

远东传动 (002406.SZ) 汽车零部件行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

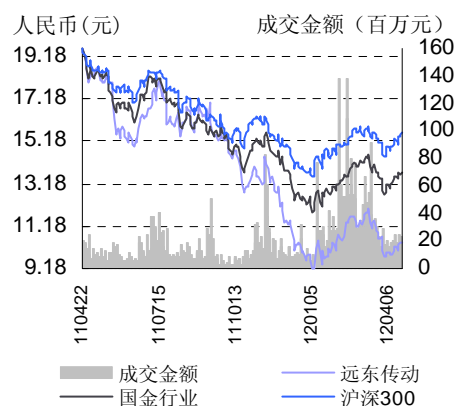
市价 (人民币): 10.42 元

下游行业下滑拖累公司一季度业绩

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	114.06
总市值(百万元)	2,922.81
年内股价最高最低(元)	19.27/9.18
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《全年实现正增长,盈利能力继续提升》, 2012.4.10
2. 《行业需求大幅回落拖累公司三季度业绩》, 2011.10.20
3. 《成长空间渐次打开,盈利能力持续提升》, 2011.9.1

公司基本情况 (人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.991	0.703	0.835	0.983	1.171
每股净资产(元)	9.77	7.02	7.66	8.64	9.81
每股经营性现金流(元)	0.13	-0.09	0.70	0.78	0.60
市盈率(倍)	10.01	14.11	11.89	10.09	8.47
行业优化市盈率(倍)	11.00	15.50	11.90	10.00	8.40
净利润增长率(%)	41.80%	6.48%	18.68%	17.79%	19.15%
净资产收益率(%)	10.14%	10.02%	10.90%	11.38%	11.94%
总股本(百万股)	187.00	280.50	280.50	280.50	280.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2012 年第一季度营收 2.40 亿元, 同比下滑 15.08%; 归属母公司股东净利润为 5,113 亿元, 同比下滑 13.71%, 对应 EPS 为 0.18 元, 位于此前业绩预告下滑 0-25% 的中间值。

经营分析

- **下游行业销量下滑拖累公司业绩:** 2012 年第一季度, 重卡与装载机销量同比分别下滑 30.1% 与 27.2%, 轻卡销量下滑 6.6%, 主要下游行业集体低迷拖累公司业绩。第一季度, 公司营收与毛利同比分别下滑 15.08% 与 15.00%, 下滑幅度位于下游行业的中间水平。
- **毛利率明显下降但净利率有所提升:** 公司一季度毛利率为 35.90%, 同比持平、环比下滑 4.5 个百分点。但由于公司一季度销售费用率和管理费用率均有所降低, 且一季度公司由于获得了较大额度的政府补贴, 营业外收入大增, 因此公司净利率提升至 21.34%, 同比提升 0.35 个百分点, 环比提升 5.14 个百分点。盈利能力较强一直是公司的突出亮点, 公司技术开发能力领先、毛坯件自制比例不断提高等主要因素也并未改变, 我们预测公司全年仍可保持盈利能力的基本稳定。
- **重卡销量增速回暖在即, 公司 2012 年业绩有望较快增长:** 3 月 M2 同比增速已回升至 13.4% (环比提升 0.4 个百分点), 且当月新增人民币贷款达 1.01 万亿, 创 14 个月新高, 这些因素均有利于重卡销量增速回暖。根据工程类重卡与物流类重卡保有量等指标的测算, 预计 2012 年重卡销量有望达 95 万辆, 同比增加约 8%。对远东传动而言, 2011 年重卡占其营收与毛利的 30%, 重卡销量增速的回升有望带动公司 2012 年业绩恢复增长。
- **预计上半年业绩增长-25%至 5%。** 由于目前商用车以及工程机械行业需求增长仍然较弱, 公司预计上半年业绩增长范围为下滑 25% 至增长 5% 之间。

盈利预测

- 我们维持公司 2012-2014 年归属母公司股东净利润为 2.34、2.76、3.29 亿元的预测, 同比分别增长 18.7%、17.8% 与 19.2%, 对应 EPS 分别为 0.835、0.983、1.171 元。

吴文利 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)61038231
wuww@gjzq.com.cn

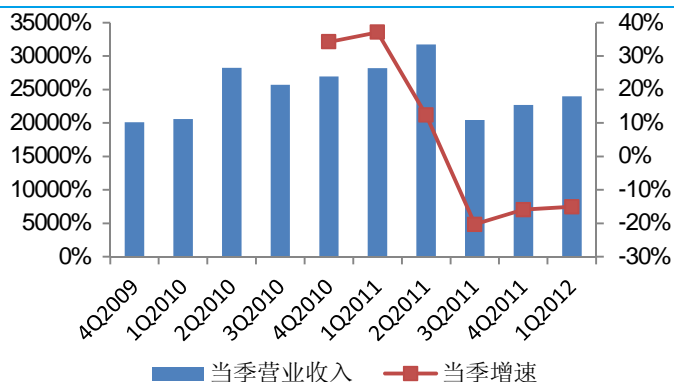
盈利预测

- 我们维持公司 2012-2014 年归属母公司股东净利润为 2.34、2.76、3.29 亿元的预测，同比分别增长 18.7%、17.8%与 19.2%，对应 EPS 分别为 0.835、0.983、1.171 元。

投资建议

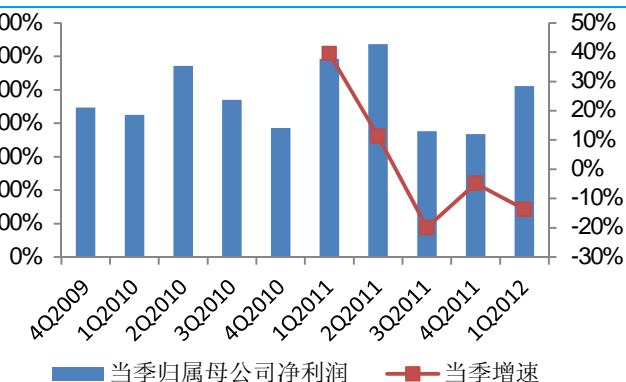
- 公司目前股价对应 2012 年 12.3 倍 PE，鉴于公司在非等速传动轴领域的强大竞争能力及未来较好的成长空间，我们认为公司估值仍存在上升空间，维持公司“买入”评级。

图表1：公司分季度营收与增速（百万元）

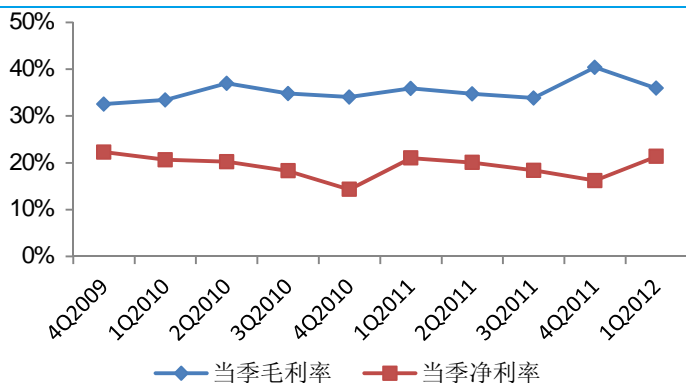


来源：公司资料、国金证券研究所

图表2：分季度归属母公司股东净利润与增速（百万元）

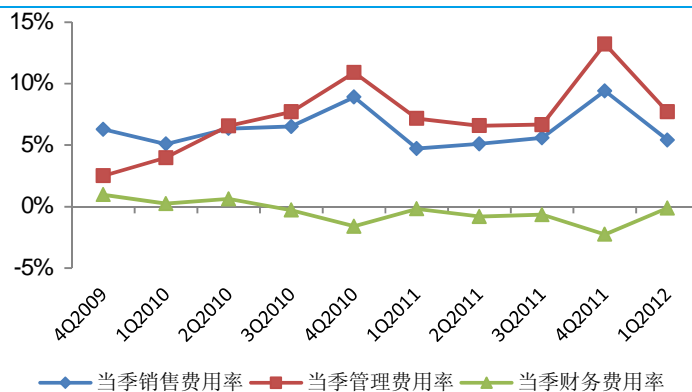


图表3：公司分季度毛利率与净利率

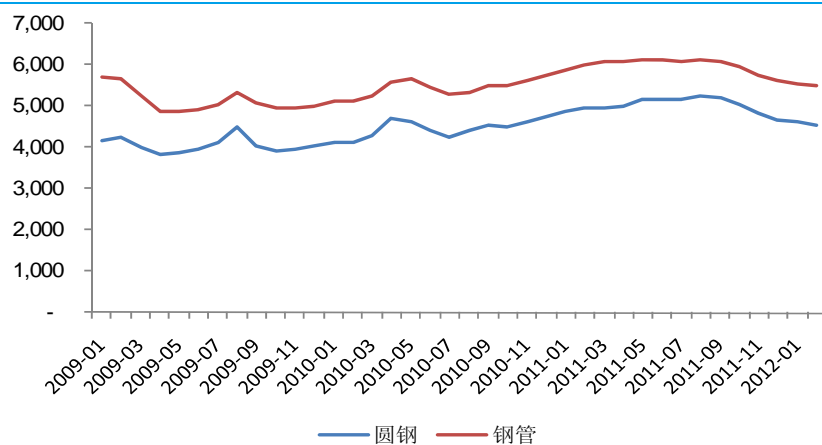


来源：公司资料、国金证券研究所

图表4：公司分季度三费比率



图表5: 钢管与圆钢月度价格走势 (元/吨)



来源: 聚源、国金证券研究所

图表6：远东传动业务分拆预测

项 目	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主机厂合计								
平均售价（元/件）	520.25	438.67	378.71	315.48	270.55	249.78	232.79	221.76
增长率（YOY）	N/A	-15.68%	-13.67%	-16.70%	-14.24%	-7.68%	-6.80%	-4.74%
销售数量（千件）	964.9	1,070.1	1,261.0	2,520.8	2,743.2	3,405.6	4,192.3	5,127.4
增长率（YOY）	N/A	10.91%	17.83%	99.91%	8.82%	24.15%	23.10%	22.31%
销售收入（百万元）	501.97	469.43	477.55	795.28	742.18	850.65	975.90	1,137.07
增长率（YOY）	N/A	N/A	1.73%	66.53%	-6.68%	14.62%	14.72%	16.51%
毛利率	28.16%	26.62%	31.06%	34.84%	35.73%	36.09%	36.37%	36.52%
销售成本（百万元）	360.64	344.45	329.21	518.23	477.00	543.62	620.99	721.81
增长率（YOY）	N/A	N/A	-4.42%	57.42%	-7.96%	13.97%	14.23%	16.24%
毛利（百万元）	141.33	124.98	148.34	277.04	265.18	307.04	354.91	415.25
增长率（YOY）	N/A	N/A	18.69%	86.76%	-4.28%	15.78%	15.59%	17.00%
占总销售额比重	95.03%	77.46%	77.44%	78.37%	72.00%	68.60%	64.89%	61.25%
占主营业务利润比重	71.84%	72.59%	73.31%	78.20%	71.24%	68.65%	65.94%	63.17%
配件								
销售收入（百万元）	0.00	98.96	111.97	165.35	227.42	318.39	445.75	624.05
增长率（YOY）	N/A	N/A	13.15%	47.67%	37.54%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利率	25.49%	28.18%	30.53%	26.66%	27.68%	28.00%	28.20%	28.40%
销售成本（百万元）	0.00	71.08	77.78	121.27	164.47	229.24	320.05	446.82
增长率（YOY）	N/A	N/A	9.44%	55.91%	35.62%	39.38%	39.61%	39.61%
毛利（百万元）	0.00	27.89	34.19	44.07	62.95	89.15	125.70	177.23
增长率（YOY）	N/A	N/A	22.60%	28.91%	42.84%	41.61%	41.00%	40.99%
占总销售额比重	#DIV/0!	16.33%	18.16%	16.29%	22.06%	25.68%	29.64%	33.61%
占主营业务利润比重	#DIV/0!	16.20%	16.90%	12.44%	16.91%	19.93%	23.36%	26.96%
其他业务								
销售收入（百万元）	26.28	37.64	27.13	54.19	61.15	70.93	82.28	95.44
增长率（YOY）	N/A	43.21%	-27.91%	99.74%	12.83%	16.00%	16.00%	16.00%
毛利率	40.17%	51.33%	73.02%	61.14%	72.09%	72.00%	70.00%	68.00%
销售成本（百万元）	15.72	18.32	7.32	21.06	17.07	19.86	24.68	30.54
增长率（YOY）	N/A	16.50%	-60.03%	187.65%	-18.95%	16.36%	24.29%	23.73%
毛利（百万元）	10.56	19.32	19.81	33.13	44.08	51.07	57.60	64.90
增长率（YOY）	N/A	N/A	2.55%	67.26%	33.03%	15.86%	12.78%	12.69%
占总销售额比重	4.97%	6.21%	4.40%	5.34%	5.93%	5.72%	5.47%	5.14%
占主营业务利润比重	5.37%	11.22%	9.79%	9.35%	11.84%	11.42%	10.70%	9.87%
销售总收入（百万元）	528.3	606.0	616.7	1,014.8	1,030.7	1,240.0	1,503.9	1,856.6
销售总成本（百万元）	331.5	433.8	414.3	660.6	658.5	792.7	965.7	1,199.2
毛利（百万元）	196.7	172.2	202.3	354.3	372.2	447.3	538.2	657.4
平均毛利率	37.24%	28.41%	32.81%	34.91%	36.11%	36.07%	35.79%	35.41%

来源：公司公告、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	617	1,015	1,031	1,240	1,504	1,857
增长率		64.6%	1.6%	20.30%	21.29%	23.45%
主营业务成本	-414	-661	-659	-793	-966	-1,199
%销售收入	67.2%	65.1%	63.9%	63.9%	64.2%	64.6%
毛利	202	354	372	447	538	657
%销售收入	32.8%	34.9%	36.1%	36.1%	35.8%	35.4%
营业税金及附加	-3	-4	-5	-6	-7	-9
%销售收入	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-39	-69	-62	-76	-92	-115
%销售收入	6.3%	6.8%	6.0%	6.1%	6.2%	6.2%
管理费用	-22	-76	-85	-103	-126	-156
%销售收入	3.6%	7.5%	8.2%	8.3%	8.4%	8.4%
息税前利润 (EBIT)	138	206	221	263	313	378
%销售收入	22.4%	20.3%	21.4%	21.2%	20.8%	20.3%
财务费用	-7	3	10	10	10	10
%销售收入	1.1%	-0.3%	-0.9%	-0.8%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	0	-3	-5	-3	-4	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	8	5	6	8	10
%税前利润	3.6%	3.8%	2.3%	2.2%	2.4%	2.5%
营业利润	136	214	230	276	327	392
营业利润率	22.1%	21.1%	22.3%	22.3%	21.8%	21.1%
营业外收支	17	5	1	1	1	1
税前利润	154	219	231	277	328	393
利润率	24.9%	21.6%	22.4%	22.3%	21.8%	21.2%
所得税	-23	-34	-34	-43	-53	-65
所得税率	15.0%	15.4%	14.7%	15.5%	16.0%	16.5%
净利润	131	185	197	234	276	329
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	131	185	197	234	276	329
净利率	21.2%	18.3%	19.1%	18.9%	18.3%	17.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	131	185	179	234	276	329
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	16	25	28	34	44	51
非经营收益	0	-6	-6	-2	-4	-9
营运资金变动	-65	-181	-225	-71	-96	-203
经营活动现金净流	82	24	-24	195	220	168
资本开支	-66	-272	-168	-184	-120	-81
投资	0	0	-1	-1	0	0
其他	4	0	2	6	8	10
投资活动现金净流	-62	-272	-167	-179	-112	-71
股权募资	0	1,223	0	-55	0	0
债权募资	26	-120	0	66	-3	5
其他	-40	-18	-60	0	-5	-2
筹资活动现金净流	-14	1,085	-60	11	-8	3
现金净流量	6	837	-250	27	100	100

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	107	924	673	700	800	900
应收款项	205	356	440	507	576	707
存货	68	98	177	195	206	256
其他流动资产	55	102	200	240	292	362
流动资产	434	1,480	1,490	1,642	1,874	2,225
%总资产	60.8%	74.9%	70.9%	68.4%	69.0%	71.7%
长期投资	70	75	77	78	77	77
固定资产	173	327	442	593	673	708
%总资产	24.2%	16.5%	21.0%	24.7%	24.8%	22.8%
无形资产	33	89	86	87	88	90
非流动资产	280	495	611	760	841	877
%总资产	39.2%	25.1%	29.1%	31.6%	31.0%	28.3%
资产总计	714	1,975	2,101	2,402	2,715	3,102
短期借款	120	0	0	72	69	74
应付款项	121	131	116	167	203	252
其他流动负债	10	10	10	16	20	25
流动负债	251	141	127	255	292	350
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	7	6	6	0	0	0
负债	258	147	133	255	292	350
普通股股东权益	456	1,827	1,969	2,147	2,423	2,752
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	714	1,975	2,101	2,402	2,715	3,102

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.933	0.991	0.703	0.835	0.983	1.171
每股净资产	3.259	9.772	7.018	7.656	8.639	9.810
每股经营现金净流	0.582	0.126	-0.086	0.696	0.785	0.600
每股股利	0.000	0.500	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	28.63%	10.14%	10.02%	10.90%	11.38%	11.94%
总资产收益率	18.29%	9.38%	9.39%	9.74%	10.16%	10.59%
投入资本收益率	20.36%	9.52%	9.56%	10.01%	10.56%	11.17%
增长率						
主营业务收入增长率	1.75%	64.57%	1.57%	20.30%	21.29%	23.45%
EBIT增长率	22.25%	48.78%	7.29%	19.24%	19.10%	20.61%
净利润增长率	39.54%	41.80%	6.48%	18.68%	17.79%	19.15%
总资产增长率	22.33%	176.51%	6.39%	14.34%	13.00%	14.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	70.7	60.8	81.7	85.0	80.0	80.0
存货周转天数	59.6	46.0	76.4	90.0	78.0	78.0
应付账款周转天数	88.0	55.7	56.6	56.0	56.0	56.0
固定资产周转天数	98.2	95.8	134.1	146.7	135.5	124.6
偿债能力						
净负债/股东权益	2.93%	-50.55%	-34.18%	-29.25%	-30.19%	-30.03%
EBIT利息保障倍数	20.2	-73.8	-23.2	-26.5	-32.1	-36.7
资产负债率	36.10%	7.47%	6.31%	10.62%	10.74%	11.29%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	2	2
买入	0	2	3	3	7
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.67	1.71	1.67	1.71

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-03-29	持有	19.62	N/A
2	2011-09-01	买入	16.47	19.80~21.50
3	2011-10-20	买入	13.13	N/A
4	2012-04-10	买入	9.88	N/A

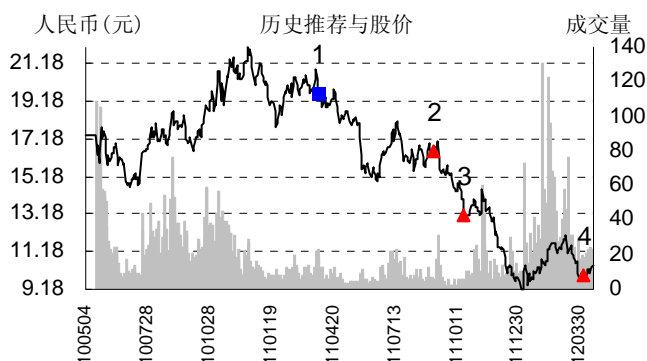
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B