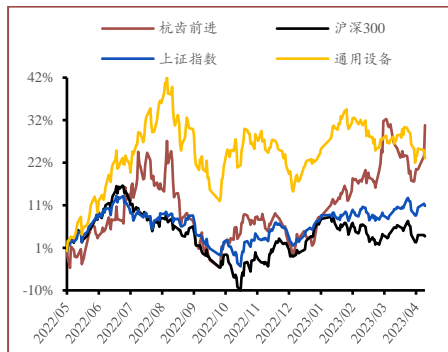



**投资评级:增持(首次)**

基本数据	2023-05-05
收盘价(元)	10.31
流通股本(亿股)	4.00
每股净资产(元)	5.46
总股本(亿股)	4.00

## 最近 12 月市场表现


**分析师** 余炜超

 SAC 证书编号: S0160522080002  
 shewc@ctsec.com

**分析师** 谢铭

 SAC 证书编号: S0160523010001  
 xieming@ctsec.com

**相关报告**
**核心观点**

❖ **事件:** 2023 年 4 月 12 日及 2023 年 4 月 26 日, 公司发布《2022 年年度报告及 2023 年第一季度报告》, 公司 2022 年实现营业收入 21.96 亿元, 同比+2.62%, 归母净利润 2.09 亿元, 同比+39.62%, 扣非后归母净利润 1.71 亿元, 同比+138.22%。公司 2023 年 Q1 实现 2022 年实现营业收入 5.45 亿元, 同比-5.25%, 归母净利润 0.66 亿元, 同比+32.51%, 扣非后归母净利润 0.63 亿元, 同比+35.51%。

❖ **业绩实现稳步增长, 细分市场份额稳重有升:** 齿轮是装备业的主要基础件, 规模巨大, 行业集中度低, 下游应用广泛。公司 2022 年细分行业略有起伏, 总体业绩实现稳步增长。分行业来看: **1) 船用产品:** 公司实现营收 10.93 亿元, 同比-2.64%, 运输船和作业船等不同细分市场受市场需求和行业管理政策的影响表现有较大差异, 但公司中大功率、特殊产品、新型电推产品实现了细分市场份额的稳中有升, 且船用产品外销中亚市场取得突破性进展。**2) 风电及工业传动产品:** 公司实现营收 5.67 亿元, 同比+8.91%, 聚焦主流机型, 通过联合开发快速提供客户需求产品, 抓住了市场机遇, 销售取得较大增长。**3) 工程机械产品:** 公司实现营收 4.76 亿元, 同比-6.60%, 国内市场表现欠佳, 但出口市场提升明显, 综合来看有较大幅度下滑。公司积极培育适配静液压装载机、凿岩台车、电动装载机和铲挖一体机的新产品, 有望成为新增点。**4) 摩擦及粉冶产品:** 公司实现营收 1.38 亿元, 同比+58.73%, 公司充分发挥品牌优势和行业影响力, 积极开发新客户、开拓新市场。

❖ **注重研发投入, 多领域布局保持行业竞争力:** 公司 2022 年研发费用 1.32 亿元, 研发费用率 6.02%, 同比+1.04pct, 注重研发投入, 提升综合竞争力。分行业来看: **1) 船用产品:** 对标国际先进产品, 完成多款高功率密度齿轮箱设计开发, 完善电推、混动齿轮箱产品系列, 完成新型渔船、工作船、运输船等项目的主推进系统开发。**2) 风电及工业传动产品:** 公司以自主开发与联合开发相结合的方式完成了多个平台新产品的设计研发工作, 5.X MW、6.X MW 产品完成开发并于当年形成批量生产。**3) 农机产品:** 公司深入了解农机主机厂客户需求, 重点完成 320 马力动力换挡拖拉机传动系统和三道绳打结器开发等。**4) 工程机械及轨道交通:** 工程机械产品紧抓国产化替代契机, 完成电驱变速箱开发试制, 已配套装车使用。轨道交通上, 公司开发完成轨道交通中间齿轮箱、车轴箱及轨道铣磨车行走系统齿轮传动箱。

❖ **深化内部改革, 推进管理改善:** “增效+降本”是公司实施精益管理的目标, 公司将 1) 优化调整组织和管理架构, 强化人力资源管理和员工培训, 提升员工队伍整体素质; 2) 加大技改, 推进数字化转型和智能化改造, 建成多条自动化生产线。

❖ **投资建议:** 公司是高端传动装置企业排头兵, 深耕行业 60 余年, 具备高端

重载齿轮传动装置的关键技术及产业化能力，产品单一的船用齿轮箱扩展到多品类、多品种，推动企业高质量、可持续发展。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 23.84/26.66/29.26 亿元，归母净利润 2.61/3.02/3.26 亿元。对应 PE 分别为 15.82/13.66/12.64 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

❖ **风险提示：**竞争格局恶化风险、宏观经济景气下滑风险、汇率波动风险、原材料波动风险

**盈利预测：**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2140	2196	2384	2666	2926
收入增长率(%)	11.55	2.62	8.58	11.79	9.76
归母净利润(百万元)	150	209	261	302	326
净利润增长率(%)	62.87	39.62	24.54	15.76	8.07
EPS(元/股)	0.37	0.52	0.65	0.75	0.82
PE	24.04	15.61	15.82	13.66	12.64
ROE(%)	7.62	9.81	10.89	11.19	10.79
PB	1.83	1.53	1.72	1.53	1.36

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>2140.02</b>	<b>2196.07</b>	<b>2384.45</b>	<b>2665.51</b>	<b>2925.62</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1625.20	1706.96	1841.30	2068.40	2281.00	营业收入增长率	11.6%	2.6%	8.6%	11.8%	9.8%
营业税费	13.90	13.99	15.50	17.21	18.85	营业利润增长率	24.1%	9.4%	28.6%	15.6%	8.1%
销售费用	70.11	71.83	78.69	85.30	90.69	净利润增长率	62.9%	39.6%	24.5%	15.8%	8.1%
管理费用	172.31	171.07	178.83	200.45	216.50	EBITDA 增长率	3.8%	10.3%	8.9%	8.2%	9.7%
研发费用	106.57	132.17	143.07	154.60	163.83	EBIT 增长率	-2.9%	19.7%	50.1%	11.1%	10.9%
财务费用	38.79	34.11	13.27	15.13	0.00	NOPLAT 增长率	20.8%	23.4%	45.0%	11.1%	10.9%
资产减值损失	-93.79	-25.54	-20.00	-10.00	-35.00	投资资本增长率	6.2%	6.0%	2.8%	5.2%	5.5%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	8.8%	7.8%	12.2%	12.6%	12.1%
投资和汇兑收益	154.43	153.07	162.14	181.25	198.94	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>202.36</b>	<b>221.33</b>	<b>284.55</b>	<b>329.03</b>	<b>355.67</b>	毛利率	24.1%	22.3%	22.8%	22.4%	22.0%
加:营业外净收支	-0.62	-1.96	-1.60	-1.50	-1.70	营业利润率	9.5%	10.1%	11.9%	12.3%	12.2%
<b>利润总额</b>	<b>201.74</b>	<b>219.38</b>	<b>282.95</b>	<b>327.53</b>	<b>353.97</b>	净利润率	9.1%	9.9%	11.4%	11.8%	11.6%
减:所得税	7.13	1.32	11.32	13.10	14.16	EBITDA/营业收入	8.6%	9.2%	9.2%	9.0%	8.9%
<b>净利润</b>	<b>149.96</b>	<b>209.38</b>	<b>260.76</b>	<b>301.85</b>	<b>326.22</b>	EBIT/营业收入	4.0%	4.7%	6.5%	6.5%	6.6%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	508.87	426.61	144.50	455.03	104.38	固定资产周转天数	164	161	148	132	121
交易性金融资产	47.20	33.20	23.20	18.20	26.20	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>18</b>	<b>13</b>	<b>45</b>	<b>-1</b>	<b>48</b>
应收账款	361.47	281.64	454.89	357.20	532.49	流动资产周转天数	359	294	312	290	292
应收票据	0.00	11.36	-0.25	12.31	1.38	应收帐款周转天数	57	53	56	55	55
预付帐款	28.25	21.60	27.88	30.38	33.07	存货周转天数	193	178	188	185	185
存货	921.73	768.24	1131.01	969.31	1329.23	总资产周转天数	727	743	703	674	652
其他流动资产	9.77	3.66	3.66	3.66	3.66	投资资本周转天数	528	546	517	486	467
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	7.6%	9.8%	10.9%	11.2%	10.8%
长期股权投资	1256.17	1352.33	1522.55	1695.01	1854.00	ROA	3.2%	4.7%	5.4%	5.9%	5.9%
投资性房地产	1.84	1.74	1.62	1.50	1.39	ROIC	2.7%	3.1%	4.4%	4.7%	4.9%
固定资产	963.51	970.11	966.49	967.31	970.57	费用率					
在建工程	27.49	78.56	75.65	76.59	78.27	销售费用率	3.3%	3.3%	3.3%	3.2%	3.1%
无形资产	161.21	155.39	147.81	140.15	132.82	管理费用率	8.1%	7.8%	7.5%	7.5%	7.4%
其他非流动资产	80.85	91.30	91.30	91.30	91.30	财务费用率	1.8%	1.6%	0.6%	0.6%	0.0%
<b>资产总额</b>	<b>4626.35</b>	<b>4440.91</b>	<b>4867.14</b>	<b>5111.68</b>	<b>5488.87</b>	三费/营业收入	13.1%	12.6%	11.4%	11.3%	10.5%
短期债务	496.53	257.26	128.87	-19.46	-176.30	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	530.97	490.42	610.86	629.87	736.49	资产负债率	55.5%	50.0%	48.8%	45.1%	42.7%
应付票据	419.44	287.76	378.00	404.86	459.23	负债权益比	124.7%	100.1%	95.4%	82.2%	74.5%
其他流动负债	18.98	9.41	9.41	9.41	9.41	流动比率	1.06	1.16	1.18	1.28	1.40
长期借款	158.14	370.70	320.70	280.70	312.70	速动比率	0.57	0.62	0.49	0.66	0.56
其他非流动负债	87.02	86.85	86.85	86.85	86.85	利息保障倍数	2.14	2.69	5.97	8.88	14.05
<b>负债总额</b>	<b>2567.39</b>	<b>2221.11</b>	<b>2375.71</b>	<b>2305.82</b>	<b>2343.20</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	90.01	85.36	96.22	108.80	122.39	DPS(元)	0.02	0.07	0.00	0.00	0.00
股本	400.06	400.06	400.06	400.06	400.06	分红比率					
留存收益	656.87	857.44	1118.20	1420.05	1746.27	股息收益率	0.2%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>2058.96</b>	<b>2219.80</b>	<b>2491.43</b>	<b>2805.86</b>	<b>3145.67</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	0.37	0.52	0.65	0.75	0.82
净利润	149.96	209.38	260.76	301.85	326.22	BVPS(元)	4.92	5.34	5.99	6.74	7.56
加:折旧和摊销	96.86	98.65	64.76	65.69	70.01	PE(X)	24.0	15.6	15.8	13.7	12.6
资产减值准备	91.85	27.24	20.00	10.00	35.00	PB(X)	1.8	1.5	1.7	1.5	1.4
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	42.04	37.60	26.07	19.46	13.65	P/S	1.7	1.5	1.7	1.5	1.4
投资收益	-154.90	-153.28	-162.14	-181.25	-198.94	EV/EBITDA	22.5	19.3	22.1	18.5	17.7
少数股东损益	44.65	8.68	10.87	12.58	13.59	CAGR(%)					
营运资金的变动	-108.64	-241.09	-247.84	285.39	-418.09	PEG	0.4	0.4	0.6	0.9	1.6
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>162.45</b>	<b>-15.20</b>	<b>-25.93</b>	<b>515.21</b>	<b>-156.87</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-42.87</b>	<b>-7.31</b>	<b>-50.70</b>	<b>-46.90</b>	<b>-35.30</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-71.25</b>	<b>-31.46</b>	<b>-205.49</b>	<b>-157.79</b>	<b>-158.49</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。