

机械、汽车

报告原因: 调研简报

2010年8月9日

市场数据: 2010年8月6日

收盘价	15.8
52周内高	37.98
52周内低	6.20
总市值(百万元)	2792.00
流通市值(百万元)	1163.25

## 东力传动 (002164)

茁壮成长当中的齿轮业“小巨人”

买入

首次评级

公司研究/调研报告

盈利预测:

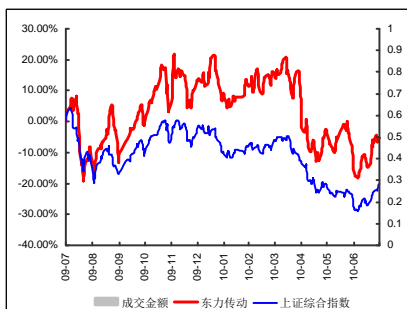
单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率 (%)	毛利率	净利润	增长率 (%)	每股收益	市盈率
2008	527	34%	34%	83	49%	0.46	32
2009	534	1%	33%	82	-2%	0.46	33
2010E	695	30%	34%	102	25%	0.57	26
2011E	972	40%	34%	149	46%	0.83	18

### 投资要点:

- ◆ **盈利能力突出的机械基础件制造商。** 公司是国内工业齿轮的领先生产厂商之一，在冶金用齿轮箱方面占有率 10% 左右位居市场第一。相比众多的机械行业企业，公司的盈利能力较为突出，近 3 年公司的毛利率都保持在 33% 左右，远高于行业 20% 左右的毛利水平。究其原因，民营企业特有的成本控制能力、较强的产品优化设计能力、以及较高的关键零部件自制能力都使得公司在盈利水平方面领先于行业。
- ◆ **一季度业绩处于低谷，后续业绩将会逐步回升。** 一季度由于大型重载齿轮生产线搬迁所引起的搬迁费用，以及 IPO 项目完工后财务费用资本化率降低等因素造成管理费用、财务费用大增（同期增长分别高达 59%、268%），大幅度影响了业绩。10 年未来几个季度，部分费用将会逐步减少，费用率水平将会恢复到正常水平。同时，一季度由于公司所确定的收入大部分是 09 年 4 季度的订单，而去年由于处于行业性低谷订单价格相对来说都较低，因此也影响了一季度收入的增长水平。而公司 10 年以来随着整体行业的复苏，公司的订单价格水平恢复比较迅速，因此公司未来收入仍将保持较快增长。
- ◆ **扩产模块化减速电机目标直指高端外资品牌替代。** 模块化减速电机一直是公司的拳头产品之一，在技术水平上处于领先地位。但高端市场上外资品牌 SEW、Flender 却占据了较大份额（这两家企业在中国有生产基地，销量是公司的 8 倍左右）。公司产品在技术水平上已与他们基本处在同一水平，但价格较他们便宜 20% 以上，因此公司产品优势明显。但由于公司此块儿业务产能一直较小，因此没有大力拓展较大的客户。同时，公司即使扩产后，产能水平相比上述两家外资企业仍然较低，因此我们认为公司此次增发扩产项目的投资可行性较高。

### 一年股价走势



分析师  
张旭

联系人

白宇

010-82190365

Email: baiyu@sxzq.com

MSN: ericbai1982@yahoo.com.cn

张小玲

0351-8686990

010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

- ◆ **风电齿轮箱仍然属于紧俏产品。**虽然未来两年风电投资相比前两年有所下降，并且风电主机行业产能较为过剩，但是我们认为公司此次增发募投的风电齿轮箱业务仍然有较好的前景。首先，作为风电主机的核心零部件之一，风电齿轮箱行业的产能仍然较小，目前行业只有南高齿、重庆齿轮和杭州前进齿轮这三家龙头企业的产能达到千台以上（分别为 3000、1000、1000，这三家目前的总计市场占有率有 70% 以上），其余企业的产能仍然较小。并且由于大型齿轮技术壁垒较高，拟进入企业也都是机械行业的龙头（二重、太重、大连重工、内蒙古一机集团等），这些企业都有稳定的主营，因此其风电齿轮扩产速度都较为稳健。粗略估计，到 2012 年风电主机年需求达到 11300MW，按平均风电齿轮箱 1.0MW 计算，风电齿轮箱行业的产能仍然较为短缺。
- ◆ **投资策略。**我们预计公司 10 年、11 年收入分别增长 30%、40%，每股收益分别为：0.57、0.83 元（未摊薄），对应动态 PE 分别为 26、18 倍。目前公司估值在中小板机械企业中已经处于较低水平，安全边际较高，另外公司未来两年仍处于较快的成长期，因此我们首次给予公司“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**宏观政策继续紧缩导致投资下滑严重，冶金产业投资继续缩减。

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	392.48	527.24	534.29	694.58	972.41	1264.14
减: 营业成本	240.03	345.84	358.71	458.42	646.65	840.65
营业税金及附加	3.12	3.77	3.35	4.35	6.09	7.92
营业费用	28.19	32.83	30.67	41.67	58.34	75.85
管理费用	46.01	48.88	45.26	59.04	82.66	107.45
财务费用	9.30	8.31	6.44	10.59	3.14	2.78
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	61.57	83.98	84.94	120.50	175.53	229.49
加: 其他非经营损益	9.11	17.78	11.55	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	70.67	101.76	96.49	120.50	175.53	229.49
减: 所得税	14.70	18.37	14.44	18.08	26.33	34.42
<b>净利润</b>	55.97	83.39	82.06	102.43	149.20	195.06
减: 少数股东损益	-0.05	0.00	-0.26	-0.33	-0.48	-0.62
<b>归属母公司股东净利润</b>	56.02	83.39	82.32	102.75	149.68	195.69
每股收益(EPS)	0.311	0.463	0.457	0.571	0.832	1.087

### 投资评级的说明：

——报告发布后的6个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。