

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

2010年2月8日

长征电气(600112.SH)/17.25元

完成产品结构调整, 迅速发展风电整机制造业务

工业·电力设备

目标估值: 19-23元

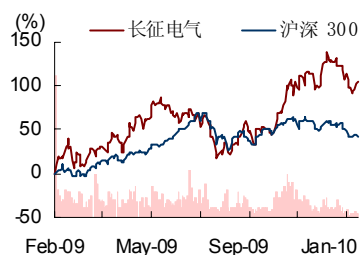
强烈推荐-B(维持)

基础数据

上证综指	2939
总股本(万股)	32287
已上市流通股(万股)	32287
总市值(亿元)	56
流通市值(亿元)	56
每股净资产(MRQ)	1.5
ROE(TTM)	9.5
资产负债率	38.2%
主要股东	广西银河集团公司
主要股东持股比例	22.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-14	25	120
相对表现	-5	40	71



相关报告

1、《长征电气(600112)-2010年2.5兆瓦风机制造业务喷薄而出》
2010/1/25

2009年公司实现营业收入4.05亿元,较上年同期下降了11.91%,主要原因是汽车零部件业务自2009年5月起不再纳入公司合并报表范围;实现归属于母公司所有者净利润9696万元,较上年同期增加了64.52%;实现每股收益0.30元。2010年公司的2.5兆瓦风电整机将开始交货,并将迅速成为公司的主营业务之一。

- **产品结构调整取得成功:** 2009年根据“突出电气设备主营,提升企业核心竞争力”的发展规划,公司继续大力调整产业结构,完成成套产品和低压产品业务的退出,同时承德苏垦银河连杆股份有限公司,江苏银河机械有限公司不再纳入合并报表范围。公司形成了以高压有载分接开关,中压开关产品和风电整机制造三大主业。
- **高压有载分接开关产品具有较高的技术壁垒:** 我国高压有载分接开关的市场容量为15-20亿元,主要参与者为德国MR公司、上海华明集团和贵州长征电气。长征电气拥有国内唯一的M型、V型高压有载分接开关技术,在行业享有较高知名度,2009年顺利完成了MG、VM、VMM有载分接开关的样机试制及型式试验,随着这些产品定型、量产,将成为公司新的利润增长点。
- **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。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。
- **2010年公司2.5兆瓦风机将开始贡献利润:** 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。
- **重申“强烈推荐”投资评级:** 我们预计公司2010-2012年每股收益为0.69、1.38和1.82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。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	460	405	1289	3204	4088
同比增长	14%	-12%	218%	149%	28%
营业利润(百万元)	62	65	256	566	722
同比增长	57%	5%	292%	121%	28%
净利润(百万元)	59	97	223	446	588
同比增长	79%	65%	130%	100%	32%
每股收益(元)	0.18	0.30	0.69	1.38	1.82
PE	94.5	57.4	25.0	12.5	9.5
PB	12.6	10.4	7.4	4.7	3.2

资料来源: 招商证券

- **射阳县海上实验风电场项目稳步推进:** 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。
- **北海市合浦风电场有望提供新增订单:** 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。
- **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 9.37 元/股，募集项目中 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。
- **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: 销售收入结构预测

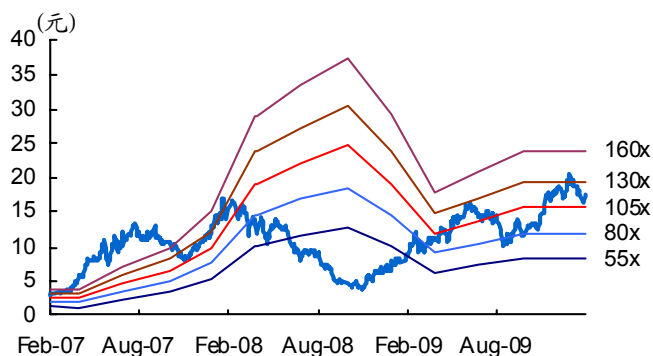
单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	459.3	405.4	1290.7	3209.0	4095.1
高压产品	155.8	187.9	225.4	257.0	287.8
中压产品	72.6	159.3	294.6	456.6	648.4
低压产品	33.7	3.8	3.0	3.0	3.0
成套产品	28.8	14.7	13.2	11.9	10.7
汽车连杆	160.7	24.9	23.7	22.5	21.3
其他业务	7.7	15.0	10.0	10.0	10.0
风电台数			34.0	140.0	235.0
单价			21.2	17.5	13.3
风电收入			720.8	2448.0	3113.8
收入增长率	13.9%	-11.7%	218.4%	148.6%	27.6%
高压产品	59.6%	20.6%	20.0%	14.0%	12.0%
中压产品	47.0%	119.4%	85.0%	55.0%	42.0%
低压产品	-32.6%	-88.8%	-20.2%	0.0%	0.0%
成套产品	6.3%	-49.1%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
汽车连杆	-4.9%	-84.5%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
风电机组				239.6%	27.2%
毛利率	37.1%	42.1%	30.2%	23.8%	22.1%
高压产品	52.4%	55.8%	55.1%	54.2%	53.7%
中压产品	49.4%	32.2%	32.0%	31.9%	31.8%
低压产品	20.2%	-21.3%	20.0%	19.5%	19.2%
成套产品	20.8%	6.6%	6.6%	6.5%	6.4%
汽车连杆	22.0%	9.6%	9.4%	9.2%	9.0%
风电机组			21.8%	19.0%	17.0%

资料来源: 招商证券

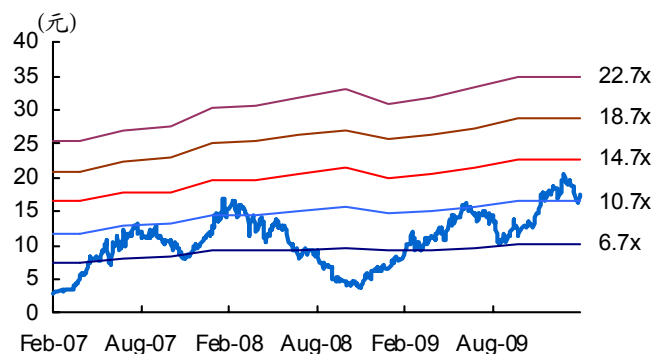
表 2: 盈利预测简表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	460	405	1289	3204	4088
营业成本	289	235	900	2442	3187
营业税金及附加	3	4	13	32	41
营业费用	43	40	45	52	57
管理费用	50	49	52	59	62
财务费用	7	10	27	57	25
资产减值损失	5	6	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	5	8	8	8
营业利润	62	65	256	566	722
营业外收入	8	40	10	7	7
营业外支出	1	0	0	1	1
利润总额	69	105	266	572	728
所得税	3	11	29	62	79
净利润	66	94	237	510	649
少数股东损益	7	(3)	14	64	61
归属于母公司净利润	59	97	223	446	588
EPS (元)	0.18	0.30	0.69	1.38	1.82

资料来源: 招商证券

图 1: 长征电气历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 长征电气历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《长征电气（600112）-2010 年 2.5 兆瓦风机制造业务喷薄而出》 2010/1/25

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	554	528	1272	3052	3410
现金	52	79	100	100	100
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	41	52	155	352	409
应收款项	165	145	218	586	554
其它应收款	40	44	135	327	409
存货	173	129	479	1200	1316
其他	83	79	185	486	622
非流动资产	309	348	582	752	820
长期股权投资	33	59	59	59	59
固定资产	119	141	385	564	639
无形资产	84	92	83	75	67
其他	72	55	54	54	54
资产总计	863	876	1853	3804	4230
流动负债	308	288	1039	2502	2308
短期借款	73	60	443	941	396
应付账款	123	119	452	1209	1434
预收账款	12	17	90	269	382
其他	101	91	54	84	96
长期负债	50	24	24	24	24
长期借款	48	23	23	23	23
其他	2	2	2	2	2
负债合计	357	312	1064	2527	2332
股本	323	323	323	323	323
资本公积金	2	13	13	13	13
留存收益	116	202	414	838	1397
少数股东权益	64	26	40	104	165
母公司所有者权益	441	538	750	1174	1732
负债及权益合计	863	876	1853	3804	4230

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	8	24	(67)	(226)	691
净利润			223	446	588
折旧摊销			20	27	32
财务费用			27	57	25
投资收益			(8)	(8)	(8)
营运资金变动			(414)	(1002)	6
其它			85	253	49
投资活动现金流	(48)	17	(250)	(200)	(100)
资本支出			(250)	(200)	(100)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	47	(14)	338	426	(591)
借款变动			368	497	(545)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(11)	(22)	(29)
其他			(19)	(49)	(16)
现金净增加额	7	27	21	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	460	405	1289	3204	4088
营业成本	289	235	900	2442	3187
营业税金及附加	3	4	13	32	41
营业费用	43	40	45	52	57
管理费用	50	49	52	59	62
财务费用	7	10	27	57	25
资产减值损失	5	6	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	5	8	8	8
营业利润	62	65	256	566	722
营业外收入	8	40	10	7	7
营业外支出	1	0	0	1	1
利润总额	69	105	266	572	728
所得税	3	11	29	62	79
净利润	66	94	237	510	649
少数股东损益	7	(3)	14	64	61
母公司所有者净利润	59	97	223	446	588
EPS (元)	0.18	0.30	0.69	1.38	1.82

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	14%	-12%	218%	149%	28%
营业利润	57%	-	292%	121%	28%
净利润	79%	65%	130%	100%	32%
获利能力					
毛利率	37.1%	41.8%	30.2%	23.8%	22.1%
净利率	12.8%	24.0%	17.3%	13.9%	14.4%
ROE	13.4%	18.0%	29.8%	38.0%	33.9%
ROIC	10.8%	10.2%	20.1%	24.8%	28.7%
偿债能力					
资产负债率	41.4%	35.6%	57.4%	66.4%	55.1%
净负债比率	13.9%	11.1%	25.1%	25.3%	9.9%
流动比率	1.8	1.8	1.2	1.2	1.5
速动比率	1.2	1.4	0.8	0.7	0.9
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.7	0.8	1.0
存货周转率	2.0	1.6	3.0	2.9	2.5
应收帐款周转率	2.7	2.6	7.1	8.0	7.2
应付帐款周转率	2.5	1.9	3.2	2.9	2.4
每股资料(元)					
每股收益	0.18	0.30	0.69	1.38	1.82
每股经营现金	0.03	0.07	-0.21	-0.70	2.14
每股净资产	1.37	1.67	2.32	3.64	5.37
每股股利	0.00	0.01	0.03	0.07	0.09
估值比率					
PE	94.5	57.4	25.0	12.5	9.5
PB	12.6	10.4	7.4	4.7	3.2
EV/EBITDA	82.7	76.3	20.4	9.5	8.0

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。