

远东传动 (002406.SZ) 汽车零部件行业

评级：买入首次评级

公司研究

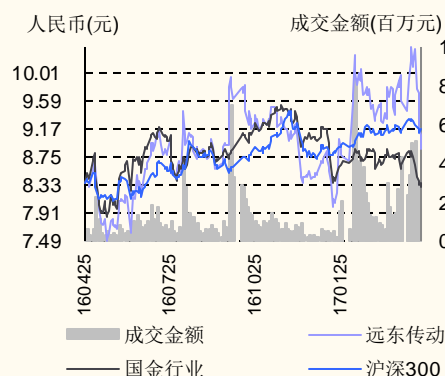
市场价格 (人民币): 8.87 元
目标价格 (人民币): 13.00 元

受益重卡复苏，业绩高增长

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)	397.13
总市值(百万元)	4,976.07
年内股价最高最低(元)	10.40/7.49
沪深 300 指数	3466.79
深证成指	10314.35



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.165	0.208	0.253	0.288	0.338
每股净资产(元)	3.89	4.00	4.15	4.34	4.58
每股经营性现金流(元)	0.33	0.30	0.19	0.27	0.30
市盈率(倍)	76.67	40.87	36.37	31.97	27.19
行业优化市盈率(倍)	12.86	12.86	12.86	12.86	12.86
净利润增长率(%)	-28.35%	26.45%	21.36%	13.75%	17.60%
净资产收益率(%)	4.24%	5.21%	6.09%	6.63%	7.39%
总股本(百万股)	561.00	561.00	561.00	561.00	561.00

来源：公司年报、国金证券研究所

■ 事件：公司发布 2016 年年报，实现营收 10.24 亿元，同比增长 10.55%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.17 亿元，同比增长 26.45%，拟 10 股派现 1.5 元（含税）。

投资逻辑

- **业绩符合预期，盈利能力增强。**公司主营业务为非等速传动轴及相关零部件的研发、生产与销售，业绩主要受下游中重卡、工程机械行业等影响，2016 年我国重卡实现销售 73.3 万辆，同比增长 33.1%，保障公司营收较快增长。公司 2016 年综合毛利率 31.24%，相比去年同期提升 1.23 个百分点。期间费用率 18.84%，提升 0.75 个百分点，其中，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 6.48%、13.07%、-0.71%，同比变化-0.20、0.96、-0.02 个百分点。销售净利率 11.43%，同比提升 1.44 个百分点，公司盈利能力增强。
- **等速驱动轴空间近百亿，加快推进。**等速传动轴主要用于轿车，国内等速传动轴市场规模近百亿元，规模巨大。2016 年，公司等速驱动轴生产车间已建成，建筑面积一万多平方米，已经引进的全是国际先进的组装生产线及试验设备，自动化程度达到国际同行先进水平，值得关注。
- **军工业务发力，值得期待。**2016 年 2 月，公司被三江航天万山公司授予中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利七十周年“阅兵保障先进单位”光荣称号。2016 年 6 月，公司获得了由国家国防科技工业局授权的北京军友诚信质量认证有限公司颁发的《武器装备质量管理体系认证证书》。公司将以此为新的起点，进一步开拓军工市场。

投资建议与估值

- 传统业务迎增速拐点；开拓轿车市场、海外市场提升成长空间；军工领域加速开拓及加速迈向工业 4.0，值得期待。预计 2017-2019 年净利润分别为 1.42 亿元、1.61 亿元和 1.90 亿元，EPS 分别为 0.25 元、0.29 元和 0.34 元，首次覆盖，给予买入评级，6 个月目标价 13 元。

风险

- 商用车产销不及预期，等速传动轴市场开拓不及预期。

刘洋 联系人
yang_liu@gjzq.com.cn

梁美美 联系人
liangmeimei@gjzq.com.cn

宋伟健 联系人
songweijian@gjzq.com.cn

魏立 分析师 SAC 执业编号：S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

内容目录

1、非等速传动轴国内第一，全球第三	3
2、加快研发等速传动轴，提升成长空间	4
3、投资建议与估值	5
4、风险提示	5

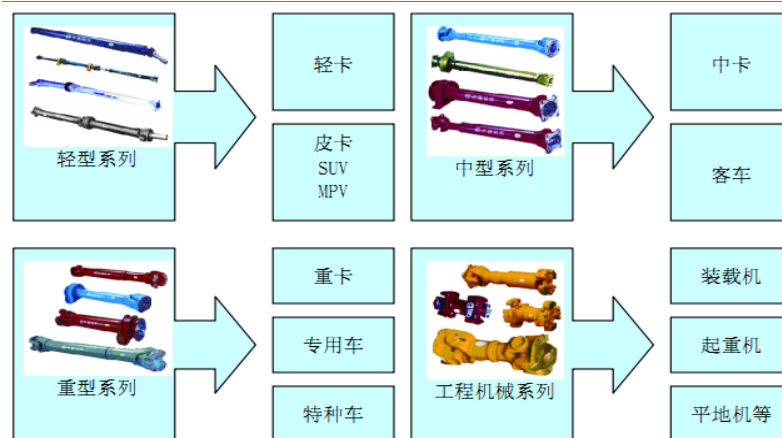
图表目录

图表 1：公司产品为非等速转动轴，受卡车、工程机械影响较大	3
图表 2：公司营收稳健，2016 年增长明显	3
图表 3：公司净利润稳健，2016 年增长明显	3
图表 4：中国轿车产量超千万，等速传动轴需求大	4
图表 5：国内等速传动轴市场空间近百亿元	5

1、非等速传动轴国内第一，全球第三

- 远东传动是国内规模最大、品种最多、规格最全的非等速传动轴生产企业。公司主营业务是针对轻型、中型、重型和工程机械四大系列 12,000 多个品种的非等速传动轴研发、生产和销售。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。重卡系列产品的市场占有率超过 28%，工程机械系列产品市场占有率高达 60%以上，在行业竞争中占据绝对优势。
- 远东传动作为高新技术企业，同时也是行业标准的主要制订者之一。公司的技术中心是国家认定企业技术中心和河南省汽车传动轴工程技术研究中心，拥有 169 项专利技术，其中 10 项为发明专利。公司目前，已与国内汽车和工程机械行业近百家主机制造商建立了稳定的合作关系，成为多数主机制造商非等速传动轴的独家供应商和一级供应商。

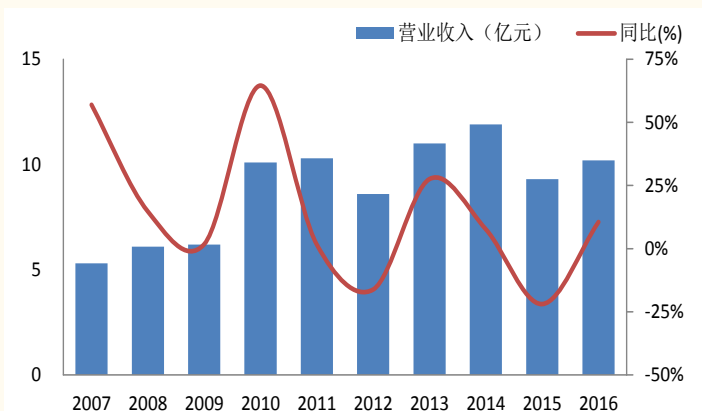
图表 1：公司主要产品为非等速转动轴，受卡车、工程机械影响较大



来源：招股意向书，国金证券研究所

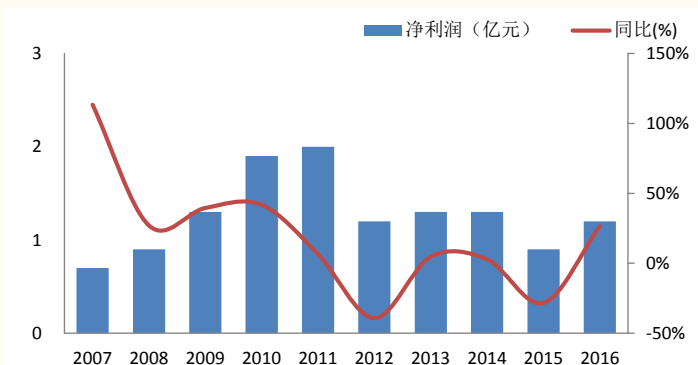
- 公司营收、净利润稳定增长，2016 年受益行业回暖增速较高。2007-2016 年营业收入 CAGR 为 8%，净利润 CAGR 为 6%。其中 2011~2015 年营收 CAGR 为 -3%，净利润 CAGR 为 -18%，主要源于 2010 年后，重卡及工程机械行业产销总体下滑。2016 年重卡及工程机械行业回暖，公司实现营收 10.2 亿元，同比增长 11%，实现净利润 1.2 亿元，同比增长 26%。

图表 2：公司营收稳健，2016 年增长明显



来源：wind，国金证券研究所

图表 3：公司净利润稳健，2016 年增长明显

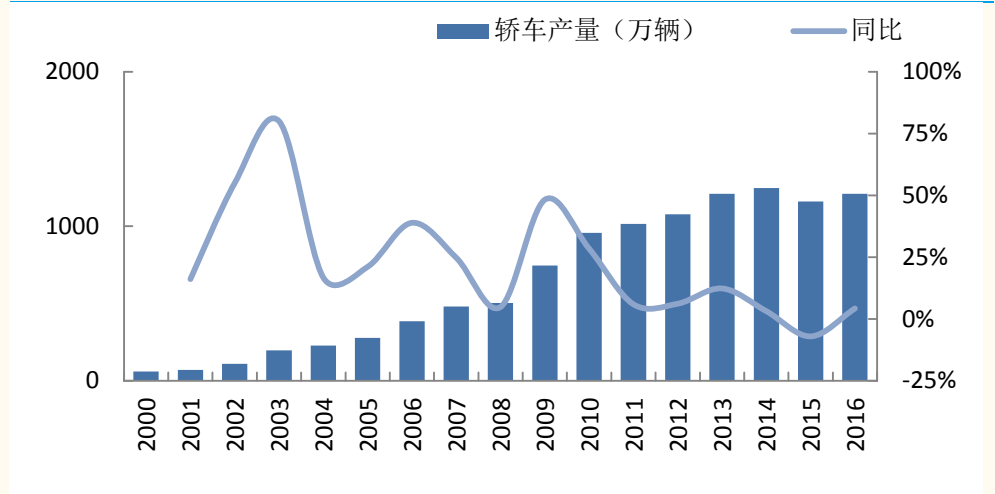


来源：wind，国金证券研究所

2、加快研发等速传动轴，提升成长空间

- 传动轴可分为等速传动轴和非等速传动轴。传动轴是指带有万向节的管状轴或实心轴，或两只万向节直接连接的用来传递扭矩和旋转运动的总成。传动轴作为汽车和工程机械的重要零部件，对主机的安全性能十分重要。按传动轴所用万向节的不同，可以分为等速传动轴和非等速传动轴。
- 等速传动轴主要应用于轿车。等速传动轴一般由万向节叉、伸缩套、滑动花键槽、油封和传动轴管等组成，这种结构可以满足轿车运行时平稳舒适的要求。
- 等速传动轴主要需求来自轿车产量，近年增速放缓，但中期看产量仍将稳步提升。在经历了过去 20 年高增长之后，轿车产量在 2010 年政策刺激退出后，进入了增速放缓阶段，但考虑到中国人均 GDP 不断提升，且绝对值已经突破 4.5 万元/年，汽车保有量亦有数倍提升空间，中期来看，轿车产量仍将稳步上升。

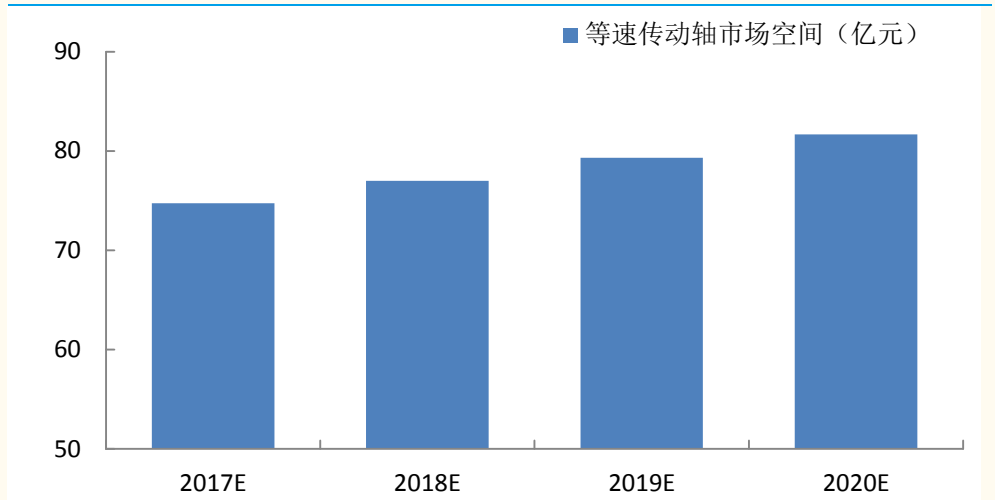
图表 4：中国轿车产量超千万，等速传动轴需求大



来源：wind，国金证券研究所

- 预计 2020 年等速传动轴市场规模为 82 亿元。2016 年我国轿车产量为 1210 万辆，同比增长 4.25%，我们预计 2017~2020 年轿车产量 CAGR 为 3%，到 2020 年达到 1361 万辆，对应等速传动轴需求为 2723 万套，假设每套价格 300 元，则 2020 年等速传动轴市场规模为 82 亿元。

图表 5：国内等速传动轴市场空间近百亿元



来源：wind，国金证券研究所

3、投资建议与估值

- 传统业务迎增速拐点；开拓轿车市场、海外市场提升成长空间；军工领域加速开拓及加速迈向工业 4.0，值得期待。预计 2017-2019 年净利润分别为 1.42 亿元、1.61 亿元和 1.90 亿元，EPS 分别为 0.25 元、0.29 元和 0.34 元，首次覆盖，给予买入评级，6 个月目标价 13 元。

4、风险提示

- (1) 商用车、工程机械产销不及预期。
- (2) 等速传动轴市场开拓不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,187	926	1,024	1,244	1,415	1,738
增长率		-21.9%	10.6%	21.4%	13.8%	22.9%
主营业务成本	-842	-648	-704	-850	-966	-1,189
%销售收入	70.9%	70.0%	68.8%	68.4%	68.3%	68.4%
毛利	345	278	320	394	449	550
%销售收入	29.1%	30.0%	31.2%	31.6%	31.7%	31.6%
营业税金及附加	-6	-5	-10	-12	-14	-17
%销售收入	0.5%	0.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-85	-62	-66	-81	-91	-115
%销售收入	7.2%	6.7%	6.5%	6.5%	6.4%	6.6%
管理费用	-116	-112	-134	-162	-184	-226
%销售收入	9.8%	12.1%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	138	99	110	139	160	192
%销售收入	11.6%	10.6%	10.7%	11.1%	11.3%	11.0%
财务费用	2	6	7	8	10	12
%销售收入	-0.2%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.7%
资产减值损失	-6	-8	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	13	1	0	0	0	0
%税前利润	8.9%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	148	98	114	147	170	203
营业利润率	12.4%	10.5%	11.1%	11.8%	12.0%	11.7%
营业外收支	3	13	24	20	20	20
税前利润	151	110	138	167	190	223
利润率	12.7%	11.9%	13.4%	13.4%	13.4%	12.9%
所得税	-22	-18	-21	-25	-29	-34
所得税率	14.3%	16.1%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	129	93	117	142	162	190
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	129	92	117	142	161	190
净利率	10.9%	10.0%	11.4%	11.4%	11.4%	10.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	129	93	117	142	162	190
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	61	67	82	115	111	109
非经营收益	-16	0	0	-19	-20	-20
营运资金变动	57	22	-33	-133	-99	-110
经营活动现金净流	232	182	166	105	154	169
资本开支	-98	-112	-110	-14	28	-40
投资	80	76	-17	-1	0	0
其他	0	7	6	0	0	0
投资活动现金净流	-19	-29	-121	-15	28	-40
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-16	0	1
其他	-102	-70	-38	-56	-56	-56
筹资活动现金净流	-102	-70	-38	-72	-56	-55
现金净流量	111	84	8	18	125	74

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	310	407	397	415	540	614
应收款项	584	544	604	711	809	994
存货	300	249	212	279	318	391
其他流动资产	348	262	264	278	284	296
流动资产	1,541	1,461	1,476	1,683	1,951	2,295
%总资产	63.7%	58.9%	58.5%	63.6%	69.8%	74.3%
长期投资	36	23	2	3	2	2
固定资产	585	680	708	661	566	537
%总资产	24.2%	27.4%	28.1%	25.0%	20.3%	17.4%
无形资产	185	233	234	206	182	162
非流动资产	880	1,020	1,046	964	844	795
%总资产	36.3%	41.1%	41.5%	36.4%	30.2%	25.7%
资产总计	2,421	2,481	2,522	2,646	2,795	3,090
短期借款	2	2	2	0	0	0
应付款项	239	266	246	297	338	416
其他流动负债	16	13	15	18	21	104
流动负债	257	281	263	316	359	520
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	17	16	14	0	0	0
负债	274	298	277	316	359	521
普通股股东权益	2,147	2,183	2,244	2,330	2,435	2,569
少数股东权益	0	0	0	1	1	1
负债股东权益合计	2,421	2,481	2,522	2,646	2,795	3,090

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.460	0.165	0.208	0.253	0.288	0.338
每股净资产	7.654	3.892	4.000	4.153	4.341	4.579
每股经营现金净流	0.829	0.325	0.296	0.187	0.274	0.302
每股股利	0.400	0.400	0.400	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	6.01%	4.24%	5.21%	6.09%	6.63%	7.39%
总资产收益率	5.33%	3.73%	4.64%	5.36%	5.78%	6.14%
投入资本收益率	5.50%	3.78%	4.14%	5.06%	5.59%	6.33%
增长率						
主营业务收入增长率	7.67%	-21.94%	10.55%	21.43%	13.78%	22.85%
EBIT增长率	-0.59%	-28.50%	11.12%	26.64%	15.49%	19.60%
净利润增长率	2.78%	-28.35%	26.45%	21.36%	13.75%	17.60%
总资产增长率	3.02%	2.49%	1.63%	4.93%	5.61%	10.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	105.5	142.8	121.0	120.0	120.0	120.0
存货周转天数	132.7	154.3	119.3	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	88.6	115.0	105.8	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	129.5	255.0	242.8	186.3	141.1	104.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.33%	-18.55%	-17.59%	-17.79%	-22.17%	-23.86%
EBIT利息保障倍数	-65.4	-15.5	-15.1	-16.5	-16.2	-16.1
资产负债率	11.31%	12.00%	11.00%	11.93%	12.84%	16.85%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	2
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.33

来源：朝阳永续

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

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：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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作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：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD