

王鹏, CFA
0755-25310483
wpeng@cmschina.com.cn

2010年1月25日

长征电气(600112.SH)/17.61元

2010年2.5兆瓦风机制造业务喷薄而出

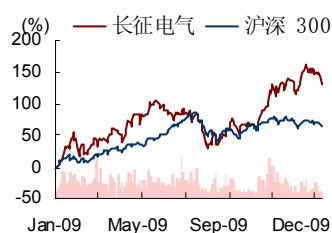
投资评级: 强烈推荐-B
评级调整: 首次
目标估值: 19-23元

基础数据

总股本(万股)	32287
流通股本(万股)	32287
总市值(亿元)	57
流通市值(亿元)	57
52周股价	7.4-20.1元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	20	125
相对表现	7	23	57



相关报告

1月22日我们对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和北海银河开关设备有限公司进行了实地调研。长征电气主营业务为高压有载分接开关、中压断路器及环网柜、风电整机三大业务。2010-2011年公司2.5兆瓦风电整机将实现批量生产,同时长征电气中压产品环网柜产品将有较快增长。我们预计公司2009-2011年每股收益为0.29、0.69和1.38元,按2010年30倍市盈率计算,目标价格为19-23元,给予公司“强烈推荐-B”的投资评级。

□ **2010年公司2.5兆瓦风机将开始贡献利润:** 广西银河艾万迪斯风力发电有限公司(以下简称银河艾万迪斯)的股东为长征电气(持股75%)和美国艾万迪斯能源咨询公司(持股25%)。银河艾万迪斯研制的国内首台2.5兆瓦风电机组于2009年2月26日正式下线,6月23日已在北海电力局成功并网发电。

已获得越南18亿元订单: 2009年11月19日长征电气公布了公司获得的第一个风电订单,向越南Mau Son风场提供80台2.5兆瓦风机,合同总金额18,000万欧元,折合人民币约18亿元人民币。该合同分五次交货,第一批不少于10台风机将于2010年6月交货。单台机组离岸价为2250万元。

有望突破印度风电市场: 2010年公司加大了对印度风电市场的开发力度,有望在印度市场实现突破,预计2010年可以开始向印度出口2.5兆瓦风电机组。

北海市合浦风电场: 华电新能源公司正在申请广西北海市合浦县西场风电场的开发许可权,风电场一期项目装机容量为20万千瓦,相当于80台2.5兆瓦风机。银河艾万迪斯公司在北海本地生产2.5兆瓦风机,并与华电新能源已经开展合作,有望获得较大订单。

射阳县海上实验风电场项目: 2009年12月30日银河艾万迪斯公司与中广核中电风力发电有限公司、江苏射阳县人民政府签订了《风电产业发展战略合作协议》,三方合作向国家有关部门申报建设30万千瓦国家级海上实验风电场项目,并由银河艾万迪斯公司在射阳投资20亿元建立风电机组生产基地。射阳海上实验风电场项目将为公司提供后续发展必要的订单保障。银河艾万迪斯公司在射阳的生产基地即将动工,计划在2011年底达到200台以上的风机产能。

我们预计公司2010年将交付2.5兆瓦风机40台,2011年将交付150台。公司研发中的2.3兆瓦(低风速机型)和3.75兆瓦(海上机型)风机预计将在2011年初生产出样机。

□ **高压有载分接开关产品具有较高的市场占有率:** 贵州长征电力设备有限公司主要生产为变压器配套的35kV-330kV高压有载分接开关。我国高压有载分接开关的市场容量为10多亿元,集中度较高,主要参与者为德国MR公司、上海华明集团和贵州长征电气。由于该产品技术壁垒较高,毛利率一直保持在50%左右。长征电气的高压有载分接开关年销售收入在2亿元左右,净利润超过5000万元。同时该生产基地还生产低压开关产品和成套电器,但从2009年开始,公司开始逐步退出低压开关和成套设备业务。

- **中压开关产品具有快速增长前景:** 北海银河开关设备有限公司目前主要生产固封式断路器、环网柜和固体绝缘开关等产品。

固封式断路器技术壁垒较低, 国内 20 多家企业生产。随着国内企业技术水平和市场份额不断提高, 预计公司固封式断路器销售收入每年有 10-20% 的增长。

环网柜是近年来国内开关设备中增长较快的一个产品。为了提高城市配网的供电安全性, 环网供电方案得到了越来越广泛的应用。作为环网供电的主要开断设备, 环网柜的需求量大幅增长, 到 2009 年国内中压环网柜销量已达到 25 万台左右。北海银河开关目前的环网柜产量约为 6000 台, 平均价格为 2.7 万元每台。预计 2010 年环网柜产量将实现成倍增长。

公司研制的固体绝缘开关具有体积小、安全、智能化、无污染的特点, 可以替代六氟化硫 GIS 气体绝缘开关, 市场发展前景广阔。该产品价格为 30 万元每台, 毛利率在 50% 左右, 是公司未来开关产品的重要盈利增长点。

- **公司非公开增发方案已获得发改委同意:** 公司计划非公开发行股票不超过 5000 万股, 不低于 4000 万股。预计发行价为 9.4 元/股, 募集资金中 3000 万元投资于 220kV 有载分接开关项目、5400 万元投资于油浸式真空有载分接开关项目, 4.5 亿元投资于 2.5 兆瓦直驱永磁风力发电机组项目。目前该增发方案已获得发改委同意, 正在等待证监会批复。
- **给予“强烈推荐”评级:** 2010 年长征电气 2.5 兆瓦风电整机开始批量生产, 将成为公司净利润的主要增长点。公司原有高压有载分接开关产品净利润有望增长 15%。中压开关产品净利润将实现翻倍增长。我们预计公司 2009-2011 年每股收益为 0.29、0.69 和 1.38 元, 按 2010 年 30 倍市盈率计算, 目标价格为 19-23 元, 给予“强烈推荐-B”的投资评级。
- **风险因素:** 公司获得的越南风电机组订单价格较高, 但未来的风电机组的订单价格有可能下降。同时北海市合浦风电场以及江苏射阳海上风电项目的进展情况存在一定的不确定性, 对公司未来风电机组订单增速产生影响。

表 1: 长征电气每股收益结构预测

产品		2009E	2010E	2011E
风电机组	台数		34	150
	单价（百万元）		21.2	16.3
	销售收入		720.8	2445
	毛利率		22%	19%
	毛利（百万元）		158.6	464.6
	净利率		17%	15%
	股权比例		75%	75%
	净利润（百万元）		91.9	275.1
高压产品	销售收入（百万元）	196.0	235.2	268.1
	净利率	27%	26%	25%
	净利润（百万元）	52.9	61.2	67.0
中压产品	销售收入（百万元）	100.0	180.0	279.0
	净利率	39%	38%	37%
	净利润（百万元）	39.0	68.4	103.2
其他业务	净利润（百万元）	2	2	2
净利润合计（百万元）		93.9	223.5	447.3
股本		323	323	323
每股收益（元）		0.29	0.69	1.38

资料来源: 招商证券

分析师简介

王鹏, CFA: 工学学士, MBA, 7 年证券从业经验, 从 2007 年起任招商证券电力设备行业研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。