

2013年05月29日

谢继勇

C0056@capital.com.tw

目标价(元)

10.0

公司基本资讯

产业别	交运设备
A 股价(2013/5/28)	8.47
深证成指(2013/5/28)	9441.69
股价 12 个月高/低	10.13/6.98
总发行股数(百万)	280.50
A 股数(百万)	193.97
A 市值(亿元)	23.76
主要股东	刘延生(31.80%)
每股净值(元)	7.36
股价/账面净值	1.15
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	5.0 0.0 -10.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

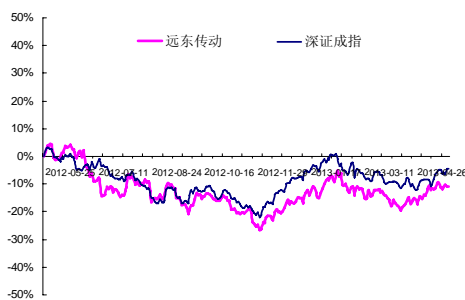
产品组合

传动轴整轴	79.74%
配件	20.26%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.1%
----	------

股价相对大盘走势



远东传动(002406.SZ)

Buy 买入 (首次)

非等速传动轴龙头企业，业绩逐渐摆脱低谷

结论与建议：

公司是国内非等速传动轴龙头企业，技术水准领先。受重卡和工程机械景气下行的影响，2012 年业绩陷入低谷；在市场不利的情况下，公司经过产品结构调整增加收入来源，积极改变商业模式抢占市场份额。预计随着订单需求的回升，业绩表现将逐步企稳回升。公司价值被显著低估，PB 仅为 1.1 倍，业绩恢复成长将带来估值的修复。

■ **技术领先，长期保持细分行业龙头地位。**公司多年深耕非等速传动轴领域，在锻造、热处理和机械加工等关键技术方面领先于同业，长期保持行业第一的地位。2012 年公司市场份额约为 25%。

■ **重卡和工程机械拖累业绩，公司积极向轻型产品拓展。**作为公司传动轴产品的主要下游，国内重卡和工程机械 2012 年的销量分别下滑 26%和 15%，下游需求萎缩导致公司收入减少，业绩下滑明显。在市场不利的情况下公司积极调整产品结构，通过拓展乘用车下游，扩大了轻型传动轴产品的销售。今年以来乘用车传动轴订单保持快速增长，成为新的利润增长点。

■ **积极抢占市场份额。**公司在多个主机厂集中的地区（柳州、重庆、北京、潍坊、长沙、合肥、包头）设有传动轴子公司，在市场景气下行的情况下，公司通过将分公司开到主机厂附近的形式提升配套服务，积极抢占市场份额。

■ **产能扩张放缓。**受下游需求放缓的影响，公司 2012 年产能未能充分利用，产能扩张进程有序放缓。今年以来，公司订单充足，4 月份传动轴日产量创历史新高，预计 2013 传动轴产量可达 320 万套，YoY 增长 45%。

■ **估值偏低，首次给予“买入”评级。**随着订单的增加，公司业绩将逐步恢复增长，预计公司 2013~2014 年分别实现净利润 1.42 亿元、1.73 亿元，YoY 分别增长 18.6%、22%；EPS 为 0.51、0.62 元。目前股价对应 2013/2014 年 PE 为 16.6 倍和 13.7 倍，PB 仅为 1.1 倍，给予买入的投资建议。

■ **风险提示：**下游需求持续低迷；原材料价格大幅上涨。

.....接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013E	2014E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	185	197	120	142	173
同比增减	%	106.39%	6.48%	-39.17%	18.58%	21.69%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.11	0.70	0.43	0.51	0.62
同比增减	%	-2.63%	-36.94%	-38.90%	18.58%	21.69%
A 股市盈率(P/E)	X	7.60	12.06	19.73	16.64	13.67
股利 (DPS)	RMB 元	0.5	0.2	0.2	0.25	0.25
股息率 (Yield)	%	3.70%	2.37%	2.37%	2.96%	2.96%

专注于非等速传动轴，长期保持龙头地位

专注于非等速传动轴生产

公司主要致力于非等速传动轴的生产 and 加工，产品主要为轻卡、中卡、重卡、皮卡和 SUV、客车和装载机、起重机等多种工程机械配套。

公司传动轴整轴在营收和利润中的占比分别为 75%和 76.6%，除整轴外，公司还生产与传动轴相关的零部件。

图 1、远东传动产品图示：中重型一前轴系列



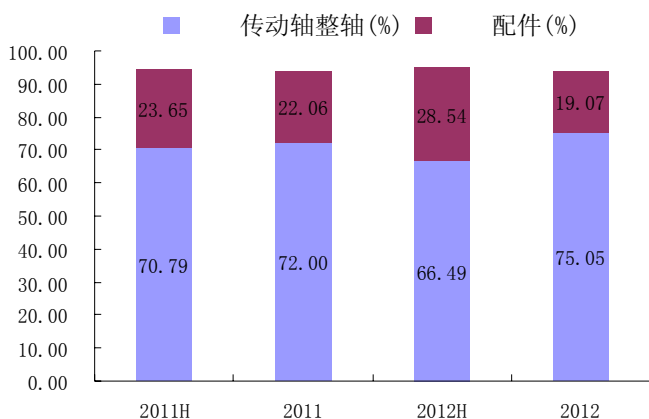
资料来源：公司网站，群益证券上海研究部

图 2、远东传动产品图示：工程车传动轴



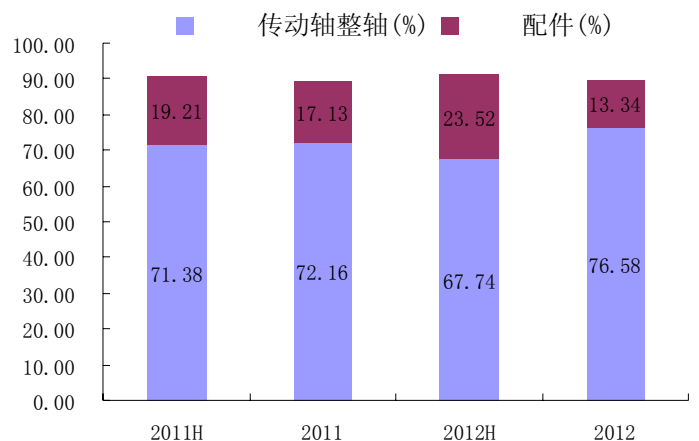
资料来源：公司网站，群益证券上海研究部

图 3、远东传动营收构成



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

图 4、远东传动利润构成



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

市场占有率超过 25%

公司在产品销售收入、市场占有率、技术开发、生产工艺和品牌知名度等方

面均居行业领先地位,在重卡和工程机械传动轴主机配套市场占有率最高。

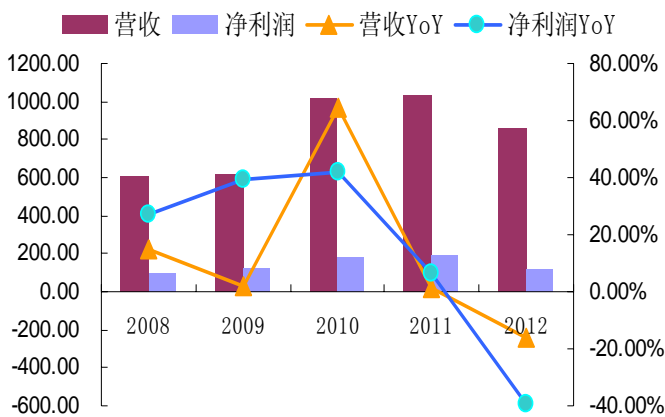
2012年,公司传动轴销量约为220万套(母公司合并报表口径),市场占有率达到25%以上,继续保持领先地位。公司市场开拓积极,且技术方面具备领先优势,未来行业龙头地位有望进一步加强。

经营分析：业绩受重卡和工程机械主机市场影响大

2012年业绩衰退，主要受下游需求拖累

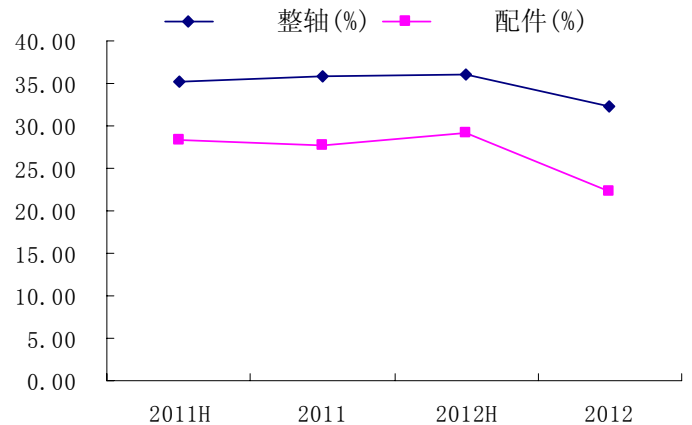
公司2012年实现营业收入8.64亿元,同比下滑16.17%;归属上市公司股东净利润1.20亿元,同比下滑39.17%,对应全面摊薄后每股收益0.43元。公司拟以2012年12月31日总股本2.81亿股为基数,每股派发现金红利0.20元(含税)。

图5、远东传动营收和净利润



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

图6、远东传动毛利率变化情况



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

公司下游客户主要为商用车和工程机械的主机厂商,其中,重卡和工程机械传动轴由于单价较高,在销售收入中占有较高的比重。因公司没有披露最新的分产品收入情况,我们采用2010H的数据:重卡和工程机械领域的销售收入合计占全部收入的62%;占传动轴收入的77%。从目前的情况来看,公司收入构成没有发生大的变化,我们估算重卡和工程机械的收入占比仍在4~5成。

2012年国内重卡和工程机械销量分别下滑26%和15%,对公司收入产生较大影响。由于公司重卡的传统客户主要为一汽、东风、重汽以外的二线厂商,受行业波动影响更大,预计重卡传动轴销量下滑超过30%。

表1：中国工程机械和商用车销量

指标名称	工程机械销量	YoY	重卡销量	YoY

2007	225,929	25%	90,093	71%
2008	237,376	5%	98,926	10%
2009	253,654	7%	129,445	31%
2010	401,532	58%	250,903	94%
2011	429,120	7%	248,480	-1%
2012		约-15%	183,194	-26%

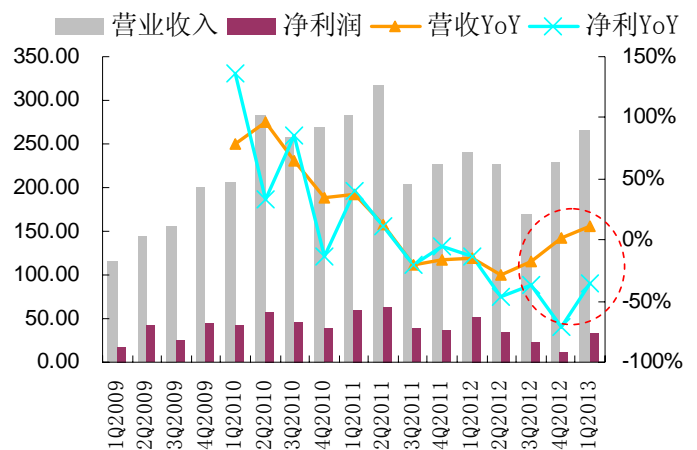
资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

1Q 营收增长转正, 业绩降幅收窄

2013 年一季度, 公司营收同比增长 10.7%, 净利润同比下降 35%, 主要是毛利率下降所致, 1Q 的毛利率为 30%, 较上年全年降 2 个百分点, 同比约降 6 个百分点, 主要是受产品结构调整以及并表北汽远东所致。

公司公告上半年净利润增幅为 -30%~-10%, 根据我们的测算, 2Q 利润增长范围在 -23%~27% 之间, 业绩增长转正的概率较大。总体来看, 公司业绩基本企稳, 考虑到去年下半年基期较低, 随着公司订单量的进一步增长, 全年业绩有望实现正增长。

图 7、单季营收转正, 净利润降幅收窄

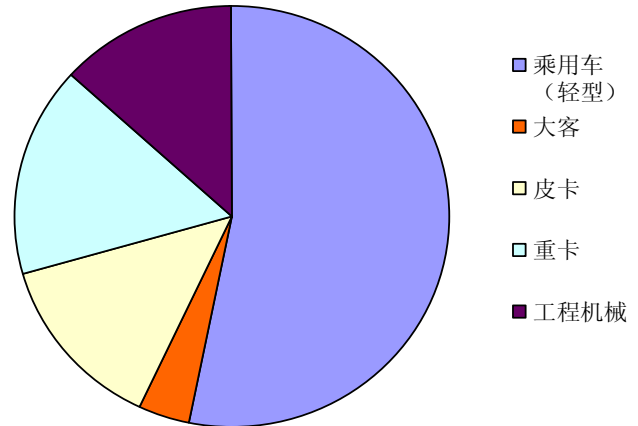


资料来源: 公司公告, 群益证券上海研究部

乘用车轻型传动轴成为新的利润增长点

2012 年公司乘用车传动轴销量达到 140 万套（子公司口径），约占全部销量的 53%；由于售价与重型传动轴相差较大，我们粗略估算乘用车收入比重约为 10%—15%（较 2010 年有明显提升）。

图 8、2012 年公司传动轴销量构成



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

积极抢占市场份额

多地设立子公司，布局全国

除许昌本部外，公司还在主机配套厂商比较集中的地区设立子公司，为下游客户提供更为便捷的服务。目前子公司已经布局了北京、柳州、重庆、潍坊等地，并计划在长沙、合肥、包头等地设立子公司投放新产能。

更新商业模式：主机厂身边设立分公司

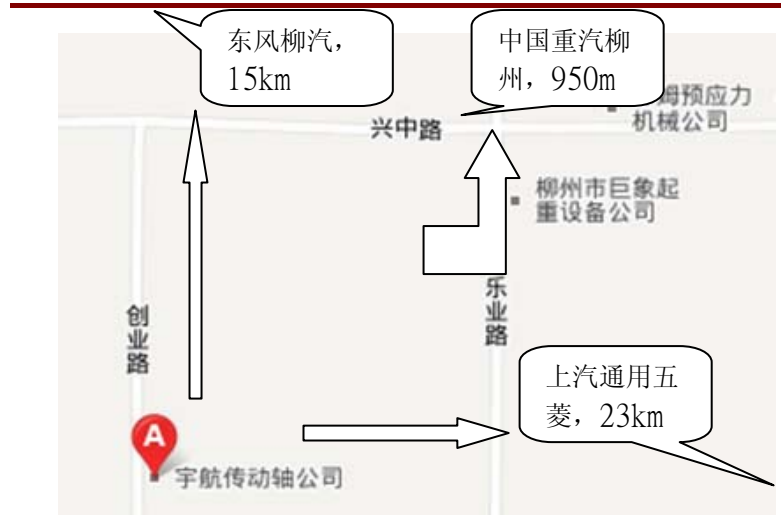
公司为适应市场竞争，主动更新商业模式，通过在主机配套厂商附近设立子（分）公司，实现与主机厂商的“无缝对接”。

以柳州市场为例，公司将传动轴的组装和仓储设立在距离主机厂商就近的地点，从两个方面为客户提供更优质的服务：一是减轻了客户的库存压力；二是能够更加及时地满足客户的订单要求。

由于分公司只完成组装，在主机厂身边设立分公司的模式对成本的影响十分有限，且提升了公司的库存周转率。公司这种新的经营模式为行业领先，在市场份额的瓜分中有助于抢占先机。

公司重卡客户主要集中在二线厂商，未来将进一步开拓中国重汽和二汽的民用市场、一汽重卡等一线重卡主机配套市场。展望未来，我们认为，依托于公司先进的技术水准，未来几年公司市场份额进一步攀升值得期待。

图9、远东传动柳州子公司



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

表 2：远东传动区域布局及目标客户

地区	公司名称	目标客户
许昌	许昌中兴锻造	东风汽车、长安汽车、徐工等
	许昌钱潮远东汽车部件有限公司	
北京	北京北汽远东传动部件有限公司	北汽福田、一汽等
	北京富搏子公司	
潍坊	潍坊远东传动轴有限公司	山东山工、山东临工、东安黑豹、济南重汽等
柳州	柳州宇航传动轴有限公司	上汽通用五菱、中国重汽、东风柳汽、柳工等
重庆	重庆重汽远东传动轴有限责任公司	重庆长安、成工、上依红
长沙	长沙子公司	中联重科、三一重工等
合肥	合肥子公司	江淮汽车、安徽华菱等
包头	包头子公司	包头北奔等

资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

◆ 产能相对充足，投资进度放缓

2012 年公司传动轴产能由于国内商用车及工程机械行业产销量持续下滑，产能未能全部投入。

表 3：远东传动产能充足（估算值）

产能：万吨	2010	2011	2012	2013E
传动轴（万套）	160	310	380	500
YoY	-	94%	23%	32%
零部件（万吨）	3.5	5.5	6.5	9
YOY	-	57%	18%	38%

资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

2012 年产量 219 万套，经测算的产能利用率约为 57.7%。

考虑到现有产能尚不能充分消化，公司放缓了投资进程。未来将根据订单需求的情况适时投放相关产能。

表 4：远东传动产销情况（单位：套）

项目	2012年	2011年	YOY (%)
销售量	2,066,637	2,242,643	-7.85%
生产量	2,193,078	2,279,613	-3.8%
库存量	228,628	102,187	123.73%

资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

表 5：远东传动在建产能

类别	项目	完工情况
传动轴核心产能	许昌年产150万套商用车传动轴	已部分投入使用，以量定产
	潍坊年产100万套高端轻量化商用车及工程机械传动轴项目	预计2015年达产
传动轴异地装配	潍坊年产50万套商用车传动轴项目	已部分投产，二期预计2013年达产
	合肥年产55万套商用车传动轴项目	预计2013年12月份达产
	长沙年产60万套商用车传动轴项目	2013年7月开工建设
	包头年产30万套商用车传动轴项目	预计2013年12月份达产

资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

盈利预测与投资建议

新订单回升，日产量显著增加

公司报道称，近期乘用车传动轴日销量达到近 6000 套，占国内乘用车传动轴市场的 1/4 左右。根据测算，乘用车传动轴 2013 年产量预计在 170 万套—200 万套，同比增长 20%—40%。

3 月份远东传动生产轻、中、重商用车及乘用车传动轴 33.15 万套，日生产量突破 1 万套，月生产量达到 33.15 万套，再次刷新历史最高纪录。

考虑到新订单回升，今年传动轴产销量有望达到 320 万套，同比增长 45%，不过考虑到轻型传动轴增加较快，收入的增长速度将小于销量的增长。

盈利预测

预计公司 2013~2014 年分别实现净利润 1.42 亿元、1.73 亿元，YoY 分别增长 18%、22%；EPS 为 0.51、0.62 元。长远来看，考虑到国内汽车产业的发展前景，以及乘用车零部件的进口替代，传动轴行业每年 15%左右的增长。

目前股价对应 2013/2014 年 PE 为 18 倍和 14 倍，PB 仅为 1.1 倍，给予买入的投资建议。

表 6: 公司盈利预测

	2012	2013E	2014E
营业收入（百万元）	864.11	990.29	1,151.64
净利润（百万元）	119.98	142.27	173.13
营收 YoY	-16.2%	14.6%	16.3%
净利 YoY (%)	-39.2%	18.5%	21.7%
毛利率	32.13%	30.73%	31.00%

资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%)；买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业额	389	1015	1031	864	990	1152
经营成本	247	661	659	586	686	795
销售费用	28	69	62	58	54	62
管理费用	18	76	85	90	88	98
财务费用	4	-3	-10	-10	-5	-6
营业利润	97	214	230	129	164	199
营业外收入	7	6	4	11	6	7
税前利润	103	219	231	138	169	206
所得税	14	34	34	18	27	33
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
净利润	90	185	197	120	142	173

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	107	924	673	660	693	728
应收账款	138	200	261	295	309	325
存货	68	98	177	280	294	309
流动资产合计	434	1480	1490	1532	1608	1689
固定资产	166	266	379	395	415	436
非流动资产合计	280	495	611	652	685	719
资产总计	714	1975	2101	2184	2293	2407
流动负债合计	251	141	127	144	151	159
非流动负债合计	0	0	0	0	0	0
负债合计	258	147	133	151	159	167
股本	140	187	281	281	103	103
少数股东权益	0	0	(0)	0	0	0
股东权益合计	456	1827	1969	2033	2134	2241
负债及股东权益合计	714	1975	2101	2184	2293	2407

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动产生的现金流量净额	82	24	(24)	185	171	208
投资活动产生的现金流量净额	-62	-272	-167	-141	-90	-80
筹资活动产生的现金流量净额	-14	1085	-60	-56	-35	-35
现金及现金等价物净增加额	6	837	-251	-13	46	25

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不在此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。