



买入

33% ↑

目标价格: 人民币 27.50
原目标价格: 人民币 23.50

002452.CH

价格: 人民币 20.59

目标价格基础: 45倍 2015年市盈率

板块评级: 未有评级

本报告要点

- 公司传统业务稳健发展, 新能源汽车行业布局 2015 年有望加速。
- 2014 年利润分配方案中, 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股, 有助于公司开展市值管理。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	16.5	17.7	12.7	146.9
相对新华富时 A50 指数	1.9	5.5	(9.4)	62.8

发行股数(百万)	260
流通股(%)	59
流通股市值(人民币 百万)	3,147
3 个月日均交易额(人民币 百万)	59
净负债比率(%) (2015E)	40
主要股东(%)	
马孝武	21

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以 2015 年 3 月 30 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

张戢, PhD*

(8610)66229075

jian.zheng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120023

*胡毅为本报告重要贡献者

长高集团

主业业务稳健, 新能源汽车行业布局将大幅提升企业价值

公司 2014 年营业收入 4.78 亿, 环比下降 3.6%, 但是公司全年归属母公司净利润 9,041 万元, 环比上升 18.03%。2015 年, 公司将加大成套设备和组合电器出货, 从而有望大幅提升公司传统业务收入增速, 同时公司 2015 年将加速新能源汽车产业布局。由于新能源汽车行业估值相较年初有明显提升, 采用 45 倍市盈率, 基于 2015 年业绩, 目标价上调至 27.50 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 主营业务稳健发展, 2015 年成套设备和组合电器出货占比增多提升公司传统业务收入增速。公司 2013 年年初的股权激励, 行权条件为公司主营业务每年有 15% 左右稳定增速, 过去 2 年公司基本按照小幅超业绩承诺预期完成。但是 2015 年公司将加大成套设备和组合电器的出货占比, 从而将使主营业务收入增幅有明显提升。
- 新能源汽车产业布局加速。公司 2014 年通过收购杭州富特科技股份有限公司, 正式开启对新能源汽车产业的布局。公司对于发展新能源汽车行业, 方向清楚, 且节奏感强。随着公司定向增发顺利开展, 2015 年公司将更大幅度的加强对新能源汽车产业外延扩展式的发展。
- 高送转, 为公司后期市值管理奠定基础。公司 2013 年度利润分配方案中, 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股, 2014 年公司股价涨幅明显。公司在 2014 年年报的分配方案中又一次实施每 10 股转增 10 股, 这将有利于公司 2015 年开展市值管理。

评级面临的主要风险

- 公司新能源汽车产业布局速度低于预期。

估值

- 我们预计公司 2015-2017 年每股收益为 0.61、1.12、1.42 元。由于新能源汽车行业估值相较年初有明显提升, 基于 2015 年 45 倍市盈率, 目标价由摊薄前的 23.50 元上调至 27.50 元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	496.29	478.37	1,210.00	1,899.50	2,415.43
变动(%)	5.69	(3.61)	152.94	56.98	27.16
净利润(人民币 百万)	76.60	90.41	159.29	292.19	371.00
全面摊薄每股收益(人民币)	0.29	0.35	0.61	1.12	1.42
变动(%)	27.6	18.03	76.18	83.44	26.97
先前预测每股收益(人民币)			0.61	1.18	-
调整幅度(%)	-	-	0.0	(5.1)	
市盈率(倍)	70.22	59.49	33.77	18.41	14.50
价格/每股现金流量(倍)	65.15	56.89	36.09	32.44	27.29
每股现金流量(人民币)	0.32	0.36	0.57	0.63	0.75
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.08	30.14	19.65	11.78	9.28
每股股息(人民币)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
股息率(%)	0.49	0.49	0.49	0.49	0.49

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

长高集团 2014 年业绩综述

公司 2014 年营业收入 4.78 亿，环比下降 3.6%，但是公司全年归属母公司净利润 9,041 万元，环比上升 18.03%。收入减少主要是由于控股子公司长高矿机营业收入减少。

图表 1. 公司 2014 年利润表主要数据对比

(人民币, 百万)	2013 年	2014 年	同比增减(%)
营业收入	496.29	478.37	(3.6)
营业利润	85.32	97.03	13.7
净利润	72.57	88.08	21.4
归属于上市公司股东的净利润	76.60	90.41	18.0
归属于上市公司股东的扣非净利润	75.07	84.17	12.1
基本每股收益 (元/股)	0.29	0.35	18.4
销售成本	293.50	278.51	(5.1)
毛利润	202.79	199.85	(1.4)
销售费用	44.27	40.06	(9.5)
管理费用	59.12	59.45	0.6
财务费用	(5.88)	(8.87)	51.0
资产减值损失	18.62	12.82	(31.2)
销售费用率(%)	8.9	8.4	
管理费用率(%)	11.9	12.4	
财务费用率(%)	(1.2)	(1.9)	
毛利率(%)	40.9	41.8	
净利率(%)	14.6	18.4	
加权平均净资产收益率(%)	7.2	7.9	0.7
研发投入	18.09	20.25	11.9
研发投入占营业收入比例(%)	3.7	4.2	

资料来源：公司 2014 年年报，中银国际研究整理

图表 2. 公司 2014 年收入及成本结构比较

(人民币, 百万)	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入环 比(%)	营业成本环 比(%)	毛利率环 比(百分点)
高压开关	451.43	257.51	42.96	(0.76)	(1.51)	0.43
房产	2.91	2.01	30.91	97.96	93.28	158.36
耐磨材料	18.38	13.85	24.69	(17.12)	(34.20)	10.99
机电设备	3.62	2.33	35.59	(325.76)	(309.97)	(2.39)

资料来源：公司 2014 年年报，中银国际研究整理

传统业务发展稳健

长高集团在 2013 年初实施股权激励方案，公司 2013 年和 2014 年业绩基本是按照小幅超业绩承诺来兑现。

公司在 2014 年年报中提到，2015 年，公司经营目标为实现营业收入 75,000 万元，增长 56.78%；归属于上市公司股东的净利润 10,000 万元，增长 10.6%。

收入端：公司开关电气分公司经过两年多时间布局和市场准备，其目前的主要产品 110kV 组合电器在 2014 年国家电网集中招标取得了突破性的进展，使组合电器逐步成为公司隔离开关之外的又一个核心产品。同时经过两年的组建，成套事业部步入试生产阶段并日益完备成熟，今年成套销售合同实现零的突破，并且联合设计和开发了固定式开关柜和智能化环保固体绝缘环网柜，完成了中置柜和断路器的全套图纸转化。报告期内，完成了 5 条装配生产线的安装和调试，其中 2 条全自动装配流水线，达到了国内同类生产线领先水平。由于开关电气和成套设备单品的价格较高，所以公司计划 2015 年加大此部分出货量，这将大幅提升公司传统业务的营业收入增速。

净利润端：由于开关电器和成套设备的毛利率低于隔离开关，所以公司 2015 年净利润的增速要远低于收入增速。我们分析发现抛去杭州富特并表，公司 2015 年经营目标中的净利润相较往年情况比较偏保守，这也为公司 2015 年业绩超预期提供可能。

图表 3. 公司股权激励行权要求

(人民币, 百万)	股权激励业绩要求	同比行权基数增速(%)	同比增速(%)	实际业绩/目标	同比行权业绩增幅(%)	说明
行权基数	49.76	-	-	-	-	
2013	72.15	45	13.8	76.6	6.2	
2014	82.10	65	15.2	90.41	10	
2015E	94.54	90	15.8	91.96	(2.7)	本年预期业绩为目标业绩减去杭州富特并表带来的业绩增厚

资料来源：公司公告，中银国际研究整理

新能源汽车业务发展目标清晰，节奏感强

公司自 2014 年 10 月公告收购杭州富特科技股权后，正式迈出布局新能源汽车行业的步伐。未来，长高集团拟继续通过并购、增资方式进入新能源汽车、充电桩等领域。新能源汽车是未来汽车领域的发展方向，公司拟围绕新能源汽车充电机、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。

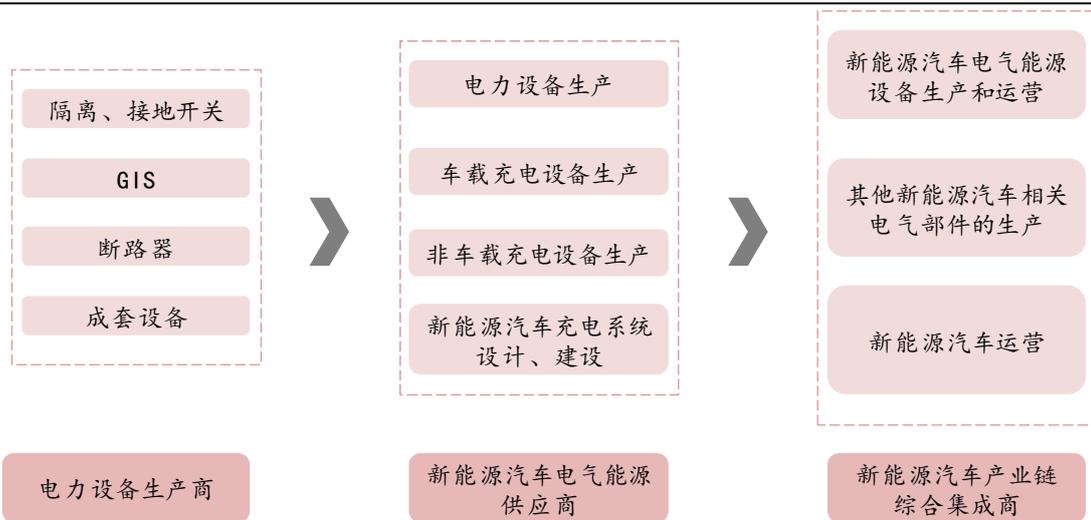
图表 4. 公司新能源汽车行业布局

公告时间	公告主要内容
2014 年 10 月 22 日	通过股权受让及增资扩股形式，收购杭州富特 44.62% 股份。杭州富特新能源汽车车载充电机及 DC/DC 单元供应商
2015 年 1 月 6 日	与浙江时空电动在湖南成立新能源汽车运营服务公司，其中长高集团股权占比 51%
2015 年 3 月 3 日	与杭州伯坦科技投资设立杭州伯高车辆电气工程有限公司，主要负责电动汽车高压配电总成的研发和生产。长高集团股权占比 51%

资料来源：公司公告，中银国际研究整理

结合长高集团布局方向和自身的竞争优势，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 5.长高集团成长展望



资料来源：中银国际研究

高送转有利于公司 2015 年开展市值管理

图表 6. 公司过去 2 年利润分配方案比较

	派发股利	股权转增
2013 年利润分配方案	每 10 股现金派发股利 1 元(含税)	以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股
2014 年利润分配方案	每 10 股现金派发股利 1 元(含税)	以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股

资料来源：公司 2014 年年报，中银国际研究整理

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	496	478	1,210	1,900	2,415
销售成本	294	279	799	1,224	1,546
经营费用	36	21	137	218	289
息税折旧前利润	167	179	274	458	581
折旧及摊销	88	91	91	106	119
经营利润(息税前利润)	79	88	184	352	462
净利息收入/(费用)	(133)	(131)	26	35	39
其他收益/(损失)	141	148	(10)	(12)	(10)
税前利润	88	105	199	375	491
所得税	15	17	34	64	83
少数股东权益	(4)	(2)	6	19	36
净利润	77	90	159	292	371
核心净利润	77	90	159	292	371
每股收益(人民币)	0.29	0.35	0.61	1.12	1.42
核心每股收益(人民币)	0.29	0.35	0.61	1.12	1.42
每股股息(人民币)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
收入增长(%)	20.9	(3.6)	152.9	57.0	27.2
息税前利润增长(%)	59.3	11.0	108.4	91.6	31.3
息税折旧前利润增长(%)	36.3	6.9	53.6	66.7	26.9
每股收益增长(%)	39.6	18.0	76.2	83.4	27.0
核心每股收益增长(%)	39.6	18.0	76.2	83.4	27.0

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	88	105	199	375	491
折旧与摊销	88	91	91	106	119
净利息费用	0	0	(12)	(19)	(24)
运营资本变动	(88)	(51)	(480)	(154)	12
税金	(15)	(17)	(34)	(64)	(83)
其他经营现金流	(54)	(65)	289	(90)	(163)
经营活动产生的现金流	19	63	53	154	351
购买固定资产净值	(177)	(250)	(500)	(200)	(200)
投资减少/增加	3	5	2	3	3
其他投资现金流	33	343	326	61	66
投资活动产生的现金流	(140)	99	(172)	(136)	(131)
净增权益	0	131	(0)	0	0
净增债务	(5)	(0)	0	0	0
支付股息	(12)	(12)	(24)	(44)	(56)
其他融资现金流	(18)	(113)	512	19	24
融资活动产生的现金流	(35)	6	488	(25)	(31)
现金变动	(157)	168	369	(7)	188
期初现金	430	282	444	127	41
公司自由现金流	(112)	170	(103)	39	243
权益自由现金流	(259)	30	(93)	52	259

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	282	444	127	41	122
应收帐款	274	310	495	694	883
库存	260	308	547	838	959
其他流动资产	206	50	227	255	283
流动资产总计	1,022	1,113	1,397	1,828	2,247
固定资产	199	202	253	316	395
无形资产	48	45	50	48	48
其他长期资产	42	41	44	42	42
长期资产总计	290	288	346	406	485
总资产	1,312	1,400	1,743	2,235	2,732
应付帐款	130	144	350	536	678
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	68	64	134	194	235
流动负债总计	198	208	484	730	912
长期借款	3	2	2	2	2
其他长期负债	16	10	10	10	10
股本	130	261	261	261	261
储备	966	918	985	1,231	1,546
股东权益	1,086	1,172	1,233	1,481	1,797
少数股东权益	10	7	13	11	10
总负债及权益	1,312	1,400	1,743	2,235	2,732
每股帐面价值(人民币)	8	4	5	6	7
每股有形资产(人民币)	9	5	6	8	10
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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	33.7	37.4	22.7	24.1	24.1
息税前利润率(%)	16.0	18.4	15.2	18.5	19.1
税前利润率(%)	17.2	20.3	16.2	19.5	20.1
净利率(%)	15.4	18.9	13.2	15.4	15.4
流动性					
流动比率(倍)	5.2	5.3	2.9	2.5	2.5
利息覆盖率(倍)	-	-	-	-	-
净权益负债率(%)	19.7	18.7	39.9	49.8	51.2
速动比率(倍)	3.8	3.9	1.8	1.4	1.4
估值					
市盈率(倍)	70.2	59.5	33.8	18.4	14.5
核心业务市盈率(倍)	70.2	59.5	33.8	18.4	14.5
目标价对应核心业务市					
盈率(倍)	68.2	57.8	32.8	17.9	14.1
市净率(倍)	4.9	4.5	4.3	3.6	3.0
价格/现金流(倍)	65.0	56.7	36.1	32.4	27.3
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	16.1	30.1	19.6	11.8	9.3
周转率					
存货周转天数	179	217	134	134	134
应收帐款周转天数	191	215	127	127	127
应付帐款周转天数	162	189	160	160	160
回报率					
股息支付率(%)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
净资产收益率(%)	7.2	8.0	13.3	20.9	22.5
资产收益率(%)	5.5	6.3	9.5	13.9	14.9
已运用资本收益率(%)	6.2	6.7	12.9	23.4	25.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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