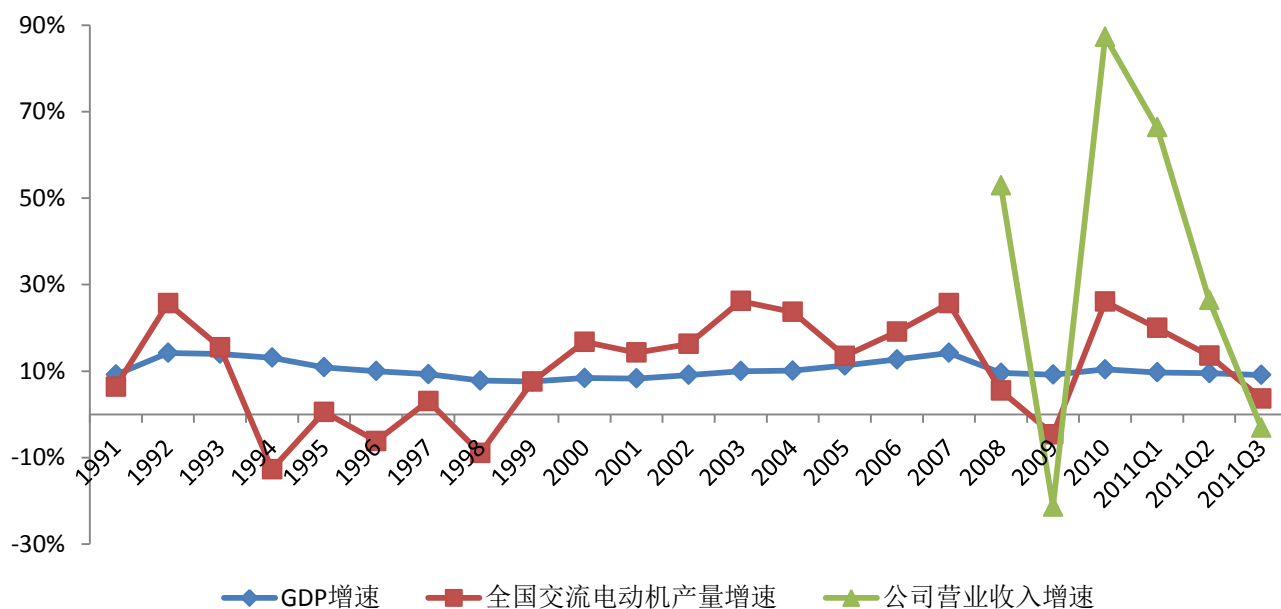
## 2、公司显著放大电机行业弹性

目前我国电机生产企业所需定转子铁心主要由企业配套的工厂或车间生产，这一部分占比大约是 75%，由专业定转子铁心企业生产的仅占 25% 左右。

假设宏观经济增速下滑，企业电机产量减少 5%，则需要的定转子铁心也减少 5%。一般来说，企业会优先保障自己生产的 75%，而首先从外购的 25% 中减去这个 5%。因此，对电机行业而言，产量只同比下滑 5%（-5% / 100%）；而对专业定转子铁心行业而言，产量却同比下滑 20%（-5% / 25%）。——在这个简化模型里，专业定转子铁心行业弹性系数是电机行业弹性系数的 4 倍左右，即产生 4 倍的“杠杆效应”。

通达动力作为专业电机定转子铁心行业龙头企业，其经营情况很大程度上反映了整个行业的发展情况。公司 2008~2010 年以及 2011 年前三个季度的营业收入（单季）呈现出典型的高弹性。

图7 公司业绩弹性极高



资料来源：Wind，公司公告，东海证券研究所



表7 公司业绩弹性极高

	2008	2009	2010	2011 Q1	2011 Q2	2011 Q3
R <sub>0</sub> : 全国 GDP 同比增速	9.60%	9.20%	10.40%	9.70%	9.50%	9.10%
R <sub>1</sub> : 全国交流电动机产量增速	5.50%	-4.62%	26.07%	19.98%	13.59%	3.67%
R <sub>2</sub> : 公司营业收入增速	52.93%	-21.34%	87.29%	66.39%	26.42%	-3.11%
R <sub>2</sub> / R <sub>0</sub> : 公司收入弹性系数	5.51	-2.32	8.39	6.84	2.78	-0.34
R <sub>2</sub> / R <sub>1</sub> : 公司与行业弹性系数之比	9.62	4.62	3.35	3.32	1.94	-0.85

资料来源: Wind, 公司公告, 东海证券研究所

2007-2010 年, 中国宏观经济整体向好, 公司营业收入复合增速高达 31.09%, 其中 2010 年收入增速高达 87.29%; 但 2011 年前三季度中国宏观经济增速逐步下滑, 公司单季度营业收入增速也出现大幅下降, 其中第三季度营业收入出现同比负增长。

### 3、宏观经济见底预示最佳买入时机

公司营业收入的高弹性是一把“双刃剑”, 蕴含风险的同时也预示着机遇: 一旦宏观经济向好, 公司业绩将迎来新一轮的突飞猛进。

2011 年由于中国宏观经济不振, 公司业绩大幅下降, 带动股价一路走低, 目前已跌破发行价 19.00 元 (前收盘 11.78 元, 相对收益-38%)。2011 年 11 月 30 日央行货币政策调整预示着宏观经济将于 2012 年见底企稳。随着 GDP 增速触底后回升, 公司业绩增速也将转入上行趋势, 并凭借其高弹性而迅速攀升。

**综上, 宏观经济增速触底回升之时, 便是最佳买入时机。**

## 六、盈利预测与公司估值

#### 盈利预测的主要假设和主要逻辑:

- 1、预计公司 2012 年一季度营业收入负增长; 二季度至四季度, 下游电机产量增速逐步回升至 10% 以上, 带动上游定转子铁心行业单季度增速逐步回升至 30% 以上。(弹性系数之比约 1:3)
- 2、国家继续大力推广高效电机, 公司受益程度高于行业平均水平, 收入增速和毛利率高于行业平均。
- 3、公司风电类产品受到国内风电行业整合影响, 通过加强出口业务维持不低于 30% 的增速。
- 4、行业整体毛利率下滑空间不大; 公司坚持走高端路线, 综合毛利率在 15%~16% 稳中有升。
- 5、除去利息收入外, 公司其他期间费用控制在合理水平。
- 6、募投项目按进度达产, 产能充分利用。(通过提高生产设备利用小时数和生产设备的半自动化改造, 公司产能至少还有 20% 以上的提升空间)
- 7、预测期内公司未发生主营业务重大变化, 不考虑或有新增业务的业绩贡献。

表8 公司盈利预测

产品	指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
低压类及其他	营业收入	178.31	140.22	212.95	244.89	306.12	397.95
	增长率	54.66%	-21.36%	51.87%	15.00%	25.00%	30.00%
	营业成本	149.09	114.28	180.71	215.51	267.85	346.22
	毛利率	16.39%	18.50%	15.14%	12.00%	12.50%	13.00%
风电类及其他	营业收入	29.18	94.80	201.28	261.66	340.16	442.20
	增长率	115.42%	224.91%	112.31%	30.00%	30.00%	30.00%
	营业成本	20.45	68.85	147.28	194.94	251.72	327.23
	毛利率	29.90%	27.38%	26.83%	25.50%	26.00%	26.00%
高压类	营业收入	74.75	66.75	119.94	137.94	165.52	198.63
	增长率	47.39%	-10.70%	79.71%	15.00%	20.00%	20.00%
	营业成本	55.68	49.69	91.85	108.97	129.11	152.94
	毛利率	25.51%	25.56%	23.43%	21.00%	22.00%	23.00%
低压大功率类	营业收入	76.89	46.57	74.78	85.99	107.49	139.74
	增长率	49.94%	-39.43%	60.56%	15.00%	25.00%	30.00%
	营业成本	58.45	35.43	60.71	70.51	87.07	113.19
	毛利率	23.98%	23.93%	18.81%	18.00%	19.00%	19.00%
成品定转子	营业收入	110.37	36.66	101.02	80.82	96.98	116.37
	增长率	41.55%	-66.78%	175.55%	-20.00%	20.00%	20.00%
	营业成本	100.40	32.90	92.22	74.75	89.22	107.06
	毛利率	9.03%	10.25%	8.71%	7.50%	8.00%	8.00%
其他	营业收入	107.57	68.92	140.18	154.20	185.03	231.29
	增长率	56.93%	-35.93%	103.38%	10.00%	20.00%	25.00%
	营业成本	94.00	68.29	144.34	154.20	185.03	231.29
	毛利率	12.62%	0.91%	-2.97%	0.00%	0.00%	0.00%
合 计	营业收入	577.07	453.93	850.14	965.49	1,201.30	1,526.19
	增长率	52.93%	-21.34%	87.29%	13.57%	24.42%	27.04%
	营业成本	478.07	369.44	717.10	818.87	1,010.00	1,277.94
	毛利率	17.16%	18.61%	15.65%	15.19%	15.92%	16.27%

资料来源：东海证券研究所

基于以上分析，预计公司 2011-2013 年分别实现营业收入 9.65、12.01、15.26 亿元，2010-2013 年复合增速 21.53%；实现净利润 0.69、0.99、1.25 亿元，2010-2013 年复合增速 29.35%；对应摊薄后 EPS 分别为 **0.55 元、0.78 元、0.98 元**；以公司当前股价 11.78 元计算，对应 **PE 分别为 22 倍、15 倍、12 倍**。按照 2012 年 EPS 的 20 倍估值，对应 **6 个月目标价 15.54 元**，收益空间 31.91%。

**风险提示：**公司业绩的高弹性将电机行业的波动急剧放大，从而导致公司短期内业绩大幅波动，带来波动性风险。预计公司 2012 年一季度营业收入将出现负增长。但从长期来看，业绩的短期波动丝毫不损于公司作为长期投资标的的价值。

表9 公司财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	<b>276.00</b>	<b>958.41</b>	<b>1027.28</b>	<b>1120.11</b>
现金	71.24	792.88	696.12	855.08
应收账款	69.27	45.58	118.93	79.32
其它应收款	0.71	1.58	0.89	2.05
预付账款	28.92	25.21	48.29	40.25
存货	98.56	76.74	154.60	122.53
其他	7.30	16.42	8.46	20.88
<b>非流动资产</b>	<b>216.69</b>	<b>229.77</b>	<b>275.35</b>	<b>332.94</b>
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	158.05	170.92	204.46	244.97
无形资产	44.25	49.75	64.15	81.35
其他	14.39	9.10	6.75	6.62
<b>资产总计</b>	<b>492.69</b>	<b>1188.17</b>	<b>1302.64</b>	<b>1453.04</b>
<b>流动负债</b>	<b>230.22</b>	<b>248.35</b>	<b>264.15</b>	<b>289.76</b>
短期借款	142.00	127.97	130.96	133.64
应付账款	42.48	31.48	57.21	53.04
其他	45.75	88.90	75.98	103.08
<b>非流动负债</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	<b>95.00</b>	<b>248.35</b>	<b>264.15</b>	<b>289.76</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	262.46	939.82	1038.49	1163.29
<b>负债和股东权益</b>	<b>492.69</b>	<b>1188.17</b>	<b>1302.64</b>	<b>1453.04</b>

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	<b>26.11</b>	<b>164.08</b>	<b>-26.43</b>	<b>253.09</b>
净利润	57.66	69.36	98.67	124.80
折旧摊销	14.85	19.14	24.95	32.14
财务费用	10.86	4.31	2.65	7.13
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-57.16	71.39	-152.82	89.05
其它	-0.10	-0.13	0.12	-0.04
<b>投资活动现金流</b>	<b>-53.01</b>	<b>-32.09</b>	<b>-70.66</b>	<b>-89.69</b>
资本支出	38.16	12.95	45.71	57.54
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-14.85	-19.14	-24.95	-32.14
<b>筹资活动现金流</b>	<b>14.73</b>	<b>589.66</b>	<b>0.34</b>	<b>-4.45</b>
短期借款	19.09	-14.03	2.99	2.68
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-4.36	603.69	-2.65	-7.13
<b>现金净增加额</b>	<b>-12.17</b>	<b>721.64</b>	<b>-96.75</b>	<b>158.96</b>

重要财务指标 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	850.14	965.49	1201.30	1526.19
同比(%)	87.29%	13.57%	24.42%	27.04%
归属母公司净利润	57.66	69.36	98.67	124.80
同比(%)	50.99%	20.28%	42.27%	26.48%
毛利率(%)	15.65%	15.19%	15.92%	16.27%
ROE(%)	21.97%	7.38%	9.50%	10.73%
每股收益(元)	0.45	0.55	0.78	0.98
P/E	0.00	21.57	15.16	11.99
P/B	0.00	1.59	1.44	1.29
EV/EBITDA	6.26	7.94	6.59	4.32

资料来源：招股意向书，东海证券研究所

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	<b>850.14</b>	<b>965.49</b>	<b>1201.30</b>	<b>1526.19</b>
营业成本	717.10	818.87	1010.00	1277.94
营业税金及附加	1.83	2.77	3.46	3.98
营业费用	24.82	25.32	30.15	40.88
管理费用	29.54	34.95	42.75	54.19
财务费用	10.86	4.31	2.65	7.13
资产减值损失	0.49	2.30	1.80	1.94
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>65.51</b>	<b>76.96</b>	<b>110.49</b>	<b>140.13</b>
营业外收入	1.14	4.39	5.35	6.49
营业外支出	0.12	0.34	0.47	0.57
<b>利润总额</b>	<b>66.52</b>	<b>81.01</b>	<b>115.37</b>	<b>146.05</b>
所得税	8.86	11.66	16.70	21.25
<b>净利润</b>	<b>57.66</b>	<b>69.36</b>	<b>98.67</b>	<b>124.80</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	<b>57.66</b>	<b>69.36</b>	<b>98.67</b>	<b>124.80</b>
EBITDA	89.97	104.69	141.37	179.12
<b>EPS (摊薄)</b>	<b>0.45</b>	<b>0.55</b>	<b>0.78</b>	<b>0.98</b>

主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	87.29%	13.57%	24.42%	27.04%
营业利润	74.14%	17.48%	43.57%	26.83%
归属于母公司净利润	50.99%	20.28%	42.27%	26.48%
<b>获利能力</b>				
毛利率	15.65%	15.19%	15.92%	16.27%
净利率	6.78%	7.18%	8.21%	8.18%
ROE	21.97%	7.38%	9.50%	10.73%
ROIC	16.10%	6.86%	8.51%	9.68%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	19.28%	20.90%	20.28%	19.94%
净负债比率	36.20%	26.43%	25.44%	24.91%
流动比率	1.20	3.86	3.89	3.87
速动比率	0.77	3.55	3.30	3.44
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.94	1.15	0.96	1.11
应收账款周转率	14.86	16.81	14.60	15.40
应付账款周转率	24.71	22.14	22.78	23.18
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.55	0.78	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	1.29	-0.21	1.99
每股净资产(最新摊薄)	2.76	7.40	8.18	9.16
<b>估值比率</b>				
P/E	0.00	21.57	15.16	11.99
P/B	0.00	1.59	1.44	1.29
EV/EBITDA	6.26	7.94	6.59	4.32

模型建立：2012-01-06（首次）

预测结果：0.55 元、0.78 元、0.98 元，“买入”

上次预测：无

本次变化：无

## 作者简介

**应晓明：**节能环保行业研究员，十年证券工作经验，曾就职于港澳资讯投资研究中心、证券时报，任证券分析师、企业财务顾问、上市公司研究和报道等职。

## 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，并不构成对客户的投资建议，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。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告所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。

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。

## 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