

杭齿前进 前进中的齿轮换挡提速

——杭齿前进(601177)投资价值分析报告

深圳市怀新企业投资顾问有限公司

投资要点:

■杭齿前进是专业生产各类齿轮传动装置的国家高新技术企业。其中生产销售的船用齿轮箱市场占有率为65%，多年来位居国内第一；工程机械变速箱市场占有率为20%左右，是国内市场占有率最高、规模最大的独立供货商。

■近年来，公司通过优化加工工艺，严格控制生产成本，并根据市场变化及时调整产品结构，使经营业绩保持良好态势。在受金融危机影响下，收入、毛利、净利仍持续增长，2009年同比增长率为1.54%、10.1%和16.72%，主要产品毛利率也稳定增长，盈利能力继续提升。

■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，拥有专利技术80项，其产品中的“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”，获得客户高度认同；公司综合竞争力进入中国企业500强，同时被中国机械工业联合会和中国汽车工业协会评为“2008年度中国机械工业100强企业”，具有极强的竞争力。

■近几年我国接连发布了一系列法律法规政策，明确了机械装备制造行业的重要地位，并指出行业未来的重点发展方向。齿轮行业产品是装备制造中成套设备的重要基础件，它的发展关乎行业的整体发展状况，齿轮制造行业在中长期规划中都将是我国重点鼓励发展的产业。

■随着中国对装备制造业的重视和投入不断增加，中国的齿轮行业发展十分迅速，市场竞争力大幅提高，中国齿轮企业在世界齿轮市场采购销售体系中扮演着越来越重要的角色。近几年来中国齿轮行业增长速度一直处于10%以上，出口额整体不断增长，但受国际金融危机影响，呈现一定波动态势。

■本次杭齿前进发行10,100万A股，发行后总股本40,006万股。我们预计2010年、2011年、2012年归属于母公司股东的每股收益分别为：0.28元、0.33元、0.37元

■我们给予公司合理股价为8.60元/股~9.30元/股，公司未来成长性优良，本次IPO将是公司成长的新起点，公司具有较好的中长期投资价值。

一、公司篇：专业的齿轮传动制造领军者

1.1 公司简介：齿轮传动制造龙头企业

杭州前进齿轮箱集团股份有限公司（以下简称“杭齿前进”或“公司”）成立于1997年，前身为杭州前进齿轮箱集团有限公司。公司是专业生产各类齿轮传动装置的国家高新技术企业，主要从事齿轮及齿轮箱产品的研发、生产和销售，产品覆盖了船舶、工程机械、汽车、风力发电、农机等行业。经过多年的发展，公司已成为国内最大的船用齿轮箱、工程机械变速箱制造商。其中生产销售的船用齿轮箱市场占有率为65%，多年来位居国内第一；工程机械变速箱市场占有率为20%左右，是国内市场占有率最高的企业，也是最大的独立供货商。不仅如此，公司还是国内最早设计制造风电增速箱的企业之一，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。同时，公司也是各大汽车生产厂家的齿轮箱专业配套企业，与东风公司、重汽集团、郑州宇通和厦门金龙等均有长期的业务合作。

根据国家统计局公布的数据，公司综合竞争力进入中国企业500强，同时被中国机械工业联合会和中国汽车工业协会评为2008年度中国机械工业100强企业”。公司产品在齿轮制造行业享有极高的声誉，其中“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”。

与此同时，公司不断增强和提升技术创新能力，形成了独具特色的产品研发能力体系，近3年的研发投入累计达到21,335.19万元，占营业收入总额的5.2%。公司积累了多项核心技术，在齿轮传动装置领域拥有80项专利技术，并与重庆大学、吉林大学共同参与合作研发项目，确保了公司始终处于国内同行技术的领先地位。

公司本次发行前总股本29,906万股，本次拟发行人民币普通股10,100万股。公司控股股东为杭州市萧山区国有资产经营总公司，持有公司股份18,700万股，占本次发行前股份总数的62.53%。

表1：杭齿前进发行前后股本结构：

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
华器资产(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

注①：上表中“SS”为State-owned shareholder的缩写，表示国有股东。

资料来源：招股说明书

1.2 竞争地位：主营业务行业领先，其他业务前景广阔

齿轮传动制造行业虽然竞争激烈，但由于产品应用领域较广，各企业优势及发展模式有所不同，行业内企业的市场份额分布也较为分散。从国内来看，目前公司主要竞争对手为南高齿、重庆齿轮、东方传动，其中重庆齿轮、南高齿主要专注于风电、建材产品和大功率船用齿轮箱；东方传动主要专注于工业专用齿轮箱中的冶金、矿山产品；杭齿前进则专注各类齿轮传动装置和大型精密齿轮的设计、制造，产品覆盖船舶、工程机械、汽车、风力发电等，在船用齿轮箱和工程机械变速箱产品领域竞争优势尤其明显。

在国内船用齿轮箱市场上，杭齿前进产量和出口量均位居全国前列，市场占有率约65%，行业排名第一。公司还是国内同时拥有可调螺旋桨、船用齿轮箱、高弹性联轴器的设计制造技术，可进行船舶可调螺旋桨推进系统集成打包供货的企业。国内仅有苏州船用机械厂和武汉船用机械厂两家企业单纯可生产可调螺旋桨，但是这两家企业的可调螺旋桨业务仅占其主营业务的部分比例，产量不高。除此之外，在工程机械变速箱市场中，除主机厂自产自配的以外，公司的产量和出口量均位居行业第一，工程机械变速箱已成为

公司第二大具有成长性和效益型的经济板块，使公司成为国内最大的工程机械变速箱独立供货商。

公司在风电齿轮箱市场目前份额较少，但技术积淀深厚，是国内最早设计生产风电齿轮箱的企业之一，又是《风力发电机组齿轮箱》国家标准的起草单位，目前新引进开发的2兆瓦级新型结构的风电增速箱，未来市场需求较大。同时近年来分别获得GE、GAME-SA、ZOLLERN等国外著名风电公司信赖，为其定制加工齿轮传动产品。

1.3 经营情况：业绩持续增长 发展前景可观

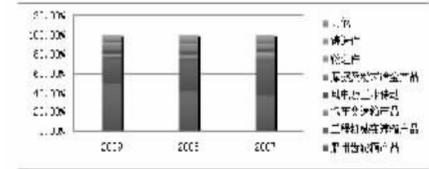
1.3.1 主营产品销售优势明显，其他产品发展趋势良好

过去三年中，船用齿轮箱及工程机械变速箱作为公司核心竞争力的产品，一直在公司的业务收入和主营产品销售中占据超过70%的比重。从图1中可以看出，船用齿轮箱产品销售额逐年增长，2007年、2008年、2009年销售额分别占同期营业比重的37.13%、41.28%、50.44%。

在工程机械变速箱产品销售方面，2007-2009年销售额占主营产品销售的比重依次为38.44%、34.14%、25.98%。2007年，国内工程机械市场发展稳定，同比增长28%，成为公司当年销售额最多的业务品种。在2008年间，公司通过灵活的营销策略，加强与主机厂的合作关系，拓展了新产品开发领域，克服了金融危机带来的风险和困难，产品销量较上年增长14.38%，为销售历史最高水平。但是受国际金融危机影响，2009年装载机市场萎缩，产品销售较上年下降23.45%。随着国内外经济的复苏，2009年第四季度以来装载机市场已经有所回升。

另外，公司其他各主要产品的销售均保持了良好的发展趋势。风电及工业传动产品销售表现为增长的总体态势。虽然汽车销售与上年同期相比有所下降，但随着新产品的开发以及产品市场的积极拓展，产品销售将走出低谷。

图1：主营业务收入构成情况表：



资料来源：公司招股说明书

1.3.2 内销市场销售稳定，外销市场持续增长

报告期内公司产品以内销为主，在国内的产品销售额超过90%以上。在做好国内市场的同时，公司通过实施“市场多元化战略”、“产品多元化战略”和“走出去战略”，努力加大开拓国际新市场的力度和速度，近两年开拓了巴拿马、叙利亚、芬兰、尼日利亚等新市场，俄罗斯、北美、南美等次新市场的自营出口业务也有了较大增长。2008年度、2009年度分别取得外销收入15,588.12万元、18,101.08万元，同比增长74.62%、16.12%，保持了出口业务持续增长的趋势。

表2：内外销收入对比表(万元)：

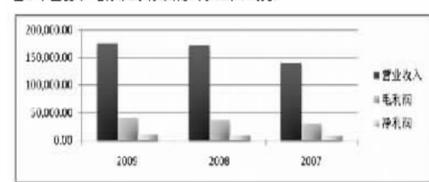


资料来源：公司招股说明书

1.3.3 经营业绩态势良好，盈利能力继续提升

过去三年来，公司营业收入、净利润、毛利均呈现良好的发展态势。2007年、2008年、2009年分别实现营业收入143,030.54万元、176,785.14万元、179,510.07万元，其中2008、2009年比上年增长23.60%、1.54%；实现毛利润27,992.72万元、36,988.25万元、40,725.31万元，2008、2009年同比增长32.14%、10.10%。公司在营业收入增长变动不大的情况下，取得了相对较大幅度的利润增长，主要是原材料采购价格逐渐趋稳，公司产品综合毛利率得以提高；另一方面，公司参股子公司杭齿维柯变速器2009年扭亏为盈，使得公司近几年的盈利能力大幅提高。2008、2009年度净利润分别比上年增长33.51%和16.72%，主要由于公司被认定为高新技术企业，享有税收优惠政策。

图2：营业收入、毛利润和净利润对比图(单位：万元)：



资料来源：公司财务报表

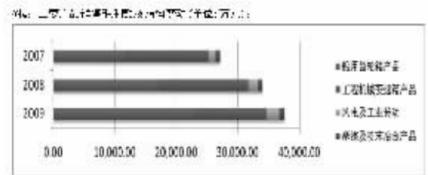
图4显示，2007-2009年，公司齿轮箱产品和工程机械变速箱产品合计毛利占同期总额的65%以上，是公司最重要的利润来源。

2007-2009年，船用齿轮箱产品毛利占比均高于同期相同产品的收入比重，同时综合毛利率分别为18.37%、18.82%、20.34%，呈逐步增长趋势。其原因除了原材料价格回落使公司采购成本降低外，还由于公司通过优化加工工艺，严格控制生产成本，使得产品毛利率得以提高。

2007年、2008年、2009年工程机械变速箱产品销售的毛利润分别为13,409.56万元、14,185.37万元和11,439.98万元，毛利率分别为19.99%、18.49%和19.48%，高于公司各期综合毛利率。由于受国内外市场环境的影响，2009年工程机械变速箱产品毛利比上年下降了2,745.39万元，但公司根据市场变化及时调整产品结构，同时因为原材料下降，毛利率稳定增长。

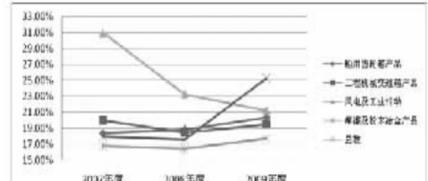
另外，风电及工业传动是公司具有发展潜力的业务品种，近三

年来毛利润逐年增长，虽然毛利率呈下降趋势，但该产品在整个风电行业内仍属于毛利率较高的业务品种。



资料来源：公司财务报表

图5：主营产品毛利率对比图：



资料来源：公司财务报表

1.3 竞争优势分析：综合中突显实力

优势	劣势
<ul style="list-style-type: none"> 上游原材料供应充足，价格稳定 技术研发投入大，产品竞争力强 品牌影响力大，客户认可度高 营销网络广泛，市场覆盖率高 	<ul style="list-style-type: none"> 产能相对不足 应收账款周期长 部分产品毛利率偏低 行业竞争激烈
机会	威胁
<ul style="list-style-type: none"> 国家政策支持，行业景气度高 下游行业需求旺盛，市场前景广阔 技术创新能力强，产品附加值高 品牌影响力大，客户认可度高 	<ul style="list-style-type: none"> 行业竞争加剧，价格战风险大 原材料价格波动，成本控制难度大 下游行业需求疲软，市场萎缩 技术更新换代快，研发投入大

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，在产品、技术、质量、营销和管理等方面具有整体竞争优势，为巩固公司行业地位和营业业绩奠定了基础。

图7：杭齿前进整体竞争优势

上游行业-船舶行业	中游行业-工程机械行业	下游行业-风电行业	其他行业-工业传动行业
<ul style="list-style-type: none"> 船舶行业景气度高，需求稳定 公司产品市场占有率高，品牌影响力大 客户认可度高，售后服务完善 	<ul style="list-style-type: none"> 工程机械行业景气度高，需求旺盛 公司产品种类多，覆盖范围广 品牌影响力大，客户认可度高 	<ul style="list-style-type: none"> 风电行业景气度高，需求增长快 公司产品技术先进，性能优越 品牌影响力大，客户认可度高 	<ul style="list-style-type: none"> 工业传动行业景气度高，需求稳定 公司产品种类多，覆盖范围广 品牌影响力大，客户认可度高

二、行业篇：专业的齿轮传动制造领军者

2.1 政策指引行业光明前景

2006年国务院发布的《关于加快振兴装备制造业的若干意见》，明确指出要大力推进和发展装备制造业。作为机械装备制造加工工业的基础，齿轮制造行业近几年一直保持高速增长的势头。

与带传动、液力传动等相比，齿轮传动装置功率范围大、传动效率高、传动比准确、传动平稳、使用寿命长、性价比优越，是机械装备制造领域中不可替代的重要基础件。齿轮产品按照其使用场合的不同可以分为车辆齿轮与工业齿轮两大体系，车辆齿轮的尺寸、模数变化范围较小，生产批量大，易组织规模化生产，车辆齿轮市场约占整个齿轮市场的62%。工业齿轮产品种类繁多，使用工况较为复杂，其中通用变速箱已经逐渐系列化并批量生产，而专用齿轮装置随主机要求，需特殊设计配套，仅有小部分为系列化标准产品。

近几年我国接连发布了一系列法律法规政策，明确了机械装备制造行业的重要地位，并指出行业未来的重点发展方向。齿轮行业产品是装备制造中成套设备的重要基础件，它的发展关乎行业的整体发展状况，齿轮制造行业在中长期规划中都将是我国重点鼓励发展的产业。

表2：系列促进行业发展的法律法规

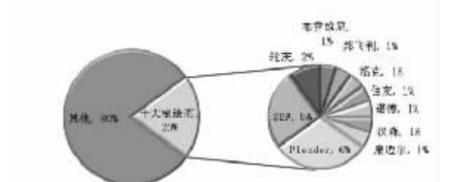
年份	法规名称	主要内容
2005年	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十一个五年计划的建议》	明确提出要加快发展先进制造业、振兴装备制造业。2010年我国装备制造业发展的目标是经济总量进入世界前三位，以能源装备、交通运输装备、冶金装备和石油工业装备为代表的重大装备基本满足国内需求，一批重要产品的自主创新能力有明显提高。
2006年	《关于加快振兴装备制造业的若干意见》	指出装备制造业是国民经济发展和国防建设提供技术装备的基础性产业。要优化装备制造业产业结构，提高装备制造业的自主创新能力。
2008年	《十一五国家重大技术装备研制和重大产业技术开发专项规划》	提出了加快重大技术装备研制和产业发展的政策与措施。
2009年	《装备制造业调整和振兴规划》	加快装备制造业企业兼并重组和产品更新换代，促进产业结构优化升级，全面提升产业竞争力；同时，把装备制造业的技术进步列为重点支持项目，这对齿轮行业的发展具有重要意义。

2.2 整体集中度低，细分市场行业前景广阔

在国际齿轮传动与驱动部件的制造行业中，欧美国家的企业凭借先进的技术工艺和良好的产品可靠性，在市场上始终占有领先地位。

国际工业齿轮市场年生产规模大约160亿美元，其市场规模最大，竞争也最激烈。由于工业齿轮行业产品种类繁多，整体集中度低，其中前十大制造商市场份额合计约20%，包括了德国、美国、日本等国家的公司。

图8：国际工业齿轮市场区域分布图

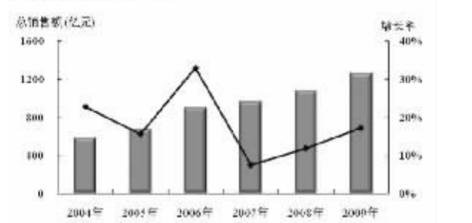


国际上主要的整车(整机)生产厂商都正在集中精力研发新产品和开拓终端市场，只保留部分核心和高附加值产品的生产业务，而将大量的零部件业务实行外包加工生产，形成了一批与之配套的零件生产企业。

国际齿轮市场低集中度和产品高度专业化生产，使得齿轮制造细分市场前景广阔，大型企业多为齿轮驱动总成生产企业，企业规模较大，他们又成为众多专业领域齿轮制造企业的下游客户。众多专注于细分领域产品生产的企业前景依然广阔。

随着中国对装备制造业的重视和投入不断增加，中国的齿轮行业发展十分迅速，市场竞争力大幅提高，中国齿轮企业在世界齿轮市场采购销售体系中扮演着越来越重要的角色。近几年来中国齿轮行业增长速度一直处于10%以上，出口额整体不断增长，但受国际金融危机影响，呈现一定波动态势。目前国内市场大部分产品为国产产品，部分产品如电动工具齿轮等，则主要出口面对国外客户，但是部分中高端齿轮产品仍依赖进口，2009年行业的贸易逆差额约为65.05亿美元。

图9：我国齿轮行业销售情况



三、估值篇：募投项目与盈利估值分析

3.1 募投项目扩大产能 增强综合竞争实力

此次杭齿前进IPO募投项目由四个项目组成：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、年产1.2万台电液控制工程机械传动装置产能扩展项目、年产2000套风电增速箱关键件产能扩展项目、重型及特种车辆自动变速器技术研发项目；本次募集资金投资的三个产业项目均为在公司现主业上进行的产能扩展项目，一个科研项目也是在公司现科研技术平台上延伸扩展的项目，均符合国务院2009年初发布的《装备制造业调整和振兴规划》和《装备制造业调整和振兴规划实施细则》和《产业结构调整指导目录(2005年本)》的发展方向，四个项目都有着良好的技术和产业继承性。

表3：本次募投项目(单位：万元)

项目名称	投资金额	预计建设周期
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	2年
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	2年
年产2000套风电增速箱关键件产能扩展项目	38,631.1	2年
重型及特种车辆自动变速器技术研发项目	3,000	2年
合计	73,992.8	

资料来源：招股说明书

3.2 盈利预测与估值

本次杭齿前进发行10,100万A股，发行后总股本40,006万股。我们预计2010年、2011年、2012年归属于母公司股东的EPS分别为：0.28元、0.33元、0.37元。

表4：杭齿前进业绩预测简表(万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	179,510	219,598	285,696	357,120
同比增长	1.54%	25.12%	30.10%	25.00%
毛利率	17.70%	19%	20%	20%
营业利润	9,978	13,445	16,556	18,110
归属于母公司股东的净利润	8,523	11,144	13,373	14,729
同比增长	13.42%	30.75%	20.0%	10.0%
每股收益(元)	0.21(摊薄后)	0.28(摊薄后)	0.33(摊薄后)	0.37(摊薄后)

▲PE估值法

公司产品为齿轮箱，A股上市企业中，仅东方传动与公司业务产品类似，但两者产品却不尽相同，而且分属于不同的上市板块，综合参考机械制造板块整体的市盈率估值更为合适，目前，机械制造板块2010年市盈率估值在28-30倍左右，结合近期主板上市发行给予的普遍价格水平，保守给予公司2010年合理的市盈率估值区间为30-32倍，对应估值为8.40-8.96元/股。

▲PEG估值法

另外，公司未来3年每股收益为0.28元、0.33元、0.37元。净利润复合增长率24.2%。按照PEG为1.2-1.5合理估值，合理的市场价格区间为8.80元/股~9.62元/股。

因此综合两种估值方法，我们给予公司合理股价为8.60元/股~9.30元/股，公司未来成长性优良，本次IPO将是公司成长的新起点，公司具有较好的中长期投资价值。