中國高速傳動（658）

公司報告

買入

2008 年 5 月

業務繼續高速成長

➢**公司各業務板塊增長快速：**中國高速傳動 2007 年業務各業務板塊繼續高速成長，公司 2007 年收入爲 19 億元，較去年增加 60.8%，股東應占利潤超過 3 億元人民幣，較去年增加 2.5 倍，公司產品毛利率爲 29%。如果扣除因爲發行股份而獲得的利息受益外，公司業務盈利增長依舊超過 100%。

➢**風力齒輪和船用齒輪成長迅猛:** 公司風力齒輪業務從去年的 3.2 億人民幣上升到今年的 7.2 億人民幣，增長超過 125%，該業務依舊得益於中國風電新增裝機容量的迅猛增長，我們預計到 2010 年前風機的年複合增長率應該可以達到 50%。船用齒輪 2007 年的營業額爲 1.35 億元人民幣較 2006 年增長了約 42 倍，公司供應的船舶相對較爲高端，全球有製造能力的廠商寥寥可數，因此該業務板塊增長相對比較確定。

➢**公司有能力轉嫁原材料漲價:** 隨著原材料降格上漲的壓力，公司在 2007 年已經適當調整了產品的價格。由於公司生產的產品是屬於核心部件，技術門檻相對比較高，全球有能力生產的製造商不多，因此公司的提價普遍爲客戶所接受。

➢**評級爲買入，維持目標價 20.40 港元，有 46.8%上升空間:** 我們維持 12 個月目標價格港幣 20.40 元，相當於 2008 年的收益的 40 倍市盈率。較現價有 46.8%上升空間，首次評級爲買入。

*1 港元=0.90 元人民幣

毛力
86755-33331813
Eric.mao@firstshanghai.com.hk

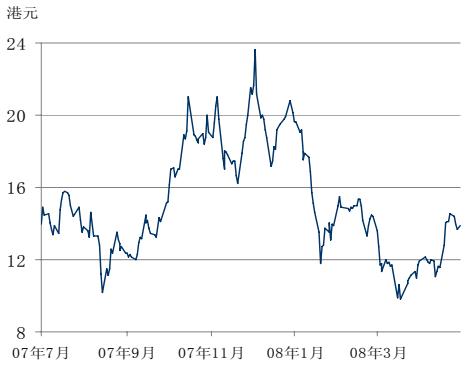
行業	機械製造
股價	13.90 港元
目標價	20.40 港元
	(+46.8%)
市值	173 億港元
已發行股本	12.4 億股
52 周高/低	9.4 港元/24.8 港元
每股淨現值	0.87 港元
主要股東	Fortune Apex Ltd 64.2% Luckever Holdings Ltd 12.7% Value Partners Ltd 7.6%

盈利摘要

百万元人民币 截止日12月31日	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入	1184.3	1904.8	3050.5	4133.6	5242.4
变化	N/A	60.8%	60.1%	35.5%	26.8%
净利润	90.2	306.4	568.5	930.9	1286.9
变化	N/A	239.6%	85.5%	63.7%	38.2%
市盈率@13.90港元(倍)	99.3	48.4	30.4	18.6	13.5
摊薄每股收益	0.140	0.287	0.457	0.748	1.033
每股派息	0.01	0.03	0.11	0.19	0.26
息率	0.1%	0.2%	0.8%	1.3%	1.9%

來源：公司資料，第一上海

股價表現



來源：彭博財經

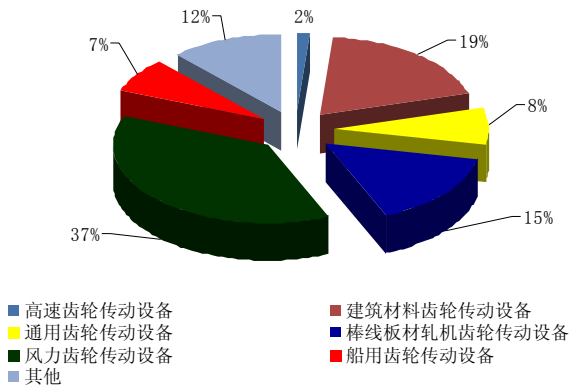
公司各業務板塊繼續高速成長

中國高速傳動設備集團有限公司是以高速重載齒輪爲主要產品的傳動設備製造商

中國高速傳動 2007 年業務各業務板塊繼續高速成長，公司 2007 年收入爲 19 億元，較去年增加 60.8%，股東應占利潤超過 3 億元人民幣，較去年增加 2.5 倍，公司產品毛利率爲 29%。如果扣除因爲發行股份而獲得的利息受益外，公司業務盈利增長依舊超過 100%。

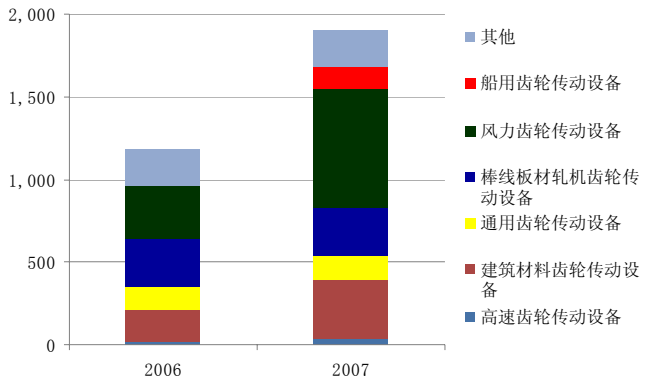
公司傳統齒輪業務（包括：高速類、通用類、建築材料類和棒線板材軋機類傳動）實現銷售額 8.3 億元人民幣，同比增長超過 30%。新業務（包括：風力齒輪和船用齒輪）實現銷售額 8.5 億元同比增長了 165%。

圖表 1：中國高速傳動各業務銷售比例



資料來源：公司資料 第一上海

圖表 2：中國高速傳動各業務銷售對比（百萬元）



資料來源：公司資料 第一上海

風力齒輪業務增長迅猛

我們預計到 2010 年前風機的年複合增長率應該可以達到 50%

公司風力齒輪業務從去年的 3.2 億人民幣上升到今年的 7.2 億人民幣，增長超過 125%，該業務依舊得益於中國風電新增裝機容量的迅猛增長。據全球風能理事會統計，中國新增裝機容量爲 3450MW，較 2006 年增長超過了 130%。目前市場普遍預測到 2020 年前，中國風電的裝機容量的複合增長率超過 25%，而在 2010 年前這個階段將成爲中國風電爆發性成長期，我們預計到 2010 年前風機的年複合增長率應該可以達到 50%。

同時，市場在 2010 年之前，風電建設大部分風機依舊採用齒輪傳動方式，這個在 GE、VESTAS、上海電氣等國際大廠商的未來採購趨勢中獲得驗證。而對風力齒輪有重大影響的直趨式發電作爲風力發電的一個補充而進行發展。由於德國的部分直趨式發電設備由於技術上的不成熟而引發故障率偏高，所以風電業主在選用直趨式發電相對更加審慎。因此，我們預計齒輪傳動式風機技術在 2010 年前將是全球風力發電的主流趨勢。

按照目前風機的裝機容量發展，各類大功率風機齒輪從 1.5MW ~ 2MW，將成爲 2008 年到 2010 年主流，且繼續供不應求，而中國高速傳動目前已經研發成功大功率齒輪，將繼續在行業迅速成長中受益。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

船用齒輪繼續增長、軌道交通傳動齒輪預計 2009 年投產

中國高速傳動船用齒輪的合作方是德國 ZF 集團，船用齒輪 2007 年的營業額爲 1.35 億元人民幣較 2006 年增長了約 42 倍。該項業務的訂單均來自國外，產品主要是相對高端的動力傳動系統。雖然未來整體造船業訂單具有相應的不確定性，但由於公司供應的船舶相對較爲高端，全球有製造能力的廠商寥寥可數，因此該業務板塊增長相對比較確定。

同時公司發展了一塊相對比較新的業務。公司與 ALSTOM 合作發展了城市軌道交通的傳動系統。在首次報告中，我們提到中國各城市規劃的城市輕軌和地鐵建設總公里數爲 1850 公里，因此業務板塊前景看好，預計該產品將在 2009 年投產。

公司有能力轉嫁原材料漲價

目前中國高速傳動在中國傳動工業中排名第一，全球排名前 10

公司的毛利潤在 2007 年達到了 5.5 億元人民幣，毛利率爲 29%，較 2006 年的毛利率上升了 0.2 個百分點。對照 2007 年中報的毛利率上漲超過 2 個百分點。市場原先普遍預計其毛利率可能有所下降，但是公司在調整產品結構，後扭轉了毛利率下降的趨勢。

公司的毛利率提高的另一個重要原因是，公司在 2007 年已經適當調整了產品的價格。由於公司生產的產品是屬於核心部件，技術門檻相對比較高，全球有能力生產的製造商不多，因此公司的提價普遍爲客戶所接受。即便是此次提價，公司產品的價格相對於全球價格來說依舊是比較低的，公司未來依舊有提價的能力，而且公司未來產品的價格將逐步上調。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

盈利預測

收入分析

其中目前最主要的收入來自於風力齒輪傳動設備和棒線板材軋機齒輪傳動設備，這兩項收入預計占公司總收入的 63%

2007 年中國高速傳動的產品結構有所調整，收入來源除了風力齒輪爲最大外，其他各業務板塊發展逐步均衡，我們預計其船用齒輪將是另一塊增長飛速的業務。

公司在 2008 年、2009 年和 2010 年收入分別預測爲人民幣 30 億元、41 億元和 52 億元。如果以 2007 年爲基準年，到 2010 年的複合增長率爲 40%。

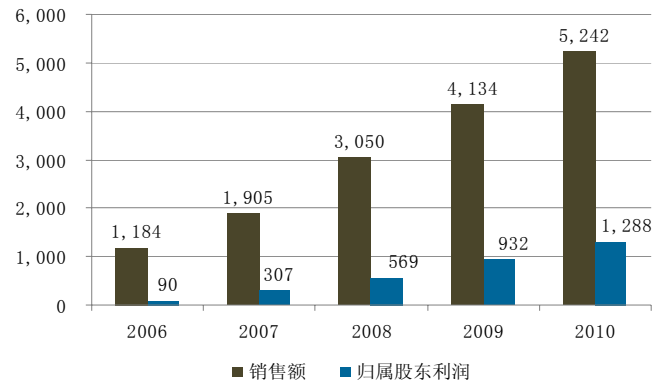
公司歸屬股東利潤 2008 年、2009 年和 2010 年分別爲人民幣 5.7 億元、9.3 億元和 12.9 億元，到 2010 年複合增長率爲 61.3%。

毛利潤和毛利率分析

以 2006 年爲基準年到 2009 年，公司淨利潤的複合增長率爲 97%

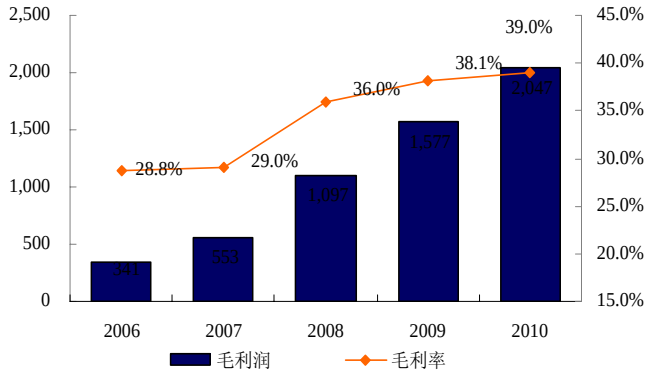
中國高速傳動的毛利率主要受原材料以及產品的售價影響。公司自 2007 年調整了產品價格，我們預計公司產品價格未來仍有上調的可能性。同時，公司有規劃逐步在材料供應端採用並購等方式，從根本上解決原材料價格上漲的不利因素，因此我們預計公司未來在原材料端價格下降促動下，毛利率有進一步的提升空間。

圖表 3:銷售額和歸屬股東利潤預測（百萬元）



資料來源：公司公告、 第一上海

圖表 4:毛利潤和毛利率預測（百萬元）



資料來源：公司公告、第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

财務摘要

损益表

人民币百万元，财务年度截至12月底

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入	1,184.3	1,904.8	3,050.5	4,133.6	5,242.4
毛利	340.8	553.1	1,097.3	1,576.7	2,047.1
其他业务收入	23.3	192.3	57.5	62.1	65.2
销售及管理费用	(193.2)	(361.5)	(475.9)	(572.6)	(645.3)
其他费用	(34.8)	(22.9)	(40.3)	(60.0)	(83.7)
营运收入	136.1	361.0	638.7	1,006.2	1,383.4
财务费用	(41.5)	(33.0)	(33.0)	(16.5)	(16.5)
联营公司	(0.8)	(3.6)	(4.0)	(4.4)	(4.8)
税前盈利	93.7	324.3	601.7	985.3	1,362.0
所得税	(3.5)	(17.9)	(33.2)	(54.4)	(75.2)
少数股东应占利润	0.0	(0.2)	(0.5)	(0.8)	(1.0)
净利润	90.2	306.4	568.5	930.9	1,286.9
折旧及摊销	60.6	93.3	188.7	229.6	269.7
EBITDA	154.3	417.7	790.4	1,214.8	1,631.8
增长					
总收入（%）	25.1%	60.8%	60.1%	35.5%	26.8%
EBITDA（%）	-9.0%	170.6%	89.2%	53.7%	34.3%
每股收益（%）	-17.6%	105.2%	58.9%	63.7%	38.1%

财务分析

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
盈利能力					
毛利率 (%)	28.8%	29.0%	36.0%	38.1%	39.0%
EBITDA 利率 (%)	13.0%	21.9%	25.9%	29.4%	31.1%
净利率(%)	7.6%	16.1%	18.6%	22.5%	24.5%
营运表现					
SG&A/收入(%)	16.3%	19.0%	15.6%	13.9%	12.3%
实际税率（%）	3.7%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
股息支付率（%）	10.3%	11.4%	25.0%	25.0%	25.0%
库存周转	150.4	142.5	174.0	180.1	164.5
应付账款天数	336.2	283.3	311.4	290.1	265.0
应收账款天数	163.4	154.4	136.4	115.7	94.8
财务状况					
净负债/股本	1.0	0.3	0.3	0.2	0.1
收入/总资产	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
总资产/股本	4.2	1.9	2.1	2.0	1.9
盈利对利息倍数	3.3	10.9	19.3	60.9	83.8

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月底

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
现金	196.1	1,516.2	2,881.3	3,057.3	3,938.0
应收账款	530.2	805.7	1,140.1	1,310.5	1,361.3
存货	347.5	527.9	931.2	1,261.9	1,440.4
其他流动资产	195.7	330.8	245.3	109.1	42.9
总流动资产	1,269.5	3,180.6	5,198.0	5,738.8	6,782.5
固定资产	866.8	1,316.8	1,827.0	2,226.2	2,625.5
无形资产	29.9	31.4	60.4	69.5	71.9
长期投资	56.4	95.4	944.7	1,208.3	1,241.6
总资产	2,222.6	4,624.2	8,030.0	9,242.8	10,721.5
短期负债	11.1	0.0	0.0	0.0	0.0
应付帐款	777.0	1,049.3	1,666.3	2,032.1	2,319.5
短期银行贷款	612.6	593.7	441.9	464.0	487.1
其他短期负债	3.8	112.2	63.6	189.4	298.0
总流动负债	1,404.6	1,755.1	2,171.8	2,685.4	3,104.7
长期银行贷款	284.6	475.6	80.3	88.4	97.2
其他负债	2.2	12.2	2,019.0	1,852.0	1,779.7
总负债	1,691.4	2,242.9	4,271.1	4,625.7	4,981.6
少数股东权益	4.2	0.0	1.8	2.2	2.2
股东权益	531.2	2,381.3	3,759.0	4,617.0	5,739.9
每股账面值	0.87	2.23	3.02	3.71	4.61
营运资金	(135.1)	1,425.5	3,026.3	3,053.4	3,677.8

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月底

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
EBITDA	154.3	417.7	790.4	1,214.8	1,631.8
融资成本(收入)	41.5	45.9	33.0	16.5	16.5
营运资金变化	(283.2)	(595.6)	(678.3)	(696.7)	1,549.0
所得税	(17.9)	(33.2)	(54.4)	(75.2)	0.0
营运性现金流	158.1	207.6	515.2	876.4	1,565.5
资本开支	(517.4)	(744.1)	(707.1)	(507.3)	(598.4)
其他投资活动	29.6	59.2	(721.4)	(386.1)	(212.7)
投资性现金流	(487.8)	(684.9)	(1,428.5)	(893.3)	(811.1)
负债变化	440.8	(414.5)	2,505.2	536.3	565.1
股本变化	134.1	2,380.1	0.0	0.0	0.0
股息	(86.1)	(34.8)	(142.2)	(232.9)	(322.0)
其他融资活动	(26.5)	(133.4)	(84.4)	(110.4)	(116.8)
融资性现金流	462.3	1,797.4	2,278.5	193.0	126.4
现金变化	132.6	1,320.1	1,365.1	176.0	880.7
汇率影响	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
期初持有现金	63.5	196.1	1,516.2	2,881.3	3,057.3
期末持有现金	196.1	1,516.2	2,881.3	3,057.3	3,938.0

資料來源：公司公告，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

第一上海證券有限公司
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作爲或被視爲出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認爲可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。