

# 电气设备盈利增长可期，风电业务开始新的长征

## ——长征电气（600112）简评

2009. 03. 18

### 主要结论

- ◆国家加大电网建设力度，公司高、中压电气设备业务有望保持高增长；
- ◆风机业务即将量产，面临激烈的市场竞争，存在较大不确定性；
- ◆预测 08-10 年 EPS 分别为：0.26、0.33、0.52 元，给予“中性”投资评级。

东兴证券研究所 周宏宇

电话：010-66555853

邮箱：[zhouhy@dxzq.net.cn](mailto:zhouhy@dxzq.net.cn)

北京西城区金融大街 5 号新盛大厦

B 座 12 层

邮编：100140

### 评论：

● 公司已经确定了专注主业、大力发展电气设备的发展战略。公司的业务主要可以分为五个部分：高（变压器分接开关）、中（断路器和环网柜）、低压和成套、风电设备、汽车连杆。从目前的情况来看，高压和中压业务是公司最近两年主要的利润来源，风电设备制造业务有望在中长期成为推动公司发展的增长点。

● 考虑到国家加大对电网等基础设施的投资，预计 2009 年，公司会有一个良好的经营环境，电气设备业务仍然有望实现稳定的增长。

● 2.5 兆瓦直驱永磁风力发电机组已经总装下线，之后将吊装和并网测试。通过各方面认证后，进入批量生产阶段。2009 年，公司预计生产 20-30 台套，2010 年的产量将在 100 台套左右。除推出 2.5 兆瓦风机外，银河风电 2.25 兆瓦和 3.3 兆瓦风机的研究开发也已基本完成，工厂全面投产后，产能为 400 套/年。另外，为进一步掌控和降低成本，公司还计划生产叶片，也是 09 年投产，预计 2009 年生产 100 根（33 套）叶片，2010 年达到 1500 根（500 套）的产能。

● 公司的风机业务仍然面临非常大的不确定性，主要在产品研发、检测等能否顺利如期完成；零配件的供应能否保证；成本的控制和最终的定价等几个方面，另，国内风力发电整机市场竞争日趋激烈。

● 预计公司电气设备业务和其他业务 08 年全年的增长在 40%左右，08-10 年 EPS 分别为 0.26、0.33、0.52 元，首次给予“中性”投资评级。

| 预测指标        | 2006A   | 2007A   | 2008E   | 2009E  | 2010E    |
|-------------|---------|---------|---------|--------|----------|
| 主营收入（百万元）   | 310.88  | 403.15  | 560.00  | 848.00 | 1,530.90 |
| 主营收入增长率     | 26.19%  | 29.68%  | 38.90%  | 51.43% | 80.53%   |
| EBITDA（百万元） | 35.59   | 56.76   | 133.59  | 172.84 | 257.62   |
| EBITDA 增长率  | -14.47% | 59.50%  | 135.36% | 29.38% | 49.05%   |
| 净利润（百万元）    | 7.73    | 32.90   | 84.08   | 105.98 | 169.29   |
| 净利润增长率      | -59.23% | 325.39% | 155.59% | 26.04% | 59.75%   |
| ROE         | 2.15%   | 8.13%   | 6.05%   | 7.35%  | 11.09%   |
| EPS（元）      | 0.039   | 0.127   | 0.260   | 0.328  | 0.524    |
| P/E         | 267.10  | 81.55   | 39.90   | 31.65  | 19.82    |
| P/B         | 5.75    | 6.64    | 2.42    | 2.33   | 2.20     |
| EV/EBITDA   | 58.72   | 47.15   | 18.68   | 15.63  | 12.18    |

| 利润表（百万元）     | 2006A  | 2007A  | 2008E  | 2009E  | 2010E    |
|--------------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 营业收入         | 310.88 | 403.15 | 560.00 | 848.00 | 1,530.90 |
| 营业成本         | 223.91 | 283.78 | 349.70 | 572.04 | 1,113.28 |
| 营业费用         | 28.53  | 33.19  | 44.80  | 67.84  | 122.47   |
| 管理费用         | 41.12  | 36.06  | 50.40  | 59.36  | 61.24    |
| 财务费用         | 5.78   | 4.45   | 1.00   | 1.00   | 1.00     |
| 投资收益         | 1.76   | 3.97   | 5.00   | 5.00   | 5.00     |
| 营业利润         | 16.76  | 39.80  | 110.18 | 141.82 | 222.20   |
| 利润总额         | 18.20  | 40.37  | 110.68 | 142.32 | 222.70   |
| 所得税          | 6.37   | 3.44   | 16.60  | 21.35  | 33.40    |
| 净利润          | 11.84  | 36.93  | 94.08  | 120.98 | 189.29   |
| 归属母公司所有者的净利润 | 7.73   | 32.90  | 84.08  | 105.98 | 169.29   |
| NOPLAT       | 14.66  | 40.48  | 94.50  | 121.40 | 189.72   |

| 资产负债表（百万元） | 2006A  | 2007A  | 2008E    | 2009E    | 2010E    |
|------------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 货币资金       | 42.06  | 44.98  | 966.67   | 961.59   | 824.61   |
| 交易性金融资产    | 0.00   | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 应收帐款       | 151.60 | 178.09 | 245.48   | 371.73   | 671.08   |
| 预付款项       | 17.76  | 67.57  | 85.05    | 113.65   | 169.32   |
| 存货         | 102.75 | 109.95 | 143.71   | 235.08   | 457.51   |
| 流动资产合计     | 360.91 | 472.88 | 1,544.32 | 1,838.63 | 2,405.19 |
| 非流动资产      | 226.29 | 241.99 | 264.16   | 334.14   | 399.72   |
| 资产总计       | 587.21 | 714.87 | 1,808.47 | 2,172.77 | 2,804.91 |
| 短期借款       | 59.00  | 29.50  | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 应付帐款       | 84.10  | 108.09 | 129.34   | 211.58   | 411.76   |
| 预收款项       | 13.01  | 52.17  | 59.45    | 70.47    | 90.38    |
| 流动负债合计     | 206.42 | 234.78 | 235.58   | 331.89   | 559.39   |
| 非流动负债      | 9.96   | 9.62   | 108.01   | 308.01   | 608.01   |
| 少数股东权益     | 11.52  | 66.05  | 76.05    | 91.05    | 111.05   |
| 母公司股东权益    | 359.30 | 404.41 | 1,388.82 | 1,441.81 | 1,526.46 |
| 净营运资本      | 154.49 | 238.09 | 1,308.73 | 1,506.74 | 1,845.80 |
| 投入资本 IC    | 383.64 | 452.85 | 596.08   | 869.15   | 1,420.91 |

| 现金流量表（百万元） | 2006A  | 2007A | 2008E    | 2009E  | 2010E  |
|------------|--------|-------|----------|--------|--------|
| 净利润        | 11.84  | 36.93 | 94.08    | 120.98 | 189.29 |
| 折旧摊销       | 13.05  | 12.51 | 0.00     | 30.02  | 34.42  |
| 净营运资金增加    | (5.90) | 83.60 | 1,070.64 | 198.00 | 339.06 |

| 现金流量表（百万元） | 2006A   | 2007A    | 2008E   | 2009E    | 2010E    |
|------------|---------|----------|---------|----------|----------|
| 经营活动产生现金流  | 59.70   | 24.93    | 0.70    | (51.10)  | (251.33) |
| 投资活动产生现金流  | (29.02) | (117.64) | (47.24) | (100.00) | (100.00) |
| 融资活动产生现金流  | (17.99) | 95.67    | 968.23  | 146.01   | 214.35   |
| 现金净增（减）    | 12.70   | 2.96     | 921.69  | (5.09)   | (136.97) |

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究部所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

行业及公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。