

增 持 首次

上风高科 (000967)

2009 年 9 月 18 日

上风高科 Vs 南方风机：存交易性投资机会

机械行业核心分析师：龙华

longh@htsec.com

021-23219411

机械行业助理分析师：舒灏

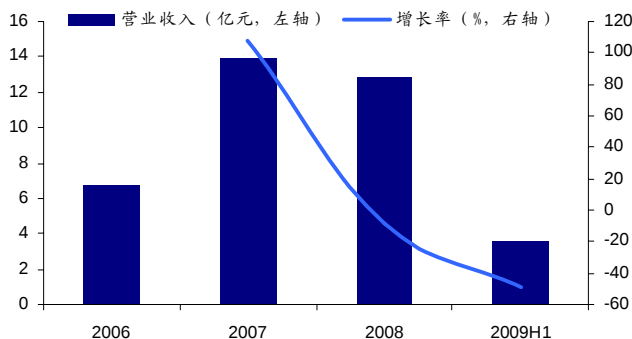
shuh@htsec.com

021-23219171

我们认为在南方风机登陆创业板期间，与之业务类似的上风高科在核电、地铁、铁路隧道通风设备需求大幅上升的背景下，及未来盈利预期和估值提升的双带动下，存在交易性投资机会。我们以电话方式对公司进行了初步调研，情况如下：

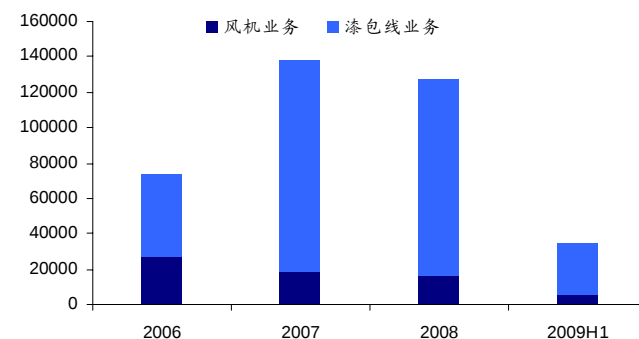
公司主营风机及漆包线业务。公司前身是上虞风机厂，创建于 1974 年，公司主要研制开发各类专用风机，风冷、水冷设备，制冷、速冻装置等高新技术产品，公司与上海交大等多家高校建立长期合作关系，并引进德国、日本等国的先进技术进行优化组合，公司风机产品广泛用于造纸、制冷、空调、民用建筑、发电、轨道交通等多个领域。近年来公司主动调整产品结构，降低了毛利率比较低的工民建用风机的占比，大力发展以地铁、隧道风机为主的高毛利工业风机，目前公司以地铁、隧道风机为主的工业风机已占公司风机事业部的营业收入的 50% 左右，以后还将进一步提高，而工民建风机占比将进一步下降。公司于 2008 年成功研制了核级风机，并获得 4 个 1000MW 机组的核岛通风空调风机的订单。另外公司持有威奇电工 75% 股份，该公司主要生产漆包线业务，漆包线业务主要用于电器、电机等设备。

图 1 公司近年来营业收入情况



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 公司主营业务构成 (万元)

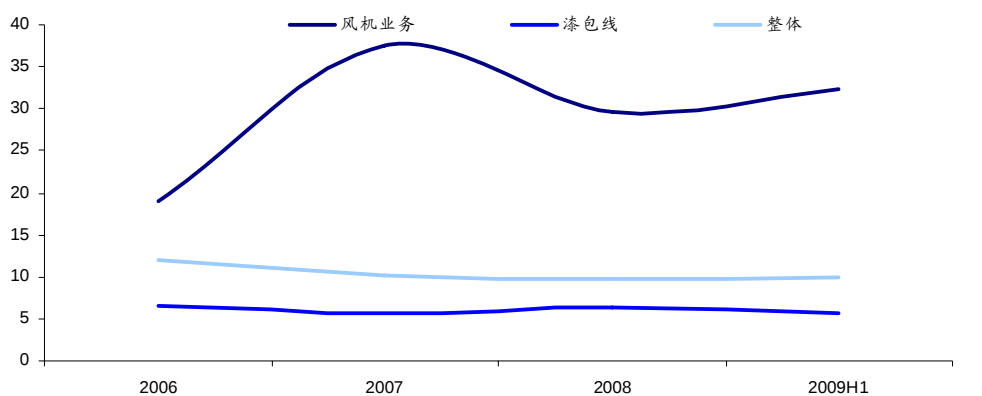


资料来源：公司公告，海通证券研究所

2008 年以来，受经济环境影响，公司漆包线业务市场需求减少，竞争加剧导致价格战愈演愈烈，且原材料价格波动剧烈。由于漆包线业务占公司收入比例较大，2009 年上半年公司出现亏损，从下图可以看出，漆包线业务的毛利率一直维持在较低水平，预计随着经济形势好转，2010 年公司漆包线业务将走出亏损。

风机业务方面，由于公司产品向核电、地铁等高端领域转移，2007 年以来，公司风机产品毛利率维持在较高水平，2008 年由于原材料价格上涨，市场竞争加剧等原因，毛利率有所下滑，预计今后几年，随着进入厂商逐渐增加，市场竞争加剧，该产品的毛利率将逐渐下降，但总体仍维持在高位。

图 3 公司各产品毛利率情况（%）



资料来源：公司资料、海通证券研究所

公司是国内主要的核电 HVAC 设备和地铁通风设备供应商，被即将上市的南方风机列为主要竞争对手。2004 年开始，我国核电步入快速发展期，核电 HVAC（供热通风与空调）设备也逐渐从进口转为国产，公司是国内主要的核电 HVAC 设备供应商之一。据公司 2008 年报，公司已中标秦山二期、秦山二期扩建、江苏田湾、方家山、福清一期等核电项目。

表 1 国内主要核电 HVAC 设备供应商

企业名称	供货设备	从事项目
上风高科	风机、空调机组	秦山二期、秦山二期扩建、江苏田湾、方家山、福清一期
南方风机	风机	岭澳二期、红沿河一期、宁德、阳江一期
陕西鼓风机（集团）有限公司	风机	秦山二期扩建
上海鼓风机厂	风机	秦山二期、秦山二期扩建
江苏中联风能机械有限公司	风机、防火阀、排烟阀	江苏田湾
秦皇岛核风设备有限公司	风阀类	秦山一期、秦江二期、江苏田湾、秦山二期扩建
石家庄第一阀门厂	风阀类设备	秦山二期、江苏田湾、方家山、福清一期
河南核净公司	过滤器及箱体排架	秦山一期、秦山二期、江苏田湾、秦山二期扩建、方家山、福清一期、红沿河一期、宁德一期、阳江
南通昆仑空调	空调机组	秦山二期、江苏田湾
广东申凌	空调机组	岭澳核电二期
哈空调	空调机组	秦山二期

资料来源：南方风机招股说明书、海通证券研究所

在地铁领域，公司为国内多条地铁提供通风设备，据 2008 年底公司公告披露，当时公司已获得 9000 万左右的地铁项目风机订单，随着国内地铁建设项目的快速增长，公司相关订单还将快速增长。

表 2 国内主要地铁通风与空气处理设备供应商

企业名称	主要参与项目
上风高科	深圳地铁 1 号线、天津地铁 3 号线、杭州地铁 1 号线、南京地铁 1 号线、上海地铁 7 号线、北京地铁 10 号线
南方风机	广州地铁 2、3、4、5、8 号线、天津地铁 3 号线、深圳地铁 3 号线、成都地铁 1 号线
浙江金盾	南京地铁 2 号线、杭州地铁 1 号线、上海地铁线路
江苏中联风能	北京地铁线路、上海地铁线路
浙江亿利达	杭州地铁 1 号线、上海地铁 2 号线、上海地铁南站
上虞市专用风机公司	北京地铁线路

资料来源：南方风机招股说明书、海通证券研究所

我国核电与城轨交通处于加速建设期。目前我国能源结构不合理，煤电占比高达 75%，截止 2008 年底，我国核电装机容量为 896 万千瓦，占全国电力总装机容量仅为 1.8%，远落后于世界平均水平。根据 2007 年我国通过的《核电中长期发展规划》，到 2020 年，我国核电总装机容量力争达到 4000 万千瓦，在建 1800 万千瓦，核电装机容量占比达到 4%。而根据 2009 年 3 月提交给国务院审批的新规划，2020 年中国核电运行装机容量调整为 7000 万千瓦，在建 3000 万千瓦，按此规划，从 2009 到 2020 年，我国核电装机容量将新增 6104 万千瓦，今后 11 年平均每年新增 554.9 万千瓦。从 2002 年到 2007 年 6 年间，我国新增的核电装机容量总共才 672 万千瓦，年均 112 万千瓦，**今后的年均新增装机容量是过去的 5 倍之多。**目前核电企业的盈利水平已远高于火电，核电的快速发展，必将带动核电 HVAC 设备的需求，而核电设备的进入门槛较高，供应商必须通过相关部门的严格审批，因此未来几年国内核电 HVAC 市场的竞争不会过于激烈。仅 2008 年公司即中标 4 个核电风机项目，我们预计今后随着各核电项目的逐步推进，公司核电设备的订单需求将大幅增长。

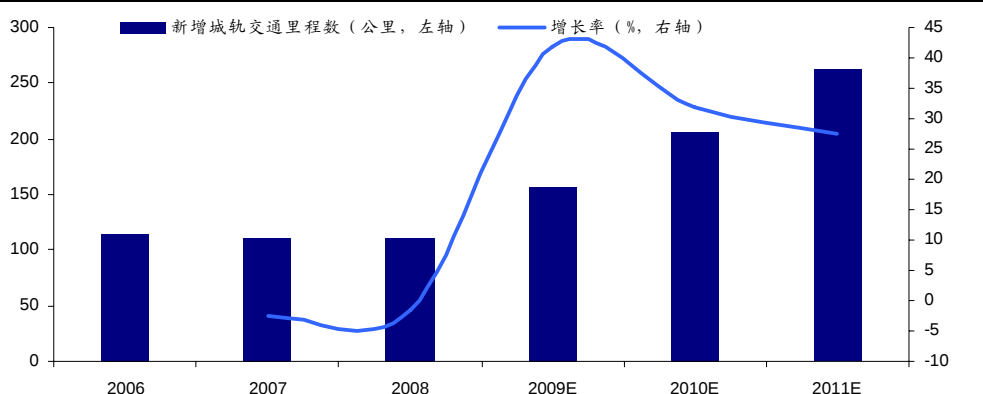
表 3 我国建成及在建核电项目情况

核电站机组	装机容量（万千瓦）	投运时间	承建单位	HVAC 国产化率（%）
泰山一期#1	30	1991.4	中核	70
泰山二期#1、#2	2*65	2002.4	中核	80
泰山三期#1、#2	2*70	2003.11	中核	国外引进
广东大亚湾#1、#2	2*98.4	1994.5	中广核	国外引进
江苏田湾一期#1、#2	2*106	2007.8	中核	70
广东岭澳一期#1、#2	2*99	2003.1	中广核	10
已建机组合计	906.8			
泰山二期扩建#1、#2	2*65	2011 年	中核	85
广东岭澳核电二期#1、#2	2*108	2010 年	中广核	90
辽宁红沿河一期#1-4	4*111	2012 年	中广核	100
福建宁德一期#1-4	4*100	2013 年	中广核	100
广东阳江一期#1、#2	2*100	2013 年	中广核	预计 100
山东海阳一期#1、#2	2*100	2013 年	中核	预计 100
浙江方家山一期#1、#2	2*100	2013 年	中核	预计 100
福建福清一期#1、#2	2*100	2013 年	中核	预计 100
浙江三门一期#1、#2	2*100	2013 年	国核技	预计 100
在建机组合计	2168			
三门（健跳）	4*100			
三门扩唐山	4*100			
田湾二期	4*100			
阳江二期	4*100			
台山腰古	6*100			
白龙防城港	4*100			
福建福清二期	4*100			
福建宁德二期	2*100			
咸宁大畈	2*100			
湖南桃花江项目	2*100			
红沿河二期	2*100			
海阳二期	2*100			
规划的核电机组合计	4000			

资料来源：南方风机招股说明书、海通证券研究所

我国正处于城市化进程加速阶段，地铁建设在我国处于持续上升期，到 2015 年，全国将有 19 个城市规划建设 70 条轨道交通线路，总长度约 2100 公里，总投资超过 8000 亿元。到 2020 年，全国内地城市轨道交通总规模将达到 3000-3500 公里。

图 4 我国城市轨道交通里程数增长迅速



资料来源：海通证券研究所

但目前看来，我国城市的轨道交通仍较落后，早在上世纪 80 年代，很多发达国家的城市轨道客流占城市总客流的比例就达到 90% 以上，而十一五初期，我国上海和北京的城轨客流占比只是刚超过 10%。发展空间巨大。

表 4 国际各大城市轨道交通情况比较

城市	人口 (百万)	城轨长度 (公里)	城轨客流占比
东京	2700	230	94.00%
伦敦	700	408	94.00%
纽约	700	443	94.00%
巴黎	1000	315	94.00%
柏林	400	142	94.00%
莫斯科	900	244.00	49.00%
上海	1800	129.00	13.00%
北京	1500	114.00	11.00%

资料来源：南方风机招股说明书、海通证券研究所

公司风机业务盈利能力良好。公司是目前唯一的风机业务上市公司，与即将在创业板上市的南方风机比较，公司风机业务的毛利率较高，可见公司风机业务盈利能力良好。

表 5 上风高科风机业务与南方风机毛利率比较 (%)

	2006	2007	2008	2009H1
南方风机	25.53	27.78	30.3	30.92
上风高科风机业务	18.91	37.44	29.67	32.39

资料来源：公司资料、海通证券研究所

公司高管增持股票，表明高管对上市公司的信心。据公司 2008 年报和 2009 年半年报披露，公司董事长方继斌先生于 2008 年 10 月 29 日至 11 月 7 日通过二级市场购入公司股票 100 万股，公司副总裁汪惠琳先生和温峻先生于 2009 年上半年通过二级市场分别增持 40.33 万股和 12 万股。按规定，公司高管持有的公司股票有锁定限售期限，每年出售比例不得超过 25%。公司高管大幅增持公司股票，显示了管理层对公司前景的信心。

首次给予“增持”投资评级。由于漆包线市场环境尚未完全恢复，而风机业务还处于产品结构的调整期，且产品生产周期较长，预计公司 2009 年难以盈利。对于 2010 年的公司业绩，我们分业务进行简单估计：

漆包线业务：随着市场环境好转，我们预计 2010 年公司的漆包线业务将扭亏为盈，公司漆包线产品全部由 2006 年注入公司的威奇电工生产，该子公司扣除非经常性损益后 2006-2008 年的净利润分别为 2720 万元、2958 万元、3093 万元，我们假设 2010 年经济形势恢复正常，漆包线业务盈利能力恢复至以前年度水平，则 2010 年漆包线业务能为公司贡献 3000 万的净利润。折合每股盈利为 0.15 元。

表 6 上风高科漆包线业务净利润预测（万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E
漆包线扣除非经常损益的净利润	2720	2958	3093	亏损	3000

资料来源：公司资料、海通证券研究所

风机业务：根据公司披露的资料，2008 年底，公司已获得约 9000 万的地铁项目订单，还签约了 4 个核电站风机项目，根据核电站建设规模，我们按每个核电项目平均 1000 万的订单价值估算，公司 2008 年底的地铁和核电项目的风机订单在 1.3 亿左右。假设核电项目订单将达年均 50% 的速度增长，地铁项目年均 30% 的速度增长，到 2010 年底，核电及地铁项目订单将达到 2.4 亿左右，我们将此数据作为公司风机项目 2010 年的主要营业收入进行估算。另外，目前地铁及核电项目的风机占风机业务收入的 50% 左右，按 2008 年收入规模计算，传统工民建风机收入约 3500 万左右，若此规模仅保持小幅增长，预计 2010 年公司风机收入将达 2.60 亿元左右。

表 7 上风高科风机业务收入规模预测（万元）

	2008	2009E	2010E
核电项目订单（万元）	4000	6000	9000
预计增速（%）		50	50
地铁项目订单（万元）	9000	11700	15210
预计增速（%）		30	30
工民建风机收入（万元）	3547.29	3800	4500
风机业务合计收入（万元）	16547.29	—	26000

资料来源：公司资料、海通证券研究所

我们参考与公司风机业务类似的南方风机的销售净利率，并做适当下调推算，预计公司风机业务销售净利率为 10%。按此计算，公司 2010 年风机业务的净利润为 2600 万元。折合每股收益为 0.13 元。

表 8 南方风机销售净利率情况（%）

	2006	2007	2008	2009H1
南方风机销售净利率	7.56	12.92	15.13	14.58

资料来源：南方风机招股说明书、海通证券研究所

对公司漆包线业务，我们给予 2010 年 20 倍市盈率的较保守估值水平，折合每股价值 3 元，对于风机业务，考虑到下游核电和地铁业务正处于高速增长期，前景看好，给予 2010 年 35 倍市盈率估值水平，折合每股 4.55 元，合计 7.55 元。我们认为上风高科股价在 7.55 元以下时具备一定的安全边际。

表 9 上风高科合理估值

	保守情况		乐观情况	
	漆包线业务	风机业务	漆包线业务	风机业务
2010 年 EPS（元）	0.15	0.13	0.15	0.13
PE	20	35	25	50-60
估值（元）	3	5.25	3.75	6.5-7.8
股价（元）	7.55		10.25-11.55	

资料来源：海通证券研究所

与公司业务类似的南方风机即将登陆创业板，上市初期可能遭到市场的强烈追捧，我们估计二级市场的动态市盈率有可能超过 50 倍，届时上风高科作为其主要的竞争对手，有可能被市场作为南方风机的替代品获得更高估值，存在交易性投资机会，投资者可给予关注。若市场给予漆包线业务 25 倍动态市盈率，风机业务 50-60 倍动态市盈率，则上风高科股价可能升至 10-11.5 元

风险提示。2009 年下半年公司将继续亏损、漆包线业务明年复苏情况、风机未来取得订单的不确定、地铁风机市场竞争情况。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

龙华：机械行业核心分析师

重点研究上市公司：中国南车、时代新材、天马股份、华东数控、晋西车轴、昆明机床、晋亿实业、北方创业、三一重工、中联重科。

舒灏：机械行业助理分析师

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。