

目前估值合理，未来增长看新材料

2011 年报点评和 2012 年一季报点评

评级: **增持-B**

上次评级: 增持-A

目标价格: **18.00 元**

期限: 3 个月 上次预测: 16.00 元

现价 (2012 年 04 月 19 日): 16.47 元

报告日期: **2012-04-20**

报告关键点:

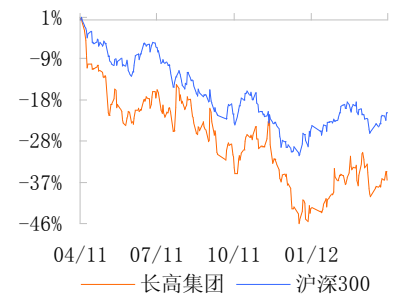
- 公司 2011 年实现净利润约 5000 万元，同比去年增长 8.9%；公司 2012 年一季度实现净利润约 833 万元，同比增长 45%。
- 高压开关行业已经企稳并确认触底反弹，当前估值已经体现了基本面的变化。
- 下调评级至增持-B，未来的增长主要来自于新材料业务，目标价 18 元。

报告摘要:

- 行业基本面企稳，未来会有一些的反弹:** 公司 2011 年实现营业收入 3.5 亿元，同比增长 14%，实现净利润 5000 万元，同比增长 45%；公司 2012 年一季度实现营业收入 6600 万元，同比增长 35%，实现净利润 833 万元，同比增长 45%。2011 年是整个一次设备行业最低谷的时期，设备订单的采购价格和采购量增速跌到了最低谷，公司全年的收入增长主要是靠房地产收入和机械设备的收入来拉动。2012 年一季度的收入和净利润均同比有较高增速，体现了整个行业的回暖。
- 四季度毛利率环比迅速回升:** 从 2011 年下半年开始，电网公司采购的一次设备订单价格环比有回升，公司 2011 年的单季度综合毛利率分别为 40%、38%、29% 和 34%，第四季度毛利率环比提升 5 个点，体现了整个行业的触底反弹。考虑到下半年开始确认收入的新材料和机械类产品毛利率要低于常规的开关产品，因此开关类产品的毛利率回升要更明显一些。
- 未来开关类产品的增速仍有一定的不确定性:** 交流特高压的建设可以为公司带来大量的高端订单，行业的回暖带来订单的高增长和毛利率的回升，加上收购湖南天鹰带来的产品线拓展，都是公司未来增长的积极因素。但是考虑到组合电器对敞开式开关的替代作用、500kV 产品需求的持续低迷以及公司收购湖南天鹰得到组合电器的入网资质何时能够转化为实质性的订单仍然是未知数，因此未来开关板块产品的增速仍然不是很确定。
- 新材料业务的推广情况决定了公司未来的前景:** 公司的铁基耐磨材料是新的主打产品，同目前应用的传统耐磨钢材相比，具有性价比高，使用寿命长的优点。目前已经在发电厂推广应用。由于电厂客户的采购具有明显的周期性，公司未来要在其他领域加强推广铁基耐磨材料。如果能够得到新客户的认可，不仅会带来收入的大幅增长，考虑到量产带来的规模效应，毛利率也会迅速提高，会显著拉动公司的业绩。
- 房地产业务 2013 年开始不再有收入确认:** 公司的房地产项目主要是为了解决内部职工住房问题建的。预计最后一期项目在 2012 年贡献约 4500 万的收入，对应 EPS 约 0.1 元，之后将不再有房地产业务确认收入。
- 盈利预测与评级:** 预计公司 2012-2014 年 EPS 为 0.79 元，0.87 元和 1.07 元；由于目前公司的股价已经达到之前的目标价，估值充分体现了行业反转的变化，我们下调评级至“增持-B”，目标价 18 元。
- 风险提示:** 1. 存在交流特高压建设放缓的风险；2. 存在新材料业务推广不达预期的风险。

| | |
|-------------|---------------|
| 总市值(百万元) | 1,647.00 |
| 流通市值(百万元) | 556.72 |
| 总股本(百万股) | 100.00 |
| 流通股本(百万股) | 33.80 |
| 12 个月最低/最高 | 13.11/26.28 元 |
| 十大流通股股东 (%) | 16.30% |
| 股东户数 | 11,856 |

12 个月股价表现



| | | | |
|------|--------|-------|---------|
| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
| 相对收益 | (4.57) | 5.99 | (15.42) |
| 绝对收益 | (5.86) | 11.16 | (36.65) |

黄守宏

010-66581627
执业证书编号

首席行业分析师

huangsh@essence.com.cn
S1450511020024

报告联系人

邢达

010-66581767

xingda@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

| (百万元) | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 304.3 | 349.5 | 622.3 | 718.4 | 855.1 |
| Growth(%) | -22.7% | 14.9% | 78.1% | 15.4% | 19.0% |
| 净利润 | 45.7 | 49.8 | 79.2 | 87.0 | 106.8 |
| Growth(%) | -38.7% | 8.9% | 59.3% | 9.8% | 22.8% |
| 毛利率(%) | 37.2% | 35.8% | 35.7% | 34.9% | 35.3% |
| 净利润率(%) | 15.0% | 14.2% | 12.7% | 12.1% | 12.5% |
| 每股收益(元) | 0.46 | 0.50 | 0.79 | 0.87 | 1.07 |
| 每股净资产(元) | 9.80 | 10.19 | 11.00 | 11.89 | 12.98 |
| 市盈率 | 37.3 | 34.2 | 21.5 | 19.6 | 15.9 |
| 市净率 | 1.7 | 1.7 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |
| 净资产收益率(%) | 4.6% | 4.4% | 7.4% | 7.5% | 8.4% |
| ROIC(%) | 19.4% | 11.5% | 17.4% | 13.5% | 19.4% |
| EV/EBITDA | 18.5 | 22.0 | 10.9 | 8.6 | 6.9 |
| 股息收益率 | 0.9% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

前期研究成果

长高集团: 常规订单高速增长, 新业务前景广阔

2011-12-30

长高集团: 高压隔离开关行业的龙头

2010-07-02

财务报表预测和估值数据汇总

| | | | | | | 单位 | 百万元 | 模型更新时间 | | | |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | | | | 财务指标 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 利润表 | | | | | | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | |
| 营业收入 | 304.3 | 349.5 | 622.3 | 718.4 | 855.1 | 成长性 | | | | | |
| 减: 营业成本 | 191.1 | 224.2 | 400.1 | 467.9 | 553.6 | 营业收入增长率 | -22.7% | 14.9% | 78.1% | 15.4% | 19.0% |
| 营业税费 | 2.2 | 2.8 | 4.5 | 5.2 | 6.2 | 营业利润增长率 | -38.6% | 4.9% | 79.5% | 9.7% | 22.7% |
| 销售费用 | 16.5 | 30.5 | 49.8 | 57.5 | 68.4 | 净利润增长率 | -38.7% | 8.9% | 59.3% | 9.8% | 22.8% |
| 管理费用 | 42.1 | 42.6 | 68.5 | 79.0 | 94.1 | EBITDA 增长率 | -39.5% | -6.3% | 122.6% | 7.7% | 18.6% |
| 财务费用 | -2.5 | -10.2 | 0.5 | 0.3 | -0.5 | EBIT 增长率 | -43.2% | -10.1% | 121.3% | 9.4% | 22.0% |
| 资产减值损失 | 2.4 | 4.4 | - | - | - | NOPLAT 增长率 | -44.4% | -18.3% | 132.3% | 9.4% | 22.1% |
| 加: 公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 38.3% | 52.8% | 41.2% | -15.0% | 9.3% |
| 投资和汇兑收益 | - | - | - | - | - | 净资产增长率 | 205.2% | 4.0% | 7.9% | 8.1% | 9.2% |
| 营业利润 | 52.5 | 55.1 | 98.9 | 108.5 | 133.2 | 利润率 | | | | | |
| 加: 营业外净收支 | 1.5 | 1.0 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | 毛利率 | 37.2% | 35.8% | 35.7% | 34.9% | 35.3% |
| 利润总额 | 54.0 | 56.1 | 98.6 | 108.2 | 132.9 | 营业利润率 | 17.3% | 15.8% | 15.9% | 15.1% | 15.6% |
| 减: 所得税 | 8.7 | 10.9 | 17.7 | 19.5 | 23.9 | 净利润率 | 15.0% | 14.2% | 12.7% | 12.1% | 12.5% |
| 净利润 | 45.7 | 49.8 | 79.2 | 87.0 | 106.8 | EBITDA/营业收入 | 18.6% | 15.2% | 19.0% | 17.7% | 17.7% |
| 资产负债表 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | EBIT/营业收入 | 16.4% | 12.9% | 16.0% | 15.1% | 15.5% |
| 货币资金 | 677.8 | 606.0 | 474.4 | 680.1 | 735.8 | 运营效率 | | | | | |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 固定资产周转天数 | 74 | 79 | 66 | 69 | 51 |
| 应收账款 | 223.5 | 229.8 | 391.2 | 484.0 | 558.6 | 流动营业资本周转天数 | 167 | 207 | 158 | 179 | 181 |
| 应收票据 | 8.1 | 7.6 | 16.0 | 17.7 | 20.6 | 流动资产周转天数 | 843 | 1,043 | 613 | 632 | 641 |
| 预付账款 | 34.0 | 42.6 | 42.6 | 42.6 | 42.6 | 应收帐款周转天数 | 231 | 212 | 164 | 201 | 200 |
| 存货 | 56.7 | 134.8 | 147.5 | 197.6 | 256.9 | 存货周转天数 | 64 | 99 | 82 | 86 | 96 |
| 其他流动资产 | 0.9 | 4.0 | 24.0 | 4.0 | 4.0 | 总资产周转天数 | 1,001 | 1,250 | 791 | 767 | 713 |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | 投资资本周转天数 | 311 | 397 | 325 | 305 | 246 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 投资回报率 | | | | | |
| 长期股权投资 | - | - | 85.0 | - | - | ROE | 4.6% | 4.4% | 7.4% | 7.5% | 8.4% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | ROA | 4.0% | 3.5% | 5.6% | 5.5% | 6.1% |
| 固定资产 | 68.2 | 84.6 | 144.4 | 129.2 | 114.1 | ROIC | 19.4% | 11.5% | 17.4% | 13.5% | 19.4% |
| 在建工程 | 21.0 | 75.0 | - | - | - | 费用率 | | | | | |
| 无形资产 | 52.8 | 55.1 | 51.5 | 48.2 | 45.1 | 销售费用率 | 5.4% | 8.7% | 8.0% | 8.0% | 8.0% |
| 其他非流动资产 | 4.9 | 39.7 | 17.0 | 3.0 | 3.0 | 管理费用率 | 13.8% | 12.2% | 11.0% | 11.0% | 11.0% |
| 资产总额 | 1,147.9 | 1,279.7 | 1,453.7 | 1,606.5 | 1,780.7 | 财务费用率 | -0.8% | -2.9% | 0.1% | 0.0% | -0.1% |
| 短期债务 | - | 50.0 | 49.0 | 47.6 | 46.0 | 三费/营业收入 | 18.4% | 18.0% | 19.1% | 19.0% | 18.9% |
| 应付账款 | 129.0 | 175.8 | 266.8 | 331.5 | 398.5 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付票据 | 6.2 | 2.0 | 9.2 | 10.0 | 9.9 | 资产负债率 | 14.6% | 20.4% | 24.3% | 26.0% | 27.1% |
| 其他流动负债 | 13.8 | 11.8 | -20.3 | 18.7 | 18.7 | 负债权益比 | 17.2% | 25.6% | 32.2% | 35.2% | 37.2% |
| 长期借款 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 流动比率 | 6.69 | 4.26 | 3.29 | 3.59 | 3.50 |
| 其他非流动负债 | 15.3 | 17.2 | 17.2 | 17.2 | 17.2 | 速动比率 | 6.31 | 3.70 | 2.84 | 3.09 | 2.94 |
| 负债总额 | 168.1 | 260.7 | 353.8 | 417.9 | 483.1 | 利息保障倍数 | 19.67 | 4.41 | 189.76 | 411.37 | 276.61 |
| 少数股东权益 | 22.6 | 21.9 | 23.5 | 25.3 | 27.5 | 分红指标 | | | | | |
| 股本 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | DPS(元) | 0.15 | - | - | - | - |
| 留存收益 | 857.1 | 897.1 | 976.3 | 1,063.3 | 1,170.1 | 分红比率 | 32.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 股东权益 | 979.7 | 1,019.0 | 1,099.8 | 1,188.6 | 1,297.6 | 股息收益率 | 0.9% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 现金流量表 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 业绩和估值指标 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 净利润 | 45.4 | 45.2 | 79.2 | 87.0 | 106.8 | EPS(元) | 0.46 | 0.50 | 0.79 | 0.87 | 1.07 |
| 加: 折旧和摊销 | 9.2 | 11.1 | 18.8 | 18.6 | 18.4 | BVPS(元) | 9.80 | 10.19 | 11.00 | 11.89 | 12.98 |
| 资产减值准备 | 2.4 | 4.4 | - | - | - | PE(X) | 37.3 | 34.2 | 21.5 | 19.6 | 15.9 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 1.7 | 1.7 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |
| 财务费用 | 1.9 | 0.2 | 0.5 | 0.3 | -0.5 | P/FCF | -18.2 | -27.8 | -15.0 | 8.8 | 31.8 |
| 投资收益 | - | - | - | - | - | P/S | 5.6 | 4.9 | 2.7 | 2.4 | 2.0 |
| 少数股东损益 | -0.3 | -4.6 | 1.6 | 1.8 | 2.2 | EV/EBITDA | 18.5 | 22.0 | 10.9 | 8.6 | 6.9 |
| 营运资金的变动 | -24.9 | -68.8 | -121.4 | -35.1 | -70.0 | CAGR(%) | 25.1% | 34.1% | -219.5% | -100.0% | -100.0% |
| 经营活动产生现金流量 | 34.4 | -2.8 | -21.2 | 72.5 | 56.8 | PEG | 1.5 | 1.0 | -0.1 | -0.2 | -0.2 |
| 投资活动产生现金流量 | -41.1 | -108.9 | -105.1 | 104.9 | -0.1 | ROIC/WACC | 1.9 | 1.1 | 1.7 | 1.3 | 1.9 |
| 融资活动产生现金流量 | 526.0 | 46.7 | -1.5 | -1.7 | -1.1 | REP | 1.8 | 2.3 | 1.2 | 1.5 | 0.9 |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

黄守宏，电力设备与新能源行业首席分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16年电力行业工作经验。2007.7加盟安信证券研究中心。2010年《新财富》最佳电力设备与新能源行业分析师。

分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

| | | | |
|---------------|-------------------------|---------------|-------------------------|
| 朱贤 | 上海联系人 | 张勤 | 上海联系人 |
| 021-68765293 | zhuxian@essence.com.cn | 021-68763879 | zhangqin@essence.com.cn |
| 凌洁 | 上海联系人 | 黄方祥 | 上海联系人 |
| 021-68765237 | lingjie@essence.com.cn | 021-68765913 | huangfc@essence.com.cn |
| 梁涛 | 上海联系人 | 周蓉 | 北京联系人 |
| 021-68766067 | liangtao@essence.com.cn | 010-59113563 | zhourong@essence.com.cn |
| 马正南 | 北京联系人 | 潘冬亮 | 北京联系人 |
| 010-59113593 | mazn@essence.com.cn | 010-59113590 | pandl@essence.com.cn |
| 胡珍 | 深圳联系人 | 李国瑞 | 深圳联系人 |
| 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn | 0755-82558084 | ligr@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034