



张 海

电气设备行业研究员

021-58766929-8003

zhanghai@jhzqrs.com

周紫光

电气设备与新能源行业研究员

021-58766929-8015

zhouziguang@jhzqrs.com

投资建议: 买入

当前价格: 18.36 元

目标价格: 22.75 元

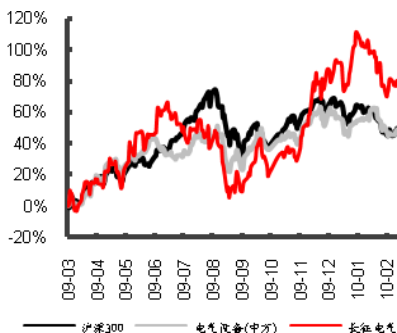
目标期限: 12 个月

市场数据

总股本(百万股)	322.87
A 股股本(百万股)	322.87
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	100.00
12 个月最高/最低(元)	20.52/7.82
第一大股东	广西银河集团
第一大股东持股比例	22.45%
上证综指/沪深 300	3087/3324

注: 2010 年 3 月 2 日数据

近十二个月股价表现



数据来源: WIND, 江海证券研发部

相关研究报告

1、长征电气深度研究报告, 2010.2.5

长征电气 600112.SH

电气设备行业

云帆已挂, 直望沧海

——定向增发获得有条件通过的点评

事件: 公司定向增发申请获得证监会发审会审核并有条件通过, 符合我们之前的预期, 我们认为这次获批通过的意义重大, 将不仅解决公司扩张和发展所需的大量资金, 也将有效增强公司未来的核心竞争力。

2009 年 4 月公司股东大会通过定向增发议案, 计划募集资金净额原则上不超过 43,400 万元, 计划投向 20KV 有载分接开关项目、油浸式真空有载分接开关项目、2.5MW 直驱永磁风力发电机组项目, 其中风电业务拟募集资金 3.5 亿元。

投资要点: 2010 年业绩有望爆发式增长

◆定向增发获得有条件通过是对公司风电业务的认可

自 09 年下半年, 有关风电相关的增发方案已有半年多没有获得通过, 这主要是因为风电产能“过剩”已引起重视, 在 09 年 10 月发改委更是将风电列在了产能过剩的“黑名单”中。虽然近四年我国风电行业保持了 100% 以上的高增长, 但低端产能过剩的问题已愈发突出。此次, 公司的定向增发方案能得到通过, 是相关部门对公司风电业务的认可, 同时间接说明了公司的永磁直驱机型从技术上具备了较强的高端竞争力。

公司所生产是由 AVANTIS 设计的永磁直驱风力发电系统, 与目前应用最多的双馈异步式风力发电机相比, 永磁直驱式无齿轮, 系统简单可靠, 故障率低, 运营成本低, 更适合海上风力发电。目前, 设计机型有 2.5MW(陆地)、2.3MW(潮间带)和 3.75MW(海上)三种, 首台 2.5MW 已在 09 年 6 月份在北海电力局成功并网发电。

公司市场目标定位于东南沿海地区和海外市场, 银河风电地处广西北海市, 当地有三个码头方便公司产品的水路运输。公司有多名风电专家来自德国, 不仅得到了德方的技术支持, 并且在海外市场开拓上也有助力。

目前公司已获得越南 80 台机组的订单, 合同总价约为 180,000 万元, 此外, 公司目前正在积极争取广西和海外市场的风电订单。另根据公司公告称, 2010 年公司拟在江苏射阳县投资 20 亿建设风电机组生产基地, 并计划在 2011 年底达到 200 台的产能。预计公司 2010 和 2011 年分别可交付 2.5MW 风机 36 台和 140 台。

◆有载分接开关将保持并增强市场竞争力

公司的另两项定向增发业务系公司传统主业。国内有载分接开关市场集中度较高, 基本被 MR、ABB 等外资公司和上海华明、上征电气垄断, 公司占据了约百分之十几的市场份额。通过募投项目的建设, 公司实现产能扩张与产品升级, 进一步保持并增强公司在此项业务上的竞争力。我们认为未来几年公司该项业务会保持平稳增长, 并继续保持 50% 左右的毛利率。

◆环网柜技术先进, 2010 年将进入高速成长期, 预计将有 90% 以上的收入增长

除了风电发电机和分接开关外, 公司还有环网柜和断路器等业务, 产品技术水平位于国内领先地位, 储备的固体绝缘环网柜和固封式真空断路器技术先进, 符合安全环保的要求, 是未来的发展方向, 可能成为公司未来的发展亮点。随着技术含量和附加值更高的产品推出, 毛利率有望进一步提高。

◆估值和投资建议

维持我们之前对公司的盈利预测，预计公司 10-11 年归属母公司的净利润分别为 2.10 亿元、4.76 亿元，如果不考虑公司定向增发对于股本的影响，10-11 年每股收益为 0.65 元和 1.47 元，继续给予“买入”评级。

◆重点关注事项

股价催化剂：(1)公司风电订单大幅增加。

风险提示：(1)风电业务进展低于预期；(2)未来电网投资下降使公司传统主业增速低于预期；(3)市场竞争加剧使导致公司竞争优势下降。

附：定向增发方案简介

表 1、定向增发的募集资金拟投向三个项目

项目名称	项目总投资 (万元)	其中：拟用募集资金投资 (万元)
220KV 有载分接开关项目	3,000	3,000
油浸式真空有载分接开关项目	5,400	5,400
2.5MW 直驱永磁风力发电机组	45,000	35,000
总计	53,400	43,400

数据来源：公司公告，江海证券研发部

1 220KV 有载分接开关项目前景分析

公司通过项目的实施，使 220kV 有载分接开关的生产能力达到 1,000 台/年，可以解决现有生产条件的不足，提高整体加工质量水平和外观质量，增强零部件的互换性，提高产品可靠性。与现在市场上产品相比，公司新开发的 220kV 有载分接开关具有以下优势：1. 提高金属铸造零件的气密性能、铸造精度和表面质量，将铸件的合格率从目前的 78% 提高到 99%，以减少材料浪费、降低加工成本、缩短交货周期；2. 提高塑料成型模具精度，保证塑料零件加工的内在质量和表面质量；3. 提高金属零件的加工速度和质量，减少零部件库存。

项目建设期 2 年。经测算，本项目达产后，可实现销售收入 30,000 万元，实现利润总额 3,390 万元，内部投资收益率 32.01%，盈亏平衡点为 42%，项目静态回收期（含建设期）为 4.47 年，动态回收期为 4.786 年。

2 油浸式真空有载分接开关项目前景分析

公司通过项目的实施，使油浸式真空有载分接开关的生产能力达到 1,000 台/年，可以解决现有生产条件的不足，提高整体加工质量水平和外观质量，增强零部件的互换性，提高产品可靠性。与现在市场上产品相比，公司新开发的油浸式真空有载分接开关具有以下优势：1. 真空开关技术在切换开关上的运用，用真空开关管熄弧来取代传统的铜钨触头熄弧。采用这种有载分接开关操作，电弧发生在真空中，油不会因电弧作用而碳化、老化。油不需要净化将节约换油的成本以及不须配备在线净油装置，减少了用户的设备投资以及设备维修工作费用。2. 极性选择器在单独的绝缘材料管内，一种紧凑、

稳定、简单、独立的设计结构可以固定在分接开关油室侧面，故障率极低，大大降低运行维修和服务费用。

项目建设期 2 年。经测算，本项目达产后，可实现销售收入 30,000 万元，实现利润总额 6,610 万元，内部投资收益率 52.38%，盈亏平衡点为 32.9%，项目静态回收期（含建设期）为 4.05 年，动态回收期为 4.20 年。

3 2.5MW 直驱永磁风力发电机组项目前景分析

本项目的产品为目前世界上最新一代的风电产品。是一种新型直驱、变速、变频风力发电机组，即直驱型变速变频永磁同步风力发电机组。其目的在于，克服现有技术的不足，克服因齿轮箱带来的问题，使风力发电机组中的发电机、变频器和变压器等主要设备之间的技术方案搭配更趋合理，提高效率，降低发电机组的制造难度和总体成本。

本项目建设期 2 年。经测算，本项目达产后，可实现销售收入 570,510 万元，实现利润总额 33,103 万元，内部投资收益率 27.9%，盈亏平衡点为 48.12%，项目静态回收期（含建设期）为 5.7 年，动态回收期为 6.14 年。

江海证券有限公司

地址：哈尔滨市香坊区赣水路56号

电话：0451-82269280

传真：0451-82269280-517

江海证券研发部

地址：上海市浦东新区银城中路168号1107-1109室

电话：021-58766929

传真：021-58766929-8005

行业及公司评级体系(市场基准指数为沪深 300 指数)

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月落后市场基准指数 15%以上。

行业评级体系

强于大市—行业基本面向好，行业指数将超越市场基准指数；
中性—行业基本面稳定，行业指数跟随市场基准指数；
弱于大市—行业基本面向淡，行业指数将差于市场基准指数。

特别声明

在法律允许的情况下，江海证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

分析师介绍

张海，电气设备行业研究员；周紫光，电气设备与新能源行业研究员。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或研发部发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及江海证券有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

免责声明

本研究报告仅供江海证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由江海证券有限公司研发部编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。江海证券研发部将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。