

公司研究/首次覆盖

2017年05月03日

电力设备与新能源/电力设备II

投资评级：买入（首次评级）

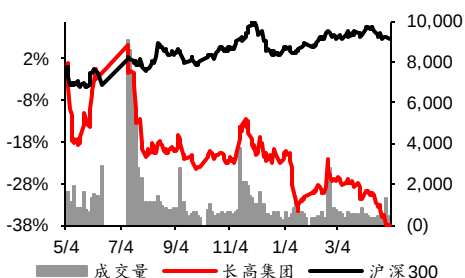
当前价格(元): 7.55
合理价格区间(元): 11.55~13.20

何昕 执业证书编号: S0570515050001
研究员 010-56793937
hexin6573@htsc.com

李轶奇 执业证书编号: S0570516080002
研究员 021-28972087
liyiqi@htsc.com

黄斌 联系人 billhuang@htsc.com
丁宁 010-56793941
联系人 dingning2@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

增量配网、新能源车延伸产业布局

长高集团(002452)

布局增量配网与新能源汽车核心零部件的高压设备龙头

公司传统产品线纵向延伸, 15 年收购雁能森源打开中低压开关、成套市场, 自主研发 252kV GIS 进入高端高压开关领域; 同时, 围绕主业布局能源综合运营, 收购华网电力获得电站设计、配网总包能力, 成立配售电公司积极介入区域增量配网市场。此外, 公司自主开发新能源汽车高压配电系统总成, 投资车载充电机龙头富特科技, 在新能源车高压配电组件领域形成了先发优势。依托高压开关技术优势, 公司逐步完成能源综合服务商和新能源车核心零部件供应商双向延伸。

内生外延双向发力拓展电网设备市场, 受益配网售电市场放开

公司于 2016 年完成以现金 3 亿元对华网电力的并购, 获得新能源、配网设计能力和 EPC 资质, 与传统中高压一次设备产品相结合, 实现对增量配网市场的布局。16 年能源局下发文件明确 100-300kV 园区配网归属增量配网市场, 预计可带来每年约 500 亿规模的投资空间。公司适时成立配售电公司, 抓住增量配网放开市场的概率较大, 在湖南等区域售电市场改革进程中有望抢占先机。

新能源 EPC 打开全新发展空间, 提供稳定现金流

公司 15-16 年完成河北、陕西光伏项目累计并网 90MW, 收入累计超过 5 亿元; 16 年底与京东方新能源、国开新能源、中广核产业基金等新能源主流业主方签署合作协议, 将转向分布式光伏、风电 EPC 业务。公司传统一二次设备产品可以提供新能源 EPC 大部分辅助设备, 有效降低了 EPC 成本, 提高公司在 EPC 市场的竞争力。

布局高压配电总成、投资车载充电机企业, 打造完备车用高压产业链

杭州伯高借助公司在高压领域的技术优势, 短时间内成为高压配电总成国内第一梯队供应商之一, 已与众泰、通家、力帆等主流主机厂建立了稳定的供货关系。随着新能源车市场逐步修复, 专用车、乘用车目录快速获批, 高压配电总成收入利润有望大幅上升。此外, 公司参股 16% 的车载充电机第一梯队企业富特科技有望申报 IPO, 完善产业布局的同时带来投资收益。

增量配网与电动汽车市场双重受益的龙头, 首次覆盖“买入”评级

预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 17.58、22.65、29.24 亿元, 同比增长 36%、29%和 29%; 归属于上市公司股东的净利润分别为 1.71、2.01、2.62 亿元, 同比增长 42%、17%、30%; 实现 EPS 为 0.33、0.38、0.50 元。考虑公司外延内生拓展业务具有较强的协同效应, 并能有效利用现有产能、降低成本, 给予 17 年 35-40 倍 PE 估值, 对应目标价区间 11.55-13.20 元, 首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示: 电力投资增速下滑导致高压开关订单下降, 新能源汽车销量增速不达预期影响上游零部件销量, 风电光伏装机量增速下滑。

公司基本资料

总股本(百万股)	525.42
流通 A 股(百万股)	340.44
52 周内股价区间(元)	7.55-12.83
总市值(百万元)	3,967
总资产(百万元)	2,774
每股净资产(元)	2.54

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	663.56	1,293	1,758	2,265	2,924
+/-%	38.71	94.86	35.99	28.79	29.12
归属母公司净利润(百万元)	68.12	120.56	171.33	201.05	262.64
+/-%	(24.66)	76.98	42.11	17.35	30.63
EPS(元, 最新摊薄)	0.13	0.23	0.33	0.38	0.50
PE(倍)	58.24	32.91	23.15	19.73	15.10

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

全面布局电改、新能源汽车，高压开关龙头转型出发	4
受益电网投资，中高压开关设备业绩走出低谷	5
收入状况改善明显，16 年业绩大幅增长	5
主营结构调整成效显著，新增业务放量迅速	5
期权激励充分覆盖面广，行权价格 10.29 元激励效果显著	6
中高压开关行业龙头，产业延伸转型综合能源供应商	8
开关产品线横向拓宽，全面受益电网投资	8
内生外延发力新能源 EPC，打开全新发展空间	9
新能源 EPC 逐步深入，合作央企提高盈利能力	9
并购华网电力，获得电网电源设计总包支撑平台	10
布局配售电一体化，探路增量配网千亿市场	11
设立配售电公司，有望优先试水地方区域市场	11
增量配网加速推进，EPC 建设向 PPP 全面运营迈进	11
新能源汽车细分市场切入，以点带面广泛布局	13
高压配电总成细分领域龙头，受益 17 年物流车快速增长	13
参股富特车载充电机，期待投资收益落地	15
盈利预测与可比公司估值	17
预测 2017-2019 年净利润为 1.16、1.58、1.97 亿元	17
首次覆盖“买入”评级，目标价 11.55-13.20 元	18
PE/PB - Bands	18
风险提示	19

图表目录

图表 1：长高集团主要参控股公司	4
图表 2：公司营业收入（左轴，百万元）与毛利率（右轴）变动情况	5
图表 3：公司净利润（左轴，百万元）与净利率（右轴）变动情况	5
图表 4：2016 年主营业务收入占比情况	6
图表 5：2012-2016 年公司各项主营业务收入变动情况（单位：百万元）	6
图表 6：长高集团前十大股东（截至 2017 年 1 季报）	7
图表 7：长高集团断路器产品	8
图表 8：长高集团 GIS（气体隔离开关）产品	8
图表 9：公司隔离开关、断路器、组合电器在电网一次设备中的应用	8
图表 10：2009-2016 年电网基本建设投资完成情况	9
图表 11：2008-2014 年高压开关行业工业总产值及利润总额	9
图表 12：公司完成的光伏电站项目	9
图表 13：2013-2016 年华网电力收入利润情况（单位：万元）	10

图表 14: 华网工程过往电力项目	10
图表 15: 湖南省入围首批增量配电试点的项目	11
图表 16: 2015 年至今出台的配网改造各项相关政策	12
图表 17: 增量配电网开发的基本路径	12
图表 18: 配电网建设运营 PPP 的开发模式	13
图表 19: 新能源汽车主要系统结构	14
图表 20: 2017-2020 新能源汽车销量预测	14
图表 21: 富特科技车载充电机产品	15
图表 22: 富特科技车载一体机产品	15
图表 23: 国内主要充电机厂商及配套情况	15
图表 24: 长高集团分产品收入与利润预测 (单位: 百万元)	17
图表 25: 长高集团费用率变动情况预测	18
图表 26: 可比公司估值表	18
图表 27: 长高集团历史 PE-Bands	18
图表 28: 长高集团历史 PB-Bands	18

全面布局电改、新能源汽车，高压开关龙头转型出发

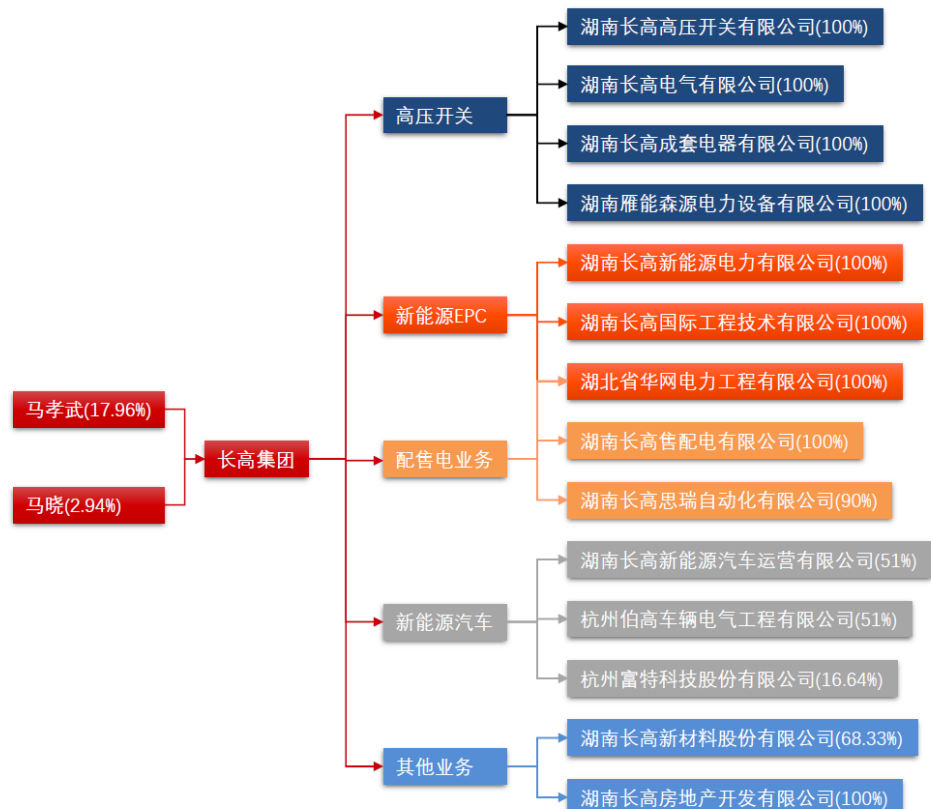
湖南长高高压开关集团股份有限公司（长高集团）是我国中高压电器领域的骨干企业之一，公司于 2010 年在深交所挂牌上市，股票代码 002452。公司的主要产品为中高压开关类设备，包括隔离开关、断路器、GIS、组合电器、户外开闭所、预装式变电站等；公司的下游行业包括全国范围内的电网、电站、电厂企业，以及大中型工矿企业等高耗能部门，公司主要客户包括国家电网、南方电网公司、五大发电集团等主要电网、电厂企业。

公司位于湖南省长沙市大河西先导区望城经济开发区，占地 220 亩，2009 年公司投资 3 亿元征地 400 亩作为新型、高精度输变电设备的研发与生产基地，其中包括洁净度十万级、百万级密封净化车间 15000 平方米、隔离开关装配车间 24000 平方米、机加工车间 32000 平方米、表面处理车间（镀银、镀铜、镀锡生产线、油漆生产线）4000 平方米，以及高压试验大厅等附属设施 8 万平方米。公司现有年生产能力约 20 亿元左右。

截至 2016 年底，公司下属主要子公司和联营公司 14 家，涵盖了高压开关和组合电器、新能源 EPC、配电设备与售电、新能源汽车零部件与运营和其他业务五个方向。目前，长高高压开关、长高开关电器、长高成套、长高新能源等公司具有较高的收入规模和较强的盈利能力。

近 2 年以来，公司加快了产业链横纵向扩张的进度：内生方面，公司依托电网开关设备的技术和生产基础，介入新能源电站 EPC 以及新能源汽车相关高压零部件、充电设施市场；外延方面，公司连续通过并购等方式开拓产业链上下游相关工程总包、设计制造市场。2015 年 4 月，公司与湖南华兴工程建设有限公司合作竞拍获得雁能森源 100% 股权，从而获得中低压（12-40.5kV）断路器、开关柜、变电站等开关产品的生产能力，完善了开关类产品的电压等级和产品线；2016 年 8 月，公司以 3 亿元现金收购华网电力，取得了送变电、新能源发电、配网工程等电力工程行业设计、总包资质。

图表 1：长高集团主要参控股公司



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

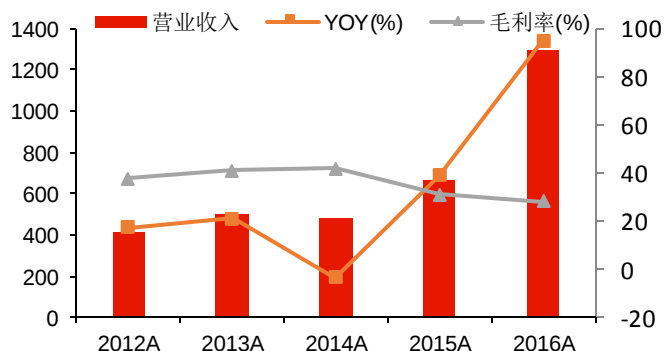
受益电网投资，中高压开关设备业绩走出低谷

收入状况改善明显，16 年业绩大幅增长

近 3 年来，公司收入规模维持稳定上升的态势。2016 年，公司实现营业收入 12.93 亿元，同比增长 94.86%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.21 亿元，同比增长 76.98%，实现归属于上市公司股东的扣非后净利润 1.18 亿元，同比增长 94.73%；全年实现 EPS 为 0.23 元，同比增长 76.15%。16 年公司整体收入和利润大幅增长，一方面来源于电网投资回暖带来的开关类产品销售大幅上升，另一方面来源于公司业务结构调整，光伏 EPC 完成并网确认收入以及华网电力并表。2015 年，公司出现营收增长 38.71%但同期净利润下降 24.66%的情况，主要原因是电网投资增速在 2015 年放缓，部分订单未按期结算，以及新能源 EPC 业务收入规模高利润率低于设备销售业务所致。

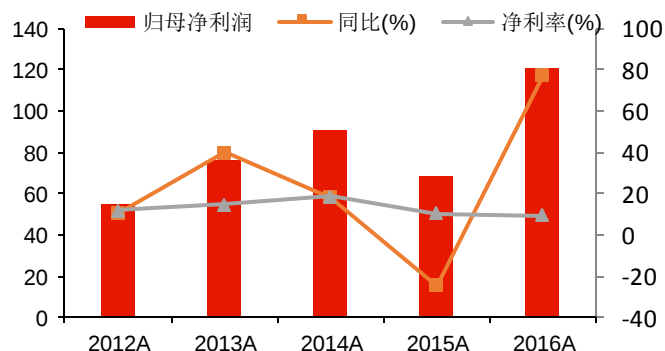
2017 年一季度，公司实现营收 1.96 亿元，同比增长 3.81%，净利润 1720.00 万元，同比下降 18.46%。我们认为公司一季度利润下降的主要原因，是一季度新能源汽车公告重审，导致下游整车企业订单大幅下降所致，17 年至今已推出 4 批新能源车目录，政策快速修复为整车市场下半年升温提供了条件。同期，公司预计 17 年上半年收入增速在 0-50%之间，对应净利润区间为 4621.68~6932.52 万元。

图表 2：公司营业收入（左轴，百万元）与毛利率（右轴）变动情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

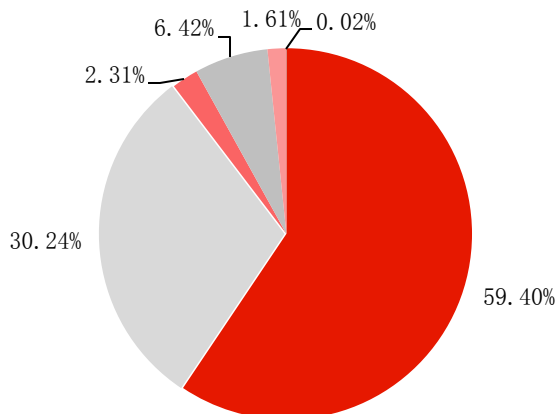
图表 3：公司净利润（左轴，百万元）与净利率（右轴）变动情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

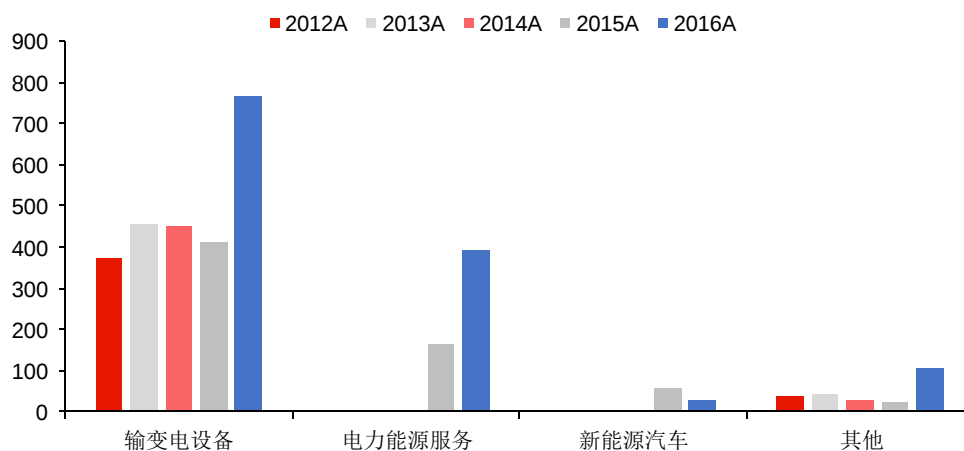
主营结构调整成效显著，新增业务放量迅速

2016 年，输变电设备（一、二次）产品在公司业务结构中仍占据主要地位，全年实现营业收入 7.68 亿元，占总营收的 59.40%；其中，高压和接地开关、断路器和组合电器、成套电器分别实现收入 3.95、2.04、1.68 亿元。电力能源设计、服务、总包板块收入快速上升，累计实现收入 3.91 亿元，占总营收的 30.24%；其中光伏业务由于河北邢台和陕西神木项目并网确认收入 3.23 亿元，华网电力并表后向公司贡献收入 6829 万元。新能源汽车业务收入受到骗补清查、目录重审等行业因素的影响出现下滑，全年累计收入为 2987 万元，占比 2.31%。此外，房产、耐磨材料、机电设备等业务合计贡献收入 1.04 亿元。2017 年，我们预计在输变电设备收入稳定增长的情况下，电力能源服务板块和新能源汽车板块的收入将较 2016 年有大幅上升。

图表4： 2016 年主营业务收入占比情况

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

从主营业务收入增长结构来看，16 年输变电设备和电力能源服务为公司提供了业绩增长的主要增量。输变电设备收入增长，主要来源于 16 年电网投资恢复后前期特高压等大型项目订单的快速交货。传统的隔离开关、接地开关收入回到历史最高水平，断路器/组合电器、成套开关的收入增长分别超过 1 倍、16 倍，显示公司外延扩宽产品线效果良好。十三五以来，电力投资的基建拉动作用显著增加，配网投资自 16 年下半年以来已经呈现增长趋势，公司输变电业务十三五期间有望迎来新的快速增长期。

图表5： 2012-2016 年公司各项主营业务收入变动情况（单位：百万元）

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

期权激励充分覆盖面广，行权价格 10.29 元激励效果显著

截至 2017 年 1 季报，公司发行总股本为 5.25 亿股，其中非限售流通股 3.40 亿股，限售流通股 1.85 亿股。根据公司最新数据，公司实际控制人为公司现任董事长马孝武先生和现任总经理马晓父子，二人分别持有上市公司股份 9438.92 万股(占比 17.96%)和 1547.00 万股(占比 2.94%)，合计持有公司股份的比例为 20.9%。上市公司前十大股东中，其他持股比例较高的自然人均为公司前、现任董事、监事及高管。公司的主要机构投资者包括汇金公司（1.10%）、长盛基金（1.39%）等。

图表 6: 长高集团前十大股东 (截至 2017 年 1 季报)

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	马孝武	94,389,240	17.96	限售流通 A 股,A 股流通股
2	林林	31,760,000	6.04	限售流通 A 股,A 股流通股
3	廖俊德	30,580,000	5.82	限售流通 A 股,A 股流通股
4	马晓	15,470,000	2.94	限售流通 A 股,A 股流通股
5	交通银行股份有限公司-长信量化中小盘股票型证券投资基金	7,278,033	1.39	A 股流通股
6	陈益智	5,984,282	1.14	限售流通 A 股,A 股流通股
7	中央汇金资产管理有限责任公司	5,777,700	1.10	A 股流通股
8	张常武	5,635,589	1.07	限售流通 A 股,A 股流通股
9	黄荫湘	4,971,518	0.95	限售流通 A 股,A 股流通股
10	吴小毛	4,013,784	0.76	限售流通 A 股,A 股流通股
	合计	205,860,146	39.17	

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2016 年 11 月, 公司发布 2016 年股票期权激励计划, 向包括公司董事、高中层管理人员及业务技术骨干在内的共计 218 名激励对象授予 2014 万份股票期权, 其中首次授予 1714 万份, 预留 300 万份, 合计占公司总股本 5.25 亿股的 3.83%。期权授予价格为 10.29 元/份, 行权条件为 2017-2019 年扣非后净利润在 2013-2015 年三年平均扣非净利润 7330.66 万元的基础上, 增长分别不低于 20%、35%、50%, 即分别达到 8797、9896、10996 万元。根据 2016 年 10 月公司在职员工 1397 人计算, 受激励员工占员工总数的比例达到 15.60%, 具有广泛的激励作用; 根据 2016 年公司净利润达到 1.18 亿元判断, 期权行权条件实现的可能性较大, 对于激发员工的工作积极性有较强的正面作用。

中高压开关行业龙头，产业延伸转型综合能源供应商

开关产品线横向拓宽，全面受益电网投资

公司主要传统产品为中高压开关，包括隔离开关、接地开关、GIS 和成套电器等。公司主要生产 72.5~252kV 组合电器（GIS）、12~252kV 断路器、110kV 及以下高压隔离开关和接地开关、40.5kV 及以下高低压成套开关设备，12kV 高压/低压预装式变电站，12~24 电缆分支箱、户外开闭所等。2009 年以来，公司连续多年在国家电网、南方电网隔离开关、接地开关相关集中招标和项目专项招标中名列前茅，市占率保持在 20% 左右，处于行业领先地位。

图表 7: 长高集团断路器产品



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

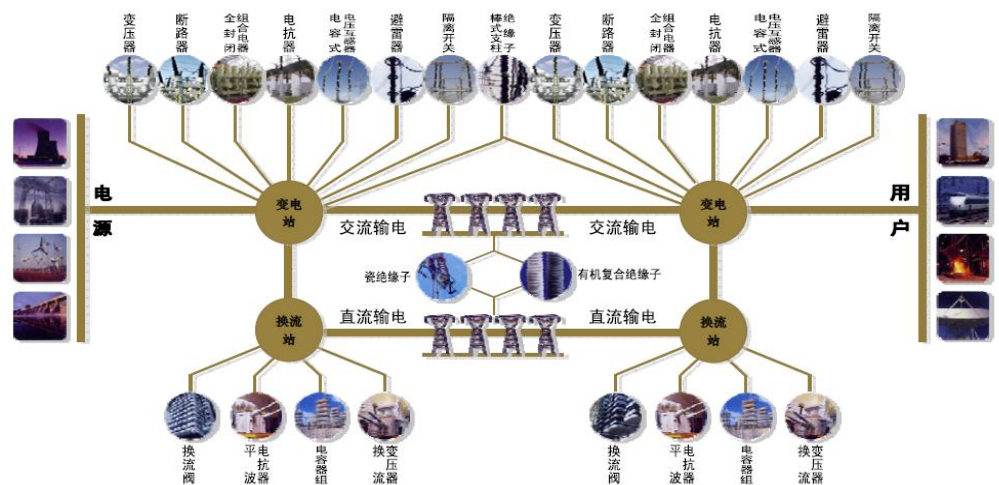
图表 8: 长高集团 GIS（气体隔离开关）产品



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

近年来，公司在传统业务领域不断延伸产品线，成为国内产品覆盖最全面的电力开关企业之一：2015 年，公司实现了 110kV 组合电器国网招标的突破；2016 年 8 月，公司自主研发的 252kV 电压等级的气体绝缘金属封闭开关和罐式断路器通过了荷兰 Kema 试验站和西安高压电气研究院的型式试验认证，预计将于 17 年下半年开始参与国网、南网各项目招标。2016 年上半年组合电器已形成 6600 万元以上销售额，占公司开关类产品收入的 20%，未来占比将有望持续提升。丰富的产品线有助于公司应对单一产品招标量波动的风险，也为后续介入工程总包业务打下良好基础。

图表 9: 公司隔离开关、断路器、组合电器在电网一次设备中的应用

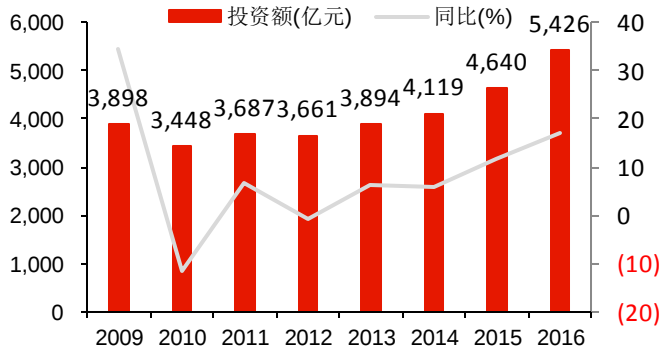


资料来源：中国西电，华泰证券研究所

公司在特高压交直流隔离开关上具有领先的技术优势和市场优势，2012 年起公司先后中标哈密-郑州、酒泉-湖南、锡盟-山东等特高压项目的隔离开关、断路器等产品。15 年以来，随着特高压工程建设项目逐步落地，公司开关业务实现高速增长，16 年上半年收入

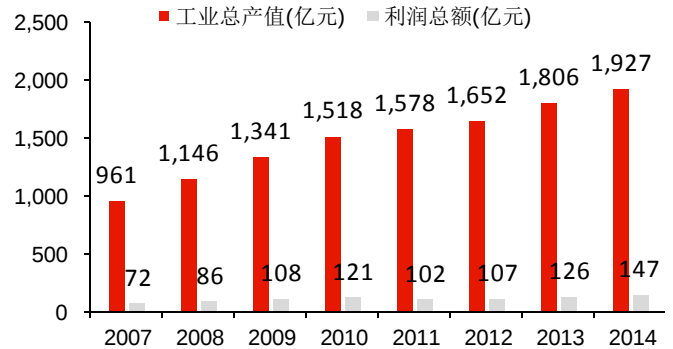
同比增长 86%。2014 年以来，国内电网基本建设投资保持 10% 以上的高速增长率，带动高压开关行业同步实现回暖。我们认为，随着十三五期间特高压配网改造等电网基本建设投资的展开，中高压开关的市场需求将维持 15% 以上的高速增长，为公司提供稳定的业绩安全边际。

图表 10: 2009-2016 年电网基本建设投资完成情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 11: 2008-2014 年高压开关行业工业总产值及利润总额



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

内生外延发力新能源 EPC，打开全新发展空间

新能源 EPC 逐步深入，合作央企提高盈利能力

公司自 2015 年起进入新能源 EPC 业务，公司于 2015 年 9 月与华网电力合作承接邢台万阳新能源开发有限公司 50MW 光伏地面电站项目，于 2015 年 12 月与陕西建工承接神木顺利新能源有限公司 40MW 光伏地面电站项目，合同造价分别为 4.35 亿元、3.42 亿元，其中公司所占合同金额比重为 5.35 亿元。邢台、神木项目已与 16 年 6 月 30 日前分别成功实现并网。

公司输变电设备产能充裕，产品线齐全，对公司开展光伏、风电 EPC 业务提供了良好的支撑。在光伏、风电 EPC 项目涉及的主要采购零件中，除光伏组件、风机、叶片、逆变器、塔筒等主要设备需要外购之外，变电站、组合电器、成套电器等变配电设备可由子公司长高电气提供，二次保护设施长高思瑞可以提供，汇流箱则由长高电器公司提供。强大的电气配套能力可以为公司 EPC 项目有效降低采购成本，提高利润率。

图表 12: 公司完成的光伏电站项目

合同时间	项目地址	承包方	电站规模	合同金额
2015 年 9 月	河北邢台	长高集团、华网电力	50MW	4.35 亿元
2015 年 12 月	陕西神木	长高集团、陕西建工	40MW	3.42 亿元

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

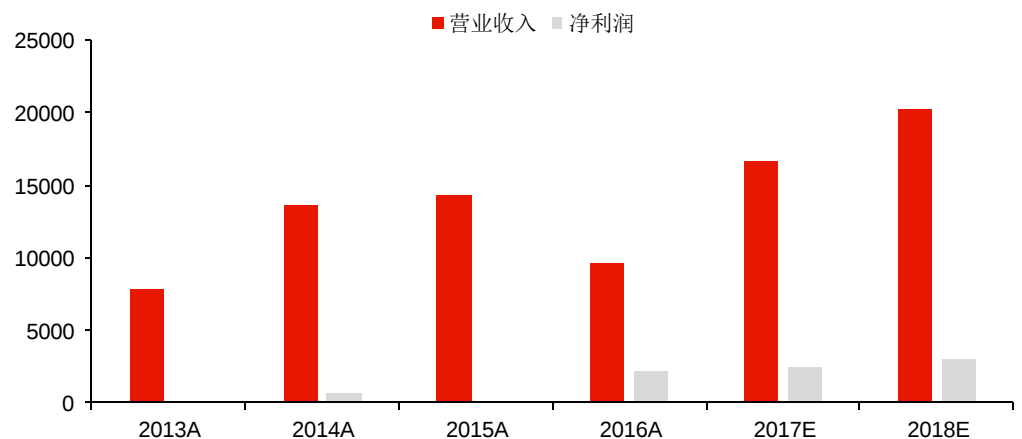
2016 年起，公司在完成光伏地面电站的经验基础上，向分布式光伏、风电 EPC 等利润率较高的项目转移。16 年 12 月，公司子公司长高新能源与京东方能源科技、国开新能源、中广核三期产业投资基金签订战略合作协议，将在国内成立合资公司合作开发风电、太阳能项目。其中长高新能源负责项目开发、EPC 等内容，京东方、国开新能源、中广核方面提供投融资咨询、项目优先收购、设备优先采购等优惠条件。作为国内新能源电站运营的主要国有业主，京东方、国开新能源和中广核在光伏、风电项目储备、路条审批、融资等方面具有较强的优势，公司后续有望以 BT、BOT 等模式进行项目开发，为公司进一步参与国内主流新能源 EPC 市场打下良好的基础。

并购华网电力，获得电网电源设计总包支撑平台

公司于 2015 年 12 月 21 日公告重大资产重组预案，拟以发行现金和支付股份相结合的方式，收购图像识别与处理公司郑州金惠 100% 股权，和电力工程设计总包公司华网电力 100% 股权，同时募集配套资金 11.02 亿元。其中，郑州金惠作价 17.90 亿元，股份和现金分别支付 14.57 亿元、3.33 亿元；华网电力作价 2.93 亿元，其中股份和现金分别支付 1.74 亿元、1.18 亿元。

2016 年 7 月 12 日，公司公告终止原发行股份与支付购买资产并募集配套资金的重组方案，改为以自有资金 3 亿元向华网工程原股东方收购华网电力 100% 股权。华网电力于 2016 年 8 月 11 日完成工商变更，成为长高集团全资子公司。

图表 13: 2013-2016 年华网电力收入利润情况 (单位: 万元)



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

图表 14: 华网工程过往电力项目

时间	项目
新能源设计、EPC	
2014	湖北随州, 400kW 高楼屋顶分布式光伏工程
2014	青海刚察, 40MW 光伏发电地面光伏电站项目
2014	广东深圳, 760kW 南方电网生产科研基地屋面光伏发电项目
2014	新疆奇台, 50MW 奇台光伏并网发电项目
主干网、配网设计	
2014	新疆哈密, 220kV 变电站新建工程
2014	湖北武汉, 110kV 变电站新建工程
2013	湖北武汉, 110kV 武砂线改造工程
工程 EPC	
2014	湖北武汉, 神龙汽车有限公司武汉二厂 110kV 双回路供电工程
2014	湖北宜昌, 宜张高速公路穿越 500kV 葛南三江输电线路迁改工程
2014	江陵凯迪生物质电厂与 110kV 变电站的并网接入系统采购、施工、调试及倒送电 EPC 总承包工程

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

华网电力的主营业务包括新能源、电力工程设计、施工和总包等, 公司具备电网、电源领域全面的设计和总包资质, 包括送变电工程设计甲级、新能源发电乙级、送变电工程承包二级、电力工程承装三级、承修、承试四级和工程咨询丙级等各项设计、工程资质。公司先后承接 500kV 以下送变电、新能源工程设计及总承包项目 800 多项, 其中设计项目 350 多项, 配网项目 400 多项, 工程总承包项目 50 多项, 新能源设计及总承包项目 30 多项。华网电力承诺 2016-2018 年合并报表归母净利润分别达到 1702.22 万元、2274.37 万元和 3031.76 万元。2016 年, 华网电力完成营收 9647.52 万元, 实现净利润 2214.19 亿元。

长高集团在送变电设备领域具有行业领先地位，而华网电力在送变电、配网、新能源电站的设计、施工、总包领域具备全面高等级的资质，二者有显著的互补效应。考虑华网电力在光伏电站等项目上已经与长高集团有近 2 年的合作经验，重组后两家公司有望快速实现融合，降低管理费用。公司在电力建设领域进行全产业链布局，一方面可以通过充足的设备产能有效降低建造成本，提高利润率水平，另一方面可以通过市场互补进一步拓宽下游，为公司在未来 2-3 年内向包括新能源发电、输变电建造以及配网建设运营在内的电力服务综合供应商全面转型提供了良好基础。

布局配售电一体化，探路增量配网千亿市场

设立配售电公司，有望优先试水地方区域市场

在传统电网设备的生产和研发具有多年经验，公司在电力能源市场、人力和产能都有充足的储备，除新能源 EPC 项目外，公司还利用自身在中高压设备领域的技术和市场优势，顺应电力体制改革趋势，积极开展增量配电网业务。2016 年 12 月，公司公告以自有资金 2 亿元设立全资子公司湖南长高售配电有限公司，开展增量配电网建设、运营和售电业务。

2016 年下半年以来，随着电力体制改革的顶层政策设计趋于完善，电改进入试点运行阶段。2016 年 12 月，国家发改委公布了第一批全国 105 个增量配电业务改革试点，明确了试点园区中除电网企业存量配电资产外的新增配电业务，可通过市场化选择供电、配电主体。通知同时明确了增量配电网原则上是指 110kV 及以下电压等级电网和 220（330）kV 及以下电压等级工业园区局域电网。公司传统主营产品即为 70-220kV 电压等级下的开关、变电设备，收购华网电力后，公司具备承接 110-220KV 配电网建设、总包和运营的硬件、软件实力。

在第一批增量配电业务试点中，湖南省有 4 个项目入选，均为开发区/产业园增量配网项目，公司作为湖南省电力设备行业的龙头企业，区位优势显著，15 年收购的雁能森源已在衡阳白沙洲工业园建成投产。在长株潭一体化的背景下，公司在区域增量配网项目上具有很强的竞争力。

图表 15：湖南省入围首批增量配电试点的项目

地区	试点项目	项目规划
资兴市	东江湖大数据产业园增量配电网试点	2017-2020 年，产业园区电网增量用电每年达 2 亿千瓦时，至 2030 年，年用电量约为 90 亿千瓦时
衡阳市	白沙洲工业园增量配电网试点	园区规划总面积 36.99km ² ，其中近期建设区域 21.69km ² ，远期规划建设区域 15.3km ² ，首期建设区域 5km ²
益阳市	益阳高新区增量配电网试点	规划总面积 189.1 平方公里，全市目前装机容量约 300 万千瓦
湘潭市	湘潭经开区增量配电网试点	申报试点方案的规划面积为 40 平方公里，规划新建 17 个变电站，投资超过 40 亿元

资料来源：国家发改委，华泰证券研究所

根据湖南省各园区申报试点方案，湘潭经开区申报试点方案的规划面积为 40 平方公里，规划新建 17 个变电站，投资超过 40 亿元；东江湖大数据产业园区电网增量用电每年达 2 亿 kWh。根据同属于首批试点项目的新疆十三师配网改造项目的投资情况测算，首批湖南增量配网试点项目的投资额预计将超过 20 亿元。

增量配网加速推进，EPC 建设向 PPP 全面运营迈进

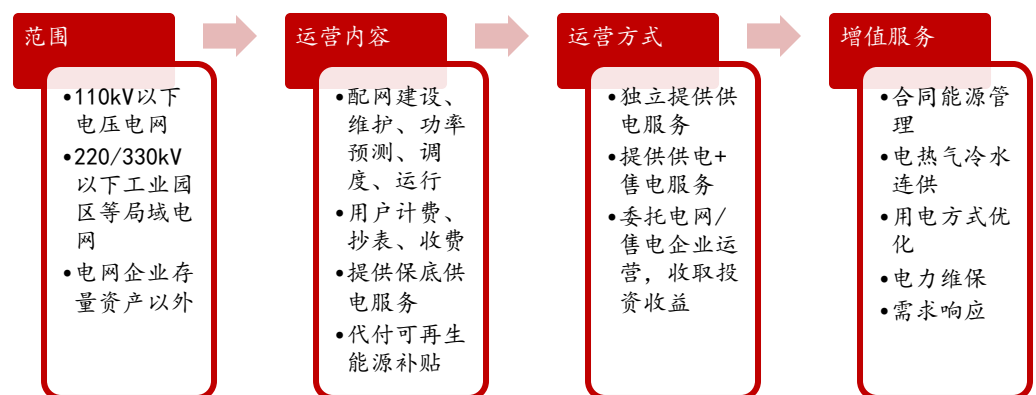
2016 年 10 月 8 日，国家发改委、能源局正式下发《有序放开配电网业务管理办法》，明确增量配网包括新建增量配电网、混合所有制方式投资配电网扩容扩建和电网企业存量资产外的存量配电网，同时明确输配电价由地方价格部门制定。至此，增量配电、售电的基本政策框架已经搭建完成。16 年下半年以来，五大四小发电集团、社会资本纷纷加速布局增量配网业务，在成立售电公司的基础上，寻求区域配电网的建设、运营权。

图表 16: 2015 年至今出台的配网改造各项相关政策

时间	发文主体	文件	内容
2016.10.08	发改委、能源局	售电公司准入与退出管理办法	售电公司总资产不得低于 2 千万元人民币；总资产 0.2-1.0 亿元，每年可售电 6-30 亿千瓦时；总资产 1-2 亿元，每年可售电 30-60 亿千瓦时；总资产 2 亿元以上的，不限制其售电量。拥有配网运营权的售电公司注册资本不低于其总资产的 20%。同一配电区域内只能有一家公司拥有该配网运营权，并承担区域内可再生能源补贴支付。
2016.10.08	发改委、能源局	有序放开配电网业务管理办法	配电网原则上指 110 千伏及以下电压等级电网和 220（330）千伏及以下电压等级工业园区（经济开发区）等局域电网。有序放开配电网业务，鼓励社会资本投资、建设、运营增量配电网。配电网运营者提供保底服务、增值服务。拥有配电网存量资产绝对控股权的公司，包括高新产业园区、经济技术开发区、地方电网、趸售县等。
2015.08.31	能源局	配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）	2015—2020 年，配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，其中 2015 年投资不低于 3000 亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元。
2015.08.20	发改委	国家发展改革委关于加快配电网建设改造的指导意见	2020 年，中心城区、城镇地区、乡村地区用户年均停电时间分别不超过 1、10、24 小时，综合电压合格率分别达到 99.97%、98.79%、97%。适度超前建设配电网，将住宅小区用电需求纳入配电网统一规划。鼓励发行配电网建设改造专项企业债券。
2015.07.22	能源局	关于推进新能源微电网示范项目建设的指导意见	新能源微电网项目可依托已有配电网建设，也可结合新建配电网建设。
2015.07.08	国家电网公司	加快推进农网改造升级工程动员部署会	今年计划新增农网改造投资 674 亿元，加上今年年初投资的 902 亿元，国网公司 2015 年农网改造升级费用达到 1576 亿元。
2015.07.06	发改委、能源局	关于促进智能电网发展的指导意见	到 2020 年，初步建成安全可靠、开放兼容、双向互动、高效经济、清洁环保的智能电网体系。
2015.06.17	国务院	国务院常务会议	开展第三期全国农村电网改造，通过调整结构、盘活存量，增加安排中央投资，重点投向农村电网升级改造、粮食仓储设施、城镇污水处理设施、城区老工业区和独立工矿区改造搬迁等，带动更多地方和社会投资。

资料来源：发改委，能源局，国家电网，华泰证券研究所

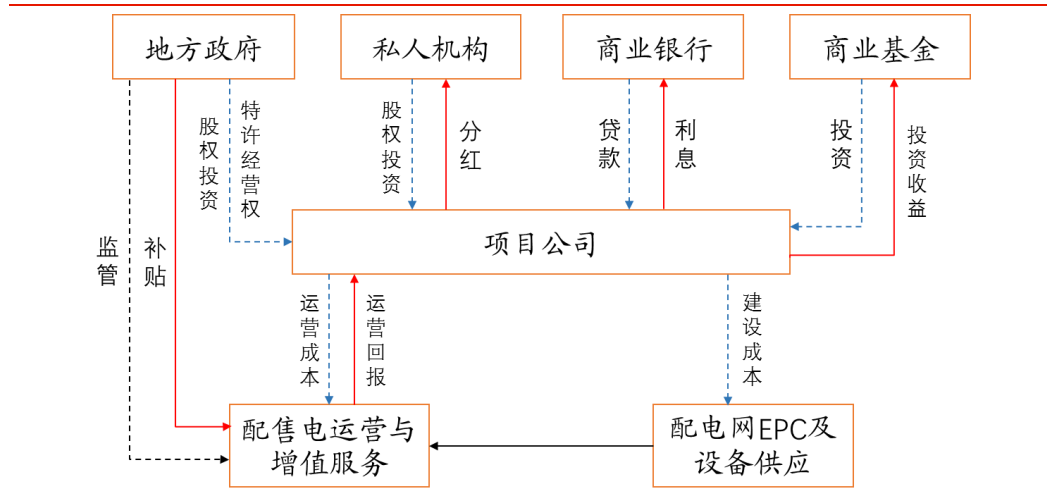
根据发改委对于增量配网的指引，地方配网建设将可再生能源就近消纳等重点展开，在部分程度上提供园区、城市社区分布式能源综合供电、配电功能。根据同时入围首批增量配网的新疆十三师区域配网项目来看，独立城镇配网项目将是下一步，辖区增量变电站、环网柜、线路、沟管、架空线等建设量有较大提升空间。我们认为，基于首批试点的增量配网项目第一步仍将以配网 EPC、运维及配套分布式能源接入为主，2017 年输配电价改革正式全面展开后，基于不同电压等级的输配电价核算方式以及非计划性发电量的进一步市场化定价政策确定后，基于配网运营权的配售电业务及后续增至服务占比将迅速上升。

图表 17: 增量配电网开发的基本路径

资料来源：国家能源局，华泰证券研究所

国家能源局于 2016 年 4 月下发的《关于在能源领域积极推广政府和社会资本合作模式的通知》，提出电力与新能源领域推广 PPP 的范围包括但不限于：供电/城市配电网建设改造、农村电网改造升级、资产界面清晰的输电项目、充电基础设施建设运营、分布式能源发电项目、微电网建设改造、智能电网项目、储能项目、光伏扶贫项目、水电站项目、热电联产、电能替代项目、核电设备研制与服务领域等。通知同时提出，鼓励财政补贴向分布式光伏发电、农村电网改造升级、光伏扶贫等 PPP 项目倾斜。

图表 18：配电网建设运营 PPP 的开发模式



资料来源：国家能源局，华泰证券研究所

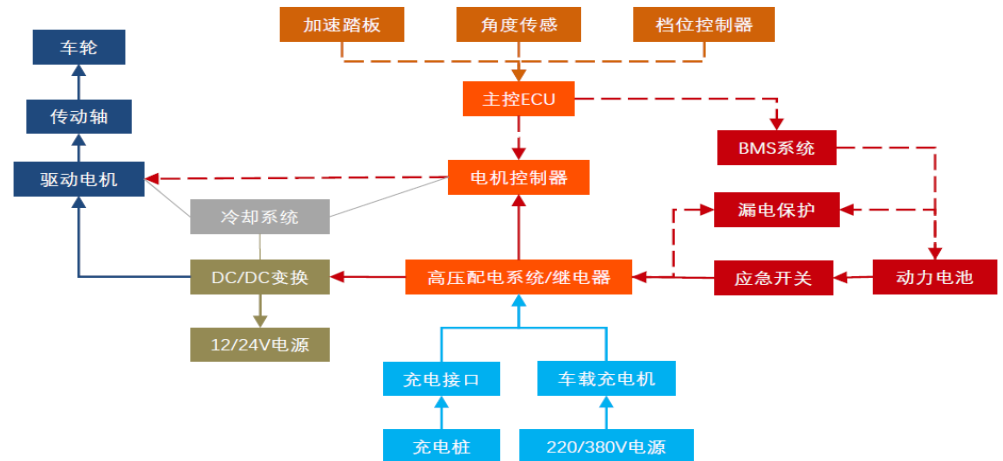
在配电网 PPP 运营中，国内最常使用的方式为 BOT 模式。地方政府和社会资本合作成立针对特定配电网项目的运营实体，地方政府通过提供配电网特许经营权、购买服务、股权投资、投资补助、政府补贴、委托服务、匹配资源等形式参与项目建设和实际运作；社会资本通过股权投资参与项目公司的运营和管理，通过在配售电基础上提供节能、运维、设备等增值服务获得超额利润，通过项目公司在运营期内的分红获取收益；银行、投资机构作为资金提供方，将为项目提供最高可达 70% 左右的财务杠杆，并获取利息收益或投资收益。

新能源汽车细分市场切入，以点带面广泛布局

公司在新能源汽车领域布局思路清晰，以自身技术和生产能力为基础，在公司高压设备的技术基础上，避开电池、电机等竞争激烈的红海市场，从高压配电总成、充电桩、车载充电机等细分领域切入市场，着力打造新能源汽车核心零部件的龙头供应商。

高压配电总成细分领域龙头，受益 17 年物流车快速增长

公司于 2015 年 3 月与杭州伯坦科技和其他自然人股东合资成立杭州伯高车辆电气工程有限公司，公司出资占比 51%，开展电动汽车高压配电总成产品的研发、销售业务。协议同时约定，在伯高年度净利润超过 2000 万元或业务发展情况合适时，长高集团可以以现金或现金加换股的形式以 12 倍 PE 的估值收购少数股东权益。

图表 19： 新能源汽车主要系统结构

资料来源:一揽众信息咨询, 华泰证券研究所

由于新能源汽车动力电池具有高电压大电流运行的特点, 工作电压范围可以达到 200-700V, 工作电流可以达到 250-400A, 因此需要高压配电系统以保证动力系统和乘员的安全。同时, 由于动力电池尺寸和结构的影响, 一般高压配电系统并不与动力电池集成, 而是独立设计并通过转结盒与周边部件相连, 包括动力电池、电机控制器、逆变器、DCDC 变换器、空调、除霜等结构均需与高压配电总成相连。可以说, 高压配电总成属于新能源汽车动力系统的核心安全性零部件。

未来动力电池容量的上升, 工作电流的进一步增加, 高压配电总成产品的耐久性、绝缘性、电磁屏蔽等性能指标均将有更高的要求。而目前市场上大部分高压配电盒都沿用工业配电系统的设计, 在适应新能源汽车工况上存在很大的改进空间, 公司在这个产品上有超过 2 年的研发生产经验积累, 是目前除了主机厂自行供应外最大的高压配电总成供应商之一, 具备较强的先发优势。

目前, 根据工作电压等级不同, 高压配电总成的价格也有所变化, 单台车高压配电总成的价格约为 3000-5000 元不等。杭州伯高目前已与通家、力帆、东风等国内主流主机厂建立了稳定的合作关系, 15-16 年受到行业骗补清查的影响, 分别实现收入 5906、2987 万元, 17 年政策修复后乘用车、物流车预计将快速放量, 公司的高压配电总成收入规模有望实现翻倍增长。

图表 20： 2017-2020 新能源汽车销量预测

产销量 (万辆)	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
客车	12	13	13.8	14.5	15
EV	10.3	11.4	12.4	13.3	13.9
PHEV	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1
乘用车	34.2	40.8	52	74	107
EV	26.3	32	42.4	61.8	91.5
PHEV	7.9	8.8	9.6	12.2	15.5
专用车	5.5	12	20	25.5	28
EV	5.5	12	20	25.5	28
合计	51.7	65.8	85.8	114	150

资料来源:中机中心, 华泰证券研究所

参股富特车载充电机，期待投资收益落地

公司还通过外部布局的方式完善新能源汽车核心零部件领域的布局，于 2014 年 10 月出资 5740 万元获得杭州富特科技有限公司 44.62% 的股权，股权转让市盈率为 15 倍。2015 年 6 月，公司与富特科技更改增资协议，向富特创始人李宁川和第三方投资机构转让部分股权，公司最终持股 16.64%。

图表 21：富特科技车载充电机产品



资料来源：富特科技，华泰证券研究所

图表 22：富特科技车载一体机产品



资料来源：富特科技，华泰证券研究所

富特科技是国内车载充电机行业的龙头企业，具备功率电源、BMS、智能均衡相关的技术专利，产品包括车载 DC/DC 变换器、车载充电机等，具备年产 20 余万台的生产能力。目前公司与东风、北汽、上汽、众泰、吉利、江淮、金龙等国内整车厂建立了合作关系。

图表 23：国内主要充电机厂商及配套情况

车载充电机厂商	配套客户
富特科技	北汽、东风、上汽、众泰、吉利、金龙
通合科技	福田、宇通、金龙、万向
中港电力	上汽通用五菱、吉利、众泰、力帆、新大洋、陆地方舟
德润电子	标致雪铁龙、宝马、东风
铁城信息	北汽、广汽、金龙、众泰、江淮、通家
深圳欣悦	北汽、广汽、江淮、东风、宇通
尼吉康	日产
英飞凌	宝马、奥迪
德尔福	通用、一汽、大众、上汽、日产、奇瑞
法雷奥	大众、通用
艾默生	通用、福特、上汽、一汽
博世	奥迪、大众、北汽、上汽

资料来源：一览众信息咨询，华泰证券研究所

目前，国内新能源汽车一般都标配车载充电机，以提供家用电源对电动汽车电池进行充电的功能。车载充电机通过与 BMS 通讯，根据 BMS 提供的电池实时状态参数，动态调节充电电压电流，实现稳定、安全的充电过程。目前，车载充电机主流功率为 3.3kW 和 6.6kW，而高功率充电机是未来的主要发展趋势，如特斯拉等进口高端车型已开始采用 10kW 甚至以上的高功率充电机。

车载充电机对于电路抗震、防水、散热等性能要求较高，目前主流产品一般采用密封式金属外壳、内部采用全灌胶或局部灌胶工艺，导致其成本随着功率等级的提高而迅速增加。国产 3.3kW 充电机价格约为 2000-3000 元/台，而 6.6kW 充电机的价格则一般在 4000-5000 元左右。考虑新能源汽车充电场所的多样性，在相当长一段时间内，车载充电机将是电动汽车的标准配置。当国内新能源汽车年产销突破 100 万辆时，车载充电机的市场有望突破 30 亿元，作为目前国内市占率领先的富特科技将充分享受电动汽车快速增长带来的核心零部件市场。

富特科技变更资本化路径后，于 2015 年完成 B 轮融资，预期将于 2017-2018 年申报 IPO，如富特科技完成 IPO，公司有望获得超额投资收益。

盈利预测与可比公司估值

预测 2017-2019 年净利润为 1.16、1.58、1.97 亿元

公司目前主营业务涵盖三个主要方向：中高压开关产品、新能源 EPC 与配售电、新能源汽车零部件产品，三个业务板块具备相互促进的协同效应。我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 17.58、22.65、29.24 亿元，同比增长 36%、29%和 29%；归属于上市公司股东的净利润分别为 1.71、2.01、2.63 亿元，同比增长 42.1%、17.3%、30.6%；实现 EPS 为 0.33、0.38、0.50 元。其中，我们对公司各项业务的主要假设预期如下：

- 1) 中高压开关细分行业受到特高压项目持续开工、配网改造投资落地的影响，未来 2-3 年内将维持 25-35%的增长速率，考虑公司在行业的传统龙头地位，未来业务增速将不低于行业的平均水平，提供充分业绩安全边际；
- 2) 配售电业务受到增量配网行业准入放开的利好，试点项目在 17 年将加速开工建设，公司有望在部分区域实现收入和利润的突破；
- 3) 新能源汽车高压配电总成、充电桩等产品受到下游行业的驱动，上游行业政策逐渐成熟，终端整车市场将进入稳定增长阶段，17-19 年将实现 30%以上复合增速水平。

图表 24：长高集团分产品收入与利润预测（单位：百万元）

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
输变电设备(开关/成套电器/二次设备)					
收入	414.29	768.05	960.06	1200.08	1500.10
收入 YOY	-8.23%	85.39%	25.00%	25.00%	25.00%
成本	257.93	498.81	595.24	744.05	930.06
毛利率	37.74%	35.06%	38.00%	38.00%	38.00%
电力能源工程(光伏/设计/总包/服务)					
收入	164.74	390.95	547.33	738.90	997.51
收入 YOY		137.31%	40.00%	35.00%	35.00%
成本	138.46	336.28	465.23	628.06	847.88
毛利率	15.95%	13.98%	15.00%	15.00%	15.00%
配售电					
收入			20.00	35.00	60.00
收入 YOY				35.00%	35.00%
成本			16.00	27.30	45.00
毛利率			20.00%	22.00%	25.00%
新能源汽车(高压配电总成)					
收入	59.06	29.87	95.58	114.70	137.64
收入 YOY		-49.42%	220.00%	20.00%	20.00%
成本	45.67	22.07	66.91	80.29	96.35
毛利率	22.67%	26.11%	30.00%	30.00%	30.00%
其他(房产/机电/耐磨材料/其他)					
收入	25.48	104.13	135.37	175.98	228.77
收入 YOY	-5.35%	308.67%	30.00%	30.00%	30.00%
成本	16.57	70.94	94.76	123.19	160.14
毛利率	34.97%	31.87%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司 2014 年起开始逐步进行业务线延伸，内生新拓展业务和外延并购工作自 2014 年起陆续展开，导致 2015 年前后公司费用率出现小幅上升。随着各项业务布局逐步理顺，公司也于 2016 年中完成了大部分主营业务的组织架构调整，剥离、清算了部分亏损业务，费用率水平迅速改善。随着公司新增新能源 EPC 业务、新能源汽车组件业务收入逐步增加，规模效应显著性上升，费用率有望进一步优化。

图表 25: 长高集团费用率变动情况预测

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业费用率	6.85%	5.71%	5.80%	5.70%	5.60%
管理费用率	9.69%	9.37%	9.40%	9.30%	9.20%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

首次覆盖“买入”评级, 目标价 11.55-13.20 元

根据公司所处的业务板块, 分别选取高压设备领域中国西电、新能源 EPC 领域的森源电气, 配电领域的北京科锐, 新能源汽车领域的汇川技术作为可比公司, 相关公司的财务指标见下表。

2017 年, 可比公司的平均估值为 32 倍, 考虑公司新拓展业务以内生发展为主, 与公司设备产品具有较强的协同效应, 并能有效降低成本, 提高利润率, 具备超越行业平均水平的增长潜力, 因此给予公司 2017 年 35-40 倍 PE 估值水平, 对应目标价区间 11.55-13.20 元, 首次覆盖予以“买入”评级。

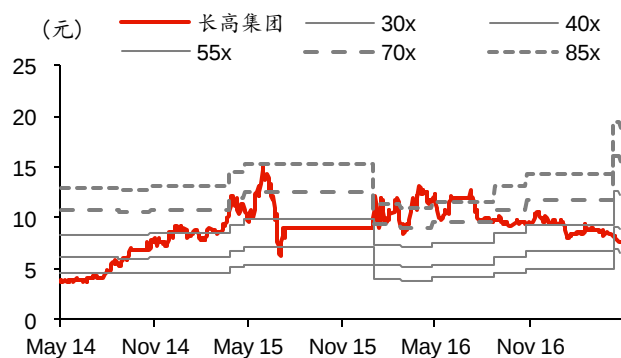
图表 26: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	资产负债率 (%)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
					2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
601179.SH	中国西电	313.70	43.63	6.12	0.22	0.26	0.30	0.34	26	24	21	18
002358.SZ	森源电气	180.28	58.63	19.39	0.39	0.66	0.87	1.09	67	29	22	18
300124.SZ	汇川技术	397.46	26.05	23.87	0.59	0.70	0.87	1.09	36	34	27	22
002350.SZ	北京科锐	39.93	42.89	17.54	0.35	0.44	0.59	0.71	72	40	30	25
	平均值								50	32	25	21
002452.SZ	长高集团	39.67	41.42	7.55	0.23	0.33	0.38	0.5	56	23	20	15

资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (长高集团、汇川技术取华泰研究所预测, 其余公司取 Wind 一致预期)

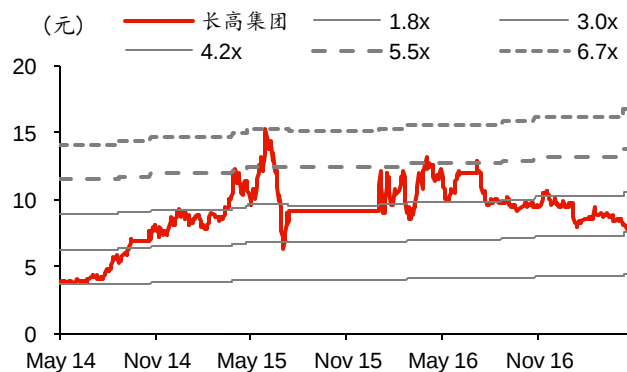
PE/PB - Bands

图表 27: 长高集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 28: 长高集团历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

- 1) 电力投资增速下滑，导致主干电网、配电网项目进度不达预期，开关、组合电器等业务收入不达预期；
- 2) 新能源汽车终端市场销量增速不达预期，补贴、目录等政策调整幅度大于预期，高压配电总成、充电桩等相关产品销量低于预期；
- 3) 光伏、风电上网电价下调，弃风弃光率上升，风电光伏装机量增速下滑，新能源 EPC 业务进展不达预期。

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,454	2,181	2,969	3,631	4,491
现金	363.93	599.44	495.09	508.01	518.94
应收账款	322.73	547.44	833.85	1,040	1,340
其他应收账款	112.45	128.51	196.37	265.81	329.22
预付账款	57.44	101.15	145.72	186.02	240.02
存货	576.84	729.14	1,234	1,555	1,973
其他流动资产	20.63	75.47	63.24	75.77	90.36
非流动资产	368.59	666.14	651.05	608.16	560.51
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	182.92	236.01	233.57	221.59	204.84
无形资产	39.46	40.17	35.56	31.48	27.66
其他非流动资产	146.20	389.96	381.92	355.08	328.02
资产总计	1,823	2,847	3,620	4,240	5,052
流动负债	426.96	1,119	1,800	2,186	2,723
短期借款	60.00	258.54	807.78	883.57	1,049
应付账款	318.61	648.26	826.11	1,094	1,414
其他流动负债	48.35	211.71	165.60	209.20	260.72
非流动负债	163.47	401.95	323.14	390.25	439.35
长期借款	1.72	70.24	104.25	144.00	186.64
其他非流动负债	161.75	331.71	218.88	246.25	252.72
负债合计	590.43	1,520	2,123	2,577	3,163
少数股东权益	11.20	11.22	10.24	9.63	9.03
股本	525.16	525.42	525.42	525.42	525.42
资本公积	223.78	227.32	227.32	227.32	227.32
留存公积	472.03	561.06	734.19	900.58	1,127
归属母公司股	1,221	1,316	1,487	1,653	1,880
负债和股东权益	1,823	2,847	3,620	4,240	5,052

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(161.97)	143.07	(670.39)	(39.38)	(119.36)
净利润	67.16	121.35	170.35	200.44	262.03
折旧摊销	22.26	24.76	22.12	23.12	23.64
财务费用	(7.24)	5.10	25.37	53.50	65.23
投资损失	(4.43)	(0.00)	(2.33)	(1.90)	(1.73)
营运资金变动	(270.59)	(28.39)	(937.94)	(358.56)	(537.72)
其他经营现金	30.88	20.24	52.05	44.02	69.19
投资活动现金	(120.29)	(167.55)	16.82	23.46	22.90
资本支出	39.84	13.64	0.00	0.00	0.00
长期投资	86.80	154.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	6.35	0.08	16.82	23.46	22.90
筹资活动现金	195.91	223.41	549.21	28.84	107.40
短期借款	60.00	198.54	549.24	75.79	165.12
长期借款	(0.57)	68.51	34.02	39.75	42.63
普通股增加	263.92	0.27	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(257.21)	3.54	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	129.77	(47.45)	(34.05)	(86.70)	(100.35)
现金净增加额	(86.35)	197.29	(104.35)	12.93	10.93

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	663.56	1,293	1,758	2,265	2,924
营业成本	458.61	928.09	1,238	1,603	2,079
营业税金及附加	5.96	11.89	16.05	20.67	26.72
营业费用	45.46	73.86	101.98	129.09	163.75
管理费用	64.27	121.20	165.28	210.61	269.01
财务费用	(7.24)	5.10	25.37	53.50	65.23
资产减值损失	25.90	13.93	17.73	17.82	17.14
公允价值变动收益	0.00	0.00	(0.01)	(0.00)	(0.00)
投资净收益	4.43	0.00	2.33	1.90	1.73
营业利润	75.03	138.93	196.11	231.98	304.47
营业外收入	5.16	6.00	6.32	6.02	6.12
营业外支出	0.50	3.28	2.02	2.19	2.31
利润总额	79.69	141.66	200.41	235.82	308.27
所得税	12.53	20.30	30.06	35.37	46.24
净利润	67.16	121.35	170.35	200.44	262.03
少数股东损益	(0.96)	0.80	(0.98)	(0.61)	(0.61)
归属母公司净利润	68.12	120.56	171.33	201.05	262.64
EBITDA (倍)	90.05	168.80	243.59	308.60	393.33
EPS (元)	0.13	0.23	0.33	0.38	0.50

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	38.71	94.86	35.99	28.79	29.12
营业利润	(22.67)	85.18	41.15	18.29	31.25
归属母公司净利润	(24.66)	76.98	42.11	17.35	30.63
获利能力 (%)					
毛利率	30.89	28.22	29.59	29.22	28.88
净利率	10.27	9.32	9.74	8.88	8.98
ROE	5.58	9.16	11.52	12.16	13.97
ROIC	6.83	11.62	10.01	11.27	12.16
偿债能力					
资产负债率 (%)	32.40	53.40	58.64	60.78	62.60
净负债比率 (%)	10.50	22.77	43.38	40.28	39.41
流动比率	3.41	1.95	1.65	1.66	1.65
速动比率	2.00	1.28	0.94	0.92	0.90
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.55	0.54	0.58	0.63
应收账款周转率	1.95	2.67	2.29	2.17	2.21
应付账款周转率	1.98	1.92	1.68	1.67	1.66
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.23	0.33	0.38	0.50
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.31)	0.27	(1.28)	(0.07)	(0.23)
每股净资产(最新摊薄)	2.32	2.50	2.83	3.15	3.58
估值比率					
PE (倍)	58.24	32.91	23.15	19.73	15.10
PB (倍)	3.25	3.02	2.67	2.40	2.11
EV_EBITDA (倍)	41.07	21.91	15.18	11.99	9.40

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%-5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 2492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com