

未评级

中国高速传动设备集团有限公司 (0658.HK)

竞争优势明显，静待行业复苏

市场数据

报告日期	2014.1.17
收盘价(港元)	5.15
总股本(百万股)	1,635
总市值(亿港元)	84.20
总资产(百万元)	20,176
每股净资产(元)	5.55

数据来源：彭博

事件：

我们于 2014 年 1 月 15 日对中国高速传动(0658.HK)进行了实地调研(南京)，就公司近期的经营情况与 CFO 吕总和投资者关系部华主管做了交流，并参观了生产工厂。

我们的观点：

- 中国高速传动在风机齿轮箱领域凭借产品质量和市场地位而具有极强的竞争优势，公司占据此市场的约 60%份额，对客户具有较强的议价能力。
- 2013 年公司业绩亦受到风电行业整体低迷的影响，同时公司投资的多个领域暂未贡献业绩。展望 2014 年，公司海外订单增长迅速，GE 订单增长 50%，国内市场订单暂未反馈出行业的明显复苏态势，公司持较谨慎的态度看待行业的复苏进展。
- 最新消息方面，全国 2014 年能源工作会议提出，2014 年全年风电装机目标 18GW，2013 年实现风电装机为 16.1GW。预计未来随着电网线路改造，特高压投运等利好因素，我们预测我国的风电装机有望在 2014 年走出实质性的复苏阶段，作为风电传动齿轮箱的龙头企业，中国高速传动应能受益于这一复苏过程，我们建议投资者密切关注我国风电行业的装机进展和公司的最新发展动向。

会议要点：

1、公司基本情况介绍？

公司是一个以专业生产高速重载齿轮为主的大型企业集团，名列中国机械工业核心竞争力 100 强。经过三十多年的发展和积累，中国传动逐步壮大为中国齿轮行业公认的龙头企业。

公司齿轮箱产品在风机领域具有极强的竞争优势，占据市场 60%以上的市场份额。公司拥有强大的客户组合，风电客户包括中国国内主要风机成套商，以及国际知名的风机成套商。

公司积极推进了多元业务发展。传统产品积极拓展交通设备、机床等领域业务，公司还新研发多种煤矿机械产品。另外公司成立了附属公司从事 LED 上游蓝宝石衬底的生产。

兴证香港研究部

分析师：鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
(SFC: AZF126)

(852) 3509-5999
(755) 2382-6005
luhj@xyzq.com.hk

2、公司近期经营情况介绍？

公司在 2013 年中报亏损 2.89 亿，这是公司上市以来第一次，其中第一季度风电板块同比非常差，有 2 亿元的拨备用于应收账款方面，真正的业务亏损是 9,000 万左右。下半年经营比上半年有所改善了，2013 年业绩有信心能够维持与 2012 年持平水平。

风电产品毛利率方面还是维持在 25-28%的稳定水平，公司全年产品 ASP 并没有很大变化。公司觉得没必要经常变动价格，维持产品毛利率在比较好的水平即可，有订单，市场份额增加，就可赚取利润。

上半年整体毛利率从 26%下降到 20%，主要是工业齿轮方面毛利率下降很大，整个 2013 年下半年还是比较困难，能够维持上半年状态就很不错，整个装备行业都很差，希望 2014 年能有所改善。

3、公司风机产品订单情况？

2014 年订单情况：国外市场上的客户主要是美国 GE，GE 去年 9 月份跟公司签订了 2014 年订单，比 2013 年订单有 50%增长(2013 年 GE 订单约不到 2GW)。产品结构看 2013 年基本都是 1.5MW 机型，2014 年订单主要还是 1.5MW 产品，但有 2.65MW，2.75MW 等新机型。国外市场占风电收入的 30%左右。

国内订单当前的可预见度还是 3-4 个月，公司一般是根据手头订单来公告指引，加上国内很多国企也是春节后才会下订单，所以公司每年在 3 月份业绩公告时候公布 2014 年订单情况。

4、GE 风机订单增加的原因？

GE 订单增加的原因：1、2014 年美国市场在逐渐复苏。2、GE 原来在欧洲或其他国家的订单转移到公司了。

5、公司对风电行业发展的看法？

公司业务在 2013 年是遭受很大挑战，预计 2014 年订单方面会有改善，但是还不能说有很大增长，整个风电市场也不能说完全复苏，按产业链看，客户的应收账款还没有大幅变好迹象。

风电运营厂资本开支增加，然后到风机厂，最后到零部件厂商。国内的风机可能运行就 1,800 小时，而欧洲的风机运行可以到 2,500 小时，如果购买风机能够增加运行时间，风电场是愿意增加购买风机投资的。

公司持比较保守的态度看行业现状，因为目前公司的订单看不到很大的改变，还没有像国外那样一下就订一年的订单量，国内的还是 3 个月 3 个月的下订单，这是公司对行业的看法。

6、风电运营商下订单到生产交付的时间？

首先要看整机厂是否有存货，没有的话对于成熟的机型一般 3-4 个月。

7、公司风机的定价模式？

采用的成本加成定价模式，有稳定的毛利率。

公司以销定产，先确认订单，以当时市场价格确定，然后签订合同，要求企业预付款 20-25%，公司拿这部分款项去锁定大部分的原材料，就锁定了毛利率。

8、公司应收账款情况和风险控制？

公司交付产品中有 5-10%的尾款作为保证金，在保质期到期后收取。

2012 年做了 8,000 多万拨备，是财务要求的拨备，真正的坏账率还是很低，一般一年 200-300 万。

公司的前五大客户除了明阳风电，其他都是国企，相对风险较小。公司对不同的客户采取不同的信用政策。2012 年开始公司对客户的信用监控比较严格，上一批货物未付款不会发下一批货。

9、公司总体毛利 20%，净利润率只有 3-4%？

公司在 2 年前开始考虑转型多元化。新投资的企业效益还没有发挥出来，包括设备，土地，研发等投入，但没有贡献利润。这导致 SG&A 很高，以前是 10%左右，现在是 15-17%。公司并没有单独拆分风电业务净利润率。

未来公司净利润率有望改善，一是来自新业务贡献利润。二是公司不再投资其他新产业，并且不再大量聘用新员工了，内部调配即可。

10、公司的煤矿机械业务进展？

当时公司觉得煤炭行业板块空间比较大，公司也有基础进入这一领域。煤炭挖掘机械最重要的零部件就是齿轮部分，但现在煤炭整个行业很差，公司无法把控。公司也不能啥也不做，还要研发、测试、申请专业牌照都需要过程。

煤矿机械行业还是有需求的。1、煤炭采掘的安全性，采用自动机械化替代人工的需求。2、国内煤企以前进口采煤机械，现在煤企经营不好，对成本敏感度高，采用国内的设备带来的机会。

比如，神华的采煤机是进口 5,000 万一台，公司自产的大概只有 1000 万一台；公司的产品去年九十月份已经测试过了，神华评价很高。掘进机有四个型号已经出来了，去年已经卖了两三台。煤炭机械这部分 2014 年没有盈利，公司觉得 2015 年才能贡献业绩。

11、蓝宝石衬底业务的进展？

公司做 LED 上游一个关键工序的蓝宝石衬底生产。公司聘用的是台湾的 LED 团队，全部技术和团队都过来了。这块业务产能要够大，质量要好才能参与市场竞争。从开工到现在购地、建厂房已经支出 5 亿元。逐步扩产提升产能，177 亩用地，只用了 90 亩。公司在 14 应该盈亏平衡或略有盈利，公司希望每月做到 50-60 万片的量。

12、公司的下游客户结构？

五大客户占风电业务 60%。其中有明阳、东方电气、上海电气、国电联合、GE。金风也是公司客户，卖的产品是偏航变桨。华锐风电还有，但已经不是五大了，公司在其出事拿回了大部分的货款。

13、如何看直驱风机对公司齿轮传动业务的影响？

可以预见 5 年内齿轮箱风机不会被直驱替代。当然直驱风机有直驱风机的优点，比如没有齿轮箱可能成本低，维修费用低等。

直驱风机的缺点：

1、直驱风机的体积很大。

齿轮箱具有变速功能，将缓慢转动的叶片提升转速。直驱没有变速所以整体机型做的比较大，如果体积很大将来海上风机安装成本会很高。

2、有齿轮箱的风机重心平衡，直驱风机重心前倾，需要更牢固的塔架。

3、直驱风机维修困难。没有齿轮箱，发电机维修困难。

4、稀土永磁电机的成本也比较高，是否永磁会消减有待时间检验。

美国、欧洲风电发展 20 多年，全球直驱型风机比例也就在 30-35%，并不能全部替代。所以公司认为直驱风机对公司齿轮箱业务不是一个很大的威胁。

14、公司的竞争对手？

市场上产能、质量上与公司能竞争的不是很多，有大连重工(主要给华锐供货)、二重、重庆齿轮等。

公司议价能力高，因为没有一家公司在国内能替代我们，公司产品占国内 50-60% 的市场份额，客户也没得选择。风机整机公司把风电齿轮箱放在首位的，他们看重质量好的产品，即使公司产品比其他供应商要贵 3-4%，他们仍然选用。

15、齿轮箱的寿命？

齿轮箱设计寿命 15 年，一般使用 10 年维修一下，又可以使用数年。公司帮 GE 维修其运行超过 15-20 年的风机，不用全部买新的安装，大约维修替换成本是购买全新齿轮箱的 70%。国内的风机运营时间相对还比较短，设立维修维护公司专业从事维修业务将来也会考虑。

16、现有手中订单的产能利用率？

现在有的订单的产能利用率 60%多。

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第 1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

本研究报告由兴证（香港）证券经纪有限公司之分析员撰写。（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。