

机械、汽车

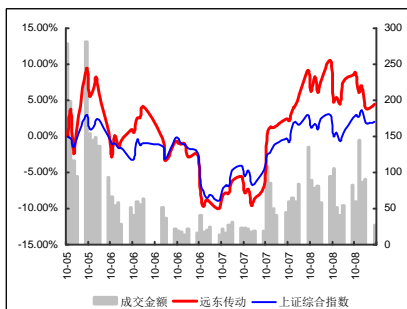
报告原因: 中报点评

2010年8月23日

市场数据: 2010年8月20日

| | |
|-----------|---------|
| 收盘价 | 25.86 |
| 52周内高 | 27.86 |
| 52周内低 | 21.80 |
| 总市值(百万元) | 4835.82 |
| 流通市值(百万元) | 1215.42 |

一年股价走势



研究员

白宇

执业证书编号: S0760210080006

电话: 010-82190365

Email: baiyu@sxzq.com

MSN: ericbai1982@yahoo.com.cn

联系人

张小玲

孟军

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

远东传动 (002406)

增持

受益整车行业扩张, 产能陆续释放增厚公司业绩

首次评级

公司研究/点评报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

| | 营业收入 | 增长率 | 毛利率 | 净利润 | 净利润增长 | 每股收益 | 市盈率 |
|-------|------|-----|-----|-----|-------|------|-----|
| 2008A | 606 | 15% | 28% | 94 | 26% | 0.50 | 52 |
| 2009A | 617 | 2% | 33% | 131 | 40% | 0.70 | 37 |
| 2010E | 1017 | 65% | 35% | 222 | 70% | 1.19 | 22 |
| 2011E | 1323 | 30% | 35% | 298 | 34% | 1.60 | 16 |

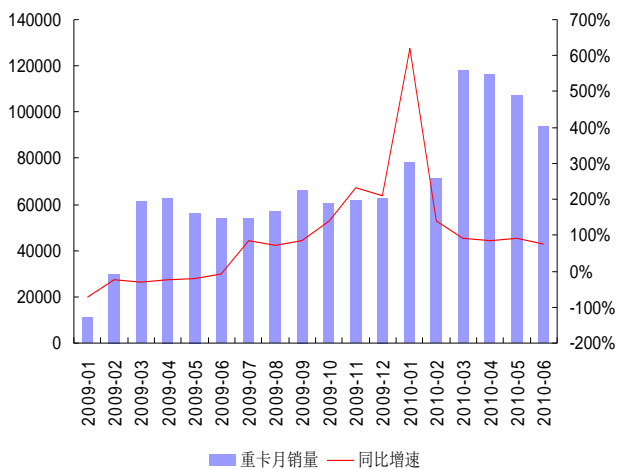
投资要点:

- ◆ **受益重卡、工程机械爆发, 上半年业绩大幅增长。**上半年公司主要下游重卡、装载机、汽车用起重机分别同比累计增长 113%、54%、49%, 在此带动下公司上半年营业收入同比增长 88.15%, 净利润同比增长 64%, 业绩增长靓丽。公司重卡和工程机械业务收入占比分别达到 38%、24%, 较 09 年年报分别上升 1.2 和 3 个百分点。上半年, 由于与下游主机厂商合作研发多项产品, 公司研发费用大增, 管理费用达到了 0.27 亿元, 同比增长 141%。
- ◆ **毛利率继续增长并将维持高位。**上半年公司产品的综合毛利率达到 35.4%, 较 09 年的 32.8% 继续上升。毛利率上升主要有以下几个原因: 1) 公司产品中重卡和工程机械的毛利较高, 而上半年受益下游增长, 公司重卡和工程机械用传动轴产品在总产品中的占比大增。2) 产销规模增大使得规模效应进一步体现, 单位产品折旧摊销成本降低, 原材料采购折扣加大。3) 公司产品毛坯件的自配率提升。公司募投项目中兴锻造已经开始对公司部分供货, 这使得目前公司毛坯件的自配率上升到 60% 左右降低了成本。我们认为下半年公司毛利率将会继续维持高位: 首先, 钢材价格有望较上半年平均水平继续下降; 其次, 公司毛坯自配率仍将继续上升。因此, 虽然下半年公司重卡和工程机械产品占比有可能下滑, 但其不会大幅度影响毛利率。
- ◆ **未来两个季度重卡及工程机械行业面临增速下滑的情况。**随着国内经济整体增速的下降, 下半年重卡及工程机械的销量增速将面临一定的压力, 因此公司业绩的增长有可能不会像上半年这样靓丽。公司是商用车非等速传动轴的领军企业, 市场占有率在细分行业内排名第一, 产品质量及技术实力较为雄厚。公司目前是北汽福田、安徽华菱、陕西汽车等企业的主要供货商, 但一汽、东风、重汽这三家行业龙头对公司的采购量较小。公司目前已经与东风传动轴商谈成立了合资公司,

未来公司对东风的供货有可能进一步加大。新客户的拓展一定程度上将减缓行业下滑对公司的影响。同时，公司配套轻卡、皮卡、大中客业务的增长将会较为平稳，这也会帮助公司有效抵御重卡和工程机械下游增速的下滑。

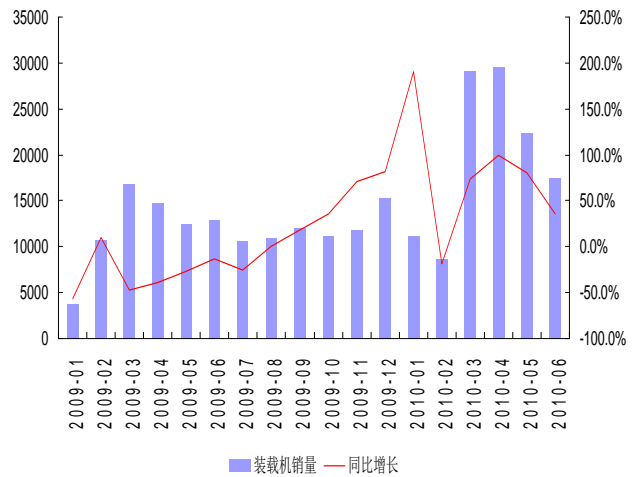
- ◆ **非等速传动轴领域产能仍然紧张，乘用车等速传动轴是更广阔的市场。**目前汽车行业尤其是商用车虽然已经进入了短周期的下行阶段，销量增速下滑明显，但从长周期的角度看行业仍然处于增长期，未来五年保持年均 10% 以上增长的确信性较高。目前汽车整车厂商产能扩张依然比较活跃，公司在山东的 50 万根非等速传动轴项目已经接到了众多当地企业的意向订单。目前乘用车等速传动轴市场一直是由合资品牌如上汽纳铁福等公司占据，国内企业因缺乏自主技术而鲜有突破。公司已经开始在等速传动轴上进行研发投入，未来如有技术上的突破的话，将带公司进入更广阔的市场空间。
- ◆ **投资策略。**我们预计公司 10 年、11 年主营收入分别增长 65%、30%，对应 EPS：1.2、1.6 元，目前公司股价的动态市盈率 22 倍，我们认为以公司的成长性，目前公司股价安全边际较高。我们首次覆盖公司，给予“**增持**”评级。

图表 1：重卡行业销量增长情况



资料来源：山西证券研究所

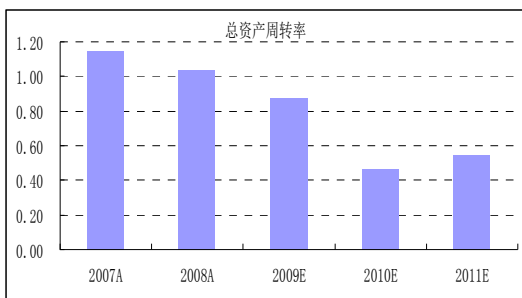
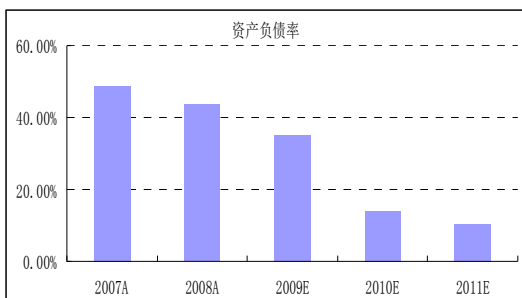
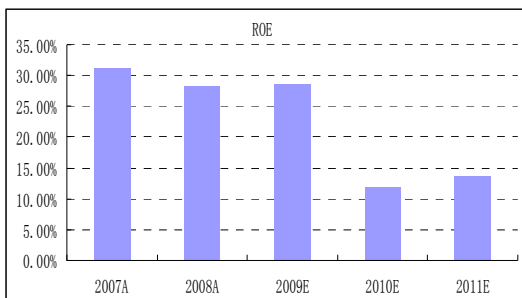
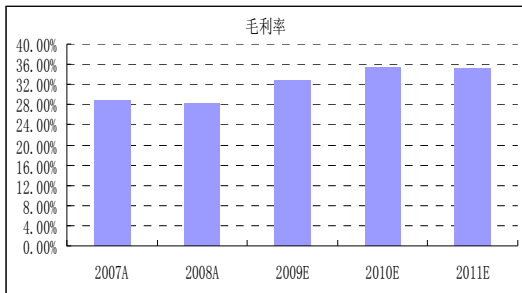
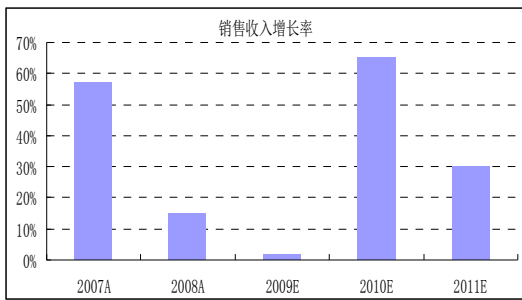
图表 2：装载机行业销量增长情况



资料来源：山西证券研究所



报表预测



| 利润表 | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 528.25 | 606.03 | 616.65 | 1017.47 | 1322.72 |
| 减: 营业成本 | 376.36 | 433.84 | 414.31 | 657.29 | 859.77 |
| 营业税金及附加 | 3.20 | 3.11 | 3.20 | 5.28 | 6.86 |
| 营业费用 | 34.07 | 34.40 | 38.72 | 61.05 | 79.36 |
| 管理费用 | 12.60 | 21.66 | 22.25 | 55.96 | 72.75 |
| 财务费用 | 5.45 | 5.20 | 6.84 | -12.10 | -29.49 |
| 资产减值损失 | 5.35 | 0.88 | 0.46 | 0.00 | 0.00 |
| 加: 投资收益 | 4.34 | 4.63 | 5.61 | 10.00 | 15.00 |
| 营业利润 | 95.56 | 111.58 | 136.48 | 259.99 | 348.47 |
| 加: 其他非经营损益 | 10.85 | 2.69 | 17.25 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 106.41 | 114.26 | 153.73 | 259.99 | 348.47 |
| 减: 所得税 | 32.19 | 20.67 | 23.13 | 37.50 | 50.02 |
| 净利润 | 74.22 | 93.59 | 130.60 | 222.49 | 298.45 |
| 减: 少数股东损益 | 0.49 | -0.03 | -0.04 | -0.06 | -0.08 |
| 归属母公司股东净利润 | 73.73 | 93.62 | 130.63 | 222.55 | 298.53 |

| 资产负债表 | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 货币资金 | 34.08 | 89.53 | 104.00 | 1254.32 | 1366.88 |
| 应收和预付款项 | 222.43 | 208.74 | 256.94 | 454.65 | 471.72 |
| 存货 | 49.50 | 67.37 | 67.95 | 109.63 | 122.65 |
| 长期股权投资 | 32.93 | 59.99 | 70.03 | 80.03 | 95.03 |
| 固定资产和在建工程 | 102.42 | 126.40 | 172.66 | 264.03 | 343.80 |
| 无形资产和开发支出 | 21.16 | 34.10 | 33.15 | 29.53 | 25.90 |
| 资产总计 | 462.52 | 586.12 | 704.73 | 2192.19 | 2425.98 |
| 短期借款 | 33.00 | 90.00 | 120.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 179.44 | 152.57 | 121.45 | 299.37 | 245.38 |
| 长期借款 | 7.66 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他负债 | 6.30 | 13.25 | 6.88 | 6.88 | 6.88 |
| 负债合计 | 226.40 | 255.82 | 248.33 | 306.25 | 252.26 |
| 股本 | 140.00 | 140.00 | 140.00 | 187.00 | 187.00 |
| 资本公积 | 80.64 | 81.24 | 90.73 | 1258.73 | 1258.73 |
| 留存收益 | 15.31 | 108.92 | 225.56 | 440.16 | 728.02 |
| 归属母公司股东权益 | 235.94 | 330.16 | 456.29 | 1885.89 | 2173.75 |
| 少数股东权益 | 0.17 | 0.14 | 0.11 | 0.05 | -0.03 |
| 股东权益合计 | 236.12 | 330.31 | 456.39 | 1885.94 | 2173.72 |
| 负债和股东权益合计 | 462.52 | 586.12 | 704.73 | 2192.19 | 2425.98 |

| 现金流量表 | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
|---------------|--------------|--------------|-------------|----------------|---------------|
| 经营性现金流量 | 50.57 | 59.18 | 83.24 | 167.18 | 209.73 |
| 投资性现金流量 | -83.10 | -83.32 | -61.89 | -116.00 | -116.00 |
| 筹资性现金流量 | 54.46 | 52.40 | -13.59 | 1099.14 | 18.82 |
| 现金流量净额 | 21.94 | 28.26 | 7.76 | 1150.33 | 112.56 |

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。