

双环传动（002472） 机械

—国内领先的汽车用齿轮制造商

建议询价区间 19.13-22.95 元

投资要点:

1. 主营汽车用齿轮的生产与销售业务,公司主要产品为齿轮零部件,主要应用于汽车、工程机械、摩托车、电动工具方面的变速箱、发动机、车桥等齿轮总成产品,09 年乘用车、商用车等汽车用齿轮销售在公司的收入中占到了 67.9%。2009 年营业收入 5.30 亿,位居齿轮零部件行业第一。
2. 汽车业的快速发展是拉动齿轮需求的主动力,双环传动的齿轮产品主要面向汽车业和摩托车业,其他有一部分面向工程机械和电动工具。其中乘用车占公司齿轮销售额的 36.45%,商用车齿轮占 31.45%,摩托车占 17.68%,工程机械仅占 9.01%。汽车行业状况对公司未来的发展起着举足轻重的作用。
3. 汽车用齿轮国内国外具有广阔的市场空间,为整车配套的齿轮需求随着整车产销量的快速增长而增长,而车辆保有量的提高将大大带动售后市场的齿轮产品销售。同时欧美大型跨国整车生产企业正加大在中国的采购量,使得中国的出口市场也面临着广阔的空间。
4. 募集资金投资于“浙江双环传动齿轮扩产项目”、“江苏双环增资扩产齿轮项目”两个项目的建设。本次募投项目达产后,公司市场占有率与 2009 年市场份额基本接近,市场有能力消化此次募投项目新增产能。同时公司上市以后,公司的技术水平还将上升一个新的台阶,有能力在高端齿轮市场获取更大的市场份额。
5. 申购建议,预计公司 2010-2012 年全面摊薄 EPS 分别为 0.90 元、1.17 元和 1.46 元,参照同行业及中小板公司的估值,公司合理估值区间 22.50-27.00 元,建议询价区间 19.13-22.95 元。

2010 年 8 月 25 日

主要数据

发行量(万股)	3000
发行后总股本(万股)	11880
社会公众股占比(%)	25

联系方式

研究员:	何鹏程
执业证书编	S0020109041409
电 话:	021-51097188-1921
电 邮:	hepengcheng@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电 话:	(86-21) 51097188-1952
电 邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址:	中国安徽省合肥市寿春路 179 号 (230001)

目 录

第 1 部分 公司概况	3
第 2 部分 行业分析	7
2.1 行业概况	7
2.2 行业发展状况	7
2.3 市场供求状况	8
2.4 行业竞争分析	10
第 3 部分 公司竞争优势分析	11
3.1 客户优势	11
3.2 拥有先进制造技术，专业化生产能力强	12
3.3 区位优势	12
第 4 部分 募投项目情况	13
第 5 部分 估值与申购建议	13
第 6 部分 风险提示	14

图表目录

图 1. 公司齿轮产品	4
图 2. 公司股权结构	5
图 3. 齿轮产品分类	7
图 4. 中国齿轮产品进出口情况	8
图 5. 2004 年-2009 年，我国齿轮产品销售以年均接近 20% 的速度增长	8
图 6. 近年摩托车产销量情况	9
表 1. 近年公司收入构成情况	3
表 2. 公司齿轮分产品营业收入构成	3
表 3. 发行前后公司的股本结构	6
表 4. 2008 年我国齿轮生产企业销售收入排名情况	10
表 5. 公司目前的主要客户	11
表 6. 募投项目概况	13
表 7. 浙江双环传动齿轮扩产项目建成后具体产品及生产规模	13
表 8. 江苏双环增资扩产齿轮项目建成后具体产品及生产规模	13
表 9. 利润表预测	错误！未定义书签。

第 1 部分 公司概况

公司主要从事传动用齿轮及齿轮零件的生产与销售，目前已经形成乘用车齿轮、商用车齿轮、摩托车齿轮、工程机械齿轮和电动工具齿轮全方位并举的产品格局。主要客户均为国内外大型整车（整机）生产企业。

2007年、2008年、2009年和2010年1-6月公司主要产品的产销量稳中有升，营业收入分别为43,382.08万元、53,698.82万元、52,953.39万元和45,590.93万元。据中国机械通用零部件工业协会齿轮专业协会统计，在国内齿轮零件专业生产企业中，公司的市场占有率2007年排名第二，2008年排名第一；在齿轮行业生产企业中，公司的市场占有率2007年排名第二十分，2008年排名第十五位。

表 1. 近年公司收入构成情况

项目	2010 年1-6 月			2009 年度		
	收入(万元)	比例 (%)	毛利率(%)	收入(万元)	比例 (%)	毛利率 (%)
齿轮销售	44,269.19	99.98	34.41	51,677.06	99.99	34.58
齿轮锻件销售	9.11	0.02	39.03	3.67	0.01	16.35
小计	44,278.30	100.00	34.41	51,680.73	100.00	34.58

数据来源：招股说明书



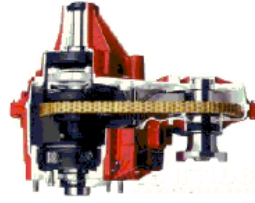








表 2. 公司齿轮分产品营业收入构成

产 品	2010 年1-6 月		2009 年度		2008 年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
乘用车齿轮	14,495.49	32.74	18,835.68	36.45	12,239.92	23.26
商用车齿轮	16,113.31	36.40	16,244.18	31.43	15,524.55	29.50
摩托车齿轮	6,055.46	13.68	9,229.16	17.86	11,763.06	22.35
工程机械齿轮	5,233.51	11.82	4,658.04	9.01	8,831.68	16.78
电动工具齿轮	2,197.48	4.96	2,570.42	4.97	4,178.57	7.94
其他	173.94	0.39	139.58	0.27	88.01	0.17
合计	44,269.19	100.00	51,677.06	100.00	52,625.78	100.00

数据来源：招股说明书

公司目前的主要产品为乘用车齿轮和商用车齿轮、摩托车齿轮和工程机械齿轮，主要应用于车辆变速箱、发动机、车桥以及电动工具等产品当中。

图 1. 公司齿轮产品

齿轮类别	应用领域	
		
乘用车齿轮	轿车变速器	轿车分动器
		
商用车齿轮	卡车变速器	卡车车桥
		
商用车齿轮	卡车发动机	
		
摩托车齿轮	踏板摩托车发动机	沙滩摩托车发动机

数据来源：招股说明书

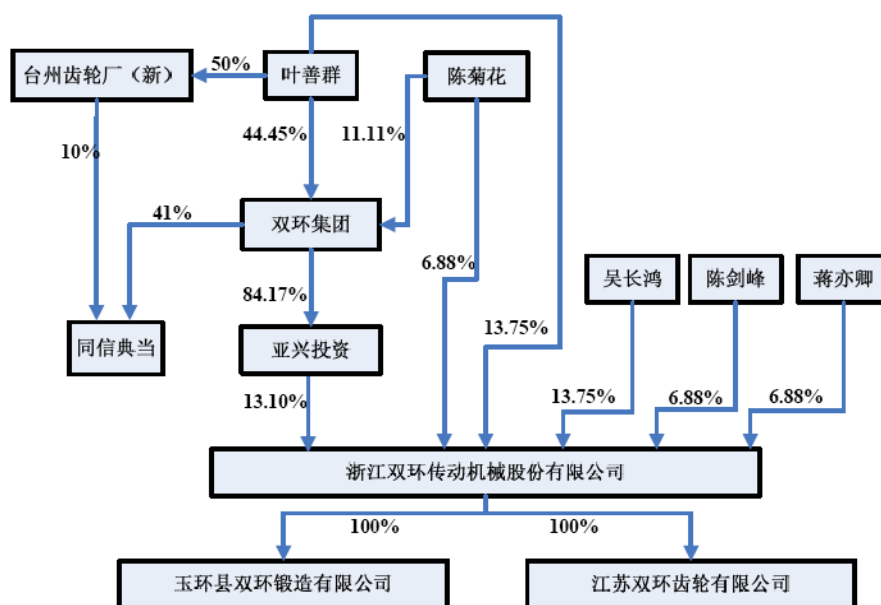
		
工程机械齿轮	推土机变速箱	装载机变速箱
		
电动工具齿轮	电钻	锤钻

数据来源：招股说明书

2006年6月10日，双环传动由双环有限整体变更设立股份公司，公司实际控制人为叶善群家族，包括叶善群、其配偶陈菊花、大女婿吴长鸿、二女婿陈剑峰、三女婿蒋亦卿。

本次发行前，叶善群、陈菊花、吴长鸿、陈剑峰、蒋亦卿分别持有公司13.75%、6.88%、13.75%、6.88%、6.88%的股份，上述五人合计直接持有公司48.14%的股份。同时，叶善群和陈菊花分别持有双环集团44.45%和11.11%的股份，双环集团持有亚兴投资84.17%的股份，而亚兴投资持有公司13.10%的股份。因此，叶善群、陈菊花、吴长鸿、陈剑峰、蒋亦卿直接和间接持有公司61.24%的股权，为公司实际控制人。

图 2. 公司股权结构



数据来源：招股说明书

公司本次拟向社会公众发行4,000 万股人民币普通股，发行前后公司的股本结构如下表所示：

表 3. 发行前后公司的股本结构

股份类别	本次发行前		本次发行后	
	股份数量(万股)	比例 (%)	股份数量 (万股)	比例 (%)
一、自然人股	6,717.00	75.64	6,717.00	56.54
吴长鸿	1,221.00	13.75	1,221.00	10.28
叶善群	1,221.00	13.75	1,221.00	10.28
李绍光	915.90	10.31	915.90	7.71
叶继明	610.80	6.88	610.80	5.14
吕圣初	610.80	6.88	610.80	5.14
陈菊花	610.80	6.88	610.80	5.14
陈剑峰	610.80	6.88	610.80	5.14
蒋亦卿	610.80	6.88	610.80	5.14
李瑜	305.10	3.43	305.10	2.57
二、一般法人股	2,163.00	24.36	2,163.00	18.21
亚兴投资	1,163.00	13.10	1,163.00	9.79
中欧创投	1,000.00	11.26	1,000.00	8.42
三、社会公众持股	—	—	3,000.00	25.25
合计	8,880.00	100.00	11,880.00	100.00

资料来源：招股说明书

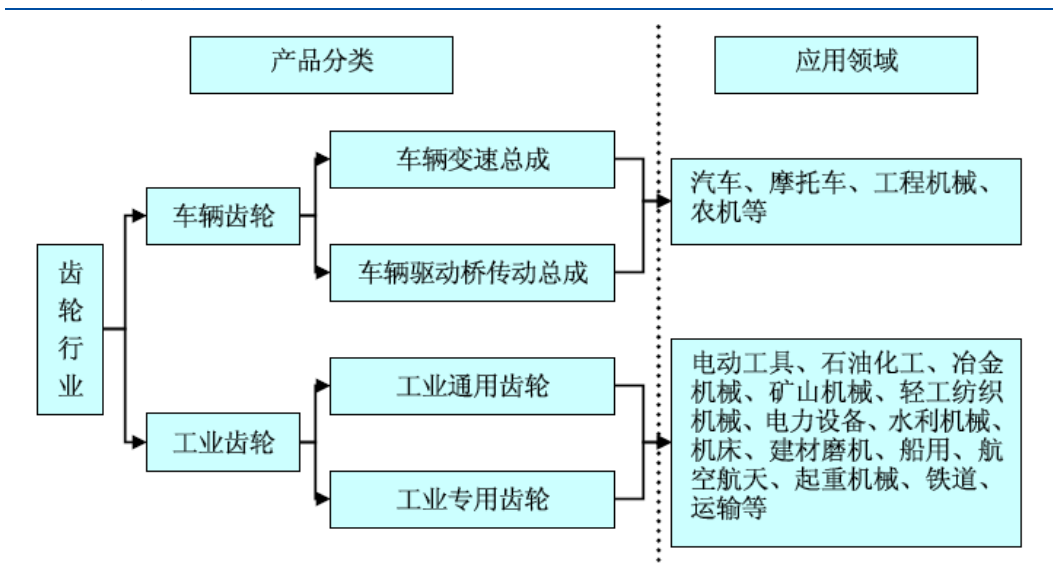
第 2 部分 行业分析

2.1 行业概况

齿轮是装备机械的重要基础件，绝大部分机械成套设备的主要传动部件都是齿轮，齿轮传动的特点是精密、高效、安全、可靠、性价比优越。中国齿轮行业的发展一直由中国装备制造业的增长所带动。

齿轮产品的分类，齿轮产品按照其使用场合的不同分为车辆齿轮与工业齿轮两大体系。

图 3. 齿轮产品分类



数据来源：招股说明书

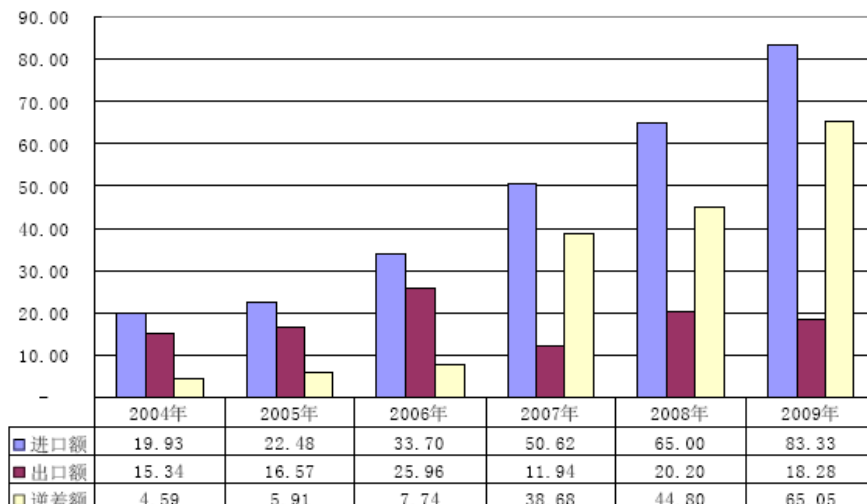
车辆齿轮包括车辆变速总成和车辆驱动桥传动总成，车辆齿轮的尺寸、模数变化范围较小，生产批量大，易组织规模化生产，价值一般占整车总价的7%-15%。车辆齿轮市场约占整个齿轮市场的62%，其中车辆齿轮零件约占车辆齿轮的50%。

工业齿轮包括工业通用齿轮和工业专用齿轮，工业齿轮产品品种繁多，使用工况较为复杂。工业通用变速箱已经逐渐系列化并批量生产。工业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，绝大多数为单件小批量、多品种生产。

2.2 行业发展状况

我国齿轮行业的发展现状及特点，国内齿轮市场集中度较低，单个企业占整体市场份额较小，各企业专注于不同的应用领域，目前国内市场中，国产产品占据大部分的市场，但是在中高端产品市场中，外资、合资企业占比较大，个别产品主要由国外生产厂家提供。外资企业利用其技术和资金优势不断扩大在我国市场的投入，但同时，国内企业的创新和研发能力正在不断提高，高端产品的替代效应越来越明显。随着中国齿轮行业发展和齿轮工业市场竞争力的提高，中国齿轮企业在世界齿轮采购销售体系中也扮演着越来越重要的作用，进口产品以高端为主，出口额整体增长，但受国际金融危机影响，呈现一定波动态势。

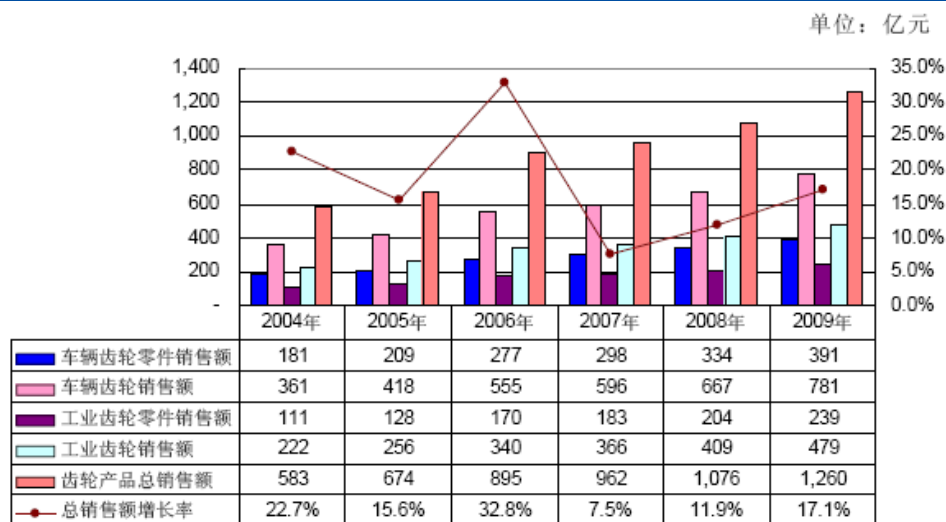
图 4. 中国齿轮产品进出口情况



数据来源: 招股说明书

2004 年-2009 年, 我国齿轮产品销售以年均接近20%的速度增长, 具体情况如下

图 5. 2004 年-2009 年, 我国齿轮产品销售以年均接近 20%的速度增长



数据来源: 招股说明书

2.3 市场供求状况

近年来, 随着我国国民经济的稳步增长, 齿轮产品作为传动系统中的关键零部件, 伴随着汽车、工程机械和电动工具等下游行业的发展取得了稳步增长, 国产产品占据了大部分国内市场, 部分齿轮产品在满足国内需求的前提下已经开始向国外供货, 2009 年出口额为18.28 亿美元, 但同时, 部分中高端齿轮产品仍依赖进口, 2009 年贸易逆差额约为 65.05 亿美元。

随着我国汽车工业的发展以及工业化进程的加快, 车辆齿轮和工业齿轮的市场需求量大幅增加。

汽车行业对齿轮产品需求状况：近年来，随着我国汽车产销量和汽车保有量的连年增长，约占齿轮市场的40%的汽车齿轮市场的需求也呈现逐年增长的态势。1998年，我国汽车销量为159万辆，2008年达到936万辆；汽车保有量也从1998年的1,319万辆增长到2008年底的6,467万辆，10年年均增长17.2%，我国已成为全球第二大汽车消费国。

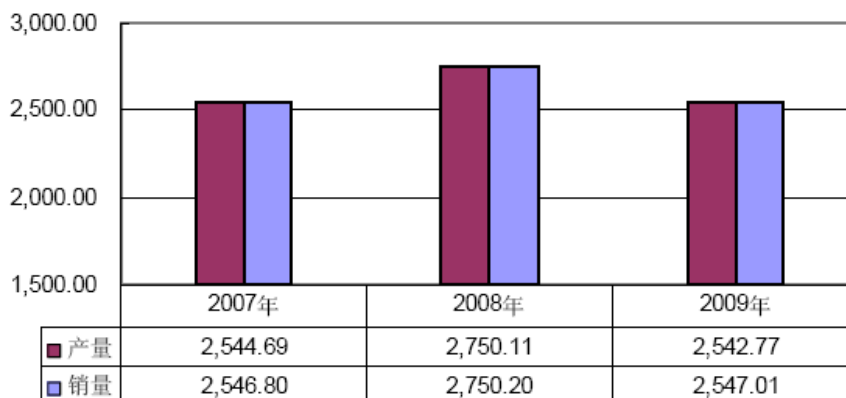
据中国汽车工业协会统计显示，2009年，国内汽车产销量分别为1,379.10万辆和1,364.48万辆，同比增长48.30%和46.15%。2010年1-6月，汽车行业继续保持快速增长势头，国内汽车产量、销量分别为892.73万辆和901.61万辆，汽车销量较2009年下半年增速达到了19.68%。

一般来说，当人均GDP达到3000美元，汽车消费将进入快速增长期。2008年中国人均GDP达3300美元，我国千人汽车保有量仅有38.4辆，而日本、韩国、美国分别为621辆、349辆、833辆，差距巨大；中国汽车保有量/国土面积、汽车保有量/公路指标均处于较低水平；按此计算，中国汽车产业将会保持10-15年的快速增长，中国的汽车产业有着巨大的发展空间。

为整车（整机）配套的齿轮需求随着整车产销量的快速增长而增长，而车辆保有量的提高将大大带动售后市场的齿轮产品销售。同时欧美大型跨国整车（整机）生产企业正加大在中国的采购量，使得中国的出口市场也面临着广阔的空间。

摩托车行业对齿轮产品需求状况，与此同时，作为公司目前主要产品之一的摩托车齿轮产品的市场需求状况保持了较稳定的态势。2007年-2009年，摩托车产销量情况如下：

图 6. 近年摩托车产销量情况



数据来源：招股说明书

2009年上半年，受金融危机影响，摩托车出口量有所下降，导致2009年摩托车产销量均有所下滑。预计今后5-10年摩托车行业将保持平稳发展，按照车均使用摩托车80元计算，摩托车行业对齿轮零件需求将保持在20亿元左右。

工程机械行业对齿轮产品需求状况：工程机械齿轮约占齿轮市场总量的7%。工程机械大量应用于国民经济的各项基础设施建设中，与国民经济发展和固定资产投资变动密切相关，近10年来我国国民经济连续保持高速增长势头，带动了工程机械行业的迅猛发展，国内工程机械行业总销售额由2001年的560亿元上升到2009年的3,505亿元，年平均增长率达到26%。

2009 年我国固定资产投资达到了19.4 万亿元，同比增长30.5%，远高于2008年27.2%的增幅。2010 年1-6 月，我国固定资产投资为9.80 万亿元，同比增长25.5%。2010 年1-6 月，我国工程机械行业继续呈现恢复性增长，挖掘机、汽车起重机、装载机和推土机的6 月份销量分别为30,132 台、4,405 万台、29,152台和1,450 台，较去年同期同比增速为76%、61%、35%和107%，2010 年1-6月累计同比增速分别为98%、50%、65%和86%。同时，随着未来城市化进程的加快，将为工程机械行业提供一个长期增长的需求空间。

2.4 行业竞争分析

目前，我国齿轮生产企业近千家，中小型齿轮生产企业较多，2008 年产销售额排名前十名的生产厂家合计销售230.72 亿元，占全行业销售额的22%，年产值超过亿元的规模企业仅有50 多家。

中国齿轮行业的基础是国有企业，近年来，这些企业通过公司制的改造，得到较大发展。如陕西法士特汽车传动集团公司、南京高精传动设备制造集团有限公司、重庆齿轮箱有限责任公司、杭州前进齿轮箱集团股份有限公司等，已经成为行业内骨干企业，2008 年销售额均超过二十亿元。同时，外商独资、合资企业发展迅速，如德国的BOSCH、ZF 和美国的博格华纳公司都已进入我国。

民营的齿轮生产企业也得了迅速的发展，除公司以外，江苏飞船股份有限公司、浙江大发齿轮有限公司、中马集团有限公司、宁波东力传动设备股份有限公司等民营企业已在国内市场开始崭露头角，并占据了一定的市场份额。

根据中国齿轮专业协会的统计数据，2008 年我国齿轮生产企业销售收入排名情况如下：

表 4. 2008 年我国齿轮生产企业销售收入排名情况

齿轮生产企业排名			齿轮零件专业生产企业排名		
排名	公司	销售收入	排名	公司	销售收入
1	陕西法士特汽车传动集团公司	656,018	1	浙江双环传动机械股份有限公司	53,699
2	南京高精传动设备制造集团有限公司	449,504	2	江苏飞船股份有限公司	53,535
3	重庆齿轮箱有限责任公司	233,363	3	綦江长风齿轮有限公司	22,060
4	杭州前进齿轮箱集团股份有限公司	212,947	4	南昌江铃集团协和传动技术有限公司	18,501
5	大连重工·起重集团有限公司通用减速机厂	171,067	5	河北士达齿轮有限公司	12,146
6	万里扬集团有限公司	161,934	6	一汽贵州汽车配件厂	7,402
7	重庆青山工业有限责任公司	133,525	7	安阳桦炜齿轮有限责任公司	6,661
8	宁波东力传动设备股份有限公司	115,879	8	梅州市梅工齿轮有限公司	5,118
9	綦江齿轮传动有限公司	88,209	9	温州天和汽车部件有限公司	4,966
10	泰星减速机股份有限公司	84,712			
15	浙江双环传动机械股份有限公司	53,699			

资料来源：招股说明书

国内齿轮行业集中度较低，单个企业占整体市场份额较小。各企业专注于不同的应用领域：陕西法士特汽车传动集团公司主要产品是重型汽车变速器；南京高精齿轮集团有限公司主要产品是风电、建材、冶金机械齿轮箱；重庆齿轮箱有限责任公司主要产品是风电、建材和大功率船用齿轮箱；大连重工起重集团有限公司通用减速机厂主要产品是风电齿轮箱；万里扬集团有限公司主要产品是汽车变速器；宁波东力传动设备股份有限公司主要产品是矿山和冶金齿轮箱；杭州前进齿轮箱集团股份有限公司主要产品覆盖船舶、工程机械、风电、汽车、建材、冶金等领域的齿轮传动装置及可调桨。上述齿轮行业生产企业排名中大部分为齿轮驱动总成生产企业，既生产齿轮零件，也生产变速器等驱动总成，企业规模较大，且部分为公司下游客户。公司属于齿轮零件专业生产企业，在同类生产企业中销售规模名列前茅。

第 3 部分 公司竞争优势分析

3.1 客户优势

公司目前主要客户均为国内外大型传动设备生产商和汽车生产企业，包括众多国际大型汽车整车和零部件生产企业在中国设立的合资企业，对产品质量和交货速度要求较高，公司通过多年努力完全能够满足此类客户的需求，并与上述企业建立了长期的合作伙伴关系，有力巩固了公司的竞争优势和行业地位。公司目前的主要客户如下：

表 5. 公司目前的主要客户

产品类别	产品名称	主要客户	备注
乘用车齿轮	轿车变速箱齿轮	东安发动机	公司年产发动机47万台（套），主要为比亚迪、江淮汽车、东南汽车等整车厂配套，2009年销售额49亿元。
		上海汽车齿轮一厂	年产桑车变速器齿轴类零件20万台套、猎豹变速器齿轴类零件8万台套及各类外贸齿轮100万件，其产品主要客户覆盖上海大众、长丰猎豹等车型。
		奇瑞汽车	公司年产90万辆整车、发动机和40万套变速箱。
		现代摩比斯	主要生产手动档、自动档汽车变速器和汽车零部件，年产20-50万台变速器，其配套的主要车型有索纳塔、伊兰特、
			千里马、雅绅特、赛拉图和远舰等。
	轿车分动器齿轮	北京博格华纳	大型专业分动器生产商和供应商，主要客户有南京依维柯、长城汽车、郑州日产、华泰汽车和中兴汽车等，其母公司美国博格华纳为全球最大自动变速器生产商。

商用车齿	卡车发动机齿轮	广西玉柴	2009年产销柴油机50多万台，柴油机产销量连续9年位居国内同行首位。
------	---------	------	-------------------------------------

轮	卡车变速箱 齿轮	陕西法士特	重型卡车变速器、分动器专业生产企业，年产各类型系列汽车变速器80万台、齿轮5,000万只和汽车锻件8万吨，产销超75亿元。主要为中国重汽、陕西重汽、上汽红岩、一汽解放、二汽东风等整车厂配套。
		一汽轿车长春齿轮厂	一汽轿车股份有限公司的直属企业，其轻型车变速器年生产能力为35万台，目前市场保有量300多万台，主要为一汽集团、江淮汽车、福田汽车等等整车厂配套。
		东风汽车变速箱厂	东风汽车公司控股的子公司，品种覆盖重、中、轻等商用车各系列车型，年综合生产能力达16.5万台，主要为二汽东风配套。
		ZF（采埃孚）传动（杭州）	其母公司ZF（采埃孚）为德国第三大汽车零部件生产企业，2009年销售额85亿欧元。主要为尼桑、福田汽车、一汽集团等整车厂配套。
	卡车车桥齿 轮	包头北奔重汽	由中国兵器工业集团公司、中国北方工业公司、内蒙古第一机械制造（集团）有限公司等出资组建，重车品种已发展到A、B、C三大系列40种基本车型400多个品种，主要为北方奔驰配套。
		美国DANA ITALY S.P.A	公司是世界大型的驱动部件生产制造企业，世界上最大的车桥生产企业，2008年销售额73亿美元，2009年销售额52亿美元。

资料来源：招股说明书

3.2 拥有先进制造技术，专业化生产能力强

公司一直大力推行新产品研发及工艺改进工作，针对客户需求及行业发展趋势，进行在研项目的储备和推进。公司与重庆大学机械传动国家重点实验室等多家单位开展合作，同时公司技术中心于2008年被评为省级企业技术中心，公司已于2009年8月被认定为高新技术企业。公司目前拥有6项实用新型专利和1项外观设计专利。

公司将自身市场定位于较少企业涉足的专业化齿轮零件生产制造领域，专注于齿轮零件产品的生产制造，长期以来在行业内积累了独特的专业化优势。发行人面向多类客户不同的齿轮设计、生产要求，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；制造和采购资源共享有利于降低产品的制造成本；产品结构的不断丰富、更新和升级，有效避免了产品单一的市场风险，盈利能力稳步提高；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。

3.3 区位优势

公司位于浙江省台州市，台州市是中国东部沿海汽车产业较为集中的地区之一，汽摩配件生产和加工产业分布较为密集。齿轮产品的加工环节较多，公司充分利用此区位优势实现专业化分工，将一部分非核心工序外包，有效地降低了成本，提高了生产效率。同时，华东地区经济发达，交通运输便利，这些都为公司发展提供了良好的环境。浙江省的民营经济较为活跃，使得公司的经营环境也较为宽松，能够得到政策的有力支持。

第 4 部分 募投项目情况

公司本次拟发行股票3,000 万股，实际募集资金净额将根据询价结果商定的发行价格确定，募集资金按轻重缓急顺序投资于以下两个项目：

表 6. 募投项目概况

序号	项目名称	投资总额	募集资金投资金额	自筹资金投资金额
1	浙江双环传动齿轮扩产项目	32,183.50	25,000.00	7,183.50
2	江苏双环增资扩产齿轮项目	21,008.00	15,000.00	6,008.00
合计		53,191.50	40,000.00	13,191.50

资料来源：招股说明书

浙江双环传动齿轮扩产项目由公司本部负责实施；江苏双环增资扩产齿轮项目由公司全资子公司江苏双环负责实施，募集资金到位后，将以募集资金15,000 万元对江苏双环进行增资。

上述两个项目的投资总额合计为53,191.50 万元，其中，40,000 万元由本次发行募集资金投入，13,191.50 万元由公司自筹解决。

浙江双环传动齿轮扩产项目：项目总计投资32,183.50 万元，其中，建设投资26,965.00 万元，流动资金4,953.00 万元，建设期利息265.50 万元。项目将利用并改造现有厂房，使用厂房面积约10,836平方米，购置各类生产设备和装置227台（套）。同时，部分利用公司现有的生产、检测设备以及相关设施。项目建成后，具体产品及生产规模如下：

表 7. 浙江双环传动齿轮扩产项目建成后具体产品及生产规模

序号	产品	新增产能（万只）	主要应用领域
1	乘用车齿轮	106.00	乘用车变速箱
2	商用车齿轮	114.00	商用车发动机及变速箱
3	工程机械齿轮	26.00	工程机械
合计		246.00	

资料来源：招股说明书

江苏双环增资扩产齿轮项目：项目投资总额21,008.00 万元，其中建设投资15,869.00 万元，流动资金5,139.00 万元。项目将新建厂房、办公楼、宿舍楼等建筑，建筑面积约14,270平方米，购置各类生产设备和装置137 台（套）。项目建成后，具体产品及生产规模如下：

表 8. 江苏双环增资扩产齿轮项目建成后具体产品及生产规模

序号	产品	新增产能（万只）	主要应用领域
1	商用车齿轮	61.70	商用车车桥
2	电动工具齿轮	198.00	电动工具
合计		259.70	

资料来源：招股说明书

第 5 部分 估值与申购建议

预计公司 2010-2012 年全面摊薄 EPS 分别为 0.90 元、1.17 元和 1.46 元，参照同行业及中小板公司的估值，公司合理估值区间 22.50-27.00 元，建议询价区间 19.13-22.95 元。

第 6 部分 风险提示

（一）市场竞争加剧的风险

齿轮行业市场竞争日趋激烈。公司作为行业内具有竞争力的企业，在国内市场拥有较高的行业地位，据中国齿轮专业协会统计，在国内齿轮零件专业生产企业中，公司的市场占有率 2007 年排名第二，2008 年排名第一；在齿轮行业生产企业中，公司的市场占有率 2007 年排名第二，2008 年排名第十五位。随着车辆齿轮和工业齿轮行业的快速发展，国内主要齿轮生产企业均在不断扩大产能，市场竞争日趋激烈。如果公司的业务发展速度不能跟上行业发展的步伐，公司在行业内的竞争优势将可能逐渐削弱，市场份额可能下降，同时激烈的市场竞争可能导致公司产品利润率下降。

（二）客户集中的风险

2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年 1-6 月，公司向前五大客户销售金额占公司主营业务收入的比例分别为 48.42%、35.58%、47.71%和 47.35%，公司的下游客户主要集中于整车制造以及为整车制造配套的发动机、变速箱、车桥生产企业，主要客户包括东安发动机、广西玉柴、陕西法士特、奇瑞汽车等。若主要客户因国家宏观调控、行业景气周期的波动等因素导致生产经营状况发生重大不利变化，将对公司的产品销售及正常生产经营产生不利影响，公司存在销售客户相对集中的风险。同时，若公司的产品质量或技术水平达不到客户要求，公司将面临在单个客户供应商体系中竞争地位发生变化的风险。

（三）主要原材料价格波动的风险

公司生产所需的主要原材料为齿轮钢，如 20CrMnTi、20CrMo、20MnCr5 等。2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年 1-6 月，公司齿轮产品的直接材料占其主营业务成本的比例分别为 38.77%、42.57%、42.01%和 43.98%。近几年，国内钢材价格波动较大，直接影响公司采购价格，2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年 1-6 月，公司齿轮钢平均采购价格分别为 4,699.48 元/吨、5,666.33 元/吨、4,336.94 元/吨和 4,894.90 元/吨。如果未来钢材价格发生大幅波动，将引起公司产品生产成本的波动，对公司的经营业绩带来不利影响。

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn