



买入

29% ↑

目标价格:人民币 20.00

002452.CH

价格:人民币 15.52

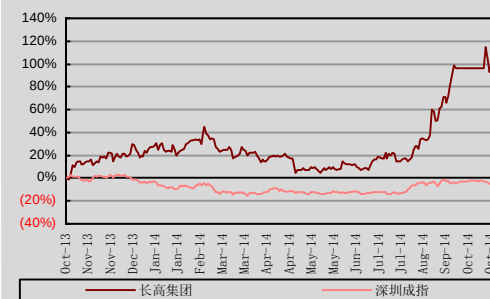
目标价格基础:38.5 倍 15 年市盈率

板块评级:未有评级

本报告要点

- 长高集团受让富特科技,切入新能源汽车领域
- 长高集团与浙江时空电动建立战略联盟关系,融入互联网汽车生态圈。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	65	7	56	84
相对新华富时 A50 指数	58	3	52	79

发行股数(百万)	260
流通股(%)	59
流通股市值(人民币 百万)	2,114
3 个月日均交易额(人民币 百万)	70
净负债比率(%) (2014E)	17.6
主要股东(%)	
马孝武	21

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2014 年 11 月 7 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

电气设备: 高低压设备

刘波

(8621)20328929

bo.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512020001

*胡毅、张丽新为本报告重要贡献者

长高集团

二次创业, 巧布局、发力新能源汽车

长高集团具备突出的传统电网高压电气零部件核心竞争力。公司通过战略并购和战略联盟方式, 巧布局、快发展进入新能源汽车电气零部件领域, 公司已经快速成为了国内新能源汽车车载充电机和 DC/DC 市场占有率第一的企业。通过与国内互联网汽车企业时空汽车建立战略合作关系, 我们认为公司在新能源汽车车载核心电气零部件研发和制造、充电网络基础设施建设和运营、整车租赁运营等领域将有一番大的作为。对公司首次评级为买入, 目标价格 20.00 元。

支撑评级的要点

- 传统业务高压电网电气零部件核心供应商, 在隔离开关产品领域长期位居前三。精细管理和市场运作核心竞争能力突出, 未来该业务将持续受益于特高压交直流以及国际化的拉动。
- 巧布局、快发展进入新能源汽车电气零部件领域, 未来在相关领域并购持续值得期待。本次收购的富特科技是国内乘用车车载充电机市场占有率第一的企业, 国内充换电站整流模块、均衡控制器和 OEM 主力供应商, 另一款产品车载 DC/DC 装置也有望占据市场第一。
- 有望成为非车载新能源汽车充电基础设施建设和运营新的龙头企业之一。公司整合富特科技在整流器、DC/DC、均衡装置等电力电子核心模块, 利用自身在电气系统的工程、集成、市场优势, 大力进军非车载充电网络基础设施, 直接服务于时空汽车、众泰汽车等租赁汽车充电网络市场。
- 与时空汽车战略合作意义重大, 未来在新能源汽车业务拓展方面值得期待。时空汽车董事长陈峰参与长高集团本次定向增发, 使长高集团与时空建立战略联盟关系。时空是国内最优秀的互联网汽车之一, 通过互联网思维和技术大幅降低纯电动汽车的制造和使用成本, 其与东风合作的御风 A08 微客、与众泰合作的 E20 微轿等在 B2B、B2C 租赁领域市场有极大发展空间, 与时空在纯电动汽车领域的合作值得期待。

评级面临的主要风险

- 国内新能源汽车产业的发展低于预期。

估值

- 我们预计上市公司 2014~2016 年净利润为 0.9 亿元、1.6 亿元和 3.0 亿元, 对应 2014~2016 年市盈率为 52.4 倍、30.0 倍和 15.7 倍。基于 2015 年 38.5 倍市盈率, 目标价 20.00 元, 给予买入的首次评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	410.57	496.29	565.92	860.51	1,310.56
变动(%)	5.69	20.88	14.03	52.06	52.30
净利润(人民币 百万)	54.86	76.60	91.95	160.39	306.99
全面摊薄每股收益(人民币)	0.18	0.25	0.30	0.52	0.99
变动(%)	27.6	39.64	20.04	74.43	91.40
全面摊薄市盈率(倍)	87.77	62.86	52.36	30.02	15.68
价格/每股现金流量(倍)	0.32	0.35	0.88	0.77	0.66
每股现金流量(人民币)	48.64	44.01	17.62	20.26	23.37
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.66	12.06	24.44	16.46	10.16
每股股息(人民币)	0.13	0.15	0.15	0.15	0.15
股息率(%)	0.84	0.97	0.97	0.97	0.97

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

传统主业竞争力突出，未来受益特高压建设	3
二次创业，进军新能源汽车产业	8
吸收整合，发力非车载充电网络建设和运营	15
战略合作时空电动，新能源汽车业务拓展大空间	17
研究报告中所提及的有关上市公司	21

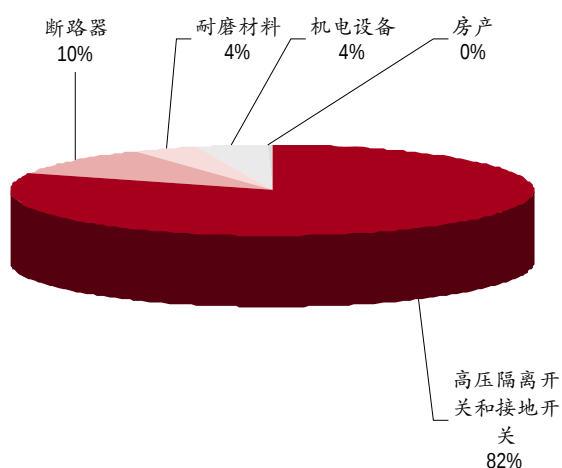
传统主业竞争力突出，未来受益特高压建设

传统核心产品为高压隔离开关和接地开关

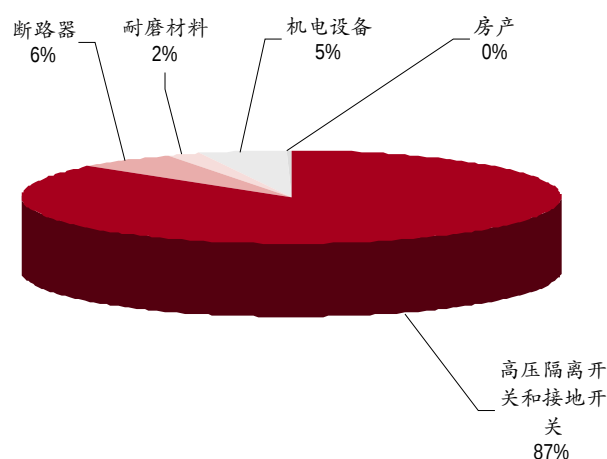
长高集团传统业务专注在研制和生产高压电器上，公司主营业务是1,100KV及以下高压开关等高压电器及高低压成套电器与配电箱。在国内重点建设特高压输电线路和配网系统的环境下，公司立足高压隔离开关（含接地开关），逐步向GIS组合电器、断路器、以及成套电器等产品领域拓展，通过内涵式发展打造高压开关产品等四大产品的产品集群，提升了公司在高压开关大行业的市场竞争力和行业地位。

公司业务收入主要来自于隔离开关和接地开关，收入占比在80%以上。2013年该部分收入占比82%，毛利润占比87%。公司盈利能力处于同行业中的领先地位。

图表 1. 2013 年公司分产品收入占比情况

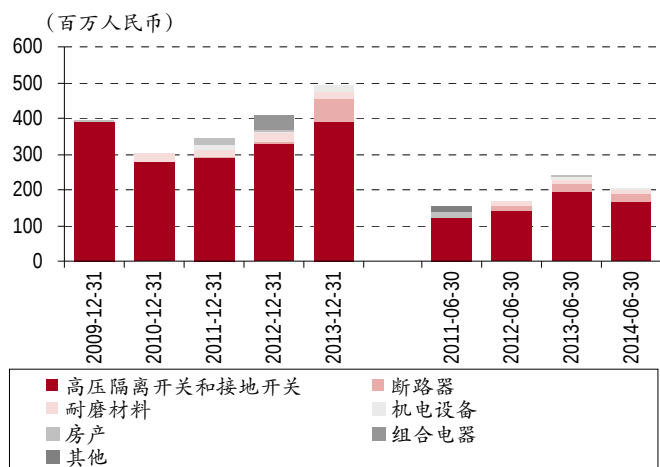


图表 2. 2013 年公司分产品毛利占比情况

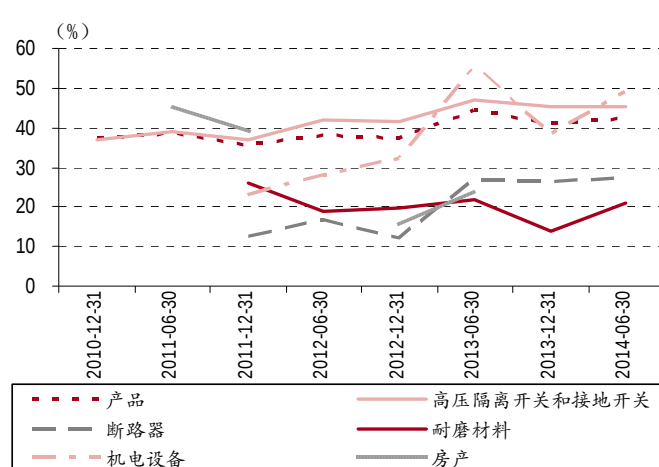


资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 3. 公司收入增长



图表 4. 2013 年公司分产品毛利率



资料来源：公司公告，中银国际研究

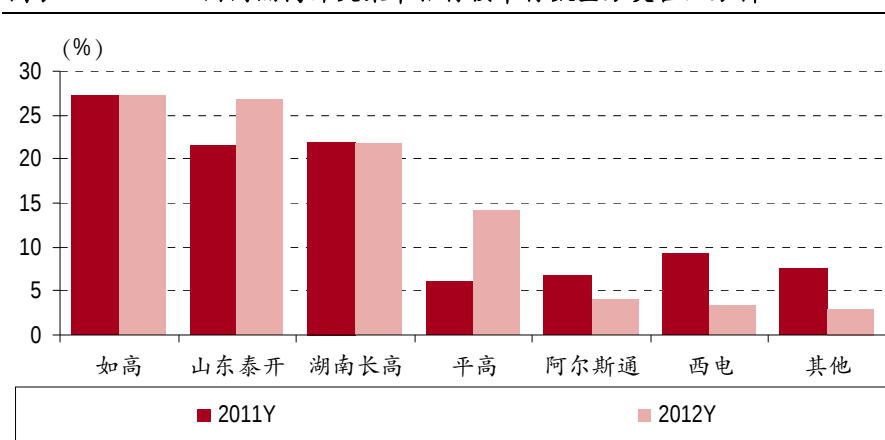
市场占有率和盈利水平验证公司竞争优势

国内隔离开关的市场竞争者主要有国际巨头、国内企业以及合资企业，竞争格局已形成较为稳定的格局。

公司隔离开关产品在电网系统内的市场占有率保持比较稳定，中标份额排名也一直靠前，公司产品是市场中的佼佼者，在国网和南网集中招标中，中标排名前三，份额超过 20%。

在稳定好电网系统内的市场份额的同时公司努力突破系统外市场，在系统外和海外市场发展争取获取更多的订单，另外组合电器和成套电器的订单增长空间还很大。

图表 5. 2011-2012 国网隔离开关集中招标按中标数量分类占比分析



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 6. 长高集团主要竞争企业情况

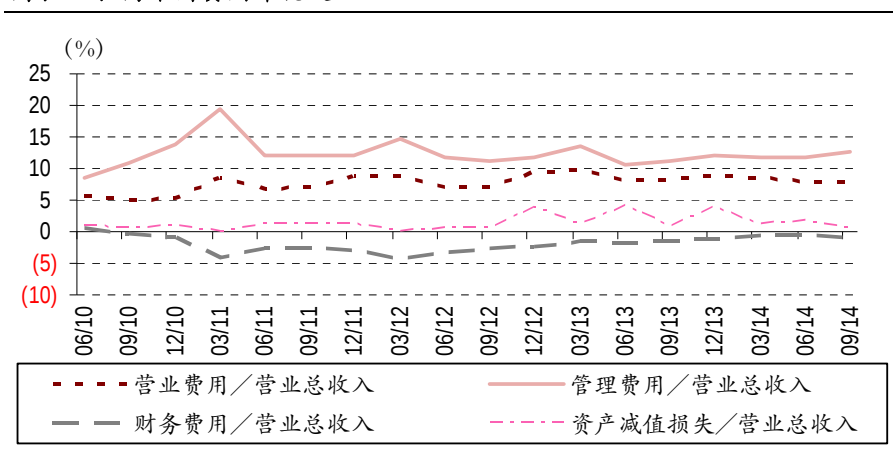
公司名称	主要产品	备注
长高集团	12~1100kV 高压隔离开关和接地开关、40.5kV 户外高压 SF6 断路器和真空断路器、40.5kV 及以下户外高压跌落式熔断器等。	2013 年高压隔离开关和接地开关业务占比 80%
河南平高电气股份有限公司（平高）	72.5~1100kV GIS、72.5~1100kV 高压断路器、72.5~1100kV 高压隔离开关和接地开关等。	2013 年高压隔离开关和接地开关业务占比 7.6%
西安西电高压开关有限责任公司（“西开”）	高压断路器、高压隔离开关、高压电流互感器、成套配电装备等。	西电旗下
新东北电气（沈阳）高压开关有限公司（“沈高”）	主导产品有气体绝缘金属封闭开关设备（GIS）、六氟化硫断路器、发电机保护断路器等。	新东北旗下
江苏省如高高压电器有限公司（“如高”）	主要产品为高压断路器、高压隔离开关和互感器等。	思源电气的控股子公司
山东泰开隔离开关有限公司（“泰开”）	12~1100kV 隔离开关、接地开关等。	
西门子（杭州）高压开关有限公司（“西门子”）	110 kV/40 kA 柱式断路器、220 kV/50 kA 柱式断路器、110~550 kV 的罐式断路器及隔离开关。	由中国华电工程（集团）有限公司、西门子（中国）有限公司和浙江宏发能源投资有限公司三方出资组建的合资企业。
苏州阿海珐高压电气开关有限公司（“阿海珐”）	F35 型/72.5-145kV、B105 型/245kV、T155 型/550kV 气体绝缘金属封闭开关设备及 126 kV 及以上瓷柱式断路器、隔离开关等。	2003 年由阿海珐输配电和与创元集团合资设立。另外，阿海珐输配电隔离开关(无锡)有限公司中标的也一并统计。

资料来源：公司公告，中银国际研究

公司对于费用控制体系化，费用率稳定，有效支持销售转化为利润

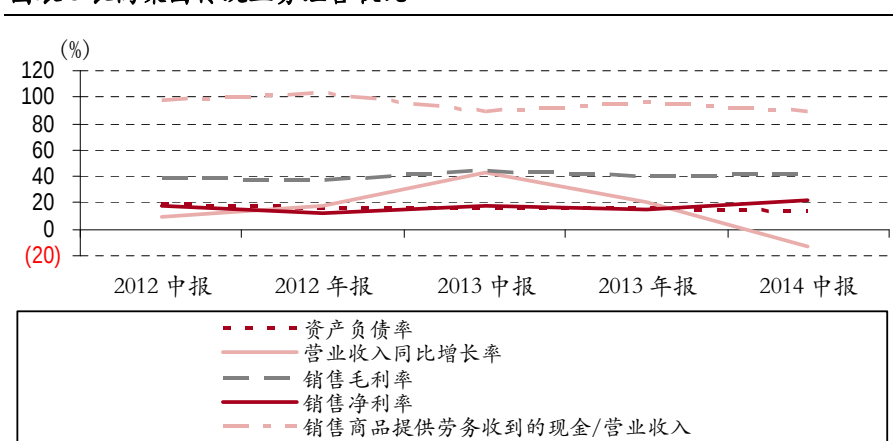
公司资产负债表强壮，同时主营业务盈利能力和现金流循环一直处于很好的水平。公司良好的费用控制能力，有效的将营业收入转化为公司利润。

图表 7. 长高集团费用率稳定



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 8. 长高集团传统业务经营状况



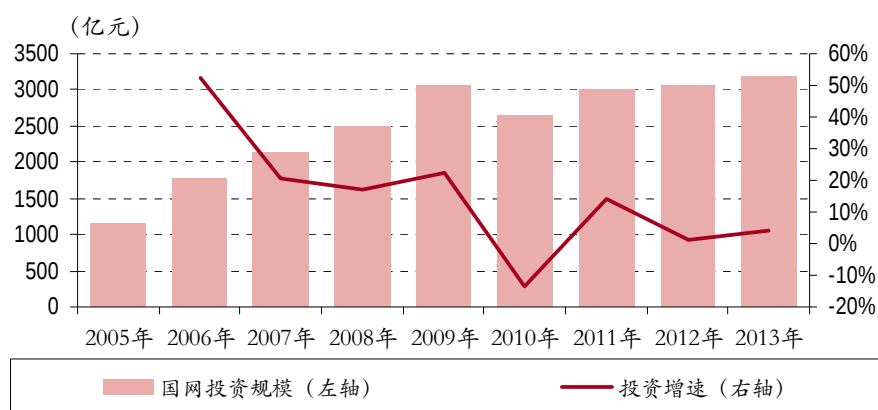
资料来源：中银国际研究

公司传统业务未来将持续受益特高压建设

中国电力行业虽然从中长期来看，难以出现过去那样的超速发展，但是电力投资在智能电网发展、城镇化推进、以及中国经济发展的基础上持续。其中由于资源和电力负荷需求区的不匹配，综合考虑环保压力，中国对长距离的跨省/区电力传输需求持续增大，尤其是高压大功率直流输电的需求还会持续甚至增加。

在近期出台的《能源行业加强大气污染防治工作方案》的报告中，再次强调为进一步扩大北电南送、西电东送规模，规划建设蒙西~天津南、锡盟~山东等 12 条电力外输通道。

图表 9. 国家电网每年投资力度



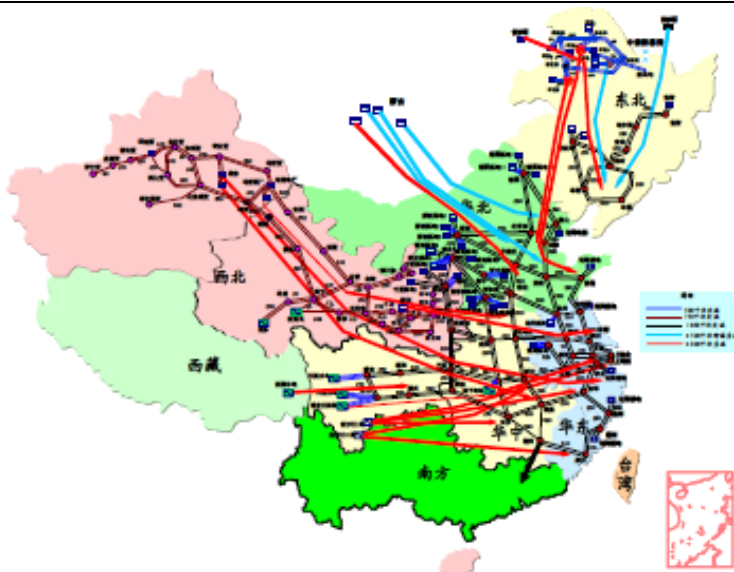
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 10. 12 条特高压线路情况

线路类型	序号	工程名称	计划投运时间	状态
特高压交流	1	淮南-南京-上海	2016	2014 年核准，在建
	2	锡盟-济南	2017	2014 年核准，开工与否未知
	3	蒙西-天津	2017	未核准，但是 2014 年 10 月环保部已经通过
	4	榆横-潍坊	2017	未核准
特高压直流	5	宁东-浙江	2016	2014 年核准，在建
	6	上海庙-山东	2016	未核准
	7	锡盟-泰州	2017	未核准
	8	晋北-南京	2017	未核准
	9	滇西北-广东	2017	未核准
500KV 超高压	10	辽宁绥中电厂改接华北电网		
	11	陕北神木至河北南网		
	12	山西孟县电厂接入河北南网		

资料来源：公开资料，中银国际研究整理

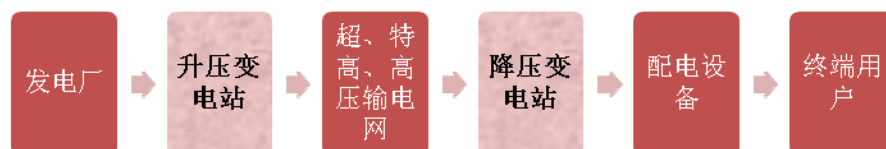
图表 11. 特高压规划图



资料来源：公司公告，中银国际研究

高压隔离开关是变电站中使用量大、应用范围很广的高压电器设备。主要用来开闭电压互感器、避雷器、母线和直接与母线相连设备的电容电流。主要用在电网建设及输电工程的各类变电站、以及电源建设中发电厂升压变电站之上。

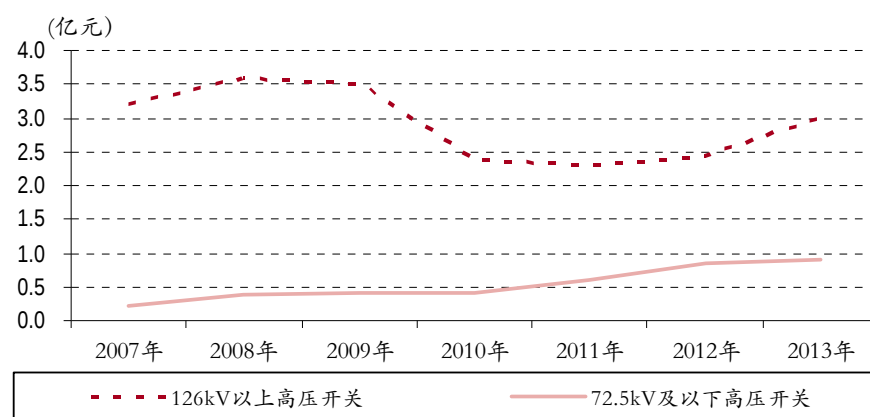
图表 12. 高压开关主要在电力流程中的应用环节



资料来源：公司公告，中银国际研究

公司曾先后为我国的第一条 1100kV 特高压交流输电工程、世界首条 $\pm 800\text{kV}$ 特高压直流输电工程、世界上首个 $\pm 600\text{kV}$ 电压等级直流输电工程、我国第一条“疆电外送”的特高压直流线路、全国首个跨区直流联网输电工程以及“西电东送”等国家重点工程项目提供设备，公司在高压开关领域中受到市场认可，市场占有率处于行业前列。高压开关在特高压输电工程中设备采购比重为 5% 左右，长高集团其中市场占有率在 25%-30%，所以，随着国家特高压输电工程的发展，公司将从中受益，提升公司的业绩。

图表 13. 公司隔离开关收入结构



资料来源：公司公告，中银国际研究

二次创业，进军新能源汽车产业

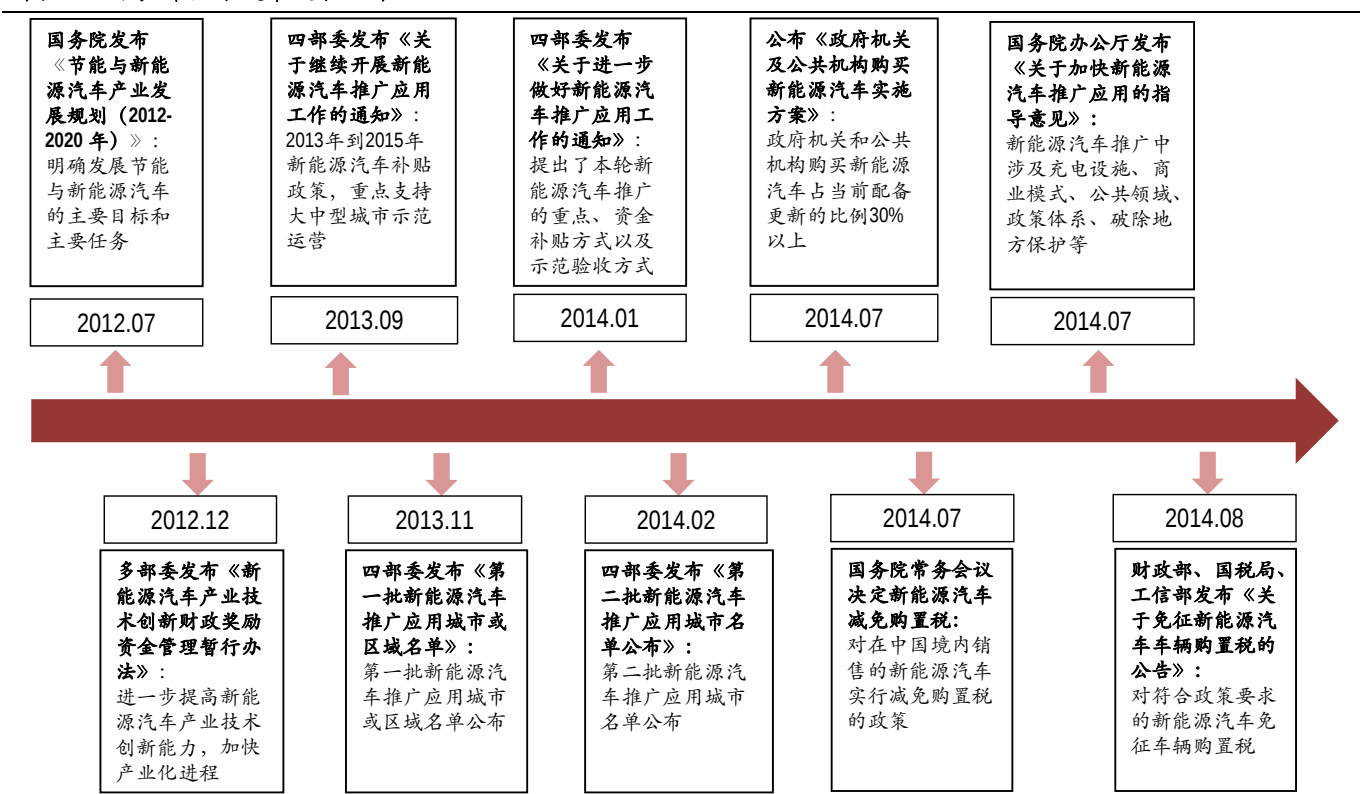
国家大力推动新能源汽车的发展，在良好支持环境下，新能源汽车市场新能源汽车产业链的思维变更和互联网汽车的发展，有助于重构电动汽车商业模式以及产业供应链，长高集团借此契机在布局新能源汽车产业链，通过外延式并购方式寻找优势合作伙伴，完善产业链。

利用公司电气领域的优势，公司以选择杭州福特科技股权为起点，后续推测将围绕新能源汽车充电桩、电机电控及关键基础设施充电桩等领域展开产业并购，并在并购后加大新能源汽车相关领域资本投入。

政策驱动，新能源汽车市场快速发展

众所周知，我国新能源汽车市场，特别是纯电动汽车市场，在国家强力的补贴政策和倾斜式的扶持政策下形成了显著的市场空间。

图表 14. 国家新能源汽车发展政策

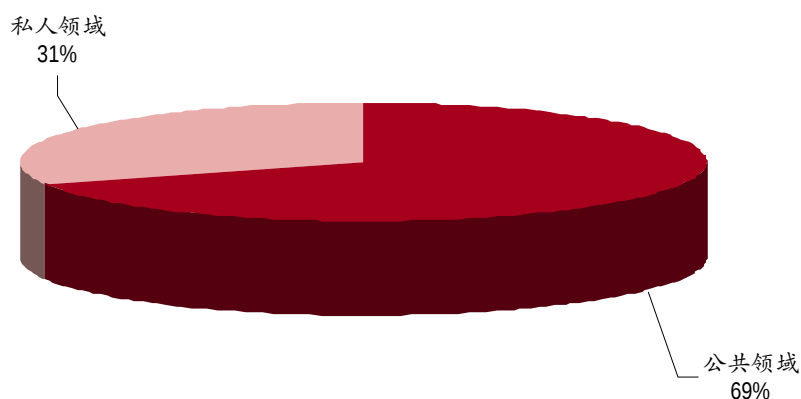


资料来源：赛迪顾问，中银国际研究

图表 15. 我国新能源汽车推广试点城市及 2015 年之前发展目标（单位:辆）

序号	城市	发展目标	序号	城市	发展目标	序号	城市	发展目标	序号	城市	发展目标
1	北京市	35,000	11	广州市	10,000	21	潍坊市	5,500	31	海口市	5,000
2	深圳市	35,000	12	重庆市	10,000	22	青岛市	5,200	32	成都市	5,000
3	上海市	20,000	13	福建城市群	10,000	23	芜湖市	5,110	33	兰州市	5,000
4	江苏城市群	15,000	14	广东城市群	10,000	24	聊城市	5,010	34	内蒙古城市群	5,000
5	河北城市群	13,141	15	长春市	10,000	25	天津市	5,000	35	沈阳市	5,000
6	昆明市	13,120	16	长株潭地区	6,100	26	晋城市	5,000	36	哈尔滨市	5,000
7	西安市	11,000	17	合肥市	5,700	27	大连市	5,000	37	淄博市	5,000
8	武汉市	10,500	18	临沂市	5,690	28	宁波市	5,000	38	泸州市	5,000
9	浙江城市群	10,100	19	郑州市	5,500	29	新乡市	5,000	39	贵州城市群	5,000
10	太原市	10,000	20	江西城市群	5,300	30	襄阳市	5,000	40	云南城市群	5,000

资料来源：公开资料，中银国际研究整理

图表 16. 我国 2015 年前新能源汽车推广领域


资料来源：公开资料，中银国际研究整理

图表 17. 新能源汽车第二轮补贴政策中乘用车补贴金额

纯电动续航里程 (工况法, 公里)	80 (含) ~150	150 (含) ~250	大约 150 (含)	大于 50 (含)
纯电动乘用车(万元)	3.5	5	6	-
插电式(含增程式)混合动力乘用车(万元)	-	-	-	3.5

资料来源：《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》，中银国际研究整理

图表 18. 新能源汽车第二轮补贴政策中客车补贴金额

车长(米)	6 (含) ~8	8 (含) ~10	大于 10 (含)
纯电动客车(万元)	30	40	50
插电式混合动力客车(含增程)(万元)	-	-	25

资料来源：《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》，中银国际研究整理

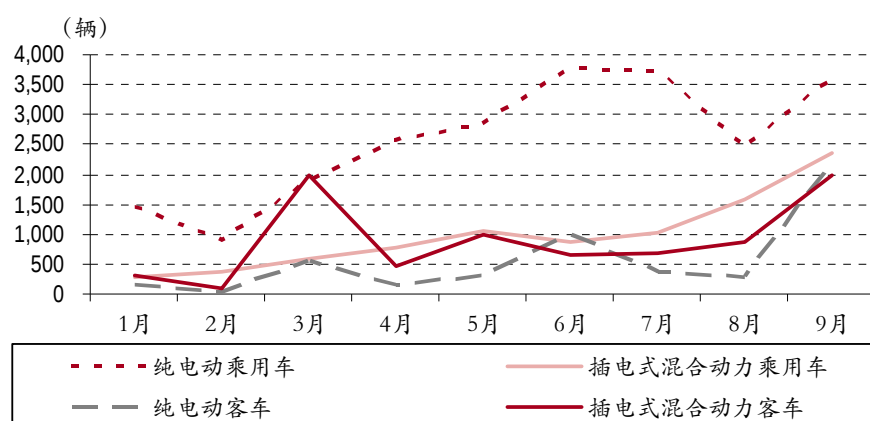
图表 19. 新能源汽车第二轮补贴政策中其他类型汽车补贴金额

超级电容器、钛酸锂快充纯电动客车	定额补贴 15 万元
纯电动专用车（邮政、物流、环保）	按照电池每瓦时补贴 2,000 元，每辆车补贴上限为 15 万。
燃料电池汽车：	乘用车每辆补贴 20 万；商用车每辆补贴 50 万。

资料来源：《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》，中银国际研究整理

销量数据方面，我们认为，随着新能源汽车生产企业新车型的推出以及部分企业新能源汽车商业模式探索中积累的经验逐渐成熟，在地方城市和车企 2015 年完成新能源汽车推广压力下，明年将会是我国新能源汽车放量发展的重要之年。

图表 20. 年初至今我国新能源汽车产量情况



资料来源: 汽研中心, 中汽协, 中银国际研究整理

长高集团入主杭州富特科技, 切入新能源汽车领域

据长高集团 10 月 21 日披露的公告信息, 长高集团通过定向增发募集 53,753 万元, 以人民币 4,740 万元受让亚丁投资、杭州鼎聚持有的杭州富特股权合计 400 万股, 并向杭州富特新增出资 1,000 万元, 长高集团由此获得杭州富特 83.33 万元股权。最终持有杭州富特 44.62% 股权, 成为杭州富特公司第一大股东。

图表 21. 长高集团定向增发方案

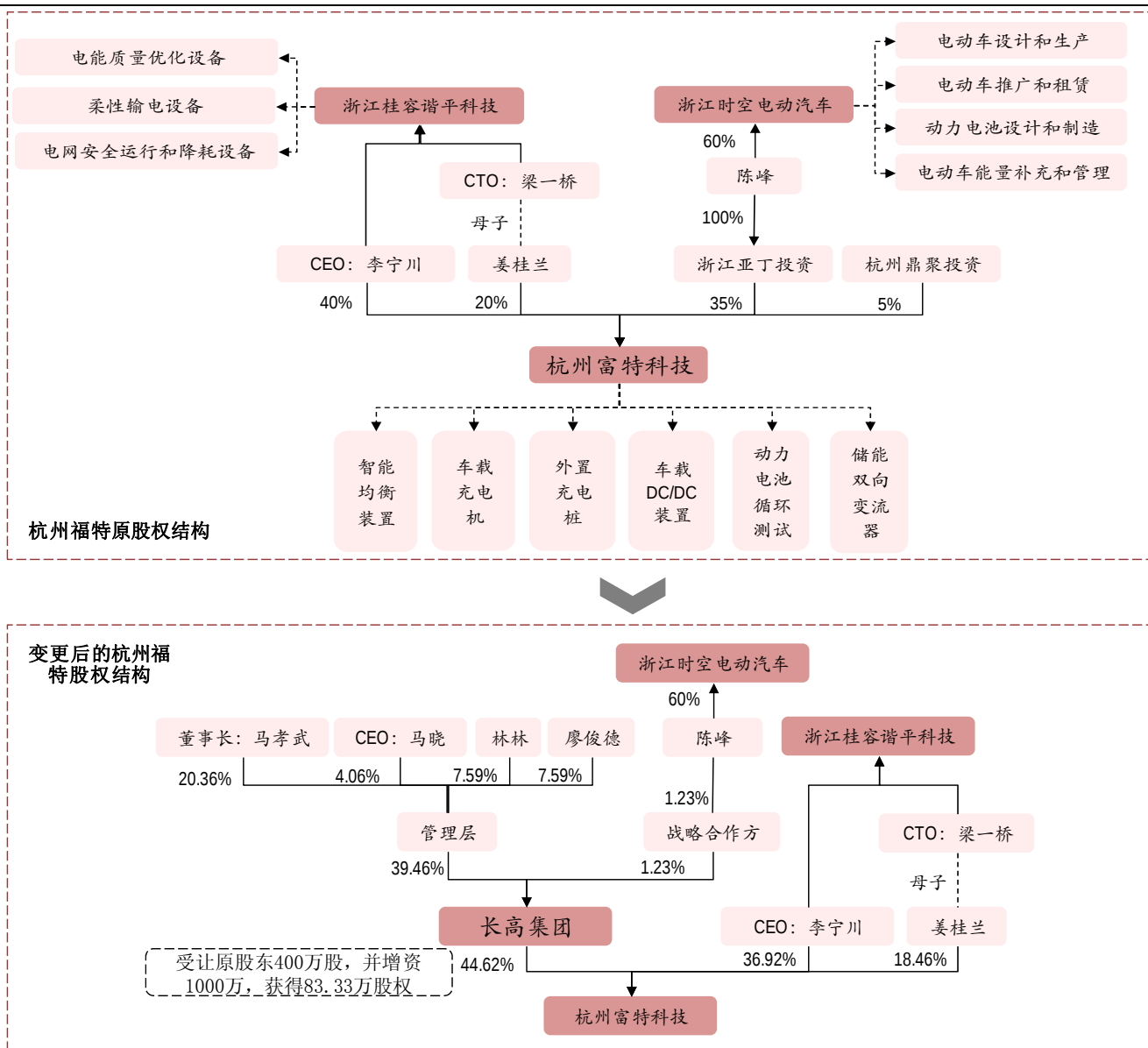
认购对象	认购股份 (万股)	认购金额 (万元)	认购前股权占比 (%)	认购后股权占比 (%)	说明
马孝武	760	8,337.20	21.18	20.28	长高集团实际控制人、董事长
马晓	480	5,265.60	2.96	4.04	长高集团董事、高级管理人员
廖俊德	480	5,265.60	7.14	7.56	长高集团董事、高级管理人员
林林	480	5,265.60	7.14	7.56	长高集团董事、高级管理人员
陈峰	380	4,168.60	-	1.39	现任浙江时空电动董事长兼总裁、杭州新时空电动汽车有限公司董事。
华沅投资	1,820	19,965.4	-	6.67	注册地上海
华实资本	500	5,485.00	-	1.83	注册地长沙
小计	4,900	53,753	-	-	-

资料来源: 公司公告, 中银国际研究整理

本次交易分为三个过程:

- 1、长高集团收购浙江亚丁投资和杭州鼎聚投资的股份, 其中按照 2014 年 15 倍市盈率收购浙江亚丁投资持有的富特科技 35% 的股份, 金额为 4,200 万元; 按照 12 倍市盈率收购杭州鼎聚投资持有的富特科技 5% 的股份, 收购金额为 540 万元。
- 2、长高集团向杭州富特科技增资扩股; 按照 2014 年 15 倍市盈率杭州富特科技现金增资 1,000 万元。
- 3、长高集团定向增发, 其中浙江亚丁投资董事长陈峰转让富特科技 35% 所获得的 4,200 万元 (税前) 全部参与长高集团的本次定向增发。

图表 22.杭州富特科技股权结构的变更



资料来源: 中银国际研究

杭州富特是国内优秀的新能源乘用车充电机设备供应商, 产品包括车载充电机、DC/DC模块以及均衡管理模块, 同时也是国内主流的充换电站关键模块&OEM供应商, 2014年新能源乘用车充电机供货有望实现1.5万辆。占市场份额20%(扣除BYD产品, 占市场份额超过30%), 80%的收入来源于车载产品。凭借杭州富特、长高集团与浙江时空电动的合作关系, 2015年时空电动放量推广的纯电动物流车、纯电动乘用车等, 其车载充电系统将独家由杭州富特提供。

目前, 富特科技已经与国家电网大有科技、南瑞科技、万向电动车、万马电池、中聚电池、数源科技、简式设计、众泰新能源、吉利康迪、众泰新大洋、国轩高科、江淮汽车、浙江新时空、海马汽车、力帆汽车、东风汽车、鑫盛车业等建立了合作关系。2015年是我国新能源汽车产业爆发式发展的一年, 一方面是地方政府出于兑现推广承诺的压力, 需要更大力度的推广新能源汽车的应用; 另外一方面是市场中新能源汽车产业链中的企业不断推出新产品、尝试新的商业模式, 有望大幅拉动新能源汽车的销量。我们预计, 2015年我国新能源汽车的销量有望达到25万~30万辆。按照富特科技车载充电机市场占有率20~30%来看, 2015年富特科技业绩有望实现爆发式增长。

富特科技过去的产品主要是车载充电机，每台设备根据充电功率的不同，价值均为 **2,500 元左右**。近期，富特科技车载 DC/DC 产品成功推出，该产品可与车载充电机配套销售使用。功率的差异，其产品价值均价在 **3,000 元左右**。我们认为，富特科技有望未来在现有的客户群体中配套推广自己设计生产的 DC/DC 设备，实现销售产品的多元化。

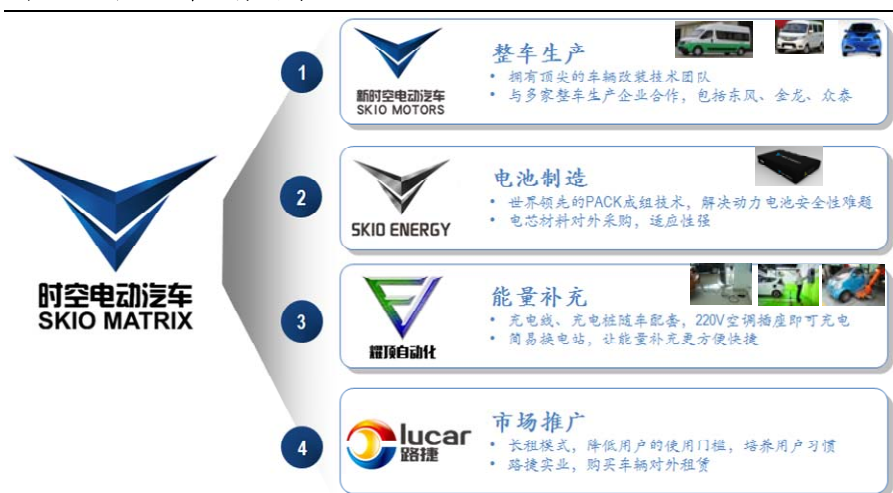
图表 23.富特科技收入预测分析

(人民币, 百万)	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	12.80	11.38	35.00	80.00	160.00	250.00
增速(%)		(11.1)	207.6	128.6	100.0	56.3
净利润	5.20	1.75	8.00	18.00	40.00	62.50
增速(%)		(66.3)	357.1	125.0	122.2	56.3
净利率	40.6	15.4	22.9	22.5	25.0	25.0
注释	所得税两免三减半 所得税 0%	所得税两免三减半 所得税 0%	所得税 12.5%	所得税 12.5%	所得税 12.5%	所得税 12.5%
收入来源	100%来自于电网	80%来自于电网, 20%来自于车企	30%来自于电网, 70%来自于车企			

资料来源：公司公告，中银国际研究整理

杭州时空电动介绍：杭州新时空电动汽车有限公司是一家致力于发展推广绿色城市概念，拥有自主研发的电动汽车品牌及新能源全产业链布局的集团公司。公司旗下包括电动汽车整车研发、电池技术研发、城市储能及供应设施成套、独立市场运营推广等多个技术、运营板块。经过多年的探索和运作，公司已经在整个电动汽车产业链实现布局，拥有雄厚的资本和技术实力，旗下聚集了一大批行业精英，在充换电车型设计和改装、Pack 工程化、BMS 研发、电连接器研发、高能量电芯成组等领域拥有大量的核心技术和知识产权。

图表 24.时空汽车业务简介



资料来源：中银国际研究

杭州桂容谐平科技介绍：浙江谐平科技股份有限公司成立于 2008 年，是一家专业研制生产智能电网领域的电能质量优化设备、柔性输电设备、电网安全运行设备和节能降耗设备的高新技术企业，公司坐落于杭州西湖科技经济园。公司在产品研发和工程推广方面有着相当雄厚的实力，70%的研发人员为硕士以上学历，研发技术带头人为梁一桥博士。梁博士曾任职于 ALSTOM 公司近十年，为该公司资深研发工程师、高级专家。作为该领域的世界知名专家，梁博士在电能质量优化、柔性输电、电网安全运行等领域的研发、设计、制造方面，均有着丰富的理论知识与实践经验。公司的主营产品有：具 SVC 功能的直流融冰装置 X-DE-ICER、静止式动态无功补偿装置 X-SVC、用电三相平衡补偿装置 X-EBC、可投切式无功补偿装置 X-TSC、高低压有源滤波装置 X-APF、内反馈斩波调速装置 X-RF、汽轮发电机组扭振监测保护系统 X-TSR、短路电流限流器 X-FCL 等。

图表 25.杭州桂容谐平科技的产品介绍



资料来源：中银国际研究

图表 26.杭州桂容谐平科技的典型工程介绍



典型工程：G-SVC高压静止式动态无功补偿装置



典型工程：G-SVG-L低压静止式动态无功发生装置



典型工程：G-TSC-L低压可投切式无功补偿装置



典型工程：G-DE-ICER移动式直流大电流融冰装置



典型工程：G-DE-ICER具有SVC功能的直流大电流融冰装置



典型工程：G-APF有源滤波装置



典型工程：G-RSF智能滤波装置



完善的试验、检测设备

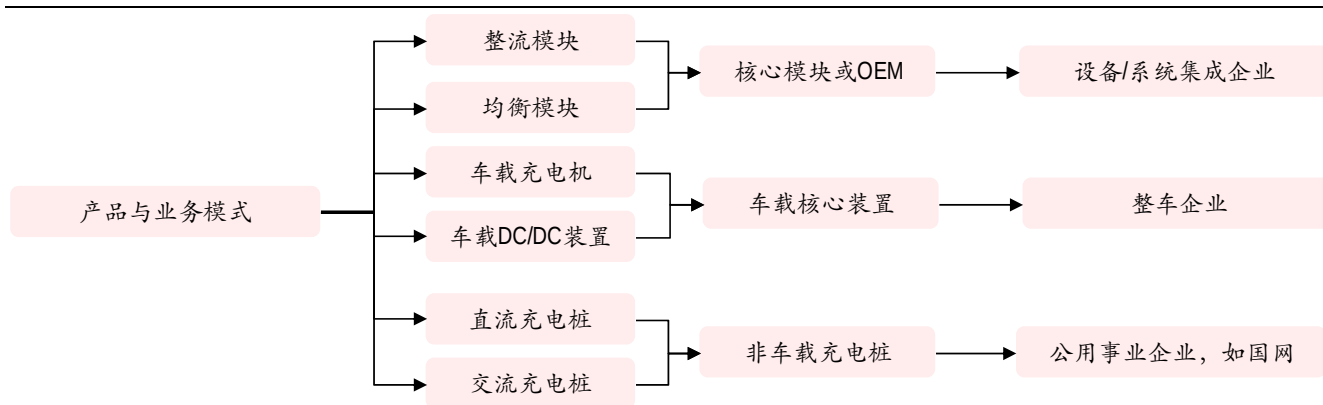
资料来源：中银国际研究

吸收整合，发力非车载充电网络建设和运营

杭州富特公司依托国家电网杭州电动车充换电基础设施建设开始发展充电核心技术，积累了非车载均衡充电技术，2012 年在国家电网大力发展充换电基础设施的背景下获得较快发展，并开始积极发展车载充电技术，2013 年国家在电动车领域陷入低潮，公司成功拓展了车载充电机市场，并积极发展了车载 DC/DC 技术；2014 年公司在车载充电机市场占有率第一，并成功拓展了车载 DC/DC 装置市场。

杭州福特的业务模式，为集成商提供充电机核心模块或 OEM，包括国电南瑞（整流装置等）、许继电气（均衡装置）、万马股份（整流装置等）；为整车厂提供车载充电机和车载 DC/DC 装置；为充换电运营商提供外置充电机。

图表 27. 富特科技产品和业务类型



资料来源：中银国际研究

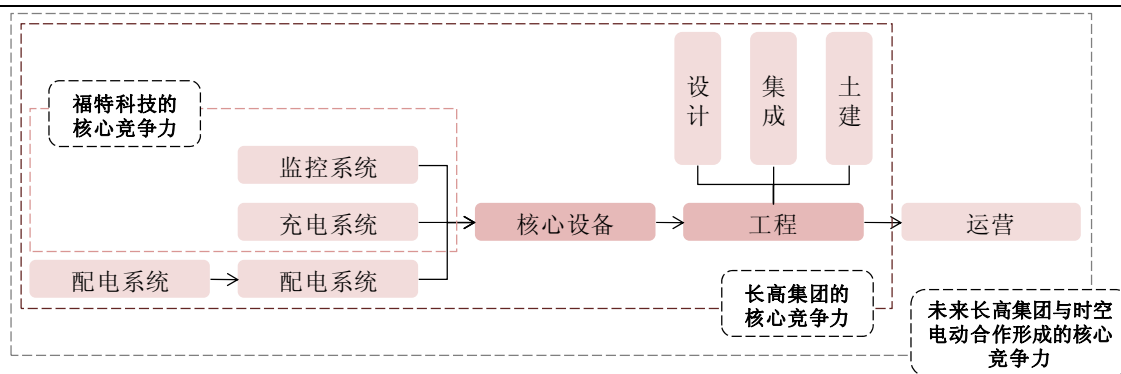
图表 28. 富特科技主要产品

产品类型	产品	示意
车载类	车载充电机	
	车载 DC/DC 装置	
非车载类	智能均衡充电机	
	直流/交流充电桩	
	动力电池循环测试仪	

资料来源：公开资料，中银国际研究整理

我们认为，长高集团凭借传统业务中形成的机械加工、工程实施及市场营销优势，结合杭州富特在非车载充电机核心模块积累的技术，未来将加速拓展非车载充电桩基础设施制造和建设领域。

图表 29.长高集团新能源汽车非车载充电网络业务布局



资料来源：中银国际研究

在充电基础设施建设方面，国家一直出台政策进行大力扶持。例如国务院办公厅发布的《加快新能源汽车推广应用的指导意见》中，明确建筑物配建停车场、城市公共停车场预留充电设施建设条件的要求和比例。加快形成以使用者居住地、驻地停车位（基本车位）配建充电设施为主体，以城市公共停车位、路内临时停车位配建充电设施为辅助，以城市充电站、换电站为补充的，数量适度超前、布局合理的充电设施服务体系。研究在高速公路服务区配建充电设施，积极构建高速公路城际快充网络。完善充电设施用地政策，在用地等方面给予政策支持，对建设运营给予必要补贴。同时在电动汽车充电服务方面，国家发展改革委出台相关政策，要按照确保电动汽车使用成本显著低于燃油（或燃气）汽车使用成本原则，合理制定充换电服务费。在充换电设施经营企业向用户收取的电费、充换电服务费这两项收费中，电费按照国家规定的电价政策执行，充换电服务费由地方按照“有倾斜、有优惠”原则实行政府指导价管理。

据公开资料显示，湖南省长株潭地区也是第二轮新能源汽车推广试点地区，2015年新能源汽车推广目标为6,100辆，充电站建设15座，充电桩3,600个。地方补贴方面，湖南新能源汽车推广应用补贴按照“省市共担，以市为主”的原则，省内补贴按照国家补助标准1:1给予补贴（公务车除外），其中省本级承担补贴金额的30%，市州承担补贴金额的70%。长高集团作为湖南本地为数不多具备高压电气设备生产能力的上市公司，未来有望率先承担起湖南地区新能源汽车充电基础设备生产、工程建设和商业模式探索的任务。

战略合作时空电动，新能源汽车业务拓展大空间

时空汽车大股东陈峰参与长高集团本次定向增发，使长高集团与时空建立战略联盟关系。时空是国内最优秀的互联网汽车企业之一。通过互联网思维和技术大幅降低纯电动汽车的制造和使用成本，其与东风合作的御风 A08 轻客、与众泰合作的 E20 微轿等在 B2B、B2C 租赁领域市场空间极大发展空间。

浙江时空电动正在积极搭建互联网模式新能源汽车产业生态圈，双方的合作有望将长高集团未来新的新能源汽车相关资产纳入到具有良好盈利能力的时空电动产业链中。长高集团有强健的资产负债表、在手现金和企业管理能力，所以我们认为长高集团未来有可能会继续在新能源汽车电气零部件领域的扩张，扩大公司在该领域的业务比重，深度布局新能源汽车产业。

图表 30. 时空电动在杭州推出纯电动乘用车租赁业务

	1 年套餐	2 年套餐	3 年套餐	1 年套餐
套餐金额	1,588 元/月	1,488 元/月	1,288 元/月	128,800 元 (合同到期后全额退还)
可选颜色				
租赁期	1 年	2 年	3 年	1 年
套餐包含	租赁期赠送保险，车辆、电池保养。			
市场购买价	188,800 元			
选择租赁理由	0 折旧 0 保险 0 养护 押金一年后全额退还，一次投入，全额保本，无忧畅享！			
年租金价格	¥1.9 万	¥1.78 万元	¥1.54 万元	¥1 元租金 (每月租金)
押金	¥1 万元 (车辆押金,可退还)			¥12.88 万元 (保证金, 可退还)

资料来源：公司资料，中银国际研究

我们认为，在乘用车领域纯电动汽车对于传统燃油汽车主要是起到补充性作用，消费群体主要包括原自行车、摩托车等产品消费升级后的一种替代产品。在物流领域，由于行驶距离可控、线路相对稳定，同时每日行驶距离较大，可放大纯电动汽车在使用过程中的经济价值。而且，国家对于纯电动轻型客车的补贴金额也远远高于乘用车，为此类产品用于物流领域设计良好经济性的商业模式提供可能。

下游良好的经济性应用，可以有效拉动纯电动汽车的需求，从而带动上游产业链的采购，使新能源汽车利润在产业链中分配，现金流在产业链中循环。最终可以自下而上的推动整个产业的发展。

图表 31. 时空电动与东风汽车合作的纯电动轻型客车

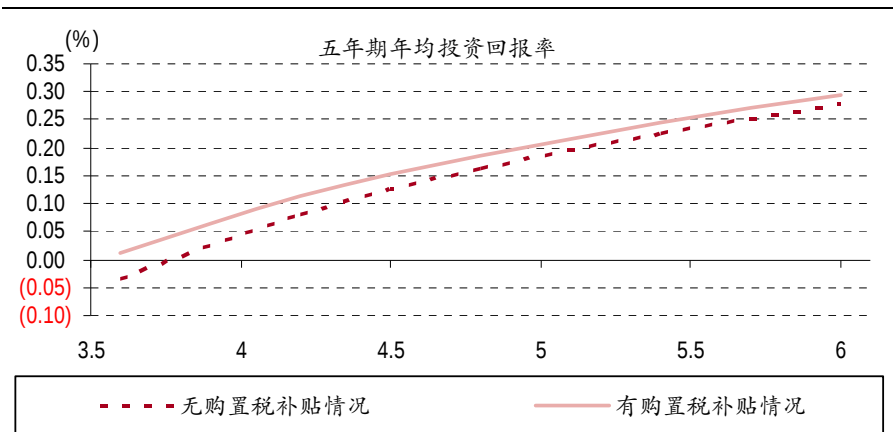
车型	东风御风
汽车图片	
汽车尺寸	6350*2036*2590
燃油版排量	3.0T
最高时速	100 km/h
最大载重	1,300kg
燃油版市场售价	24.78 万
用途	物流领域

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 32. 东风御风电动版租赁模式的财务预测假设

假设项目	假设值
车身价格（除电池以外全部成本，参考燃油版汽车，万元）	24
电池容量（kwh）	80
电池循环次数(次)	1,000
车辆运营里程(公里/天)	120
一次满充车辆续驶里程(公里)	300
汽车和电池的折旧年限（年）	5
自有资金占总资金比例(%)	35

图表 33. 用于物流领域纯电动轻客年租金与投资回报率的敏感性分析



资料来源：中银国际研究

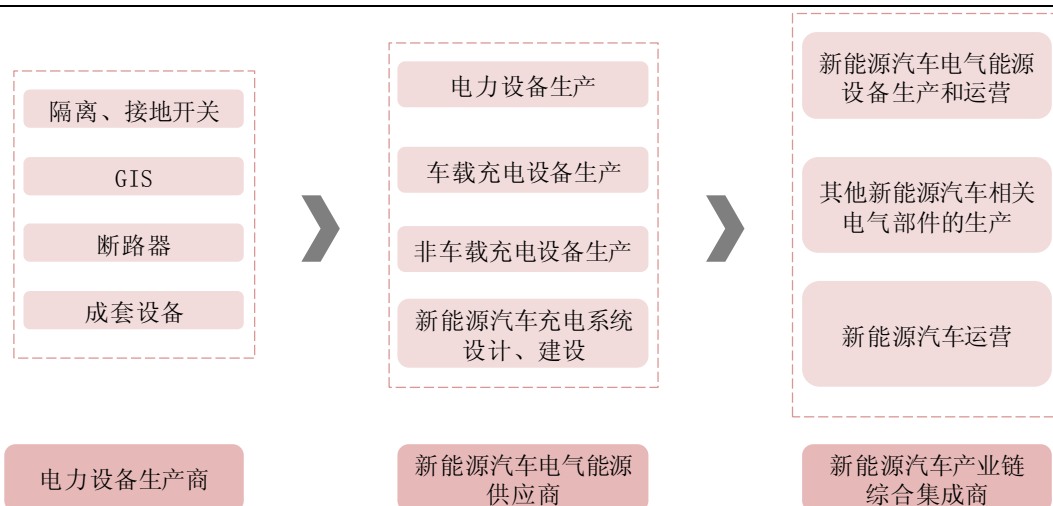
图表 34. 时空电动新能源汽车产业生态圈及长高集团未来可能开展的合作



资料来源：中银国际研究

我们认为，长高集团通过入股杭州富特，开启了公司二次创业，主营业务升级的阶段。公司从传统电力设备生产开始，通过新技术的吸收合作和经营领域的拓展，未来有望成长为国内新能源汽车电气部件领域有重要影响力的综合集成商。

图表 35.长高集团成长展望



资料来源：中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	411	496	566	861	1,311
销售成本	256	294	340	486	666
经营费用	24	35	27	78	164
息税折旧前利润	130	168	200	297	480
折旧及摊销	80	89	106	121	135
经营利润(息税前利润)	50	79	94	175	346
净利息收入/(费用)	(133)	(131)	22	29	35
其他收益/(损失)	144	139	(12)	(14)	(13)
税前利润	61	88	104	190	367
所得税	12	15	18	32	62
少数股东权益	(6)	(4)	(6)	(3)	(2)
净利润	55	77	92	160	307
核心净利润	55	77	92	160	307
每股收益(人民币)	0.18	0.25	0.30	0.52	0.99
核心每股收益(人民币)	0.18	0.25	0.30	0.52	0.99
每股股息(人民币)	0.13	0.15	0.15	0.15	0.15
收入增长(%)	17.5	20.9	14.0	52.1	52.3
息税前利润增长(%)	11.0	59.3	17.9	87.3	97.0
息税折旧前利润增长(%)	11.7	29.2	18.8	48.5	61.8
每股收益增长(%)	10.2	39.6	20.0	74.4	91.4
核心每股收益增长(%)	10.2	39.6	20.0	74.4	91.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	61	88	104	190	367
折旧与摊销	80	89	106	121	135
净利息费用	3	0	(8)	(13)	(20)
运营资本变动	(124)	(88)	(134)	(64)	(34)
税金	(12)	(15)	(18)	(32)	(62)
其他经营现金流	(53)	(55)	3	(87)	(158)
经营活动产生的现金流	(45)	19	53	115	227
购买固定资产净值	(177)	(250)	(500)	(200)	(200)
投资减少/增加	1	3	1	1	2
其他投资现金流	104	106	326	61	65
投资活动产生的现金流	(72)	(140)	(173)	(138)	(133)
净增权益	30	0	180	0	0
净增债务	(46)	(5)	50	0	0
支付股息	(9)	(10)	(14)	(24)	(46)
其他融资现金流	(39)	(20)	372	13	20
融资活动产生的现金流	(63)	(35)	589	(11)	(26)
现金变动	(180)	(157)	468	(34)	68
期初现金	606	430	282	832	690
公司自由现金流	(107)	(113)	(107)	(4)	114
权益自由现金流	(295)	(257)	(48)	6	129

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	430	282	832	690	725
应收帐款	249	274	286	427	636
库存	219	260	221	361	424
其他流动资产	82	206	167	162	184
流动资产总计	979	1,022	1,506	1,640	1,969
固定资产	188	199	249	311	389
无形资产	50	48	52	51	50
其他长期资产	49	42	156	204	200
长期资产总计	288	290	457	567	639
总资产	1,267	1,312	1,962	2,207	2,608
应付帐款	123	130	151	216	295
短期债务	5	0	50	50	50
其他流动负债	69	68	75	119	182
流动负债总计	196	198	275	385	527
长期借款	3	3	3	3	3
其他长期负债	17	16	16	16	16
股本	130	130	310	310	310
储备	921	966	1,358	1,493	1,753
股东权益	1,037	1,086	1,651	1,788	2,049
少数股东权益	14	10	17	16	14
总负债及权益	1,267	1,312	1,962	2,207	2,608
每股帐面价值(人民币)	8	8	5	6	7
每股有形资产(人民币)	9	9	6	7	8
每股净负债/(现金)(人民币)	0	0	0	0	0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	31.7	33.9	35.3	34.5	36.6
息税前利润率(%)	12.1	16.0	16.5	20.4	26.4
税前利润率(%)	14.5	17.2	18.0	21.9	27.9
净利率(%)	13.4	15.4	16.2	18.6	23.4
流动性					
流动比率(倍)	4.99	5.17	5.47	4.26	3.74
利息覆盖率(倍)	-	-	-	-	-
净权益负债率(%)	20.6	19.7	17.6	22.4	26.4
速动比率(倍)	3.85	3.81	4.64	3.29	2.91
估值					
市盈率(倍)	87.8	62.9	52.4	30.0	15.7
核心业务市盈率(倍)	87.8	62.9	52.4	30.0	15.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	113.1	81.0	67.5	38.7	20.2
市净率(倍)	3.8	3.7	2.9	2.7	2.3
价格/现金流(倍)	48.6	44.0	17.6	20.3	23.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.7	12.1	24.4	16.5	10.2
周转率					
存货周转天数	158	179	158	126	111
应收帐款周转天数	196	191	193	169	165
应付帐款周转天数	175	162	162	162	162
回报率					
股息支付率(%)	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
净资产收益率(%)	5.4	7.2	5.2	8.7	14.8
资产收益率(%)	3.9	5.5	4.4	7.1	11.7
已运用资本收益率(%)	3.7	6.2	7.1	8.5	15.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

长高集团 (002452.CH/人民币 15.52, 买入)

思源电气 (002028.CH/人民币 11.83, 未有评级)

平高电气 (600312.CH/人民币 14.00, 未有评级)

中国西电 (601179.CH/人民币 5.11, 未有评级)

东北电气 (000585.CH/人民币 4.11, 未有评级)

江淮汽车 (600418.CH/人民币 11.21, 未有评级)

东风汽车 (600006.CH/人民币 5.39, 未有评级)

以2011年11月7日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371