

公司评级：强烈推荐

目标价位：15元

国内最大功率风机成功下线，长征电气抢滩风电市场

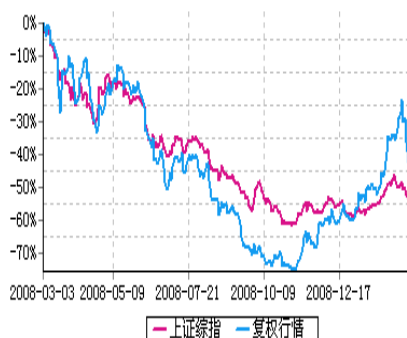
— 长征电气实地调研报告

2009年3月4日

公司研究/调研报告

股价相对市场表现

长征电气与上证综指走势对比



公司基本数据

收盘价(元) 09/03/03	9.55
总股本(百万股)	322.87
无限售条件流通股 (百万股)	322.87
流通股比例%	100
流通市值(亿元)	30.83

财务数据(3Q/08)

股东权益(亿元)	4.6935
每股净资产(元)	1.45
净资产收益率%	14.5
净利润(亿元)	0.68
每股收益(元)	0.2108

相关报告

2月10日

《走在成长路上的风电新秀》

民生证券研究所

能源行业研究员 王风华

电话: (8610)85253503

Email: wangfenghua@mszq.com

地址: 北京市朝阳区门外大街16号

中国人寿大厦1901室 100020

2月26日长征电气控股子公司广西银河艾万迪斯风力发电有限公司生产的国内首台2.5MW直驱永磁风电成功下线。我们对公司在北海的风电总装厂房、风机测试基地大墩海、中压开关设备厂房进行了实地考察，并与公司高管座谈沟通，通过实地调研我们对公司有了较为深入的了解。

投资要点

◆ **银河风电高调亮相，首台风机问世即成行业领跑。** 2月26日，长征电气控股70%的子公司银河风电首台2.5兆瓦直驱永磁风力发电机组总装下线仪式在北海银河科技园总装车间现场举行。由于这是目前国内总装下线的单机容量最大的直驱风机，部分风电行业专家、零部件供应商以及投资机构的研究员参加了下线仪式。目前2.0-3.0兆瓦的风机成为欧美发达国家主流机型，我国风电制造商多数采用购买国外风机生产许可证方式，引进集中在1.0-1.5兆瓦风机制造技术。为推动大容量风机国产化，2005年底广西银河集团有限公司携手德国多名专家和教授组成的艾万迪斯公司，正式启动了2.5兆瓦直驱型变桨风力发电机组研发设计项目。按照计划，除推出2.5兆瓦风机外，银河风电已基本完成2.25兆瓦、3.3兆瓦风机的研究开发，预计全部达产后可实现年产400台2.25兆瓦、2.5兆瓦以及3.3兆瓦风机及配套叶片的生产能力。从单机功率、设计理念、技术参数上看，银河风电的首台风机创造了国内风机的数项第一，如果能顺利规模化并网运营，将引领国内风机制造行业的新趋势。

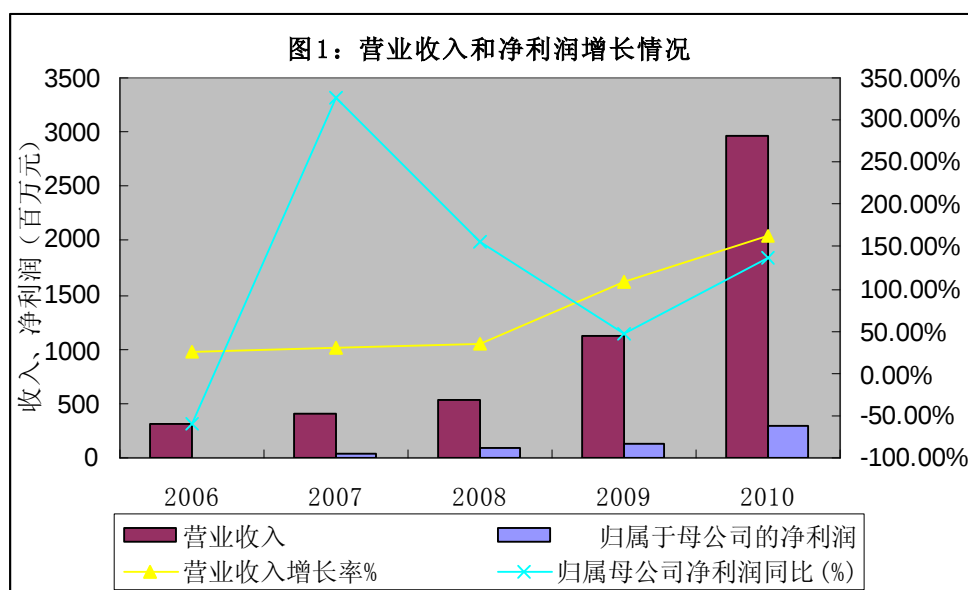
◆ **走技术领先道路，获得高额取脂利润是公司发展风电产业的目标。** 大功率风机制造是高技术含量的现代集成工业，其产业化后将带动相关零部件行业的技术升级，产业集群带动效应明显。正因为如此，国外厂商不愿轻易将大功率风力发电机技术转让给中国厂商。由于国内风电市场的快速扩张，国产风电整机制造企业如雨后春笋一般涌现，据统计目前已经有70多家。而多数整机制造企业靠获得特许权技术生产中小型功率的风机，价值含量低，竞争十分激烈，毛利率低。08年华锐风电靠低价入市，迅速抢占市场份额，超越金风科技成为市场第一，金风、东汽等传统巨头紧跟其后，三巨头瓜分近一半市场，其余市场被其他企业瓜分。率先进入市场金风科技在激烈的市场竞争中退居第二，风电整机毛利率从06、07年的30%下降到08年的25%左右，净利润率从07年的20.2%下降到08年的18%。华锐风电更

是靠低价夺取市场，将风机销售价格降到了每千瓦6000元以下。长征电气控股的银河风电如果介入中小功率风机市场将陷入价格混战，无利可图。而主动从高科技的大功率风机入手，能迅速占据行业至高点，与其他风电企业形成错位竞争，获得较高的毛利率，从而保证了企业的长远发展。

- ◆ **低电压穿越技术使公司下线的 2.5MW 风机具备很强的适应性，未来实际利用小时数将远高于国内风电平均利用小时数。**高压输电线是最易受到影响的，电网故障是永恒的威胁。低压电事件的发生将影响到电网的正常运行，技术先进的风机必须能够承受这样的故障。我国风电现在已经在 12 省运行的风电机组年平均利用小时数只有 1787 小时，远低于火电和核电平均 5000 小时的水平，也大大低于水电的利用小时水平，主要原因之一就是不少风机的低压穿越技术不过关，电网难以接纳发电量。自 2008 年 1 月 1 日起，按照西班牙国家电网规程 P.O.12.3，所有的西班牙风电场被要求支持电网以防发生故障。我国虽暂时没有这方面的规定，但从风机购买方的经济利益上看，能够稳定多发电的风机无疑是优选风机，即使单位装机成本高一些，也能在日后的多发电量中得到补偿。因此，我们预计具备先进低压穿越技术的风机批量生产后将对风机市场重新洗牌，能稳定多发电，少维护的风机将具备极大的竞争力。
- ◆ **风机下线后还需挂网测试，经过权威机构认证后才能进行生产销售。**我们到北海大墩海风电测试基地实地调研了解到首台风电测试基地的地基已经完成。公司预计4月中旬风机吊装完毕，实现并网发电，同时进行并网测试，大概3个月时间能测试完毕。主要看风速变化的情况，风速达到切入风速、额定功率风速、切出风速以及台风风速后，测试数据就完整了，测试报告就能做出来。我们了解到银河风电已邀请全球风机认证机构德国 DEWI-OCC 认证中心进场对样机进行认证，一旦认证通过，就拿到了全球通用的技术证明，公司将逐步实现风机的批量化生产，销售就能按计划推进。银河风电除推出现有的 2.5 兆瓦风机外，2.25 兆瓦和 3.3 兆瓦风机的研究工作已经完成。
- ◆ **公司已经与华电集团签订订单，预计 09 年能产 15—20 台风电机组。**据调研了解，银河风电总经理报告计划 09 年产出 15 台风电机组，董事会希望能达到与叶片相同的进度，即 30 台，我们预计 09 年能出产 20 台套。国内风电市场发展迅速，银河风电发展之初就与华电集团签订了 80 台风机的意向性合约，在北海市合浦县建设 20 万千瓦的风电场，预计在 2010 年全部交货。按照公司的不少于 30% 毛利率和略低于国外同类机组价格的销售定价，我们认为每台风机的售价将在 2200—2300 万之间，由于 09 年尚未达到量产水平，预计只有收入，利润难以体现。2010 年将达到年产规模水平，此后 1-2 年内将达到年产 400 台风机的生产能力，公司净利润将大幅增长。
- ◆ **叶片工厂将在下半年投产，达产后年产 1500 只叶片。预计 8-9**

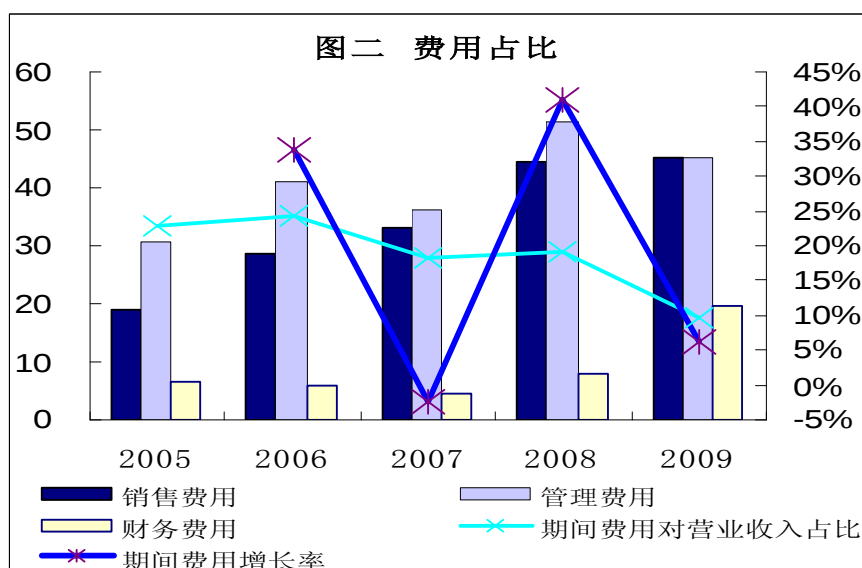
月风电叶片厂房将建成，08年预计能生产90—100只叶片，可装配30台风机。公司采用先进的真空灌注法生产叶片，毛利率将达到30%以上。自产的叶片长度为45.3米，额定转速为16转/分钟。根据A股市场上投资风电叶片的上市公司报告，叶片的毛利率都较高，公司设定的毛利率有望实现。

- ◆ **公司原有电气产品稳定增长，保证了公司的持续高增长。**我们实地考察了公司位于北海的中压开关设备的厂房，对其产品的焊接工艺有了新的了解。其生产的VYG系列固封式真空断路器技术水平先进，并开始为GE贴牌生产。由于其产品具备德国品质，中报披露的毛利率高达54%。产销量09年将保持稳定增长。公司在08年内成功的将市场竞争激烈的低压产品转出，集中精力开发高压和中压设备的市场，取得了较好的效果。市场对其高压和中压设备的毛利率高达50%以上有一定质疑，我们通过对其它电力设备上市公司的报表发现只有思源电气与其毛利率处于相当水平。究其原因还需调查最终用户。不过，我们看到其产品处于高端，竞争对手只有少数几家国内外知名产商，如施耐德、西门子等，公司子公司银河开关引用的是德国迪康的技术，激光无缝焊接工艺国内只有两家能达到水平，另一家是无锡西门子。这也许是公司中高压电气产品能保持高毛利率的部分原因。由于产品的质量优秀，公司拿到了出口南非的订单。我们认为公司电气设备的高成长仍能维持2-3年，2010年后，主营业务收入和利润的贡献第一位置将让位于风电子公司。公司的汽车连杆项目收入有所下降，未来增长势头放缓。
- ◆ **公司主营业务收入和净利润保持快速增长势头。**07、08年是公司快速增长的两年，经过调整，公司的盈利能力大大增强，07年归属母公司的净利润同比增长325%，08年净利润预计同比增长100%以上，09年风电项目尚未量产，主营业务收入增长较快，净利润预期同比增长47%，预计2010年—2012年年均净利润增长率超过100%。目前公司正处于高速成长期，收入和利润将同比高速增长。其中09年的主营业务收入增加主要来源于两方面：一是高压和中压电气设备销售收入增长。包括开关、环网柜等产品的产销量扩大，对南非等地的出口订单的履行，将使公司从中受益。09年国家加大对电网的投资力度，拉动经济增长，国内发达省区的电气产品需求量增加，作为高端的电气产品，公司具备与国际品牌的竞争力。二是公司控股的银河风电子公司预计销售风电整机20台，每台销售价格预计在2100—2300万元之间，从而增大公司的销售收入。由于尚未达到规模化经营，成本也很高，净利润难以同步增长。随着风电整机的规模化生产，2010年后净利润将同步回升。



资料来源：民生证券研究所

- ◆ 随着风电机组产销规模的扩大，公司三项费用占比有望降到合理水平。不过2010年后，随着公司的长期借款额上升，财务费用将上升。

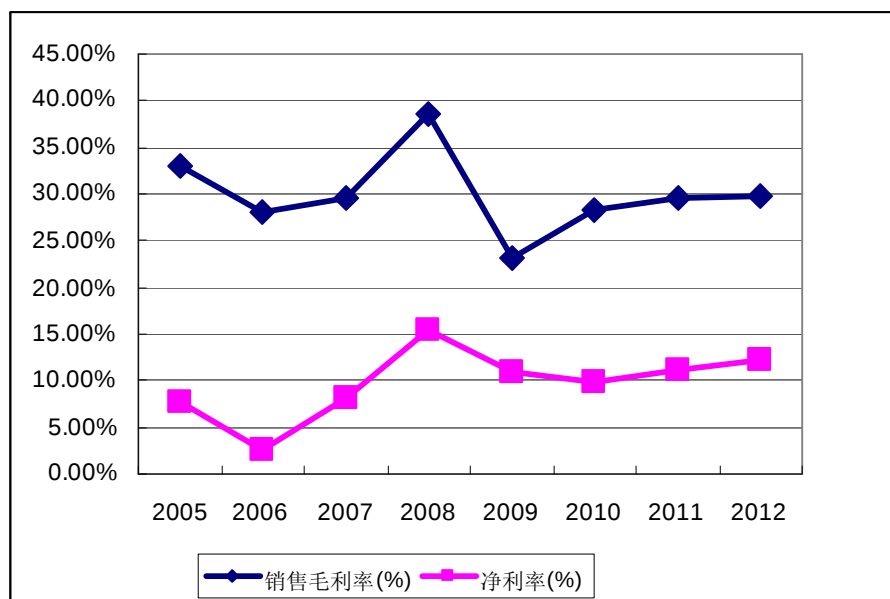


资料来源：民生证券研究所

- ◆ 公司销售毛利率和净利率06年以来快速增长。其中08年将达到最高峰，主要原因是公司增加了高毛利率的高压、中压电气产品的销售，而低毛利率的汽车配件的销售出现小幅下降。预计09年随着没有量产的风机销售增加，毛利率将出现短暂下滑，预计2010年后，随着风机的国产化率提高，毛利率和净利率将同时回升。如果公司风机销售价格或者国产化速度超出预期将提升公司的盈利水平。我们调研了解公司的风电机组目标国产化率达到90%以上，目前公司正在推动各零部件供应商加快国产

化进程。

图3: 公司销售毛利率和净利率情况



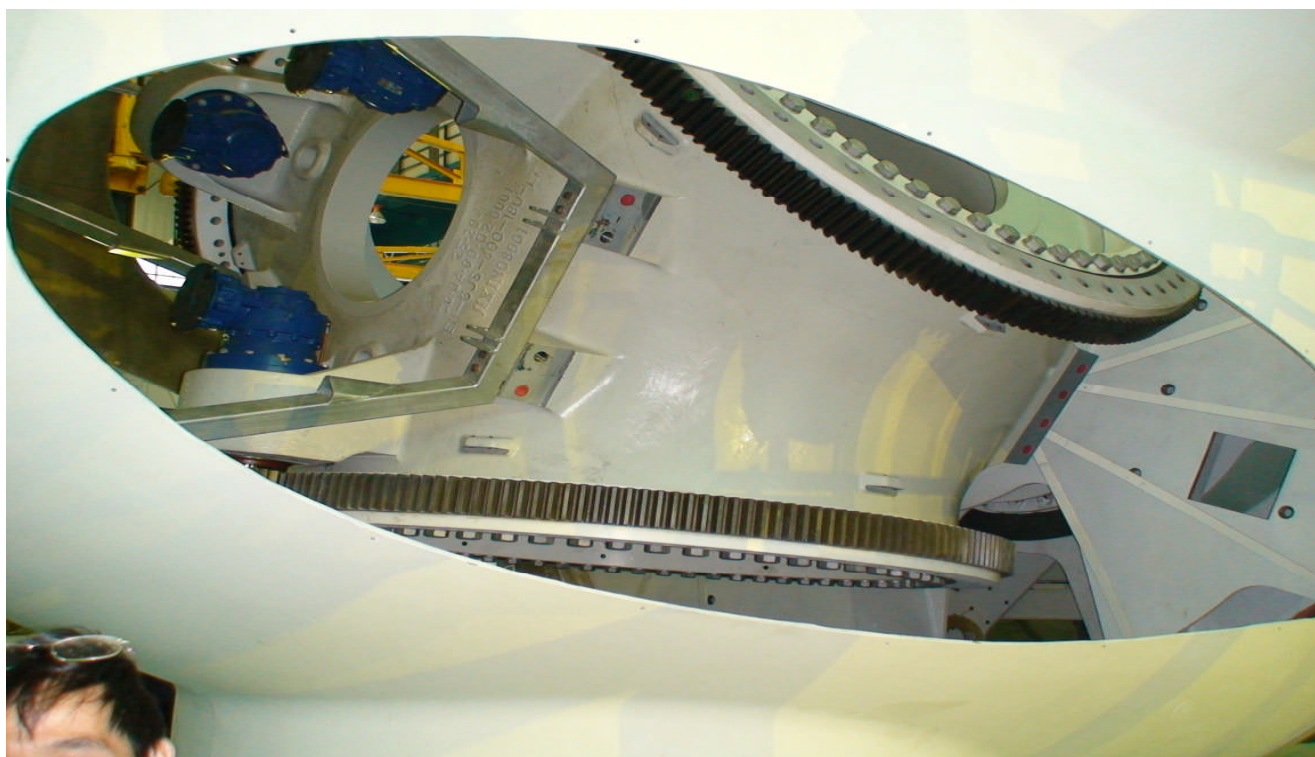
资料来源：民生证券研究所

- ◆ **大非解禁不可怕，大股东长期看好公司发展。**2月27日，公司所有股东股份解禁，公司进入全流通时代。解禁后可以直接交易的股票实际上是北海银河科技电气有限责任公司持有的1774.87万股。广西银河集团持有的4317.77万股有限售条件的流通股、北海银河科技电气有限责任公司持有的2972.75万股有限售条件的流通股中1197.89万股，以及成都财盛投资有限公司持有的2523.29万股有限售条件的流通股全部处于质押状态。因此，解禁后可以直接交易的股票实际上是北海银河科技电气有限责任公司持有的1774.87万股。据了解，公司大股东长期看好公司发展，发展风电的资金也不需通过减持股票来筹集，实际流通的股份没有增加。
- ◆ **估值分析。**公司08年业绩已经预增100%，我们预计公司08年每股收益0.26元，09年每股收益0.38元，2010年净利润将大幅增长到2.93亿元左右，每股收益达到0.91元。我们给予公司“强烈推荐”投资评级，未来6个月公司目标价为15元。按照09年的业绩0.38元，我们认为高速成长的先进风电整机制造公司给予40倍PE估值是合适的。本文为调研快报，稍后推出深度报告。
- ◆ **风险提示：**公司最大的风险在于风电设备不能通过国际认证，从而造成风电项目失败，但这是小概率事件。市场担心公司的风电机组并网测试时间可能会延期，这并不能改变公司高速发展的方向，只能影响短期的心理预期。不过公司对北海国发的担保要密切关注，如果处理不好，可能带给公司资金上的压力，从而影响风电项目进程。

重达90吨的国内首台2.5兆瓦风电机组



巨大的机舱内部



照片来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E	项目 (百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业总收入	403	541	1,131	2,960	货币资金	45	275	113	296
减：营业成本	284	332	869	2,122	应收票据	14	22	43	107
营业税金及附加	3	5	9	24	应收账款	178	243	396	888
销售费用	33	44	45	207	预付账款	68	87	181	503
管理费用	36	51	45	207	其他应收款	58	54	113	296
财务费用	4	8	20	23	存货	110	126	304	424
资产减值损失	7	0	0	0	其他流动资产	0	0	0	0
加：投资收益	4	0	2	0	流动资产合计	473	806	1,150	2,514
二、营业利润	40	100	145	377	长期股权投资	10	10	10	10
加：营业外收支净额	1	6	8	5	固定资产	88	84	507	480
三、利润总额	40	106	153	382	在建工程	54	54	54	54
减：所得税费用	3	11	15	57	无形资产	67	63	58	54
四、净利润	37	95	137	325	其他非流动资产	22	22	22	22
归属于母公司的利润	33	84	124	293	非流动资产合计	242	233	652	620
五、每股收益 (基本)	0.13	0.26	0.38	0.91	资产总计	715	1,040	1,802	3,134
主要财务指标					短期借款	30	0	269	712
项目 (百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E	应付票据	4	3	9	21
EV/EBITDA	/	28.3	21.3	11.7	应付账款	108	126	304	721
成长能力：					预收账款	52	60	66	83
营业收入同比	29.7%	34.1%	109.1%	161.8%	其他应付款	26	25	25	25
营业利润同比	137.6%	151.3%	44.4%	160.8%	应交税费	13	15	18	25
净利润同比	212.0%	158.4%	43.8%	136.5%	其他流动负债	3	0	0	0
营运能力：					流动负债合计	235	229	691	1,587
应收账款周转率	2.4	2.6	3.5	4.6	长期借款	8	268	468	668
存货周转率	2.7	2.8	4.0	5.8	其他非流动负债	2	2	2	2
总资产周转率	0.6	0.6	0.8	1.2	非流动负债合计	10	270	470	670
盈利能力与收益质量：					负债合计	244	499	1,161	2,257
毛利率	29.6%	38.6%	23.1%	28.3%	股本	258	258	258	258
净利率	8.2%	15.5%	11.0%	9.9%	资本公积	79	88	100	129
总资产净利率 ROA	4.6%	8.1%	6.9%	9.3%	留存收益	67	117	192	367
净资产收益率 ROE	7.0%	15.5%	19.3%	33.4%	少数股东权益	66	78	91	122
资本结构与偿债能力：					所有者权益合计	470	541	641	877
流动比率	2.01	3.52	1.66	1.58	负债和股东权益合计	715	1,040	1,802	3,134
资产负债率	34.2%	48.0%	64.4%	72.0%	现金流量表				
长期借款/总负债	3.28	53.73	40.32	29.60	项目 (百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
每股指标：					经营活动现金流量	25	33	(126)	(349)
每股收益	0.13	0.26	0.38	0.91	投资活动现金流量	(118)	0	(448)	0
每股经营现金流量	0.0113	0.10	(0.39)	(1.08)	筹资活动现金流量	96	197	412	532
每股净资产	1.56	1.67	1.98	2.72	现金及等价物净增加	3	230	(162)	183

资料来源：民生证券研究所 公司年报

民生证券评级标准

公司评级标准

强烈推荐：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

推荐：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；

回避：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在-5%以下；

行业评级标准

推荐：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；

回避：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。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归民生证券有限责任公司所有。未获得民生证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“民生证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。