

# 高端传动装置龙头价值待重估 军品预期乐观，或受益国企改革

## 投资要点：

### ● 船用齿轮箱龙头，业绩拐点显现，未来有望受益于国企改革

公司船用齿轮箱市占率全国第一，国内市场份额超过 65%。公司战略目标“成为国内第一、世界知名的集成动力传动装置供应商和服务商”。2014 年公司调整后净利润同比增长 27%，业绩拐点已现。杭州国企 5 月底前完成分类，公司属于萧山区属企业，或受益国企改革。

### ● “中国制造 2025” 10 大领域涉及 4 项，公司价值有待重估

“中国制造 2025”需重点发展的 10 大领域中，公司产品涉及海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车和农业机械装备 4 大领域。预计公司未来将不断出现新的业绩增长点。

### ● 船用齿轮箱有所回暖，为海军舰船、陆军车辆配套军品有望超预期

船舶行业回暖迹象已现；2014 年公司船用齿轮箱营业毛利达 2.24 亿元，增速转正，达到 17.5%；2013 年起中国海军装备建设加速，公司军品主要为海军舰船、陆军特种车辆配套，未来有望超预期。

### ● 风电及工业传动产品有望迎来较快增长，工程机械复苏仍需等待

2014 年全国新增风电设备容量增速接近 50%，到 2020 年我国风电装机达到 2 亿千瓦。公司风电及工业传动产品 2014 年营业毛利快速增长，未来有望继续较快增长。工程机械行业仍处于调整期，公司工程机械变速箱产品盈利与增速改善仍需等待。

### ● 公司 2015-2017 年业绩将实现快速增长，业绩弹性大

预计 2015-2017 年 EPS 为 0.21/0.28/0.38 元，PE 为 53/40/30 倍；目前公司市值 45 亿元，PB2.6 倍，价值待重估，“谨慎推荐”。

### ● 风险因素：船用、工程机械齿轮箱复苏低于预期；国企改革进展低于预期；一季报业绩风险。

指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1,849.88	1,765.65	1,897	2,091	2,296
营业收入增长率	10.06%	-4.55%	7%	10%	10%
净利润（百万元）	24	20	85	112	151
净利润增长率	-65%	-15%	318%	33%	34%
EPS（元）（摊薄）	0.06	0.05	0.21	0.28	0.38
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.39%	1.17%	4.67%	5.90%	7.45%
P/E	188	222	53	40	30
P/B	2.6	2.6	2.5	2.4	2.2

杭齿前进（601177.SH）

谨慎推荐 首次评级

## 分析师

王华君 机械军工行业首席分析师

☎：(8610) 6656 8477

✉：wanghuajun@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513050002

陈显帆 机械军工行业首席分析师

☎：(8621) 2025 7807

✉：chenxianfan@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514020002

特此鸣谢

李辰

对本报告编写提供的信息帮助

## 市场数据

时间 2015.4.17

A 股收盘价(元)	11.22
A 股一年内最高价(元)	12.25
A 股一年内最低价(元)	6.45
上证指数	4287.30
市净率	2.6
总股本（亿股）	4.00
实际流通 A 股（亿股）	4.00
总市值（亿元）	44.88
流通 A 股市值（亿元）	44.88

## 相关研究

行业深度：《船舶行业：民船业绩小周期向上；军船订单放量、资本运作提速》

2014-10-8

行业深度：《机械军工 2015 年度策略——转型与革新：传统和新型产业共舞》

2014-12-22

公司深度：《潍柴重机（000880）：公司拐点：新业务即将开始贡献业绩》

2014-2-24

公司深度：《广船国际（600685）：2014 年启航，2015 年扬帆，将成沪港军工第一股、混合所有制典范》

2015-1-9

亚星锚链（601890）：全球锚链龙头获国家科技进步特等奖，现金充裕不排除外延式发展》2015-3-26

**驱动因素、关键假设及主要预测：**

1、船舶市场回暖，零部件公司周期提前于整船制造。2013 年中国船舶行业承接新船订单同比增长 242%，2014 年保持较高水平。预计整船制造企业 2015-2016 年业绩小周期向上。零部件公司周期提前于整船制造公司，2015 年公司业绩将继续回升。

2、公司产品结构改善，高端、特种、节能环保等产品开始放量。2014 年，公司特种舰船、海监和渔政船等齿轮箱的全年销售同比继续大幅增长；船舶推进系统扩大到包含定距桨推进系统、侧推进器等船舶多种推进系统；成功开发了大型轻型高速倾角传动齿轮箱；此外，公司还新开发了欧洲荷兰、南美阿根廷船机等出口新市场。

3、风电行业形势好转，公司风电增速箱及工业传动业务有望迎来较快增长。2014 年全国新增风电并网容量 2072 万千瓦，累计并网容量 9581 万千瓦，基本已实现“十二五”规划提出的“2015 年国内风电并网装机达 1 亿千瓦”的目标。2014 年 6 月国务院印发的《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》提出，到 2020 年，我国风电装机达到 2 亿千瓦。预计风电行业未来仍将保持较快增长。2014 年，公司风电增速箱及工业传动业务收入同比增长 43%。

**我们与市场不同的观点：**

1、公司业绩拐点显现；市值 45 亿元，PB 为 2.6 倍，安全边际较高。公司将调整风电增速箱产品应收账款的坏账准备的会计估计方式，按调整后计量，2014 年公司净利润将达到 3206 万元，同比增长 26.8%，业绩拐点已现。2015 年公司获准在 2 年内注册总额度不超过人民币 5 亿元的短期融资券，资金成本将进一步下降。

2、公司作为先进高端核心装备企业，行业龙头地位、“中国制造 2025”10 大重点领域公司占据 4 项，公司技术储备丰富，发展前景向好业绩弹性大，价值待重估，市值具提升空间。

2、公司军品业务未来发展可能超预期。公司军品主要为海军舰船、陆军特种车辆配套。公司明确提出“着力加强军工产品业务，加大对特种舰船齿轮箱及推进系统、军用特种车辆传动装置的市场开拓”。随着中国加大海军投入和新型坦克、装甲车换装，我们判断公司未来军品业务发展可能超预期。

3、公司未来可能受益于国企改革。公司是浙江省地方国有企业、杭州市萧山区国资控股企业。杭州市国企 5 月底前完成分类，未来将组建国有资本营运公司，改革中国有股权比例不设下限。公司属于竞争类国企，未来可能受益国企改革。公司收入近 20 亿元，2014 年调整后净利率仅 1.8%；参考公司 2011 年销售净利率 6.9%，我们认为公司业绩弹性较大。

**公司估值与投资建议：**

预计 2015-2017 年 EPS 为 0.21/0.28/0.38 元，PE 为 53/40/30 倍；目前公司市值 45 亿元，PB2.6 倍，未来将受益于浙江省国企改革，价值待重估，给予“谨慎推荐”评级。

**股票价格表现的催化剂：**

远洋渔船、海监、海工船齿轮箱等主业订单超预期；军品业务发展获得重大突破；浙江省国企改革获得重要进展。

**主要风险因素：**

船用、工程机械齿轮箱复苏低于预期；国企改革进展低于预期；一季报业绩风险。

## 目 录

一、主营船用齿轮箱，有望受益于国企改革.....	3
（一）船用齿轮箱龙头，军品业务预期乐观 .....	3
（二）公司业绩拐点显现，未来将进一步改善 .....	4
（三）技术储备丰富，“中国制造 2025”10 大领域占据 4 项.....	5
（四）高管持股范围广，激励机制较好 .....	6
（五）公司有望受益于浙江省国企改革 .....	7
二、船用齿轮箱：业绩出现反弹，军品或超预期.....	8
（一）船舶市场大周期仍需等待，公司船用齿轮箱业绩出现反弹.....	8
（二）产品结构改善，盈利能力将不断提升 .....	11
（三）军品为海军舰船、陆军特种车辆配套，有望超预期 .....	11
三、风电及工业传动：行业形势好转，有望迎来较快增长.....	14
四、工程机械变速箱产品：盈利与增速改善仍需等待.....	16
五、估值及投资建议 .....	17
插图目录 .....	19
表格目录 .....	20

## 一、主营船用齿轮箱，有望受益于国企改革

### （一）船用齿轮箱龙头，军品业务预期乐观

公司主营船用齿轮箱、工程机械变速箱、风电齿轮箱和汽车变速器等产品，其中船用齿轮箱市场占有率居全国第一，国内市场份额超过 65%。公司船用齿轮箱产品占营业收入比例近年来稳步上升，2014 年达到 75%，毛利率触底回升，为 16.9%。

图 1：公司产品——MV100A 轻型高速船用齿轮箱



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

图 2：公司产品——TY320 工程机械变速箱



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

图 3：公司产品——HCE2S17 电动车变速器



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

图 4：公司产品——Z2X20000 风电增速箱



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部



图 5：公司产品——船用可调螺旋桨



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

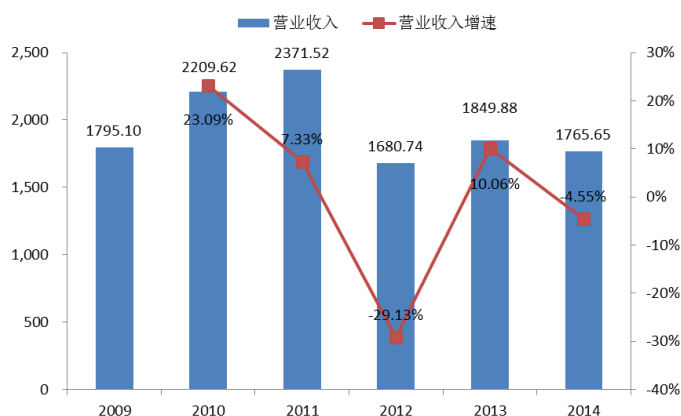
军品业务发展前景乐观。公司军品主要为海军舰船、陆军特种车辆配套。从 2008 年起，公司陆续为包括航天工程、国庆阅兵机械化装备方阵、某国海军护卫舰等提供了配套产品，军品业务占比稳步提升。随着中国对海军建设重视度的提升和新型坦克、装甲车的换装，以及公司对军品业务重视程度的提升，我们认为公司军品业务发展前景乐观，未来有望超预期。

## （二）公司业绩拐点显现，未来将进一步改善

受行业景气下滑影响，加上 IPO 募投项目转固折旧增加，公司业绩从 2011 年的 1.5 亿元净利润连续 3 年下滑，2013 年业绩仅为 2400 万元。2014 年，公司实现营业收入 17.66 亿元，同比下滑 4.55%；实现净利润 2025 万元，同比下滑 20.25%，下滑幅度显著收窄。

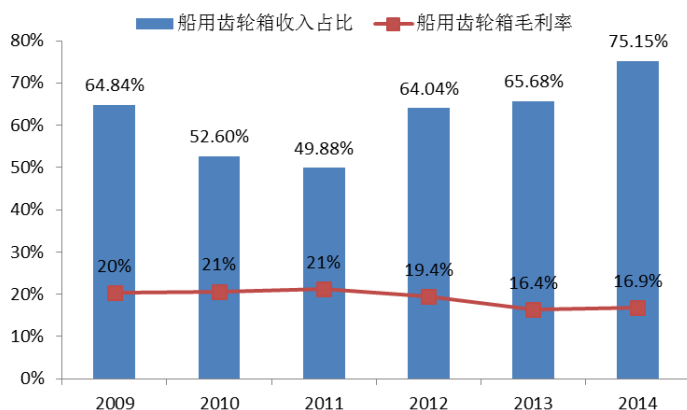
2015 年公司将调整风电增速箱产品应收账款的坏账准备的会计估计方式，**按调整后计量，2014 年公司净利润将达到 3206 万元，同比增长 26.8%，业绩拐点已现。**同时，2014 年公司毛利率大幅回升 2.3pct，盈利能力有所改善。2015 年 3 月，公司公告拟转让参股子公司杭维柯传动和杭维柯变速器的股权（各 13.83%），**2014 年两家子公司营业利润合计为亏损 1.66 亿元**，如果转让成功，将改善公司投资结构，提升公司业绩，收回的投资还可用于船用齿轮箱、工程机械变速箱、风电齿轮箱等产品发展。

图 6：2013 年起公司主营业务收入保持相对稳定



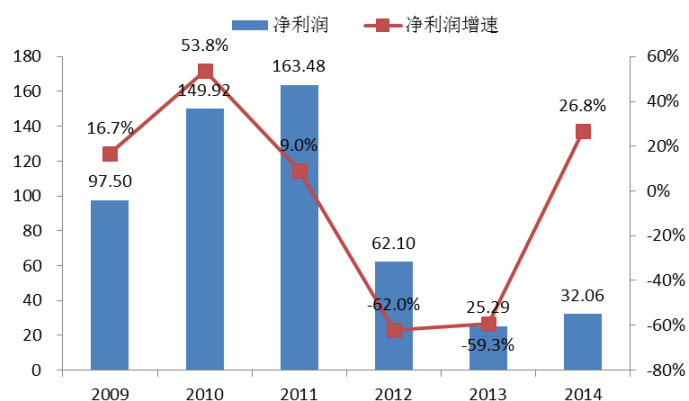
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 7：公司船用齿轮箱收入占比稳步上升



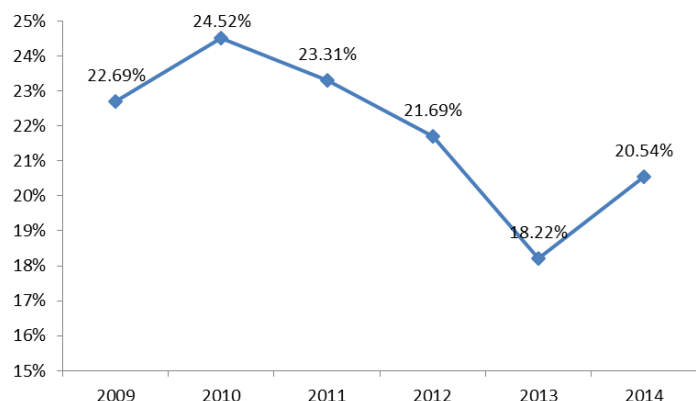
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 8：2014 年公司业绩（追溯调整后）拐点已现



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 9：公司综合毛利率 2014 年触底回升



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司近年来财务费用一直较高，2014 年公司净利润 2025 万元，财务费用为 6197 万元，占营业总收入比例达到 3.5%，主要是因为公司短期借款较多，资金成本较高，对净利润有所拖累。

2014 年 7 月，公司首次发行了 4 亿元公司债券，期限为 5 年，票面利率为 6.3%；2015 年 3 月，公司获准在 2 年内注册总额度不超过人民币 5 亿元的短期融资券，其中第一期 3 亿元短融券已于 3 月 23 日完成发行，票面利率 5.25%，资金成本进一步降低。我们认为，未来公司将继续减少短期借款，更积极地降低资金成本，公司业绩也将进一步改善。

### （三）技术储备丰富，“中国制造 2025” 10 大领域占据 4 项

公司近年来加强自主创新，技术储备丰富。2013 年完成 79 项新产品开发项目，2014 年共完成 85 项新产品开发和科研攻关项目，包括海油工程的三用工作船齿轮箱、主推进系统及侧推系统、柴油机和电动机双动力输入的齿轮箱、微动功能齿轮箱、大叶片风电齿轮箱、AMT 汽车变速器、大马力拖拉机动力换档箱等。

面临近年来较为低迷的下游需求，公司开始新的产业领域拓展，并取得了一定成效。2014

年，公司汽车产品已在杭州公交进行装车并试车成功，**新能源汽车变速箱从公交车扩大到小型乘用车，已经完成开发和试验**，为新能源汽车市场的进一步开拓打下基础；大型铁路养护机械变速箱产品成功实现小批量配套，**并与主机厂签订了大型养护机械变速箱项目战略合作协议，未来有望进入轨道交通领域**；在农业机械变速箱上公司取得较大发展，产品领域已经涵盖了水稻、小麦、玉米收获机械和牧草打捆机械等，扩大了公司产品的配套范围。

3月25日召开的国务院常务会议部署了加快推进实施“中国制造2025”需要重点发展的10大领域，**公司占据海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车和农业机械装备4大领域**。我们预计，公司丰富的技术储备和新业务的不断拓展将在未来为公司带来新的业绩增长点。

表1：“中国制造2025”需要重点发展的10大领域中公司占据四项

10大领域	公司产品
新一代信息技术	
高档数控机床和机器人	
航空航天装备	
海洋工程装备及高技术船舶	船用齿轮箱、海工船用齿轮箱及推进系统
先进轨道交通装备	大型铁路养护机械变速箱产品
节能与新能源汽车	新能源汽车变速箱
电力装备	
新材料	
生物医药及高性能医疗器械	
农业机械装备	农业机械变速箱

资料来源：互联网，中国银河证券研究部

#### （四）高管持股范围广，激励机制较好

截至2014年12月31日，公司董事长、总经理及其他高管共13人持有公司股份，总持股数量约750万股，持股比例接近2%，**在国有企业中，公司高管持股范围较广，持股比例相对较高**。我们认为，公司激励机制在国有企业中处于较好水平，管理层具有较强的提升公司核心竞争力、改善公司经营业绩的动力。

表2：公司高管持股范围较广，持股比例约1.9%，在国企中激励机制较好

姓名	职务	期末持股数(股)	期末持股占比
冯光	董事,总经理	1,750,000	0.44%
茅建荣	董事长	1,750,000	0.44%
李成武	原副总经理	636,000	0.16%
刘伟辉	原副总经理	560,000	0.14%
张增祥	原总工程师	520,000	0.13%
孙小影	原董事,原总会计师	500,000	0.12%
汤宏	副总经理	420,000	0.10%
黄志恒	副总经理	350,000	0.09%
徐薛黎	副总经理	350,000	0.09%

欧阳建国	董事会秘书	262,500	0.07%
杨水余	副总经理	180,000	0.04%
宋斌	总工程师	135,000	0.03%
张德军	财务负责人	135,000	0.03%
合计		7,548,500	1.89%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## （五）公司有望受益于浙江省国企改革

公司有望受益于浙江省国企改革。2014 年 9 月，浙江省正式发布《关于进一步深化国有企业改革的意见》，提出“以国有资产证券化为抓手积极发展混合所有制经济，以规范经营、提高效率为重点加快推进国有企业治理体系和治理能力现代化”。2015 年 4 月，据媒体报道，杭州市将按照资产属性和业务类型，将国有企业分为竞争类、功能类和公共服务类三类，**5 月底前将完成企业分类工作，其中竞争类企业在产权改革中，鼓励社会资本参与改制重组和重大项目建设，并明确实行国有股权比例不设下限。**此外，杭州市还将组建国有资本营运公司，进一步简政放权，落实企业经营自主权。

公司第一大股东为浙江省杭州市萧山区国有资产经营总公司，实际控制人为杭州市萧山区财政局，属于浙江省地方国有企业，**我们判断公司属于竞争类国企。**公司目前净利润率处于历史低位，2014 年即使按照调整后净利润计算也仅 1.81%，考虑到公司 2007 年-2011 年净利润率常年在 4%-7% 之间，**我们认为公司业绩存在较大弹性，未来有望受益于浙江省国企改革。**



## 二、船用齿轮箱：业绩出现反弹，军品或超预期

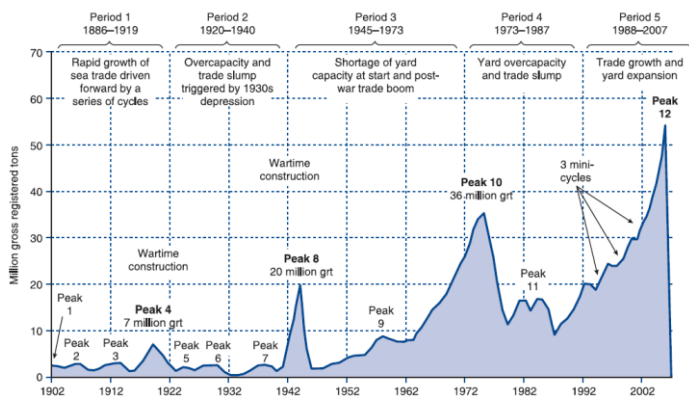
### （一）船舶市场大周期仍需等待，公司船用齿轮箱业绩出现反弹

#### （1）船舶行业：民船仍处于深度调整期，景气向上的大周期仍需耐心等待，军船维持高景气度

船舶行业已处于景气低点 6 年，航运需求回暖迹象已初步出现，预计 2015 年上半年民船业绩仍将下滑，下半年开始到 2016 年民船业绩有可能出现小周期向上，整体来看民船仍处于深度调整期，民船景气向上大周期仍需等待。

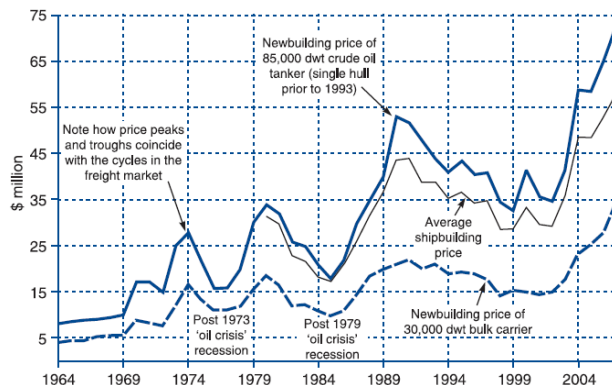
船舶行业具有强周期性。从不同指标和时期的历史统计来看，船舶周期大致时长在 7-10 年。从运价指数看，1741-2007 年造船行业经历 22 个周期，平均时长为 10.4 年。从全球造船量的角度，1902-2007 年间，船舶行业共经历了 12 个周期，长度从 5-25 年不等，平均长度为 9.6 年。从全球新造船价格的角度，1964-2007 年间也经历了 6 个周期，平均长度为 7.2 年。

图 10：1902 年-2007 年全球造船量经历了 12 个周期



资料来源：Maritime Economics，中国银河证券研究部

图 11：1964 年-2007 年全球新造船价格经历了 6 个周期



资料来源：Maritime Economics，中国银河证券研究部

运价是表征船舶行业景气度的核心指标。全球运价指数（BDI、BDTI 等）仍处于低位。

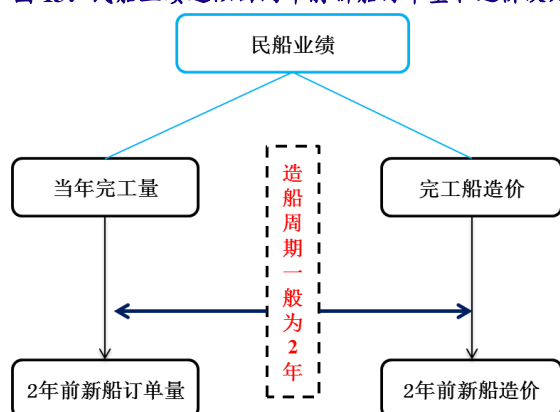
目前 BDI 指数 600 点左右和 2007 年 10000 点左右相比仍是绝对低位。

图 12：全球运价：BDI 和 BDTI 指数目前仍处于底部阶段



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图 13：民船业绩近似由两年新船订单量和造价决定



资料来源：中国银河证券研究部

我们认为，新船订单量和新船造价是民船盈利情况的先行指标。不考虑毛利率的影响，民船业务的业绩受到当年完工量和完工船价的影响，即：

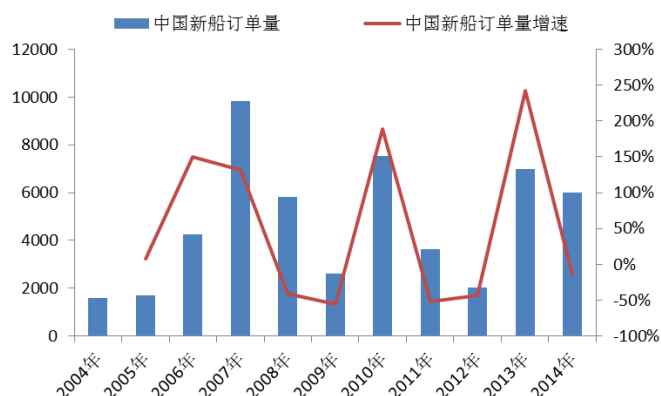
$$\text{民船业务业绩} = \text{当年完工量} \times \text{完工船价}$$

造船周期一般为 2 年，当年完工量近似等于 2 年前新订单量，船价也近似等于 2 年前新船造价。从而，可以认为：

$$\text{民船业务业绩} = 2 \text{ 年前的新订单量} \times 2 \text{ 年前的新船造价}$$

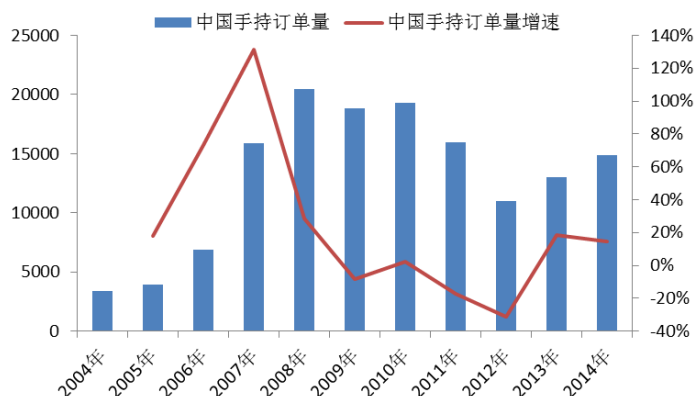
中国新船订单量 2013 年大幅回升。从近年中国新船订单情况来看，2013 年新船订单量回升至 6984 万载重吨，同比大增 242%，达到了 07 年之后的最高点。2014 年新船订单量有所下滑。

图 14: 中国新船订单量 2013 年大幅增长, 2014 年下滑



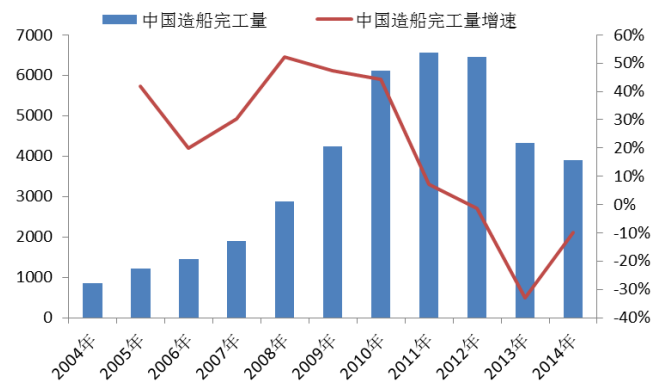
资料来源: 中国船舶工业行业协会, 中国银河证券研究部

图 15: 中国手持订单量 2013 年显著回升, 2014 年继续回升



资料来源: 中国船舶工业行业协会, 中国银河证券研究部

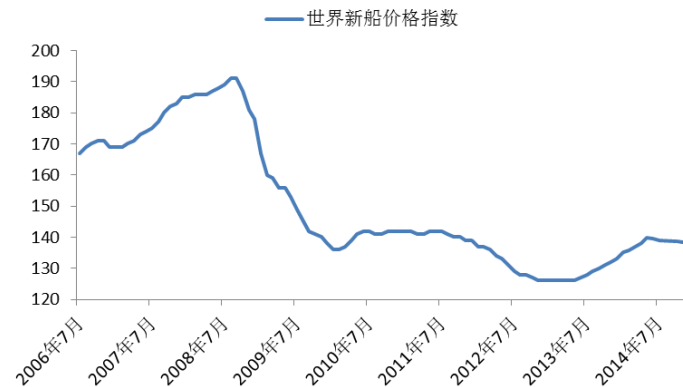
图 16: 中国造船完工量 2014 年达到底部, 预计 2015 年将回升



资料来源: 中国船舶工业行业协会, 中国银河证券研究部

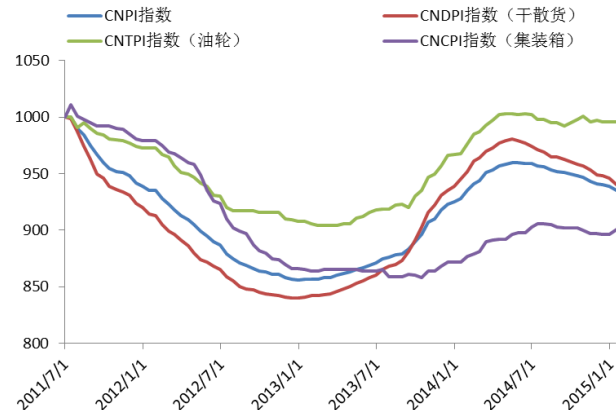
新船造价从 2013 年起有所回升。从 2012 年底开始, 世界新船造价指数在连续 7 个月保持稳定之后, 从 2013 年 6 月起逐步上升, 已恢复到 2011 年底的水平。中国新造船价格指数 (CNPI 系列) 也从 2013 年以来稳步上涨, 进入 2014 年后维持在近年来较好的水平上, 最大涨幅约 12%。但 2014 年下半年后船价又掉头向下。可见民船行业仍处于深度调整期。

图 17: 2013 年 8 月后世界新船造价进入上升趋势



资料来源: Clarkson, 中国银河证券研究部

图 18: 2013 年以来中国新船造价有所回升



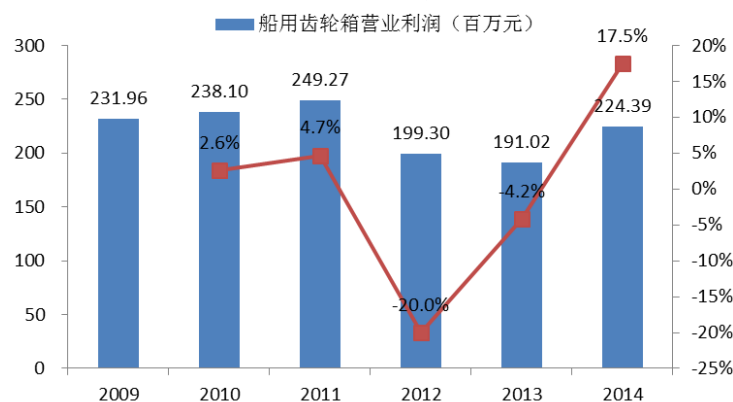
资料来源: 中国新造船价格指数, 中国银河证券研究部

## （2）公司船用齿轮箱业绩已出现反弹

大船景气度可间接体现小船景气度。船用齿轮箱和可调螺旋桨广泛用于船舶动力传动和推进系统，是船舶的核心部件。公司传统产品主要为渔船和中小型运输船舶提供配套。虽然主要下游船型并非传统三大船，但大船到岸后转成沿海或内河航运时需要多条小船和辅助船舶，大船行业的景气度也可以间接体现公司下游船型的景气度。

公司船用齿轮箱业绩已出现反弹。船舶配套产品由于交货时间早于整船制造，周期会领先于整船制造。2014 年公司在船用产品领域仍将牢牢占据着国内市场份额第一的位置，船用齿轮箱产品营业利润达 2.24 亿元，增速转正，达到 17.5%。

图 19： 公司船用齿轮箱业绩已出现反弹



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## （二）产品结构改善，盈利能力将不断提升

公司产品结构改善，高端、特种、节能环保等产品开始放量。2013 年，公司在远洋渔船、渔政船、高速客船、援外舰船、航标船、海工船和游艇等高端船舶配套产品的销售取得较大增长，同时取得了 LPG 化学品船、某国舰船等重点项目的可调桨推进系统多套订单。2014 年，公司特种舰船、海监和渔政船等齿轮箱的全年销售同比继续大幅增长；船舶推进系统由可调桨推进系统集成，扩大到包含定距桨推进系统、侧推进器等船舶多种推进系统；成功开发了大型轻型高速倾角传动齿轮箱，多种船型的推进系统集成能力稳步提高；此外，公司还新开发了欧洲荷兰、南美阿根廷船机等出口新市场。

近年来，随着中日钓鱼岛领土主权争端、中菲黄岩岛争端等事件的升级，我国海上维权任务骤升，对渔政船、大型海监船舶的需求快速增加。自 2012 年起，为提升捕捞渔船装备水平，重点扶持远洋渔业，国家发改委和农业部对于新建远洋渔船实施中央补助政策。此外，近年来，国家相继出台了多项政策和规划，力促海洋工程装备行业发展。我们判断随着各类渔政船、海监船、海工船、科考船、游艇和高速客船等高端船舶的需求增长，公司产品在功能、质量和性价比方面的优势将保证公司继续保持市场份额，盈利能力不断提升。

## （三）军品为海军舰船、陆军特种车辆配套，有望超预期

我国军用船舶齿轮箱供应以隶属于中船重工集团的重庆齿轮箱公司为主，我们粗略估计公

司目前军品业务占船用齿轮箱比例的 10%左右。公司与重齿的技术均引进自德国，与以配套大船为主的重齿相比，公司产品对下游船型配套实现了大、中、小全覆盖。

公司近年来加大了对军品业务的重视力度，2013 年为某国海军护卫舰提供了包括齿轮箱、五叶可调螺旋桨在内的舰船主推进系统，整体设计与制造达到世界先进水平。公司在 2014 年年报中明确提出，要“抓住国家大力推行军民融合式发展的政策机遇，着力加强军工产品业务，加大对特种舰船齿轮箱及推进系统、军用特种车辆传动装置的市场开拓”。我们判断，随着海军装备建设的加速，公司军品业务有望超预期。

2013 年起中国海军装备建设加速。2012 年以来，为了实现向“远海防御”战略的转变，中国海军加快了装备建设的速度。2013 年，中国海军先后列装了 18 艘新型水面舰艇，同时，据外媒估计，2013 年中国海军各主要舰艇开工共 21 艘，总数也达到全球第一。2014 年至今，海军各主要舰艇又入列 18 艘，装备建设加速势头不减。

表 3：2013 年中国海军各主要舰艇开工及下水数

舰艇种类	开工	下水
导弹驱逐舰	3	2
导弹护卫舰	3	3
轻型导弹护卫舰	7	9
常规潜艇	3	4
核潜艇	3	1
扫猎雷舰	2	2
合计	21	21

资料来源：互联网，中国银河证券研究部整理

表 4：2013 年以来中国海军入列舰艇

入列时间	舰名	型号	入列时间	舰名	型号
2013 年 1 月 31 日	“长春”号	052C 型驱逐舰	2014 年 1 月 8 日	“吉安”号	056 型轻护卫舰
2013 年 2 月 25 日	“蚌埠”号	056 型轻护卫舰	2014 年 1 月 26 日	“揭阳”号	056 型轻护卫舰
2013 年 5 月 3 日	“岳阳”号	054A 型护卫舰	2014 年 1 月 26 日	“青州”号	081 型扫雷舰
2013 年 5 月 13 日	“常熟”号	081 型扫雷舰	2014 年 3 月 15 日	“威海”号	056 型轻护卫舰
2013 年 5 月 18 日	“大同”号	056 型轻护卫舰	2014 年 3 月 21 日	“昆明”号	052D 型驱逐舰
2013 年 6 月 10 日	“上饶”号	056 型轻护卫舰	2014 年 6 月 7 日	“泸州”号	056 型轻护卫舰
2013 年 6 月 18 日	“太湖”号	903A 型综合补给舰	2014 年 6 月 11 日	“清远”号	056 型轻护卫舰
2013 年 6 月 22 日	“潍坊”号	054A 型护卫舰	2014 年 7 月 14 日	“抚顺”号	056 型轻护卫舰
2013 年 7 月 1 日	“惠州”号	056 型轻护卫舰	2014 年 8 月 8 日	“泉州”号	056 型轻护卫舰
2013 年 7 月 1 日	“钦州”号	056 型轻护卫舰	2014 年 10 月 10 日	“禹城”号	081 型扫雷舰
2013 年 7 月 29 日	“梅州”号	056 型轻护卫舰	2014 年 11 月 13 日	“三门峡”号	改进型 056 型护卫舰
2013 年 8 月 1 日	“营口”号	056 型轻护卫舰	2014 年 11 月 28 日	“潮州”号	056 型轻护卫舰
2013 年 9 月 12 日	“巢湖”号	903A 型综合补给舰	2014 年 11 月 29 日	“株洲”号	改进型 056 型护卫舰
2013 年 10 月 10 日	“鹤山”号	081 型扫雷舰	2014 年 12 月 22 日	“济南”号	052C 型驱逐舰
2013 年 10 月 12 日	“百色”号	056 型轻护卫舰	2015 年 1 月 16 日	“大庆”号	054A 型护卫舰
2013 年 12 月 13 日	“三亚”号	054A 型护卫舰	2015 年 1 月 17 日	“黄冈”号	054A 型护卫舰



---

2013 年 12 月 26 日	“郑州”号	052C 型驱逐舰	2015 年 2 月 9 日	“西安”号	052C 型驱逐舰
			2015 年 3 月 7 日	“信阳”号	056 型轻护卫舰

---

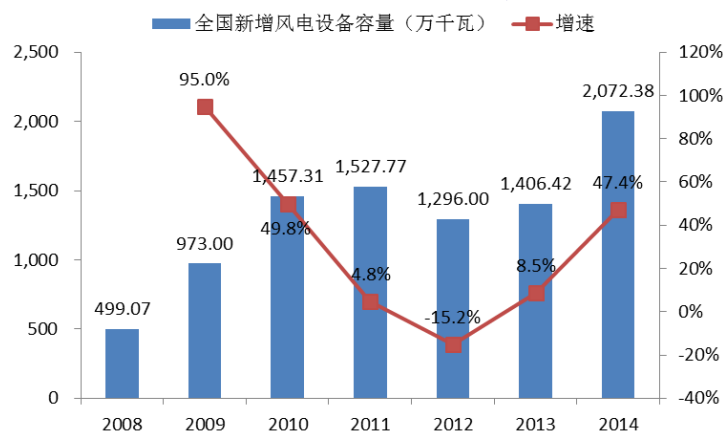
资料来源：互联网，中国银河证券研究部整理

### 三、风电及工业传动：行业形势好转，有望迎来较快增长

风电行业形势已经好转。经历了 2011 年的增速大幅下滑和 2012 年的负增长，2013 年增速转正，2014 年全国新增风电设备容量增速接近 50%，全年新增风电设备容量达到历史高点。2014 年全国新增风电并网容量 2072 万千瓦，累计并网容量 9581 万千瓦，基本已实现“十二五”规划提出的“2015 年国内风电并网装机达 1 亿千瓦”的目标。

2014 年 6 月国务院印发的《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》提出，到 2020 年，我国风电装机达到 2 亿千瓦。受上网电价的价格政策调整因素影响，2014 年下半年各地区出现了抢装现象。我们判断，未来国内风电装机容量将继续保持较高水平，项目招标的扩容将让众多风电企业迎来订单增长。

图 20：2013 年全国新增风电设备容量增速转正，2014 年大幅增长

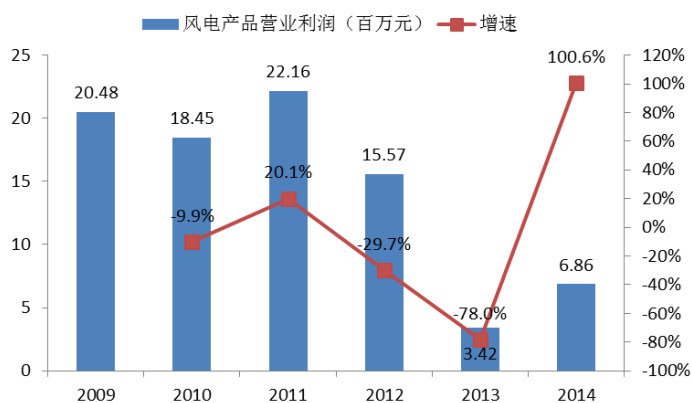


资料来源：Wind，中国银河证券研究部

风电增速箱是风力发电设备的关键部件。公司生产的风电增速箱产品可为从 2MW 到 5MW 的风电设备配套，其中 2MW 的风电增速箱受到市场广泛认可，公司生产的高精齿轮主要为国外著名的风电增速箱生产厂家配套。2014 年公司风电产品客户数量有所增长，同时公司开发了针对低风速风场的大叶片风电增速箱，2015 年将实现批量生产。

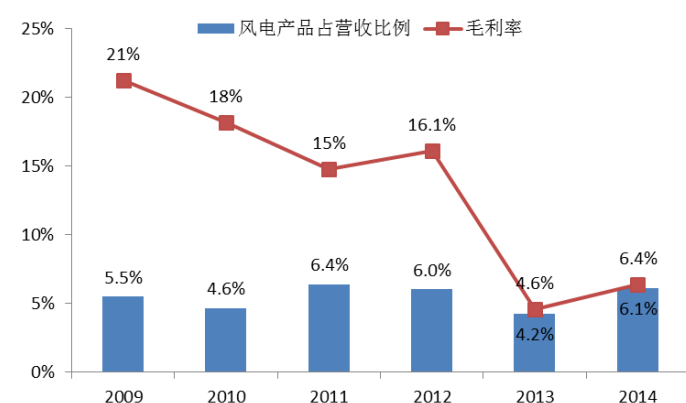
公司风电增速箱及工业传动产品业务弹性较大，2014 年公司该板块业务收入同比增长 43.1%，营业利润同比增长 100.6%，毛利率从 2013 年的 4.6% 显著回升至 6.4%。我们预计随着风电行业形势继续好转，公司风电增速箱及工业传动产品业务有望迎来较快增长。

图 21：公司风电增速箱及工业传动产品业务弹性较大



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 22：公司风电增速箱及工业传动产品业务毛利率显著回升



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

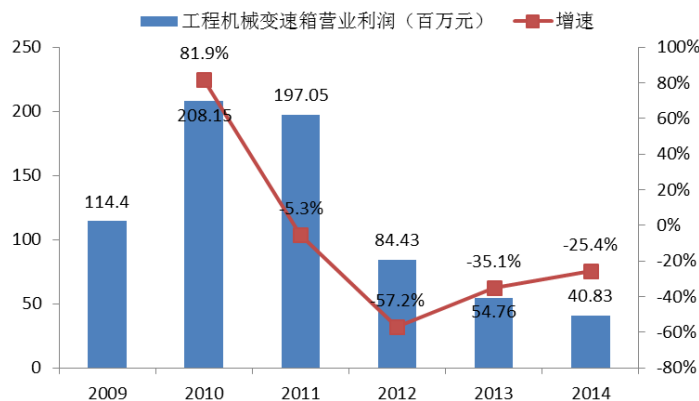
## 四、工程机械变速箱产品：盈利与增速改善仍需等待

2014 年挖掘机、装载机、推土机销量同比增速分别为-19%、-17%、-19%，销量连续下滑 3 年，2015 年 1-2 月销量继续下滑。土方机械整体处于底部调整状态，行业产能仍然过剩，需继续等待产能出清或一带一路产能输出，预计 2015 年土方机械行业维持调整状态。混凝土机械进入中期调整，2014 年混凝土泵车销量预计同比下滑 30% 以上，预计 2015 年将继续调整。

公司工程机械变速箱市占率较高。2014 年公司的装载机变速箱市场占有率约为 10.4%，压路机变速箱市场占有率约为 18.4%，平地机变速箱市场占有率约为 56%，在专业配套企业中仍然位居业内第一。

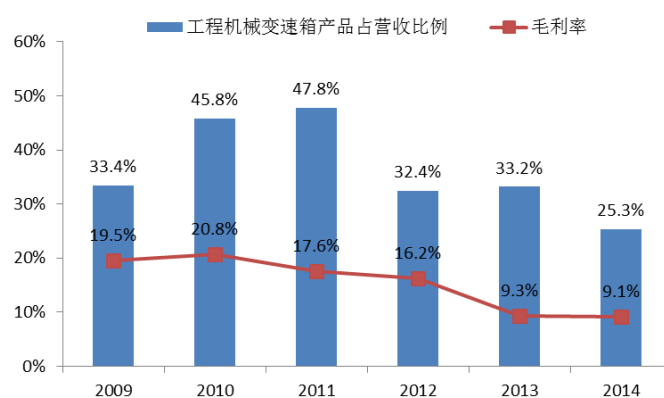
公司工程机械变速箱产品仍未见底。公司工程机械变速箱产品营业利润存 2011 年起逐年下滑，2014 年营业利润增速同比下降 25.4%，下滑幅度有所减小。同时，工程机械变速箱产品毛利率不断下滑，2010 年毛利率 20.8%，2014 年毛利率仅为 9.1%，与 2013 年基本持平，下滑势头有所减缓。预计工程机械变速箱产品盈利与增速改善仍需等待。

图 23：公司工程机械变速箱产品仍未见底



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 24：公司工程机械变速箱产品毛利率下滑势头有所减缓



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 五、估值及投资建议

预计 2015-2017 年 EPS 为 0.21/0.28/0.38 元，PE 为 53/40/30 倍；目前公司市值 45 亿元，PB2.6 倍，未来将受益于浙江省国企改革，价值待重估，给予“谨慎推荐”评级。

表 5：公司 2015-2017 年收入保持稳步增长

单位：百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营收入</b>	<b>1680.74</b>	<b>1849.88</b>	<b>1765.65</b>	<b>1896.75</b>	<b>2091.24</b>	<b>2296.08</b>
船用齿轮箱产品	1,028.51	1,162.68	1326.90	1459.59	1605.55	1766.10
工程机械变速箱产品	520.29	587.34	447.46	402.71	422.85	443.99
锻造件	128.22	158.42	190.93	229.12	274.94	329.93
铸造件	137.37	170.67	178.80	187.74	197.13	206.98
其他	137.15	290.11	183.69	183.69	183.69	183.69
风电及工业传动产品	96.72	75.15	107.56	161.34	217.82	261.38
摩擦及粉末冶金产品	53.56	67.70	66.35	69.67	73.15	76.81
汽车变速器产品	55.74	65.58	51.63	49.05	49.05	51.50
内部抵销	-476.82	-727.77	-787.67	-846.16	-932.93	-1024.30
<b>营业收入增速</b>	<b>-29.1%</b>	<b>10.1%</b>	<b>-4.6%</b>	<b>7.4%</b>	<b>10.3%</b>	<b>9.8%</b>
船用齿轮箱产品	-12.1%	13.0%	14.1%	10%	10%	10%
工程机械变速箱产品	-53.6%	12.9%	-23.8%	-10%	5%	5%
锻造件	-35.8%	23.6%	20.5%	20%	20%	20%
铸造件	-35.4%	24.2%	4.8%	5%	5%	5%
其他	77.6%	111.5%	-36.7%	0%	0%	0%
风电及工业传动产品	-35.5%	-22.3%	43.1%	50%	35%	20%
摩擦及粉末冶金产品	13.5%	26.4%	-2.0%	5%	5%	5%
汽车变速器产品	-3.0%	17.7%	-21.3%	-5%	0%	5%
内部抵销	-28.3%	52.6%	8.2%	0%	0%	0%
<b>营业收入构成</b>						
船用齿轮箱产品	61.2%	62.9%	75.2%	77.0%	76.8%	76.9%
工程机械变速箱产品	31.0%	31.8%	25.3%	21.2%	20.2%	19.3%
锻造件	7.6%	8.6%	10.8%	12.1%	13.1%	14.4%
铸造件	8.2%	9.2%	10.1%	9.9%	9.4%	9.0%
其他	8.2%	15.7%	10.4%	9.7%	8.8%	8.0%
风电及工业传动产品	5.8%	4.1%	6.1%	8.5%	10.4%	11.4%
摩擦及粉末冶金产品	3.2%	3.7%	3.8%	3.7%	3.5%	3.3%
汽车变速器产品	3.3%	3.5%	2.9%	2.6%	2.3%	2.2%
内部抵销	-28.4%	-39.3%	-44.6%	-44.6%	-44.6%	-44.6%
<b>毛利率</b>	<b>21.7%</b>	<b>18.2%</b>	<b>20.5%</b>	<b>21.4%</b>	<b>22.8%</b>	<b>23.1%</b>
船用齿轮箱产品	19.4%	16.4%	16.9%	17.2%	17.5%	17.5%
工程机械变速箱产品	16.2%	9.3%	9.1%	9.0%	11.0%	12.0%
锻造件	14.6%	18.6%	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%



铸造件	7.5%	12.3%	28.7%	25.0%	25.0%	25.0%
其他	13.6%	8.3%	4.2%	5.0%	6.0%	6.5%
风电及工业传动产品	16.1%	4.6%	6.4%	8.0%	12.0%	12.0%
摩擦及粉末冶金产品	30.6%	29.2%	30.1%	30.0%	30.0%	30.0%
汽车变速器产品	-12.2%	-13.9%	-17.1%	-13.0%	0.0%	2.5%
内部抵销	-1.7%	-0.4%	0.8%			

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

**表 6：公司 2015-2017 年业绩复合增速达到 34%**

指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1,849.88	1,765.65	1,897	2,091	2,296
营业收入增长率	10.06%	-4.55%	7%	10%	10%
净利润（百万元）	24	20	85	112	151
净利润增长率	-65%	-15%	318%	33%	34%
EPS（元）（摊薄）	0.06	0.05	0.21	0.28	0.38
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.39%	1.17%	4.67%	5.90%	7.45%
P/E	188	222	53	40	30
P/B	2.6	2.6	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA	28	40	18	14	10

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部，股价截至 2015 年 4 月 17 日

注：如果按照 2015 年更改后的会计估计追溯调整，2014 年净利润为 3206 万元，同比增长 26.8%

**表 7：公司未来业绩弹性大，价值有待重估**

上市公司	代码	股价(元)	EPS（元）				PE（倍）			
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
杭齿前进	601177.SH	11.22	0.06	0.05	0.21	0.25	188	222	53	40
亚星锚链	601890.SH	16.60	0.14	0.21	0.40	0.56	117	79	41	30
潍柴重机	000880.SZ	15.16	-0.04	0.18	0.35	0.47	-338	87	43	32
润邦股份	002483.SZ	15.40	0.28	0.34	0.58	0.81	55	45	26	19
宝鼎重工	002552.SZ	12.90	0.04	0.08	0.20	0.37	319	161	64	35
*ST 钢构	600072.SH	18.02	-0.38				-47			
振华重工	600320.SH	9.21	0.03	0.05			289	203		
行业平均估值								133	46	31

资料来源：Wind，中国银河证券研究部（2014 年业绩除振华重工为 Wind 一致预期外，其余为实际值，2015-2016 年业绩除杭齿前进外，其余个股为 Wind 一致预期），股价截至 2015 年 4 月 17 日

## 插图目录

图 1: 公司产品——MV100A 轻型高速船用齿轮箱.....	3
图 2: 公司产品——TY320 工程机械变速箱.....	3
图 3: 公司产品——HCE2S17 电动车变速器.....	3
图 4: 公司产品——Z2X20000 风电增速箱.....	3
图 5: 公司产品——船用可调螺旋桨.....	4
图 6: 2013 年起公司主营业务收入保持相对稳定.....	5
图 7: 公司船用齿轮箱收入占比稳步上升.....	5
图 8: 2014 年公司业绩（追溯调整后）拐点已现.....	5
图 9: 公司综合毛利率 2014 年触底回升.....	5
图 10: 1902 年-2007 年全球造船量经历了 12 个周期.....	8
图 11: 1964 年-2007 年全球新造船价格经历了 6 个周期.....	8
图 12: 全球运价: BDI 和 BDTI 指数目前仍处于底部阶段.....	9
图 13: 民船业绩近似由两年前新船订单量和造价决定.....	9
图 14: 中国新船订单量 2013 年大幅增长, 2014 年下滑.....	10
图 15: 中国手持订单量 2013 年显著回升, 2014 年继续回升.....	10
图 16: 中国造船完工量 2014 年达到底部, 预计 2015 年将回升.....	10
图 17: 2013 年 8 月后世界新船造价进入上升趋势.....	10
图 18: 2013 年以来中国新船造价有所回升.....	10
图 19: 公司船用齿轮箱业绩已出现反弹.....	11
图 20: 2013 年全国新增风电设备容量增速转正, 2014 年大幅增长.....	14
图 21: 公司风电增速箱及工业传动产品业务弹性较大.....	15
图 22: 公司风电增速箱及工业传动产品业务毛利率显著回升.....	15
图 23: 公司工程机械变速箱产品仍未见底.....	16
图 24: 公司工程机械变速箱产品毛利率下滑势头有所减缓.....	16

## 表格目录

表 1: “中国制造 2025”需要重点发展的 10 大领域中公司占据四项 .....	6
表 2: 公司高管持股范围较广, 持股比例约 1.9%, 在国企中激励机制较好 .....	6
表 3: 2013 年中国海军各主要舰艇开工及下水数 .....	12
表 4: 2013 年以来中国海军入列舰艇 .....	12
表 5: 公司 2015-2017 年收入保持稳步增长 .....	17
表 6: 公司 2015-2017 年业绩复合增速达到 34% .....	18
表 7: 公司未来业绩弹性大, 价值有待重估 .....	18

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**王华君、陈显帆，机械与军工行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

**港股：**中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（1766.HK）、中航科工（2357.HK）等。

**A 股：**洪都航空（600316.SH）、中航电子（600372.SH）、北方创业（600967.SH）、中鼎股份（000887.SZ）、隆华节能（300263.SH）、海特高新（002023.SZ）、航空动力（600893.SH）、三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、恒泰艾普（300257.SZ）、林州重机（002534.SZ）、南风股份（300004.SZ）等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)  
北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)