

中国高速传动 (0658.hk)

国内业务稳健增长，积极开拓海外业务

分析师： 韩 玲 S0260511030002

021-60750603

hanling@gf.com.cn

核心观点：

● 国内风电抢装潮后或迎增速放缓，大规模强技术有助国内业务稳健发展

公司作为中国风电机械传动设备的龙头供应商，近年来在新能源领域取得突破性进展，占据国内约 56% 市场份额。板块毛利率将维持 30% 的高位。我们预计今年风电抢装潮后或迎增速放缓，但随着利好政策扶持和弃风电改善，公司依靠规模经济和技术研发在“量”和“质”的优势有望在国内风电产业短期弱势和长期回归的过程中分享到稳定的利润，我们预计 2015-2017 年，公司国内出货量分别为 10GW，9GW 和 10GW。

● 积极开拓海外风电市场，国际出口业务潜力巨大

近年来公司与 GE 的战略合作关系不断加深并集中布局海外市场，积极开拓国际业务。为了加快提高海外市场市占率，公司已分别在美国、德国、新加坡以及加拿大成立洲际运营中心，并拟拓展西班牙、印度和韩国等新兴国际市场，预期未来风电齿轮海外销售占比将有较大提升，从而成为公司的主要业绩贡献来源。我们预计 2015-2017 年，公司 GE 出货量将达到 4GW，5GW 和 5GW，其他国家地区出货量将达到 1GW，2GW 和 4GW，则国际市场总出货量将达到 5GW，7GW 和 9GW，国际业务占比将达到 33.33%，43.75% 和 47.37%。

● 审慎剥离传统业务，稳步进军新兴业务，多元化业务并行发展

轨道交通板块作为公司优先发展的战略板块，毛利率高达 35%，增长率高达 45%，受益于中国城市化进程的稳步发展和国家“一路一带”战略规划的逐步推进，订单数量逐年增长，预计未来板块利润增长较快；航运板块则因近年来航运行业景气度较差而有所低迷；传统设备板块由于国内经济环境下行和产能过剩情况加剧而有所放缓，公司目前正逐步剥离非核心亏损业务以改善整体经营情况。同时公司还通过发展数控机床业务和 LED 业务有步骤地向多元化经营迈进，分散风电齿轮行业波动带来的风险。

● 盈利预测与投资评级

我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为人民币 0.58、0.63 和 0.70，目标价港币 9 元，给予“买入”评级。

● 风险提示 宏观经济周期波动风险，新技术替代风险，行业多元化风险。

投资摘要	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入 (人民币 百万)	6,539	8,147	9,731	10,258	11,578
变动 (%)	2.7	24.6	19.4	5.4	12.9
净利润 (百万)	172	179	953	1,029	1,150
全面摊薄每股收益	0.047	0.127	0.583	0.630	0.703
市盈率 (倍)	118.7	43.8	9.6	8.9	7.9
每股股息	0.003	0.003	0.009	0.011	0.014
股息率 (%)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2

目录索引

一、公司概况：中国风电机械传动设备龙头供应商.....	4
1、公司历史沿革及股权结构.....	4
2、巩固风电齿轮传动设备行业龙头地位，多元化业务并行发展.....	5
3、各板块业务毛利水平有别，综合利润逐步回暖.....	7
二、龙头型业务：国内风电稳健发展，积极开拓海外市场.....	10
1、产品优势+客户优势，构建风电核心竞争力.....	10
3、积极布局海外风电市场，国际出口业务前景向好.....	14
三、增长型业务：轨道交通前景可期，板块利润增长较快.....	18
1、轨道交通前景可期，相关设备制造市场前景广阔.....	18
2、公司资质已获国际认可，板块利润增长较快.....	20
四、周期型业务：继续提升产品多元化，静待船运行业回暖.....	22
五、平衡型业务：审慎剥离传统业务，稳步进军新兴业务.....	23
六、公司财务状况分析.....	25
1、公司财务费用及借款结构.....	25
2、公司资产负债率及利息保障倍数同业对比.....	25
七、估值比较.....	26
八、盈利预测.....	27
九、风险提示.....	27

图表索引

图表 1: 公司历史沿革	4
图表 2: 公司股权结构	5
图表 3: 公司主营业务收入板块分布及占比	6
图表 4: 公司主营业务收入地区分布及占比	6
图表 5: 公司主营业务成本分布及占比 (2014)	7
图表 6: 公司主营业务各板块综合发展情况	7
图表 7: 公司各板块毛利率变化情况	8
图表 8: 公司主营业务收入变化情况	8
图表 9: 公司净利润变化情况	9
图表 10: 公司风电齿轮板块营业收入产品分布及占比	10
图表 11: 公司风电齿轮板块出货量产品分布及占比	11
图表 12: 公司主要国内外客户	11
图表 13: 公司风电板块前五大客户销售额占比	12
图表 14: 2014H2-2015H1 全国新增装机容量同比大幅上升	12
图表 15: 全国风电平均利用小时数与平均弃风率变化情况	13
图表 16: 公司国内市场市占率情况	13
图表 17: 公司风电板块研发费用投入情况	14
图表 18: 公司全球及国内外市场市占率情况	14
图表 19: 公司海外销售情况	15
图表 20: 美国风电装机情况 (假设 PTC 法案未获延期)	16
图表 21: 美国风电行业装机厂商市场份额情况	16
图表 22: 公司与 GE 风电主齿轮箱订单情况	17
图表 23: 公司与 GE 客户销售收入情况	17
图表 24: 全球 (除中国美国) 风电装机 (GW)	18
图表 25: 全球 2014 年前十大新增装机容量国家	18
图表 26: 公司其他国家地区客户装机情况	18
图表 27: 全球主要城市轨交线网密度	19
图表 28: 全球主要城市每万人拥有轨道线网长度	19
图表 29: 2010-2020E 城市轨道交通运营线路网长度	19
图表 30: 2011-2014 年公司轨道交通板块重要订单统计	20
图表 31: 2005-2014 全国船舶制造业情况	22
图表 32: 2005-2014 全球船舶制造业情况	22
图表 33: 1988-2014 波罗的海干散货综合运输指数 (BDI)	22
图表 34: 2001-2014 波罗的海成品油运输指数 (BDTI)	22
图表 35: 公司传统设备板块营业收入产品分布及占比	23
图表 36: 财务费用及其占收入的比重	25
图表 37: 公司借款性质结构 (2014)	25
图表 38: 公司借款期限结构 (2014)	25
图表 39: 资产负债率同业对比 (2014)	25
图表 40: 利息保障倍数同业对比 (2014)	25
图表 41: 同业香港上市公司比较	26

一、公司概况：中国风电机械传动设备龙头供应商

1、公司历史沿革及股权结构

中国高速传动设备集团有限公司是从事专业化工业高速重载齿轮的研究、设计、开发、制造和分销的中国领先机械传动设备生产商，多元化业务涉足风力发电、船舶、轨道交通、航天、冶金、石化、建筑及采矿等领域，公司作为中国风力发电机机械传动设备的龙头供应商，深刻受益于新能源产业的蓬勃发展。

公司历史最早可追溯至1969年，由南京第二机床厂与南京技工学校合并成立南京机床修理厂，后更名为南京高速齿轮箱厂，从事机械传动设备及相关产品的生产制造。2001年8月，南京高速齿轮箱厂以其全部与机械传动设备制造有关的资产作为出资和其他21名发起人（包括管理层股东）成立南京高精齿轮股份有限公司（NGC）。2002-2004年，南京市政府通过改革和私有化来改善南京国有企业的营运效率及债务水平，借此宏观改革契机，控制集团（包括管理层股东）通过直接和间接的方式巩固其股权并最终控制NGC，使其全面私有化为民营企业。2005年3月，公司在开曼群岛注册成立并于之后收购NGC全部股权，NGC性质转变为外商独资企业，成为公司全资附属子公司。2007年7月，公司于香港联合交易所主板上市。通过四十余年的发展，公司逐步壮大成为中国传动设备领域排头兵企业和国际化大型企业集团，名列中国机械工业核心竞争力100强。

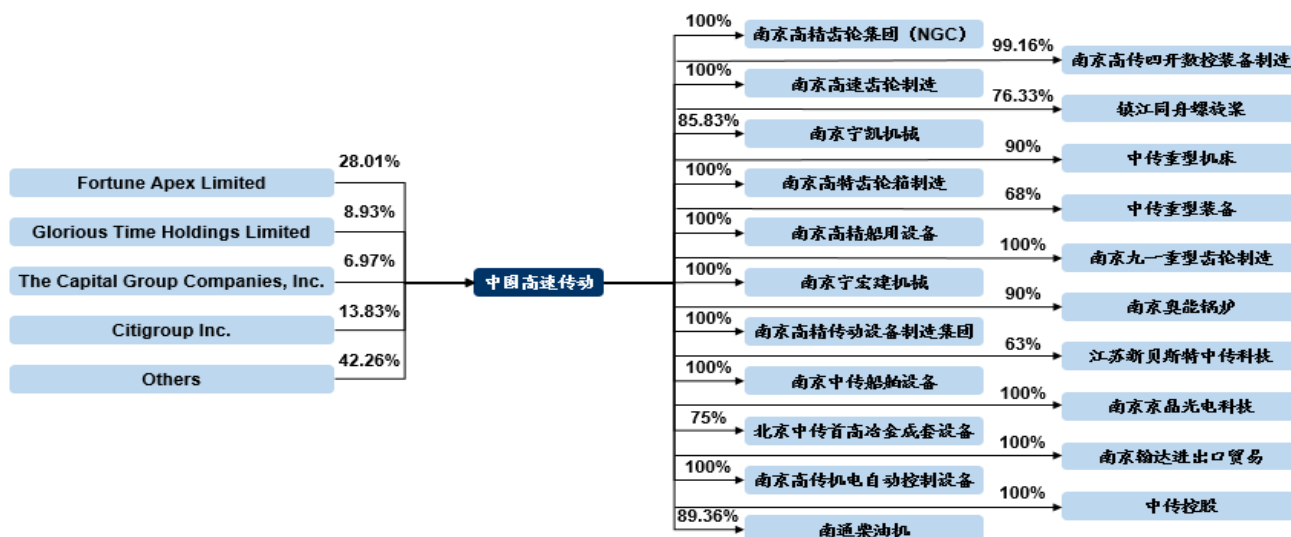
图表 1：公司历史沿革

年份	重要事件
1969	南京机床修理厂成立
1976	南京机床修理厂正式更名为南京高速齿轮箱厂
2001	南京高速齿轮箱厂成功完成股份制改造，南京高精齿轮股份有限公司成立
2003	公司风电齿轮箱生产制造和研发基地—南京高速齿轮制造有限公司成立，公司正式进军中国风电行业
2005	股东在开曼群岛注册成立中国高速传动设备集团有限公司
2006	中国高速传动设备集团有限公司返程购并南京高精齿轮集团有限公司股权
2007	公司在香港联交所主板成功上市

资料来源：公司资料，广发证券研究中心

公司控股股东为Fortune Apex Limited，该实体为管理层股东共同出资设立的持股单位，直接持有公司已发行股本总额的28.01%，因此公司的实际控制人为管理层股东，且该实体中股权持有较为分散，故在管理层内部形成制衡。公司通过各附属单位进行实际业务经营。

图表 2：公司股权结构



资料来源：公司资料，广发证券研究中心

2、巩固风电齿轮传动设备行业龙头地位，多元化业务并行发展

公司隶属于重型电器设备行业，主营业务分为六大板块，各板块业务发展定位清晰。近年来公司以风电齿轮传动设备和传统传动设备为基础，逐步向多元化经营方向迈进，从而分散单一行业波动带来的风险。

风电齿轮传动设备，国内风电稳健发展，积极开拓海外市场。风电齿轮作为公司的主打产品，收入占比超过60%。国内业务方面，我们预计今年风电抢装潮后或迎增速放缓，但随着并网问题逐步化解及利好政策相继出台，公司依靠规模优势和技术优势有望稳健发展；国际业务方面，公司与GE的战略合作关系不断深化并集中布局海外市场，积极开拓国际业务，预计未来风电齿轮海外销售占比将有较大提升，从而成为公司的主要业绩贡献来源。

传统传动设备，调整生产模式及销售策略。公司传统传动设备业务广泛分布在冶金、建材、交通、运输、化工、航天及采矿等领域，近年来收入占比始终保持20%左右，但有较为明显的占比缩小趋势。这主要是由于国内经济环境下行，产能过剩情况加剧，导致产品价格下降，部分业务出现亏损。针对此种情况，公司一方面逐渐剥离该板块亏损业务，另一方面积极调整销售策略，逐步面向高端市场和高端客户，通过生产高收益高质量产品改善边际利润。

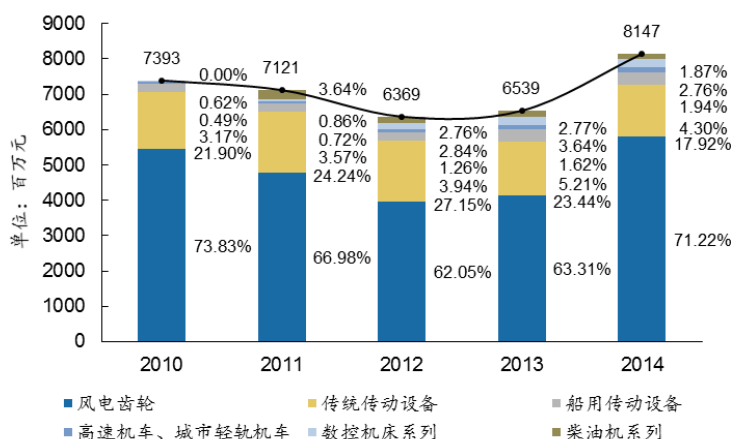
船舶传动设备，静待航运行业回暖。公司作为国内领先的船舶推进系统集成制造商，船用九大系列产品已经覆盖整个船舶推进系统的所有设备，产品技术和产品性能均处于国际先进水平，多项产品填补国内空白，是中国唯一一家实现全球供货、全球联保的科技型船舶配套企业，但受制于近年来航运行业景气度较低，该业务毛利偏低，仅不到10%。

高速机车、地铁及城市轻轨机车传动设备，市场前景可期。该板块毛利率高达30%以上，鉴于中国城市化进程的稳步发展和国家“一带一路”战略规划的逐步推进，未来轨道交通装备业务预期发展良好。该板块收入占比有逐年提升的趋势，公司预计将把轨道交通传动设备业务培育成为公司新的利润增长点。

数控机床系列，优化机床设备，抢占高端市场。公司通过收购和自主研发数控系统及机床产品运营该板块，目前处于市场开拓期。

柴油机系列，完善产品组合。公司通过附属公司南通柴油机股份有限公司来完善其船用传动设备产品组合，主要是作为辅助业务。

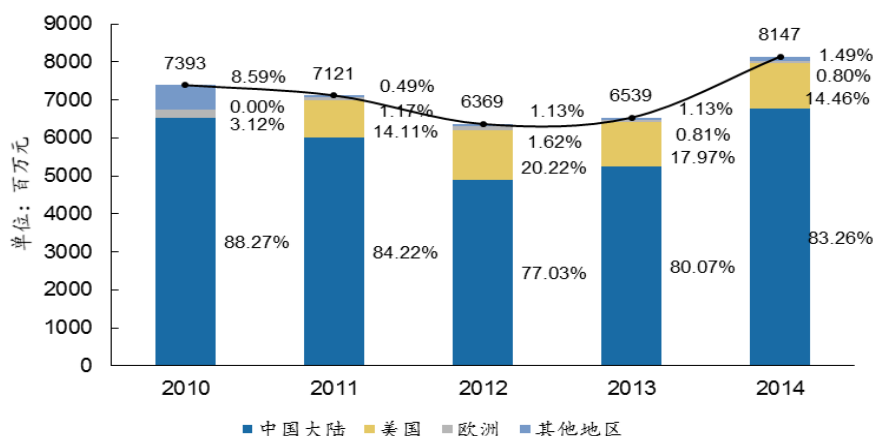
图表 3：公司主营业务收入板块分布及占比



资料来源：公司资料，广发证券研究中心

目前公司在技术、设备、产品性能上均处于国内领先水平，正在跨入国际先进行列。公司在巩固国内机械传动设备行业龙头地位的同时，还积极开拓国际市场。2014 年公司国内与国外主营业务收入占比分别为 83.26% 和 16.74%。

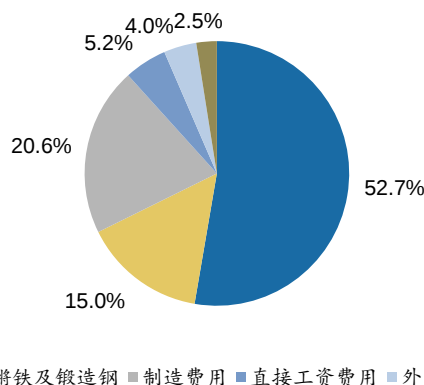
图表 4：公司主营业务收入地区分布及占比



资料来源：公司资料，广发证券研究中心

公司的成本结构比较稳定，主营业务成本主要是原材料成本，包括钢铁及锻造钢成本和其他原材料成本，分别占比 15% 和 50%，合计占比接近 65%；制造费用占比其次为 20%，上述两大成本合计占比超过主营业务成本总额的 85%。

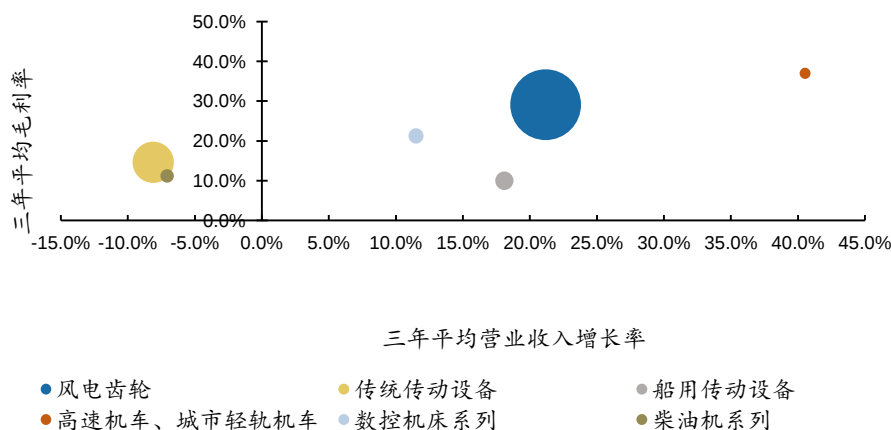
图表 5：公司主营业务成本分布及占比（2014）



资料来源：公司资料，广发证券研究中心

2012-2014 年综合来看，业务规模方面，风电齿轮传动设备和传统传动设备占营业收入比重较大，平均为 65.53%和 22.84%；业务盈利方面，轨道交通传动设备和风电齿轮传动设备毛利率较高，平均为 36.97%和 29.10%；业务增长方面，轨道交通传动设备和风电齿轮传动设备同样增长率较高，平均为 40.53%和 21.17%。结合各项指标，我们发现轨道交通板块极具潜力，预计将成为公司新的利润增长点；风电板块稳中有进，预计将持续为公司创造可观的收入流和现金流；传统板块相对而言拖累公司整体业绩，针对此种情况，公司一方面剥离亏损细分业务，一方面改善盈利细分业务，力求优化整体经营结构。

图表 6：公司主营业务各板块综合发展情况

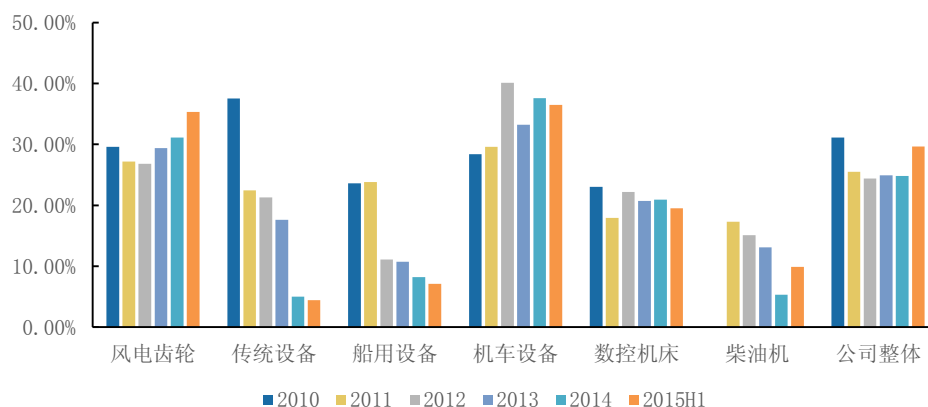


资料来源：公司资料，广发证券研究中心

3、各板块业务毛利水平有别，综合利润逐步回暖

根据公司近五年的财务数据，我们看到其风电齿轮毛利率与公司整体平均水平较为相近，呈稳步上升趋势；机车设备毛利率则高出公司整体平均水平；传统设备毛利率在 2014 年出现较大幅度下滑，主要是由于全球经济环境转差及中国制造业产能过剩造成的收入端大幅恶化；其他业务毛利率略低于公司整体平均水平。综合来看，2010-2014 年公司毛利率水平较为稳定，平均维持在 26.1%的较高水平。2015 年上半年由于风电齿轮毛利率上升，整体毛利率水平有所提高。

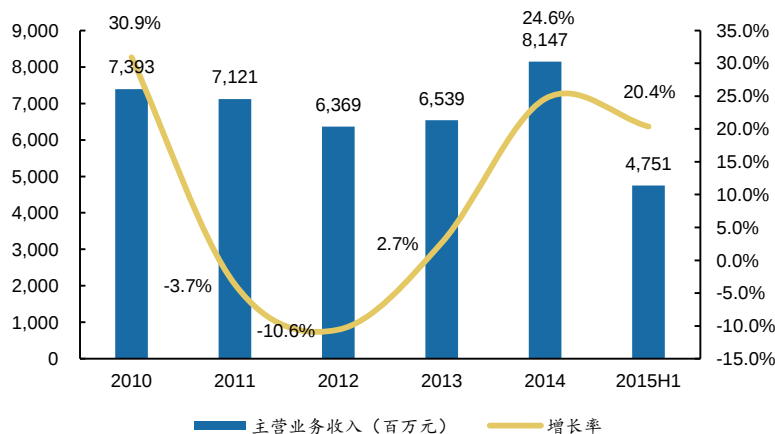
图表 7：公司各板块毛利率变化情况



资料来源：公司资料，广发证券研究中心

2010-2014 年公司的主营业务收入和净利润均呈现 V 型反转态势，主要是由于风电行业在经历 2006-2010 年的发展黄金期后，由于急速扩张和有序发展造成竞争恶化和产能过剩，2011-2012 年行业进入深度整合和结构调整期，2013-2014 年受国家政策引导和行业自我调整以及外部经济环境好转等多重因素鼓舞，风电行业发展逐渐回暖。同时 2015 年上半年受益于国家发改委下调风电上网电价引起的风机抢装潮，公司业绩亦实现快速增长。

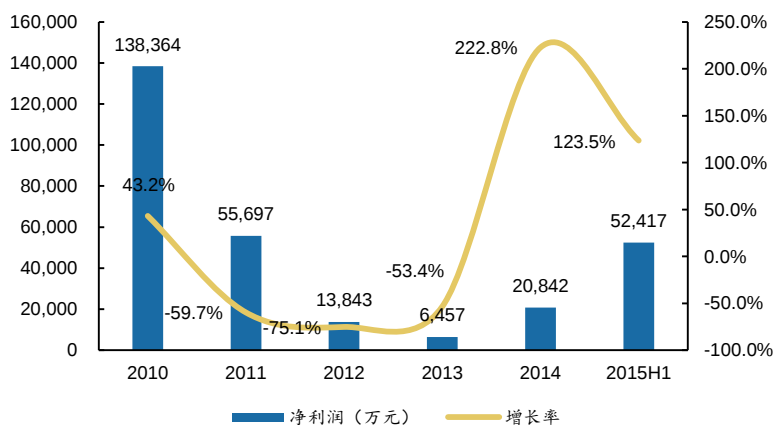
图表 8：公司主营业务收入变化情况



资料来源：公司资料，广发证券研究中心

2014 年公司主营业务收入和净利润分别为 814,734 万元和 20,842 万元，同比增长 24.6%和 222.8%。2015 年上半年公司主营业务收入和净利润分别为 475,149 万元和 52,417 万元，同比增长 20.4%和 123.5%。

图表 9：公司净利润变化情况



资料来源：公司资料，广发证券研究中心

公司未来在齿轮产品、船用产品和 LED 蓝宝石产品三大方面均有发展计划。风电齿轮传动设备方面，公司为海上风机发展而进行的 5 兆瓦和 6 兆瓦风力发电齿轮箱传动设备已成功研制并具备量产条件，预期将为公司未来带来更大的业务突破，同时为了加快打开海外市场，公司分别在美国、德国、新加坡及加拿大成立全资子公司配合公司可持续发展的策略，务求与潜在海外客户有更紧密的沟通和讨论，并进一步提供多元化服务，工业齿轮传动设备方面，公司积极调整发展策略，销售面向高端市场，高端客户，瞄准高效益业务和生产高质量产品，从而改善边际利润；船舶传动设备业务将继续提升产品多元化，提高公司创新能力，推出更多高端产品；公司蓝宝石衬底生产的技术水平及产能均处于国内同行业领先水平，产品样本已分别交付国内外知名手机及平板电脑生产商进行测试，目前反应良好。

二、龙头型业务：国内风电稳健发展，积极开拓海外市场

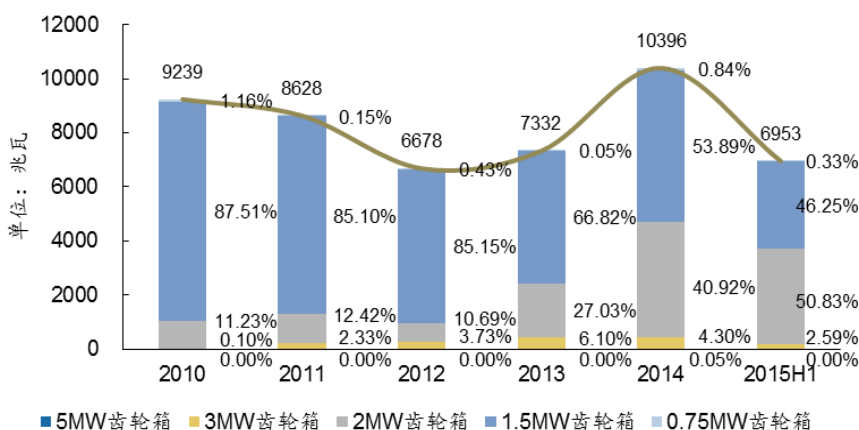
1、产品优势+客户优势，构建风电核心竞争力

近年来公司在新能源领域取得突破性进展，目前风力发电传动设备占据国内约 56%、国外约 9% 的市场，从生产规模和市场份额来看，公司已经成为世界第一的风电传动设备制造厂商。公司在风电齿轮行业的核心竞争力主要来自于两个方面：多元大型的产品线条以及优质稳定的客户组合。

• 产品优势：立足于多元化和大型化发展

公司坚持风力发电传动设备作为其龙头业务板块，始终保持风电产品的组合多元化并引领风电设备的功率大型化。此前风电齿轮箱主要集中在 1.5MW 和 2MW 的中小功率产品，该产品发展成熟且系列较多。随着我国海上风电的蓬勃发展，风电机组的功率大型化已成为必然趋势。2011 年公司与 GE 成功研发 3MW 风电齿轮箱传动设备并已批量化供应国内市场，2013 年公司又先后成功完成 5MW 和 6MW 风电齿轮箱传动设备的研发和轻量化改进，同时 6MW 以上大功率风电传动设备的研发亦已提上日程，进一步巩固了公司在产品组合方面的领先地位。

图表 10：公司风电齿轮板块营业收入产品分布及占比

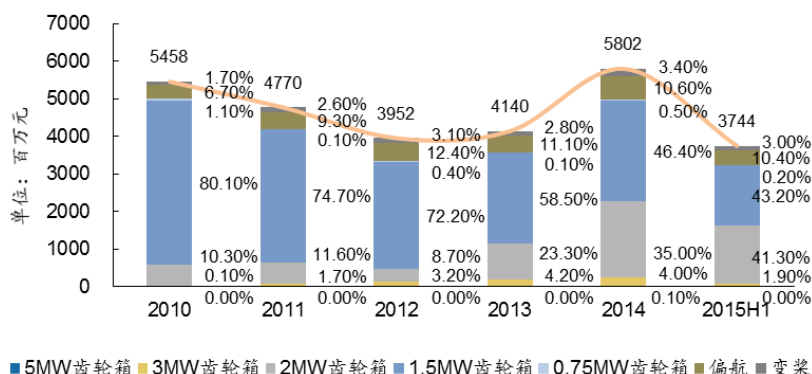


资料来源：公司资料，广发证券研究中心

公司风电齿轮产品组合在营业收入和出货量方面的分布及占比基本保持一致，主要集中在 1.5MW 和 2MW 的中小功率产品。随着 3MW 量产规模的扩大和 5MW 研发新品的投产，预计未来板块将进行结构性调整，逐步向大功率产品迁移。

总体而言，我们预计公司 2015 年风电齿轮出货量有望同比增长 35% 达到 14GW，主要因为国内风电行业逐步回暖和风电上网电价下调引发的紧急装机，与远景的合作 2015 年有望开始贡献，同时考虑到国际业务方面，公司在手 GE 订单 1500 套（同比增长约 45%），且公司积极拓展海外市场，分别在美国、加拿大、德国、新加坡成立洲际业务运营中心，同时计划向西班牙、印度和韩国拓展以期推动出口。

图表 11：公司风电齿轮板块出货量产品分布及占比



资料来源：公司资料，广发证券研究中心

• 客户优势：优质稳定的国内外客户组合

公司风电传动设备的客户均是国内外实力雄厚的风电整机制造厂商，整机生产的规模均以批量生产为主，客户亦相对稳定，公司与国内主要厂商始终保持着长期良好的合作关系，国外的客户如 GE 也是公司长期的战略合作伙伴。

国内业务方面，公司进行区域制责任划分，直销面对下游终端客户，截至目前，公司风电齿轮产品的主要国内客户包括国电联合、广东明阳、上海电气、东方电气、金风科技、华锐风电、浙江运达风电、远景能源等。国际业务方面，公司与 GE 采取联合开发的合作模式，由 GE 和公司的技术人员共同组成 GE 项目组，按照 GE 的需求进行产品开发，然后由公司组织生产。其他国际客户包括 Vestas、Nordex、Repower、Alstom、Unison、Inox Wind 等。

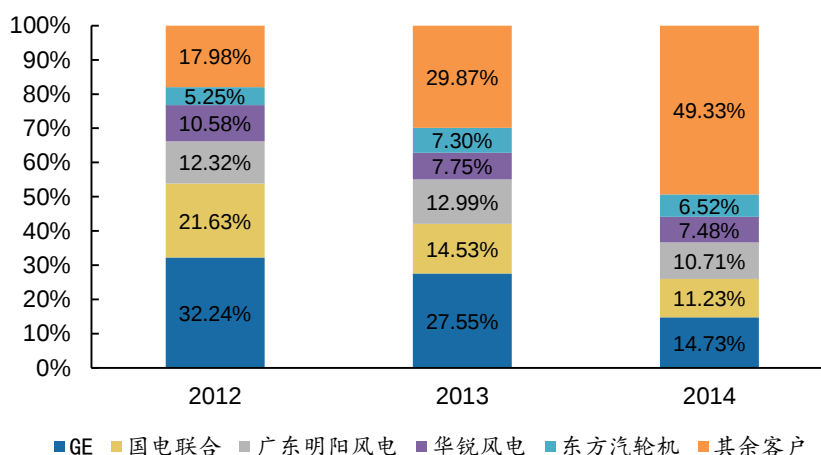
图表 12：公司主要国内外客户



资料来源：公司资料，广发证券研究中心

公司为了改善客户集中度过高的风险，近年来一方面稳步开拓国内市场，另一方面积极进军海外市场，致力于实现客户组合的多元化。2012-2014 年，前五大客户营业收入额占比由 82.02% 下降到 50.67%，客户多元化策略取得显著成果，大大改善了公司业绩依赖少量重大客户的不利情况。同时公司正不断采取措施加强其与客户的密切关系，例如，生产符合或至少相当于最高国际标准的高质量产品，扩展产品组合并提供更多定制产品以满足客户的特殊需要，提供更好的客户服务等。

图表 13：公司风电板块前五大客户销售额占比



注：2014 年第四大和第五大客户分别为东方汽轮机和浙江运达风电

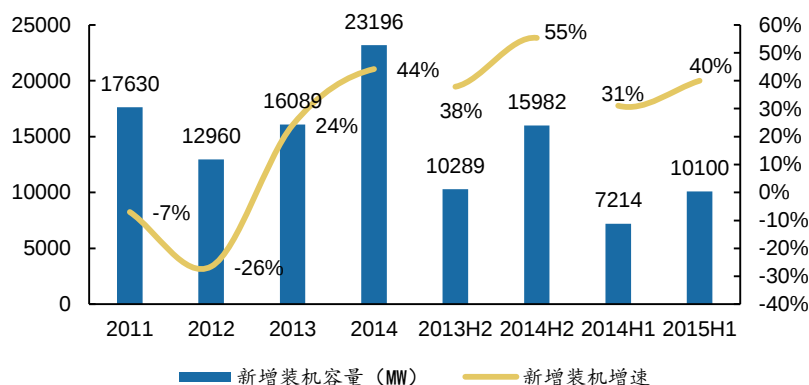
资料来源：公司资料，广发证券研究中心

2、风电抢装潮后或迎增速放缓，大规模强技术有助国内业务稳健发展

2015年1月，国家发改委正式下调陆上风电标杆上网电价，将第一类、第二类和第三类资源区上网电价每千瓦时下调两分钱，第四类资源区则维持不变。由于此次电价调整适用于2015年1月1日以后核准的陆上风电项目以及2015年1月1日前核准但于2016年1月1日以后投运的陆上风电项目，故使得所有在2015年之前核准的风电项目均需要在2015年完成装机，抢装热潮自2014年下半年就已开始显现，并且我们预计将贯穿2015年全年。

此次风电电价下调引起的抢装热潮对风机及其零部件设备的短期需求形成有效支撑，2014年下半年全国新增风电装机容量15,982MW，同比增长55%，2015年上半年全国新增风电装机容量10,100MW，同比增长40%。同时对风机整机和零部件制造厂商也构成短期利好，公司2015年上半年主营业务收入和净利润分别为475,149万元和52,417万元，同比增长20.4%和123.5%，出货量达6,953MW，同比增长42.7%。

图表 14：2014H2-2015H1 全国新增装机容量同比大幅上升

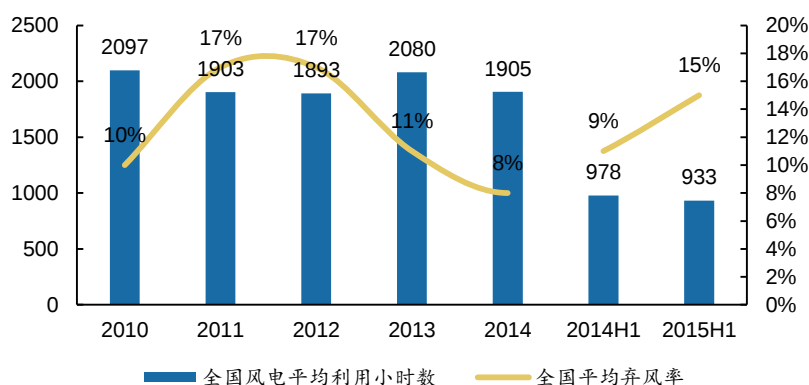


资料来源：国家能源局，广发证券研究中心

我们预计此次风电抢装潮过后或将迎来行业增速放缓。长期以来，影响中国风电产业发展的最大问题是并网难，而此次集中大规模的风电抢装势必造成风电装机容量短时间内出现较大增长，对下一步风电并网带来更大压力，但我们预计随着特高压输电线路在 2017 年的集中投产运营以及相关利好政策的出台，弃风限电问题将有所改善，风力发电行业将有所回暖，进而带动整个产业链相关厂商发展。

综上所述，我们认为未来国内风电行业发展短期内会有起伏，但中长期内保持平稳，预计 2015-2019 年国内风电年度新增装机容量分别为 25GW、23GW、25GW、27GW 和 29GW，年均增长率为 3.9%，从而带动行业内厂商稳健发展。

图表 15：全国风电平均利用小时数与平均弃风率变化情况



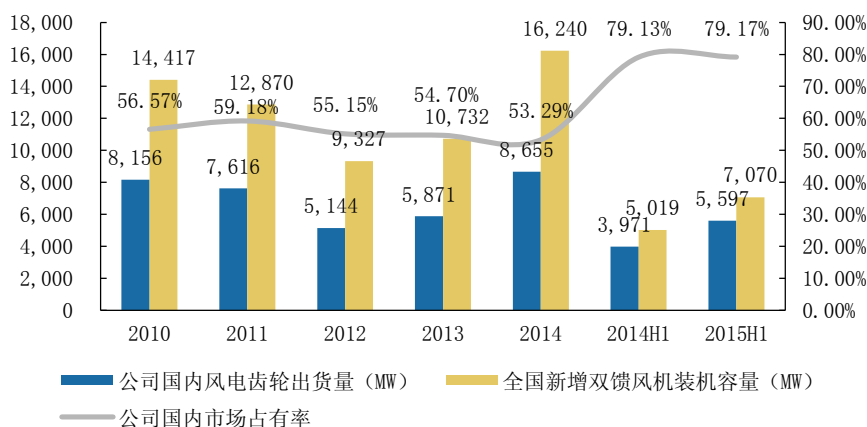
资料来源：国家能源局，广发证券研究中心

● 规模经济：以量为基，高市占率形成短期业绩波动稳定器

规模经济有助于建立行业壁垒，降低单位采购成本和生产成本，实现产品规格的标准化从而提高生产效率，同时有利于管理人员和工程技术人员的专业化和精简化，从而确保公司得以在风电产业短期弱势的过程中分享到稳定的利润。

公司作为中国风电齿轮设备的龙头供应商，在生产规模 and 市场份额方面始终保持国内首位。根据公司年度国内风电齿轮出货量和全国年度新增双馈风机装机容量相关数据，假设公司风电板块和整体经营国内外业务比重保持一致，我们粗略估计公司 2010-2014 年的国内平均市占率为 55.78%。

图表 16：公司国内市场占有率情况



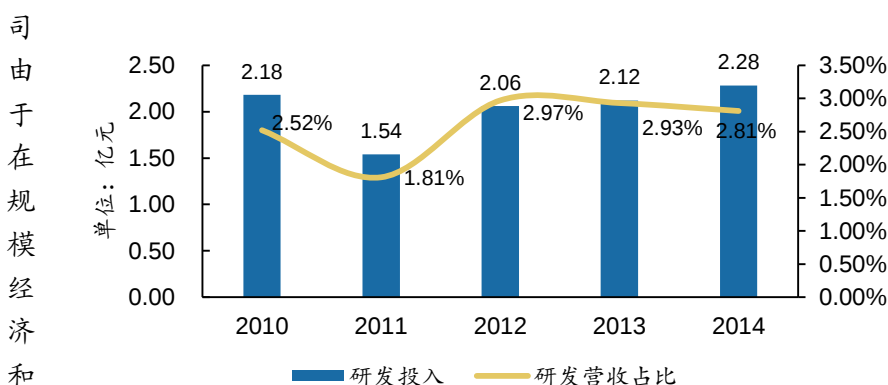
资料来源：国家能源局，公司资料，广发证券研究中心

● 技术研发：以质为纲，强大的研发力量形成长期业绩回归助推器

对于风电齿轮生产来说，技术研发既可以改进产品性能，提高产品质量，加速产品升级换代，保持产品活跃于行业前沿，又可以优化关键工艺制造技术，提高生产效率，降低生产成本，从产出和投入两大方面来保障公司得以在风电产业长期回归的过程中分享到稳定的利润。

公司始终致力于技术创新和科技进步，通过加强研究开发以保持行业领先地位。公司的技术研发工作实行自行研制开发与外部引进合作并重，每年将营业总收入的3%左右用于技术研发及相关投入。公司技术研发中心运用先进的 CAD、CAE、ANSYS 及自行开发的齿轮优化设计软件进行产品开发研制，形成了一套特有的齿轮设计制造技术，同时广泛与国内外高等院校、设计院所、知名公司建立合作关系。截至 2014 年末，公司拥有技术人员 1,441 人，占比 17.61%，其中教授级高工 8 人，享受政府特殊津贴 4 人，全国齿轮标准化技术委员会成员 1 人，全国热处理标准化委员会 1 人，中国齿轮专业协会常务理事 1 人。公司未来计划力争使各类专业技术人员占比提高到 50%以上，其中中高级专业技术人员超过 10%。

图表 17：公司风电板块研发费用投入情况



注：2014 年研发投入及研发营收占比为预测值

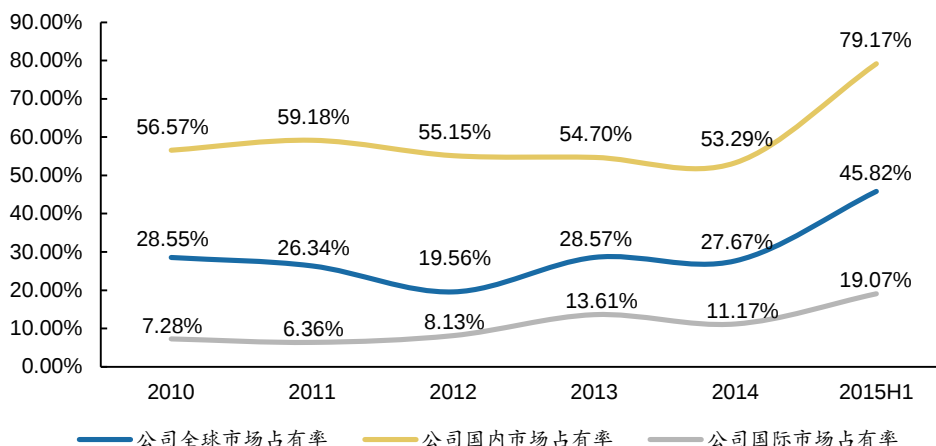
资料来源：公司资料，广发证券研究中心

发两方面分别具有“量”和“质”的优势，我们预计国内风电齿轮业务将是公司较为稳健的利润来源，未来在国内风电行业短期波动和长期回归的过程中能维持较好的毛利润，预计 2015-2017 年，公司国内出货量分别为 10GW、9GW 和 10GW。

3、积极布局海外风电市场，国际出口业务前景向好

作为全球最大的风电齿轮制造商，公司产品已通过 ETL、UL、CE、GL、DEWI、TUV、CCS、CGC 等认证，相关品牌和设备遍布中国、北美、南美、欧洲、印度等二十多个国家和地区。截至 2015 年 6 月，公司过去十年在全球范围内累计交付风电齿轮箱 37,000 台，平均每年为全球客户提供 6GW 风电齿轮箱设备，以新增装机容量计算，公司全球市场当前市占率为 45.82%，过去五年平均市占率为 26.14%，国内市场当前市占率为 79.17%，过去五年平均市占率为 55.78%。但相比于全球市场和国内市场，公司国际市场当前市占率仅为 19.07%，过去五年平均市占率仅为 9.31%，仍有较大提升空间。

图表 18：公司全球及国内外市场市占率情况

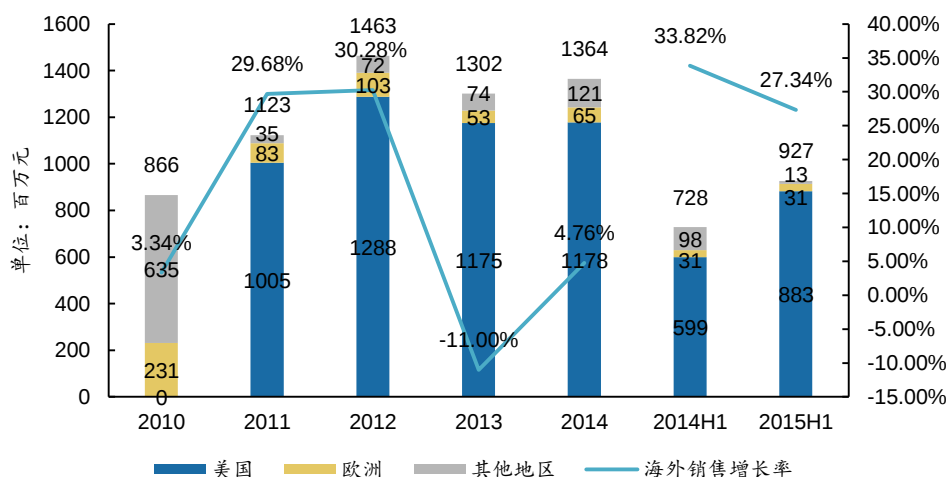


资料来源：公司资料，国家能源局，AWEA，广发证券研究中心

为了改善风电齿轮业务严重依赖国内市场的局面，近年来公司在巩固国内风电齿轮行业龙头地位的同时，开始积极开拓国际市场。公司的战略目标是未来三年风电板块营收占比达到国内客户 1/3，GE1/3，其他国外客户 1/3，公司将利用高品质的产品来提高海外市场的份额，并伴随业务范围的拓展在海外各大市场设立销售和服务公司，以此为海外业务确立地理优势，方便就近为海外客户提供服务。为了加快打开海外市场，公司已分别在美国、德国、新加坡以及加拿大成立全资子公司，并拟拓展西班牙、印度和韩国等新兴国际市场。

公司海外销售业务主要为风电齿轮出口。截至 2015 年 6 月，公司上半年海外销售额为 9.27 亿元，同比增长 27.34%，占总销售额的 19.51%，其中美国的销售额主要来自 GE 的订单，为 8.83 亿元，同比增长 47.41%，占总销售额的 18.59%，来自欧洲的销售额为 0.31 亿元，基本与之前持平，来自其他地区的销售额为 0.13 亿元，有所下降。

图表 19：公司海外销售情况



资料来源：公司资料，广发证券研究中心

注：公司海外销售业务主要为风电齿轮出口，故此处用整体海外销售近似代表风电海外销售
前公司集中布局海外市场，积极开拓国际业务，我们预计未来随着海外风电需求不

断增加，公司将有更大机会获得出口订单，风电齿轮海外销售占比将有较大提升，从而成为公司的主要业绩贡献来源。我们预计 2015-2017 年，公司 GE 出货量将达到 4GW，5GW 和 5GW，公司其他国家出货量将达到 1GW，2GW 和 4GW，公司国际市场总出货量将达到 5GW，7GW 和 9GW，则国际业务占比将达到 33.33%，43.75%和 47.37%。

● 美国风电业务：携手 GE 战略合作伙伴，稳步推进前景可期

美国风电行业近十年来发展迅速，风电累计装机容量由 2001 年的 4,275MW 大幅上升至 2014 年的 65,879MW，年均复合增长率高达 25.60%，带动产业链内相关厂商快速发展。短期来看，美国风电行业受政策波动影响较大，根据 EIA 估算，受制于 PTC 和 ITC 法案今年年末到期影响，2015 年新增装机容量有望爆发至 9GW，若法案未获得延期，新增装机容量将在 2016-2020 年跌回年均 4GW。

长期来看，美国风电行业前景广阔，为响应美国总统奥巴马的能源战略，美国能源部今年发布《风能前景：美国风电新时代》风能行业报告，该报告预计风电占美国能源结构的比重 2020 年将达到 10%，2030 年将达到 20%，2050 年将达到 35%，对应累计装机容量分别为 113GW，224GW 和 404GW，年均增长率分别为 11.40%，9.14%和 5.32%。综上所述，鉴于风电可再生能源的特性和技术革新导致的风电成本下降，预期未来将获政策支持，美国风电行业依旧积累了一股强劲的力量。

图表 20：美国风电装机情况（假设 PTC 法案未获延期）



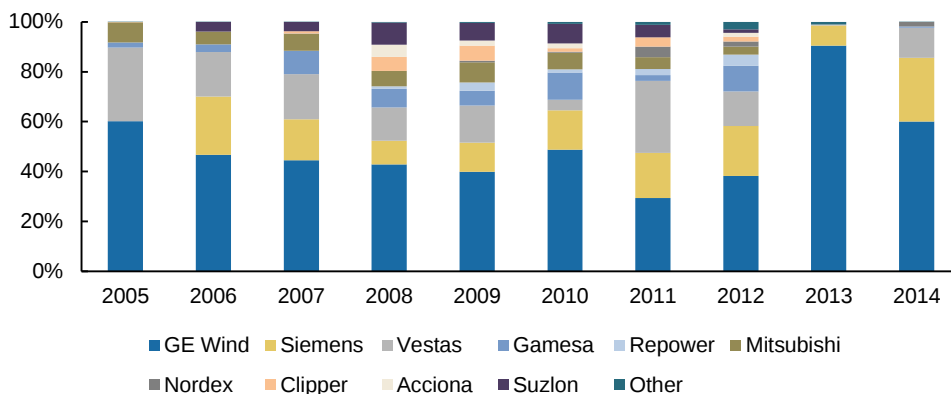
资料来源: AWEA, EIA, DOE

国

风机设备市场呈现出寡头垄断的市场结构，少数实力雄厚的大型整机制造商在行业中占有举足轻重的市场地位，GE、Siemens、Vestas 三家整机制造商合计占据市场份额超过 75%，其中 GE 的市场份额更是超过 50%。

GE 是世界领先的风力发电设备供应商，拥有全球装机超过 18,000 台，总装机容量达 30GW 的出色业绩。GE 的风电产品包括陆上与海上风机，单机容量从 1.5MW 到 4MW，其中 GE1.5MW 风机是迄今为止全球装机容量最多的兆瓦级机型。目前该公司共有 6 个风机制造组装工厂，分布在中国、美国、德国和西班牙。公司作为美国风电行业的领先巨头，深刻受益于美国风电行业的蓬勃发展，GE 约 50%的风电传动设备需求都采购自中国高速传动，从而带动中国高速传动美国业务的业绩增长。

图表 21：美国风电行业装机厂商市场份额情况



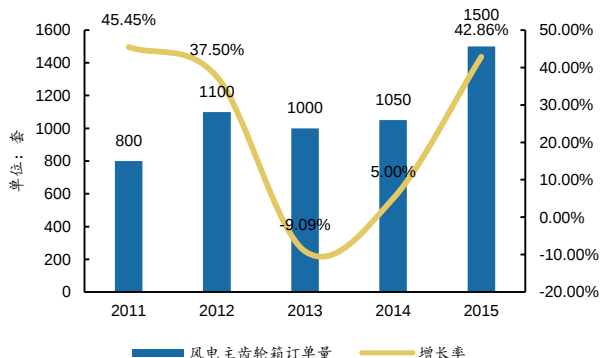
资料来源: AWEA

2

年的历史，始终保持着稳定良好的合作关系。2003 年 GE 在中国寻求战略合作商，将目光投向了国内最优秀的传动设备制造企业—中国高速传动。2005 年公司最终赢得 GE 的尊重和信任，成功跃入了 GE 的国际采购链。在 2007 年之前的 4 年合作中，公司为 GE 供应最多的是用于牵引机车的牵引齿轮，之后合作加深逐渐进入风电齿轮业务。2007 年之后，公司与 GE 采取联合开发的模式结成长期战略合作伙伴，由 GE 和公司的技术人员共同组成 GE 项目组，按照 GE 的需求进行产品开发，然后由公司组织生产。

2011-2015 年，公司累计为 GE 供应风电主齿轮箱约 5,500 套，年均增长率高达 17.02%，2015 年公司在手 GE 订单达 1,500 套，同比增长 42.86%，我们预计 2015-2017 年，公司 GE 出货量将分别达到 4GW，5GW 和 5GW。

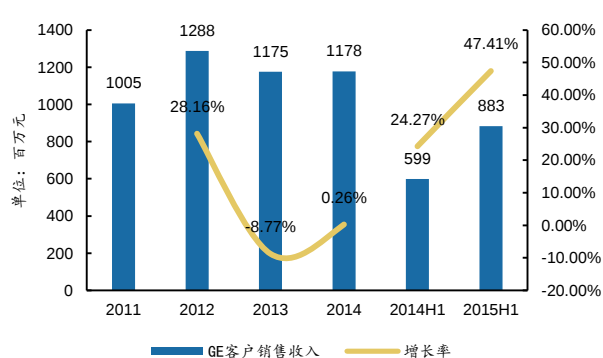
图表 22: 公司与 GE 风电主齿轮箱订单情况



资料来源: 公司资料，广发证券研究中心

注: 2012 和 2013 年订单量为估算值

图表 23: 公司与 GE 客户销售收入情况



资料来源: 公司资料，广发证券研究中心

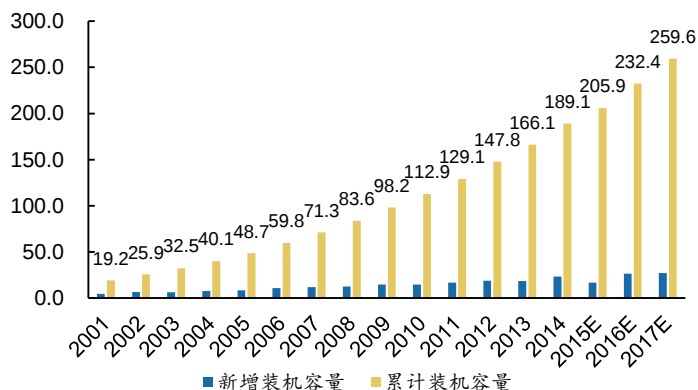
注: 公司美国地区业务主要为面向 GE 的风电齿轮出口，故此处用美国地区总销售收入代表 GE 客户销售收入

● 其他国家地区风电业务: 积极布局提升市场份额，未来发展潜力巨大

近年来全球风电市场发展迅速，亚洲、欧洲、北美是全球风电最为发达的三个地区，2014 年新增装机容量达到全球新增装机容量的 95.81%，引领全球风电产业发展趋势，同时拉丁美洲和非洲等新兴市场也呈现出快速发展的迹象。全球除中国美国外，风电累计装机容量由 2001 年的 19,221MW 大幅上升至 2014 年的 189,109MW，年均复合增长率高达 20.99%，风电新增装机容量年均复合增长率高达 14.09%，截至 2014 年底，除中国美国外，其他国家和地区的新增风电装机容量累计达到全球市场

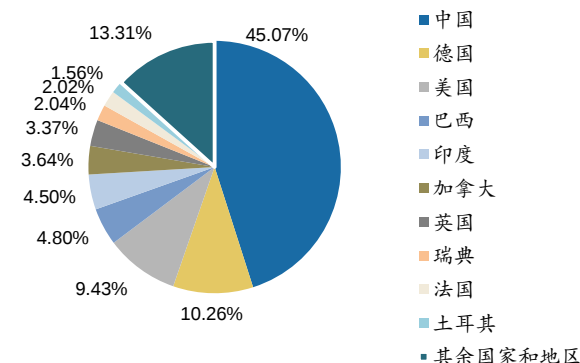
的 45.50%，市场规模广阔，市场前景向好。

图表 24：全球（除中国美国）风电装机（GW）



资料来源：GWEC

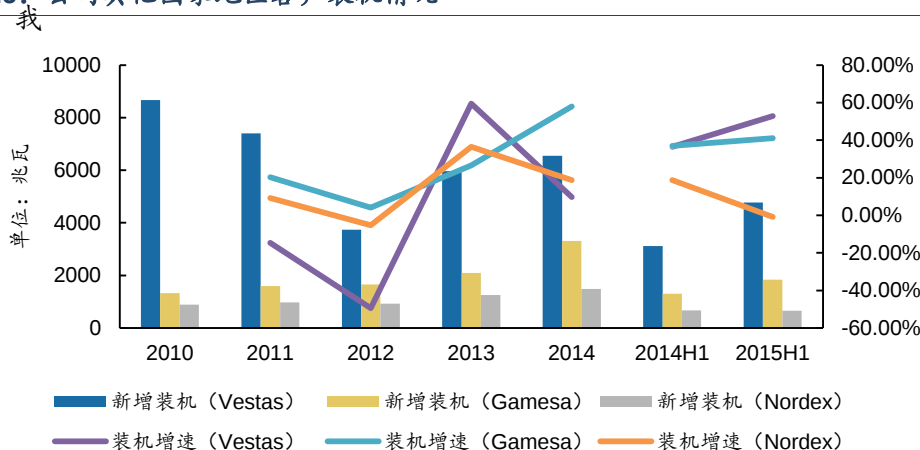
图表 25：全球 2014 年前十大新增装机容量国家



资料来源：GWEC

目前公司其他国家地区业务占比从内部产品地区分布和外部国别市场份额两方面讲均较低，具有较大的发展潜力。为了加快打开海外市场，公司已分别在美国、德国、新加坡以及加拿大成立全资子公司作为洲际业务运营中心，以此为海外业务确立地理优势，方便就近为海外客户提供服务，并拟拓展西班牙、印度和韩国等新兴国际市场。公司 2016 年将开始为 Vestas 和 Gamesa 提供产品，Nordex、Alstom 和 Suzlon 等海外客户的出货量也将逐年增加。其中 Vestas、Gamesa 和 Nordex 2015 年上半年新增装机容量分别为 4,768MW，1835MW 和 661MW，同比增速分别为 52.82%，41.05%和-0.90%。

图表 26：公司其他国家地区客户装机情况



资料来源：Vestas、Gamesa、Nordex 公司资料

年，公司其他国家地区出货量将分别达到 1GW，2GW 和 4GW，则其他国家地区业务占比将达到 6.67%，12.50%和 21.05%。

三、增长型业务：轨道交通前景可期，板块利润增长较快

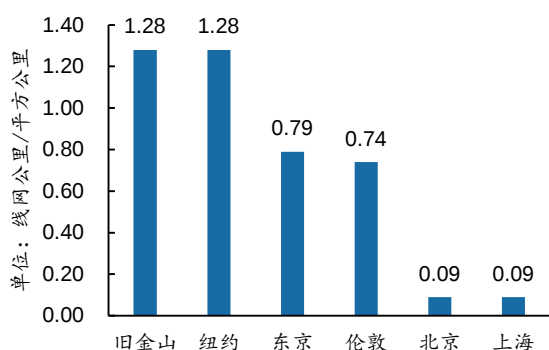
1、轨道交通前景可期，相关设备制造市场前景广阔

轨道交通装备行业是我国确定的战略性新兴产业-高端装备制造业的重要组成部分，但长期以来我国城市轨道交通建设相对滞后，轨道交通运营总长度、密度及负

担客运比例均远低于平均水平。例如，目前伦敦、东京、纽约等国际大都市，其高峰时段轨道交通占公共交通出行的比重高达 60% 以上，而我国北京、上海等轨道交通最发达的城市，该项比例仅为 30% 左右；国外的地铁承运率已经达到 70%-80%，而我国目前仅有 40%。

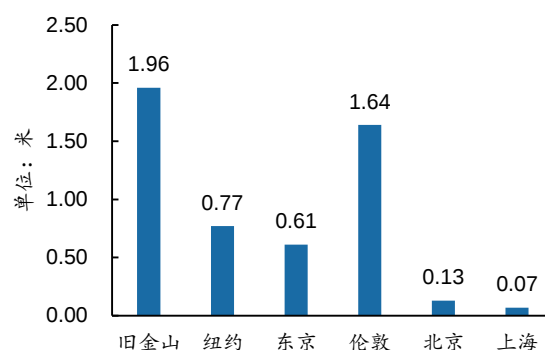
国际经验表明，当一个国家的城市化率超过 60%，城市轨道交通将实现高速发展以解决大城市交通拥堵问题，从而拉动相关投资迅速增加。随着我国城市化进程的逐步加速，我国城市轨道交通建设有望迎来黄金发展期，伴随相关投资额度的加大，城市轨道交通建设有望成为继铁路大规模投资之后新的投资热点，成为“十三五”基础建设投资的新增长点。

图表 27：全球主要城市轨交线网密度



资料来源：公开资料，广发证券研究中心

图表 28：全球主要城市每万人拥有轨道线网长度

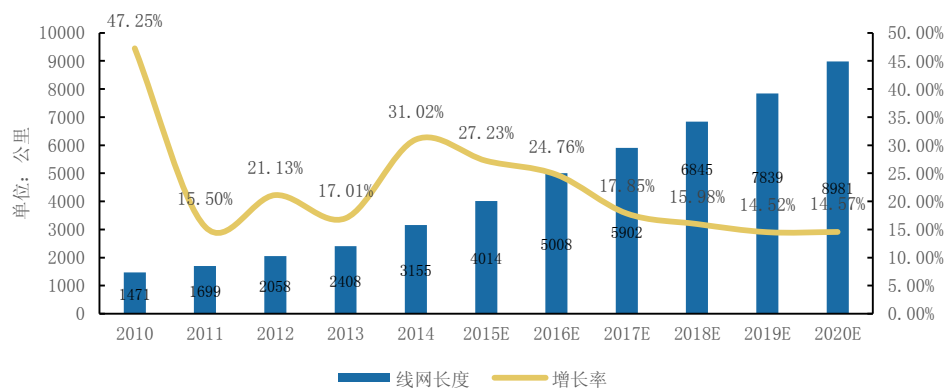


资料来源：公开资料，广发证券研究中心

近年来我国的城市轨道交通呈现了快速发展态势，速度超出了世界上任何国家的高峰期。2014 年，我国内地 36 个城市约 3,300 公里的轨道交通在建项目，共完成投资 2,857 亿元，日均超过 7.8 亿元，比 2013 年大幅增长 33%。据发改委统计，截至 2014 年末，我国内地已有 22 个城市建成并运营轨道交通线路 101 条，运营里程 3,155 公里，同时国内已有 38 个城市经国家批准建设轨道交通，规划总里程超过 6,880 公里。

纵观我国地铁轻轨发展动态，未来 5-10 年间，我们预计轨道交通市场将维持 15% 左右的增速，从而带动相关设备制造市场发展。高速机车、地铁及城市轻轨机车传动设备作为公司优先发展的战略板块，毛利率高达 35% 左右，预计未来将会成为公司新的利润增长点。

图表 29：2010-2020E 城市轨道交通运营线路网长度



资料来源：公开资料，广发证券研究中心

2、公司资质已获国际认可，板块利润增长较快

发展高速机车、地铁及城市轻轨机车作为环保型运输工具已是全球的大趋势，具有良好的产业发展前景。中国作为人口大国，城际交通的发展将为高速机车和城市轻轨运输业提供广大的市场，欧洲则计划将高速铁路运输网到 2020 年扩大 2 倍。为抓住此庞大商机，公司针对高速机车、地铁和城市轻轨传动设备进行了产品研发，并先后通过了 IRIS（国际铁路行业标准）和 CRCC（中铁检验认证中心）的相关认证以及 Alstom 集团的产品质量认证，且公司已与美国 GE、法国 Alstom 等国际知名公司建立紧密合作，为公司轨道交通产品进一步拓展国际铁路高端市场奠定了坚实基础。

公司在轨道交通传动设备板块产品组合比较丰富，广泛涉及地铁、有轨电车、城际列车、高速列车、机车等领域。如今，已有近万件机车牵引齿轮运行在包括中国、北美、欧洲、南美、北非等地在内的世界各地的铁路上，万余台地铁齿轮箱成功应用于中国北京、上海、深圳、南京、香港、青岛、大连、苏州、宁波及智利、阿根廷、巴西、印度、荷兰、新加坡等国家的城市地铁线上。2014 年公司获得了 4,800 余台南非郊区列车 PDM460 型齿轮箱订单，该订单将在之后的 10 年内陆续交付，这是公司迄今为止获得的最大额轨道交通业务订单。

图表 30：2011-2014 年公司轨道交通板块重要订单统计

年份	重要事件
2011 年	获得 1,500 余台国内某地铁线 PSM-370 型单级齿轮箱订单
2011 年	获得 144 台巴西地铁齿轮箱订单
2012 年	获得 700 余台南京地铁 3 号线 PDM490 型双级齿轮箱订单
2012 年	获得南京地铁 10 号线及苏州地铁 2 号线共 600 余台地铁齿轮箱订单，型号分别为 PDM490 双级齿轮箱及 PSM355 单级齿轮箱
2013 年	获得巴西地铁齿轮箱订单
2014 年	获得 380 余台青岛地铁 3 号线齿轮箱订单
2014 年	获得 300 余台巴西 PDM490 型两级传动地铁齿轮箱订单
2014 年	获得 4,800 余台南非郊区列车 PDM460 型齿轮箱订单

资料来源：公司资料，广发证券研究中心

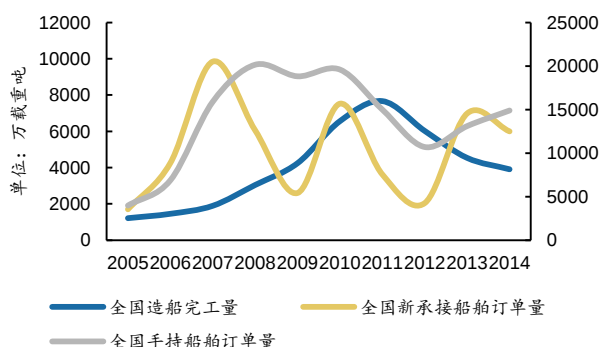
目前公司为扩大轨道交通传动设备产能，已对高速列车和城市轻轨传动装置生

产项目进行相关投资。该项目预计工程建设期为 3 年，开始时间为 2012 年 7 月，竣工时间为 2015 年 7 月，建设内容为年产 7,000 台地铁用齿轮箱、车轴、车轮、联轴器和 4,000 台城际、高速列车用齿轮箱及 6,000 副机车用牵引齿轮，项目总投资 5.86 亿元，其中 4.26 亿元用于购进设备；0.61 亿元用于对目前租赁的厂房进行部分改造；其余的资金主要为建设期利息和流动资金，建成后预计 2016 年有望开始贡献。

四、周期型业务：持续提升产品多元化，静待船运行业回暖

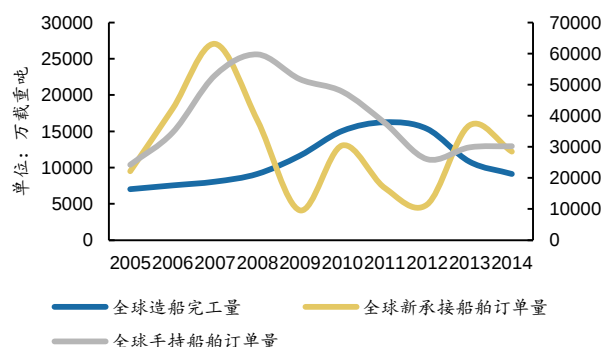
航运业在国际物流体系当中主要承担大宗商品在全球范围内的流通，而大宗商品的供需状况与宏观经济走势密切相关，因此，产业链上下游之间的传导机制使得造船行业具有明显的周期性特征。2014 年以来全球航运市场和造船市场在起伏不定中呈现好转态势，但是未来一段时间欧美等发达经济体受主权危机、财务赤字等问题的负面影响，经济复苏前景仍不确定，新兴市场国家受到恶劣的全球经济环境影响，经济增速温和放缓，国际航运市场双过剩局面仍将持续，市场供求矛盾短期内难以有效改观，这对上游船舶装备制造业厂商的业绩回暖难以构成有效支撑。

图表 31：2005-2014 全国船舶制造业情况



资料来源：中国船舶工业行业协会

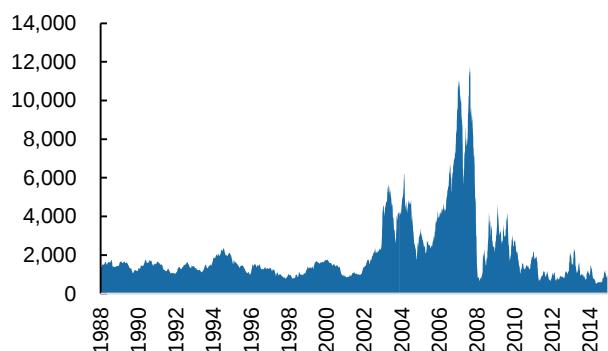
图表 32：2005-2014 全球船舶制造业情况



资料来源：Wind

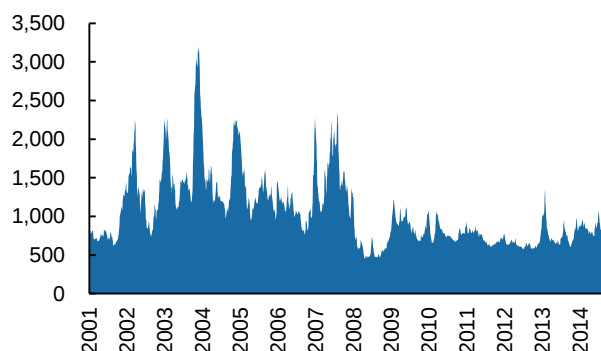
船舶运输和其他运输方式相比，由于其具有运载量大、运输成本低、航道灵活等优势，近百年来始终是国际贸易最主要的运输工具，其运量占国际货物运输总量的 75%以上。由于其全球性的需求范围，使得造船业虽然具备一定的周期性，但总体始终保持平稳态势。根据 BDI 和 BDTI 两大航运指标，我们看到航运业除在 2002-2007 年爆发性增长外，均保持周期性平稳，这为上游船舶装备制造业厂商的业绩回暖提供充分保障。

图表 33：1988-2014 波罗的海干散货综合运输指数 (BDI)



资料来源：Wind

图表 34：2001-2014 波罗的海成品油运输指数 (BDTI)



资料来源：Wind

在船舶传动领域，自 2009 年公司开始开拓国内市场以来，尽管全球经济状况尚未完全复苏，但公司在国内市场的拓展较为顺利。目前公司已成为亚洲领先的船舶推进系统集成制造商，提供“齿轮箱+螺旋桨+联轴器+电控系统+液压系统”整套产品，通过多年技术引进和创新，公司已拥有具有自主知识产权的船用产品系列，获

20 多项专利，其中仅发明专利就超过 5 项，产品技术和性能均处于国际先进水平，多项产品填补国内空白，已形成年产 400 套推进器和齿轮箱、螺旋桨等船用产品的设计和生产能力。

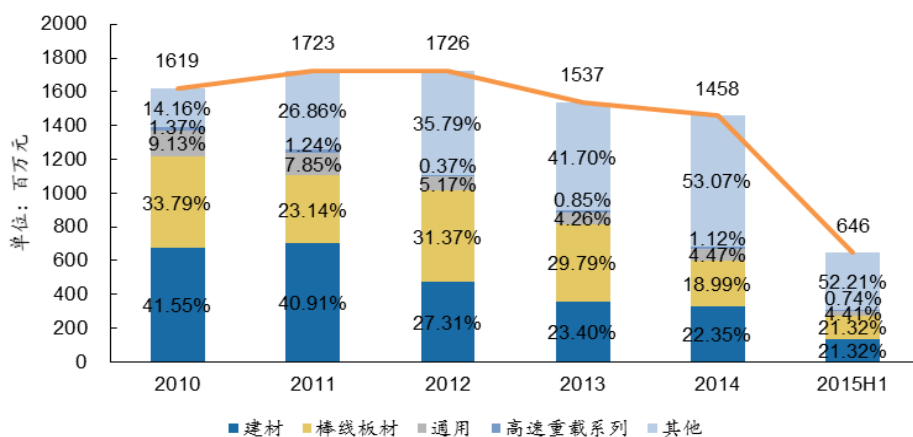
公司船用九大系列产品已覆盖整个船舶推进系统内的所有设备，生产的推进系统设备亦有应用在我国海域的海监、渔政船只领域，出口方面亦获得 10 条船的舵桨推进器订单，在整个船舶配套行业拥有较高知名度。公司未来将继续坚持提高创新能力，推出更多高端产品并提升产品多元化，借助市场回暖势头，为未来的发展奠定坚实的基础。

五、平衡型业务：审慎剥离传统业务，稳步进军新兴业务

近年来公司传统设备板块由于国内经济环境下行，产能过剩情况加剧，导致产品价格下降，部分细分业务出现亏损，从而拖累公司整体业绩，针对此种情况，公司一方面以节能环保为主线，制定以产品标准化和模板化推动销售发展的策略，生产高质量产品，重点销售面向高端市场、高端客户和高效益业务，另一方面公司逐步剥离非核心亏损业务，或者通过引入战略投资者减少公司在非核心业务的占比，逐步缩减产品线，减少资本开支和无效投资。

公司于 2015 年 2 月发布公告称，由于煤炭行业环境较差，现分别出售煤矿机械板块两家亏损企业，中传重型和高特齿轮，60%和 100%的股权，出售价格分别为 2 亿元和 3 亿元，交易市净率倍数分别为 0.83 和 0.96 倍，购买方为南京金果。此次出售完成后，公司将仅持有中传重型 8%的股权，不再持有高特齿轮的股权，煤矿机械业务不再纳入公司合并报表。该两项业务 2013/14 年合计亏损约 0.89 亿元/1.23 亿元，我们预计剥离业务将至少节约 1 亿元左右（约占 2015 年净利润预测的 12%）。此外业务剥离同时有望剥离相关子公司负债，为公司带来 4.5 亿元额外资金偿还贷款，有望将公司 2015 年净资产负债率降低约 15%至 50%左右。

图表 35：公司传统设备板块营业收入产品分布及占比



资料来源：公司资料，广发证券研究中心

此外，公司还通过发展数控机床业务和 LED 业务有步骤地向多元化经营方向迈进，分散风电齿轮行业波动带来的风险。

在数控产品方面，公司重点发展重精密高效的通用、专用机床产品，抢占重型高端市场。公司总投资规模为 18.36 亿元的高档数控机床生产项目将于 2015 年 7 月建成，该项目将形成年产精密立式系列、复合立式系列机床 220 台，精密卧式系列机床 120 台，精密龙门加工中心 180 台，精密卧式加工中心 155 台，专用机床 5 台和五轴联动螺旋桨加工机床 2 台的生产能力。

公司 LED 业务主营产品为上游蓝宝石衬底，公司是国内少数能够生产 4 寸以上蓝宝石衬底的厂家之一，目前该业务已进入一期达产阶段，月产能 50 万片，客户已覆盖台湾及内地主要 LED 厂家，手机客户也在积极开拓中。

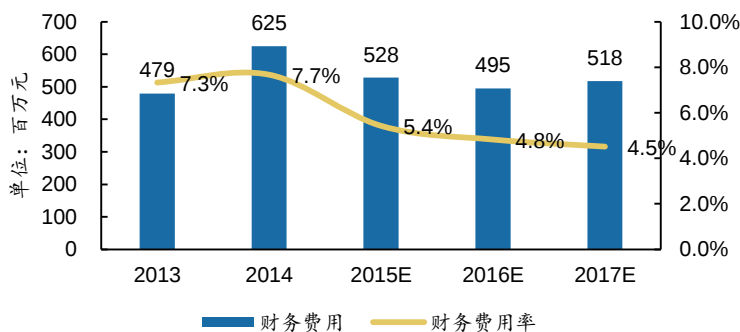
总体来看，随着投入期的结束及市场的逐步打开，未来公司数控机床和 LED 蓝宝石衬底新业务板块产能将得到释放，收入或将增加。然而近年来数控机床行业持续低迷，LED 蓝宝石衬底业务和公司在齿轮领域积累的技术优势关联性较小，市场开拓面临一定不确定性，我们将持续关注公司新产业板块的盈利情况。

六、公司财务状况分析

1、公司财务费用及借款结构

由于公司近年来发展多元业务，资本开支较大，财务费用较多，预期随着收入提升，财务费用占比会逐步下降。

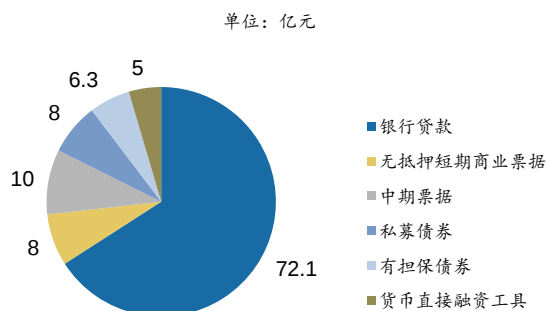
图表 36：财务费用及其占收入的比重



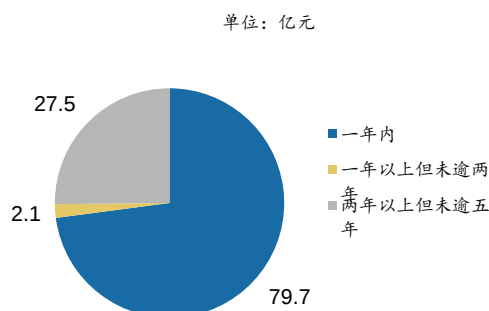
资料来源：公司资料，广发证券研究中心

公司短期借款和长期借款占比分别为 79.7%和 20.3%，近期还款压力较大。

图表 37：公司借款性质结构 (2014)



图表 38：公司借款期限结构 (2014)



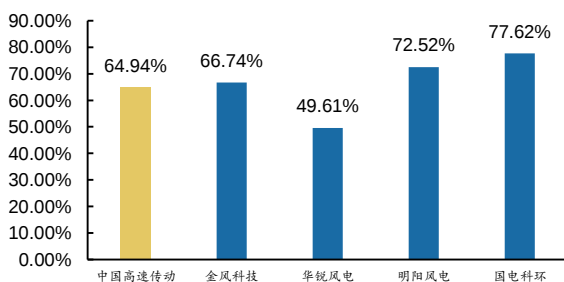
资料来源：公司资料，广发证券研究中心

资料来源：公司资料，广发证券研究中心

2、公司资产负债率及利息保障倍数同业对比

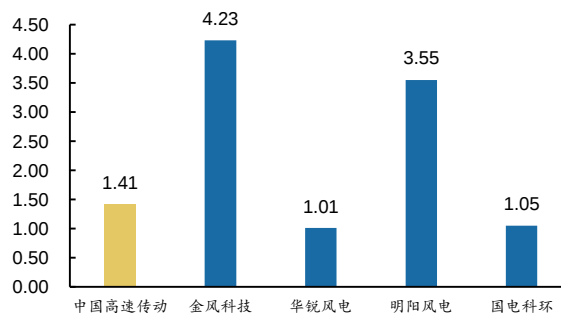
公司目前的资产负债率为 64.94%，基本处于行业平均水平。公司 2015 年初出售两家煤炭亏损公司后，资产负债率水平有望下降到 50%左右。公司利息保障倍数同样和同业均值相差不大，预期能够支撑未来财务支出的增加。

图表 39：资产负债率同业对比 (2014)



资料来源：公司资料，广发证券研究中心

图表 40：利息保障倍数同业对比 (2014)



资料来源：公司资料，广发证券研究中心

七、估值比较

图表 41：同业香港上市公司比较

同业公司	股价 (港币)	市值 (亿港元)	EPS				PE				PB
			2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	2017E	2014A
行业平均估值							20	26	15	14	1.2
中国高速传动	6.98	124	0.13	0.53	0.61	0.58	43	11	9	10	1.1
金风科技	14.62	466	0.68	0.88	1	1.23	17	13	12	10	2.1
东方电气	9.31	361	0.59	0.28	0.35	0.36	13	27	21	21	0.8
上海电气	4.81	1493	0.2	0.21	0.22	0.26	19	18	17	15	1.4
哈尔滨电气	4.64	61	0.41	0.06	0.21	0.28	9	62	18	13	0.4

资料来源：Wind，公司资料，广发证券研究中心

八、盈利预测

我们预测公司 2015E-2017E 的收入为人民币 97.31、102.58、115.78 亿元。

图表 42：公司各业务收入预测汇总表

单位：百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
分类收入预测					
5MW 齿轮箱	0	6	0	0	0
3MW 齿轮箱	174	232	378	441	441
2MW 齿轮箱	965	2031	2641	2894	3479
1.5MW 齿轮箱	2422	2692	3322	3496	4043
0.75MW 齿轮箱	4	29	27	28	40
风机发电主齿轮箱	3565	4990	6369	6858	8002
偏航	460	615	828	892	1040
变桨	116	197	255	274	320
风电业务总收入	4140	5802	7451	8024	9362
船用齿轮业务	341	350	359	369	378
高速机车、轻轨业务	106	158	205	246	296
传统传动业务	1533	1460	1322	1210	1115
数控机床业务	238	225	236	248	260
柴油机业务	181	152	157	161	166
总经营收入	6539	8147	9731	10258	11578

九、风险提示

宏观经济周期波动的风险：新能源行业作为国民经济新兴产业，其景气程度受到国际经济环境和国内宏观经济政策变动的影响。宏观经济周期性的波动不仅会导致购买相应产品的下游企业投资行为的波动，可能使相应产品的市场容量产生周期性变化，从而影响公司的经营业绩。虽然清洁能源仍然是未来全球大力倡导发展的行业，但风电行业的短期调整仍可能对公司的经营业绩及业务前景造成不利影响。

新技术替代的风险：近年来，不需安装齿轮箱的永磁直驱风力发电机加快进入商业应用领域，如果这种产品能够在技术和成本上有实质性的突破，有可能对风电齿轮箱的市场需求产生影响。

行业多元化的风险：公司近年来生产规模逐步增大、管理半径不断扩大，未来向多元化经营方向发展，将发展数控机床、LED 蓝宝石衬底等项目，除风电业务外，现阶段公司其他产品相对分散，且部分业务处于市场拓展阶段，拖累公司整体业绩，如果公司在资金、技术、管理方面没有及时适应集约化、专业化发展要求，可能会影响新建项目经营效益的发挥。



公司研究|广发海外研究

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	2,235	1,650	2,433	2,565	2,869	税前利润	195	277	1,157	1,284	1,443
应收帐款	6,294	7,918	8,271	9,232	10,327	折旧与摊销	515	739	674	663	710
库存	2,390	2,275	2,674	2,819	3,153	净利息费用	479	625	431	367	369
其他流动资产	2,715	5,816	6,000	6,300	6,200	运营资本变动	-1,509	-1,259	-259	-459	-159
流动资产总计	13,633	17,659	19,378	20,916	22,548	税金	-57	-131	-231	-257	-289
固定资产	6,616	5,922	5,522	5,722	6,322	其他经营现金流	370	230	189	-72	-230
无形资产	287	234	234	234	234	经营活动产生的现金流	-7	481	1,962	1,526	1,844
其他长期资产	2,434	1,484	1,097	1,129	1,205	购买固定资产净值	-1,166	-762	-562	-661	-721
长期资产总计	9,337	7,640	6,853	7,085	7,760	投资减少/增加	34	-894	-300	-515	-515
总资产	22,971	25,300	26,231	28,000	30,308	其他投资现金流	-470	-163	-200	-300	-300
应付帐款	3,080	3,621	5,661	5,872	6,471	投资活动产生的现金流	-1,602	-1,819	-1,061	-1,476	-1,536
短期债务	7,242	8,138	5,500	6,200	6,339	净增权益	1,017	108	782	810	939
其他流动负债	1,187	1,427	2,000	2,100	2,600	净增债务	2,071	2,220	149	959	1,524
流动负债总计	11,509	13,186	13,161	14,172	15,411	支付股息	0	0	-19	-21	-23
长期借款	2,605	3,122	3,382	3,432	3,512	其他融资现金流	-1,649	-1,562	-1,045	-1,676	-2,428
其他长期负债	96	121	120	50	120	融资活动产生的现金流	1,439	767	-132	72	12
长期负债总计	2,700	3,243	3,502	3,482	3,632	期初现金	2,405	2,235	1,665	2,433	2,564
股本	119	119	119	119	119						
储备	8,395	8,569	9,169	9,969	10,946						
股东权益	8,514	8,688	9,288	10,088	11,065						
少数股东权益	248	182	280	258	200						
总负债及权益	22,971	25,300	26,231	28,000	30,308						

主要财务比率

至12月31日						2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
盈利能力										
息税折旧前利润率(%)						16.3	20.9	19.9	20.7	21.2
息税前利润率(%)						8.4	11.9	13.0	14.2	15.0
税前利润率(%)						3.0	3.4	9.1	11.0	12.1
净利率(%)						15.3	18.2	18.8	2.6	2.2
流动性										
流动比率(倍)						1.2	1.3	1.5	1.5	1.5
利息覆盖率(倍)						1.1	1.5	3.1	4.3	5.0
净权益负债率(%)						100.4	124.4	88.3	88.6	85.1
速动比率(倍)						1.0	1.2	1.3	1.3	1.3
估值										
市盈率(倍)						119.2	44.0	10.7	9.5	8.2
市净率(倍)						0.9	1.1	1.0	0.9	0.8
价格/现金流(倍)						-	19.0	5.2	6.6	5.1
企业价值/息税折旧前						18.5	14.0	12.1	11.4	10.4
周转率										
存货周转天数						123.4	114.8	105.2	112.3	110.2
应收帐款周转天数						303.5	314.0	299.5	307.1	306.8
应付帐款周转天数						144.4	150.2	176.2	211.9	205.5
回报率										
股息支付率(%)						7.9	2.4	2.0	2.0	2.0
净资产收益率(%)						0.8	2.4	8.0	8.9	10.0
资产收益率(%)						0.01	0.02	0.08	0.09	0.10

利润表						单位: 百万元人民币					
至12月31日	2013A	2014A	2015	2016E	2017E						
销售收入	6,539	8,147	9,731	10,258	11,578						
销售成本	-4,908	-6,127	-7,089	-7,413	-8,371						
经营费用	-6,083	-7,315	-8,174	-8,617	-9,784						
息税折旧前利润	1,065	1,705	2,231	2,304	2,504						
折旧及摊销	-515	-739	-674	-663	-710						
经营利润(息税前利)	550	966	1,557	1,641	1,795						
净利息收入/(费用)	-479	-625	-431	-367	-369						
其他收益/(损失)	125	-63	31	10	17						
税前利润	195	277	1,157	1,284	1,443						
所得税	-57	-131	-231	-257	-289						
少数股东权益	33	33	28	2	-4						
净利润	172	179	953	1,029	1,150						
每股收益	0.047	0.127	0.583	0.630	0.703						
EBITDA	1065	1705	2231	2304	2504						
每股股息	0.003	0.003	0.012	0.013	0.014						
收入增长(%)	3	25	19	5	12						
息税前利润增长(%)	-15	76	31	15	18						
每股收益增长(%)	-54	171	310	13	16						

广发电力设备与新能源研究小组

韩 玲：首席分析师，工商管理硕士，电力系统自动化学士，8 年证券从业经验，6 年电力行业从业经验，获 2012 年新财富电力设备及新能源行业最佳分析师第二名，2011 年及 2010 年新财富最佳分析师第五名，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：gfh1@gf.com.cn，021-60750603。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。
广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。