

泰尔重工 (002347)

公司研究/调研报告

联轴器企稳回升 寻求产业突破

民生精品---简评报告/机械行业

2014年6月13日

一、事件概述

我们近期实地调研了泰尔重工并与公司管理层就经营状况和未来发展战略进行了深入交流。主业有望企稳，看点在战略转型。我们看好公司在钢铁冶炼领域产品线拓展、通过外延式并购业务转型。不考虑外延并购，预计2014年-2016年EPS分别为0.20、0.26和0.33元，对应PE分别为44、34和27倍，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。

二、分析与判断

➤ 需求具备刚性 预计全年企稳回升

公司主要产品为应用于钢铁冶炼行业的万向联轴器、鼓形齿式联轴器的生产与销售，我们判断我国钢铁行业产能过剩格局短期内不会发生改变，未来公司联轴器收入将来自于稳定的更换需求和进口替代。联轴器为工业易耗品，使用寿命为1-3年。过去几年钢铁新增产能近乎停滞，但公司产品更具备销售仍能维持较大规模，需求具备一定的刚性。我们预计上半年需求企稳，下半年同比将有较大改善。

➤ 可转债募投项目年底投产将贡献业绩

去年初公司发行可转债募集3.2亿元用于精密卷筒、冷轧万向联轴器和复合滑板三个项目，根据行业需求情况调整预计今年底投产。将拓宽公司产品线，进一步巩固市场地位。项目建成后，可年产110套精密卷筒，1160套冷轧万向联轴器和7500件复合滑板。精密卷筒、复合滑板等瞄准进口替代，具备较强的盈利能力，复合滑板毛利率高达55%，精密卷筒也在40%以上。我们预计随着产能的逐步释放，将成为利润的新增长点。

➤ 牵手硅谷天堂 践行转型之路

公司公告与硅谷天堂合作，对公司战略规划与并购思路进行专业梳理。联轴器为装备制造细分行业，应用于钢铁行业虽占比过半，但不过十几亿规模，天花板明显。硅谷天堂为从事并购重组、战略咨询产业投资机构，具备丰富的产业运营经验和广泛的国内外渠道和资源，此次合作将有助于公司准确定位转型方向，理清并购思路提升公司产业运作效率，分享装备制造升级的蛋糕。

➤ 高管出手增持 彰显对未来发展信心

公司大股东于今年3月份开始通过控股公司（泰尔投资和欣泰投资）在二级市场上增持股票，计划在6个月内累计增持不超过公司总股本的2%。截至目前已经累计完成218万股，占总股本比例为1.2%，显示出高管看好公司未来发展。

三、股价催化剂及风险提示

股价催化剂：外延式并购；

风险提示：下游钢厂经营恶化；募投项目进展迟缓。

表1：盈利预测与财务指标

项目/年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	358	417	485	560
增长率（%）		16.52%	16.16%	15.48%
归属母公司股东净利润（百万元）	14.53	38	48	61
增长率（%）	-65.96%	161.25%	27.51%	26.54%
每股收益（摊薄后，元）	0.08	0.20	0.26	0.33
毛利率（%）	39.38%	38.60%	38.48%	38.33%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

谨慎推荐

首次

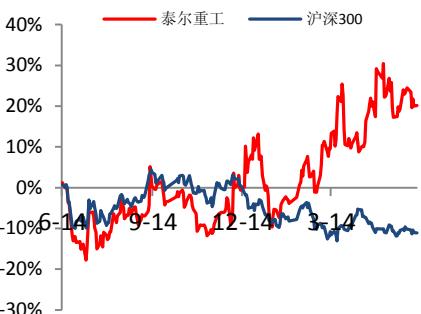
估 值 区 间：

10-11元

交易数据 (2014-6-12)

收盘价	8.85
近12个月最高/最低	9.39/5.81
总股本（百万股）	187.24
流通股本（百万股）	94.81
流通股比例	50.64%
总市值（亿元）	16.57
流通市值（亿元）	8.39

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：朱旭光

执业证号：S1230513080002

电话：(8621)60876710

Email：zhuxuguang@mszq.com

研究助理：朱金岩

电话：(8610)8512 7532

Email：zhujinyan@mszq.com

相关研究

四、盈利预测与投资建议

我们看好公司在钢铁冶炼领域产品线拓展、通过外延式并购业务转型。不考虑外延并购，预计 2014 年-2016 年 EPS 分别为 0.20、0.26 和 0.33 元，对应 PE 分别为分别为 44、34 和 27 倍，首次覆盖给予“谨慎推荐”投资评级。

表 2：泰尔重工分项收入构成

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
万向联轴器								
营业收入 (百万元)	174.85	148.72	216.77	195.96	164.12	188.74	207.61	224.22
营收同比 (%)		-14.94%	45.76%	-9.60%	-16.25%	15.00%	10.00%	8.00%
营收占比 (%)	55.95%	52.80%	53.87%	48.24%	46.02%	45.24%	42.84%	40.07%
毛利率 (%)	40.02%	36.69%	35.95%	39.33%	38.82%	38.00%	37.00%	36.00%
营业利润占比 (%)	55.42%	52.18%	53.06%	47.86%	45.51%	44.54%	41.20%	37.64%
鼓形齿式联轴器								
营业收入 (百万元)	117.05	88.96	111.09	141.60	115.30	126.83	139.51	153.46
营收同比 (%)		-24.00%	24.88%	27.46%	-18.57%	10.00%	10.00%	10.00%
营收占比 (%)	37.45%	31.59%	27.61%	34.86%	32.33%	30.40%	28.79%	27.42%
毛利率 (%)	41.11%	37.66%	33.46%	39.30%	38.05%	37.00%	36.00%	35.00%
营业利润占比 (%)	38.11%	32.04%	25.31%	34.56%	31.34%	29.14%	26.94%	25.04%
剪刃								
营业收入 (百万元)	13.09	15.17	11.95	17.08	16.97	17.82	18.71	19.64
营收同比 (%)		15.89%	-21.23%	42.93%	-0.64%	5.00%	5.00%	5.00%
营收占比 (%)	4.19%	5.39%	2.97%	4.21%	4.76%	4.27%	3.86%	3.51%
毛利率 (%)	30.37%	32.18%	35.31%	34.49%	34.63%	35.00%	35.00%	35.00%
营业利润占比 (%)	3.15%	4.67%	2.87%	3.66%	4.20%	3.87%	3.51%	3.21%
精密卷筒								
营业收入 (百万元)		11.16	1.79	12.91	23.24	39.50	63.21	
营收同比 (%)			-83.96%	621.23%	80.00%	70.00%	60.00%	
营收占比 (%)		2.77%	0.44%	3.62%	5.57%	8.15%	11.30%	
毛利率 (%)		30.60%	38.50%	43.13%	44.00%	45.00%	45.00%	
营业利润占比 (%)		2.33%	0.43%	3.98%	6.35%	9.53%	13.26%	
复合滑板								
营业收入 (百万元)		0.58	0.70	4.53	11.33	22.65	33.98	
营收同比 (%)			20.69%	547.14%	150.00%	100.00%	50.00%	
营收占比 (%)		0.14%	0.17%	1.27%	2.71%	4.67%	6.07%	
毛利率 (%)		53.61%	52.84%	55.87%	55.00%	55.00%	55.00%	
营业利润占比 (%)		0.21%	0.23%	1.81%	3.87%	6.68%	8.71%	
其他								
营业收入 (百万元)	7.53	28.79	50.87	49.05	42.79	49.21	56.59	65.08
营收同比 (%)		282.34%	76.69%	-3.58%	-12.76%	15.00%	15.00%	15.00%
营收占比 (%)	2.41%	10.22%	12.64%	12.08%	12.00%	11.80%	11.68%	11.63%
毛利率 (%)	55.64%	40.36%	46.83%	43.55%	43.07%	40.00%	40.00%	40.00%
营业利润占比 (%)	3.32%	11.11%	16.22%	13.26%	13.17%	12.22%	12.14%	12.14%
合计								
营业收入 (百万元)	312.52	281.64	402.42	406.18	356.62	417.16	484.58	559.59
营收同比 (%)		-9.88%	42.88%	0.93%	-12.20%	16.98%	16.16%	15.48%
毛利率 (%)	40.40%	37.13%	36.50%	39.64%	39.25%	38.60%	38.48%	38.33%
营业利润 (百万元)	126.26	104.57	146.86	161.03	139.99	161.02	186.46	214.47
营业成本 (百万元)	186.26	177.07	255.56	245.15	216.63	256.14	298.12	345.12

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	358	417	485	560
减: 营业成本	217	256	298	345
营业税金及附加	2	3	3	3
销售费用	45	48	53	59
管理费用	54	56	62	67
财务费用	6	5	6	7
资产减值损失	18	5	5	5
加: 投资收益	(1)	0	0	0
二、营业利润	15	44	57	73
加: 营业外收支净额	3	3	3	3
三、利润总额	19	47	60	76
减: 所得税费用	4	9	11	14
四、净利润	15	39	49	62
归属于母公司的利润	15	38	48	61
五、基本每股收益 (元)	0.08	0.20	0.26	0.33

主要财务指标

项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
EV/EBITDA	231.78	63.52	52.01	42.81
成长能力:				
营业收入同比	-11.98%	16.52%	16.16%	15.48%
营业利润同比	-67.0%	186.3%	29.4%	27.9%
净利润同比	-65.99%	166.22%	27.51%	26.5%
营运能力:				
应收账款周转率	0.99	1.04	1.14	1.27
存货周转率	1.29	1.88	3.50	3.48
总资产周转率	0.25	0.22	0.22	0.24
盈利能力与收益质量:				
毛利率	39.4%	38.6%	38.5%	38.3%
净利率	4.1%	9.1%	10.0%	10.9%
总资产净利率 ROA	1.0%	2.0%	2.2%	2.7%
净资产收益率 ROE	1.6%	3.5%	3.7%	4.5%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	2.78	7.07	6.21	5.47
资产负债率	43.9%	12.2%	13.3%	14.5%
长期借款/总负债	7.1%	19.4%	17.3%	15.2%
每股指标:				
每股收益	0.08	0.20	0.26	0.33
每股经营现金流量	(0.23)	(0.87)	0.32	0.44
每股净资产	4.95	6.97	7.24	7.57

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

资产负债表

项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	248	379	382	402
应收票据	100	8	10	11
应收账款	386	417	436	448
预付账款	4	4	7	11
其他应收款	0	33	39	45
存货	317	128	149	173
其他流动资产	0	300	300	300
流动资产合计	1,059	1,270	1,323	1,389
长期股权投资	148	151	151	151
固定资产	297	302	333	362
在建工程	51	71	71	76
无形资产	68	61	54	47
其他非流动资产	0	310	313	313
非流动资产合计	593	895	923	957
资产总计	1,652	2,165	2,246	2,347
短期借款	70	70	70	70
应付票据	88	26	30	35
应付账款	177	102	119	138
预收账款	23	13	15	17
其他应付款	4	1	1	1
应交税费	8	4	4	4
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	382	180	213	254
长期借款	52	52	52	52
其他非流动负债	34	34	34	34
非流动负债合计	86	86	86	86
负债合计	725	265	299	340
股本	187	187	187	187
资本公积	511	852	852	852
留存收益	226	264	313	374
少数股东权益	1	2	3	4
所有者权益合计	927	1,305	1,355	1,417
负债和股东权益合计	1,652	1,570	1,653	1,757
现金流量表				
项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流量	(44)	(163)	59	82
投资活动现金流量	(127)	(43)	(50)	(55)
筹资活动现金流量	346	337	(6)	(7)
现金及等价物净增加	175	131	3	20

分析师简介

朱旭光，机械行业分析师，复旦大学世界经济学硕士，三年从业经验，2014年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。