

**借風電快速成長**

► **風電板塊繼續高速增長**：2008年風電行業將繼續保持高速的增長，我們認為國內2008年的裝機容量將超過10,000MW，較去年增長接近一倍。中國高速傳動上半年整個風電板塊銷售達到了5.7億，占整個中國高速傳動上半年總銷售額的42.5%，同比增長率為86.2%，其中主流產品1.0MW到1.5MW的產品銷售增長2.3倍。預計今年全年的風機銷售，將較去年同比增長90%以上。

► **城市軌道傳動齒輪將成爲新增長點**：今年公司城市軌道交通傳動齒輪已經通過Alstom的認證。明年將有部分量產，到2010年將全部投產。該產品全部投產後，將實現數億的銷售額，成爲新的增長動力。

► **毛利率提升**：雖然上半年原材料漲價，公司主要業務板塊風電產品進行了適當的漲價，因此其風電毛利率從24.5%上升到29.9%。而另一重要業務板塊，建築用齒輪也因爲新品的推出起毛利率從25.7%上升到31.8%，今年上半年公司整體毛利率則從26.7%上升到30.9%。我們預計未來2年公司毛利率有進一步上升空間。

► **維持評級爲買入，調整目標價19.09港元**：我們調整12個月目標價格港幣19.09元，相當於2009年的收益的28倍市盈率。較現價有32%上升空間，維持評級爲買入。

\*1 港元=0.88 元人民幣

毛力

86755-33331813

[Eric.mao@firstshanghai.com.hk](mailto:Eric.mao@firstshanghai.com.hk)

行業 機械製造

股價 14.40 港元

目標價 19.09 港元

(+32.6%)

市值 179 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

Fortune Apex Ltd 64.2%

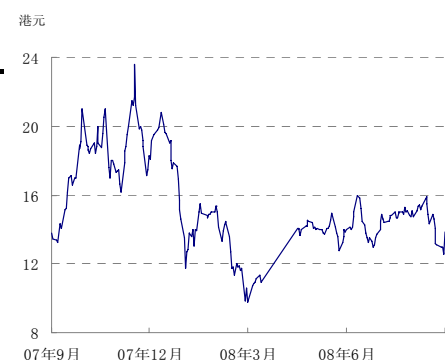
 主要股東 Luckever Holdings Ltd  
 12.7%

Value Partners Ltd 7.6%

**盈利摘要**

百萬元人民幣 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	3055.8	4210.3	5320.5
变化	N/A	60.8%	60.4%	37.8%	26.4%
归属股东利润	85.6	306.7	554.3	855.3	1136.2
变化	N/A	258.1%	80.8%	54.3%	32.8%
市盈率@14.40港元(倍)	90.5	44.1	28.5	18.4	13.9
摊薄每股收益	0.14	0.29	0.45	0.69	0.91
每股派息	0.01	0.03	0.11	0.17	0.23
息率	0.1%	0.3%	0.9%	1.4%	1.8%

來源：公司資料，第一上海

**股價表現**


來源：彭博財經

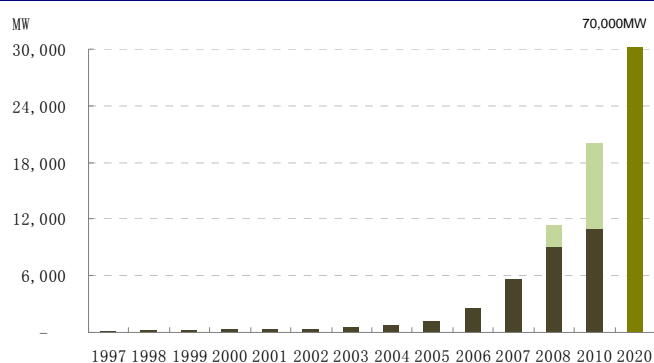
## 風電板塊繼續高速增長

### 未來風電行業繼續保持高速增長

2008年風電行業將繼續保持高速的增長，從各方面公開資料分析，我們認為國內2008年的裝機容量將超過10000MW，新增裝機容量將接近5000MW，到2010年將達到20000MW的裝機容量。以2006年為基年的年裝機容量到2010年的複合增長率為66.7%。最新預計表明到2020年中國裝機容量將達到7萬MW

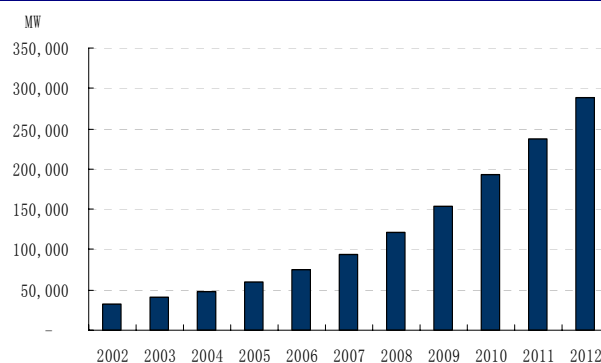
全球風電也在進一步增長，根據公開資料表明，2008年全球風電裝機容量將達到12萬MW，2010年將達到13.2萬MW。以2006年為基年的全球年裝機容量到2010年的複合增長率為26.8%。

圖表 1: 中國風電裝機容量預測 MW



資料來源：中國風能協會 第一上海

圖表 2: 全球風電裝機容量預測 MW



資料來源：公司資料 第一上海

### 風電板塊繼續維持高增長

今年上半年整個風電板塊銷售達到了5.7億，占整個中國高速傳動上半年總銷售額的42.5%，同比增長率為86.2%，其中主流產品1.0MW到1.5MW的產品銷售增長2.3倍，非主流產品750KW的產品銷量下降9.9%，主要原因是市場將逐步淘汰750KW的風機。我們認為，由於今年上半年由於東方電氣受地震影響，因此5月到6月間，中國高速傳動沒有給東方電氣發貨，因此上半年銷售的潛力未有完全發揮，下半年隨著東方電氣的生產恢復，所以下半年的風機銷售將超過上半年。我們預計今年全年的風機銷售，將較去年同比增長90%以上。

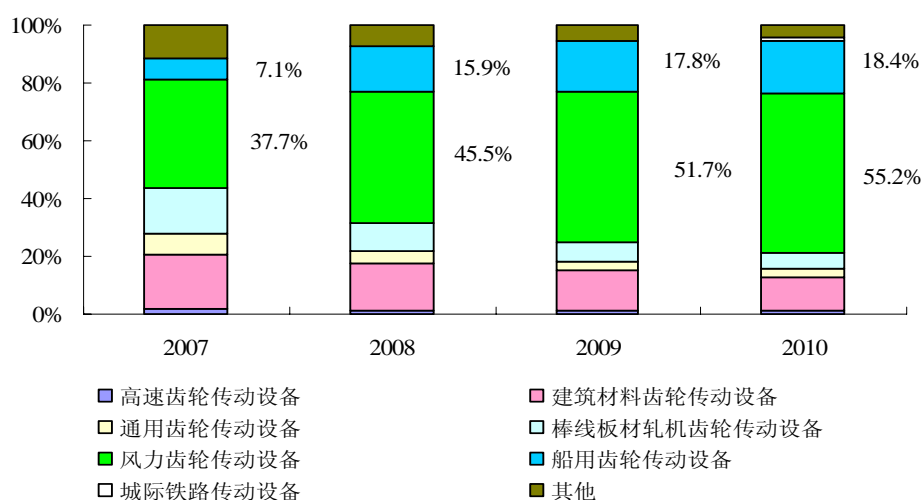
## 財務分析

### 收入分析

2008年中國高速傳動的主要銷售收入來源除了風力傳動齒輪外，其船用齒輪將另一塊新增的業務，今年上半年船用齒輪銷售額達到了2.3億人民幣。根據當前船舶製造市場的情況，我們認為船用齒輪銷售將維持一個穩定增長的態勢，全年預計銷售額可接近5億元人民幣。同時，由於今年有小批量的城市輕軌傳動齒輪在今年銷售，明年將部分量產，因此公司銷售額仍然將維持高速上揚。我們適當調整預測公司在2008年、2009年和2010年收入分別預測為人民幣30.5億元、42.1億元和53.2億元。如果以2007年為基準年，到2010年的複合增長率為41%。

由於公司收購江蘇宏晟特鋼集團後，其盈利將在下半年有所反映。公司歸屬股東利潤2008年、2009年和2010年分別為人民幣5.5億元、8.6億元和11.4億元，到2010年複合增長率為57%。

圖表 1：中國高速傳動的各業務比例變化



資料來源：公司資料、第一上海

### 利潤和利潤率分析

我們認為公司的毛利率將逐年上升，2008年的毛利率維持在30.4%

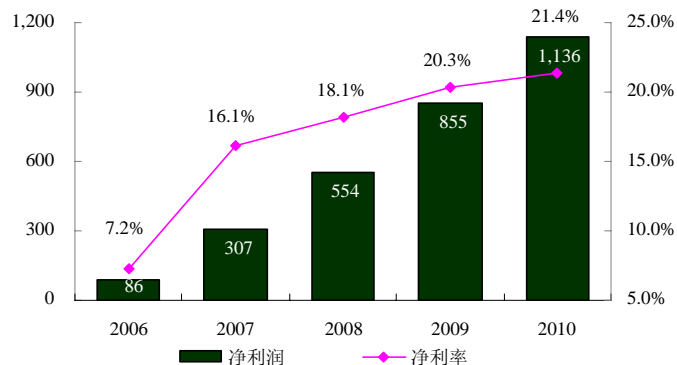
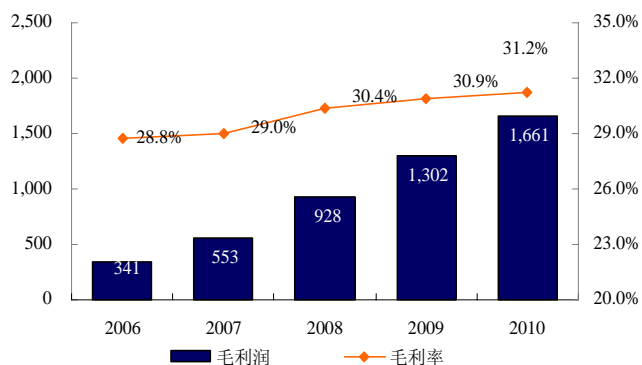
中國高速傳動的毛利率主要受原材料以及產品的售價影響。雖然上半年各類原材料價格上漲，但是由於風電產品需求旺盛，公司風電產品進行了適當的漲價因此其毛利率從24.5%上升到29.9%。而建築用齒輪也因為新品的推出起毛利率從25.7%上升到31.8%。另一個重要業務板塊，船用齒輪因為銷售價格未有有效提升，受原材料價格影響，毛利率從28.1%下降到26.5%，而公司整體毛利率則從26.7%上升到30.9%。

公司淨利潤率也將迅速提升，其主要原因是公司降低管理費用和銷售費用的比例。我們認為公司此兩項費用在未來兩年將維持在一個低比例狀態。

如果以去年為基年，我們預測公司到 2010 年毛利潤複合增長率為 40%，淨利潤複合增長率為 57%。

圖表 3: 毛利潤和毛利率預測 (百萬元)

圖表 4: 淨利潤和淨利率預測 (百萬元)



資料來源：公司公告、第一上海

資料來源：公司公告、第一上海

# 估值和投資建議

## 同業比較

我們列出了國際專業風電設備製造商的同業比較。

圖表 5：國際主要風電設備類公司比較

代碼	市值	货币	股价	收入 2007年	EBITDA	每股收益 2007实际	每股收益 2008预测	每股收益 2009预测	市盈率 2007年	市盈率 2008年	市盈率 2009年
GAM SM	6,134	EUR	27.57	3,260	468	0.90	1.12	1.45	30.6	24.6	19.0
NDX1 GR	1,324	EUR	20.31	747	52	0.74	0.71	1.06	27.4	28.5	19.1
SUEL IN	314,558	INR	222.50	136,794	19,629	6.89	11.24	16.34	32.3	19.8	13.6
RPW FF	1,961	EUR	205.00	680	34	2.43	5.22	6.49	84.4	39.3	31.6
VWS GR	14,135	EUR	82.74	4,861	527	1.57	2.58	3.62	52.7	32.1	22.9
									45.5	28.8	21.2
658 hk	17,928	HK\$	14.40	1,905	342	0.29	0.45	0.60	43.7	28.2	21.2

資料來源：Thomson One、第一上海

維持原來 19.09 港元的目標價格，較現價有 32.6% 的上升空間

國際風電設備公司的 2008 年平均市盈率目前在 28.8 倍左右，考慮到目前中國高速傳動業務與其相似，他們的當前市盈率具有參考價值。本報告略微調低了中國高速傳動每股盈利目標至人民幣 0.45 元。我們適當調低 12 個月目標價格至 19.09 港元，該價格相當於 2009 年 28 倍市盈率，較當前價格有 32.6% 的上升空間。

# 財務摘要

损益表						财务分析					
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	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测	
<b>收入</b>	1,184.3	1,904.8	3,055.8	4,210.3	5,320.5	<b>盈利能力</b>					
毛利	340.8	553.1	927.7	1,301.9	1,661.0	毛利率(%)	28.8%	29.0%	30.4%	30.9%	
其他业务收入	23.3	192.3	163.3	181.4	234.2	EBITDA 利率(%)	13.0%	21.9%	26.6%	29.2%	
销售及管理费用	(193.2)	(361.5)	(383.4)	(416.4)	(484.1)	净利率(%)	7.6%	16.1%	19.0%	21.3%	
其他费用	(34.8)	(22.9)	(36.7)	(50.5)	(63.8)	<b>营运表现</b>					
<b>营运收入</b>	136.1	361.0	671.0	1,016.4	1,347.3	SG&A/收入(%)	16.3%	19.0%	12.5%	9.9%	
财务费用	(41.5)	(33.0)	(18.0)	(9.0)	(9.0)	实际税率(%)	3.7%	5.5%	11.0%	11.0%	
联营公司	(0.8)	(3.6)	0.0	0.0	0.0	股息支付率(%)	10.3%	11.4%	25.0%	25.0%	
<b>税前盈利</b>	93.7	324.3	653.0	1,007.4	1,338.3	库存周转	150.4	174.5	168.6	170.7	
所得税	(3.5)	(17.9)	(72.1)	(111.2)	(147.8)	应付账款天数	336.2	312.2	291.4	270.1	
少数股东应占利润	4.6	(0.2)	26.5	40.9	54.4	应收账款天数	163.4	122.3	115.1	93.8	
<b>净利润</b>	90.2	306.4	580.9	896.2	1,190.6	<b>财务状况</b>					
折旧及摊销	60.6	93.3	160.6	221.2	277.6	净负债/股本	1.0	0.2	0.3	0.2	
<b>EBITDA</b>	154.3	417.7	813.6	1,228.6	1,615.9	收入/总资产	0.5	0.4	0.4	0.4	
						总资产/股本	4.2	1.5	2.2	2.0	
<b>增长</b>						<b>现金流量表</b>					
总收入(%)	25.1%	60.8%	60.4%	37.8%	26.4%	人民币百万元, 财务年度截至12月底					
EBITDA(%)	-9.0%	170.6%	94.8%	51.0%	31.5%	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测	
每股收益(%)	-17.6%	105.2%	55.0%	54.3%	32.7%	<b>EBITDA</b>	154.3	417.7	813.6	1,228.6	1,615.9
						融资成本(收入)	41.5	45.9	18.0	9.0	9.0
<b>资产负债表</b>						营运资金变化	(283.2)	(579.9)	(449.0)	(511.3)	1,581.0
人民币百万元, 财务年度截至12月底						所得税	(17.9)	(72.1)	(111.2)	(147.8)	0.0
	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测	<b>营运性现金流</b>	158.1	207.6	686.4	965.8	1,590.0
现金	196.1	1,516.1	3,792.5	4,488.2	5,767.0	资本开支	(517.4)	(744.1)	(609.8)	(646.5)	(667.4)
应收账款	530.2	638.5	963.9	1,082.2	1,104.6	其他投资活动	29.6	59.2	(202.3)	(44.6)	(151.3)
存货	347.5	646.1	982.9	1,360.3	1,611.8	<b>投资性现金流</b>	(487.8)	(684.9)	(812.2)	(691.1)	(818.6)
其他流动资产	195.7	234.1	245.3	109.1	42.9	负债变化	440.8	(414.5)	2,655.2	797.3	994.0
<b>总流动资产</b>	1,269.5	3,034.9	5,984.7	7,039.7	8,526.3	股本变化	134.1	2,380.1	0.0	0.0	0.0
固定资产	866.8	1,405.4	1,545.9	2,142.7	2,703.8	股息	(86.1)	(34.8)	(138.6)	(213.8)	(284.1)
无形资产	29.9	54.8	60.4	69.5	71.9	其他融资活动	(26.5)	(133.4)	(114.4)	(162.6)	(202.5)
长期投资	56.4	290.5	646.5	718.8	759.4	<b>融资性现金流</b>	462.3	1,797.4	2,402.2	420.9	507.4
<b>总资产</b>	2,222.6	4,785.6	8,237.5	9,970.7	12,061.3	<b>现金变化</b>	132.6	1,320.1	2,276.4	695.7	1,278.8
短期负债	11.1	0.0	0.0	0.0	0.0	汇率影响	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
应付账款	777.0	1,156.1	1,699.2	2,152.0	2,537.5	期初持有现金	63.5	196.1	1,516.2	3,792.5	4,488.2
短期银行贷款	612.6	420.8	541.9	669.0	802.4	期末持有现金	196.1	1,516.2	3,792.5	4,488.2	5,767.0
其他短期负债	3.8	15.6	66.1	193.5	288.2						
<b>总流动负债</b>	1,404.6	1,592.4	2,307.2	3,014.5	3,628.2						
长期银行贷款	284.6	73.0	130.3	144.4	210.8						
其他负债	2.2	12.2	2,033.9	1,864.6	1,802.7						
<b>总负债</b>	1,691.4	1,677.7	4,471.4	5,023.5	5,641.7						
少数股东权益	4.2	3.3	1.8	2.2	2.2						
<b>股东权益</b>	531.2	3,107.9	3,766.1	4,947.2	6,419.7						
每股账面值	0.87	2.91	3.02	3.97	5.15						
营运资金	(135.1)	1,442.4	3,677.5	4,025.2	4,898.1						

資料來源：公司公告，第一上海預測

**披露事項：**第一上海證券有限公司，曾擔任中國高速傳動設備集團有限公司（658）於2007年7月上市的副經辦人和承銷商。

### 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，並非作為或被視為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為可靠，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。