

长高集团 (002452.SZ)

隔离开关保持稳定，新产品开始发力

评级: 增持
首次覆盖
目标价(元):
12.76-14.5

分析师

分析师

刘江啸

刘统

S0740510120006

S0740512070002

021-20315167

021-20315115

liujx@r.qlzq.com.cn

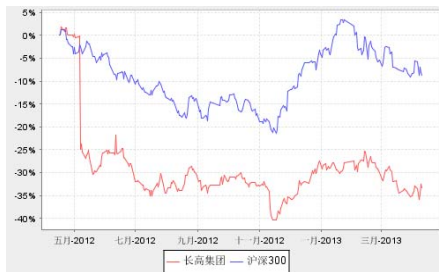
liutong@r.qlzq.com.cn

2013年5月1日

基本状况

总股本(百万股)	130.00
流通股本(百万股)	48.89
市价(元)	11.25
市值(百万元)	1462.50
流通市值(百万元)	549.96

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	349.49	410.57	595.46	902.99	1,065.25
营业收入增速	14.86%	17.48%	45.03%	51.65%	17.97%
净利润增长率	8.90%	10.25%	36.42%	42.37%	19.46%
摊薄每股收益(元)	0.50	0.42	0.58	0.82	0.98
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次 市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	29.95	27.23	19.66	13.81	11.56
PEG	3.36	2.66	0.54	0.33	0.59
每股净资产(元)	9.97	7.98	8.42	9.24	10.22
每股现金流量	-0.03	-0.35	0.34	-0.31	0.44
净资产收益率	4.99%	5.29%	6.83%	8.87%	9.58%
市净率	1.49	1.44	1.34	1.22	1.11
总股本(百万股)	100.00	130.00	130.00	130.00	130.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **长高集团是国内隔离开关行业龙头企业，近年来业务稳定增长：**长高集团是国内隔离开关龙头企业，目前已经形成了以隔离开关为主要业务，并积极介入新材料、断路器、GIS 等新产品的业务格局，公司近年来保持稳定增长。
- **长高集团隔离开关业务有望保持稳定增长：**从国家电网和南方电网的规划来看，未来几年我国电网投资总量将保持稳定，但由于电网公司对设备质量的不断重视，中标价格已经开始回升。在平稳的市场需求和稳步回升的中标价格带动下，我们预计未来几年公司的隔离开关业务将保持稳定增长。
- **长高集团收购天鹰开关，GIS 业务获得实质性突破，2013 年将放量快速增长：**2011 年长高集团成功收购了湖南天鹰开关，获得了国家电网和南方电网 110 kV GIS 投标资质。2012 年公司多次中标国网 GIS 集中招标，累计获得订单约 1 亿元，随着 2013 年加大市场开拓力度，我们预计其 GIS 业务将放量增长。
- **长高集团的断路器和中压成套业务处于产品培育期，未来有望成为公司利润增长点：**公司 110/220 kV 断路器已获得电网公司投标资质，目前正在完善投标文件，中压成套设备正在密集筹备。我们预计下半年公司的断路器和中压成套产品将开始有收入贡献，由于两者市场容量巨大，未来将成为公司利润快速增长的有力支撑。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司 2013 年、2014 年、2015 年实现收入分别为 5.95 亿元、9.03 亿元、10.65 亿元，综合毛利率分别为 36.1%、35.0%、33.7%；实现净利润分别为 7500 万元、10700 万元、12700 万元，同比分别增长 36.42%、42.37%、19.46%；对应 EPS 分别为 0.58 元、0.82 元、0.98 元。参考同行业的估值水平，给予公司 2013 年 22~25 倍 PE，目标价 12.76~14.5 元，给予其“增持”评级。

内容目录

高压隔离开关龙头	- 4 -
业务涵盖隔离开关和接地开关、断路器、组合电器等	- 4 -
高压隔离开关全系列产品供应商，积极拓展开关产品线	- 4 -
收入利润结构中，隔离开关仍占主导地位，组合电器初露峥嵘	- 4 -
电网投资稳健，设备需求平稳，产品盈利能力已经恢复	- 5 -
电网投资整体稳健	- 5 -
产品盈利能力已经恢复	- 6 -
隔离开关竞争格局稳定，特高压隔离开关需求有望放大	- 6 -
长高集团隔离开关市场占有率稳居前列	- 6 -
特高压建设有望成行，带动公司业绩提升	- 7 -
募投项目 2013 年中达产，助推公司业务发展	- 9 -
收购天鹰开关，打开 GIS、断路器业务市场瓶颈	- 9 -
GIS 和断路器已获国网供应商资格	- 9 -
110kV GIS 市场试水成功，产品放量在即	- 10 -
断路器布局国网集中招标，2013 年有望获得突破	- 11 -
新材料业务获得突破	- 11 -
机电设备选择性侧重发展，房地产进入收获期	- 12 -
长高矿机业务稳步推进，一品重机等亏损业务或将逐步淡出	- 12 -
地产项目已封顶，2013 年将择机出售	- 13 -
农网改造建设高峰，公司积极备战中压成套市场	- 13 -
盈利预测及投资建议	- 14 -
盈利预测	- 14 -
公司合理估值区间为 12.76~14.5 元	- 15 -
风险提示	- 16 -

图表目录

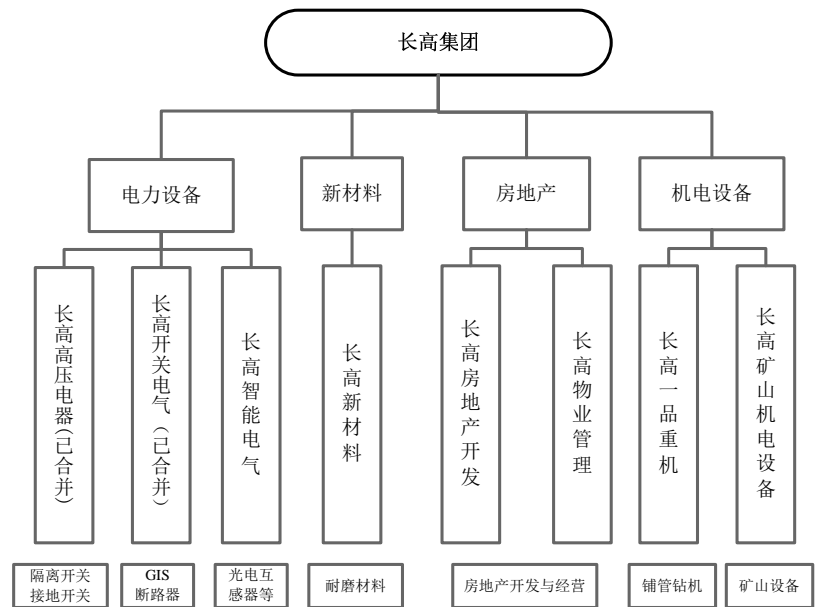
图表 1: 长高集团业务布局	- 4 -
图表 2: 2012 年报公司收入构成	- 5 -
图表 3: 2012 年报公司利润构成	- 5 -
图表 4: 国家电网投资规模	- 5 -
图表 5: 南方电网投资规模	- 5 -
图表 6: A 股主要开关厂商综合毛利率一览	- 6 -
图表 7: 高压隔离开关整体市场格局	- 7 -
图表 8: 国家电网 2011 年、2012 年隔离开关集中招标中标情况	- 7 -
图表 9: 国家电网公司特高压建设规划	- 8 -
图表 10: 公司首次上市募投项目投产计划一览	- 9 -
图表 11: 国内 GIS 市场竞争格局	- 10 -
图表 12: 2011、2012 年国家电网集中招标 GIS 中标情况	- 11 -
图表 13: 公司 HMCN-1 新一代轧辊技术优势分析	- 12 -
图表 14: 采矿业固定资产投资额及同比增速	- 12 -
图表 15: 近年来国家电网公司农网投资额	- 13 -
图表 16: 国内主要中压成套设备供应商经营情况一览	- 14 -
图表 17: 公司收入分项预测	- 15 -
图表 18: 同类公司估值水平一览	- 16 -
图表 19: 预测公司财务报表	- 17 -

高压隔离开关龙头

业务涵盖隔离开关和接地开关、断路器、组合电器等

- 长高集团是国内隔离开关和接地开关领域的龙头企业。近两年，公司依托自身技术成功进入断路器、GIS 等开关产品的设计与生产制造，通过外延式扩张进入铺管钻机和矿山机电设备领域。

图表 1: 长高集团业务布局



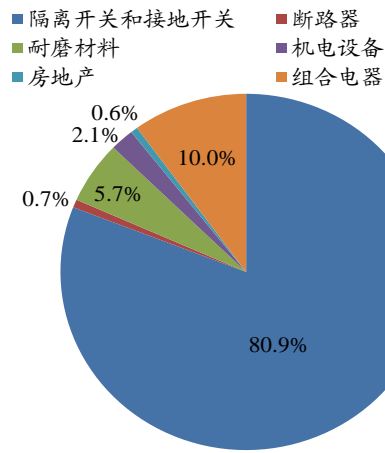
来源：齐鲁证券研究所

高压隔离开关全系列产品供应商，积极拓展开关产品线

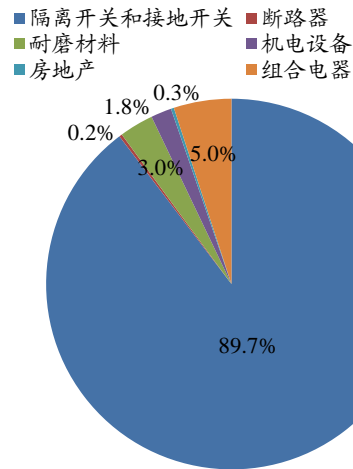
- 公司主要产品为高压隔离开关，电压等级涵盖 1000kV、800kV、500kV、330kV、220kV、110kV、66kV、35kV、10kV 等，是国内电压等级最全的隔离开关产品供应商。
- 除高压隔离开关外，公司开关产品还包括接地开关、110kV/220kV GIS，220kV/110kV/40.5kV/10kV 气体（SF6）断路器以及真空断路器、熔断器等等。

收入利润结构中，隔离开关仍占主导地位，组合电器初露峥嵘

- 公司 2012 年中报显示，其收入结构中隔离开关和接地开关业务占比约 80.9%，利润结构中隔离开关和接地开关业务占比约 89.7%，隔离开关和接地开关仍是公司主要业务构成。组合电器作为公司新产品，2012 年初具规模，收入占比约 5%，利润占比约 10%。

图表 2: 2012 年报公司收入构成


来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

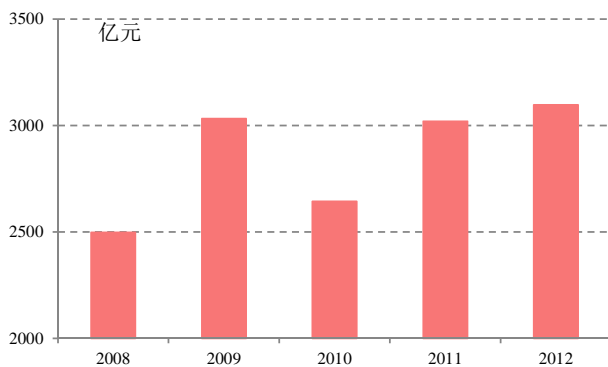
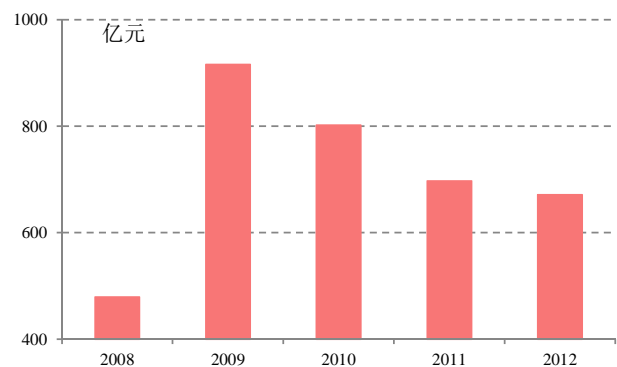
图表 3: 2012 年报公司利润构成


来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

电网投资稳健, 设备需求平稳, 产品盈利能力已经恢复

电网投资整体稳健

- 1月1月7-9日, 国家电网公司“两会”召开, 国家电网公司2013年计划电网投资3182亿元人民币, 同比增加4%。
- 2月21日, 国家电网公司发布《2012年社会责任报告》, 报告提出2013年国家电网在电网建设投资上将超过3000亿元, 投产110(66)千伏及以上交流线路5万公里、变电容量2.3亿千伏安, 直流线路2210公里、换流容量800万千瓦; 建成新一代智能变电站示范工程, 安装智能电表超过3000万只。
- 1月24日, 南方电网公司2013年工作会议暨二届一次职工代表大会上召开, 公司提出要推动电网发展方式转变, 逐步打造智能、高效、可靠、绿色的现代化电网。2013年, 公司计划完成固定资产投资750亿元, 安排重点工程19项, 建成投产11项, 电网基建项目将投资552亿元。

图表 4: 国家电网投资规模

图表 5: 南方电网投资规模


来源：中电联，齐鲁证券研究所

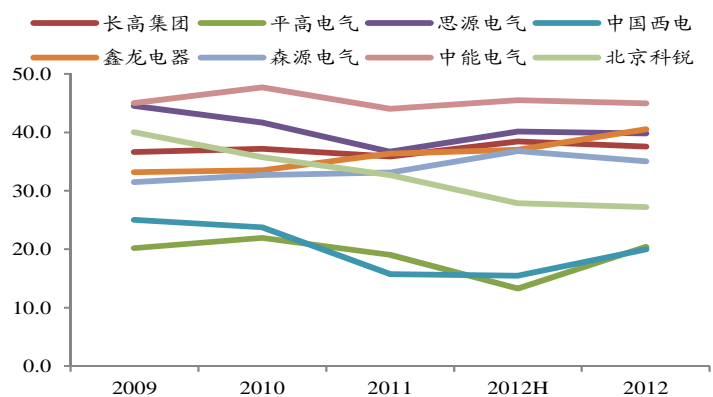
来源：中电联，齐鲁证券研究所

- 根据两网的投资规划，我们可以看出 2013 年电网投资整体规模与 2012 年基本相当，符合我们此前的预期。电网整体投资额相当，对应的骨架电网（电压等级主要是 500kV、220kV、110kV）的设备需求也将维持基本稳定。

产品盈利能力已经恢复

- 2010 年开始，国家电网公司的集中招标评标方式已经由最低价中标改为中间价中标，并更加注重对厂商供应产品质量及技术水平，行业市场集中度开始提升，主要产品的中标价格已经回升到历史较好水平，产品盈利能力已经恢复。
- 从 A 股开关类主要上市公司的毛利率水平来看，除了平高电气、北京科锐外，其它厂商的毛利率已经明显回升，长高集团的综合毛利率更是由 2011 年的 35.8% 提升到 2012 年年报中的 37.6%。

图表 6: A 股主要开关厂商综合毛利率一览



来源：wind，齐鲁证券研究所

隔离开关竞争格局稳定，特高压隔离开关需求有望放大

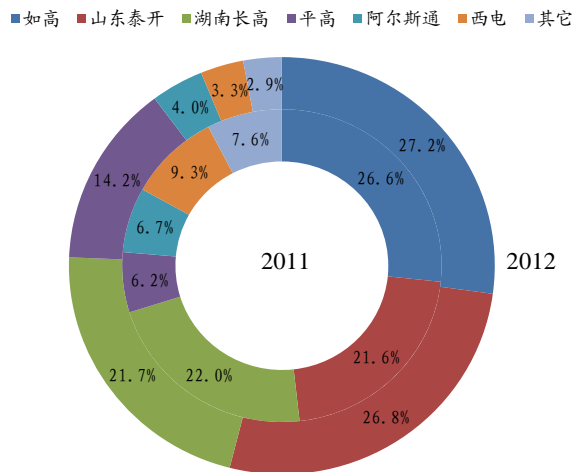
长高集团隔离开关市场占有率稳居前列

- 从目前国内隔离开关的市场竞争格局来看，主要分为 4 类：外资厂商、国内一线、国内二线厂商以及合资厂商。长高集团属于国内二线开关设备厂商，但隔离开关产品性能已基本与外资品牌和国内一线厂商相当，且在成本控制方面具备明显优势，在同行产品招标中屡有斩获。
- 从 2011 年、2012 年国家电网公司集中招标的中标数据来看，长高集团的中标份额一直稳居行业前三，其中 2011 年中标占比约 22%，2012 年约为 21.7%。

图表 7: 高压隔离开关整体市场格局

分类	企业名称	产品范围
国际巨头	ABB	126kV~1100kV
	东芝	126kV~1100kV
	AE帕瓦	126kV~1100kV
	西门子	126kV~500kV
	阿尔斯通	126kV~220kV
本土第一梯队	平高电气	72.5kV~1100kV
	西电西开	126kV~1100kV
	新沈阳高压开关	126kV~1100kV
本土第二梯队及新进入者	长高集团	126kV~1100kV
	山东泰开	12kV~1100kV
	思源电气	126kV~220kV
合资企业	厦门ABB华电高压开关	126kV~550kV
	平高东芝	126kV~550kV
	山东鲁能AE帕瓦	126kV~252kV
	上海中发AE帕瓦	126kV~252kV
	AE帕瓦苏州超高压	69kV~1100kV

来源: 齐鲁证券研究所

图表 8: 国家电网 2011 年、2012 年隔离开关集中招标中标情况


来源: 国家电网公司, 齐鲁证券研究所

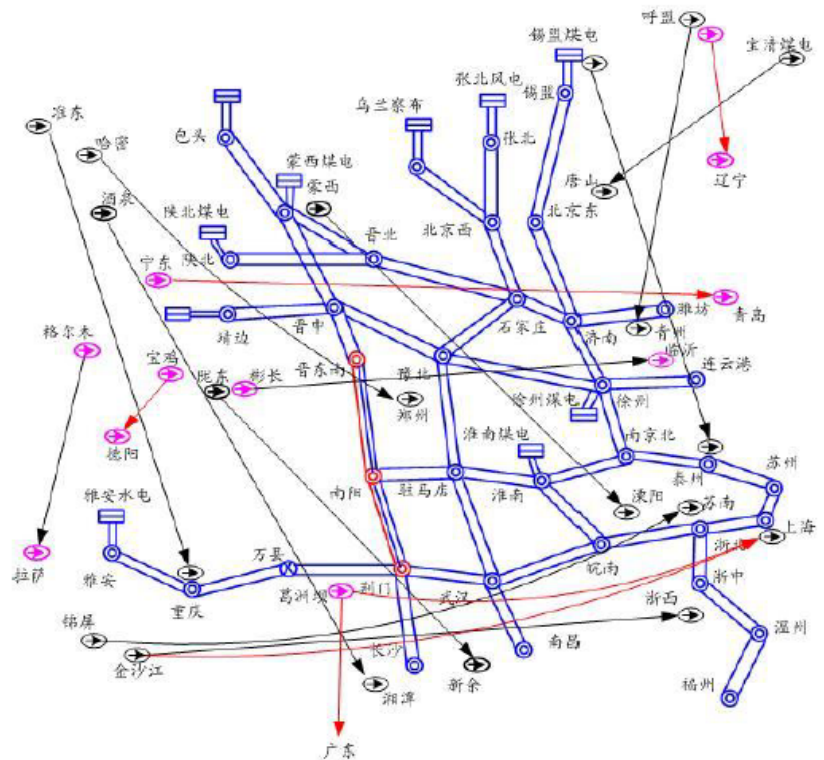
特高压建设有望成行, 带动公司业绩提升

- 按照国家电网公司“两会”规划, 到 2020 年, 国家电网将投资约 1.2 万亿元, 投产特高压线路 9.4 万公里、变电容量 3.2 亿千伏安、换流容量 4.6 亿千瓦。到 2015 年、2017 年和 2020 年, 分别建成“两纵两横”、

“三纵三横”和“五纵五横”特高压“三华”同步电网，同时到 2020 年建成 27 回特高压直流工程。届时，东中部地区受入电力流达 3.5 亿千瓦，每年输送电量 1.6 万亿千瓦时，占当地用电量的 30% 左右。

- 在交流特高压工程建设工作中，2013 年国家电网公司将确保实现“一投、四开、四核准、两路条”的工作任务。“一投”就是全力以赴、努力实现皖电东送工程 10 月底建成投运。“四开”就是完成蒙西—长沙工程前期工作，配合“四交”工程（淮南—南京—上海、浙北—福州、雅安—武汉、蒙西—长沙）核准，推进“四交”工程开工建设，完成年度里程碑计划。“四核准”就是加快开展锡盟—南京、晋东南—徐州、靖边—潍坊、武汉—皖南工程前期工作，促进后续“四交”项目年内获得核准。“两路条”就是提前开展南阳—淮南、张北—南昌工程前期工作，促进项目在取得路条后尽快报核准。
- 在特高压直流输电工程建设方面，2013 年国家电网公司将确保“一投、一建、三开工”。“一投”就是确保哈密南—郑州±800 千伏特高压直流输电工程投运；“一建”就是确保溪洛渡—浙西±800 千伏特高压直流输电工程全线架通；而“三开工”则是确保宁东—浙江、锡盟—泰州、蒙西—武汉三个±800 千伏特高压直流输电工程年内开工。

图表 9：国家电网公司特高压建设规划



来源：国家电网，齐鲁证券研究所

- 长高集团的百万伏隔离开关主要用在特高压串补中。在晋东南项目的扩建工程中，晋东南和南阳两个变电站上了三套串补，长高集团获得 10 组 +1 相的常规隔离开关订单，总金额 2000 万元；在淮南-上海特高压交流输电项目中，长高集团中标首批 6 组特高压串补用隔离开关，占比达到 50%，总金额约 1362 万元。

- 2月20日，国家环境保护部、水利部和国土资源部分别批复了雅安-武汉特高压交流工程的环境影响报告书、水土保持方案报告书和用地预审意见。至此，“三交”特高压工程（淮南-南京-上海、浙北-福州、雅安-武汉特高压交流工程）已取得全部国家级支持性文件，为项目尽快核准并开工建设创造了有利条件。根据国家电网公司的特高压投资规划，我们预计2013年长高集团将获得3000万左右的百万千伏特高压隔离开关订单，为公司业绩持续增长奠定基础。

募投项目 2013 年中达产，助推公司业务发展

- 公司上市时工募集资金 6.47 亿元，募投项目包括高压隔离开关和接地开关易地改扩建项目和高压电器公司迁扩建项目两个。其中高压隔离开关和接地开关易地改扩建项目建设周期为 18 个月，第二年开始投产，生产负荷 30%，第三年生产负荷 80%，第四年完全达产。正式达产后，预计年新增 550kV 及以下高压交流隔离开关及接地开关 1400 组，年新增 800-1100kV 超高压、特高压交流隔离开关及接地开关 88 组，年新增 ±500kV-±800kV 直流超高压、特高压隔离开关及接地开关 70 组。

图表 10: 公司首次上市募投项目投产计划一览

单位: 组	2009	2010	2011	2012
550kV及以下高压交流 隔离开关及接地开关		420	1120	1400
800-1100kV交流超高压、 特高压隔离开关及接地开关		26	70	88
±500kV-±800kV直流超高压、 特高压隔离开关及接地开关		21	56	70

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- 募投项目预计于 2013 年中全面达产，制约公司发展的产能瓶颈问题得到有效缓解，特别特高压、超高压隔离开关募投项目的达产，将有力推动公司业务的发展。

收购天鹰开关，打开 GIS、断路器业务市场瓶颈

GIS 和断路器已获国网供应商资格

- 长高集团在上市之前已经开始着力于 GIS 等新产品的开发，与中电联下属维依埃龙源电工研究院进行合作（技术主要来源于全俄电工研究院），通过引进先进技术，消化、吸收 GIS 的最新技术成果，按合作协议，该产品的结构形式、技术参数等都将达到国际一流水平，与 ABB、西门子等相当。
- 2011 年长高集团与湖南天鹰开关签署协议，以 4400 万元收购天鹰开关，之后又对公司增资约 4100 万元，完成对公司的全资控股。此次收购，对于公司发展来说具有重要意义。
 - 本次收购进一步丰富了公司产品品种，改善了公司的产品结构，加快公司断路器、GIS 产品进入市场的步伐。天鹰开关是国家电网和

南方电网认定的合格供应商，具备 220/110/35 kV 断路器和 110 kV GIS 的投标资质。此次收购完成后，公司将通过目标公司参与国家电网和南方电网对断路器及 GIS 产品的招标，有利于改变公司以隔离开关和接地开关为主的单一产品局面。

- 本次收购将提升公司整体制造、技术水平，拓展市场。本次收购完成后，通过整合目标公司人员、市场和技术资源，吸收目标公司现有成熟的产品、技术和营销渠道，将进一步使公司高压开关主业做大做强。

110kV GIS 市场试水成功，产品放量在即

- 从 GIS 市场格局来看，长高集团属于国内 GIS 的第二梯队，由于 GIS 跟隔离开关相比，市场规模更为广阔，且长高集团成本控制能力较强，我们认为长高集团未来 GIS 业务将逐步放量。

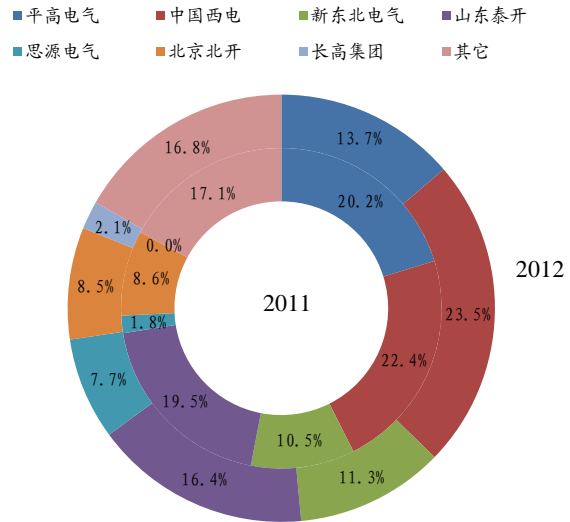
图表 11: 国内 GIS 市场竞争格局

分类	企业名称	产品范围
国际巨头	ABB	126kV~1100kV
	东芝	126kV~1100kV
	AE帕瓦	126kV~1100kV
	西门子	126kV~500kV
本土第一梯队	平高电气	72.5kV~1100kV
	西电西开	126kV~1100kV
	新沈阳高压开关	126kV~1100kV
本土第二梯队及新进入者	山东泰开	126kV~550kV
	思源电气	126kV~252kV
	北京北开电气	126kV~252kV
	泰安泰山电气	126kV~252kV
	长高集团	126kV
合资企业	厦门ABB华电高压开关	126kV~550kV
	平高东芝	126kV~550kV
	山东鲁能AE帕瓦	126kV~550kV
	上海中发AE帕瓦	126kV~550kV
	AE帕瓦苏州超高压	69kV~1100kV

来源：齐鲁证券研究所

- 从长高集团的市场开拓情况来看，公司 2012 年 110 kV GIS 在手订单 200 余组，合同金额约 1 亿元。其中国家电网集中招标中标量为 185 组，分别是第二批中标 78 组，第 5 批中标 65 组，第 6 批中标 42 组，总计 185 间隔，总价约 9000 万元，市场占有率约 2.1%。
- 进入国家电网的集中招标体系，一定程度上反映了公司 110 kV 产品已获得市场认可。我们预计 2013 年随着公司集中招标经验的积累和销售力度的加大，公司 GIS 的市场份额有望进一步提升。

图表 12: 2011、2012 年国家电网集中招标 GIS 中标情况



来源：齐鲁证券研究所

断路器布局国网集中招标，2013 年有望获得突破

- 长高集团通过收购天鹰开关，已经具备了 110kV 和 220kV 断路器的生产能力和电网公司的投标资质。目前公司正积极筹备国网集中招标，完善招标材料并积累招标方面的经验，计划 2013 年将进入国网集中招标体系。
- 与隔离开关相比，断路器单台价值更高，市场空间更为广阔，产品盈利能力与隔离开关相当。若长高集团 110kV、220kV 断路器成功进入国家电网集中招标体系，必将成为公司未来新的利润增长点。

新材料业务获得突破

- 2010 年 10 月，公司出资 5220 万元投资湖南湘能特钢股份有限公司，并更名为湖南长高新材料股份有限公司，主要生产铁基耐磨材料，应用于电厂中的球磨机，以及钢铁和矿山中。该产品与同类的耐磨钢材相比具有较高的耐磨性能和性价比，市场前景广阔。
- 长高新材料公司此前客户主要是电厂，但由于衬板属于耐磨品，一般需要 1~2 年的回款周期，回款周期较长。基于此公司减少了对电厂客户的依赖，目前正逐步向钢铁行业扩张，利用该材料做的轧辊属于钢铁行业的易耗品，回款周期大大缩短，目前市场开拓已取得不错的进展。

图表 13: 公司 HMCN-1 新一代轧辊技术优势分析

轧辊材质	精轧机架K1 (Φ12)			切分机架K3 (Φ14)		
	平均过钢量 (t) A	平均价格 (元/吨) B	性价比 (A/B)	平均过钢量 (t) A	平均价格 (元/吨) B	性价比 (A/B)
高NiCrMo	120	14000	1	600	14000	1
公司第一代	150	16000	1.1	700	16000	1.02
国内高性能	170	23000	0.85	1000	23000	1.02
公司新一代HMCN-1	240	23000	1.22	2100	23000	2.13

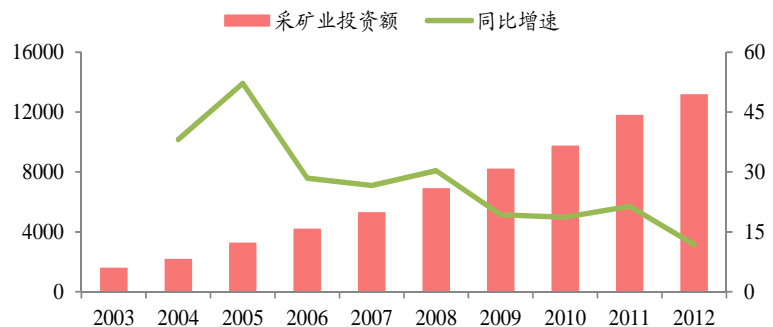
来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

- 2012 年 9 月, 公司 HMCN-1 新一代轧辊第一次参加市场招标, 凭借 HMCN-1 新一代轧辊优异的使用性能, 力挫众对手, 大获全胜, 取得了涟源钢铁公司棒带材一、二厂热精轧辊 2013 年全年供货权, 合同金额 894 万元。
- 我们预计公司 2013 年耐磨材料业务将有望实现 4000 万元的收入规模, 毛利率将随着收入规模的扩大而恢复到正常水平。

机电设备选择性侧重发展, 房地产进入收获期

长高矿机业务稳步推进, 一品重机等亏损业务或将逐步淡出

- 2010 年 7 月, 公司与马驰宇技术方共同出资人民币 1000 万元发起设立湖南长高矿山机电设备有限公司 (以下简称“长高矿机”), 其中公司现金出资 750 万元, 占长高矿机注册资本的 75%, 其主要经营范围为矿山机电设备有限公司及冶金机电设备制造与销售, 自动化控制系统及程序软件开发。项目产品压力矿浆快速浮选装置是新一代浮选设备, 占地面积小, 成本低、建设周期短和精矿质量好等众多优点而倍受选矿界的青睐, 市场前景良好, 市场容量大。
- 从国内采矿业固定资产投资数据来看, 采矿业每年固定资产投资额稳步增加, 尽管增速放缓态势明显, 但仍能保持年均 10% 左右的增速。由于公司矿机产品业务规模较小, 我们认为其仍有较大发展空间。

图表 14: 采矿业固定资产投资额及同比增速


来源: wind, 齐鲁证券研究所

- 长高一品重机股份有限公司成立于 2007 年，是一家专业研发制造销售水平定向钻机，铰接式移动起重机及其它工程机械产品的高新技术企业。公司主导产品 YP 系列非开挖水平定向铺管钻机，涵盖 20T—600T 之间的各种型号，是国内少数能完全掌握特大型非开挖设备研发技术的新型企业，其中 YP-300、YP-380、YP-600 等中小型设备已形成水平定向钻机行业的标杆产品。近两年由于行业景气度下行，目前该公司经营状况面临较大压力，持续亏损，集团公司正在积极研究方案，以转让或其它方式逐步退出该领域。

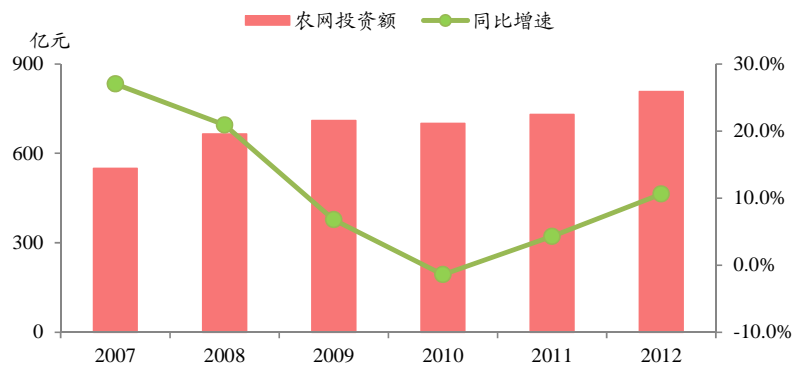
地产项目已封顶，2013 年将择机出售

- 从 2012 年中报来看，公司房地产收入同比减少 103.03%，主要是公司二期工程正在建设，上半年无房产销售。
- 目前公司二期房地产项目已经封顶，项目建设面积约 61674 平米，成本价约 3183 元/平米，周边售价约 4000~4500 元/平米，2013 年公司将开始择机出售该部分房产，并确认收入。

农网改造建设高峰，公司积极备战中压成套市场

- “十二五”开始，国家电网公司和南方电网公司加大了对配网及农网改造的投资力度。以国家电网为例，2012 年国家电网公司完成电网投资总额约 3059 亿元，低于年初计划的 3097 亿元，与 2011 年基本持平，但农网投资规模却由 2011 年的 730 亿元提升到 2012 年的 807 亿元，增幅近 11%。

图表 15：近年来国家电网公司农网投资额



来源：国家电网，齐鲁证券研究所

- 对于农网改造而言，其需要的电力设备电压等级主要为中压 40.5kV 及 12kV 产品，农网投资额的快速增长必将带动设备需求量的急速攀升。
- 近年来，我国中压开关成套设备市场发展迅速，年均复合增速超过 10%，2012 年中压开关成套设备市场需求量预计在 1000 亿元左右，市场相当广阔；从国内中压开关成套设备的下游分布来看，电网、铁路、矿山、煤炭、石化等各个行业均有分布，市场相对分散；从竞争格局来看，除电网领域由于国家电网公司近年来实行集中招标导致行业集中度有所提

升以外，其余市场的行业集中度很低。

- 目前，长高集团中压产品主要有 12kV 和 40.5kV 隔离开关和接地开关、40.5kV 断路器，收入规模相对较小。
- 2013 年公司将推出中压开关成套产品，并计划参与国家电网公司后两批招标，争取进入国家电网公司集中招标采购体系。随着公司对中压开关成套市场的重视，我们预计其中压开关成套产品未来有望在两年内迅速做到 1~2 亿的收入规模。

图表 16: 国内主要中压成套设备供应商经营情况一览

公司名称	股票代码	营业收入	营业收入 增速 (%)	净利润	净利润增 速 (%)	产品毛利 率 (%)
鑫龙电器	002298.SZ	944.0	9.5	95.3	31.1	40.5
森源电气	002358.SZ	990.5	39.5	192.2	47.2	36.1
北京科锐	002350.SZ	1,124.1	21.9	80.2	-7.1	28.3

来源: wind, 齐鲁证券研究所

盈利预测及投资建议

盈利预测

- 盈利预测假设条件:
 - 传统隔离开关业务保持稳定增长，2013 年、2014 年、2015 年同比分别增长 10%、5%、5%；
 - GIS 业务 2013 年开始放量，收入增速为 180%，2014 年收入增速为 100%，2015 年收入增速为 50%；
 - 耐磨材料业务由于钢铁市场已经获得突破，我们预计 2013、2014、2015 年收入增速分别为 80%、50%、50%；
 - 房地产业务 2013 年开始确认收入，2013 年、2014 年、2015 年分别确认收入 5000 万元、1.5 亿、8000 万元；
 - 其它产品中，我们预计在断路器及中低压成套设备逐步放量的影响下，公司 2013、2014、2015 年实现收入分别为 1300 万元、6500 万元、1.3 亿元；
 - 由于国网中标价格的回升以及核心部件逐步自产，我们预计 2012~2014 年公司隔离开关毛利率将保持稳定或小幅上升；GIS 毛利率将随着收入规模放大而不断提升，2013、2014、2015 年毛利率分别为 25%、28%、30%；耐磨材料由于业务规模较小，2012 年毛利率处于低点，2013、2014 年将有所恢复；机电设备毛利率因为工程机械业务的退出而有所提升，达到 40%左右；房地产业务毛利率假定为 35%；其它业务毛利率参考同行业平均水平，2013 年处于市场开拓期，毛利率较低为 25%，2013、2014 年提升到 28%；
 - 公司的营业税率、所得税率保持稳定。

图表 17: 公司收入分项预测

		2011	2012	2013E	2014E	2015E
开关类	收入	294.0	333.0	366.3	384.6	403.9
	成本	186.8	196.1	218.0	230.8	246.4
	增速	5.6%	13.3%	10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	36.5%	41.1%	40.5%	40.0%	39.0%
耐磨材料	收入	19.2	23.1	41.6	62.4	93.6
	成本	14.2	18.6	31.2	46.8	72.1
	增速	-21.6%	20.2%	80.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	26.1%	19.7%	25.0%	25.0%	23.0%
机电设备	收入	12.5	8.5	10.1	12.2	14.6
	成本	9.6	5.7	6.1	7.4	9.1
	增速		-32.5%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	22.9%	32.4%	40.0%	39.0%	38.0%
房地产	收入	20.1	2.5	50.0	150.0	80.0
	成本	12.3	2.1	30.0	90.0	48.0
	增速		-87.6%		200.0%	-46.7%
	毛利率	38.9%	15.7%	40.0%	40.0%	40.0%
GIS	收入		40.9	114.4	228.8	343.1
	成本		33.2	85.8	164.7	240.2
	增速			180.0%	100.0%	50.0%
	毛利率		18.8%	25.0%	28.0%	30.0%
其它	收入		2.6	13.0	65.0	130.0
	成本		0.7	9.8	46.8	91.0
	增速		-78.1%	500.0%	400.0%	100.0%
	毛利率		73.1%	25.0%	28.0%	30.0%
合计	收入	345.8	410.6	595.5	903.0	1065.2
	成本	222.9	256.3	380.8	586.5	706.7
	增速	14.2%	18.7%	45.0%	51.6%	18.0%
	毛利率	35.5%	37.6%	36.1%	35.0%	33.7%

来源: 齐鲁证券研究所

- 我们预计公司 2013 年、2014 年、2015 年实现收入分别为 5.95 亿元、9.03 亿元、10.65 亿元，同比分别增长 45.03%、51.65%、17.97%；产品综合毛利率分别为 36.1%、35.0%、33.7%；实现净利润分别为 7500 万元、10700 万元、12700 万元，同比分别增长 36.42%、42.37%、19.46%；对应 EPS 分别为 0.58 元、0.82 元、0.98 元。

公司合理估值区间为 12.76~14.5 元

- **同行业估值水平为 2013 年 21.5 倍 PE:** 我们选取 A 股开关类一次设备上市公司平高电气 (600312.SH)、中国西电 (601179.SH)、思源电气 (002028.SZ)、森源电气 (002358.SZ)、北京科锐 (002350.SZ) 作

为可比公司，可比公司 2013 年平均市盈率为 21.5 倍。

图表 18: 同类公司估值水平一览

公司	股票代码	股价	EPS (元)			PE		
			2012E	2013E	2014E	2012	2013	2014
思源电气	002028.SZ	15.93	0.53	0.74	0.90	30.2	21.6	17.6
平高电气	600312.SH	9.32	0.16	0.44	0.64	57.8	21.1	14.7
中国西电	601179.SH	3.33	0.03	0.10	0.17	114.4	33.8	19.9
北京科锐	002350.SZ	9.19	0.50	0.61	0.72	18.3	15.0	12.7
森源电气	002358.SZ	12.50	0.59	0.78	1.04	21.1	16.0	12.0
平均						48.4	21.5	15.4

来源: wind, 齐鲁证券研究所

- 公司合理估值区间为 12.76~14.5 元: 参考可比公司的估值水平, 考虑到公司收入规模相对较小, 且未来几年业绩有望快速增长, 我们给予公司 2013 年 22~25 倍 PE, 目标价 12.76~14.5 元, 给予其“增持”评级。

风险提示

- **电网投资不达预期:** 目前电网公司已经公布了 2013 年的投资规划, 但 2013 年前 3 个月全社会用电量增速持续低于预期, 一定程度上反映出了用电需求的下降, 如该情况未来没有实质性改善, 电网投资规划可能会向下调整, 电力设备的需求也将低于预期;
- **市场开拓进展不达预期:** 公司的隔离开关主业未来将保持稳定, 增长将主要来自于耐磨材料、GIS 乃至中压成套等新产品, 如这些新产品市场开拓缓慢, 将极大影响公司未来的成长速度。

图表 19: 预测公司财务报表

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	304	349	411	595	903	1,065
增长率	-22.66%	14.9%	17.5%	45.0%	51.6%	18.0%
营业成本	-191	-224	-256	-381	-587	-707
% 销售收入	62.8%	64.2%	62.4%	63.9%	65.0%	66.3%
毛利	113	125	154	215	316	359
% 销售收入	37.2%	35.8%	37.6%	36.1%	35.0%	33.7%
营业税金及附加	-2	-3	-2	-3	-5	-5
% 销售收入	0.7%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-17	-31	-38	-54	-79	-91
% 销售收入	5.4%	8.7%	9.3%	9.0%	8.8%	8.5%
管理费用	-42	-43	-49	-70	-104	-117
% 销售收入	13.8%	12.2%	11.8%	11.7%	11.5%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	52	49	65	88	129	145
% 销售收入	17.2%	14.1%	15.9%	14.9%	14.2%	13.7%
财务费用	3	10	10	7	6	6
% 销售收入	-0.8%	-2.9%	-2.4%	-1.1%	-0.7%	-0.5%
资产减值损失	-2	-4	-16	-12	-15	-8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1	1
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.9%	0.6%	0.4%	0.3%
营业利润	53	55	60	84	120	143
营业利润率	17.3%	15.8%	14.5%	14.0%	13.3%	13.5%
营业外收支	2	1	2	2	2	2
税前利润	54	56	61	86	122	145
利润率	17.8%	16.0%	15.0%	14.4%	13.5%	13.7%
所得税	-9	-11	-12	-15	-22	-26
所得税率	16.1%	19.5%	20.2%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	45	45	49	70	100	119
少数股东损益	0	-5	-6	-5	-7	-8
归属于母公司的净利润	46	50	55	75	107	127
净利率	15.0%	14.2%	13.4%	12.6%	11.8%	11.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	45	45	49	70	100	119
少数股东损益	0	0	0	-5	-7	-8
非现金支出	12	16	29	36	42	36
非经营收益	1	0	1	-2	-2	-2
营运资金变动	-24	-64	-124	-60	-180	-96
经营活动现金净流	34	-3	-45	40	-48	50
资本开支	39	86	50	45	25	20
投资	-2	-25	-22	0	0	0
其他	0	2	0	1	1	1
投资活动现金净流	-41	-109	-72	-45	-25	-20
股权募资	602	1	0	0	0	0
债权募资	-55	50	-46	-5	0	0
其他	-21	-4	-18	-1	-17	0
筹资活动现金净流	526	47	-63	-6	-17	0
现金净流量	519	-65	-180	-11	-89	30

资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	678	606	430	423	341	379
应收款项	232	237	286	496	715	829
存货	57	135	219	188	289	349
其他流动资产	35	47	44	79	115	138
流动资产	1,001	1,025	979	1,187	1,460	1,694
% 总资产	87.2%	80.1%	77.3%	79.3%	82.4%	84.8%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	89	160	196	219	220	214
% 总资产	7.8%	12.5%	15.5%	14.7%	12.4%	10.7%
无形资产	55	93	87	87	87	86
非流动资产	147	255	288	311	311	305
% 总资产	12.8%	19.9%	22.7%	20.7%	17.6%	15.2%
资产总计	1,148	1,280	1,267	1,497	1,771	1,999
短期借款	0	50	5	0	0	0
应付款项	139	185	177	347	533	639
其他流动负债	11	5	15	26	14	17
流动负债	150	240	196	374	548	656
长期贷款	3	3	3	3	3	3
其他长期负债	15	17	17	17	17	17
负债	168	261	216	393	567	675
普通股股东权益	957	997	1,037	1,095	1,201	1,329
少数股东权益	23	22	14	9	2	-6
负债股东权益合计	1,148	1,280	1,267	1,497	1,771	1,999

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益 (元)	0.457	0.498	0.422	0.576	0.820	0.979
每股净资产 (元)	9.571	9.971	7.976	8.422	9.242	10.221
每股经营现金净流 (元)	0.344	-0.028	-0.346	0.340	-0.315	0.442
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.130	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.77%	4.99%	5.29%	6.83%	8.87%	9.58%
总资产收益率	3.98%	3.89%	4.33%	5.00%	6.02%	6.37%
投入资本收益率	14.40%	8.52%	8.30%	10.62%	12.19%	12.60%
增长率						
营业总收入增长率	-22.66%	14.86%	17.48%	45.03%	51.65%	17.97%
EBIT 增长率	-40.94%	-5.76%	32.52%	35.26%	45.47%	13.10%
净利润增长率	-38.69%	8.90%	10.25%	36.42%	42.37%	19.46%
总资产增长率	110.58%	11.48%	-1.02%	18.20%	18.28%	12.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	234.2	223.1	213.5	230.0	230.0	230.0
存货周转天数	103.5	155.9	253.2	180.0	180.0	180.0
应付账款周转天数	239.2	206.7	182.5	200.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	75.3	79.8	121.1	117.6	77.3	62.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-68.85%	-54.25%	-40.20%	-38.14%	-28.13%	-28.45%
EBIT 利息保障倍数	-20.6	-4.8	-6.6	-13.5	-21.6	-25.9
资产负债率	14.65%	20.37%	17.05%	26.27%	32.02%	33.80%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。