

通用减速机龙头，成长空间广阔

——国茂股份公司首次覆盖报告

报告要点：

● 深耕通用减速机领域三十载，公司业绩稳健增长

国茂股份在通用减速机领域深耕近30年，建立了深厚的技术储备及完善的销售体系，产品品类齐全，市占率业内领先。通用减速机下游应用领域广泛，单个行业的需求变化对整体需求影响不大，体现了公司能够穿越周期稳健发展的成长属性。近年来公司业绩保持稳健增长，2016-2020年营收CAGR为17.36%，归母净利润CAGR为38.83%，盈利能力维持高增长。

● 减速机市场超千亿，进口替代正当时

2022年我国减速机市场空间将超1300亿元，市场空间大，其中通用减速机市场约占40%。海外厂商在减速机领域具有先发优势，近年来国产厂商的技术研发水平逐步增强，国茂股份等国内头部减速机厂商的产品性能与海外厂商的差距愈来愈小，产品性价比优于外资且提供完善的售后服务，国产替代进程持续加速。此外，随着下游客户对于减速机产品要求的提升以及环保政策的趋严，中小企业受限于自身较弱的实力将逐渐被淘汰，市场份额进一步向头部靠拢。

● 工程机械业务持续拓展，高端减速机业务放量可期

公司以塔机市场为切入口进军工程机械专用减速机市场，并于2020年实现GLW系列回转减速机的批量出货。2021年以来公司持续拓展新客户，其中河南东起机械由起初的小批量供应成为公司的直销大客户，预计公司未来将在高空作业平台、叉车、挖机、水泥搅拌车等领域实现突破。公司通过对常州莱克斯诺的收购，开始以“GNORD”品牌拓展高端市场。“GNORD”品牌主要应用于新能源、制药、橡塑、化工等领域，其中锂电用减速机占比达40%-50%。随着9万台高端减速机产能的逐步落地叠加新能源车的高景气，未来公司高端减速机业务将迎来高速增长。

● 投资建议与盈利预测

公司是我国通用减速机行业的领军者，在巩固中端市场、围猎低端市场的基础上，逐步拓展高端、专用减速机市场，成长路径明晰。随着募投项目及高端减速机项目的落地，公司业绩将持续维持高增长。我们预计2021-2023年，公司营收分别为29.28/37.95/48.97亿元，归母净利润为4.88/6.40/8.40亿元。当前股价对应EPS为1.03/1.35/1.78元，对应PE为28.5/21.7/16.5倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格上涨、产能释放不及预期、宏观经济下滑、市场竞争格局恶化。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1895.73	2184.08	2928.09	3795.05	4896.81
收入同比(%)	7.31	15.21	34.07	29.61	29.03
归母净利润(百万元)	283.76	359.13	487.63	640.14	840.49
归母净利润同比(%)	30.13	26.56	35.78	31.28	31.30
ROE(%)	12.61	14.18	16.82	18.50	20.16
每股收益(元)	0.60	0.76	1.03	1.35	1.78
市盈率(P/E)	48.99	38.71	28.51	21.72	16.54

资料来源：Wind,国元证券研究所

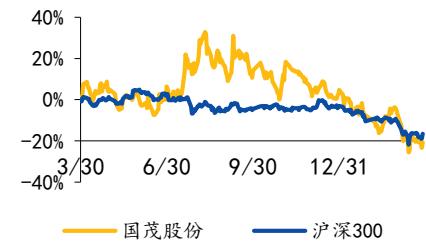
买入|首次推荐

当前价： 29.42 元

基本数据

52周最高/最低价(元):	50.00/26.66
A股流通股(百万股):	126.76
A股总股本(百万股):	473.23
流通市值(百万元):	3729.20
总市值(百万元):	13922.50

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 凌晨

执业证书编号 S0020521110002

电话 021-51097188

邮箱 lingchen@gyzq.com.cn

目 录

1. 国内通用减速机龙头，业绩稳步提升	4
1.1 深耕行业三十载，逐步拓展新品类	4
1.2 公司业绩稳步提升，盈利能力持续向好	6
1.3 股权结构集中，股权激励绑定核心员工	7
2. 减速机赛道千亿空间，抗周期能力强	10
2.1 下游应用领域广泛，市场规模超千亿	11
2.2 行业集中度逐步提升，国产替代空间大	13
3. “研发+产品+渠道”三管齐下，内生外延打造全球品牌	16
3.1 品类丰富渠道完善，技术研发构筑核心竞争力	16
3.2 募投产能逐步释放，布局上游铸件环节加强抗周期能力	19
3.3 大力拓展“捷诺”高端品牌，工程机械业务产销量快速增长	22
4. 盈利预测和投资评级	25
5. 风险提示	26

图表目录

图 1：深耕通用减速机领域，逐步拓宽产品品类	4
图 2：2018 年公司前 100 名直销客户行业分布	5
图 3：公司营收稳健增长	6
图 4：公司归母净利润逐步提升	6
图 5：高端减速机业务占比逐步提升	7
图 6：公司持续拓展海外业务	7
图 7：公司毛利率和净利率呈上升态势	7
图 8：公司期间费用率逐步下降	7
图 9：徐氏家族是实控人，合计持有公司 68.47% 的股权	8
图 10：减速机工作原理	10
图 11：减速机主要部件	10
图 12：减速机下游应用领域广阔	11
图 13：2021 年我国 GDP 增速为 8.1%	12
图 14：2021 年我国制造业投资同比增长为 13.5%	12
图 15：我国减速机产量增长显著	12
图 16：我国减速机市场稳步增长	12
图 17：国内厂商份额逐步提升	14
图 18：GX 系列行星齿轮减速机	16
图 19：ZLYJ 系列橡胶专用齿轮减速机	16
图 20：重载系列齿轮减速机	16
图 21：BWD 摆线减速机	16
图 22：2018 年公司直销/经销收入占比	17
图 23：2018 年公司各细分销售模式收入占比	17

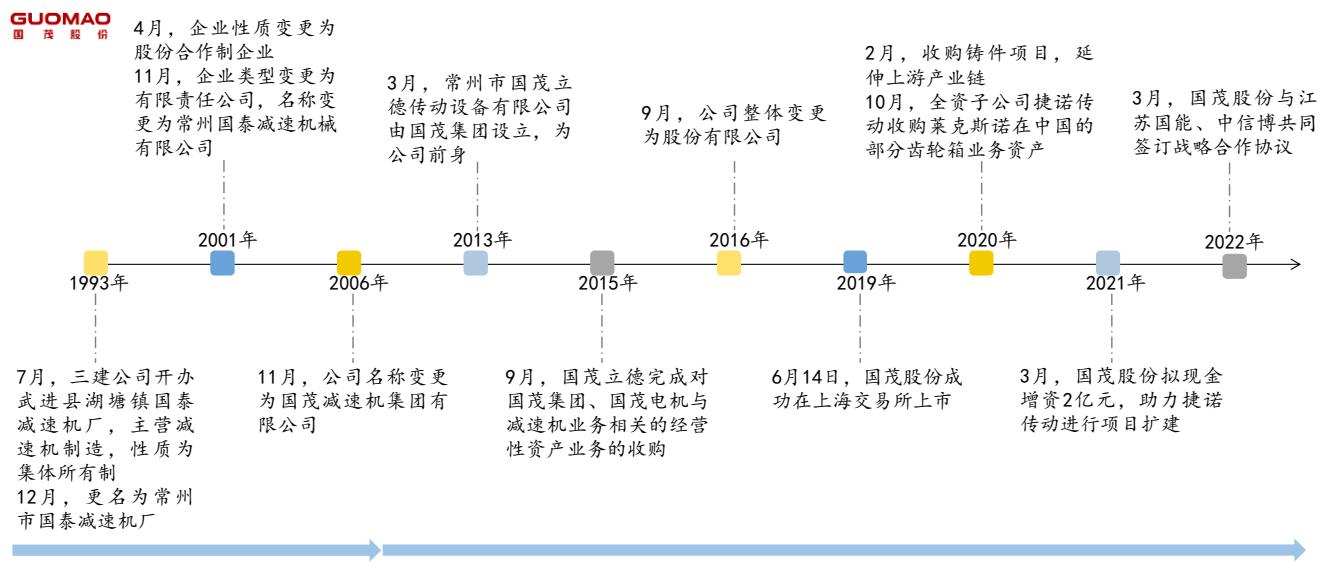
图 24: 公司应收账款周转天数较同行表现优秀.....	18
图 25: 公司持续加大研发投入	19
图 26: 2018 年公司减速机成本构成	20
图 27: 2018 年公司主要原材料采购成本占比.....	20
图 28: 公司毛利率保持稳定，议价能力强	20
图 29: 公司毛利率水平更为稳健.....	22
图 30: 公司逐步开拓工程机械专用领域.....	23
表 1: 公司主要减速机产品	5
表 2: 公司限制性股票激励计划的业绩考核目标	9
表 3: 减速机可分为通用与专用两大类.....	11
表 4: 我国减速机行业主要玩家.....	13
表 5: 国产通用减速机性能逐步提升	15
表 6: 公司各类经销商的主要区别	17
表 7: 公司五大销售片区.....	18
表 8: 慕投项目情况	19
表 9: 泛凯斯特部分产品.....	21
表 10: 捷诺主要产品介绍	24
表 11: 分业务收入及毛利率（单位：百万元）	25
表 12: 相对估值表.....	26

1. 国内通用减速机龙头，业绩稳步提升

1.1 深耕行业三十载，逐步拓展新品类

国内通用减速机行业领军者，逐步拓宽产品矩阵并优化产品结构。国茂集团前身国泰减速机厂于1993年由三建公司设立，并于2006年更名为国茂减速机集团有限公司。2013年公司前身国茂立德由国茂集团设立，之后为了实现减速机业务的整体上市，国茂立德整合了国茂集团与国茂电机的减速机业务。2016年国茂立德改制为股份公司，并成功于2019年在A股上市。2020年，公司收购泛凯斯特布局上游铸件原材料环节，同时旗下全资子公司捷诺传动收购外资龙头莱克斯在中国的部分齿轮箱相关业务以助力公司进一步开拓高端减速机市场。未来公司将在稳固中端通用减速机的基础上，不断拓展高端减速机及专用减速机市场。

图 1：深耕通用减速机领域，逐步拓宽产品品类



资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

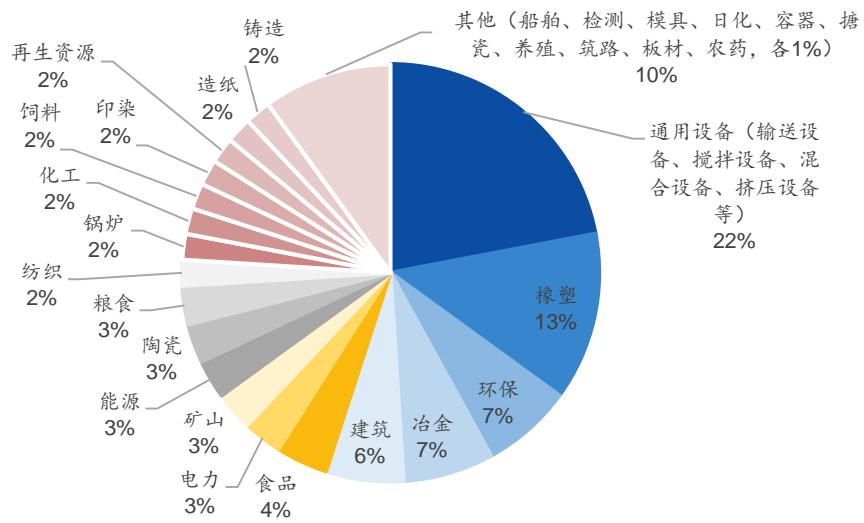
公司主要产品包括齿轮减速机与摆线针轮减速机两大类。齿轮减速机具有传动功率范围广、传动效率高等优势，而摆线针轮减速机的单级传动比较大且体积小。其中齿轮减速机又可细分为模块化减速机和大功率减速机，前者的传递功率可覆盖0.12-200kW，后者的传输功率最高可达5100kW且承载能力强。公司是通用减速机领域产品线最齐全的公司之一，目前拥有3万多种零部件类别，年产产品型号超6万种，能够满足不同客户的需求。

表 1：公司主要减速机产品

产品类别	基本介绍	应用领域	图示
模块化减速机	<p>①所有零部件均按高度模块化技术设计</p> <p>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</p> <p>③结构中包含减速机与电机的快速接口，便于电机的安装</p> <p>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</p>	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	
齿轮减速机	<p>①传递功率较大，最高可达 5100kW，承载能力高</p> <p>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</p> <p>③使用寿命长，易于拆装，传动效率高，运转平稳</p>	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、工程机械等领域	
摆线针轮减速机	<p>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</p> <p>②结构紧凑体积小</p> <p>③单级传动比大</p> <p>④运转平稳噪声低，拆装方便，易维修</p>	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：公司公告，公司官网，国元证券研究所

公司采取直销加经销的销售模式，不断加强客户开发力度。公司主要与经销商签订买断式经销合同，经销商在收到产品后可自行销售。公司在维系老客户的同时，不断加大营销力度，实现老客户原有份额的提升及新客户的突破。在通用减速机领域，景津装备、江苏润鼎等优质直销大客户的销售额增长迅速；在工程机械领域，河南东起机械由最初的小批量订货发展为公司的直销大客户之一。

图 2：2018 年公司前 100 名直销客户行业分布


资料来源：招股说明书，国元证券研究所

1.2 公司业绩稳步提升，盈利能力持续向好

公司营收稳步提升，归母净利润维持较高增长。在工业自动化持续推进、基础设施建设力度加大、环保政策趋严等因素驱动下，公司各业务板块实现稳健增长，2021Q1-Q3 实现营收 22.58 亿元，同比增长 44.0%。公司归母净利润持续增长，由 2016 年的 0.97 亿增加至 2020 年 3.59 亿元，CAGR 达 38.8%。2021Q1-Q3 归母净利润增长至 3.45 亿元，同比增长 45.7%，若剔除股权激励费用影响，归母净利润同比增长 55.8%。

图 3：公司营收稳健增长

图 4：公司归母净利润逐步提升

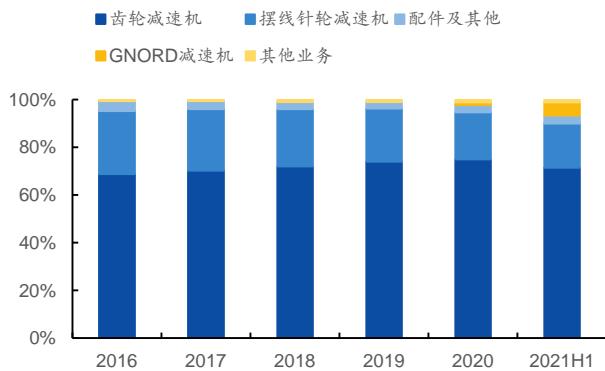


资料来源：Wind，国元证券研究所

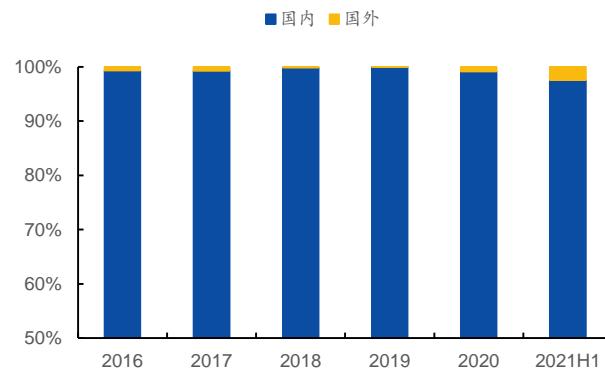


资料来源：Wind，国元证券研究所

传统业务营收逐年增长，大力开拓高端品牌“捷诺”及海外业务。齿轮减速机与摆线针轮减速机为公司核心产品，2021H1 公司齿轮减速机、摆线针轮减速机业务分别实现营收 10.58、2.75 亿元，合计收入占比达 89.95%。“捷诺”为公司大力拓展的高端品牌，2021H1 实现营收 0.82 亿元，收入占比由 2020 年的 1.08% 增至 5.51%，其中用于锂电池制造搅拌设备的减速机需求旺盛，订单及出货量快速增长，产品供不应求。此外，公司加大拓展海外市场的力度，着重深耕东南亚地区（印尼、马来西亚、越南、泰国），境外收入逐年增长，营业收入从 2016 年的 0.08 亿元增长至 2020 年 0.18 亿元，未来公司将进一步投入资源，积极布局其他海外市场。

图 5：高端减速机业务占比逐步提升


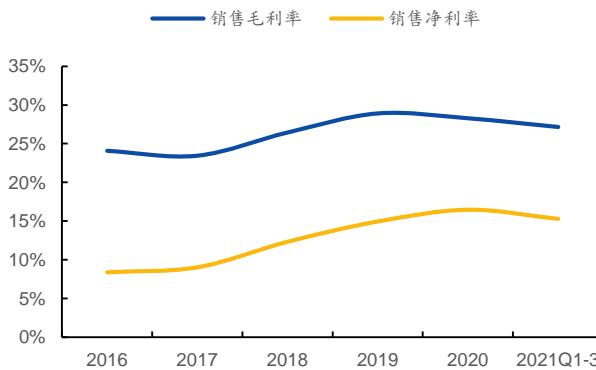
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：公司持续拓展海外业务


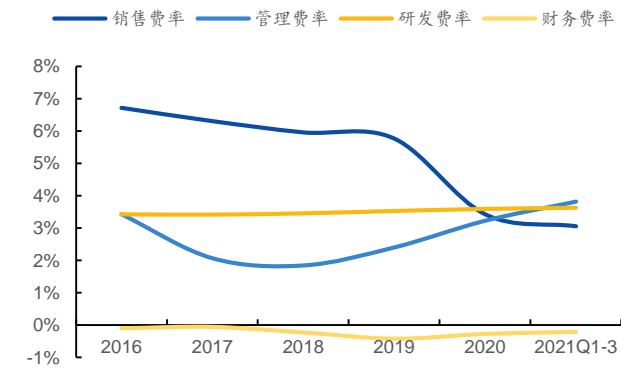
资料来源：Wind，国元证券研究所

公司毛利率和净利率稳步增长。2020 年公司毛利率为 28.28%；受原材料价格上涨影响，2021Q1-Q3 毛利率为 27.15%，同比减少 1.72pct。公司净利率稳定增长，2020 年净利率为 16.49%，同比增加 1.52pct；2021Q1-Q3 公司净利率为 15.30%，同比微增 0.17pct。总的来看，公司盈利能力呈稳步增强态势。

公司严格把控费用，期间费用率逐步下降。公司期间费用率由 2016 年的 13.46%降至 2020 年的 9.96%，主要是由于新会计准则的执行导致销售费用率的下滑。公司管理费用率有所上升，主要是由于股权激励费用及职工薪酬的增加所致。此外，公司始终将技术研发创新作为核心竞争力，持续开发行业前沿的新产品、优化及改进工艺，不断推动技术与数字化的融合，研发费用率保持稳定。

图 7：公司毛利率和净利率呈上升态势


资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：公司期间费用率逐步下降


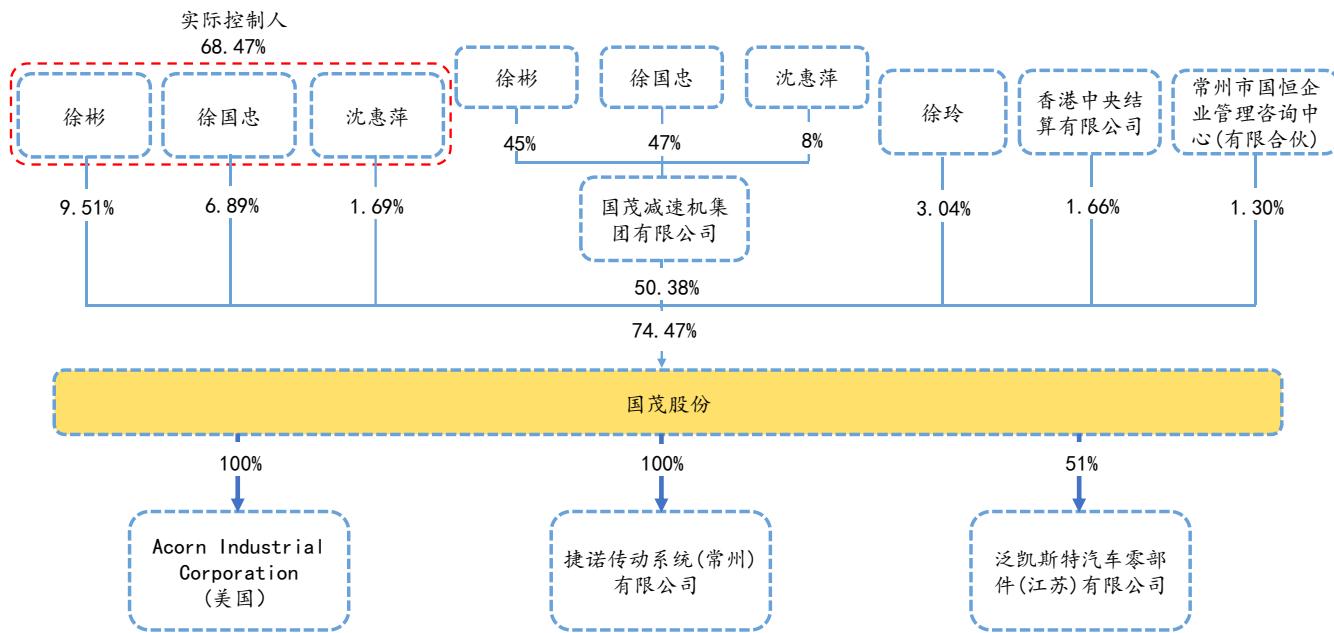
资料来源：Wind，国元证券研究所

1.3 股权结构集中，股权激励绑定核心员工

公司股权结构集中且稳定，董事长行业经验丰富。公司实际控制人是由徐国忠、徐彬、沈惠萍组成的徐氏家族，其直接持有公司 18.09%的股权，通过国茂集团间接持有公司 50.38%的股权，合计持有公司 68.47%的股权。此外，徐国忠之女徐玲为实控人的一致行动人，直接持股 3.04%。徐国忠任国茂集团董事长、总经理，以及

国茂股份董事长，自 1993 年 7 月创建武进县湖塘镇国泰减速机厂（国茂集团前身）开始，近三十年来一直深耕减速机行业，获多项荣誉，行业经验丰富。

图 9：徐氏家族是实控人，合计持有公司 68.47% 的股权



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：股权结构截止 2021 年三季度末

公司推出股权激励计划，实现员工与公司利益的深度绑定。公司为提升核心员工的积极性、创造性和团队凝聚力，于 2020 年 8 月推出首期股权激励计划，首次授予价格为 9.48 元/股，首次授予登记数量 922 万股，首次授予的激励对象为 166 人，基本涵盖公司主要管理人员和业务条线负责人。2021 年 8 月 28 日，公司的 2020 年限制性股票激励计划首次授予部分第一个解除限售期解除限售条件达成，向 165 名激励对象授予限制性股票 183 万股，占公司总股本的 0.39%。2021 年 8 月 31 日，公司公布 2020 年限制性股票激励计划预留授予结果，向 37 名激励对象预留授予 75.50 万股限制性股票，授予价格为 9.23 元/股。

表 2：公司限制性股票激励计划的业绩考核目标

	解除限售期	业绩考核目标	解除限售比例
首次授予的限 制性股票	第二个解除限售期	2021 年公司净利润不低于 3.35 亿元	20%
	第三个解除限售期	2022 年公司净利润不低于 4.00 亿元	20%
	第四个解除限售期	2023 年公司净利润不低于 4.80 亿元	20%
	第五个解除限售期	2024 年公司净利润不低于 6.00 亿元	20%
	第一个解除限售期	2021 年公司净利润不低于 3.35 亿元	25%
预留授予的限 制性股票	第二个解除限售期	2022 年公司净利润不低于 4.00 亿元	25%
	第三个解除限售期	2023 年公司净利润不低于 4.80 亿元	25%
	第四个解除限售期	2024 年公司净利润不低于 6.00 亿元	25%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2. 减速机赛道千亿空间，抗周期能力强

减速机主要由齿轮、箱体、轴承、法兰、输出轴等部件组成。其中齿轮是轮缘上有齿、能连续啮合传递运动和动力的机械元件，轴承是支撑相对旋转轴的部件，箱体为减速机的基座，法兰是重要连接件，输出轴则是减速机向工作机输出动力的轴。减速机主要在原动机和工作机之间起着匹配转速和传递扭矩的作用，具体来看，其工作原理是将原动机的动力通过输入轴上齿轮少的大齿轮啮合输出轴上的大齿轮以达到减速的目的。

图 10：减速机工作原理

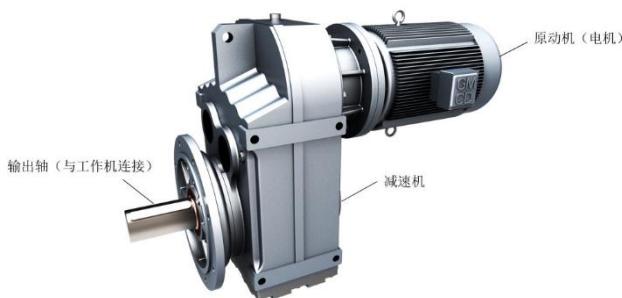
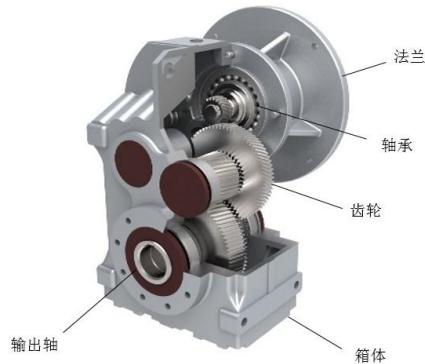


图 11：减速机主要部件

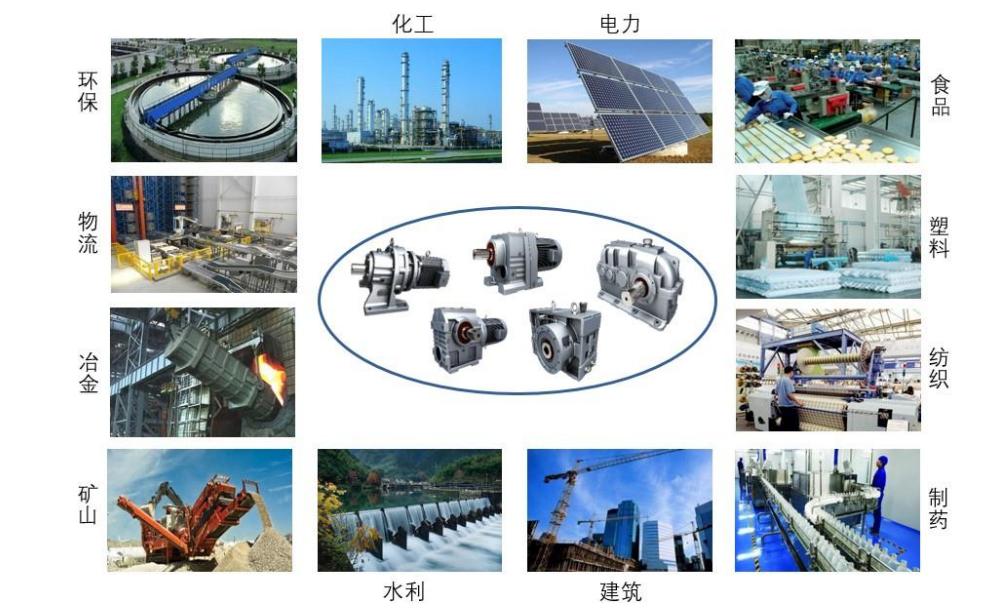


资料来源：招股说明书，国元证券研究所

资料来源：招股说明书，国元证券研究所

减速机是工业动力传动领域不可缺少的重要基础部件。原动机的转速高、扭矩低，而绝大多数工作机转速低、要求的扭矩高，所以需要通过减速机来降低转速、增加扭矩。以起重机械为例，其在运转时要求输出较高的扭矩，运行速度慢，而电动机无法直接驱动，必须配用减速机才能使设备正常运转。目前在整个工业体系中，各种机器设备的运转都离不开传动，只要涉及传动的领域都需要减速机，因此减速机对下游行业机械的运转是至关重要的。

图 12：减速机下游应用领域广阔



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

减速机可分为通用减速机与专用减速机，目前公司主要产品为通用减速机。通用减速机可广泛适用于各种下游行业，其规格以中小型为主，专用减速机适用于特定行业，其规格以大型、特大型为主，多为非标定制化产品。专用与通用减速机产品差异大，企业间相互竞争较少，公司主要业务处于通用减速机领域，近年来逐步向专用减速机领域拓展（工程机械等）。

表 3：减速机可分为通用与专用两大类

行业分类	细分类别	特点
通用减速机	按传动类型可分为齿轮、蜗杆、行星齿轮等	
	按传动级数可分为单级和多极	规格以中小型为主，模块化、系列化，可广泛应用于各个行业
	按齿轮形状可分为圆柱、圆锥、圆锥-圆柱等	
专用减速机	按传动布置形势可分为展开式、分流式、同轴式等	
	按应用领域可分为船用、冶金、风力发电、航空航天、工程机械等	规格以大型、特大型为主，多为非标、行业专用产品

资料来源：招股说明书，华经产业研究院，国元证券研究所

2.1 下游应用领域广泛，市场规模超千亿

减速机下游行业分布广泛，抗周期能力强。对于通用减速机领域而言，下游单个行业的需求变化不会对减速机整体需求产生重大影响，行业的周期性更多与宏观经济有关联。具体来看，减速机行业发展与制造业固定资产投资规模以及国民经济增长速度息息相关，根据国家统计局发布的数据，2021 年我国 GDP 增速为 8.1%，制造业投资同比增长 13.5%，整体发展稳中向好，减速市场需求持续增长。

图 13：2021 年我国 GDP 增速为 8.1%

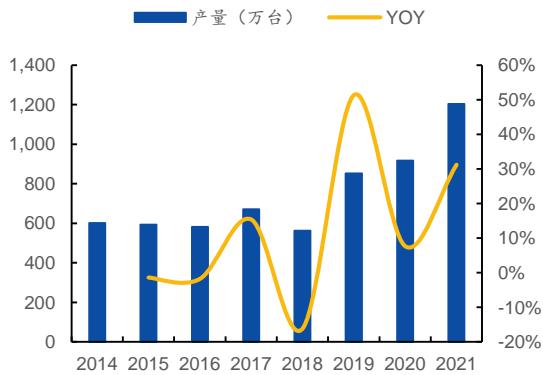

资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 14：2021 年我国制造业投资同比增长为 13.5%

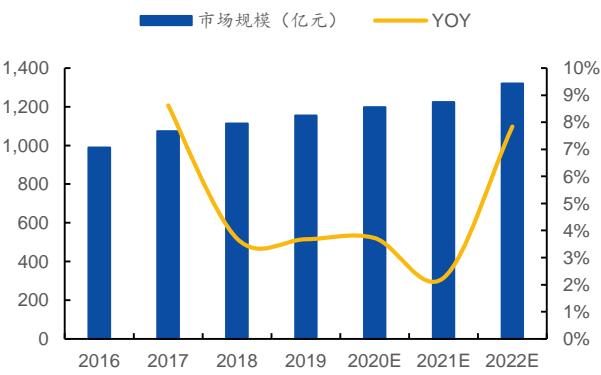

资料来源：国家统计局，国元证券研究所

我国减速机产量稳步提升。近年来我国新能源、装配式建筑、化工搅拌、环保等行业的景气度较高，部分传统设备制造业如沙石废水装备、塑机等因环保整顿、技术升级等因素，催生出新的需求以带动减速机的产销量。2021 年我国减速机产量为 1203 万台，同比增长 31.6%，5 年 CAGR 达 15.6%，行业空间稳步提升。

2022 年我国减速机市场空间将超 1300 亿元。近年来我国减速机市场呈稳步增长态势，2019 年市场规模达 1155 亿元，同比增长 3.7%，预计 2022 年减速机行业规模可达 1321 亿元。

图 15：我国减速机产量增长显著


资料来源：中国通用机械工业协会，Wind，国元证券研究所

图 16：我国减速机市场稳步增长


资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

通用减速机市场约占整体市场的 40%。以 2022 年减速机市场规模估算，我国通用减速机市场约 530 亿元，专用减速机市场约 790 亿元。专用减速机市场主要包括风电、工程机械等行业，其中工程机械用减速机市场约 200 多亿，其中挖机专用减速机市场空间约 100 亿，塔机市场约 15 亿左右。

2.2 行业集中度逐步提升，国产替代空间大

减速机市场竞争充分，行业集中度较低。减速机行业下游应用领域广，单个市场天花板不高，各细分市场玩家数量众多，竞争激烈，因此整个行业的集中度较低。**海外厂商处于领先地位。**德国、意大利、日本等传统制造强国在减速机领域具有先发优势，其减速机产品在材料、设计、精度等各方面处于全球领先位置。目前全球减速机行业两大巨头分别为 SEW 和 FLENDER，其他知名减速器企业包括伦茨、布雷维尼、邦飞利、住友、诺德等。

国内厂商逐步增强技术实力，市场份额逐步提升。SEW、西门子等外资企业自 20 世纪 90 年代进入我国减速机市场后，凭借其技术优势与品牌相应迅速确立领先地位。随着我国本土企业技术研发实力的增强，减速机产品性能得到长足进步，逐步缩小与国内顶尖厂商的差距。此外，国内头部减速机厂商凭借其产品较高的性价比及快速到位的售后服务能力进一步提升市场份额。目前我国通用减速机领域竞争力较强的企业包括 SEW、FLENDER 等外资厂商与宁波东力、江苏泰隆、中大力德、国茂股份等头部国产厂商。

表 4：我国减速机行业主要玩家

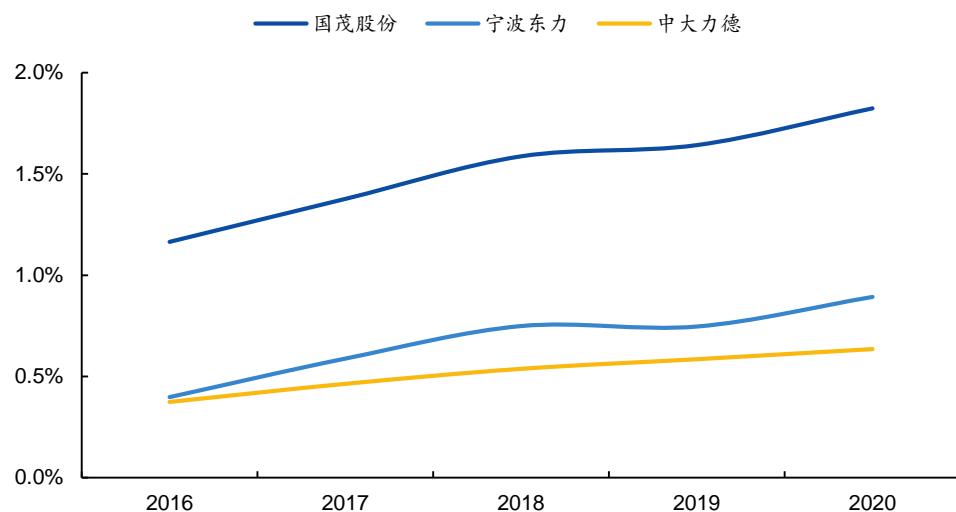
公司名称	成立日期	基本介绍	最新营收
SEW	1931	SEW 总部位于德国布鲁塞尔，是专业生产各种系列减速机、电机和变频控制设备的跨国性国际集团。SEW 在五大洲 52 个国家拥有 19000 多名员工、17 家生产工厂以及 85 个传动技术中心。1994 年 6 月 SEW 在天津设立中国区总部，是亚太地区唯一的制造中心。	33.1 亿欧元
FLENDER	1899	FLENDER 是全球领先的專業动力传动设备制造商之一，2005 年西门子收购公司，并于 2020 年出售给凯雷投资集团。公司拥有 FLENDER 与 Winergy 两大品牌，其中 Winergy (2001 年推出) 专注风电领域。目前 FLENDER 在 33 个国家拥有超过 8700 名员工。	21.9 亿欧元
宁波东力	1998	宁波东力是我国齿轮行业首家 A 股上市公司，产品涵盖重载/微型齿轮箱、专用减速机及特种高效电机等专用设备，广泛应用于冶金、矿山、环保、医院等行业。2020 年传动设备营收为 10.7 亿元。	12.4 亿元
中大力德	2006	中大力德主要做小/微型减速电机以及精密减速器，在国内市场有较强的地位，下游应用领域包括工业机器人、智能物流、新能源、工业母机等。2020 年减速器与减速电机业务分别为 1.9 亿元、5.6 亿元。	7.6 亿元
国茂股份	2013	国茂股份是我国通用减速机龙头，减速机产品线齐全，能够满足不同客户的需求，下游应用领域包括港口、起重、煤矿、冶金、化工、环保、电力等。2020 年减速机业务为 21.6 亿元。	21.8 亿元

资料来源：各公司官网，Wind，国元证券研究所

行业整合加速，集中度逐步提升。随着国民经济发展及制造水平的提高，客户对于

减速机产品的质量、售后服务、品牌影响力愈发重视，更多客户倾向于购买大型企业的产品。中小企业自身实力较弱，在盈利能力受影响的情况下容易被市场淘汰。大型企业凭借其规模化、技术研发、品牌及销售渠道方面的优势保持较稳定的盈利能力并逐步提升市场份额。此外，近年来环保政策的趋严进一步加速了中小企业的出清，很多小厂商直接退出市场竞争，市场份额进一步向头部集中。

图 17：国内厂商份额逐步提升



资料来源：Wind，前瞻产业研究院，国元证券研究所

注：市场份额=主营业务营收/预计市场规模

国产替代正当时，头部厂商份额稳步上升。海外厂商专注高端减速机领域，而国内头部企业在巩固中端市场、围猎低端市场的基础上，逐步提升其技术水平，将箭头瞄准了高端市场。与外资品牌相比，国产品牌在性价比与销售渠道方面具有较大优势，外资同类型减速机产品在质量相当的情况下，价格远高于国产品牌。海外品牌以直销为主，而国茂股份等国内厂商具有完善的经销渠道，可覆盖全国。因此，越来越多的客户基于对国产品牌质量的信任与成本控制等方面的考虑，逐步以国产品牌替代外资品牌，促使国内厂商份额逐步提升。

表 5：国产通用减速机性能逐步提升

公司名称	可比产品型号	结构设计	传递功率	最大输出扭矩	输出转速
SEW	R87AD3-32.66-M1			1550	43
国茂股份	GR87-Y3-4P-34.55-M1	输入、输出为 3 级	3KW	1550	41
宁波东力	DLR05-40DM100L-4-M1	同轴传动形式		1550	40
江苏泰隆	R08-36.84-Y3KW-4P-M1			1550	38
SEW	S97pAD6-44.89-M1			3710	32
国茂股份	GSAF97-E7.5-4P-44.89-M1	输入、输出为 2 级	7.5KW	4000	32
宁波东力	DLSAF07-32DM132M-4-E -M1	直交轴传动形式		3300	32
江苏泰隆	SKF09YEJ7.5-4P-44.89-M1			4000	32
SEW	FA47AD2-21.82-M1			400	64
国茂股份	GFF47-V1.1-4P-21.82-M1	输入、输出为 2 级	1.1KW	400	64
宁波东力	DLFF02-54DMP90S-4-M1	平行轴传动形式		420	54
江苏泰隆	PFK04-YVP1.1KW-4P-21.82-M1			400	64
SEW	K107AD5-82.61-M1			8000	17
国茂股份	GKA107-Y5.5-4P-82.61-M1	输入、输出为 3 级	5.5KW	8000	17
宁波东力	DLKA08-18DM132S-4-M1	直交轴传动形式		8000	18
江苏泰隆	KK10-Y5.5KW-4P-82.61- M1			8000	17

资料来源：各公司官网，产品手册，通力科技 IPO 关于第二轮审核问询函的回复意见，国元证券研究所

注：传递功率即输入功率；SEW 可比型号为不带电机的配置

对标 SEW，国产品牌部分产品已达国际先进水平。根据统计数据显示，我们发现国产品牌的部分产品在齿轮比、最大转矩等减速机重要参数的表现与全球顶级品牌 SEW 不相上下。虽然目前国产品牌在高端市场及产品品类丰富程度上与外资仍有差距，但在中端市场已具备较强的竞争实力，国产替代空间广阔。

3. “研发+产品+渠道”三管齐下，内生外延打造全球品牌

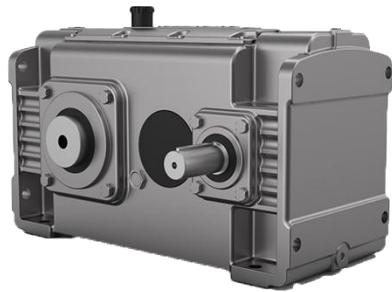
3.1 品类丰富渠道完善，技术研发构筑核心竞争力

公司的模块化设计技术大幅拓宽产品品类。通用减速机的下游应用领域广泛，客户要求多样且单市场规模不大，需要企业在维持利润水平的情况下尽量满足客户的需求。公司通过较高的模块化设计技术组成更多的结构和传动比，极大增强了产品的多样化程度。具体来看，模块化设计指将产品的某些要素进行组合以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模块与其他产品模块进行组合以构成新系统，从而产生多种不同功能或相同功能、不同性能的系列产品。公司通用减速机领域的產品线齐全，目前拥有超3万种零部件类别，已生产产品型号达数十万种以上，每年新增产品型号超6万种。

图 18: GX 系列行星齿轮减速机



图 19: ZLYJ 系列橡胶专用齿轮减速机



资料来源：公司官网，国元证券研究所

资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 20: 重载系列齿轮减速机

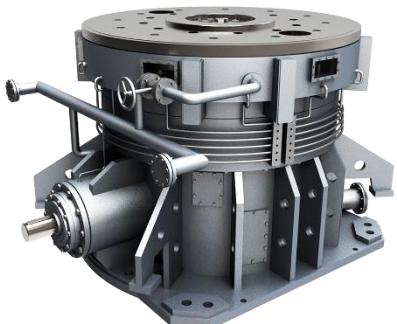
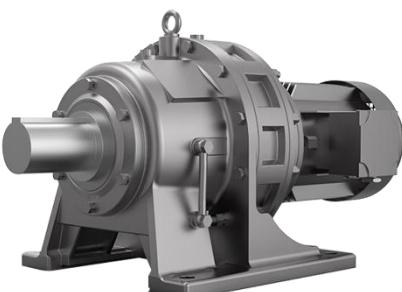


图 21: BWD 摆线减速机



资料来源：公司官网，国元证券研究所

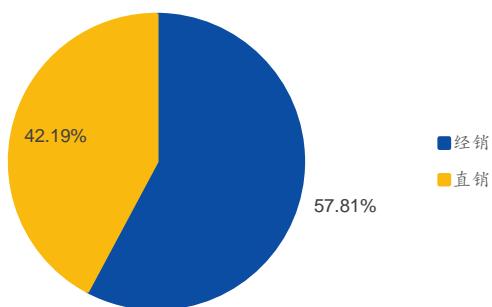
资料来源：公司官网，国元证券研究所

“集中制造+分散组装”的制造方式能提高生产效率，降低成本。具体来看，公司对前端制造环节的核心零部件进行集中制造，而对于后端组装环节则根据产品的不同属性，将一部分产品通过建立柔性化装配生产线进行装配，另一部分采用单元式

的装配模式。“集中制造+分散组装”叠加模块化设计的模式可以帮助公司缩短制造周期，拓宽产品品类，并在一定程度上提高了产品质量，有利于公司与客户建立长久稳定的合作关系。

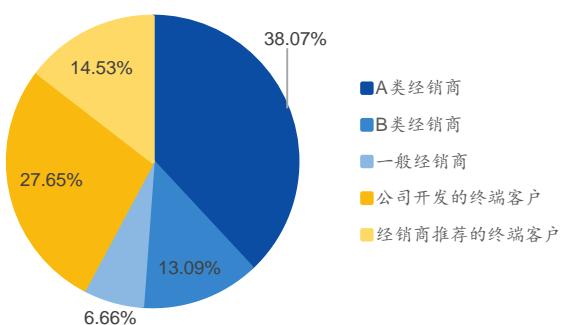
持续推进数字化转型，大力推行精益生产。公司西厂区全自动立体库的建成有助于缩短发货周期，提高物流效率；数字化运营平台 GOS 对各管理系统的整合有利于提高公司订单的精准交付能力，在有效降低库存的同时提高存货周转率，从而使业务运营更加透明可控。此外，近年来公司不断推进精益生产，主要措施包括外聘咨询专家对车间管理人员开展定期培训，组建由生产核心骨干为基础的保全室以钻研技改，鼓励一线工人提出精益改善意见等。

图 22：2018 年公司直销/经销收入占比



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

图 23：2018 年公司各细分销售模式收入占比



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

公司经销商渠道建设完善。公司主要采用直销与经销相结合的销售模式，2018 年直销与经销模式的收入占比分别为 42.19%、57.81%。公司经销商可分为 A 类经销商、B 类经销商及一般经销商，其中 A 类经销商是指每年年初与公司签订销售框架合同的经销商，与公司合作时间长，具有较高的品牌忠诚度，是公司销售网络的核心力量。B 类经销商由 A 类经销商推荐，而一般经销商则是由公司业务员直接开发。

表 6：公司各类经销商的主要区别

客户分类	A类经销商	B类经销商	一般经销商
代销/买断式经销		买断式经销	
是否签订年度销售框架合同	是	否	否
是否专营	在公司具备生产能力的产品范围内，只能专营公司产品	可销售公司产品，无专营限制	可销售公司产品，无专营限制
授权区域	必须在授权区域内组织营销活动	无明确要求	无明确要求
销售业绩、回款等考核	每年签订的框架协议中约定具体的考核标准	无考核	无考核
是否返利	是	否	否

资料来源：招股说明书，国元证券研究所

销售网络覆盖范围广泛。公司拥有近 80 家专营公司产品的 A 类经销商，其授权销售区域覆盖我国绝大多数省份，客户开拓能力与售后服务相应能力强。结合 A 类经

销商拓展的B类经销商及终端客户、公司业务员直接开拓的一般经销商及终端客户，公司整体销售渠道布局完善，行业竞争力强。

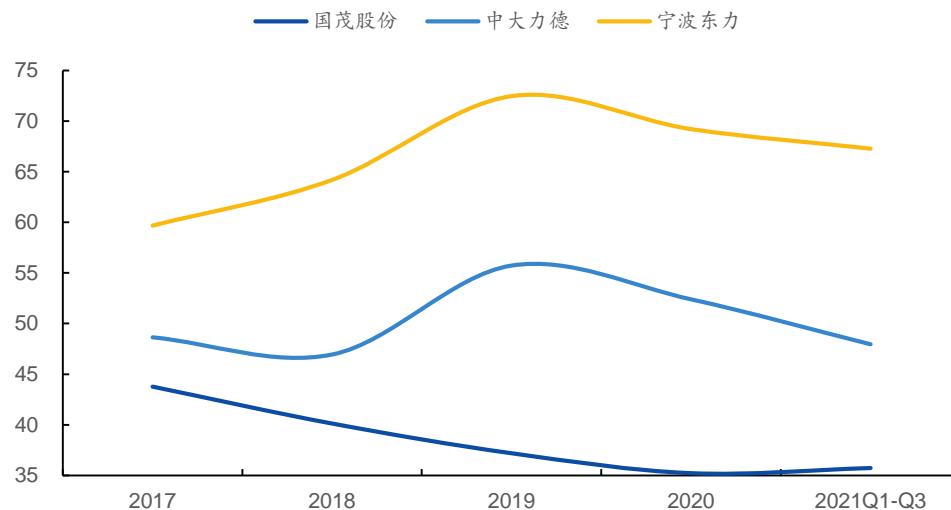
表 7：公司五大销售片区

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

资料来源：招股说明书，国元证券研究所

应收账款周转天数维持低位。与行业内其他企业相比，公司应收账款周转天数维持在40天以下，侧面体现了公司销售体系的优越性。

图 24：公司应收账款周转天数较同行表现优秀



资料来源：Wind，国元证券研究所

技术积累深厚，持续加大研发投入。公司深耕行业近30年，在产品核心技术、专业技术人才等方面有着深厚的积累。具体来看，公司拥有模块化设计、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核心技术，这些核心技术可普遍应用于公司各类产品，显著提高公司产品的市场竞争力。2020年公司研发投入为0.78亿元，同比增长17.2%；2021Q1-Q3公司研发投入为0.82亿元，同比增长43.9%。

图 25：公司持续加大研发投入



资料来源：Wind, 国元证券研究所

3.2 募投产能逐步释放，布局上游铸件环节加强抗周期能力

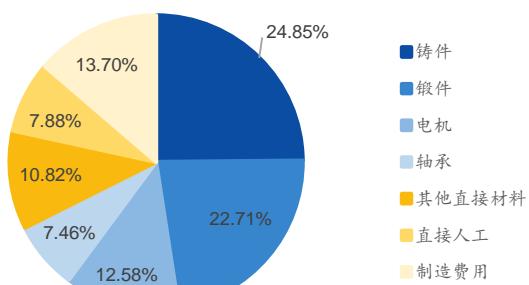
募投项目的 35 万台减速机产能将于 2022 年底全部释放。公司的 IPO 募投项目持续推进，建成达产后将形成 35 万台减速机的生产规模，其中包括模块化减速机 30 万台以及大功率减速机 5 万台。从投产节奏来看，每年将释放 11-12 万台的产能，预计 2022 年底完全释放。

表 8：募投项目情况

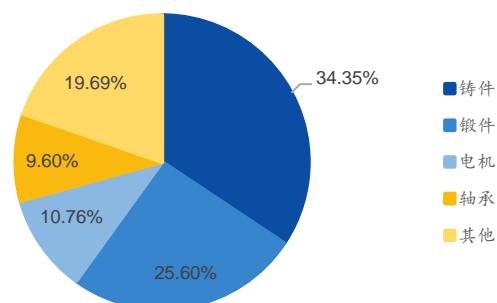
项目名称	投资总额 (亿元)	募集资金投资额 (亿元)
年产 35 万台减速机项目	6.5	4.5
年产 160 万件齿轮项目	3.0	3.0
研发中心建设项目	0.5	0.5
合计	10.0	8.0

资料来源：招股说明书，国元证券研究所

“160 万件齿轮项目”的扩产进度与“35 万台减速机项目”基本保持一致。按照规划，该项目建设期为 4 年，分为两期，一期（24 个月）与二期（24 个月）各新增 80 万件齿轮产能。实现齿轮的自主供应将给公司带来多方面的优势：①保障供应链安全。②提升减速机产品的质量。由于齿轮是减速机的核心零部件之一，公司自行生产能够更好地保证其质量。③向产业链上游延伸，夯实可持续发展能力。

图 26：2018 年公司减速机成本构成


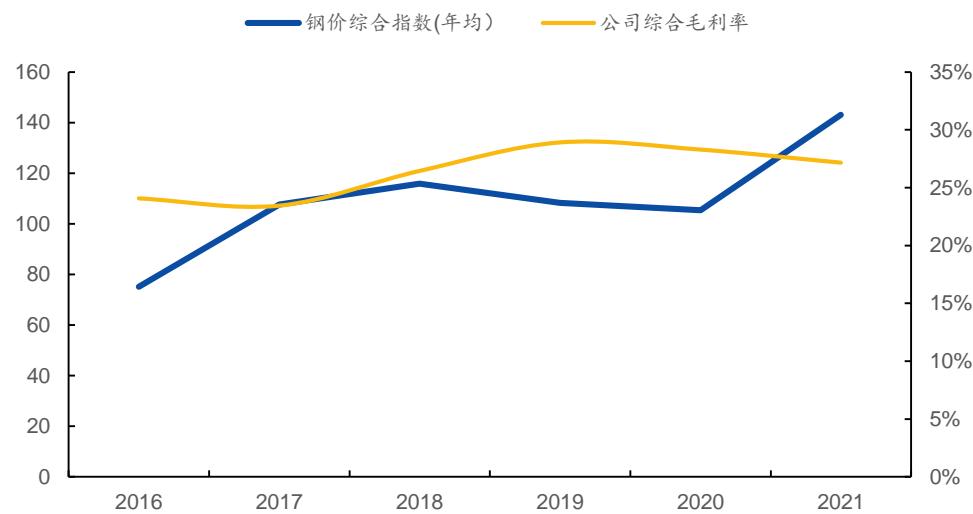
资料来源：招股说明书，国元证券研究所

图 27：2018 年公司主要原材料采购成本占比


资料来源：招股说明书，国元证券研究所

公司减速机生产成本对原材料价格较为敏感。根据招股说明书数据显示，2018 年公司减速机直接材料占成本的比例为 78.42%，其中主要原材料铸件、锻件、电机、轴承等均由生铁、钢铁、铜材等大宗原材料加工而成，因此上游原材料的波动会在一定程度上影响公司产品的成本水平。

多次上调销售价格向下游传导原材料上涨压力，公司议价能力强。公司曾于 2017 年 8 月、9 月及 2018 年 4 月三次上调产品销售价格，平均调价幅度在 2-3 个百分点左右，主要是为了对冲上游原材料上涨导致的成本上升以及缓解订单快速增长导致的产品交货期延长。从结果来看，公司的调价策略成功将部分成本压力传导至下游，同期毛利率水平与在手订单仍呈增长趋势，体现了公司在产业链中较高的地位。

图 28：公司毛利率保持稳定，议价能力强


资料来源：Wind，中国钢铁工业协会，国元证券研究所

注：2021 年毛利率为前三季度数据；钢价指数基准为 1993 年 4 月

2021 年以来大宗原材料价格大幅上涨，公司盈利能力保持稳定。公司凭借其在产业链较高的地位，在最大程度控制采购成本的情况下合理上调销售价格，盈利能力

维持较高水平。根据测算，公司 2021Q3 单季度毛利率为 29.16%，环比增加 3.29pct，边际改善较为明显，进一步体现了公司强大的话语权。

收购泛凯斯特 51%的股权，布局上游铸件环节。2020 年 2 月，公司以 1500 万元收购铸件制造商泛凯斯特 51% 的股权，实现对其控股。泛凯斯特主要产品为各种牌号的灰铁件和球铁件，具备生产 12000 吨耐高低温、耐腐蚀、耐磨损的精密汽车、液压、桥梁等行业铸件的能力。公司对泛凯斯特的控股打通了上游铸件原材料的生产环节，与减速机产品形成协同效应，在保证供应链可靠性的同时，增强了公司的盈利能力。

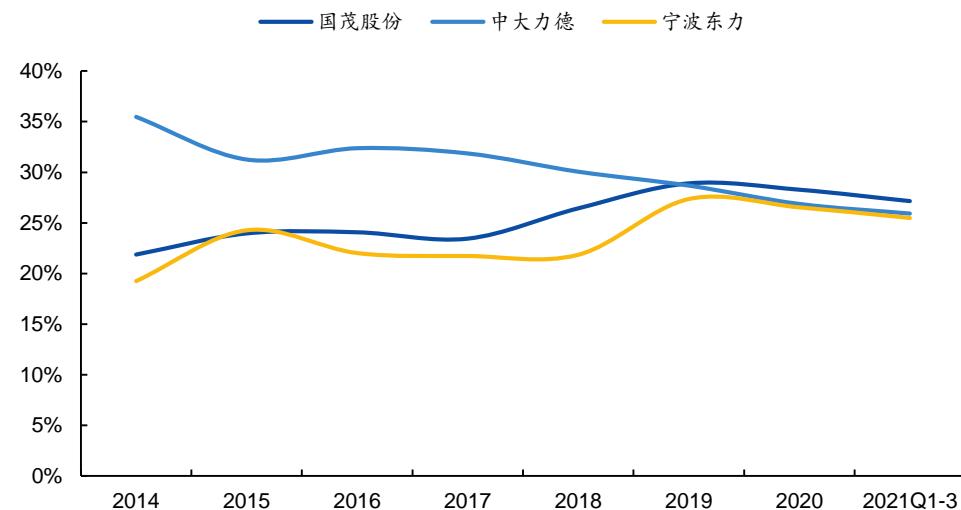
表 9：泛凯斯特部分产品

产品类别	产品图示
箱体类	
	
工程类	
	
建筑类	
	
液压类	
	

资料来源：公司官网，国元证券研究所

整体来看，公司毛利率水平较同行更为稳健。我们将公司的毛利率与宁波东力、中大力德等知名国产减速机厂商进行对比，发现公司的毛利率水平波动较小且总体呈稳健上升态势。我们认为公司能长期维持其盈利能力的主要因素包括①公司产业链地位高，具有较强的议价能力。合理上调销售价格能较好地传导大宗品上涨带来的成本压力；②公司生产规模大，其产品涉及的下游行业较同行更为广泛，规模效应更加显著；③公司布局上游铸件环节在保供的基础上降低生产成本；④公司不断向高端、专用领域拓展，随着相关产品的逐步放量，公司毛利率将进一步提升。

图 29：公司毛利率水平更为稳健



资料来源：Wind，国元证券研究所

注：宁波东力毛利率口径为传动设备，由于 2021Q1-3 传动设备毛利率未披露，我们采用 2021H1 的口径

3.3 大力拓展“捷诺”高端品牌，工程机械业务产销量快速增长

工程机械专用减速机是公司大力发展的新兴业务，公司逐步取得突破。2019 年，公司配套于建筑行业的塔机回转减速机试制成功，通过技术攻关，解决了高速运转下的噪音问题，已小批量生产和销售，标志着公司产品进军工程机械市场已取得初步成功。

2020 年公司 GLW 系列回转减速机实现批量出货，并配套于大中型塔机。2020 年，公司以塔机市场为切入口，生产的 GLW 系列回转减速机实现批量出货，配套于徐州建机工程机械有限公司、徐工重庆建机工程机械有限公司的大中型塔机；GTR 系列卷扬减速机也在较短时间内实现了研发试制及小批量出货。

2021 年上半年，公司工程机械业务实现产销量的快速增长，并成功突破关键新客户。2021 年上半年，公司在维系好塔机专用减速机领域老客户的同时，成功突破了关键新客户。河南东起机械有限公司在半年时间内从最初的小批量订货发展为公司的直销大客户之一。除塔机减速机之外，其他工程机械领域的新品开发按计划推进中。用于水平定向钻、机库门、启闭机的减速机样品已成功交付客户，挖掘机、水泥搅拌车、电动叉车、高空作业平台等领域应用的减速机样品稳步开发中，为后续市场拓展打下坚实基础。

图 30：公司逐步开拓工程机械专用领域



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2020 年公司完成对常州莱克斯诺的收购，并维系原有 95%以上的供应商和客户。2020 年，公司全资子公司捷诺传动以 580 万美金收购常州莱克斯诺在中国拥有的与齿轮箱有关的部分业务及业务资产，并维系了常州莱克斯诺原有的 95%以上的供应商及客户。莱克斯诺工业常州生产基地占地面积 4.6 万平方米，采用全套进口设备及工艺，按照美国原厂要求和德国 DIN 标准设计进行生产和质量控制。莱克斯诺工业中国技术力量雄厚，拥有多名具有丰富专业技术和实际应用经验的工程技术人员，能够为客户提供定制化服务和行业解决方案，产品广泛应用于钢铁、环保、发电、物料搬运、筑路、食品加工等多个行业。

捷诺以“GNORD”品牌开拓减速机高端市场，出货量快速增长。收购完成后，公司以全新的“GNORD”品牌开拓减速机高端市场，在同一赛道与外资品牌共同竞争。捷诺传动目前的主要产品系列为 S4 系列齿轮马达、CZ 齿轮箱以及 ABB 机器人专用齿轮箱，主要应用于新能源、制药、橡塑、化工等领域。2021 年上半年，捷诺持续处于满产满销状态，尤其是用于锂电池制造搅拌设备的减速机，订单及出货量快速增长，产品供不应求。

捷诺坚持研发，持续推出新产品。2021 年上半年，捷新增授权专利共 7 项，具有代表性的新产品有：SHE2 超高扭矩系列齿轮箱，升级后的新机型扭矩比老机型提升 20%以上，产品承载能力大幅提升；取料机用齿轮箱，采用轴对称箱体设计，支持两侧安装，并配有高效的冷却系统，可广泛应用于食品、饲料、环保、建材等领域。

表 10：捷诺主要产品介绍

产品	产品示意图	产品性能
S4 齿轮马达系列		依照 DIN 标准设计制造，同规格传递扭矩更大。传动精度高，产品一致性好；传递效率高，使用寿命长，运转平稳可靠；模块化设计，拆装方便，易维护保养。全系列扭矩最大到 25000N.m，速比可至 1:30000，广泛应用于塑机行业。
新型超高扭矩 SHE2 挤出机系列		针对塑机行业特点，采用 AGMA 标准设计制造，可靠性高，速比范围宽。传递扭矩比市面同类齿轮箱高出 30%-50%。

资料来源：公司公告，莱克斯诺官网，国元证券研究所

高端减速机扩建项目达产后年产能约 9 万台，有望提升公司在高端减速机领域的竞争力。2021 年 3 月，公司向全资子公司捷诺传动增资 2 亿元，加大力度开拓减速机高端市场。公司将力争在 2022 年底前完成厂房及道路建设、办公楼装修、管道安装等工作。该项目总用地面积约 5 万平方米，总建筑面积 6.33 万平方，新增设备约 153 台（套）。项目全部达产后，预计将形成年产能约 9 万台高端减速机的产能，有望加强公司在高端减速机领域的竞争力。

4. 盈利预测和投资评级

核心假设：

- 1) 齿轮减速机：募投项目逐步投产，每年将新增 10-12 万台产能，预计 2022 年底 35 万台新增产能可全部释放。公司拓展随着原材料价格企稳并逐步回落，以及铸件自给率的提升，毛利率水平有望逐步回升。
- 2) 摆线针轮减速机：摆线针轮减速机业务将保持稳健增长，预计 2022 年底产能在 35 万台左右。随着原材料价格的逐步回落及铸件自给率的提升，毛利率水平有望逐步回升。
- 3) GNORD 减速机：公司大力发展战略减速机，2021 年实现满产满销。随着 9 万台高端减速机产能的逐步落地，公司高端减速机业务将持续迎来高增长。

表 11：分业务收入及毛利率（单位：百万元）

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
齿轮减速机	收入	1636.75	2200.00	2832.50
	YOY	16.80%	34.41%	28.75%
	成本	1155.11	1551.00	1982.75
摆线针轮减速机	毛利率	29.43%	29.50%	30.00%
	收入	429.46	465.00	502.50
	YOY	1.52%	8.28%	8.06%
GNORD 减速机	成本	340.01	367.35	394.46
	毛利率	20.83%	21.00%	21.50%
	收入	23.63	150.00	330.00
配件	YOY	-	534.79%	120.00%
	成本	17.41	110.55	240.90
	毛利率	26.32%	26.30%	27.00%
其他	收入	68.29	81.95	94.24
	YOY	34.19%	20.00%	15.00%
	成本	43.54	52.45	60.31
合计	毛利率	36.24%	36.00%	36.00%
	收入	25.95	31.14	35.81
	YOY	26.77%	20.00%	15.00%
	成本	10.42	12.46	14.32
	毛利率	59.85%	60.00%	60.00%
	收入	2184.08	2928.09	3795.05
	YOY	15.21%	34.07%	29.61%
	成本	1566.49	2093.80	2692.75
	毛利率	28.28%	28.49%	29.05%
资料来源：Wind，国元证券研究所				

国茂股份是国内通用减速机领域的绝对龙头，将充分受益于减速机行业的国产替代及集中度的提升。根据行业属性、应用领域，我们将国产谐波减速器龙头绿的谐波、国内机械密封件龙头中密控股、国产工程机械零部件龙头恒立液压作为可比公司，2021-2023 年三家公司的平均 PE 为 58.53/28.65/22.50。公司在巩固传统通用减速机业务的基础上逐步向专用（工程机械等）、高端（“捷诺”品牌）领域拓展，结合公司下游需求呈现“东方不亮西方亮”的特点，未来公司业绩将维持较高的增速且确定性高。我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 29.28/37.95/48.97 亿元，同比增长 34.07%/29.61%/29.03%。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 4.87/6.40/8.40 亿元，同比增长 35.68%/31.29%/31.32%，对应 2021-2023 年的 EPS 分别为 1.03/1.35/1.78 元，当前股价对应 PE 分别为 28.5/21.7/16.5 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表 12：相对估值表

公司简称	EPS				PE			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
绿的谐波	0.68	-	2.36	3.22	215.00	109.77	44.57	32.64
中密控股	1.07	1.44	1.77	2.12	44.38	26.19	21.26	17.73
恒立液压	1.73	-	2.48	2.92	65.45	39.64	20.13	17.13
平均值	1.16	-	2.20	2.75	108.28	58.53	28.65	22.50
国茂股份	0.76	1.03	1.35	1.78	38.71	28.51	21.72	16.54

资料来源：Wind，国元证券研究所

5. 风险提示

原材料价格上涨、产能释放不及预期、宏观经济下滑、市场竞争格局恶化。

财务预测表

资产负债表					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2548.18	2927.89	3301.72	4090.49	5077.67
现金	759.27	1102.47	950.86	1694.58	2551.80
应收账款	198.38	228.93	287.46	280.15	281.27
其他应收款	0.89	0.74	0.00	0.00	0.00
预付账款	4.84	12.16	11.88	18.09	21.40
存货	370.22	454.40	689.95	815.96	1014.47
其他流动资产	1214.58	1129.19	1361.56	1281.70	1208.73
非流动资产	794.76	1075.12	1266.30	1334.16	1391.48
长期投资	25.23	26.20	100.00	100.00	100.00
固定资产	422.90	689.59	854.96	961.91	1030.41
无形资产	128.72	144.70	146.68	150.02	153.89
其他非流动资产	217.91	214.63	164.66	122.23	107.18
资产总计	3342.94	4003.01	4568.01	5424.64	6469.15
流动负债	1070.44	1434.48	1607.60	1907.63	2246.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	293.02	330.23	450.00	578.94	742.22
其他流动负债	777.43	1104.25	1157.60	1328.69	1503.78
非流动负债	22.50	28.18	52.33	47.44	42.59
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	22.50	28.18	52.33	47.44	42.59
负债合计	1092.94	1462.66	1659.93	1955.07	2288.59
少数股东权益	0.00	7.16	8.12	9.39	11.02
股本	463.33	472.55	472.55	472.55	472.55
资本公积	1113.95	1208.75	1208.75	1208.75	1208.75
留存收益	672.71	939.17	1308.66	1868.89	2578.24
归属母公司股东权益	2249.99	2533.18	2899.96	3460.19	4169.55
负债和股东权益	3342.94	4003.01	4568.01	5424.64	6469.15

现金流量表					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	300.22	413.26	386.54	871.62	1040.96
净利润	283.76	360.05	488.59	641.40	842.12
折旧摊销	57.20	68.19	90.82	114.93	136.21
财务费用	-8.08	-6.08	-9.80	-7.68	-8.70
投资损失	-10.94	-38.40	-37.00	-35.00	-30.00
营运资金变动	-40.88	-2.41	-170.67	136.73	99.30
其他经营现金流	19.16	31.90	24.60	21.23	2.02
投资活动现金流	-1095.53	154.80	-335.86	-155.66	-161.30
资本支出	81.44	269.68	180.00	180.00	180.00
长期投资	1014.29	-437.42	83.80	0.00	0.00
其他投资现金流	0.19	-12.95	-72.06	24.34	18.70
筹资活动现金流	802.80	-27.42	-202.29	27.77	-22.44
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	84.38	9.22	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	715.62	94.80	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	2.80	-131.44	-202.29	27.77	-22.44
现金净增加额	7.44	540.75	-151.61	743.72	857.22

利润表					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1895.73	2184.08	2928.09	3795.05	4896.81
营业成本	1347.79	1566.49	2093.80	2692.75	3452.18
营业税金及附加	16.21	16.31	20.50	26.57	34.28
营业费用	109.38	74.85	96.63	123.34	156.70
管理费用	45.47	70.39	93.70	117.65	146.90
研发费用	66.78	78.29	104.07	134.79	171.02
财务费用	-8.08	-6.08	-9.80	-7.68	-8.70
资产减值损失	-6.61	-3.40	-5.00	-6.00	-7.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.94	38.40	37.00	35.00	30.00
营业利润	318.14	410.84	560.19	736.65	968.43
营业外收入	9.41	4.81	4.00	4.00	4.00
营业外支出	0.09	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	327.47	415.64	564.19	740.65	972.43
所得税	43.71	55.59	75.60	99.25	130.31
净利润	283.76	360.05	488.59	641.40	842.12
少数股东损益	0.00	0.92	0.96	1.26	1.63
归属母公司净利润	283.76	359.13	487.63	640.14	840.49
EBITDA	367.26	472.95	641.21	843.90	1095.94
EPS(元)	0.61	0.76	1.03	1.35	1.78

主要财务比率					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	7.31	15.21	34.07	29.61	29.03
营业利润(%)	31.50	29.13	36.35	31.50	31.46
归属母公司净利润(%)	30.13	26.56	35.78	31.28	31.30
盈利能力					
毛利率(%)	28.90	28.28	28.49	29.05	29.50
净利率(%)	14.97	16.44	16.65	16.87	17.16
ROE(%)	12.61	14.18	16.82	18.50	20.16
ROIC(%)	113.49	105.91	80.32	122.64	179.94
偿债能力					
资产负债率(%)	32.69	36.54	36.34	36.04	35.38
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	2.38	2.04	2.05	2.14	2.26
速动比率	2.01	1.71	1.60	1.69	1.78
营运能力					
总资产周转率	0.69	0.59	0.68	0.76	0.82
应收账款周转率	8.35	7.75	8.84	10.54	13.60
应付账款周转率	5.30	5.03	5.37	5.23	5.23
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.76	1.03	1.35	1.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.87	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	4.76	5.36	6.14	7.32	8.82
估值比率					
P/E	48.99	38.71	28.51	21.72	16.54
P/B	6.18	5.49	4.79	4.02	3.33
EV/EBITDA	33.14	25.73	18.98	14.42	11.11

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内，股价涨幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内，股价涨幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内，行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188