

營業務暫未放緩,金融產品遠期風險可控

- ▶主營業務暫未放緩：**中國高速傳動風電板塊銷售並未放緩，上半年達到了 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達到 14 億，將較去年同比增長 90%以上，其他主營業務也未有出現下降，預計全年銷售額將超過 30 億元。
- ▶美國風電建設放緩影響：**根據美國風電協會預測，目前的金融危機導致了 2009 風電行業的投資低於早先市場預期。而中國高速傳動海外業務主要來自於美國通用電氣，雖然到目前為止，通用電氣的訂單量並沒有下降和延遲交貨，但是由於美國市場的風電投資放緩，可能引發公司銷售確認延後，從而可能使 2009 年的銷售低於早先市場預期。同時，目前在談的主要風機廠商亦可能延遲下單或者延後合作。
- ▶金融產品實際風險：**公司與摩根士丹利公司有個股權掉期協議，股權標的是公司的股票，名義總額為 11 億港元，執行價格約為 13.68 港元，到期日期為 2011 年 4 月。由於標的股權是公司自己的股票，到期日比較遠，因此我們認為實際風險可控。該產品雖然對財務損益表的盈利產生重大影響，但該交易在到期前的盈利和虧損並沒有實際交割。
- ▶評級調整為持有,調整目標價 5.25 港元：**我們調整 12 個月目標價格港幣 5.25 元，相當於 2009 年的收益的 7.5 倍市盈率。較現價有 11%上升空間，調整評級為持有。

*1 港元=0.88 元人民幣

毛力

86755-33331813

Eric.mao@firstshanghai.com.hk

行業 機械製造

股價 4.17 港元

目標價 5.25 港元

(+11%)

市值 59 億港元

已發行股本 12.4 億股

52 周高/低 4.17 港元/24.8 港元

每股淨現值 2.62 港元

Fortune Apex Ltd 64.2%

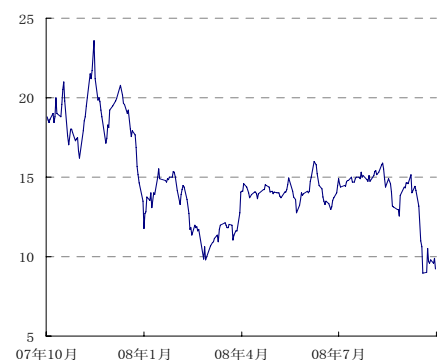
 主要股東 Luckever Holdings Ltd
12.7%

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	3992.7	5026.7
变化	N/A	60.8%	60.4%	30.7%	25.9%
归属股东利润	85.6	306.7	554.3	772.1	1029.4
变化	N/A	258.1%	80.8%	39.3%	33.3%
市盈率@4.71港元(倍)	29.6	14.4	9.3	6.7	5.0
摊薄每股收益	0.14	0.29	0.45	0.62	0.83
每股派息	0.01	0.03	0.11	0.16	0.21
息率	0.3%	0.8%	2.7%	3.7%	5.0%

來源：公司資料，第一上海

股價表現


來源：彭博財經

金融產品風險遠期可控

公司與摩根士丹利公司有個股權掉期協議，股權標的是公司的股票，名義總額為 11 億港元，執行價格約為 13.68 港元，到期日期為 2011 年 4 月。如果中國高速傳動當日價格高於 13.68 港元，摩根士丹利公司將支付差價給中國高速傳動，反之如果中國高速傳動股票價格當日低於 13.68 港元，中國高速傳動將支付價差給摩根士丹利。

同時，該產品與公司可轉換債掛鉤，該轉換債轉換價格為 17.78 港元，一旦債權實施股權轉換，公司的標的股票也將按轉換比例執行掉期。

短期票的下跌對於公司財務損益表的盈利有重大影響，但該交易在到期前的盈利和虧損並沒有實際交割，因此不影響公司任何經營。我們認為由於標的股權是公司自己的股票，同時標的到期日長達 3 年，因此該金融產品風險可控，公司有機會鎖定股票價格下行風險。

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 2 國際主要風電設備類公司比較

	代碼	市值	貨幣	股價	收入			每股收益	每股收益	每股收益	市盈率	市盈率	市盈率
					2007年	EBITDA	淨利潤	2007实际	2008预测	2009预测	2007年	2008年	2009年
GAMESA	JAM SM	2,881	EUR	12.31	3,181	454	213	0.86	1.14	1.41	14.4	10.8	8.7
Nordex	NDX1 GR	645	EUR	9.65	750	56	39	0.61	0.71	0.82	15.9	13.6	11.7
Suzlon	SUEL IN	87,645	INR	58.55	132,126	19,725	11,280	7.36	10.90	15.49	8.0	5.4	3.8
Repower	RPW FF	800	EUR	89.04	680	34	21	2.43	4.87	6.49	36.6	18.3	13.7
Vestas	VWS GR	5,553	EUR	30.10	4,746	559	264	1.43	2.61	4.52	21.1	11.5	6.7
中国高速传动	658 hk	5,852	HK\$	4.70	1,184	154	90	0.29	0.45	0.62	19.2	11.9	8.9
											14.4	9.3	6.7

資料來源：Thomson One、第一上海

目標價格 5.25 港元的目標價格，較現價有 11% 的上升空間

國際風電設備公司的 2008 年平均市盈率目前在 11 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 2009 年目標至人民幣 0.62 元。我們調低 12 個月目標價格至 5.25，該價格相當於 2009 年 7.5 倍市盈率，較當前價格有 11% 的上升空間，修改評級為持有。

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	
收入	1,184.3	1,904.8	3,055.8	3,992.7	5,026.7	盈利能力					
毛利	340.8	553.1	927.7	1,179.8	1,505.0	毛利率(%)	28.8%	29.0%	30.4%	29.5%	
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%	28.3%	
销售及管理费用	(193.2)	(361.5)	(383.4)	(394.9)	(457.4)	净利率(%)	7.6%	16.1%	19.0%	20.3%	
其他费用	(34.8)	(22.9)	(36.7)	(47.9)	(60.3)	营运表现					
营运收入	136.1	361.0	671.0	918.5	1,221.5	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%	
税前盈利	93.7	324.3	653.0	909.5	1,212.5	库存周转	150.4	174.5	168.6	167.9	
所得税	(3.5)	(17.9)	(72.1)	(100.4)	(133.9)	应付账款天数	336.2	312.2	291.4	265.1	
少数股东应占利润	4.6	(0.2)	26.5	37.0	49.3	应收账款天数	163.4	122.3	115.1	89.7	
净利润	90.2	306.4	580.9	809.1	1,078.7	财务状况					
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	
EBITDA	154.3	417.7	813.6	1,130.7	1,490.1	收入/总资产	0.5	0.4	0.4	0.4	
增长						总资产/股本	4.2	1.5	2.2	2.0	
总收入(%)	25.1%	60.8%	60.4%	30.7%	25.9%	现金流量表					
EBITDA(%)	-9.0%	170.6%	94.8%	39.0%	31.8%	人民币百万元, 财务年度截至12月底					
每股收益(%)	-17.6%	105.2%	55.0%	39.3%	33.2%						
						2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测	
资产负债表						EBITDA	154.3	417.7	813.6	1,130.7	1,490.1
人民币百万元, 财务年度截至12月底						融资成本收入	41.5	45.9	18.0	9.0	9.0
	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测	营运资金变化	(283.2)	(579.9)	(361.9)	(438.5)	1,448.2
现金	196.1	1,516.1	3,792.5	4,469.9	5,642.6	所得税	(17.9)	(72.1)	(100.4)	(133.9)	0.0
应收账款	530.2	638.5	963.9	980.7	1,000.8	营运性现金流	158.1	207.6	686.4	926.8	1,457.2
存货	347.5	646.1	982.9	1,293.9	1,531.1	资本开支	(517.4)	(744.1)	(609.8)	(646.5)	(667.4)
其他流动资产	195.7	234.1	245.3	109.1	42.9	其他投资活动	29.6	59.2	(202.3)	(44.6)	(151.3)
总流动资产	1,269.5	3,034.9	5,984.7	6,853.5	8,217.3	投资性现金流	(487.8)	(684.9)	(812.2)	(691.1)	(818.6)
固定资产	866.8	1,405.4	1,545.9	2,142.7	2,703.8	负债变化	440.8	(414.5)	2,655.2	797.3	994.0
无形资产	29.9	54.8	60.4	69.5	71.9	股本变化	134.1	2,380.1	0.0	0.0	0.0
长期投资	56.4	290.5	646.5	713.8	753.0	股息	(86.1)	(34.8)	(138.6)	(193.0)	(257.3)
总资产	2,222.6	4,785.6	8,237.5	9,779.5	11,745.9	其他融资活动	(26.5)	(133.4)	(114.4)	(162.6)	(202.5)
短期负债	11.1	0.0	0.0	0.0	0.0	融资性现金流	462.3	1,797.4	2,402.2	441.7	534.1
应付帐款	777.0	1,156.1	1,699.2	2,043.1	2,405.0	现金变化	132.6	1,320.1	2,276.4	677.4	1,172.7
短期银行贷款	612.6	420.8	541.9	669.0	802.4	汇率影响	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
其他短期负债	3.8	15.6	66.1	188.8	260.4	期初持有现金	63.5	196.1	1,516.2	3,792.5	4,469.9
总流动负债	1,404.6	1,592.4	2,307.2	2,900.9	3,467.8	期末持有现金	196.1	1,516.2	3,792.5	4,469.9	5,642.6
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	1,860.9	1,797.9						
总负债	1,691.4	1,677.7	4,471.4	4,906.2	5,476.6						
少数股东权益	4.2	3.3	1.8	2.2	2.2						
股东权益	531.2	3,107.9	3,766.1	4,873.3	6,269.3						
每股账面值	0.87	2.91	3.02	3.91	5.03						
营运资金	(135.1)	1,442.4	3,677.5	3,952.6	4,749.5						

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。