



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 技术领先 积极转型

### ——杭齿前进（601177）调研快报

2012 年 6 月 11 日

推荐/首次

杭齿前进

调研报告

王明德

执业证书编号：S1480511100001

联系人：贺宝华

电话：010-6655 4045

MSN: baohuahe@hotmail.com

#### 事件：

近日我对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

#### 观点：

##### 1. 船舶业务：全年争取持平。

虽然现在船舶行业陷入不景气阶段，但是去年远洋捕捞船舶和东南亚船舶增长良好。目前 3 万吨以上的船舶一般采用低速柴油机而不用齿轮箱，3 万吨以下的船配置中高速动力主机而必须使用齿轮箱，因此公司今年船舶齿轮箱的收入好于船舶大行业平均水平。

##### 2. 可调桨业务将实现翻番增长。

可调桨可用于拖网渔轮、测量船、海工船和港口拖轮等，具有降低油耗、延长主机寿命、提高航运机动性和经济性的特点。目前可调桨产品国内仍以洋品牌为主，公司的可调桨产品在国内名列前茅，可媲美美国产品，因此深受业主和船东青睐。目前公司可调桨在手订单多于去年，预计今年可调桨业务将实现翻番。

##### 3. 风机业务：2 兆瓦级别齿轮具备技术优势，今年仍将保持高增速。

虽然风电行业不景气，但主要还是功率在 2 兆瓦以下风机销量萎缩，现在功率在 2 兆瓦以上的风机销量还是增长的，而公司现在只做 2 兆瓦以上的风电齿轮箱，加之公司目前风电齿轮箱业务基数低，今年风电齿轮箱也有望有较大增长幅度。公司生产的 2 兆瓦级别风机齿轮箱质量是国内最好的，而且采用的柔性轴适合我国风况，去年公司风电设备只有 1 个客户，今年增加至 4 家主机厂，为杭齿风电产品扩大市场奠定了基础。公司自主开发了 2.5 兆瓦风电增速箱产品，目前正在通过第二轮技术引进开发 3 兆瓦及以上的风电增速箱，有效地提升了公司在大兆瓦级风电增速箱上的开发能力。目前风电行业不景气可以整合风机主机厂数量，从而减少风机类型，可以降低公司研发成本，对公司的风电业务的长期发展更为有利。

##### 4. 工程机械：积极拓展新产品。

公司目前生产的工程机械齿轮箱主要应用于装载机、平地机等，由于工程机械行业不景气，公司目前工程机械齿轮箱收入也有所下降。但是考虑到下半年经济回暖的可能性，公司工程机械齿轮箱也将回暖。面对工程机械行业的不景气，公司不是静待行业复苏，而是积极研发推土机、挖掘机齿轮箱等新产品，努力扩大公司配套工程机械的产品领域。

##### 5. 汽车：转型为客车生产齿轮箱。

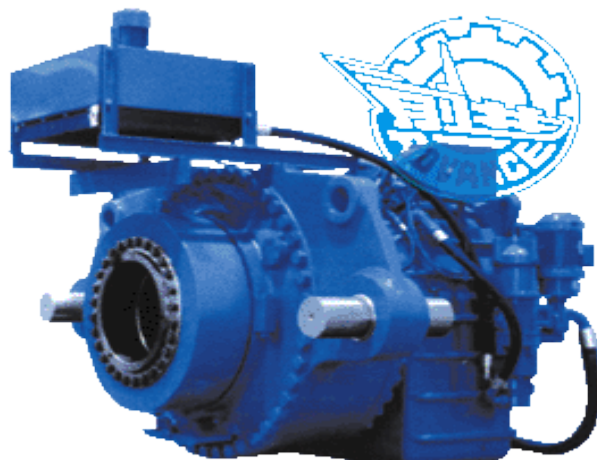
目前国内的主流卡车厂均自主生产齿轮箱，但所有的客车厂则选择专业化采购。从前年年底开始，公司的汽车产品业务重点从生产卡车齿轮箱转向生产客车齿轮箱。虽然公司去年客车齿轮箱销售了 4000 多万元，但是由于客车齿轮箱业务量较小，目前还没有到盈亏平衡点，今年转正还比较困难。公司的优势还在技术上，

图 1：杭齿前进可调螺旋桨



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 2：杭齿前进风电齿轮箱



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

对于各种传动均比较熟悉、新产品开发实力强劲，公司已经在电动汽车等新能源汽车的传动装置上取得突破，随着我国新能源汽车的发展，公司有望在该方面获得业务量的快速增加。

## 5.盈利预测及评级

我们预测公司 12-14 年 EPS 为分别为 0.40 元、0.44 元和 0.50 元，当前股价对应 PE 分别为 26 倍、23 倍和 21 倍，首次给予“推荐”评级。

### 财务指标预测

万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	2,209.62	2,371.52	2,510.50	2,796.53	3,291.76
增长率（%）	23.09%	7.33%	5.86%	11.39%	17.71%
净利润（百万元）	129.19	149.28	156.68	171.67	207.99
增长率（%）	51.58%	15.55%	4.96%	9.57%	21.16%
每股收益(元)	0.398	0.373	0.392	0.429	0.520
净资产收益率（%）	8.43%	8.92%	8.68%	8.80%	9.79%
PE	26.23	28.01	26.68	24.35	20.10
PB	2.73	2.50	2.32	2.14	1.97

资料来源：东兴证券

利润表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	2,371.52	2,510.50	5.86%	2,796.53	11.39%	3,291.76	17.71%
营业成本	1,818.73	1,932.20	6.24%	2,165.87	12.09%	2,552.34	17.84%
营业费用	68.64	72.66	5.86%	80.94	11.39%	95.28	17.71%
管理费用	273.80	289.85	5.86%	322.87	11.39%	380.05	17.71%
财务费用	18.85	21.82	15.73%	12.73	-41.64%	6.17	-51.52%
投资收益	(14.61)	(10.00)	N/A	(10.00)	N/A	(10.00)	N/A
营业利润	163.34	167.92	2.80%	186.14	10.85%	227.36	22.14%
利润总额	192.88	204.92	6.24%	226.14	10.36%	271.36	19.99%
所得税	29.40	31.24	6.24%	34.47	10.36%	41.37	19.99%
净利润	163.48	173.68	6.24%	191.67	10.36%	229.99	19.99%
归属母公司所有者的净利润	149.28	156.68	4.96%	171.67	9.57%	207.99	21.16%
NOPLAT	154.42	160.81	4.14%	168.56	4.82%	197.93	17.43%
资产负债表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	377.47	75.31	-80.05%	83.90	11.39%	98.75	17.71%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	268.89	284.65	5.86%	317.08	11.39%	373.23	17.71%
预付款项	32.57	71.22	118.63%	114.54	60.82%	165.58	44.57%
存货	1,024.13	1,088.03	6.24%	1,219.61	12.09%	1,437.23	17.84%
流动资产合计	1,823.53	1,646.74	-9.70%	1,877.18	13.99%	2,242.01	19.44%
非流动资产	1,799.15	1,715.56	-4.65%	1,638.22	-4.51%	1,555.11	-5.07%
资产总计	3,622.69	3,362.29	-7.19%	3,515.40	4.55%	3,797.12	8.01%
短期借款	509.56	293.07	-42.49%	157.86	-46.14%	78.32	-50.39%
应付帐款	518.94	543.76	4.78%	609.52	12.09%	718.28	17.84%
预收款项	82.32	82.32	0.00%	118.67	44.17%	161.46	36.06%
流动负债合计	1,530.92	1,104.15	-27.88%	1,082.05	-2.00%	1,155.06	6.75%
非流动负债	223.20	241.14	8.04%	252.14	4.56%	264.14	4.76%
少数股东权益	194.27	211.27	8.75%	231.27	9.47%	253.27	9.51%
母公司股东权益	1,674.30	1,805.74	7.85%	1,949.94	7.99%	2,124.65	8.96%
净营运资本	292.61	542.59	85.43%	795.12	46.54%	1,086.95	36.70%
投入资本 IC	1,831.78	2,072.76	13.16%	2,090.17	0.84%	2,357.48	12.79%
现金流量表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	163.48	173.68	6.24%	191.67	10.36%	229.99	19.99%
折旧摊销	115.05	0.00	N/A	102.34	N/A	108.11	5.65%
净营运资金增加	(244.15)	249.98	N/A	252.54	1.02%	291.83	15.56%
经营活动产生现金流	23.82	(20.29)	N/A	217.99	N/A	167.85	-23.00%
投资活动产生现金流	(255.91)	(34.76)	N/A	(44.00)	N/A	(45.00)	N/A
融资活动产生现金流	166.36	(247.11)	N/A	(165.41)	N/A	(108.00)	N/A
现金净增（减）	(65.73)	(302.15)	N/A	8.58	N/A	14.86	73.13%

## 分析师简介

---

### 王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

## 联系人简介

---

### 贺宝华

中国科学院理学博士，清华大学理学学士，北京大学经济学双学士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事军工行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。