

合理价格区间

6.48-7.68 元

发行基本情况

| | |
|--------|--------------|
| 发行前总股本 | 299,06 万股 |
| 发行数量 | 10,100 万股 |
| 发行后总股本 | 400,06 万股 |
| 控股股东 | 萧山国资 |
| 控股股东持股 | 45.01% (发行后) |

主要财务数据

| 百万元 | 09A | 10E | 11E | 12E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1,795 | 2,002 | 2,320 | 2,502 |
| 净利润 | 85 | 96 | 116 | 123 |
| EPS(元/股) | 0.21 | 0.24 | 0.29 | 0.31 |

研发部

邵明慧

SAC 执业证书编号：S1340210090001

联系人：王博涛

联系电话：010-68858136

wangbotao@cnpsec.com

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

传统产品地位巩固 新产品未来成长可期

——杭齿前进（601177）新股研究报告

摘要：

- 全球制造业的转移拉动我国机械基础件行业快速发展，并成为承接此轮制造业转移的最重要国家。充分的市场竞争推动我国齿轮行业整体水平提升，竞争力增强。齿轮行业产销额排名世界第三。
- **齿轮传动细分行业传统地位优势明显：**公司是国内齿轮行业中配套领域最广的齿轮传动装置大型企业，2009 年公司船用齿轮箱市场占有率达到 65.5%，船用齿轮箱产品国内市场排名第一，地位稳固。同时是国内最大的工程机械变速箱独立供货商，产品广泛应用于工程机械、港口机械、矿山机械、石油机械等领域。公司在国内工程机械变速箱的市场占有率稳定在 20%左右，国内工程机械变速箱行业市场占有率最高，成为国内最大的工程机械变速箱独立供货商，并保持出口量行业第一。
- **新产品技术储备雄厚，看好风电、汽车产品未来发展：**风电增速箱产品有望成为新的增长点，公司是国内最早涉足风力发电机组齿轮箱研发的企业之一，具备 FZ 系列 250kW—1500kW 多种规格、结构的风电增速箱的研发生产能力，看好公司风电核心部件进口替代；技术路线的转型将带动中重型汽车变速箱业绩提升，公司具有同步器式（欧系列）重型汽车变速器产品技术优势，但国内市场特殊的需求，限制了该技术的应用。随着公司技术路线的转型及产品结构的调整，双中间轴式汽车变速器的产品有望快速提升在中重型汽车变速箱市场的份额。
- **长期专注造就卓越研发能力：**公司长期专注于齿轮传动行业主持、参与多项技术标准的制定，显示了公司雄厚的技术实力，成为开拓市场的技术基础。公司产品通过严格认证、品牌获得市场认可，良好的品牌形象助力公司业绩提升。
- **健全营销网络、开拓国内、国外两个外市场：**公司在保持东部沿海经济发达地区主机厂较高销售额的同时，开拓西部地区的青海、新疆等省份市场。并实施“走出去战略”，开拓巴拿马、叙利亚、芬兰、尼日利亚等新的国际新市场。公司拥有相对完善的市场营销及售后服务网络，对产品的销售产生积极影响。
- **盈利预测与估值：**预测 2010-2012 年业务收入分别为 198,178.67、229,679.81 和 249,004.25 万元，摊薄 EPS 分别为 0.24、0.29 和 0.31 元，对应合理股价为 6.48-7.68 元。
- **风险：**齿轮用钢价格上涨及下游行业需求下降导致市场风险。

目 录

| | |
|-----------------------------|----|
| 一、齿轮传动行业技术领先者 | 3 |
| 1.1 公司概况 | 3 |
| 1.2 业务与产品情况 | 3 |
| 1.2 经营概况 | 4 |
| 二、行业分析 | 4 |
| 2.1 全球制造业的转移拉动我国机械基础件行业快速发展 | 4 |
| 2.2 充分的市场竞争推动我国行业整体水平提升 | 5 |
| 2.3 齿轮行业的发展将受益于产业政策支持 | 6 |
| 三、公司分析 | 6 |
| 3.1 公司齿轮传动细分行业地位显赫 | 6 |
| 3.2 长期专注造就卓越研发能力 | 9 |
| 3.3 健全营销网络、开拓国内、国外两个外市场 | 11 |
| 3.4 产品通过严格认证、品牌获得市场认可 | 11 |
| 四、募集项目 | 11 |
| 五、盈利预测和估值 | 12 |
| 5.1 盈利预测 | 12 |
| 5.2 估值 | 13 |
| 5.3 风险提示 | 13 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1：发行前后股权结构 | 3 |
| 图表 2：公司主要产品 | 3 |
| 图表 3：2007~2010 年上半年公司营业收入、利润及增长率 | 4 |
| 图表 4：近年我国齿轮单月产量（吨）及增速 | 5 |
| 图表 5：近年我国通用及专用机械出口交货额及增速 | 5 |
| 图表 6：齿轮进出口金额 | 6 |
| 图表 7：齿轮传动行业销售收入排名 | 6 |
| 图表 8：民用船舶单月产量及增速 | 7 |
| 图表 9：民用船舶单月产量及增速 | 8 |
| 图表 10：进口风电齿轮箱数量及增速 | 9 |
| 图表 11：公司核心技术一览 | 10 |
| 图表 12：公司主持及参与制定的已批准及待批准发布的标准 | 10 |
| 图表 13：公司产品销售市场分布 | 11 |
| 图表 14：募投项目 | 11 |
| 图表 15：公司主要产品销售收入预测 | 12 |
| 图表 16：盈利预测 | 13 |

一、齿轮传动行业技术领先者

1.1 公司概况

公司前身为杭州前进齿轮箱集团有限公司，成立于 1997 年。2008 年，由杭州市萧山区国有资产经营总公司、中国华融资产管理公司和中国东方资产管理公司三家公司作为发起人，以截至 2007 年未经审计的净资产人民币 37,700.02 万元为基数，按 1:0.721485 的比例折为 27,200 万股，杭州前进齿轮箱集团有限公司依法整体变更为股份有限公司。

发行前公司总股本 29,906 万股，主要股东分别是杭州市萧山区国有资产经营总公司、中国华融资产管理公司、中国东方资产管理公司及茅建荣等 81 名自然人。本次拟发行人民币普通股 10,100 万股，占发行后总股本的 25.25%

图表 1：发行前后股权结构

| 股东名称 | 发行前 | | 发行后 | |
|-------------|-------------|---------|-------------|---------|
| | 持股数量（股） | 持股比例（%） | 持股数量（股） | 持股比例（%） |
| 萧山国资 | 187,000,000 | 62.53 | 180,056,250 | 45.01 |
| 华融资产 | 60,140,000 | 20.11 | 60,140,000 | 15.03 |
| 东方资产 | 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 |
| 社会公众持股 | — | — | 101,000,000 | 25.25 |
| 合计 | 299,060,000 | 100.00 | 400,060,000 | 100.00 |

数据来源：招股说明书

1.2 业务与产品情况

公司的主营业务为各类齿轮传动装置、粉末冶金制品和大型精密齿轮的设计、制造和销售。主要产品为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。

图表 2：公司主要产品



船用齿轮箱 工程机械齿轮箱 汽车变速箱 风电齿轮箱



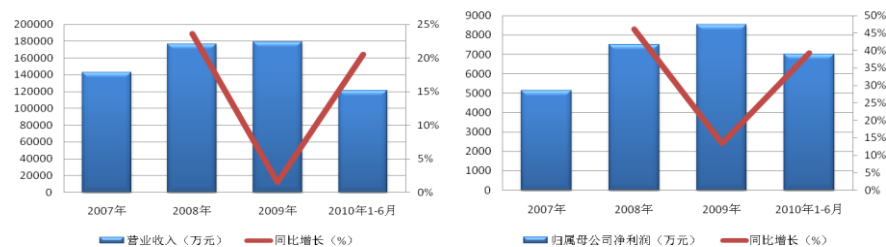
工业传动装置 可调螺旋桨 农用变速箱 粉末冶金制品

数据来源：招股说明书

1.2 经营概况

公司是国内最大的船用齿轮箱、工程机械变速箱制造商，近年来，公司主要产品产销均保持稳定增长，2009 年实现营业收入 179,510.07 万元，实现归属于母公司净利润 8,523.28 万元，三年复合增长率为 28.84%和 22.84%。2010 年上半年实现营业收入和归属于母公司净利润分别为 121,409.17 万元和 7,977.96 万元，

图表 3：2007~2010 年上半年公司营业收入、利润及增长率



数据来源：招股说明书 中邮证券研发部

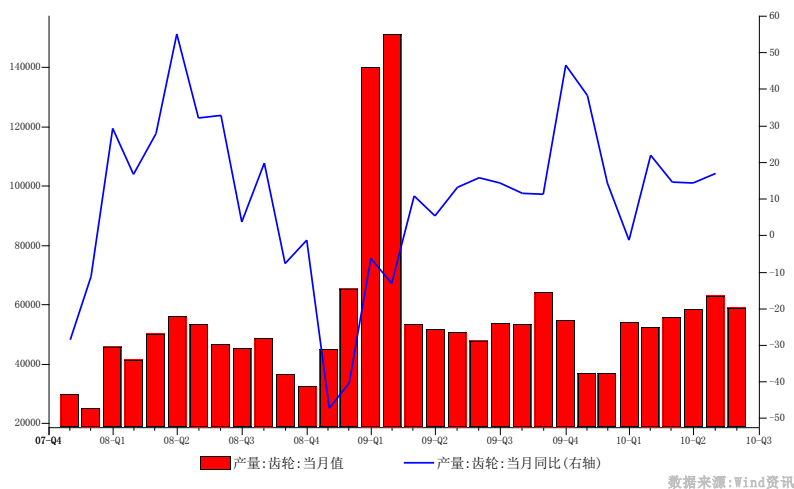
二、行业分析

2.1 全球制造业的转移拉动我国机械基础件行业快速发展

基于比较优势的全球制造业资源配置使得发达国家向发展中国家大规模转移装备制造业，我国成为承接此轮制造业转移的最重要国家，较之于发达国际的人力资源和市场优势以及较之于其他新兴制造业国家的制造业基础和资金、技术条件，逐渐形成了加工、组装环节的比较优势和竞争优势，融入国际产业分工产业链，逐渐成为全球制造业中心，直接拉动了上游基础件行业的快速发展。其中齿轮行业已成为中国机械基础件中规模最大的行业，2005-2009 年中国齿轮制造行业的工业总产值逐年增加，且同比增幅均在 18%以上。2007

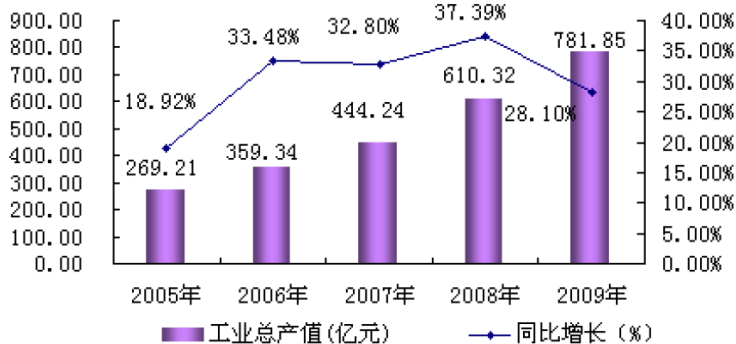
年，行业工业总产值达到 444.24 亿元，同比增长 32.80%；2008 年，行业工业总产值达到 610.32 亿元，同比增长 37.80%；2009 年实现工业总产值 781.85 亿元。

图表 4：近年我国齿轮单月产量（吨）及增速



数据来源: WIND 资讯、中邮证券研发部

图表 5：近年我国通用及专用机械出口交货额及增速



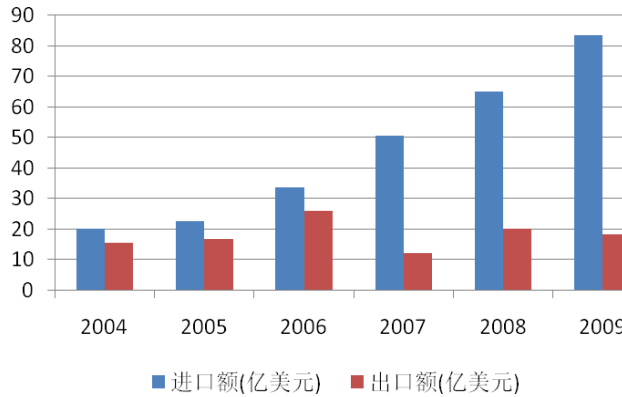
数据来源: 国家统计局、中国齿轮专业协会

2.2 充分的市场竞争推动我国行业整体水平提升

国内齿轮行业竞争激烈，集中度较低，单个企业占整体市场份额较小。2009 年中国齿轮行业内企业达到 1275 家，较上年增加 307 家。同时，经过多年的积累和发展，我国齿轮行业整体水平得到提升、实力增强。2009 年行业资产总额达到 684.52 亿元，近年来齿轮行业的资产增速均保持在 18%以上。目前我国齿轮行业产销额排名世界第三。近几年

随着机械工业的发展，国内企业技术及经验的积累，高端产品的替代效应越来越明显，为具有技术优势的国内企业提供机会。

图表 6: 我国近年齿轮进出口金额



数据来源: 中国齿轮专业协会

2.3 齿轮行业的发展将受益于产业政策支持

我国经济转型及产业升级成为国家发展战略,《汽车产业发展政策》、《国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见》、《装备制造业调整和振兴规划》等政策对装备制造业提出新的要求,同时也给以政策支持。齿轮行业产品是装备制造业中成套设备的重要基础件,齿轮行业的发展也将受益于国家产业政策的支持。

三、公司分析

3.1 公司齿轮传动细分行业地位显赫

公司是国内齿轮行业中配套领域最广的齿轮传动装置大型企业,公司在船舶、工程机械、风电及中重型汽车等细分领域建立起竞争优势,根据中国齿轮专业协会的统计,按照销售收入公司市场排名第四。

图表 7: 齿轮传动行业销售收入排名

| 排名 | 公司 |
|----|--------------------|
| 1 | 陕西法士特汽车传动集团公司 |
| 2 | 南京高精传动设备制造集团有限公司 |
| 3 | 重庆齿轮箱有限责任公司 |
| 4 | 杭州前进齿轮箱集团股份有限公司 |
| 5 | 大连重工起重集团有限公司通用减速机厂 |

| | |
|----|----------------|
| 6 | 万里扬集团有限公司 |
| 7 | 重庆青山工业有限责任公司 |
| 8 | 宁波东力传动设备股份有限公司 |
| 9 | 綦江齿轮传动有限公司 |
| 10 | 泰星减速机股份有限公司 |

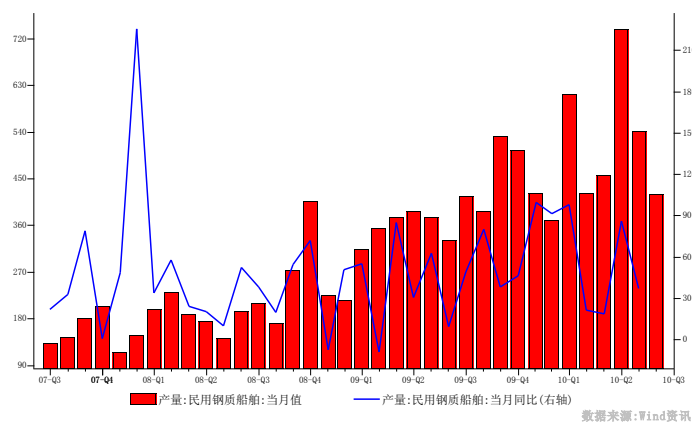
数据来源：中邮证券研发部

3.1.1 船用齿轮箱产品国内市场第一的地位稳固

公司是国内船用齿轮箱行业龙头企业，承担多项船用齿轮箱国家标准的起草和制订任务，具有技术和市场优势。公司具备 10kW - 10000kW 船用齿轮箱的设计开发和制造能力，产品覆盖渔船、运输船、快速船艇、疏浚船舶、特种舰船、海洋工程船舶、远洋大功率船舶等各型船舶，具有广阔的应用范围。市场竞争方面，重庆齿轮侧重于舰船用齿轮箱领域，部分国内民营齿轮传动企业产品定位在低价小功率船用齿轮箱领域，均与公司产品定位有所差别。根据中国机械通用零部件工业协会统计数据，2009 年公司船用齿轮箱市场占有率达到 65.5%，船用齿轮箱产品的国内市场占有率保持第一位。

在船舶推进系统产品方面，公司具备可调螺旋桨、船用齿轮箱、高弹性联轴器的设计制造技术及船舶可调螺旋桨推进系统集成打包供货的能力。传统推进系统采用的是柴油机+齿轮箱+固定螺距螺旋桨（定矩桨），定矩桨对船舶的负载变化不能自动调节、船舶操纵不够灵活。可调螺旋桨技术克服了上述缺点，是目前国际上技术先进、运用广泛的船舶推进系统。目前，国内使用可调桨推进系统还处在起步阶段，可调螺旋桨推进系统主要为国外公司产品。随着我国造船行业水平的提高，高性能船舶制造的比例逐年增加，船用螺旋桨系统的升级换代的进程加快，公司在可调桨推进系统领域将具有广阔的发展空间。

图表 8：民用船舶单月产量及增速

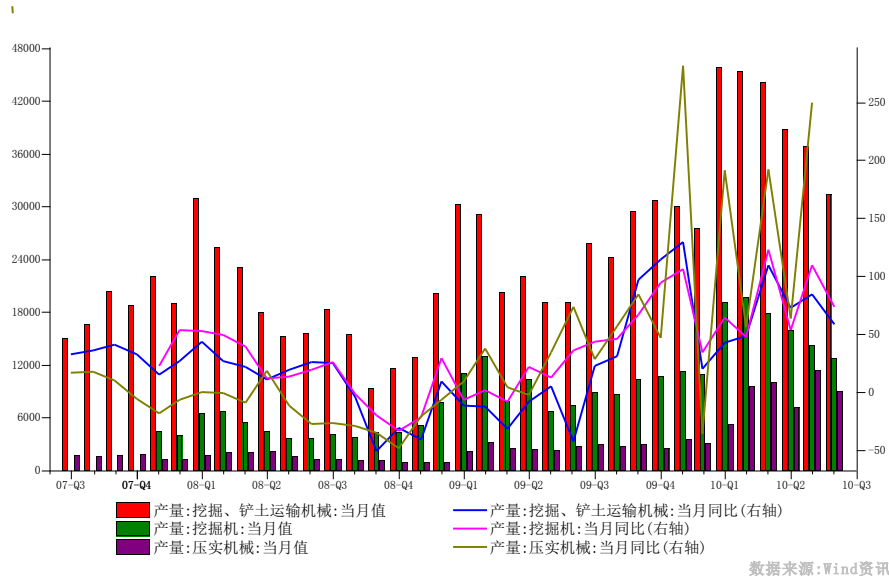


数据来源：WIND 资讯、中邮证券研发部

3.1.2 国内最大的工程机械变速箱独立供货商

公司工程机械变速箱产品广泛应用于平地机、装载机、压路机、推土机、叉车等铲运机械、路面机械，并扩展到港口机械、矿山机械、石油机械等领域。2009 年国内工程机械市场中，13.18%的装载机、31.97%的压路机、62.73%的平地机应用公司产品。近五年，公司在国内工程机械变速箱的市场占有率稳定在 20%左右，国内工程机械变速箱行业市场占有率最高，成为国内最大的工程机械变速箱独立供货商。同时，在出口国际市场方面，公司出口量位居行业第一。公司具有较强的技术实力，新产品装载机湿式驱动桥的推出为用户提供桥、箱合一的成套产品，实现进口产品替代提供解决方案。尽管未来工程机械行业增速将下滑，但仍将保持较高的增速，随着公司产品的拓展，有望继续收益于工程机械行业的发展。

图表 9：民用船舶单月产量及增速



数据来源: WIND 资讯、中邮证券研发部

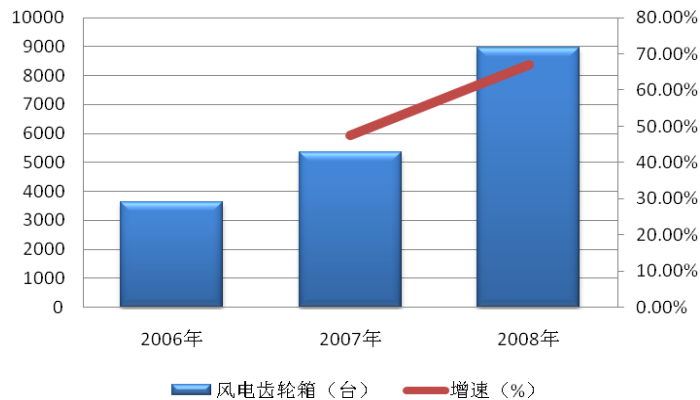
3.1.3 风电增速箱产品有望成为新的增长点

1998 年公司生产风电增速箱产品，是国内最早涉足风力发电机组齿轮箱研发的企业之一，承担了 GB/T19073-2008《风力发电机组齿轮箱》国家标准的制定工作。目前公司具备 FZ 系列 250kW - 1500kW 多种规格、结构的风电增速箱，已投入国内大型风电场运行。

公司长期作为 GE、GAMESA、ZOLLERN 等国外著名风电公司定制加工高精度风电齿轮的供应商，通过消化吸收国外的产品标准、制造工艺和过程控制方法，使公司的风电齿轮制造技术和质量水平达到国际先进水平。尽管国内风电装备产能过剩，但数据显示，我国

风电齿轮箱产品净进口量从 2006 年以来呈快速上升趋势，显示了在风电核心部件的制造上仍然依赖国外企业。国内具有技术优势的公司面临巨大的进口替代市场空间。

图表 10：进口风电齿轮箱数量及增速



目前,公司具备小批量生产 800kW 和 1.5MW 的风电增速箱的能力,同时也积累了 2 MW 级新型风电增速箱的设计和制造技术。但受产能限制尚未充分利用市场,随着风电增速箱产能的逐步释放,公司将在 2 MW 及以上的高端风电增速箱领域实现销售收入的快速增长。

3.1.4 技术路线的转型将带动中重型汽车变速箱业绩提升

公司八十年代末起先后引进了意大利依维柯、法国标致、法国雷诺等汽车变速器技术,研发了多种同步器式(欧系列)重型汽车变速器产品,并具备了产品开发生产能力。同步器式汽车变速器产品具有操作便利等优点,但是在国内货运车辆普遍超载的背景下,双中间轴式(美系列)变速箱因其具备较强的过载能力,成为了国内重型汽车配置的主流产品。国内市场特殊的需求,限制了同步器式(欧系列)重型汽车变速器的应用,导致公司在中重型汽车变速箱市场发展缓慢。目前公司积极适应市场需求,进行技术路线的转型及产品结构的调整,已经完成双中间轴式汽车变速器的产品研发和小批量试制。并在此基础上,利用公司液力传动的技术优势,开发了适合于山地、沙漠和其它特种应用场合的液力传动变速器。未来公司产能形成,将有望快速提升在中重型汽车变速箱市场的业绩。

3.2 长期专注造就卓越研发能力

公司长期专注于齿轮传动行业，在吸收消化国外先进技术的基础上，积累形成了多项核心技术，并主持、参与多项技术标准的制定，显示了公司雄厚的技术实力，成为开拓市场的技术基础。

图表 11：公司核心技术一览

| 序号 | 核心技术 | 说明 |
|-----|-------------------|---------------------|
| 1. | GW 系列船用齿轮箱技术 | 中国大功率船用齿轮箱的主流技术 |
| 2. | WG180 系列工程机械变速器技术 | 中国液力传动工程机械的主流技术 |
| 3. | D85 变速器技术 | 中国推土机领域液力传动变速器的主流技术 |
| 4. | 可调螺旋桨技术 | 国际先进的船用主推进系统成套技术 |
| 5. | 倾角传动的船用齿轮箱技术 | 国内领先技术 |
| 6. | 特种车辆变速器技术 | 少数几家拥有此类特种变速器开发 |
| 7. | 带微动控制功能的船用齿轮箱技术 | 国内唯一拥有自主知识产权船舶定位技术 |
| 8. | 纸质摩擦片和纳米铜基摩擦片技术 | 专利技术 |
| 9. | 大型高精度齿轮制造技术 | 中国齿轮行业中的领先技术 |
| 10. | 风电增速箱技术 | 多项国家实用新型专利 |
| 11. | 双离合自动变速器技术 | 国家 863 计划 |

数据来源：招股说明书 中邮证券研发部

图表 12：公司主持及参与制定的已批准及待批准发布的标准

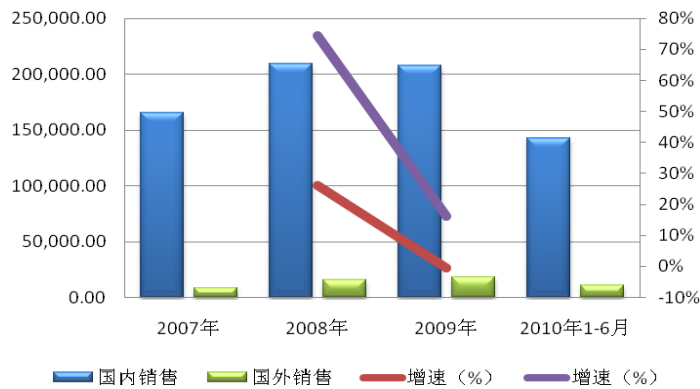
| 序号 | 核心技术 | 说明 |
|-----|---|----|
| 1. | JB/T9746.1-1999 《船用齿轮箱 技术条件》 | |
| 2. | JB/T10135-1999 《工程机械、液力传动装置 技术条件》 | |
| 3. | GB/T10973-2008 《风力发电机组 齿轮箱》 | |
| 4. | JB/T3063-1996 《烧结金属摩擦材料 技术条件》 | |
| 5. | JB/T53334-1999 《船用齿轮箱铜基湿式粉末冶金摩擦片产品质量分等》 | |
| 6. | JB/T7907-1999 《粉末冶金机油泵齿轮 技术条件》 | |
| 7. | JB/T7268-1994 《湿式烧结金属摩擦材料摩擦性能试验方法》 | |
| 8. | JB/T9137-1999 《烧结金属摩擦材料金相检验法》 | |
| 9. | GB/T10421-2002 《烧结金属摩擦材料密度的测定》 | |
| 10. | GB/T10422-2002 《烧结金属摩擦材料 横向断裂强度测定》 | |
| 11. | JB/T7909-1999 《湿式烧结金属摩擦材料摩擦性能试验台试验方法》 | |
| 12. | JB/T6652-1993 《船用齿轮箱离合器片 技术条件》 | |
| 13. | JB/T9713-1999 《工程机械湿式铜基摩擦片 技术条件》 | |
| 14. | GB/T6804-2002 《烧结金属衬套 径向压溃强度测定》 | |
| 15. | GB/T15096-2008 《液粘调速离合器》 | |
| 16. | GB/T21955-2008 《农林拖拉机和机械纸基摩擦片 技术条件》 | |
| 17. | JJF 1124-2004 《齿轮渐开线测量仪器校准规范》 | |
| 18. | JJF 1122-2004 《齿轮螺旋测量仪器标准规范》 | |
| 19. | CB/T 3003- xxxx 《船用中速柴油机齿轮箱》 | |
| 20. | GB/Txxxx-xxxx 《工程机械 动力换挡变速器》 | |
| 21. | GB/T xxxx - xxxx 《船用齿轮箱台架试验方法》 | |

数据来源：招股说明书 中邮证券研发部

3.3 健全营销网络、开拓国内、国外两个外市场

公司拥有国内 4 家销售公司、12 个城市设办事处、36 个一级代理商、250 多个售后服务维修站；在香港和马来西亚设有全资、合资子公司，在亚洲、欧洲、美洲、大洋洲及中东等 35 个国家和地区设有 40 多家代理商，构建了相对完善的市场营销及售后服务网络，对公司产品的销售产生积极影响。国内市场，公司在保持东部沿海经济发达地区主机厂较高销售额的同时，进军西部地区上游企业客户，相继进入青海、新疆等西北偏远地区。国际市场方面，公司通过实施“走出去战略”，巩固原有国际市场、开拓巴拿马、叙利亚、芬兰、尼日利亚等新的国际新市场。

图表 13：公司产品销售市场分布



数据来源：招股说明书 中邮证券研发部

3.4 产品通过严格认证、品牌获得市场认可

公司产品质量优良，通过 CCS、ABS、BV、GL、KR、LR 等多国船级社的严格产品认证。凭借丰富的产品种类、良好的产品质量和客户服务理念，公司在齿轮制造行业内享有很高的声誉；“前进”商标被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”；“前进”牌船用齿轮箱被评为“中国名牌”，良好的品牌形象助力公司业绩提升。

四、募集项目

本次募集资金主要用于先进船舶推进系统及高精船用齿轮箱、工程机械传动装置、风力发电增速箱关键件的产能扩展项目、重型及特种车辆自动变速器技术研发项目。募集资金投资项目紧密围绕本公司主营业务，实施后将进一步优化产品结构、推进产业升级，提高公司综合竞争力

图表 14：募投项目

| 序号 | 项目名称 | 投资总额 | 募集资金投资金额 |
|----|--------------------------------------|-------------|-------------|
| 1 | 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 万元 | 9,396 万元 |
| 2 | 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 万元 | 22,965.7 万元 |
| 3 | 年产 2000 套风电增速箱关键件产能扩展项目 | 38,631.1 万元 | 38,631.1 万元 |
| 4 | 重型及特种车辆自动变速器技术研发项目 | 3,000 万元 | 3,000 万元 |

数据来源：招股说明书

1、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

目前国内使用可调桨推进系统还处在起步阶段，处于黄金发展时期，随着我国造高性能船舶制造的比例逐年增加，船用螺旋桨系统的升级换代的进程加快，公司可调螺旋桨及专用齿轮箱的业务量大幅增长。此次项目实施将新增 100 台配套可调螺旋桨齿轮箱、800 台高精船用齿轮箱的生产能力，预计 2011 年 6 月完成，2012 年末达产。

2、年产 1.2 万台电液控制工程机械传动装置产能扩展项目

公司工程机械传动装置产品供不应求，难以满足主机厂不断增长的产品需求。此次项目拟，新增 1.2 万台电液控制工程机械传动装置，扩大生产规模及产品品种，满足市场需求。

3、年产 2000 套风电增速箱关键件产能扩展项目

公司具备小批量生产和销售 800kW 和 1.5MW 的风电增速箱总成，并具备 2 兆瓦级新型风电增速箱技术。此次项目拟新增 1000 套/年风电增速箱（含 1000 套风电齿轮）外销 1000 套/年风电齿轮的生产能力。此项目 2011 年 6 月底完成，2012 年末达产。

4、重型及特种车辆自动变速器技术研发项目

五、盈利预测和估值

5.1 盈利预测

预测 2010 -2012 年业务收入分别为 198,178.67、229,679.81 和 249,004.25 万元，摊薄 EPS 分别为 0.24、0.29 和 0.31 元。

图表 15：公司主要产品销售收入预测

| 产品 | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 船用齿轮箱产品 | 114,033.16 | 120,698.57 | 130,176.14 | 118,656.18 |
| 工程机械变速箱产品 | 58,724.05 | 79,640.88 | 81,881.66 | 86,069.67 |

| | | | | |
|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 汽车变速器产品 | 9,381.79 | 9,980.71 | 9,980.71 | 10,492.96 |
| 风电及工业传动 | 9,646.62 | 9,652.45 | 27,681.25 | 56,092.28 |
| 摩擦及粉末冶金产品 | 3,462.29 | 3,808.52 | 4,189.37 | 4,608.31 |
| 其他 | 19,388.42 | 25,602.46 | 24,229.32 | 25,749.44 |
| 营业收入 | 175,859.49 | 198,178.67 | 229,679.81 | 250,169.96 |

数据来源：招股说明书 中邮证券研发部

图表 16：盈利预测

| 百万元 | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 1,795.10 | 2,001.80 | 2,320.00 | 2,501.70 |
| 减：营业成本 | 1,387.85 | 1,547.80 | 1,802.64 | 1,946.82 |
| 营业税金及附加 | 10.95 | 12.21 | 14.15 | 20.26 |
| 营业费用 | 51.34 | 57.25 | 66.36 | 71.55 |
| 管理费用 | 212.36 | 236.82 | 274.46 | 295.96 |
| 财务费用 | 25.69 | 21.49 | 8.72 | 1.24 |
| 利润总额 | 111.08 | 126.23 | 153.67 | 165.87 |
| 减：所得税 | 13.57 | 18.94 | 23.05 | 24.88 |
| 归属于母公司净利润 | 85.23 | 96.03 | 116.25 | 122.83 |
| 摊薄 EPS（元/股） | 0.21 | 0.24 | 0.29 | 0.31 |

数据来源：中邮证券研发部

5.2 估值

公司属于机械零件制造行业，按照机械设备行业可比公司 10 年预测 PE 平均为 30 倍，考虑公司自身特点，给予公司 10 年 27-32 倍的估值水平，对应合理股价为 6.48-7.68 元。

5.3 风险提示

1、齿轮用钢价格上涨

未来钢铁价格上涨将造成产品成本增加。

2、下游行业需求下降

经济刺激政策因素弱化，下游行业需求下降导致市场风险。

中邮证券投资评级标准：

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于基准市场指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于基准市场指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 看好： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于基准市场指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于基准市场指数-5%—5%之间；
看淡： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于基准市场指数 5%以上；

本报告采用的基准市场指数：沪深 300 指数

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券的特定客户及其他专业人士。未经中邮证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。

公司简介：

中邮证券有限责任公司是经中国证监会批准，由西安华弘证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司。

西安华弘证券经纪有限责任公司是经中国证监会 2002 年 6 月以证监机构字[2002]192 号文批复同意，由西安市财政证券中心转制的证券经纪公司。公司股东为西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册地址为西安市太白北路 320 号，初次注册资本为人民币 5,300 万元，公司经营范围为：证券经纪。

2005 年 9 月 26 日，中国证监会以证监机构字[2005]97 号文批复同意公司增资扩股，公司新增股东中国邮政集团公司（原国家邮政局）、北京市邮政公司（原北京邮政局）、中国集邮总公司，新增注册资本人民币 50,700 万元。至此，公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局。公司注册资本为人民币 56,000 万元。

2009 年 3 月 20 日，中国证监会以证监许可字[2009]247 号文批复同意公司增加“证券自营、证券投资咨询业务”，公司目前的经营范围为：证券经纪；证券自营；证券投资咨询。

业务简介：

■ 证券经纪业务

我公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

我公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。

2009 年 8 月 26 日，中国证监会以证监许可字[2009]856 号文核准批复，同意将西安华弘证券经纪有限责任公司更名为“中邮证券有限责任公司”，并于 2009 年 10 月 21 日为公司换发了新的《经营证券业务许可证》。