

国茂股份(603915.SH)

报告日期: 2020 年 8 月 3 日

减速机龙头：受益产品升级与市场份额持续提升

——国茂股份深度报告

行业公司研究——机械设备行业——

✍ : 邱世梁 执业证书编号 S1230520050001
 ☎ : 021-80108036
 ✉ : qiushiliang@stocke.com.cn

报告导读

通用减速机龙头，市占率约 3.8%，成长空间广阔。受益进口替代、产品升级、新领域拓展（专用减速机、机电一体化）、外延发展，对标全球巨头德国 SEW，未来有望复制恒立液压等成长路径。

投资要点

- ❑ **超预期因素：成长的空间和时间。**市场认为全球减速机市场由德国 SEW、西门子 Flender、意大利邦飞利等欧美日企业主导，国产品牌性能差距明显，进口替代进展缓慢。我们认为 **1)** 公司为国内通用减速机行业龙头，依靠产品升级、新领域拓展，进口替代的时点有望超预期；**2)** 国内市场外资品牌占比超 30%，全球通用减速机龙头德国 SEW 2019 财年在中国市场收入约 80 亿元人民币，高端市场的进口替代空间较大。参考恒立液压、汇川技术等核心零部件公司，国茂股份有望复制其产品升级、进口替代的成长路径。
- ❑ **超预期路径：产品升级与市场份额提升。**市场认为公司产品实现进口替代有一定难度，我们认为 **1)** 减速机市场约 1300 亿元，增速约 10%；通用减速机约 500 亿。公司 2019 年的市场占有率仅 3.8%，未来市场份额提升空间很大；**2)** 现产能 50 多万台，募投项目产能 35 万台（高端产品），达产后收入有望超 50 亿元。**3)** 产品升级、新领域拓展：布局专用减速机、机电一体化（伺服电机等），并探索外延式并购；**4)** 15-19 年公司收入、净利润复合增长率达 15%、39%；2019 年毛利率 29%，净利率 15%，ROE 17%。股权激励方案：2020-2024 年净利润不低 2.9/3.35/4.4/8.6 亿元，复合增速达 20%。
- ❑ **催化剂：**随着新产能逐步达产，公司业绩有望实现快速增长。
- ❑ **盈利预测及估值：**预计 2020-2022 年净利润为 3.1/4.2/5.4 亿元，同比增长 8%/37%/27%，对应 PE 35/25/20 倍。公司成长空间大，成长周期长；给予 2021 年 30 倍 PE，6-12 月合理估值 126 亿元。首次给予“买入”评级。

风险提示：

进口替代进程低于预期、外延发展低于预期、新冠疫情影响超预期。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	1896	2081	2779	3395
(+/-)	7%	10%	34%	22%
净利润	284	306	420	535
(+/-)	30%	8%	37%	27%
每股收益(元)	0.61	0.66	0.91	1.16
P/E	37	35	25	20

评级

买入

上次评级

首次评级

当前价格

¥ 22.87

单季度业绩

元/股

1Q/2020

0.07

4Q/2019

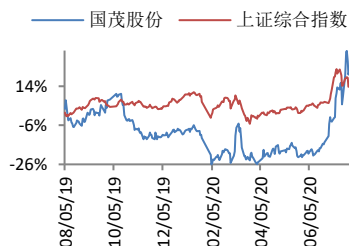
0.19

3Q/2019

0.16

2Q/2019

0.15



公司简介

国茂股份为中国通用减速机龙头，受益进口替代、产品升级、新领域拓展、外延发展；对标全球巨头德国 SEW，未来有望复制恒立液压等成长路径。目前市占率约 3.8%，成长空间广阔。

相关报告

报告撰写人：邱世梁、潘贻立、李峰

联系人：张杨、林子尧

正文目录

1. 通用减速机龙头，产品结构优化，市占率提升空间大	5
1.1. 专注减速机近 30 年，股权激励激发企业活力	5
1.2. 近 5 年净利润增达到 39%	6
1.3. 产品结构优化升级，齿轮减速机是未来增长亮点	7
2. 减速机：中国市场约 1300 亿元，年均增长约 10%	9
2.1. 减速机：齿轮减速机和摆线针轮减速机市场占比超 60%	9
2.2. 全球减速机市场：目前仍由欧美日企业主导	10
2.3. 我国减速机市场近 1300 亿元，增速约 10%；通用减速机约 500 亿元	11
2.4. 新兴行业崛起带来新产品需求，通用减速机应用前景广阔	12
2.5. 竞争格局：进口替代提速，行业集中度将持续提升	13
3. 国茂股份：进口替代、产品升级、新领域拓展、外延发展	16
3.1. 募投项目产能逐步释放，未来公司市占率有望大幅提升	16
3.2. 产品结构升级，进口替代趋势加速	17
3.3. 新领域：布局专用减速机+机电一体化	18
3.4. 探索外延式并购，积极寻找国内国际投资标的	18
3.5. 较宽的护城河：公司销售和管理的优势积累	18
4. 投资逻辑：对标德国 SEW、恒立液压，未来空间广阔	21
4.1. 全球减速机龙头：德国 SEW、意大利邦飞利	21
4.2. 减速机上市公司：宁波东力、中大力德	23
4.3. 核心零部件类似公司：恒立液压、汇川技术、纽威股份和应流股份	24
5. 盈利预测及估值	26
5.1. 盈利预测：预计 2020-2022 年收入、净利润大幅增长	26
5.2. 估值比较：参考恒立液压、汇川技术等，公司估值具提升空间	27
6. 风险提示	27

图表目录

图 1：国茂股份深耕通用减速机行业近 30 年	5
图 2：公司减速机业务收入占比达 96%	5
图 3：实际控制人徐氏家族持股 73.04%，公司有 3 个员工持股平台	5
图 4：2015-2019 年公司营收复合增速为 15%	6
图 5：2015-2019 年公司净利润复合增速达 39%	6
图 6：公司齿轮减速机毛利率不断提升	7
图 7：2014-2019 年公司整体盈利能力持续提升	7
图 8：主要产品为齿轮减速机和摆线针轮减速机，齿轮减速机是未来发展重点	7
图 9：2014-2019 年齿轮减速机营收占比不断提升	7
图 10：2019 年齿轮减速机营收占比达 77%	7
图 11：2018 年国茂股份前 100 名直销客户行业分布	8

图 12: 减速机与原动机、工作机的关系	9
图 13: 减速机的零部件构成	9
图 14: 减速机可按五种不同分类依据分类	9
图 15: 齿轮减速机和摆线针轮减速机占我国市场总量的 62%	10
图 16: 国茂股份齿轮减速机的工艺流程	10
图 17: 减速机行业下游分布范围十分广泛	10
图 18: 2015 年亚洲地区减速机产量占全球总量的 34%	11
图 19: 2015 年亚洲地区减速机销量全球第一	11
图 20: 2009-2017 年中国减速机行业销售收入复合增速为 13%	11
图 21: 2010-2016 年中国减速机行业资产总额复合增速为 14%	11
图 22: 2010-2017 年中国减速机产量复合增速为 3.4%	12
图 23: 减速机产品广泛应用于下游各大行业	12
图 24: 起重转运领域减速机在下游行业应用占比最大	12
图 25: 减速机在自动化立体仓库的应用示例	13
图 26: 通用减速机行业集中度不断提升	15
图 27: 2016-2019 年公司齿轮减速机产量复合增速 7.8%	17
图 28: 2016-2019 年公司齿轮减速机销量复合增速 10.2%	17
图 29: A 类经销商贡献 38% 的销售额	19
图 30: SEW 的生产基地和研发中心遍布全球 5 大洲	21
图 31: 2017 年, SEW 全球雇员数量超过 1.7 万人	21
图 32: 2019/2020 财年, SEW 全球销售收入 264 亿元	22
图 33: SEW 为客户提供覆盖全生命周期的服务	22
图 34: 2013-2018 年邦飞利全球销售额复合增速 8.3%	22
图 35: 2013-2018 年邦飞利 EBITA 复合增速达 15.4%	22
图 36: 邦飞利在亚太地区的业务占比提升显著	23
图 37: 工程机械与风力发电部门收入占比达 61%	23
图 38: 2015-2019 年国茂、宁波东力、中大力德营收持续增长	24
图 39: 近 5 年, 三者营收增速均在 2017-2018 达到较高水平	24
图 40: 国茂齿轮减速机毛利率与中大力德高附加值产品接近	24
图 41: 国茂营收复合增速高于纽威股份、应流股份 (亿元)	25
图 42: 国茂归母净利润复合增速高于汇川、纽威、应流 (亿元)	25
表 1: 近期推出 1000 万股股权激励计划, 有望进一步激发核心员工积极性	6
表 2: 2019 年重点调研、开发了环保、冶金、港口起重等行业	8
表 3: 减速机分为通用减速机和专用减速机	9
表 4: 国内通用减速机行业主要企业	14
表 5: 齿轮减速机是公司未来的发展重点, 也是在目标市场中最受欢迎的产品之一	16
表 6: 首次公开发行募集资金主要用于扩大模块化减速机的产能	17
表 7: 2019 年公司成功研发出具进口替代能力和专用减速机的传动新产品	18
表 8: 公司经销商分为 A 类、B 类和一般经销商	19
表 9: 78 家经销商遍布全国 31 个省市	19
表 10: 邦飞利的三大业务部门能提供传动领域的全套自动化解决方案	23
表 11: 核心零部件龙头企业: 恒立液压、汇川技术、纽威股份、应流股份	25
表 12: 公司核心产品销量预测	26

表 13: 公司核心产品价格预测	26
表 14: 公司细分业务盈利预测	27
表 15: 参考核心零部件龙头估值水平, 国茂股份估值具有提升空间.....	27
表附录: 三大报表预测值	28

1. 通用减速机龙头，产品结构优化，市占率提升空间大

1.1. 专注减速机近 30 年，股权激励激发企业活力

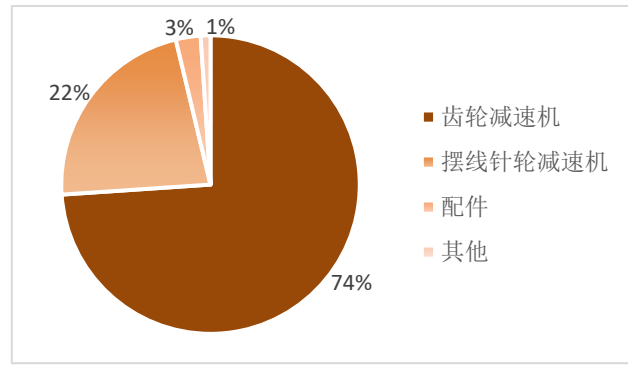
国茂股份是国内通用减速机龙头，减速机产品业务收入占比达 96%。2019 年 6 月成功在上海证券交易所上市。

图 1：国茂股份深耕通用减速机行业近 30 年



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：公司减速机业务收入占比达 96%

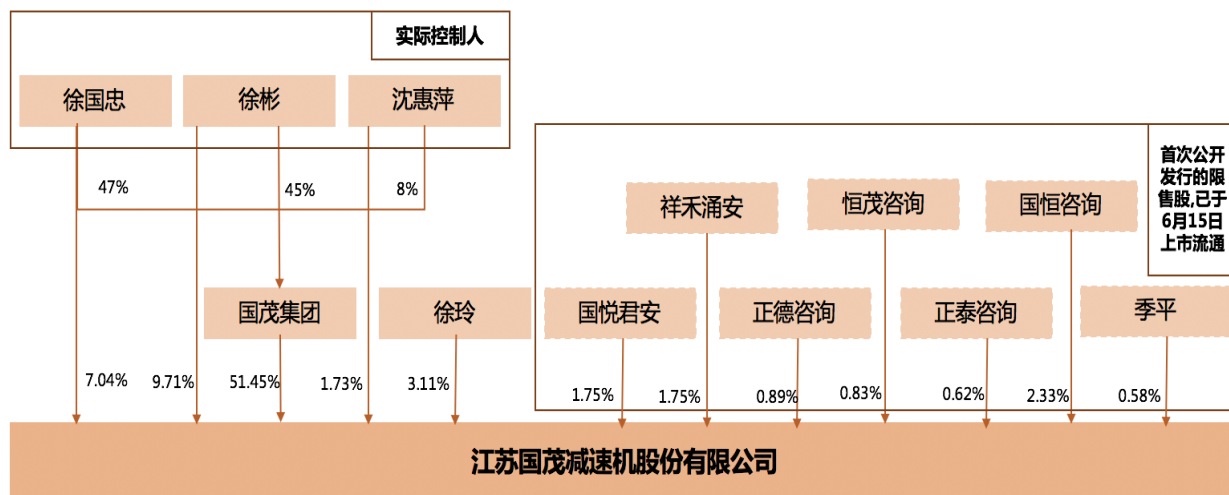


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司的实际控制人为徐国忠、徐彬和沈惠萍组成的徐氏家族，以及实际控制人的一致行动人徐玲。徐氏家族直接和间接控制公司 73.04% 的股份。

2020 年 6 月 15 日，首次公开发行部分限售股解禁，解禁部分限售股占公司总股本的 8.75%，涉及国悦君安、国恒咨询等 7 名股东，其中，正德咨询、正泰咨询、恒茂咨询为公司 3 个员工持股平台。

图 3：实际控制人徐氏家族持股 73.04%，公司有 3 个员工持股平台



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

近期 1000 万股权激励计划落地，有望进一步激发公司核心员工积极性。根据公司 7 月 16 日公告的 2020 年限制性股票激励计划，拟授予公司董事、高管、核心技术人员和核心业务人员等 172 人限制性股票 1000 万股，人员覆盖范围广，将有助于进一步增强公司凝聚力。

该股权激励的条件为 2020-2024 年净利润分别不低 2.90 亿元、3.35 亿元、4.00 亿元、4.80 亿元、6.00 亿元。随着公司产品结构不断升级、募投项目建成后产能逐步释放，我们认为公司业绩超过上述条件的确定性较高。

表 1：近期推出 1000 万股股权激励计划，有望进一步激发核心员工积极性

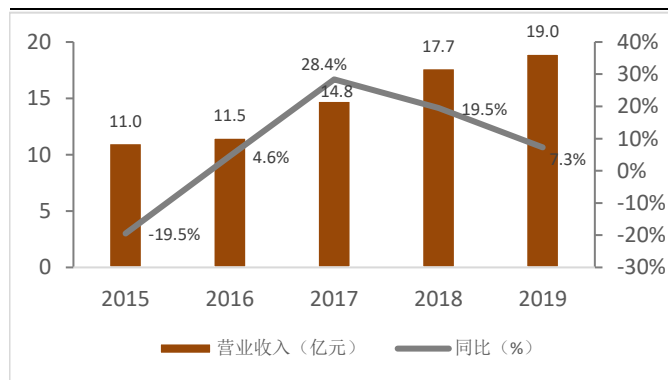
姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占本激励计划授出权益 数量的比例	占激励计划公告日股本 总额比例
陆一品	董事、副总经理、财务 负责人、董事会秘书	50	5.0%	0.11%
王晓光	董事、副总经理	25	2.5%	0.05%
谭家明	副总经理	21	2.1%	0.05%
孔东华	总经理助理	17	1.7%	0.04%
郝建男	副总经理	16	1.6%	0.03%
杨渭清	制造总监	20	2.0%	0.04%
核心技术人员 (166 人)		801	80.1%	1.73%
预留		50	5.0%	0.11%
合计		1000	100.0%	2.16%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2. 近 5 年净利润增达到 39%

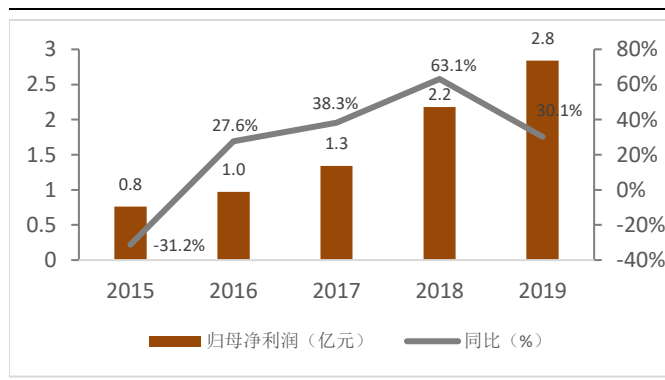
2015 年以来，公司净利润增速远超营收增速。2019 年公司营收达 18.9 亿元，同比增长 7%；归母净利润达 2.8 亿元，同比增长 30%。2015-2019 年营收、归母净利润年复合增长率分别达 15%、39%。

图 4：2015-2019 年公司营收复合增速为 15%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 5：2015-2019 年公司净利润复合增速达 39%

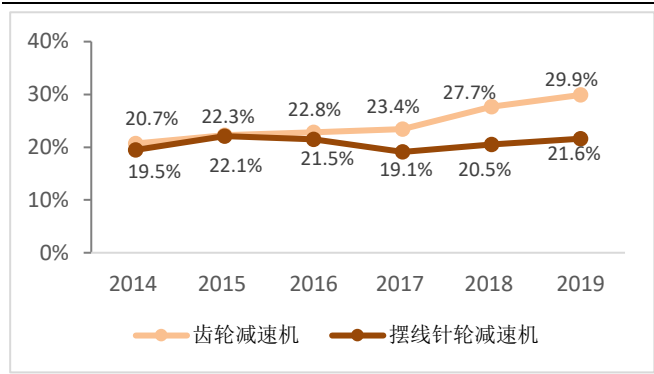


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

受益产品结构升级，公司盈利能力持续提升。2014 年以来，齿轮减速机是公司发展重点，毛利率稳步上升。根据公司招股说明书，齿轮减速机毛利率上升主要系原材料价格上涨和公司齿轮减速机产品供不应求，于 2017-2018 年间三次上调齿轮减速机产品的销售价格。

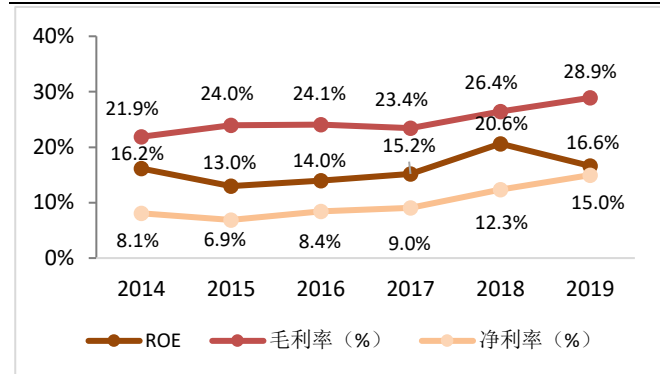
公司整体毛利率、净利率和 ROE 均有较大提升。2019 年，毛利率达 29%，净利率 15%，ROE 17%。

图 6：公司齿轮减速机毛利率不断提升



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 7：2014-2019 年公司整体盈利能力持续提升

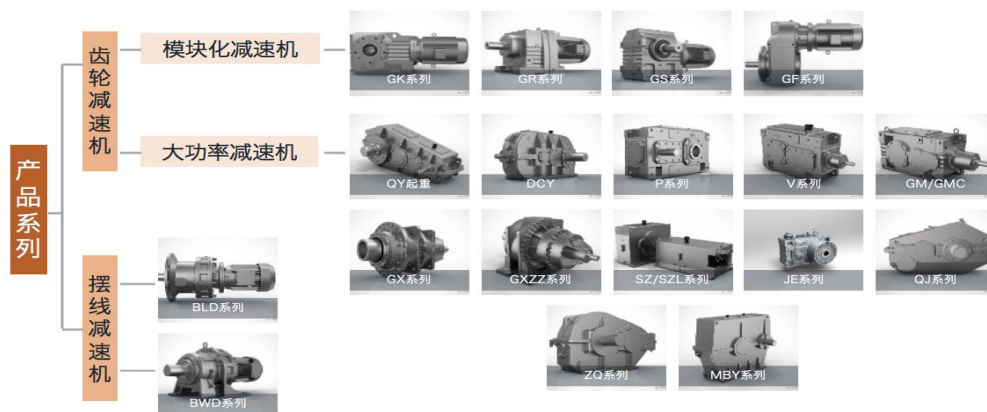


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3. 产品结构优化升级，齿轮减速机是未来增长亮点

根据结构和工作原理不同，国茂股份的减速机产品主要分为齿轮减速机和摆线针轮减速机，其中，齿轮减速机又可细分为模块化减速机和功率减速机两类。

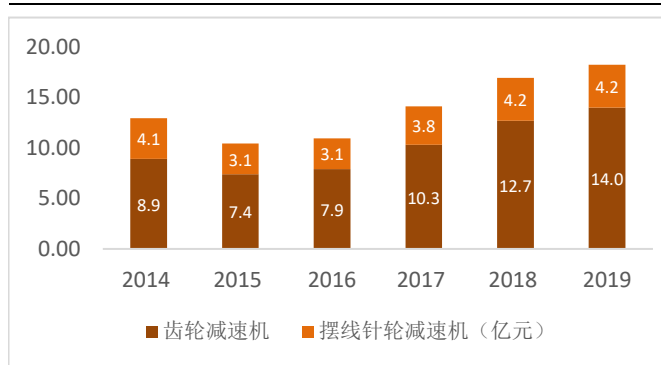
图 8：主要产品为齿轮减速机和摆线针轮减速机，齿轮减速机是未来发展重点



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

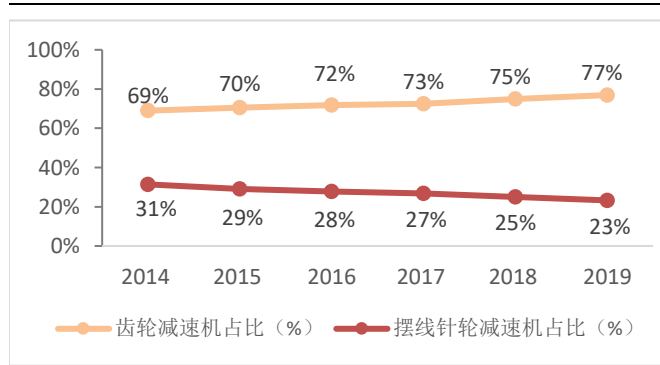
齿轮减速机是公司的发展重点，营收占比不断提升。根据公司 2019 年年报，齿轮减速机的营收是摆线针轮减速机的 3 倍以上，营收占比由 2014 年的 69% 提升至 2019 年的 77%。

图 9：2014-2019 年齿轮减速机营收占比不断提升



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 10：2019 年齿轮减速机营收占比达 77%

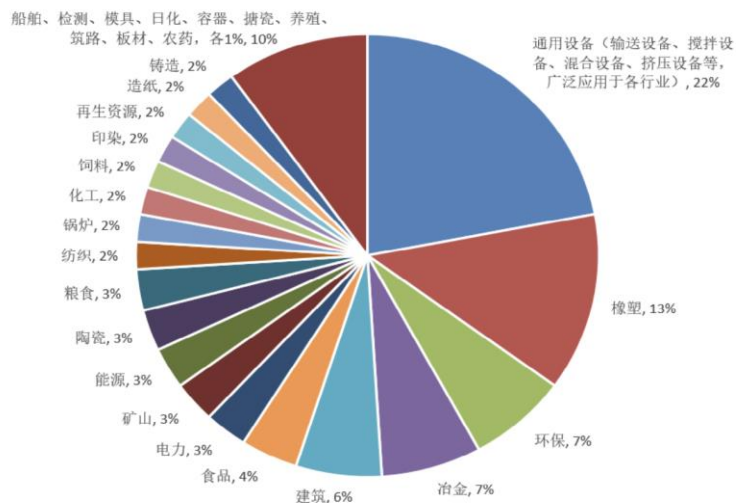


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

国茂股份是通用减速机领域产品线最齐全的公司之一。目前，公司拥有 3 万多种零部件类别，已生产的产品型号达 15 万种以上，能够满足来自环保、建筑、电力、化工等十几个不同行业的下游客户需求。

公司积极参加减速机行业及下游应用行业展会和论坛，现场对接客户，不断开拓市场。2019 年，公司重点调研和开发了环保机械、冶金机械、港口起重机械等应用行业。

图 11：2018 年国茂股份前 100 名直销客户行业分布



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

表 2：2019 年重点调研、开发了环保、冶金、港口起重等行业

行业名称	主要进展
环保行业	1. 2020 年 5 月，与浙能锦江环境控股（2016 年在新加坡上市）签署战略合作协议； 2. 全国工商联环境商会副会长单位，2019 年环保行业下游客户约 597 家，全年销售额达 0.65 亿元
冶金行业	新开发客户：浙江天马轴承、陕西紫兆装备 持续合作客户：山东钢铁、中天钢铁、太原重工、上海马钢机电科技、中冶南方等
港口起重行业	与中国重型机械工业协会联合主办“港口起重机械交流会”促进与下游客户高效沟通合作

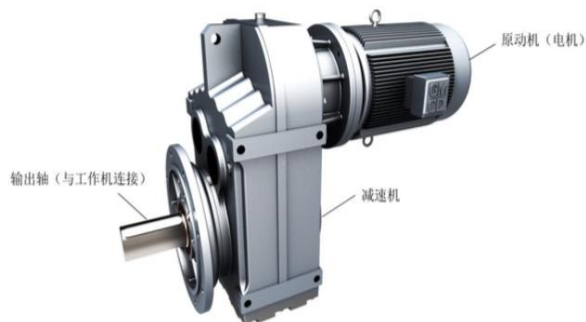
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2. 减速机：中国市场约 1300 亿元，年均增长约 10%

2.1. 减速机：齿轮减速机和摆线针轮减速机市场占比超 60%

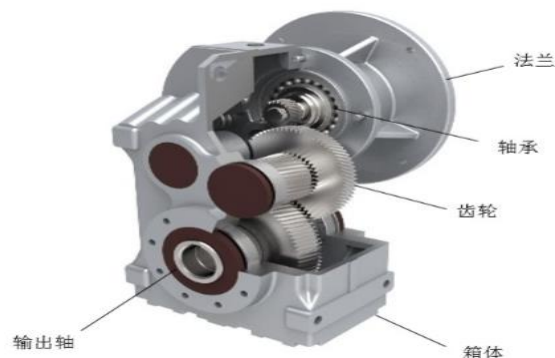
减速机是一种传动装置，一般用于低转速大扭矩的传动设备，将电动机、内燃机或其他高速运转的动力通过减速机输入轴上齿数少的齿轮啮合输出轴上的大齿轮，在原动机和工作机之间起到降低转速和增加扭矩的作用。

图 12：减速机与原动机、工作机的关系



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 13：减速机的零部件构成



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

减速机行业可分为通用减速机行业和专用减速机行业两类，二者产品差异大，企业之间相互竞争较少。国茂股份所处的行业为通用减速机行业，行业内其他代表性企业有德国 SEW、意大利邦飞利（Bonfiglioli）、西门子 Flender、宁波东力、江苏泰隆等。

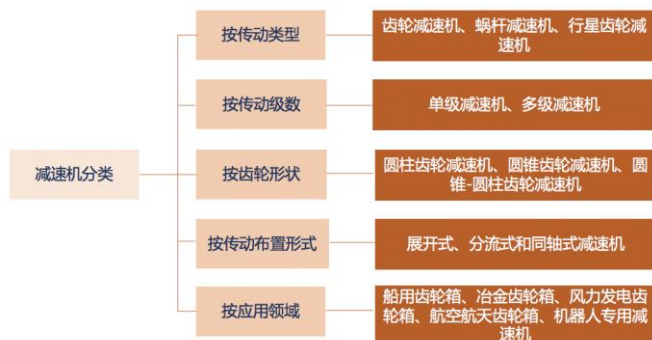
根据不同的分类依据，减速机可分为不同的产品类型。

表 3：减速机分为通用减速机和专用减速机

行业	分类分类	特点	代表企业
减速机	通用减速机行业	规格以中小型为主，模块化、系列化，可广泛应用于各大行业	SEW、西门子、国茂、宁波东力、江苏泰隆等
	专用减速机行业	以大型、特大型为主，多为非标、行业专用产品	中国高速传动、杭齿前进、重齿等

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 14：减速机可按五种不同分类依据分类

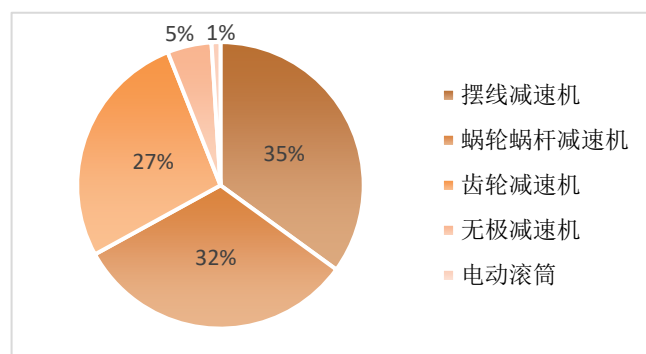


资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

按控制精度划分，减速机可分为一般传动减速机和精密减速机，一般传动减速机控制精度低，可满足绝大部分机械设备的基本动力传动需求。精密减速机回程间隙小、精度较高，一般分为 RV 减速机和谐波减速机，应用于机器人、数控机床等领域。国茂股份的减速机产品为齿轮减速机和摆线针轮减速机，属于一般传动减速机，下游应用范围十分广泛。

从市场占比看，摆线减速机的产量占比最高，达 35%，其次为蜗轮蜗杆减速机，占 32%，齿轮减速机的产量位列第三，占 27%。

图 15：齿轮减速机和摆线针轮减速机占我国市场总量的 62%

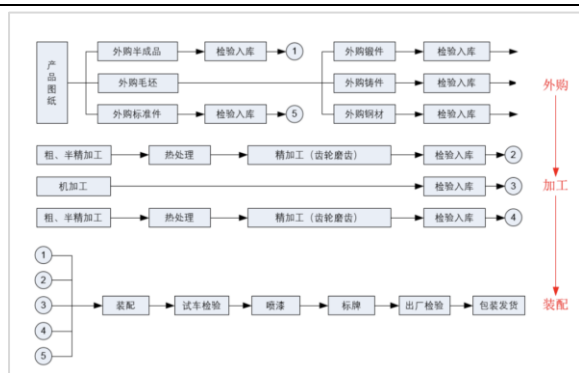


资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

减速机的主要原材料为铸件、锻件、轴承、电机等，工艺流程相对简单。这些原材料由钢材、生铁等大宗原材料加工而成，大宗原材料价格的波动会影响减速机行业的采购成本。

减速机下游行业分布广泛，单个行业的需求波动不会对减速机行业的整体需求产生重大影响。减速机行业与宏观经济的景气程度相关程度较大。

图 16：国茂股份齿轮减速机的工艺流程



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 17：减速机行业下游分布范围十分广泛



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

2.2. 全球减速机市场：目前仍由欧美日企业主导

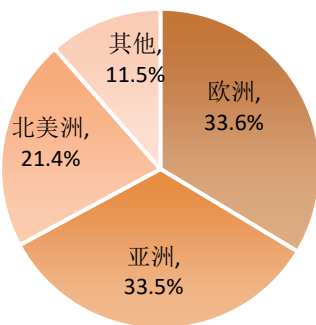
在全球减速机市场中，欧洲德国、意大利和亚洲的日本等传统制造强国的产品占据主导地位，在材料、设计、质量控制、精度、功率密度、可靠性和使用寿命等方面均占优势，并且，绝大多数企业均在发展中国家和欠发达地区有生产基地。

全球减速机市场参与者众多，竞争激烈。全球前十大制造商在国际市场的市场份额约为 20%，德国 SEW 和西门子 Flender 为行业两大巨头，其他国际知名的减速机企业有德国伦茨、意大利布雷维尼、意大利邦飞利、日本住友、德国诺德等。

当前，我国减速机企业海外份额占比较低，随着产品竞争力不断增强，未来具有广阔的海外发展空间。

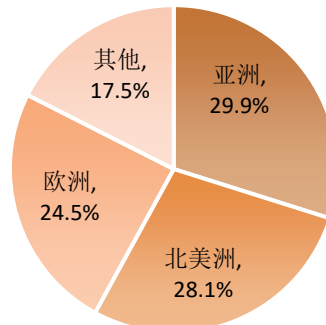
根据 QYResearch 2015 年发布的减速机行业产销份额数据显示，在全球范围内，减速机的主要生产地为欧洲和亚洲，分别占总产量的 33.6% 和 33.5%。减速机的最大销售地区为亚洲，达 29.9%，略高于北美洲（28.1%）和欧洲（24.5%），在发展中国家的销量增速显著。

图 18: 2015 年亚洲地区减速机产量占全球总量的 34%



资料来源: QYResearch, 浙商证券研究所

图 19: 2015 年亚洲地区减速机销量全球第一



资料来源: QYResearch, 浙商证券研究所

2.3. 我国减速机市场近 1300 亿元，增速约 10%；通用减速机约 500 亿元

减速机下游行业应用广泛分布于国民经济的各个领域，与国内经济走势密切相关。2017-2019 年 GDP 增速分别为 6.9%、6.6%和 6.1%。

2016-2018 年国内制造业投资同比增幅分别为 4.2%、4.8%和 9.5%，增速逐年提升，制造业总体呈现稳中向好的发展趋势。

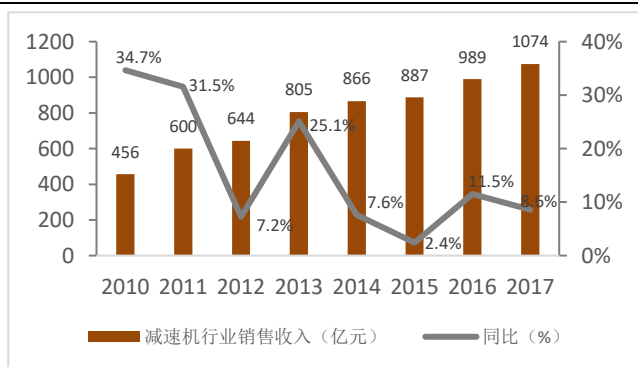
我国通用设备制造行业发展情况总体良好，营收和利润总额增长高于同期规模以上工业企业。2019 年全国规模以上工业企业实现营收 105.8 万亿，同比增长 3.8%，总利润 6.2 万亿，同比下降 3.3%。通用设备制造业营业收入同比增长 3.9%，利润总额同比增长 3.7%，通用设备制造业的发展后劲十足。

当前，我国减速机行业处于稳健发展阶段。根据前瞻产业研究院数据，2010-2013 年间，是我国减速机行业的高速增长期。自 2014 年开始，我国减速机行业进入稳步增长阶段。2010-2017 年，减速机行业销售收入复合增速为 13%。自 2014 年开始，行业销售收入进入稳定增长阶段。2014-2017 年行业年销售收入同比增长分别为 7.6%、2.4%、11.5%、8.6%。2017 年，销售收入达 1074.2 亿元。

如果假设 2018、2019 年行业保持 10%左右的增长，则 2019 年中国减速机行业总市场规模约 1300 亿元。根据行业经验，我们测算通用减速机约占 40%左右，我们测算国茂股份所属的通用减速机 2019 年细分市场规模约为 500 亿元。

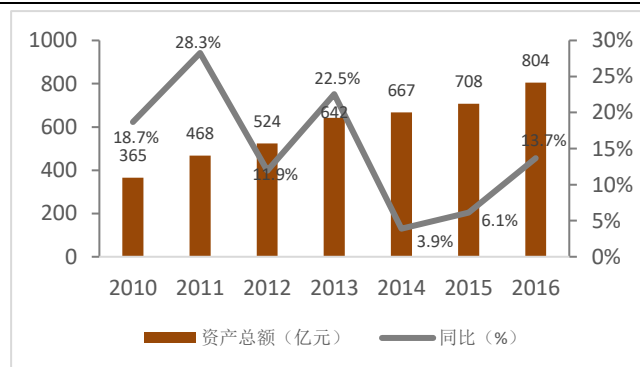
2010-2016 年，减速机行业资产总额复合增速为 14%。2014-2016 年，我国减速机行业资产总额稳步增长，年均复合增速为 9.8%，2016 年资产总额达 804 亿元。

图 20: 2009-2017 年中国减速机行业销售收入复合增速为 13%



资料来源: 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

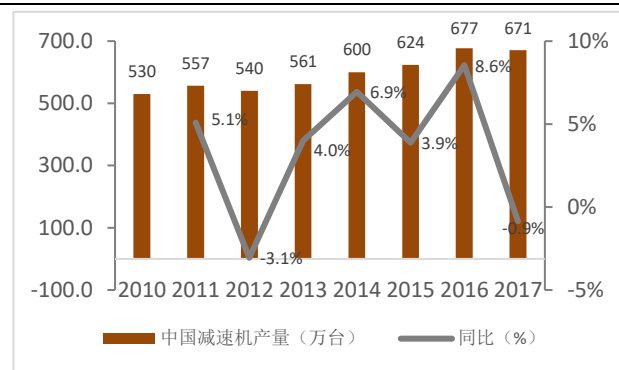
图 21: 2010-2016 年中国减速机行业资产总额复合增速为 14%



资料来源: 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

2010-2017 年，我国减速机产量平稳增长，年均复合增速为 3.4%。2016 年，我国减速机产量 677 万台，同比增长 8.6%。2017 年略有回落，产量为 671 万台。

图 22：2010-2017 年中国减速机产量复合增速为 3.4%



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

2.4. 新兴行业崛起带来新产品需求，通用减速机应用前景广阔

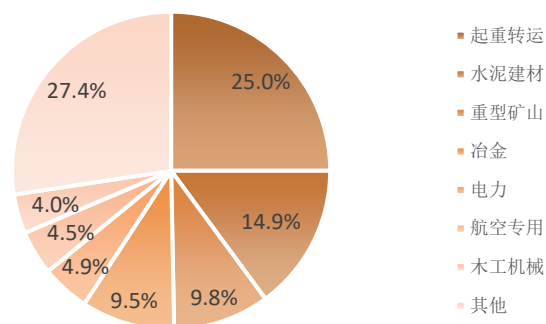
减速机是工业动力传动不可或缺的重要基础部件之一，广泛应用于国民经济各领域，包括环保、建筑、电力、化工等十多个行业。其中，起重转运行业占比约为 25%，水泥建材行业占比约为 14.9%，重型矿山行业占比约为 9.8%。

图 23：减速机产品广泛应用于下游各大行业



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 24：起重转运领域减速机在下游行业应用占比最大



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

工业自动化趋势和新兴行业的崛起带来新的产品需求

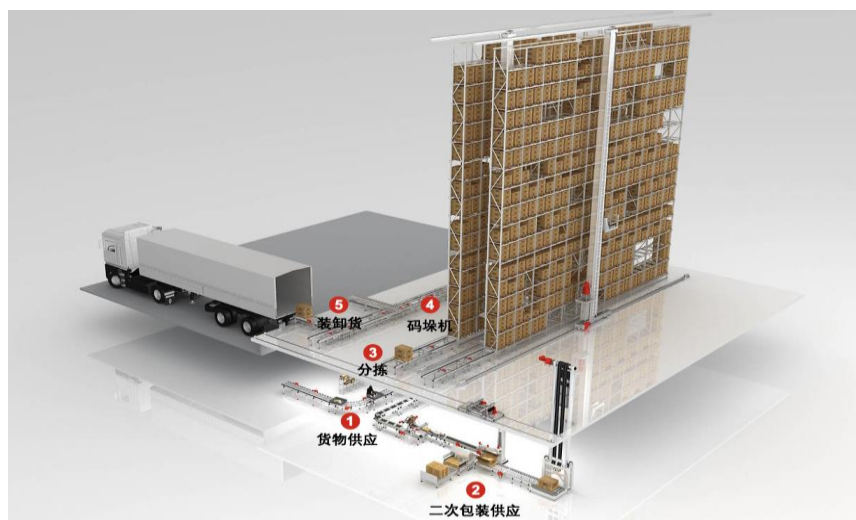
物流行业：减速机是工业动力传动中的重要基础部件之一，物流行业自动化水平的提高将新增大量需求。

我国人口红利逐渐消失，劳动力成本不断上升，机械自动化替代人工是必然趋势。企业为降低成本、提高生产效率，不断引入自动生产线（自动输送机）、自动化立体仓库等设备。

2014 年，我国自动输送机市场空间约 116 亿元，同比增长 35%。根据中国物流技术协会信息中心统计，2016 年，我国自动化立体仓库市场空间约 149 亿，同比增长 23%。近十年来，自动化物流仓储系统市场规模保持约 20% 的增长速度。

工业自动化给减速机行业的发展带来新的动力。以自动化立体仓库为例，其主体由巷道式堆垛起重机、输送机系统、自动分拣系统等组成，这些机械的工作过程均需要减速机。

图 25：减速机在自动化立体仓库的应用示例



资料来源：SEW 官网，浙商证券研究所

环保行业：环保行业的高速发展为减速机产品提供了巨大的市场空间。

环保行业在政策的持续加码扶植下将保持高景气度。近年来，我国对环保行业高度重视，国务院发布了大气污染、水污染、土壤污染等系列相关政策积极推进环境保护和污染治理。

减速机在环保设备中应用十分广泛。环保行业的高速发展拉动环保设备需求的提升。环保设备包括污水处理设备、除尘设备、废弃物管理和循环利用设备、大气污染控制设备等。

根据国家统计局数据，2009-2017 年，环保、社会公共服务及其他专用设备制造行业的设备工器具购置金额年复合增长率达到 26.65%。2017 年，该行业设备工器具购置总金额达 1023.11 亿元。减速机产品在环保行业的市场空间十分广阔。

工程机械行业：减速机是各类工程机械设备的重要基础零部件之一，工程机械产品的市场需求受国家固定资产和基础设施建设投资规模影响较大。近年来，行业借助稳定向好的宏观经济和持续的固定资产投资，转型升级效果进一步显现，减速机的需求也将随工程机械行业景气度的提升而上升。

2017 年以来，受基建投资、国家加强环境保护政策力度、设备更新升级、人工替代、“一带一路”拉动出口增长等多重因素影响，工程机械行业市场高速增长。

根据中国机械工业联合会统计数据，在扣除不可比因素、重复数据和非工程机械产业营业收入后，2019 年全行业实现营收 6681 亿元，比 2018 年增长 21%。

2020 年上半年，工程机械行业增长超预期。根据中国工程机械工业协会统计数据，6 月单月各类挖掘机机械产品销量同比增长 63%，1-6 月共销售 17 万台，同比增长 24.2%。我们初步预计，全年挖掘机销量有望接近 30 万台，全年销量增速有望超 25%。

2.5. 竞争格局：进口替代提速，行业集中度将持续提升

国内通用减速机行业中小企业数量多、规模小，经营粗放，以中低端产品为主。SEW、Flender 等外资企业在 20 世纪 90 年代进入中国市场后，凭借技术优势和品牌效应，占据了高端产品的大部分市场份额，在行业中居于领先地位。

目前，在通用减速机行业，国茂股份的主要竞争企业包括 SEW、西门子 Flender、宁波东力、江苏泰隆等。

表 4：国内通用减速机行业主要企业

公司名称	简介	资产规模	生产及销售规模	技术及研发水平	上市时间
SEW	德国 SEW 集团成立于 1931 年，是专门生产各种系列减速机、电机和变频控制设备的跨国集团。SEW 传动设备（天津）有限公司于 1994 年 6 月在中国成立	SEW 天津公司注册资本为 5350 万美元	2019/2020 财年 264 亿元（33 亿欧元）	18000 多名员工，900 多位工程师、600 位研究人员，拥有遍布全球 50 个国家的 15 个生产基地和 77 家技术中心	未上市
西门子 Flender	Flender 是世界领先的专业动力传动设备制造商之一，成立于 1899 年。1996 年，弗兰德传动系统有限公司在中国成立，生产各种减速机、联轴器、齿轮马达和电机。2005 年，西门子收购 Flender。	注册资本为 75091.7 万元	未披露	弗兰德传动系统有限公司拥有占地面积 2.7 万平方米的装配中心，共设有 3 条总装线，先进的生产技术与现代化的设备有效地缩短了交货期，提高了产品质量	未上市
国茂股份 (603915. SH)	国茂股份创立于 1993 年，主要产品为齿轮减速机和摆线针轮减速机	注册资本为 4.63 亿元，拥有总资产 33.43 亿元	2019 年 18.96 亿元	2019 年研发投入占营收比例为 3.52%。截至 2019 年末，拥有专利 92 项，其中发明专利 6 项，2016 年 11 月 30 日，公司被认定为高新技术企业，多种产品被认定为高新技术产品	2019 年 6 月
宁波东力 (002164. SZ)	宁波东力创立于 1998 年，主营业务为齿轮箱、电机、电控门等生产销售和供应链管理服务	注册资本为 6.99 亿元，拥有总资产 17.24 亿元	2019 年传动业务营收为 8.62 亿元	2019 年制造业研发投入占制造业营收比例为 4.32%。截至 2019 年末，拥有专利 80 项，其中发明专利 9 项，建有浙江省博士后科研工作站和省级高新技术企业研发中心	2007 年 8 月
江苏泰隆	江苏泰隆股份有限公司成立于 1999 年，主要产品包括摆线针轮减速机、圆柱齿轮减速机、中硬齿轮硬齿面减速机	注册资本 5366 万元。集团现拥有总资产 9.19 亿元，固定资产 6.92 亿元	未披露	现为全国减速机标准化技术委员会秘书处单位。创建了省级工程技术中心。获得“江苏省高新技术产品”，“全国重点高新技术企业”荣誉	未上市

资料来源：各公司公告，各公司官网，招股说明书，浙商证券研究所

近年来，随着我国本土企业技术研发实力增强，减速机产品性能有了快速提升，与国际领先企业的差距逐步缩小，国产化替代趋势明显。

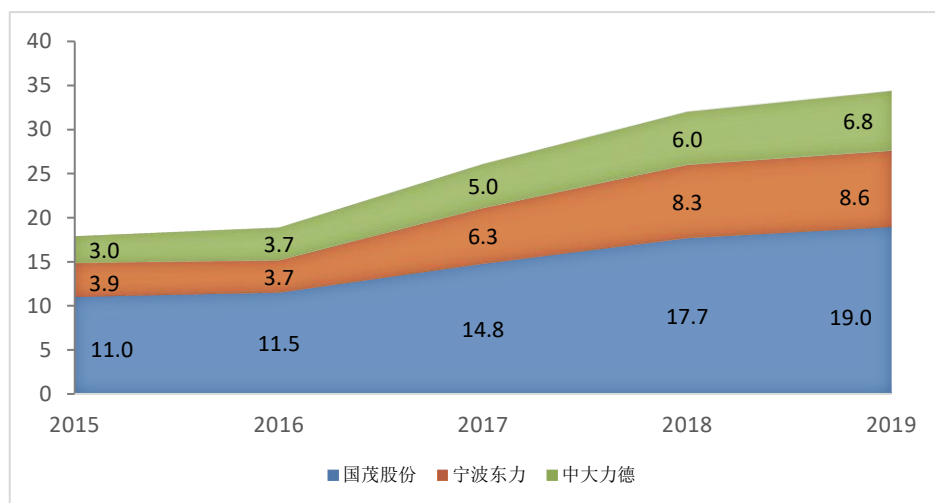
行业步入加速整合阶段，大型企业集中度不断提升

我国工业自动化进程加速，智能制造、工业自动化是目前工业转型发展的重要方向。随着传统工业技术改造、工厂自动化和企业信息化管理的加速推进，叠加国家对企业环保要求的提高，小企业因无法实现技术升级开始陆续退出市场，龙头企业优势凸显。

下游行业应用场景不断丰富、需求愈发多样化，客户对减速机产品的质量稳定性、精度、种类多样性以及全产品周期服务等要求越来越高，减速机企业在质量控制、产品开发、升级换代和服务水平等方面都面临新的挑战。

国茂、宁波东力和中大力德等大型企业市场占比逐步扩大，中小企业占比逐步萎缩，行业集中度进一步提升。国内通用减速机行业整体规模稳步增长，年均复合增速约为 10%。经历前期行业调整，2016-2019 年，国茂股份、宁波东力和中大力德等龙头企业的市场份额年均复合增速分别达到 15%、22%、23%，远高于行业规模增速。

图 26：通用减速机行业集中度不断提升



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3. 国茂股份：进口替代、产品升级、新领域拓展、外延发展

3.1. 募投项目产能逐步释放，未来公司市占率有望大幅提升

公司是通用减速机领域产品线最齐全的公司之一，主要产品为齿轮减速机和摆线针轮减速机。目前拥有 3 万多种零部件类别，已生产出的产品型号达 15 万种以上。齿轮减速机是公司未来的发展重点，目前在目标市场上供不应求。

表 5：齿轮减速机是公司未来的发展重点，也是在目标市场中最受欢迎的产品之一

产品类别		产品特点	应用领域
齿轮减速机	模块化减速机	1、所有零部件均按高度模块化技术设计 2、传递功率覆盖 0.12-200kW，广泛应用于中小功率工业传动领域 3、结构中包含减速机与电机的快速接口，便于电机的安装 4、传动比划分细，安装形式几乎不受限制，因此，应用范围非常广泛，是公司在目标市场中最受欢迎的产品之一	广泛应用于环保、建筑、电力、化工、食品、物流、塑料、橡胶、矿山、冶金、水利、饲料、纺织、印染等领域
	大功率减速机	1、传递功率较大，最高可达 5100kW，承载能力高 2、结构中不包含减速机与电机的快速接口，电机可以根据客户需求灵活配置 3、使用寿命长，易于拆装，传动效率高，运转平稳	广泛应用于冶金、矿山、化工、环保、水泥、建筑、电力、石油、船舶、水利、塑料、橡胶等领域
摆线针轮减速机		1、属于采用少齿差行星式传动原理及摆线针齿啮合的减速机，齿形为摆线形 2、结构紧凑体积小 3、单级传动比大 4、运转平稳噪声低，拆装方便，易维修	广泛应用于环保、建筑、电力、化工、食品、纺织、印染、饲料、环保、冶金、矿山、石油等领域

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

随着公司产品的更新换代和质量提升，现有产能已无法满足日益增长的市场需求，齿轮减速机多个产品系列订单超过产能，导致订单流失，不利于维持并提升公司的市场占有率。

公司年产 35 万台齿轮减速机募投项目正在建设中。该项目以信息化、智能化为内核，采用现代工业工程设计思路并融合智能制造理念。项目建成后将有力缓解模块化减速机产品产能不足的问题，成为公司新的业绩增长点。

此外，年产 160 万件齿轮项目的建成也将大大提高公司零配件自制的比例，提高产品的毛利率从而进一步提升市场竞争力。

表 6：首次公开发行募集资金主要用于扩大模块化减速机的产能

项目名称	项目投资总额 (亿元)	募集资金投资额 (亿元)	产品类型	数量
年产 35 万台减速机项目	6.5	4.5	模块化减速机	30 万台
			大功率减速机	5 万台
年产 160 万件齿轮项目	3	3	齿轮	160 万件
研发中心建设项目	0.5	0.5	研发中心建设	/
总计	10	8	/	/

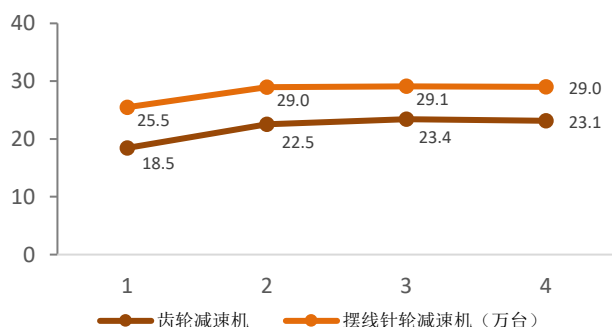
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

3.2. 产品结构升级，进口替代趋势加速

经过多年研发攻关，公司模块化减速机的生产工艺、产品质量有了较大提升，具备国产化替代实力。通过较高的模块化设计技术，可组成各种结构和传动比，满足不同下游客户的定制需求。

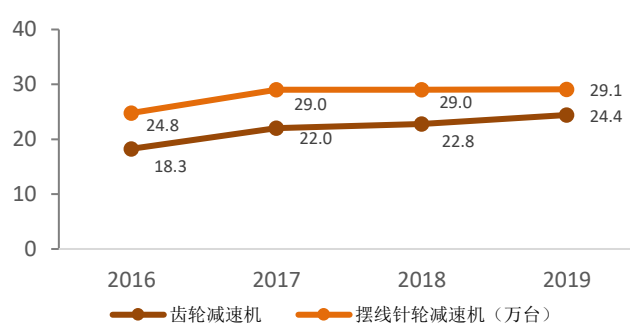
公司产品结构持续优化，齿轮减速机产销量增速均高于摆线针轮减速机，营收占比持续扩大。2016-2019 年，摆线针轮减速机产销量复合增速分别为 4.4%和 5.5%，齿轮减速机产销量复合增速分别为 7.8%和 10.2%。2019 年，齿轮减速机营收占比达 77%，比 2015 年增加了 7 个百分点。

图 27：2016-2019 年公司齿轮减速机产量复合增速 7.8%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 28：2016-2019 年公司齿轮减速机销量复合增速 10.2%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2019 年，公司成功完成高承载挤出机 JE 系列减速机的开发试制，并实现小批量生产和销售，性能可比肩国外同类产品。

公司是我国《模块化电动减速机通用技术要求》团体标准的主起草单位。该标准已获中国通用机械工业协会批准，于 2020 年 5 月 1 日起实施。该团体标准的制订，填补了国内模块化电动减速机设计、制造与验收通用技术规范标准的空白。

模块化设计帮助公司缩短产品研发与制造周期，增加产品系列，提高产品质量，快速应对市场变化，在下游客户分散的减速机行业尤为关键。模块化设计指的是将产品的某些要素组合在一起，构成一个具有特定功能的子系统，将这个子系统作为通用性的模块与其他产品模块进行多种组合，构成新的系统，产生多种不同功能或相同功能、不同性能的系列产品。

在性能差别不大的情况下，国茂的同类型产品价格几乎是外资品牌的一半，超高的性价比和稳定的质量受到越来越多客户的青睐。

3.3. 新领域：布局专用减速机+机电一体化

公司拥有的模块化设计、精益生产技术、有限元分析、锌基合金材料应用、锥面包络蜗轮蜗杆啮合副、锥面迷宫密封结构等一系列核心技术，不仅是公司当前主要产品的核心竞争力，而且为公司产品向专用化、高端化转型提供了有力的技术支撑。

2019 年，公司配套建筑行业的新产品塔机回转减速机试制成功并实现小批量生产和销售，是公司产品迈向专用减速机领域的关键一步，标志着进军工程机械行业取得初步成功。

表 7：2019 年公司成功研发出具进口替代能力和专用减速机的传动新产品

新产品名称	最新进展	意义
高承载挤出机 JE 系列减速机	开发试制完成并实现了小批量生产和销售	性能可比肩国外同类产品
配套建筑行业的塔机回转减速机	试制成功，解决了高速运转的噪声问题，已实现小批量生产和销售	标志着公司产品进军工程机械行业取得初步成功
平行双螺杆挤出机	投入使用并迎来客户第二次订单	/
冶金轧机减速机；大型行星减速机；薄板、厚板、辊压磨减速机	研制完成	弥补了公司重载齿轮业务的空白，为后续行业拓展提供富有竞争力的产品支持

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

持续深入推进机电一体化战略。公司将在进一步改良现有产品的基础上，开发产品工作数据远程智能监测系统、机/电/控/互联网等一体化智能远程控制系统，有助于产品实现智能化升级。

近年来，公司开始布局伺服电机、变频器等减速机配套电气自动化产品，朝着全球驱动行业巨头 SEW 和邦飞利的机电一体化方向迈进。

3.4. 探索外延式并购，积极寻找国内国际投资标的

根据公司 2019 年年报，公司积极寻找国内外标的，通过收购、参股等方式对同行业、上下游拥有相对优势的企业进行整合，快速获得市场、技术、品牌，提高企业综合竞争实力。

公司参股智马科技，进一步推动公司推动机电一体化战略的深入实施。2019 年，公司向江苏智马科技有限公司增资 2500 万元，持有其 20% 的股权，布局伺服电机领域。

智马科技在伺服电机领域拥有成熟的技术，产品线覆盖伺服驱动器、伺服电机、变频器和永磁同步电机。

3.5. 较宽的护城河：公司销售和管理的优势积累

公司经营规模在国内通用减速机企业中处于领先地位，经过二十多年的发展，在销售网络和企业管理方面积累了较大优势。

营销网络：直销+经销体系建设完善，立体化销售网络覆盖全国。

通用减速机行业下游客户分散，建立完善稳定的销售体系至关重要。通用减速机行业下游客户广泛分布于国民经济的十几个行业。2016 年度、2017 年度和 2018 年度，公司前十大客户的合计销售金额占比分别为 15.79%、16.18% 和 18.58%，客户集中度不高。

公司主要有经销和直销两种销售模式，分别占 58%和 42%。经销商分为 A 类经销商、B 类经销商和一般经销商三类，直销客户分为公司开大的终端客户和经销商推荐的终端客户。

表 8：公司经销商分为 A 类、B 类和一般经销商

经销商类别	含义	是否有专营限制
A 类经销商	每年年初与公司签订销售框架合同的经销商	有
B 类经销商	由 A 类经销商开发推荐的客户	无
一般经销商	公司营销中心直接开发管理的贸易型企业客户	无

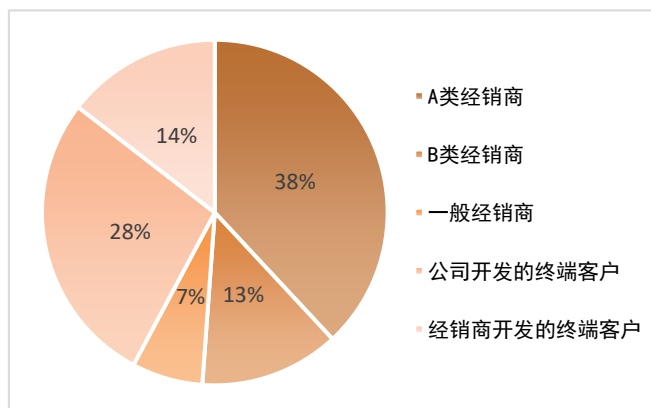
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

表 9：78 家经销商遍布全国 31 个省市

片区	省份	2018 年数量
华东	江苏、上海、浙江	25
华北	北京、河北、黑龙江、青海、天津、辽宁、内蒙古、宁夏、吉林、甘肃	14
中原	安徽、山东、山西、河南	14
中南	湖南、江西、广东、海南、福建、广西、贵州	18
西南	湖北、陕西、四川、新疆、云南、重庆、西藏	7

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

稳定、忠诚、分布广泛的 A 类经销商是公司经销网络的核心力量。A 类经销商与公司合作时间较长，能够认同公司产品和文化，具有较高品牌忠诚度。截至 2018 年底，公司在全国 31 个省和直辖市拥有 78 家 A 类经销商，贡献了 38%的销售额。

图 29：A 类经销商贡献 38%的销售额


资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

当前，公司海外业务收入占比不足 1%。未来，公司将加大海外市场的宣传和推广力度，提升东南亚地区等海外市场的份额，并逐步渗透美洲、中东地区市场，提升公司产品及品牌的国际知名度，提高国际市场收入占比。

企业管理：完善精益生产管理，注重提高管理效率。

公司在业务范围不断扩大的过程中，及时调整组织架构，提升管理效率。新成立了南京分公司及重载齿轮箱部，专门负责重载齿轮箱减速机的研发及生产。

公司大力推行以“精、严、细、实”为核心的精细化管理，按照“管理责任量化、管理制度刚性化、工作考核绩效化、员工行为规范化”的要求，全面细化工作目标、管理流程，推进各岗位标准化作业的具体执行。

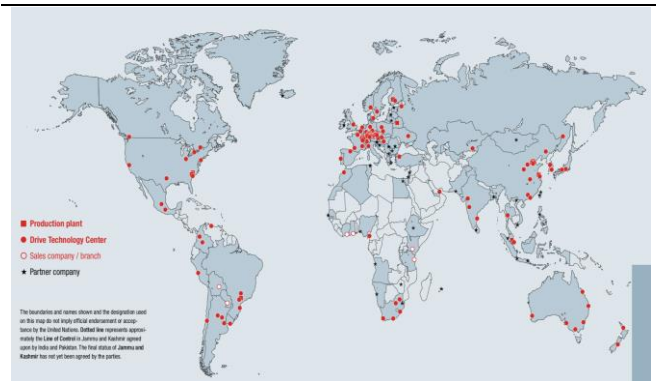
持续引进人才，并注重发挥人才的主观能动性。2019 年，公司引进各类专业管理人才 16 名。在人才管理上，通过加强员工培训、完善奖励机制等方式，增强员工提质增效的主观能动性，从而最大化提高企业经营运行效益。

4. 投资逻辑：对标德国 SEW、恒立液压，未来空间广阔

4.1. 全球减速机龙头：德国 SEW、意大利邦飞利

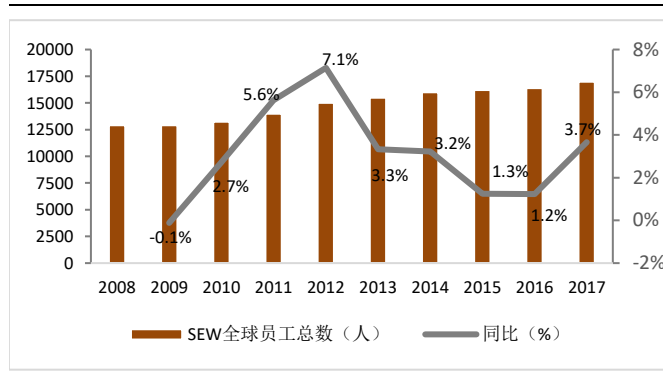
SEW 是全球驱动技术的标准制定者和驱动设备制造商，拥有近 90 年的发展历程，是德国装备制造领域知名的家族式跨国公司。SEW 在全球 5 个大洲拥有 17 个生产基地和 81 个驱动技术中心，全球员工总数超过 1.7 万人。

图 30：SEW 的生产基地和研发中心遍布全球 5 大洲



资料来源：SEW 官网，浙商证券研究所

图 31：2017 年，SEW 全球雇员数量超过 1.7 万人



资料来源：SEW 官网，浙商证券研究所

受益 2015 年机电一体化工业齿轮系统、2016 年 MOVI-C 自动化模块产品市场的开拓和 2017 年德国 Graben-Neudorf 工厂扩张计划启动，SEW 2017/18 财年、2018/19 财年业绩增速显著提升，同比增长 7.1% 和 6.7%。2019/20 财年，全球销售总额达 264 亿元。2008/09-2019/20 财年，销售总额复合增长率为 5.2%。

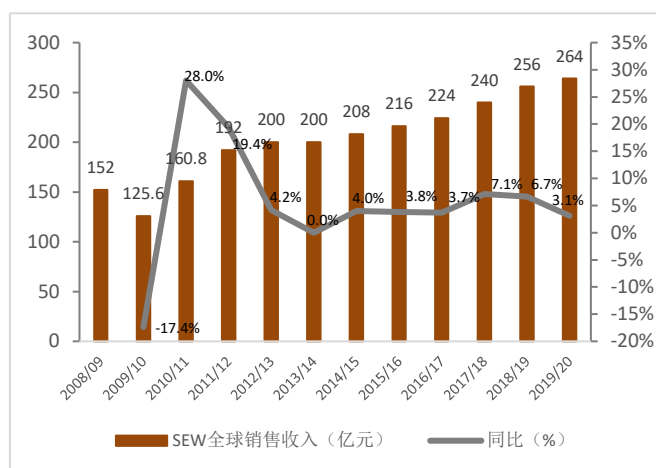
在我国通用减速机市场，SEW 的年销售总额约为 80 亿元，约占其全球业务总量的 30%。

SEW 拥有机电一体化全系列产品解决方案：涵盖减速电机、减速机、电机、分散式驱动/电机、工业减速机，以及提供变频器技术、伺服驱动技术、控制技术、工业通信、非接触式能量传输系统等一系列技术方案。

SEW 的模块化减速机系统，可形成数百万种组合选项，应用于下游各个场景。其减速机产品包含了所有传统型减速机和不同尺寸的产品组合，分为标准减速机、伺服减速机、不锈钢减速机防爆减速机四大类别。

SEW 强大的全球竞争力在于其不仅是驱动零部件的提供商，而且能为客户提供模块化驱动技术解决方案和覆盖全生命周期的服务。根据公司官网信息，SEW 可以根据客户需求提供预定义或自定义的、涵盖软硬件和过程优化的全套技术解决方案，并为用户提供覆盖全生命周期的服务。

图 32：2019/2020 财年，SEW 全球销售收入 264 亿元



资料来源：SEW 官网，浙商证券研究所

图 33：SEW 为客户提供覆盖全生命周期的服务



资料来源：SEW 官网，浙商证券研究所

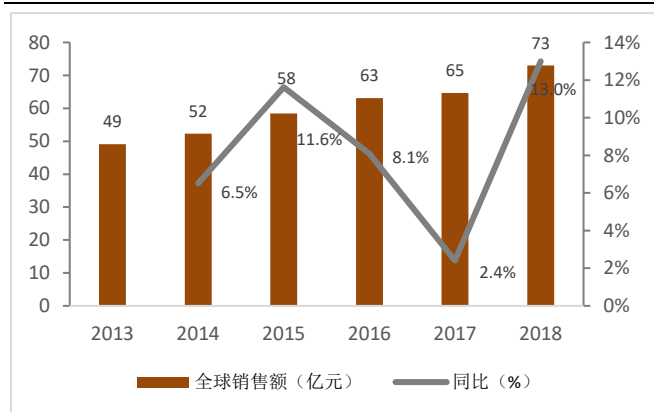
意大利邦飞利 (Bonfiglioli) 是全球减速机行业仅次于 SEW 的意大利家族企业，于 1956 年成立，主要业务为专用减速机产品，在工程机械、风能行业和工业自动化领域占据主导地位。其中，在全球风能行业，邦飞利的市场份额为 30% 左右。

邦飞利在全球 80 个国家建立了 14 家生产基地，拥有 4000 多名员工，22 个销售分支机构和 500 多家分销商，为其全球客户提供全面高效的解决方案。

全球销售额和 EBITA 持续增长，且利润指标增速大于销售额。2013-2018 年全球销售额年复合增速为 8.3%，EBITA 增速达 15.4%。2017 年以来，随着邦飞利在捷克、印度和意大利总部的生产基地扩建或新建投产，全球 2018 年销售额同比增长 13%，达 73 亿元；EBITA 同比增长 14.5%，达 8 亿元。

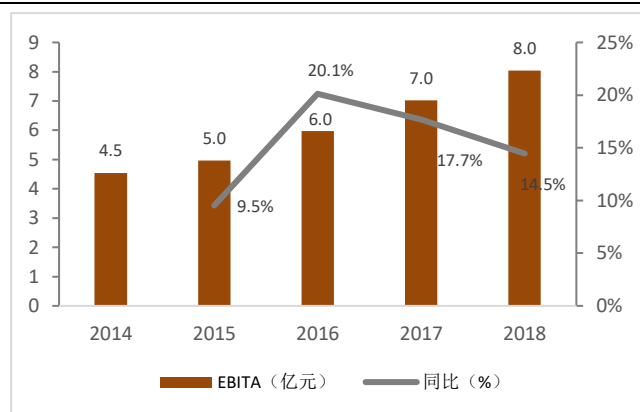
从地区分布上看，邦飞利在欧洲的业务仍然占一半以上，北美业务占比有所下降，从 2015 年的 21% 降至 2018 年的 18%。亚太地区业务占比提升显著，从 2015 年的 20% 提升至 2018 年的 28%。根据邦飞利 2018 年年报，公司在欧洲的市场份额和业务依旧稳固，未来的业务发展重点是中国、印度和美国。

图 34：2013-2018 年邦飞利全球销售额复合增速 8.3%



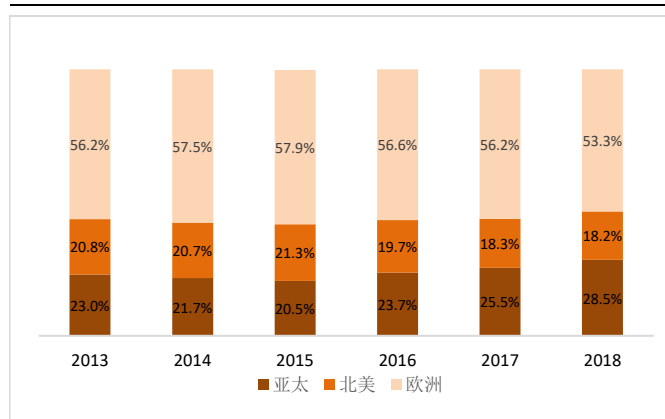
资料来源：邦飞利官网，浙商证券研究所

图 35：2013-2018 年邦飞利 EBITA 复合增速达 15.4%



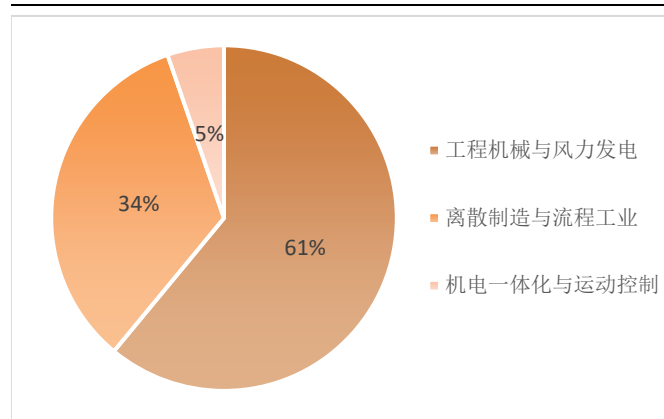
资料来源：邦飞利官网，浙商证券研究所

图 36：邦飞利在亚太地区的业务占比提升显著



资料来源：邦飞利官网，浙商证券研究所

图 37：工程机械与风力发电部门收入占比达 61%



资料来源：邦飞利官网，浙商证券研究所

邦飞利的工程机械及风力发电、离散制造和流程工业、机电一体化和运动控制三大部门，拥有减速机、电机、伺服电机、变频器、运动控制器和能量反馈单元等一整套产品体系。2018 年，工程机械与风力发电业务部门营收 44.6 亿元（5.57 亿欧元）占总营收的 61%，离散制造和流程工业、机电一体化和运动控制行业业务收入分别占 34%和 5%。

表 10：邦飞利的三大业务部门能提供传动领域的全套自动化解决方案

业务部门	主要产品	核心优势	应用行业
工程机械和风力发电	提供目前市场上最广泛的终端传动产品，产品组合包括可按需求任意定制的轮式、履带、回转、卷扬和切削传动等产品	1. 风能和建筑行业的全球领导者 2. 从巴西到中国，拥有遍布全球的工厂和研发中心	建筑、风能、物流农业、海上及陆上自动化装备
离散制造和流程工业	减速机、减速机电机和电机产品	1. 年产量超过 150 万件产品 2. 覆盖全球的分支机构和经销商	包装、食品饮料、采矿、物流和仓储
机电一体化和运动控制	工业流程和自动化领域的高精度行星减速机、伺服电机、开闭环变频器、伺服变频器、运动控制器和能量反馈单元等产品组成的集成系统	1. 意大利罗韦雷托的研发中心专门研发物联网兼容系统、创新型电动马达和高精度减速电机 2. 德国克雷菲尔德的研发中心专门研发先进的电力电子驱动，如变频器和伺服驱动	材料加工、物流、仓储、机器人、包装和纺织

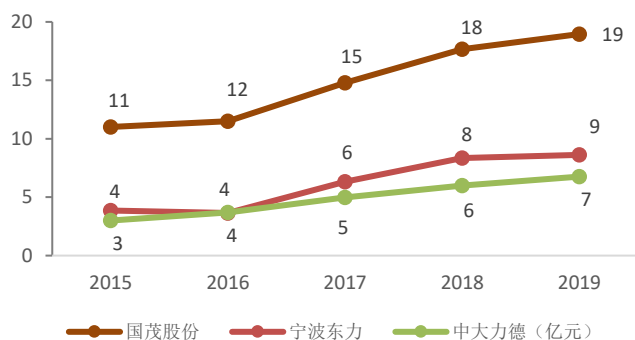
资料来源：邦飞利官网，浙商证券研究所

4.2. 减速机上市公司：宁波东力、中大力德

国茂、宁波东力和中大力德均属于通用减速机行业，近 5 年三家企业的营收均增长较快，在 2017-2018 年达到较高水平，2015-2019 年复合增速分别达到 15%、22%和 23%，行业发展趋势整体向好。国茂相比宁波东力和中大力德，产品应用领域更广泛，销售规模大，规模效应更加显著。

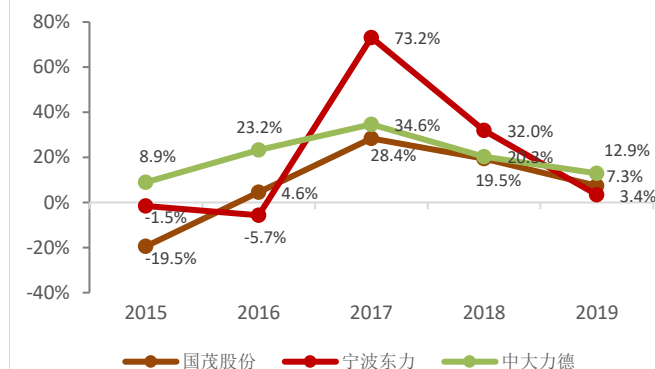
对比毛利率水平，中大力德的主要产品为精密减速器，技术壁垒和生产工艺门槛较高，产品附加值高，因此具有较高的毛利率水平，与国茂存在一定差异。国茂与宁波东力产品特性较为接近，应用领域和目标客户重合度高，替代性强。国茂齿轮减速机毛利率高于宁波东力，接近中大力德高附加值产品，具有显著的竞争优势。

图 38：2015-2019 年国茂、宁波东力、中大力德营收持续增长



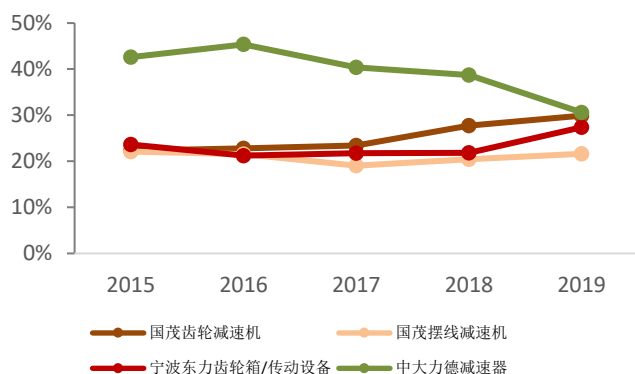
资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

图 39：近 5 年，三者营收增速均在 2017-2018 达到较高水平



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

图 40：国茂齿轮减速机毛利率与中大力德高附加值产品接近



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

4.3. 核心零部件类似公司：恒立液压、汇川技术、纽威股份和应流股份

对比核心零部件龙头企业的国产化替代增长逻辑，国茂股份有望复制其成长路径

国茂股份是通用减速机行业的领先企业，与恒立液压、汇川技术、纽威股份和应流股份等核心零部件龙头企业的发展历程相似。民营起步，随着我国宏观经济的不断发展，经历了二十余年的市场考验，成功上市。

表 11：核心零部件龙头企业：恒立液压、汇川技术、纽威股份、应流股份

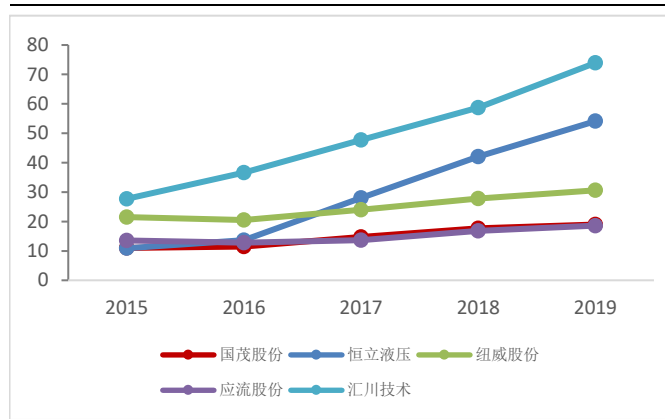
公司名称	主营业务	成立时间	上市时间	当前市值
恒立液压	国内液压传动及系统继承制造商龙头，主要生产液压油缸及液压泵阀	2005 年 6 月	2011 年 10 月	780 亿元
汇川技术	机电液综合产品和解决方案供应商，其工业自动化控制产品在智能装备、工业机器人、新能源汽车、轨道交通工业互联网等领域广泛应用	2003 年 4 月	2010 年 9 月	861 亿元
纽威股份	国内工业阀门龙头企业，主要生产闸阀、截止阀、止回阀、蝶阀、球阀、调节阀、核电阀、水下阀和安全阀等产品	2002 年 11 月	2014 年 1 月	127 亿元
应流股份	国内高端铸件龙头企业，主要生产专用设备核心铸造零部件	2006 年 4 月	2014 年 1 月	110 亿元

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所整理

同属于机械核心零部件制造行业，行业呈较明显的周期性，经过低谷时期低端产能出清、产业升级后进入上升时期，国茂业绩增速超过纽威股份，应流股份。

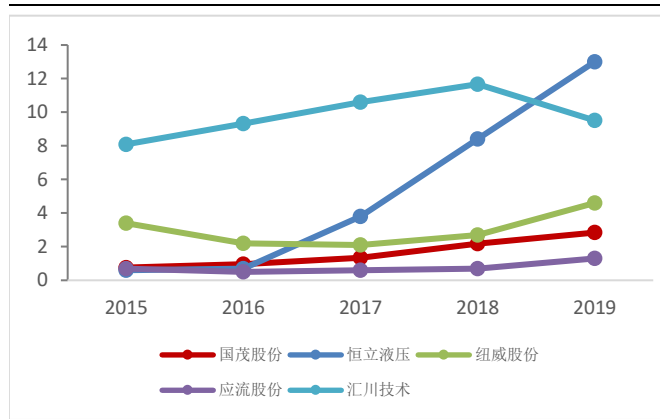
2016-2019 年，营收和归母净利润走过 2016 年拐点后，恒立液压，汇川技术，国茂股份，纽威股份，应流股份的营收复合增速分别为 49%、28%、15%、9%和 8%，归母净利润复合增速为 116%、4%、39%、8%和 17%，低于恒立液压，高于汇川技术、纽威股份、应流股份。

图 41：国茂营收复合增速高于纽威股份、应流股份（亿元）



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

图 42：国茂归母净利复合增速高于汇川、纽威、应流（亿元）



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

5. 盈利预测及估值

5.1. 盈利预测：预计 2020-2022 年收入、净利润大幅增长

根据公司招股说明书，公司 35 万台齿轮减速机项目建设期为 2 年，建设期结束后第 1 年生产负荷达到 50%，第 2 年达到 80%，第 3 年完全达产。我们判断公司齿轮减速机募投项目预计将于 2021 年完成建设并达到 50% 的生产负荷，2022 年生产负荷达到 80%。据此我们预计 2020-2022 年齿轮减速机的销量分别为 27/40/51 万台；摆线针轮减速机的销量基本平稳，接近 30 万台；减速机销量合计分别为 56/70/81 万台。

表 12：公司核心产品销量预测（单位：万台）

销量（万台）	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
减速机合计	43.04	51.01	51.79	53.43	56.36	69.67	81.02
齿轮减速机	18.26	22.00	22.76	24.42	26.86	40.17	51.02
其中：模块化齿轮减速机	13.60	16.47	16.81	18.04	19.84	31.54	40.84
其中：大功率齿轮减速机	4.66	5.53	5.94	6.37	7.01	8.62	10.17
摆线针轮减速机	24.78	29.01	29.03	29.01	29.50	29.50	30.00

资料来源：浙商证券研究所

价格方面，我们预计 2020-2022 年减速机总体价格分别为 3549/3838/4041 元，维持增长趋势，主要原因是售价更高的齿轮减速机销售占比将持续提升。齿轮减速机售价略有下降，系单价较高的大功率齿轮减速机销售占比降低所致。另外，我们假设随经济环境趋暖，未来原材料价格将有所上涨，且公司产品需求良好，因此模块化、大功率齿轮减速机以及摆线针轮减速机售价均将维持每年小幅度的上涨。

表 13：公司核心产品价格预测（单位：元）

价格（元）	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
减速机	2547	2781	3275	3414	3549	3838	4041
齿轮减速机	4333	4717	5588	5736	5832	5570	5535
其中：模块化齿轮减速机	3050	3316	3733	3832	3900	3950	4000
其中：大功率齿轮减速机	8080	8891	10836	11123	11300	11500	11700
摆线针轮减速机	1231	1314	1461	1458	1470	1480	1500

资料来源：浙商证券研究所

公司齿轮减速机产品需求很好，尽管受年初疫情和产能影响，初步判断 2020 年全年齿轮减速机销量增速保持稳定，销售额预计有望超过 2019 年。随着齿轮的自制率提高，齿轮减速机的毛利率将保持稳中有升。

摆线针轮减速机产品制造工艺稳定，近 5 年毛利率变化不大，随着公司精益管理水平的不断提高，毛利率将微升。

摆线针轮减速机是公司主要产品之一，营收将持续上升，但受公司产品结构不断升级影响，摆线针轮减速机营收占比会逐步下降。我们预计 2020 年，摆线针轮减速机的销售额与 2019 年基本持平，达到 4.3 亿元。

表 14：公司细分业务盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
齿轮减速机					
销售收入（百万元）	1271.70	1401.35	1566.31	2237.69	2824.06
增长率（%）		10.2%	11.8%	42.9%	26.2%
毛利率（%）	27.7%	29.9%	30.0%	31.0%	32.0%
摆线针轮减速机					
销售收入（百万元）	424.12	423.02	433.65	436.60	450.00
增长率（%）		-0.3%	2.5%	0.7%	3.1%
毛利率（%）	20.5%	21.6%	21.5%	21.7%	22.0%
配件					
销售收入（百万元）	44.37	50.89	55.92	74.77	91.54
增长率（%）		14.7%	9.6%	33.7%	22.4%
毛利率（%）	28.2%	41.7%	38.0%	38.0%	38.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	19.11	20.47	25.00	30.00	30.00
增长率（%）		7.1%	22.1%	20.0%	0.0%
毛利率（%）	50.8%	76.6%	75.0%	70.0%	70.0%
销售总收入（百万元）	1759.30	1895.73	2080.88	2779.06	3395.60
销售总成本（百万元）		1364.93	1477.75	1941.22	2337.12
毛利（百万元）	455.66	530.80	603.13	837.84	1058.48
平均毛利率	25.9%	28.0%	29.0%	30.1%	31.2%

资料来源：浙商证券研究所

5.2. 估值比较：参考恒立液压、汇川技术等，公司估值具提升空间

国茂股份可以参考恒立液压、汇川技术、纽威股份和应流股份等核心零部件龙头企业估值水平，公司估值具有提升空间。

预计公司 2020-2022 年净利润分别为 3.1/4.2/5.4 亿元，同比增长 8%/37%/27%，对应 PE 35/25/20 倍。公司成长空间大，成长周期长。我们给予公司 2021 年 30 倍 PE 估值，6-12 月合理估值 126 亿元。我们首次覆盖，给予“买入”评级。

表 15：参考核心零部件龙头估值水平，国茂股份估值具有提升空间

公司	市值（亿元）	19EPS	20EPS (E)	21EPS (E)	22EPS (E)	19PE	20PE	21PE	22PE	PB	ROE
恒立液压	821	1.47	1.26	1.50	1.71	43	50	42	37	15.2	25.6%
汇川技术	910	0.58	0.84	1.05	1.30	91	63	50	41	10.7	12.8%
纽威股份	128	0.61	0.81	1.03	1.27	28	21	17	13	5.2	17.0%
应流股份	129	0.30	0.38	0.54	0.73	88	70	49	36	3.6	4.0%
平均						63	51	39	32	8.4	14.9%
国茂股份	106	0.61	0.66	0.91	1.16	37	35	25	20	4.8	16.6%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

6. 风险提示

进口替代进程低于预期、外延发展低于预期、新冠疫情影响超预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2548	2722	3161	3649
现金	759	702	988	1428
交易性金融资产	800	1000	800	600
应收账款	200	198	387	471
其它应收款	0.9	0.8	1.0	1.3
预付账款	5	9	8	11
存货	370	399	563	724
其他	413	413	413	413
非流动资产	795	916	1162	1400
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	25	25	25	25
固定资产	423	536	749	955
无形资产	129	123	118	113
在建工程	171	177	222	257
其他	47	54	49	50
资产总计	3343	3638	4323	5049
流动负债	1070	1153	1533	1886
短期借款	0	0	0	0
应付款项	859	902	1219	1508
预收账款	148	183	232	282
其他	64	68	83	96
非流动负债	23	23	23	23
长期借款	0	0	0	0
其他	23	23	23	23
负债合计	1093	1175	1556	1909
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	2250	2463	2767	3140
负债和股东权益	3343	3638	4323	5049
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	300	364	480	678
净利润	284	306	420	535
折旧摊销	57	36	48	64
财务费用	-8	-10	-12	-18
投资损失	-11	-12	-9	-7
营运资金变动	-34	62	167	237
其它	13	-18	-134	-134
投资活动现金流	-1096	-339	-91	-93
资本支出	-74	-150	-300	-300
长期投资	-23	0	0	0
其他	-998	-189	209	207
筹资活动现金流	803	-82	-104	-145
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	803	-82	-104	-145
现金净增加额	7	-57	286	440

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1896	2081	2779	3395
营业成本	1348	1478	1941	2337
营业税金及附加	16	17	23	28
营业费用	109	114	151	185
管理费用	45	62	92	115
研发费用	67	71	97	122
财务费用	-8	-10	-12	-18
资产减值损失	14	18	25	29
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	11	12	9	7
其他经营收益	3	4	5	6
营业利润	318	346	476	609
营业外收支	9	7	8	8
利润总额	327	353	484	618
所得税	44	47	64	82
净利润	284	306	420	535
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	284	306	420	535
EBITDA	373	378	520	663
EPS（最新摊薄）	0.61	0.66	0.91	1.16
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	7.31%	9.75%	33.55%	22.19%
营业利润	31.50%	8.71%	37.50%	28.14%
归属母公司净利润	30.13%	7.71%	37.41%	27.48%
获利能力				
毛利率	28.90%	28.98%	30.15%	31.17%
净利率	14.97%	14.69%	15.11%	15.77%
ROE	16.61%	12.97%	16.06%	18.13%
ROIC	12.17%	12.02%	14.78%	16.55%
偿债能力				
资产负债率	32.69%	32.31%	35.99%	37.80%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.38	2.36	2.06	1.93
速动比率	2.03	2.02	1.69	1.55
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.60	0.70	0.72
应收帐款周转率	9.68	10.08	8.81	7.33
应付帐款周转率	5.30	5.28	6.15	5.69
每股指标(元)				
每股收益	0.61	0.66	0.91	1.16
每股经营现金	0.65	0.78	1.04	1.46
每股净资产	4.86	5.32	5.97	6.78
估值比率				
P/E	37.34	34.67	25.23	19.79
P/B	4.71	4.30	3.83	3.37
EV/EBITDA	14.17	23.52	16.96	12.92

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn