

长征电气(600112)

发展方向明确，但是实现利润需要时间

评级：中性

上次评级：首次评级

目标价格：¥6.40

上次预测：

当前价格：¥7.51

2009.01.08

✍ 王稹

☎ 021-38676720

✉ wangzhen@gtjas.com

本报告导读：

- 多次调整后的长征电气突出了电气设备、风力发电设备的发展方向：北海银河开关公司的开关与环网柜；长征高压电气公司的高压有载分接开关；银河艾万迪斯公司的风电设备。

事件：

- 2008年12月31日，我们在贵州遵义调研了长征电器，主要就公司发展、开关业务、南非代理合作协议、风力发电进展等问题与董秘王肃先生进行了交流。

交易数据

52周内股价区间(元)	3.77~21.00
总市值(百万元)	2,205
总股本/流通A股(百万股)	323/225
流通B股/H股	
流通股比例	69.6%
日均成交量(百万股)	4.9
日均成交值(百万元)	47.2

52周内股价走势图



投资要点：

- 近年来长征电气不断进行产业结构调整，完成多次关联的资产收购与剥离，我们将其资产整合的过程列于附表。可以看到，多次调整后的长征电气突出了电气设备、风力发电设备的发展方向，母公司逐步转型为控股公司。遵义地区主要业务为高压电器业务，北海地区主要业务为中压开关和风电设备业务。而汽车配件业务的收入和利润贡献占比在整合之后逐年降低，并在近期受到整体经济环境的影响。
- 从披露的财务数据来看，我们估算2008年长征电气的利润来源为：北海银河开关的开关与环网柜，60%-70%；长征高压电气的高压有载分接开关，20%-25%；江苏银河机械的汽车配件业务，10%-15%。从增长情况来看，北海银河开关与长征高压电气在2008年上半年都处于较快的增长期。但是由于部分产品的客户为工矿企业，下半年销售受到了一定的影响。
- 长征电气与南非阿梅尔折梅特的预计5年3400万欧元的《代理和合作协议》仍在执行。由于环网柜产品尚未完全通过荷兰KAMA认证试验，供货进程显著推延。如果2009年第一季度完成试验，则第二季度能够供货，但是很难把握当前全球经济萎靡是否会影响到南非需求。
- 风电设备仍处于起步阶段。尽管风电样机一再推迟，但是由于主要部件均采购自外资，我们估计，在各部件测试完成后，考虑长征电气与华电新能源签订的框架协议的有效期，样机在2009年中期组装完成并通过测试的可能性很大。但是，我们也认为，即便在样机通过鉴定，2009年至多达到小批量生产，2010年能否实现盈利也要看后期签订的采购合同的风机价格与风机成本，特别是零部件的采购成本能否显著降低。而如果公司要涉足零部件制造，则进一步加大了资金需求。公司在2008年初提出的增发预案中的募投项目之一就是风力发电机组项目，但是考虑到A股市场的下跌，如果再次启动增发，则增发预案会调整。
- 综合各业务情况，我们认为，2009年的利润增长点包括：1）北海银河的固封式开关的增长，环网柜销售区域的扩大，我们由电力设备行业普遍情况来看，要想实现新地区的快速增长需要在销售上投入相当大的力度，而订单情况可以在一季度地区设备招标中跟踪了解；2）长征高压电气在设备改造后产能增加，新产品也会有所贡献（2008年初的增发预案中有所披露），我们估计可以实现稳定增长。
- 近几日股价上涨可能与市场对风电设备与环网柜出口协议的良好预期有关，我们认为，至少从目前看，公司发展方向是明确的，但是利润增长的实现需要时间。由于存在相当的不确定性，我们采用相对谨慎的盈利预测：2008-09年每股收益为0.25元和0.32元，给予“中性”的投资评级。

附表：长征电器 2004 年以来的产业结构调整过程（不完全统计）

日期	事件
2004 年 5 月	银河集团现金购买长征电器的不良资产，其中包括应收款项，下属三厂和八厂的全部资产。
2004 年 12 月	长征电器将持有的 1000 万股大鹏证券股权转让给广西绿康商贸有限公司。
2005 年 4 月	长征电器收购银河集团持有的银河机械的 82% 股权。
2006 年 3 月	长征电器受让银河汽车持有的都江机械的 35% 股权。
2006 年 12 月	长征电器与银河集团、艾万迪斯签署了关于成立艾万迪斯银河风力有限公司的《合资协议》。
2007 年 4 月	长征电器收购银河科技的全资子公司北海银河开关的 100% 股权。
2007 年 4 月	长征电器将持有的都江机械的 35% 股权转让给荆江源车桥。
2007 年 4 月	长征电器成立斯威凯(北海) 固体绝缘开关有限公司。
2007 年 5 月	关于江苏银河机械有限公司增资扩股。
2007 年 7 月	长征电器受让银河集团持有的银河艾万迪斯风力的 55% 股权。
2007 年 8 月	长征电器更名为长征电气。
2008 年 9 月	长征电气收购银河科技的控股子公司银河迪康的 68% 股权。
2008 年 9 月	长征电气以经评估的高压电器事业部的全部净资产出资成立子公司，公司持股 100%。
2008 年 10 月	长征电气与深圳市泰永科技股份有限公司签订《合作协议》，确定由双方共同出资成立新公司。
2008 年 10 月	长征电气控股子公司银河机械拟将其持有的承德银河的 92.44% 的股权转让给银河机械各股东。

数据来源：公司公告

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com