

公司研究

新股研究

建议询价区间： 6.45-8.11 元

国内涉及产业领域最广的齿轮企业

——杭齿前进(601177)新股研究

核心观点

询价结论:

根据我们的盈利预测,公司 2010-2012 年业绩按发行后股本计算为 0.23、0.27、0.32 元/股。我们给予公司 2010 年每股收益 28-35 倍 PE 为询价依据,建议网下询价区间为 6.49-8.11 元。

主要依据:

公司产品领域广、抗风险能力强。生产销售的产品覆盖了船舶、工程机械、汽车、风力发电、农机、水泥、电力、冶金、矿山等行业,受单个行业的影响相对较小,避免了单一领域产品带来的市场周期性波动风险。同时公司产品的多领域性带来了产品开发技术的相互交流和嫁接,有利于提升技术创新能力,形成宽广的产品设计平台;制造和采购资源共享有利于降低产品的制造成本;营销和服务网络的共享在扩大企业形象的同时减少公司经营费用支出。这些因素的叠加体现出公司独特的综合竞争优势和较强的抗风险能力。

船用齿轮箱。公司在船用齿轮箱领域始终保持领先地位,2009 年船用齿轮箱国内市场占有率第一,达到 65.5%。产品应用范围包括高速客轮、渔业捕捞、工程作业船舶、运输船、舰船以及其它船舶辅机等多种应用场合,具有很高的产品品牌声誉。

工程机械变速箱。公司在国内工程机械变速箱的市场占有率近五年稳定在 20%左右,为国内工程机械变速箱行业内市场占有率最高的企业,是最大的工程机械变速箱专业、独立供货商。

风电增速箱。公司是国内最早生产风电增速箱的厂家,吸收国外先进技术开发的 FZ 系列 250kW - 1500kW 多种规格、结构的风电增速箱,已先后投入国内大型风电场运行。近年来分别获得 GE、GAMESA、ZOLLERN 等国外著名风电公司信赖,为其定制加工齿轮传动产品。

汽车变速器。公司注重汽车业的细分市场,在特种车辆、自卸车、大型客车等领域占有一定的市场份额,在整个重型车市场占有率为 3%左右。未来公司将重点发展高技术、高附加值的中重型汽车变速器,满足重型车市场在 280 马力 - 350 马力的需求,稳固目前的中重型车市场。在引进或合作的基础上,研究开发 AMT 和 AT 汽车自动变速器产品。

风险提示:

宏观经济周期性波动的风险;市场竞争的风险;市场开拓的风险;主要原材料价格波动的风险。

基础数据

| | |
|-----------|-----------|
| 总股本(万股) | 29906 |
| 流通A股(万股) | |
| 总市值(亿元) | |
| 总资产(亿元) | 23 |
| 每股净资产(元) | 2.50 |
| 建议询价区间(元) | 6.45-8.11 |

财务数据与估值

| | 2009A | 2010E | 2011E | 20121E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入(百万) | 1795 | 1975 | 2271 | 2657 |
| 同比增速(%) | 1.54% | 10.00% | 15.00% | 17.00% |
| 净利润(百万) | 98 | 105 | 122 | 145 |
| 同比增速(%) | 16.72% | 7.74% | 15.87% | 19.48% |
| EPS(元) | 0.29 | 0.23 | 0.27 | 0.32 |

研究员: 李元

电话: 010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940207080086

联系人: 刘芬

电话: 010-84183215

Email: liufen@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

一、本次发行一般情况

表 1：公司发行基本情况

| | |
|----------|-------------------|
| 公司 | 杭州前进齿轮箱集团股份有限公司 |
| 公司简称 | 杭齿前进 |
| 发行地 | 上海证券交易所 |
| 发行日期 | 2010-09-27 |
| 申购代码 | 601177 |
| 发行股数 | 10100 万股 |
| 每股发行价 | 通过向询价对象询价方式确定发行价格 |
| 发行方式 | 网下与网上 |
| 发行后总股本 | 40006 万股 |
| 发行前每股净资产 | 2.8 元 |

资料来源：国都证券、上市公司招股意向书

二、公司基本情况

1、公司概况

公司是我国齿轮行业产品应用领域最广、船舶和工程机械传动装置销售规模最大、最具综合竞争力的国家高新技术企业。公司多年专注于齿轮传动装置和摩擦材料及摩擦片的研究和开发，拥有深厚的技术积淀和多领域的传动装置研发平台，技术水平和研发能力处于行业领先地位。公司生产销售的船用齿轮箱市场占有率多年来位居国内第一；也是国内工程机械行业变速箱占有率最高的企业。公司是国内最早设计制造风电增速箱的企业之一，也是 GB/T19073-2008《风力发电机组齿轮箱》国家标准的起草单位，在风电行业中有较高的知名度。公司“前进”商标被评为“中国驰名商标”，“前进”牌船用齿轮箱被评为“中国名牌”，产品获得客户高度认同。

2、股权结构

表 2：发行前后公司股本结构

| 股东名称 | 发行前股本结构 | | 发行后股本结构 | |
|--------------|-------------|--------|-------------|--------|
| | 股数(股) | 比例(%) | 股数(股) | 比例(%) |
| 萧山国资(SS 注①) | 187,000,000 | 62.53 | 180,056,250 | 45.01 |
| 华融资产(SS) | 60,140,000 | 20.11 | 60,140,000 | 15.03 |
| 东方资产(SS) | 24,860,000 | 8.31 | 24,860,000 | 6.21 |
| 茅建荣等 81 名自然人 | 27,060,000 | 9.05 | 27,060,000 | 6.76 |
| 全国社会保障基金理事会 | — | — | 6,943,750 | 1.74 |
| 本次发行的股份 | — | — | 101,000,000 | 25.25 |
| 合 计 | 299,060,000 | 100.00 | 400,060,000 | 100.00 |

资料来源：公司招股意向书

三、公司经营分析

1、公司收入构成

表 3: 公司主营业务收入构成 (万元)

| 项目 | 2010 年 1-6 月 | | 2009 年度 | | 2008 年度 | | 2007 年度 | |
|--------------|--------------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|
| | 金额(万元) | 比例 (%) | 金额(万元) | 比例 (%) | 金额(万元) | 比例 (%) | 金额(万元) | 比例 (%) |
| 船用齿轮箱产品 | 66,668.55 | 43.32 | 114,033.16 | 50.44 | 92,742.40 | 41.28 | 64,785.05 | 37.13 |
| 工程机械变速箱产品 | 51,909.42 | 33.73 | 58,724.05 | 25.98 | 76,714.44 | 34.14 | 67,070.86 | 38.44 |
| 汽车变速器产品 | 5,052.30 | 3.28 | 9,381.79 | 4.15 | 9,638.08 | 4.29 | 10,697.13 | 6.13 |
| 风电及工业传动 | 4,944.23 | 3.21 | 9,646.62 | 4.27 | 7,177.76 | 3.19 | 3,530.34 | 2.02 |
| 摩擦及粉末冶金产品 | 2,386.66 | 1.55 | 3,462.29 | 1.53 | 3,937.70 | 1.75 | 3,592.39 | 2.06 |
| 锻造件 | 9,873.28 | 6.42 | 14,465.52 | 6.40 | 15,152.46 | 6.74 | 10,598.27 | 6.07 |
| 铸造件 | 10,300.99 | 6.69 | 14,036.09 | 6.21 | 17,621.07 | 7.84 | 12,258.55 | 7.03 |
| 其他 | 2,762.96 | 1.80 | 2,315.29 | 1.02 | 1,702.38 | 0.76 | 1,954.60 | 1.12 |
| 小计 | 153,898.39 | 100 | 226,064.81 | 100 | 224,686.28 | 100 | 174,487.19 | 100 |
| 减: 公司内各分部抵销数 | 33,516.26 | | 50,205.32 | | 52,420.01 | | 34,400.62 | - |
| 合计 | 120,382.13 | | 175,859.49 | | 172,266.28 | | 140,086.57 | |

资料来源: 国都证券、上市公司招股意向书

2、未来公司成长性

表 4: 公司募集资金投向 (万元)

| 项目名称 | 投资总额 | 募集资金投资额 | 预计建设周期 | 项目备案号 |
|--------------------------------------|----------|----------|--------|------------------------|
| 年产 100 套先进船舶推进系统及 800 台高精船用齿轮箱产能扩展项目 | 9,396 | 9,396 | 2 年 | 第 330109090724301900 号 |
| 年产 1.2 万台电液控制工程机械传动装置产能扩展项目 | 22,965.7 | 22,965.7 | 2 年 | 第 330109090723541208 号 |
| 年产 2000 套风电增速箱关键件产能扩展项目 | 38,631.1 | 38,631.1 | 2 年 | 第 330109090724449606 号 |
| 重型及特种车辆自动变速器技术研发项目 | 3,000 | 3,000 | 2 年 | 第 330109090724412707 号 |
| 合 计 | 73,992.8 | 73,992.8 | - | - |

资料来源: 上市公司招股意向书

3、未来公司成长性

公司产品领域广、抗风险能力强。公司是国内齿轮行业中涉及产业领域最广的齿轮传动装置大型企业。生产销售的产品覆盖了船舶、工程机械、汽车、风力发电、农机、水泥、电力、冶金、矿山等行业,受单个行业的影响相对较小,避免了单一领域产品带来的市场周期性波动风险。同时公司产品的多领域性带来了产品开发技术的相互交流和嫁接,有利于提升技术创新能力,形成宽广的产品设计平台;制造和采购资源共享有利于降低产品的制造成本;营销和服务网络的共享在扩大企业形象的同时减少公司经营费用支出。这些因素的叠加体现出公司独特的综合竞争优势和较强的抗风险能力。

船用齿轮箱。公司在船用齿轮箱领域始终保持领先地位，2009 年船用齿轮箱国内市场占有率第一，达到 65.5%。杭齿集团船用产品的传递能力覆盖小型内河航运到远洋运输船舶的动力主推进系列，产品应用范围包括高速客轮、渔业捕捞、工程作业船舶、运输船、舰船以及其它船舶辅机等多种应用场合，具有很高的产品品牌声誉。

工程机械变速箱。公司在国内工程机械变速箱的市场占有率近五年稳定在 20% 左右，为国内工程机械变速箱行业内市场占有率最高的企业，是最大的工程机械变速箱专业、独立供货商。公司产品覆盖工程机械中装载机、平地机、推土机、压路机等许多领域。在 2009 年国内工程机械细分市场中，13.18% 的装载机、31.97% 的压路机、62.73% 的平地机均是由公司配套销售的，公司产品具有较高的品牌声誉。

风电增速箱。公司是国内最早生产风电增速箱的厂家，负责起草 GB/T19073-2008 《风力发电机组齿轮箱》国家标准。公司吸收国外先进技术开发的 FZ 系列 250kW - 1500kW 多种规格、结构的风电增速箱，已先后投入国内大型风电场运行。近年来分别获得 GE、GAMESA、ZOLLERN 等国外著名风电公司信赖，为其定制加工齿轮传动产品。

汽车变速器。杭齿集团具有多年的车辆齿轮变速器研制与生产经验。作为各大汽车生产厂家的齿轮箱专业配套企业，公司与东风公司、重汽集团、郑州宇通和厦门金旅等均有长期的业务合作。公司注重汽车业的细分市场，在特种车辆、自卸车、大型客车等领域占有一定的市场份额，在整个重型车市场占有率为 3% 左右。未来公司将重点发展高技术、高附加值的中重型汽车变速器，满足重型车市场在 280 马力 - 350 马力的需求，稳固目前的中重型车市场。在引进或合作的基础上，研究开发 AMT 和 AT 汽车自动变速器产品。

四、风险因素

宏观经济周期性波动的风险。公司所处的齿轮行业为船舶、工程机械、汽车、风电等装备制造业配套的机械零部件行业，其发展与宏观经济形势具有较强的相关性。如果宏观经济发展较快，会不断提高对运输、基础设施建设、能源等的需求，相应会增加对齿轮箱等配套产品的需求；反之则有可能抑制需求。因此，公司的营业业绩有可能受到宏观经济周期性波动的影响。

市场竞争的风险。公司是中国齿轮行业产品应用领域最广、最具综合竞争力的大型骨干企业，在规模、技术、设备、营销和管理等方面具有整体竞争优势。公司在船用齿轮箱和工程机械变速箱领域已拥有很高的市场占有率。但近年来国外齿轮制造公司纷纷在中国设厂，可能会对公司高端产品的市场份额造成挤压，引起行业内的竞争，将可能导致公司利润率水平降低和市场占有率下滑。

市场开拓的风险。公司具有船用齿轮箱及可调螺旋桨、工程机械变速箱及驱动轿、汽车变速器及特种车辆变速器、工业齿轮箱、风电增速箱、农业机械变速箱、摩擦材料及摩擦片、大型精密齿轮等十大类千余种产品的开发设计和批量生产能力，广泛配套各种动力传动装置。为充分发挥自身技术和市场网络优势，实现产业延伸和拓展，公司在巩固现有市场地位和继续扩大市场份额的同时，正在积极开拓 1.5MW 级以上的风电增速箱和先进的船舶推进系统；搭建工程机械产品桥箱合一的市场开发平台。这些策略都

将为公司销售带来巨大的增长空间，如果未来国家对相关产业政策作重大调整、可能会影响公司市场开拓和发展，并进一步对公司经营业绩的增长产生不利影响。

主要原材料价格波动的风险。公司生产所需的主要原材料是生铁、钢材及其制品。目前国内众多生产厂家供应上述原材料，价格透明度高，货源充足，能够充分满足生产需求。上述原材料价格主要受到其上游冶金行业发展状况的影响，如果生铁和钢材价格波动，则将对公司的成本控制造成不利影响。

五、公司盈利预测

表 6: 2010-2012 年盈利预测 (单位: 百万元)

| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1795 | 1975 | 2271 | 2657 |
| 营业成本 | 1388 | 1538 | 1765 | 2066 |
| 营业税金及附加 | 11 | 11 | 13 | 15 |
| 营业费用 | 51 | 55 | 64 | 75 |
| 管理费用 | 212 | 220 | 258 | 300 |
| 财务费用 | 26 | 30 | 34 | 36 |
| 资产减值损失 | 10 | 14 | 12 | 13 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 3 | 1 | 2 | 1 |
| 营业利润 | 100 | 107 | 126 | 153 |
| 营业外收入 | 13 | 15 | 14 | 14 |
| 营业外支出 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 111 | 119 | 138 | 165 |
| 所得税 | 14 | 14 | 16 | 20 |
| 净利润 | 98 | 105 | 122 | 145 |
| 少数股东损益 | 12 | 12 | 15 | 17 |
| 归属母公司净利润 | 85 | 93 | 107 | 128 |
| EBITDA | 203 | 234 | 282 | 332 |
| EPS (元) | 0.29 | 0.23 | 0.27 | 0.32 |

资料来源: 国都证券

六、估值定价以及投资建议

根据我们的盈利预测，公司 2010-2012 年业绩按发行后股本计算为 0.23、0.27、0.32 元/股。我们给予公司 2010 年每股收益 28-35 倍 PE 为询价依据，建议网下询价区间为 6.49-8.11 元。

国都证券投资评级

| 国都证券行业投资评级的类别、级别定义 | | |
|--------------------|----|-----------------------------|
| 类别 | 级别 | 定义 |
| 短期评级 | 推荐 | 行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数 |
| | 中性 | 行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数 |
| | 回避 | 行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数 |
| 长期评级 | A | 预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平 |
| | B | 预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平 |
| | C | 预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平 |

| 国都证券公司投资评级的类别、级别定义 | | |
|--------------------|------|-------------------------|
| 类别 | 级别 | 定义 |
| 短期评级 | 强烈推荐 | 预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上 |
| | 推荐 | 预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间 |
| | 中性 | 预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间 |
| | 回避 | 预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上 |
| 长期评级 | A | 预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平 |
| | B | 预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致 |
| | C | 预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平 |

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

| 研究员 | 研究领域 | E-mail | 研究员 | 研究领域 | E-mail |
|-----|-----------|-----------------------|-----|--------------|------------------------|
| 许维鸿 | 研究管理、宏观领域 | xuweihong@guodu.com | 王明德 | 研究管理、农业、食品饮料 | wangmingde@guodu.com |
| 李元 | 机械、电力设备 | liyuan@guodu.com | 巩俊杰 | 交通运输 | gongjunjie@guodu.com |
| 张翔 | 首席策略分析师 | zhangxiang@guodu.com | 吴焯 | 策略研究 | wuxuan@guodu.com |
| 邓婷 | 金融 | dengting@guodu.com | 邹文军 | 房地产 | zouwenjun@guodu.com |
| 徐昊 | 农业、食品饮料 | xuhao@guodu.com | 潘蕾 | 医药 | panlei@guodu.com |
| 曹源 | 策略研究、传媒 | caoyuan@guodu.com | 王招华 | 钢铁 | wangzhaohua@guodu.com |
| 刘芬 | 汽车及零部件 | liufen@guodu.com | 王京乐 | 家电、旅游 | wangjingle@guodu.com |
| 鲁儒敏 | 公用事业 | lurumin@guodu.com | 肖世俊 | 有色金属、新能源 | xiaoshijun@guodu.com |
| 魏静 | 机械 | weijing@guodu.com | 赵宪栋 | 商业贸易 | zhaoxiandong@guodu.com |
| 胡博新 | 医药行业 | huboxin@guodu.com | 姜瑛 | IT | jiangying@guodu.com |
| 刘斐 | 煤炭、基础化工 | liufei@guodu.com | 傅浩 | 建筑建材 | fuhao@guodu.com |
| 王双 | 石化 | wangshuang@guodu.com | 汪立 | 造纸、交通运输 | wangli@guodu.com |
| 李韵 | 纺织服装 | liyun@guodu.com | 吕爱兵 | | lvaiying@guodu.com |
| 姚小军 | 产品设计 | yaoxiaojun@guodu.com | 陈薇 | 衍生品 | chenwei@guodu.com |
| 苏昌景 | 数量研究 | suchangjing@guodu.com | 吴昊 | 宏观经济、固定收益 | wuhao@guodu.com |
| 赵荣杰 | 衍生品 | zhaorongjie@guodu.com | 李春艳 | 基金联络 | lichunyan@guodu.com |