

评级：审慎推荐

机械

公司研究报告

第一创业证券研究所

分析师：郭强 S1080510120010

联系人：李人杰 S1080110120048

电话：0755-82481505

邮件：lirenjie@fcsc.cn

杭齿前进（601177.SH）

——未来增长看风电和汽车齿轮箱

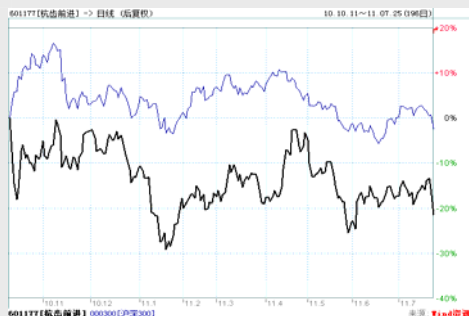
交易数据

52周内股价区间(元):	12.73-19.21
总市值(百万元):	6088.91
流通股本(百万股):	101.0
流通股比率(%):	25.2%

资产负债表摘要(03/11)

股东权益(百万元):	1573.14
每股净资产:	3.93
市净率:	3.87
资产负债率:	48.2%

杭齿前进股价与沪深300指数表现对比



相关报告

事件:

- 杭齿前进发布 2011 年上半年业绩快报，上半年公司实现营业收入 14.35 亿元，同比增长 18.16%；实现归属于母公司所有者的净利润 0.88 亿元，同比增长 25.65%。按最新股本计算 EPS 为 0.22 元/股。

点评:

- **业绩符合预期** 公司是国内市场份额最大的独立船舶齿轮箱、工程机械齿轮箱配套企业。船舶齿轮箱在国内市场份额超过 60%，工程机械齿轮箱市场份额约为 20%。由于国内船舶行业增速明显放缓，公司船舶齿轮箱业务近年来也增长缓慢。公司积极开拓新业务，以抵消船舶行业增速下滑带来的影响。公司船舶产品正从提供单一的齿轮箱向船舶推进系统集成供货方向转变，未来市场增长空间较大。公司工程机械齿轮箱主要应用于装载机、叉车、平地机、压路机等，近年来市场份额相对稳定，未来将保持 20%以上的增长。
- **风电齿轮箱扛起增长大旗** 公司作为国内进入风电齿轮箱行业较早的企业，秉承着稳健经营思路，在前几年风电大发展的时候，公司步伐相对竞争对手偏慢，虽然规避了技术风险，但是市场销量也乏善可陈，年销售收入徘徊在 1 亿元左右。公司通过引进国外先进的 2MW 级风电增速箱，在风电行业开始加速，目前公司的 2MW 级风电增速箱已获得用户认可，进入批量供货阶段，去年年底公司公布获得国内公司一笔大单，金额为 3.92 亿元，预计绝大部分收入将于今年确认，带动公司风电产品收入增长超过 200%。可以预期，随着公司风电业务真正发力，未来公司有望获得超过 10%的市场份额。
- **汽车变速箱有待扭亏** 公司汽车变速箱源于欧系产品，由于过载能力弱，在国内重卡市场已经边缘化，销售收入不足 1 亿，连年亏损。公司进行产品结构调整，开发出适合市场需求的双中间轴式重卡变速箱新产品，未来有望扭转目前汽车变速箱业务颓势。公司与吉林大学合作研制自动变速箱，未来研制成功的话，有望给公司带来新的增长点。



- **杭州依维柯未来贡献投资收益** 公司参股的杭州依维柯汽车传动公司，从菲亚特引进双离合器变速箱技术，生产双离合器变速箱，未来将给广汽旗下整车公司配套，预计于 2013 年达产，届时将给公司带来不菲的投资收益。公司是目前国内齿轮箱几大骨干企业里除了主机厂下属的变速箱厂外，唯一一家切入双离合器变速箱产品线的企业，随着菲亚特和广汽合资的顺利推进，双方厉兵秣马，未来公司将分享这两大巨头在国内增长带来的收益。
- **给予“审慎推荐”投资评级** 预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.48 元、0.65 元、0.85 元，动态市盈率为 29.8 倍、21.7 倍、16.8 倍，考虑到机械行业整体估值水平，给予公司“审慎推荐”投资评级。
- **风险提示** 市场竞争加剧、船舶市场增速进一步下滑、固定资产投资增速放缓。



表 1、杭齿前进盈利预测简表

单位: 万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	179,510	220,962	266,108	324,651	389,582
同比 (%)	1.5%	23.1%	20.4%	22.0%	20.0%
营业毛利	40,725	54,178	65,103	79,425	95,310
同比 (%)	10.1%	33.0%	20.2%	22.0%	20.0%
归属母公司净利润	8,523	12,919	19,061	26,135	33,809
同比 (%)	13.4%	51.6%	47.5%	37.1%	29.4%
总股本 (万股)	40,006.0	40,006.0	40,006.0	40,006.0	40,006.0
每股收益 (元)	0.21	0.32	0.48	0.65	0.85
ROE	14.3%	8.4%	11.1%	13.2%	14.6%
P/E (倍)	66.7	44.0	29.8	21.7	16.8

资料来源：公司年报、第一创业证券研究所预测

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	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

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120