

证券研究报告

公司研究——年报点评

杭齿前进 (601177.sh)

邢海芝 行业分析师

执业编号: S1500510120007

联系电话: +86 10 63081259

邮箱: xinghaizhi@cindasc.com

公司主要数据

52 周内股价	8.69-
波动区间(元)	18.12
最近一月涨跌幅(%)	-2.86
总股本(亿股)	4.00
流通 A 股比例(%)	53.25
总市值(亿元)	40.81

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街九号院

一号楼六层研究开发中心

邮编: 100031



上次评级时间: 2011.10.28

杭齿前进相对沪深 300 表现



资料来源: wind, 信达证券研发中心

等待产品布局完成后的机会

2012 年 03 月 27 日

本期内容提要:

◇公告事项:公司 2012 年 3 月 27 日公布年报,实现营业收入和归属于母公司净利润分别为 23.72 亿元和 1.49 亿元,同比增长 7.33% 和 15.55%,每股收益 0.37 元,基本符合预期。分红方案:拟每 10 股分红 0.91 元。

评论如下:

◇受下游工程机械和造船业不景气影响,公司收入和净利润小幅增长。公司主要产品船用齿轮箱和工程机械变速箱应用于船舶和工程机械配套,而且相对整机市场有一定的滞后。2011年,全国船舶新增订单量减少 48.15%,完工量增长 16.84%,公司船用齿轮箱收入仅增长 1.74%,考虑到 2012 年造船业完工量可能出现负增长,船用齿轮箱市场不容乐观。工程机械变速箱经历了 2011 年上半年大幅上涨之后下半年的快速回落,全年收入仅增长 11.91%,毛利率下降 3.2%,预计 2012 年增速将会回落。

◇重组绍兴前进,产品布局继续调整。公司将对控股 55% 股权的绍兴前进齿轮箱有限公司进行股权和业务重组,重组方案可以简单概括为:将绍兴前进的叉车变速箱业务并入绍兴金道,同时将负资产、亏损的绍兴传动 93% 的股权划入绍兴金道,重组后绍兴前进仅保留船用齿轮箱业务,公司持有绍兴前进 100% 股权。我们按照绍兴前进产品毛利贡献测算,此次重组后,公司净利润减少额约 367 万元,对公司 2012 年合并报表的收入和利润会将产生一定的负面影响。

◇盈利预测与投资建议:预计公司 12、13 年 EPS 分别为 0.40 和 0.47 元,参照 2012 年 3 月 26 日的股价 10.05 元,对应的 PE 分别为 25 和 21 倍,维持公司“**持有**”评级。

◇风险提示:造船订单继续大幅下降;工程机械产量大幅下滑。

表 1：公司财务数据

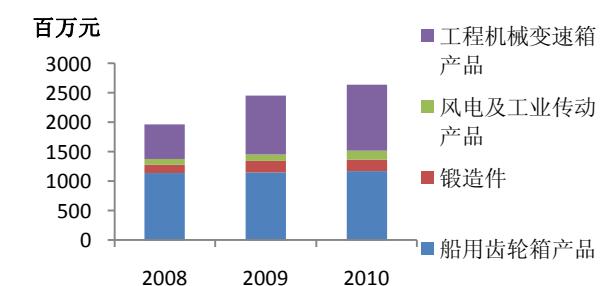
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	2209.62	2371.52	2384.44	2785.38	3247.91
增长率 YoY %	23.09	7.33	0.54	16.81	16.61
归属于母公司净利润(百万元)	129.19	149.28	161.25	188.01	240.30
增长率 YoY%	53.76	9.04	11.70	16.21	26.66
毛利率%	24.52	23.31	23.73	24.25	25.06
净资产收益率 ROE%	8.75	8.75	9.06	9.58	10.89
每股收益 EPS(元)	0.32	0.37	0.40	0.47	0.60
市场一致预期 EPS(元)	--	--	0.53	0.67	--
市盈率 P/E(倍)	--	--	24.93	21.39	16.73
市净率 P/B(倍)	--	--	2.23	2.04	1.83

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2012 年 03 月 26 日收盘价

毛利率下降影响利润水平

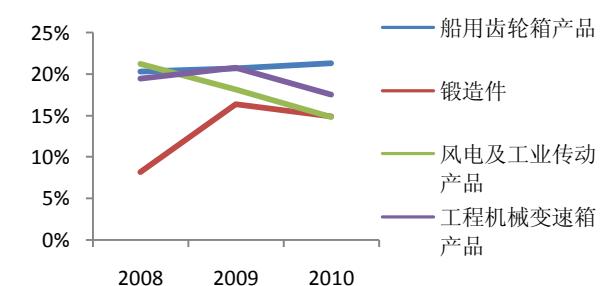
报告期内, 公司主要产品船用齿轮箱、工程机械变速箱收入小幅增长, 除了船用齿轮箱毛利率稳定之外, 其他产品毛利率都出现下降, 其中工程机械变速箱毛利率下降 3.2%, 预计 2012 年毛利率将继续在低位运行。

图 1: 分产品营业收入



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 2: 分产品毛利率

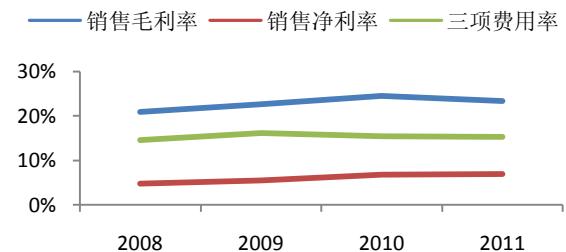


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

控制销售成本, 提高销售净利率

2011 年, 虽然市场竞争加剧, 但是公司严格控制成本支出, 三项费用率下降 0.24%, 其中销售费用率下降 0.3%, 财务费用下降 0.5%。同时, 公司加强研发力度和新产品开发, 全年研发支出增加 39.42%, 为公司未来的发展做好准备。

图 3：销售净利率\销售毛利率\三项费用率

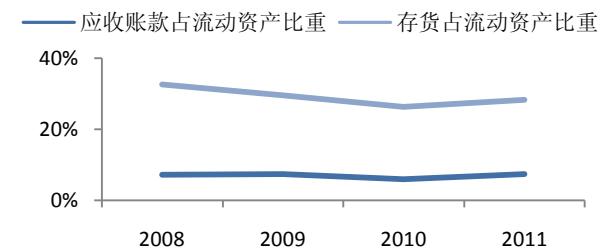


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

应收账款、存货增幅较大，现金流有待改善

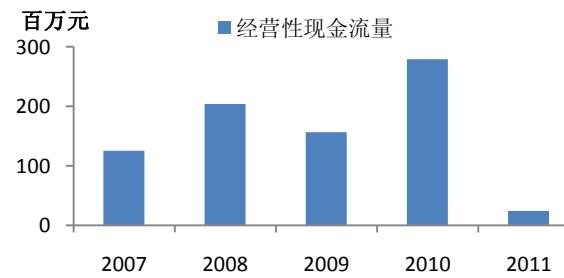
报告期末，公司应收账款、存货占流动资产比重分别为 7.42%、28.27%，同比增加 1.48%、1.96%；经营性现金流量仅为 2382 万元，减少 25528 万元，现金流有待改善。

图 4：存货、应收账款占流动资产比重



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：经营活动现金流量



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资产负债表

会计年度	单位: 百万元				
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1823.5	1823.53	2147.59	2686.95	2826.49
现金	377.47	377.47	656.15	777.56	1163.33
应收账款	268.89	268.89	292.15	326.82	394.94
其它应收款	11.65	11.65	11.45	15.53	15.93
预付账款	32.57	32.57	83.39	51.75	103.10
存货	1024.1	1024.13	996.51	1391.11	1002.71
其他	108.82	108.82	107.95	124.17	146.49
非流动资产	1799.1	1799.15	1706.73	1863.39	2039.98
长期投资	146.76	146.76	154.42	162.39	178.34
固定资产	1015.7	1015.79	1002.55	1136.58	1271.65
无形资产	199.27	199.27	190.43	214.43	241.33
其他	437.32	437.32	359.33	349.99	348.65
资产总计	3622.6	3622.69	3854.32	4550.34	4866.47
流动负债	1530.9	1530.92	1627.86	1943.73	1646.79
短期借款	509.56	509.56	577.08	863.55	454.31
应付账款	518.94	518.94	509.64	575.94	584.84
其他	502.42	502.42	541.13	504.23	607.65
非流动负债	223.20	223.20	211.70	215.91	218.24
长期借款	0.00	0.00	-3.37	-2.08	-0.51
其他	223.20	223.20	215.07	217.99	218.76
负债合计	1754.1	1754.12	1839.56	2159.64	1865.04
少数股东权益	194.27	194.27	215.63	259.88	326.30
归属母公司股东权益	1674.3	1674.30	1799.14	2130.82	2675.13
负债和股东权益	3622.6	3622.69	3854.32	4550.34	4866.47

重要财务指标

主要财务指标	单位: 百万元				
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2209.6	2371.52	2384.44	2785.38	3247.91
同比(%)	23.09%	7.33%	0.54%	16.81%	16.61%
归属母公司净利润	129.19	149.28	161.25	188.01	240.30
同比(%)	51.58%	15.55%	8.02%	16.60%	27.81%
毛利率(%)	24.52%	23.31%	23.73%	24.25%	25.06%
ROE(%)	8.75%	8.75%	9.06%	9.58%	10.89%
每股收益(元)	0.32	0.37	0.40	0.47	0.60
P/E	0.00	0.00	24.93	21.39	16.73
P/B	0.00	0.00	2.23	2.04	1.83
EV/EBITDA	-0.16	2.39	12.51	11.55	8.50

利润表

会计年度	单位: 百万元				
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2209.6	2371.52	2384.44	2785.38	3247.91
营业成本	1667.8	1818.73	1818.58	2109.79	2434.13
营业税金及附加	10.39	7.61	7.65	8.94	10.42
营业费用	70.49	68.64	69.02	80.62	94.01
管理费用	242.60	273.80	275.29	321.58	374.99
财务费用	28.71	18.85	16.12	27.67	29.29
资产减值损失	14.83	5.93	5.96	6.96	8.12
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-7.93	-14.61	-6.52	-9.69	-10.28
营业利润	166.83	163.34	185.29	220.11	286.67
营业外收入	18.02	31.79	31.79	31.79	31.79
营业外支出	5.00	2.25	2.25	2.25	2.25
利润总额	179.85	192.88	214.83	249.65	316.21
所得税	29.93	29.40	32.22	37.45	47.43
净利润	149.92	163.48	182.61	212.20	268.78
少数股东损益	20.72	14.20	21.36	24.20	28.48
归属母公司净利润	129.19	149.28	161.25	188.01	240.30
EBITDA	273.23	213.09	344.07	408.80	504.70
EPS (摊薄)	0.32	0.37	0.40	0.47	0.60

现金流量表

会计年度	单位: 百万元				
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	279.10	23.82	302.30	-53.95	854.48
净利润	163.48	163.48	182.61	212.20	268.78
折旧摊销	96.69	115.62	111.75	129.86	157.33
财务费用	28.26	24.16	16.12	27.67	29.29
投资损失	7.93	14.61	14.61	6.52	9.69
营运资金变动	-13.92	-295.09	-15.96	-432.91	388.91
其它	-3.91	-3.91	1.26	-0.48	-0.10
投资活动现金流	-567.68	-255.91	-26.61	-295.65	-344.31
资本支出	-343.73	-498.34	-94.71	144.70	161.51
长期投资	0.00	0.00	-7.66	-7.97	-15.94
其他	-230.50	242.43	-128.97	-158.92	-198.75
筹资活动现金流	475.46	166.36	-136.74	-56.68	-4.16
短期借款	-200.38	208.38	-72.21	-21.32	38.28
长期借款	0.00	0.00	-3.37	1.29	1.57
其他	675.46	42.02	-61.16	-36.66	-44.01
现金净增加额	-284.38	-284.38	138.95	-406.28	506.00

分析师简介

邢海芝，机械学学士，管理学硕士。1999 年毕业，曾在某汽车类上市公司战略发展部从事市场、产业及战略研究。2002 年进入证券行业，先后在江南证券金融研究所、信达证券研发中心担任研究员，从事行业和公司研究。

机械行业重点覆盖公司

郑煤机 (601717)	山东矿机 (002526)	林州重机 (002535)	杭氧股份 (002430)
陕鼓动力 (601369)	杰瑞股份 (002353)	杭齿前进 (601177)	博深工具 (002282)
康力电梯 (002367)	华光股份 (600475)	杭锅股份 (002534)	惠博普 (002554)

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起6个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准20%以上；

增持：股价相对强于基准5%~20%；

持有：股价相对基准波动在±5%之间；

卖出：股价相对弱于基准5%以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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。