

长高集团 (002452.SZ)

输配电及控制行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

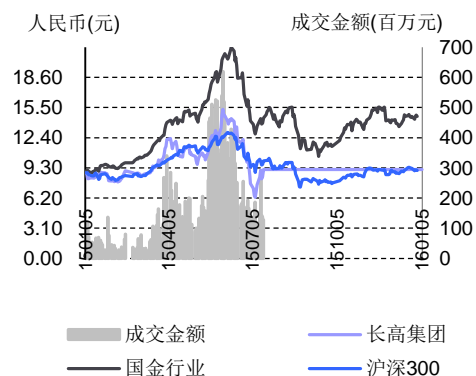
市场价格 (人民币): 9.14 元
 目标价格 (人民币): 14.00-18.00 元

新长高, 拟进入人工智能时代

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	363.54
总市值(百万元)	4,798.89
年内股价最高最低(元)	15.30/6.26
沪深 300 指数	3469.07
深证成指	11626.04



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.589	0.346	0.168	0.373	0.419
每股净资产(元)	8.35	4.49	2.36	2.65	3.00
每股经营性现金流(元)	0.14	0.24	-0.59	-1.94	-0.10
市盈率(倍)	30.89	52.87	54.47	24.48	21.80
行业优化市盈率(倍)	43.14	56.84	84.56	84.56	84.56
净利润增长率(%)	39.64%	18.03%	-2.56%	122.48%	12.32%
净资产收益率(%)	7.05%	7.71%	7.11%	14.07%	14.00%
总股本(百万股)	130.00	261.23	525.04	525.04	525.04

来源: 公司年报、国金证券研究所

增发背景

- 2015年12月23日, 公司公告拟以发行股份和支付现金方式, 收购郑州金惠 100% 股权、华网工程 100% 股权, 同时配套募集资金约 11 亿元。郑州金惠交易价格为 17.9 亿元, 华网工程交易价格为 2.928 亿元。

投资逻辑

- **金惠是国内领先的图像识别公司:** 郑州金惠是国内最早从事深度学习技术研究, 以及把该技术应用在图像识别产品中的公司之一。**2008 年**国家工信部斥资数千万元购买“金惠堵截黄色图像及不良信息专家系统”一年使用权和服务, 佐证了公司的行业地位;
- **积极拓展图像识别技术在“机器人”等 7 大领域推广:** 目前金惠 2/3 收入来源为教育信息化集成业务。未来金惠将积极拓展图像识别技术在**信息安全类** (运营商、教育、公安、网信办), **智能视频分析类** (智能交通、高铁、电力) 7 大行业中的应用。其中借助于长高的电力行业背景, 有望在**无人值守变电站巡检机器人**领域率先取得突破。
- **收购甲级设计院, 协同效应显著:** 本次收购的华网工程是国内少数几家**甲级设计资质的民营设计院**, 未来将与公司形成明显的协同效应, 实现产业链自然延伸, 带动设备销售以及业务规模的扩张; **同时, 有望开展用户侧微电网运营业务, 布局售电市场, 切入能源互联网。**
- **新能源汽车板块, 定位专业核心零部件制造商:** 公司电动汽车高压配电总成业务有望于 2016 年放量, 同时参股杭州富特的 18.69% 股权将于未来带来丰厚投资收益。此外, 公司会持续在电机、电控、空调领域寻求外延式发展。

投资建议与估值

- 由于本次重组尚存在不确定性, 这里仅对公司现有业务进行估值, 预计 2015-2017 年 EPS 分别为: 0.17、0.37、0.42。其中预计 2016 年开关主业可贡献 1 亿净利润给予 40x 估值, 新能源汽车贡献 3000 万净利润给予 60x 估值, 光伏 EPC 贡献 7000 万净利润给予 20x 估值, 上调目标价至 14 元。
- 此外, 综合考虑金惠业务的稀缺性、广阔前景以及目前的盈利情况, **保守给予公司 150 亿市值, 对应目标价 18 元 (考虑增发股本)。**

风险

- 重组未通过证监会审核
- 金惠业务拓展进度低于预期

相关报告

1. 《光伏 EPC 助力业绩增长, 新能源汽车业务超预期-长高集团公司点...》, 2015.9.10
2. 《新产品如期放量, 新能源汽车业务值得期待-长高集团业绩点评》, 2015.8.31
3. 《传统业务新产品放量, 互联网造车真爱无敌-长高集团公司研究》, 2015.4.23

苏广宁

联系人
 (8621)61620766
 suguangning@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
 (8621)60230213
 zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

拟收购郑州金惠，进入人工智能领域	3
坚决进入人工智能领域，股本摊薄较多	3
昔日“绿坝”重装上阵	4
拟收购甲级民营设计院，输配电主业更上一层楼	9
华网工程质地优良，与公司具备显著协同效应	9
未来有望从微电网运营角度切入能源互联网	10
新能源汽车板块，定位专业核心零部件制造商	11
估值	12
风险	12

图表目录

图表 1：交易前后主要财务指标对比	3
图表 2：郑州金惠股权结构	4
图表 3：交易前后长高集团股权结构	4
图表 4：金惠主要产品销售收入情况	5
图表 5：金惠产品主要应用范围	7
图表 6：金惠未来几年业务发展预测	7
图表 7：金惠海量图像筛选演示系统—身份证识别	7
图表 8：变电站巡检机器人	7
图表 9：数据、算法与业务促成正反馈	8
图表 10：郑州金惠在产业链中定位	8
图表 11：目前金惠主要产品所处技术阶段	8
图表 12：长高集团主营业务组成情况	10
图表 13：海岛微电网示例	10
图表 14：全球微电网装机容量和市场规模	11
图表 15：分地区微电网装机容量（MW）	11
图表 16：公司主营业务分产品预测	13

拟收购郑州金惠，进入人工智能领域

坚决进入人工智能领域，股本摊薄较多

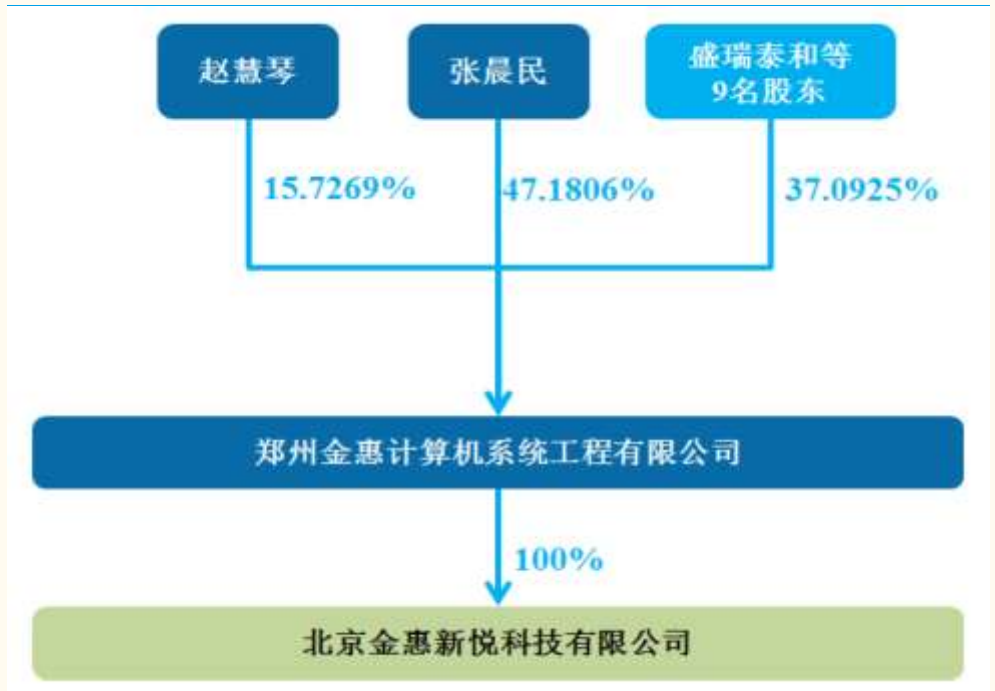
- 2015年12月23日，公司公告拟以发行股份和支付现金方式，收购郑州金惠100%股权、华网工程100%股权，同时配套募集资金约11亿元。郑州金惠交易价格为17.9亿元，华网工程交易价格为2.928亿元。
 - 郑州金惠交易价格中约14.57亿元和华网工程交易价格中约1.75亿元以发行股份作为对价进行购买。发行价格均为9.15元/股，合计发行178,280,130股。
 - 公司拟以8.30元/股价格，向农银国际（湖南）投资管理有限公司（潇湘兴旺资产管理计划）等6位认购对象发行13,274.00万股，募集资金110,174.20万元，用于：（1）郑州金惠“金惠慧眼”关键技术研究以及云平台建设项目3亿元；（2）支付本次交易中的现金对价45,153.68万元及中介机构费用；（3）剩余部分用于补流。
- 本次交易前，实际控制人马孝武先生持股比例为21.07%，马晓（马孝武之子）持股2.95%，合计持股24.01%；本次交易后，马孝武和马晓持股数量不变，持股比例分别摊薄至13.23%和1.85%，马孝武先生配偶王宗华女士将获得0.81%股权，三人合计持股15.89%。此外，潇湘兴旺资产管理计划授权马孝武行使表决权的权利。因此，本次交易完成后，马孝武先生实际控制的表决权总数为19.52%，仍然为公司实际控制人。
 - 交易后，郑州金惠董事长赵慧琴女士、总经理张晨民先生（赵慧琴之子）将分别获得公司1.20%和11.04%股权
 - 潇湘兴旺资产管理计划股权比例为3.62%，参与认购主体为王宗华（马孝武配偶，25.34%），邱杰（马晓配偶，55.89%）以及长高、金惠、华网工程等公司内部中高层管理人员。
- 本次重组，长高股价处于低位，一方面公司坚持对发行股份购买资产的发行价格不打折，维持9.15元/股；另一方面，公司谋求转型升级，寻求新的产业增长点的决心非常坚定，在持股比例稀释方面做出较大牺牲。
 - 为解决公司控制权问题，金惠控制人赵慧琴女士、张晨民先生做出了不谋求上市公司控制权的承诺：“在本次重组完成后36个月内，本人不以任何方式直接或间接增持公司股份，不单独或与他人共同谋求上市公司第一大股东地位；在本次重组完成后48个月内，本人不谋求或采取与其他交易对方一致行动或通过协议等其他安排，与其他交易对方共同扩大其所能支配的公司表决权的数量；在本次重组完成后48个月内，本人不与任何第三人签署一致行动人协议，以成为公司第一大股东或控股股东。”同时，赵慧琴女士承诺放弃投票权。
 - 公司控制权问题得到较好解决，保证了公司重组后持续健康发展。
- 我们在之前的报告中分析过，长高经营稳健，长期资产负债率处于低位，本次重组后，公司主要财务指标仍较健康。

图表 1：交易前后主要财务指标对比

财务指标	2015年1-8月/2015年8月31日			2014年/2014年12月31日		
	交易前	交易后	变动幅度	交易前	交易后	变动幅度
基本每股收益（元）	0.06	0.06	0.00%	0.17	0.19	11.76%
归属于母公司股东的每股净资产	2.26	4.01	77.43%	2.23	3.99	78.92%
流动比率	5.43	1.81	-66.67%	5.34	1.81	-66.10%
速动比率	3.66	1.32	-63.93%	3.86	1.42	-63.21%
资产负债率	15.63%	22.62%	-	15.77%	23.38%	-

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：郑州金惠股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：交易前后长高集团股权结构

	本次交易前		本次交易后	
	持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例
马孝武	110,639,240	21.07%	110,639,240	13.23%
马晓	15,470,000	2.95%	15,470,000	1.85%
王宗华			6,792,653	0.81%
张晨民			92,298,577	11.04%
赵慧琴			10,000,000	1.20%
潇湘兴旺资产管理计划			30,310,000	3.62%
其它	399,046,560	75.98%	570,665,460	68.25%
合计	525,155,800	100.00%	836,175,930	100.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

昔日“绿坝”重装上阵

- 郑州金惠成立于 1997 年 1 月 3 日，已有 18 年的发展历史，刚成立时以**教育信息化**为主要业务，所生产的“金惠牌教育电脑”连续四年被河南省教育厅推荐进入中小学校的品牌机，曾是河南省首家具有规模化生产能力及自有品牌的微机生产企业。
- 自 2001 年开始，公司以**图像识别技术产业化**为主要发展方向，进行自主研发。目前公司是图像识别核心技术、产品提供商及解决方案提供商，拥有 7 项发明专利，25 项软件著作权，其中，“在互联网上拦截色情图像与不良信息的系统”在第十四届中国专利奖评选中，获得中国专利优秀奖。
- 2008 年中央精神文明办、财政部、工信部联合征集绿色上网过滤软件，最终郑州金惠的“金惠拦截黄色图像及不良信息专家系统”和北京大正的“花季护航上网管理软件”两款产品中标（后来这两款产品被组合，并更名为**绿坝·花季护航**，金惠负责图像过滤，大正负责文字过滤），工信部斥资 4170 万元购买了一年使用权和服务，提供给网民免费下载，使用至 2010 年 5 月 20 日。

- 2009年5月19日，工业和信息化部下发了《关于计算机预装绿色上网过滤软件的通知》，该通知要求2009年7月1日之后在中华人民共和国境内生产销售的个人计算机出厂时应预装最新版本的“绿坝-花季护航”，软件应预装在计算机硬盘或随机光盘内。
- 虽然，后来因多种原因，“绿坝”并未真正大范围推广，但“绿坝”软件使金惠一战成名，充分体现了公司在图像识别领域的行业地位。
- 图像识别是人工智能的重要分支，郑州金惠是国内最早从事深度学习技术研究以及把深度学习技术应用在图像识别产品中的公司之一。
 - 人工智能技术旨在根据数据和分析赋予计算机能够做出类似人类的判断。该领域的研究包括语音识别、图像识别、自然语言处理和专家系统等。其中，图像识别尤为重要，人类获得的外界信息中，80%以上来自于视觉信息。而且随着移动互联网的快速发展，海量图像信息已逐渐取代文字，成为人们在网络中的主要媒介。
 - 近年来，深度神经网络学习技术快速发展，促进了图像识别、语音识别、自然语言处理等感知智能技术达到了实用化的水平，该技术已经成为目前国际人工智能领域研究的热点。
 - 本次增发募投项目为“金惠慧眼”关键技术研究以及云平台建设项目，总投资5.187亿元（拟使用募集资金3亿元）。本项目主要使用智能图像识别技术、深度学习技术、云计算技术、云存储技术等技术。一方面建设支撑超大规模深度学习的新型计算集群，构建包括语音、图像、视频、地图等数据的海量训练资源库；另一方面构建完善的销售团队等，为金惠在智慧教育、信息内容安全、智能交通、智慧电网、视频智能分析等各个业务方向打开全新的市场。
- 目前公司业务可分为三类：信息安全类，智能视频分析类，教育信息化系统集成类。其中前两类为公司图像识别技术产业化的主要应用发展方向；教育信息化系统集成业务源于公司发展历史造就的区域市场优势，为图像识别技术进入并深耕教育领域做好铺垫，同时也为图像识别业务开拓期补充利润来源。
 - 金惠目前2/3收入来源仍为教育信息化集成业务，主要下游客户为教育系统，季节性明显，四季度确认大部分收入。预期公司2015年收入2.3亿左右，净利润5500万元左右。
 - 本次收购，金惠方面给出的业绩承诺为，2016年-2018年郑州金惠的净利润分别不低于8,891.55万元、12,220.83万元、16,251.63万元。此外，以上三年实现的净利润数之和超过净利润承诺数之和的，郑州金惠将以现金方式对届时任职的高级管理人员和其他核心骨干人员进行奖励。奖励金额为实现净利润数总和超过利润承诺数总和部分的40%（华网工程该比例为20%），表现出金惠管理层对业绩超预期兑现的信心。

图表4：金惠主要产品销售收入情况

	2015年1-8月		2014年		2013年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
信息安全类产品	517.53	9.70%	1,327.16	10.27%	561.94	5.81%
智能视频分析类产品	588.37	11.02%	1,641.92	12.70%	1,077.22	11.13%
教育信息化等系统集成	4,150.06	77.75%	8,687.64	67.21%	7,967.69	82.34%
硬件及其他类别	81.97	1.54%	1,268.67	9.82%	69.99	0.72%
合计	5,337.93	100.00%	12,925.39	100.00%	9,676.84	100.00%
净利润	700.82		4,105.53		1,796.56	
扣除非经常性损益后净利润	660.48		3,131.66		1,770.47	

来源：公司公告，国金证券研究所

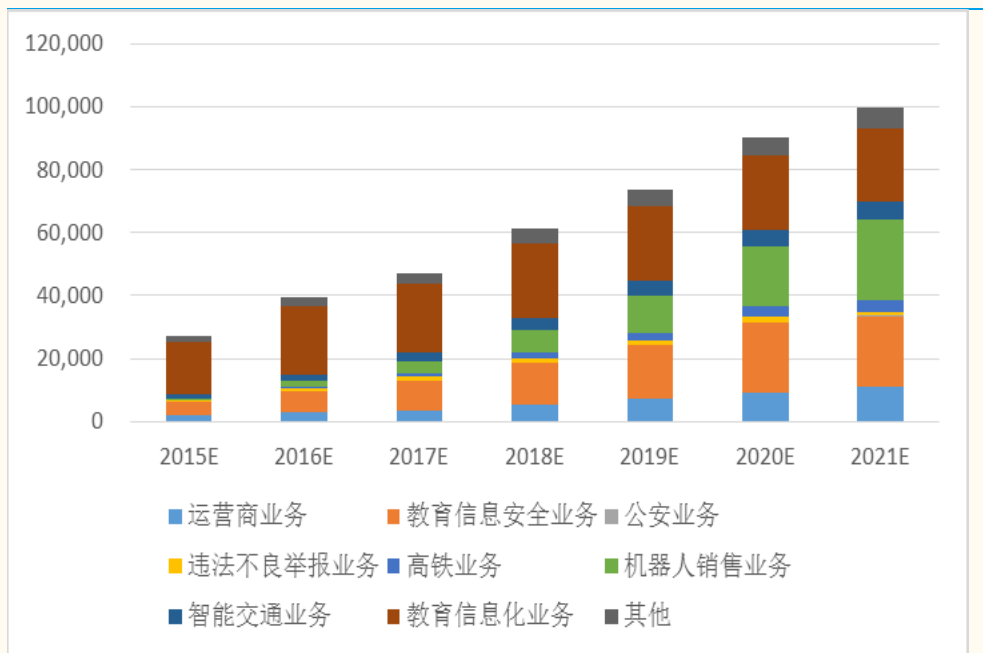
- **未来几年，金惠的重要发展目标是扩展公司图像识别技术在多个行业内的业务规模。**可以归纳为 7 个行业：运营商、教育、公安、网信办、智能交通、高铁、电力。图像识别技术涉及行业众多，未来在任一领域取得突破，都可能产生超预期发展，充满想象空间。
- **信息安全类产品**
 - **教育网络信息内容安全监管平台：**平台由省中心系统、市中心系统、校级上网终端管控系统三部分组成，实现各级教育管理部门能对校园网络中的不良信息进行识别、阻断/拦截、监控管理；对不良上网行为进行及时掌控；对学生机的各类应用和使用情况实时获取、高效引导等作用。
 - **违法和不良信息举报智能管理平台：**举报平台具备智能分辨过滤垃圾举报、智能判断举报有效性、智能判断色情违法图片、智能判断色情违法文字、智能判断色情违法视频、智能化的数据流转流程、主动不良信息获取能力，能够适应互联网海量数据的处置能力，减少人工参与的工作量，提高举报处理的效率。
 - **运营商不良信息监测系统：**金惠运营商不良信息监测系统部署在网络出口位置，可分析其中的网址、文本、图片、视频等，及时发现疑似色情、金融欺诈、恶意软件等不良信息，并将监测结果提交相应管理部门，由各相关部门选择拦截或通过，或通过自动策略完成拦截与通过。
 - **海量图像智能识别系统：**海量图像智能识别系统通过先进的深度学习和大数据平台结合，对第三方提供的海量图像进行按需处理，并将处理结果返回第三方，可应用在特定目标发现、特定目标搜索、图像转文字等场合。
 - **信息安全类中，未来重要增长点**在运营商、教育领域。运营商重点推广流量分析和大数据应用；教育领域拓展市场份额（目前主要集中在河南，湖南有一部分）。
 - 预计 2015 年，中国信息安全产品市场规模为 300 亿元左右，较 2008 年年均增长 24.5%。
- **智能视频分析类产品**
 - **高铁接触网检测监测系统：**通过采集受电弓滑板、车顶、接触网零部件的高清图像，并进行分析。实现受电弓结构异常、滑板偏磨、损伤和掉块、绝缘子脏污、闪落、车顶异物、结冰、零部件故障等的监测判断，为高铁供电安全，运行安全提供必要的技术检测依据。
 - **变电站设备智能巡检机器人：**采用机器人技术、传感器技术、模式识别技术、无线通信技术等研制出适合全天候运行的变电站巡检机器人，该机器人以自主或遥控的方式，通过采用图像智能分析算法，对变电站高压设备进行实时巡检，自动检测变电站设备的运行状况。
 - **智能交通事件检测装备：**将图像识别技术嵌入至识别检测装备，通过检测交通流参数（如流量、速度、占有率）是否存在非正常的变化来自动判断交通事件（交通事件指交通事故、车辆抛锚、货物散落、道路设施损坏等突发性异常交通现象，导致道路通行能力下降、造成交通拥挤并容易引发二次交通事故。），并自动抓拍违法车辆信息，不仅使交通管理局执法有据可依，更能提高交通事故的预警效率。
 - **智能视频分析类中，机器人业务将成为重要增长点。**主要来源于国家电网在无人值守变电站中推广的智能巡检机器人，长高将为金惠进入该领域起到重要的市场推广作用，协同效应显著。我们认为未来几年，该项业务有望快速增长，5 年后占到金惠营收的 25% 左右。
 - 预计 2015 年，我国视频监控市场规模约 363 亿元，2020 年将达到 907 亿元，2015 年较 2008 年年均增长率为 20.1%。

图表 5：金惠产品主要应用范围

序号	业务类型	业务内容
1	信息安全类	运营商：运营商不良信息监测系统； 教育：教育网络信息内容安全监管平台 公安：互联网海量图像识别系统 网信办：违法和不良信息举报智能管理平台 金惠堵截黄色图像及不良信息专家系统（单机版+网络版）
2	智能视频分析类	智能交通：智能客流量统计系统、交通事件检测系统 高铁：高铁供电安全检测监测系统 机器人（电力）：变电站智能巡检机器人，管道机器人

来源：国金证券研究所

图表 6：金惠未来几年业务发展预测



来源：国金证券研究所

图表 7：金惠海量图像筛选演示系统—身份证识别



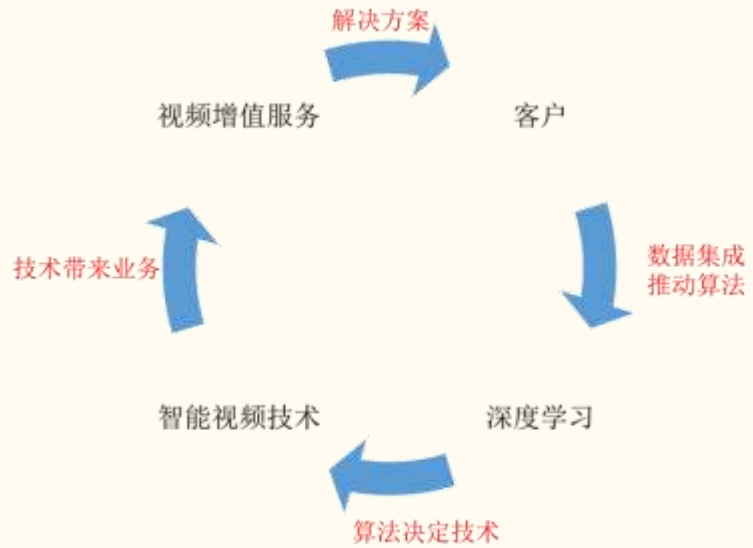
来源：国金证券研究所

图表 8：变电站巡检机器人



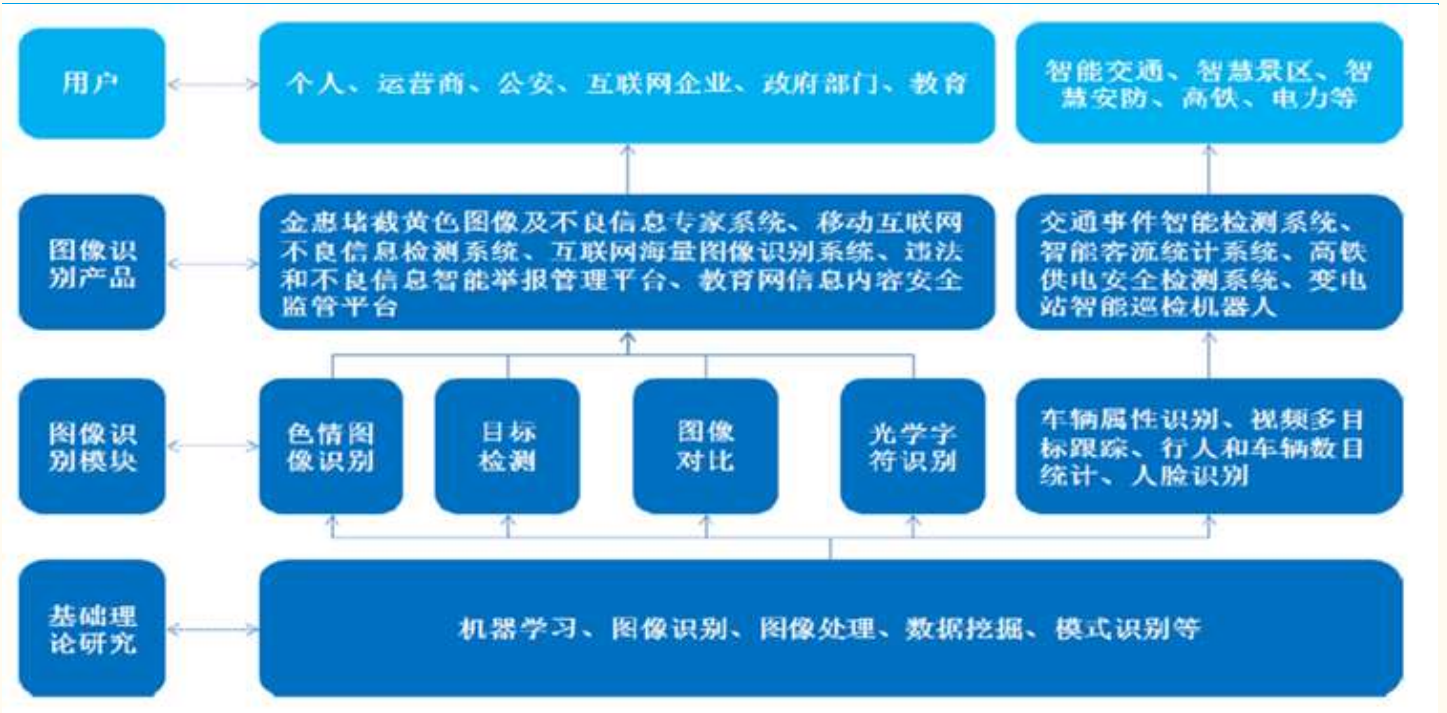
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：数据、算法与业务促成正反馈



来源：国金证券研究所

图表 10：郑州金惠在产业链中定位



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：目前金惠主要产品所处技术阶段

技术名称	内容	所处阶段	技术优势	应用领域
不良图像识别技术	识别是否是淫秽色情图像	大批量生产	千万级的训练样本，覆盖了不同肤色的人种、不同的姿态场景	(移动) 互联网不良信息过滤
光学字符识别技术	利用图像识别技术将图像中的文字转换成文本格式，涉及技术包括图像增强、文本行定位、字符分割、字符特征提取	大批量生产	能够从复杂的背景中快速定位文本行	车牌识别、文档识别、证件识别
车辆属性识别技术	识别一副图像中是否含有车牌，如果有，识别出车牌的位置，并识别出号	大批量生产	所有训练样本全部来自于实际的交通路口车辆数据，识别模型更加适应于	智能交通

技术名称	内容	所处阶段	技术优势	应用领域
视频结构化解析技术	按照语义关系，采用时空分割、特征提取、对象识别等处理手段，把视频内容组织成可供计算机和人理解的文本信息	大批量生产	真实的场景。采用深度学习技术训练识别模型，识别率高，误判率低 基于深度学习的视频多目标分割技术，能从复杂的场景中精确地分割出目标对象	智能交通、智能安防等
人脸属性识别技术	识别一副图像中是否含有人脸，如果有，识别出性别、年龄以及该人脸是谁	小批量生产	基于深度学习技术，利用海量的人脸样本进行训练，训练样本覆盖了不同的人种、不同的年龄段、不同的人脸姿态。在特定的人脸识别测试集上，识别准确率接近于人眼	信息安全、刑侦、考勤、自助服务等
静态图像目标检测技术	识别一副图像中是否含有某个特定的标志。涉及技术包括标志定位、特征提取、特征分类等	小批量生产	当图像尺度、光照等变化时，并且出现目标旋转、局部遮挡时，均能够准确地检测到目标	公安行业的违法敏感标志识别
激光导航技术	利用激光器实现机器人的自主定位、自主导航	试生产	该技术具有设备成本低、可全时段工作、不受电磁干扰、定位精度高、无累积误差、地面附属设施施工简单等特点	激光导航机器人
图像检索技术	以图搜图，从图像库中检索出与待检测图像相似的图像	基础研究	能够在查全率、查准率、速度方面做到最佳的平衡	移动互联网以图搜图的应用

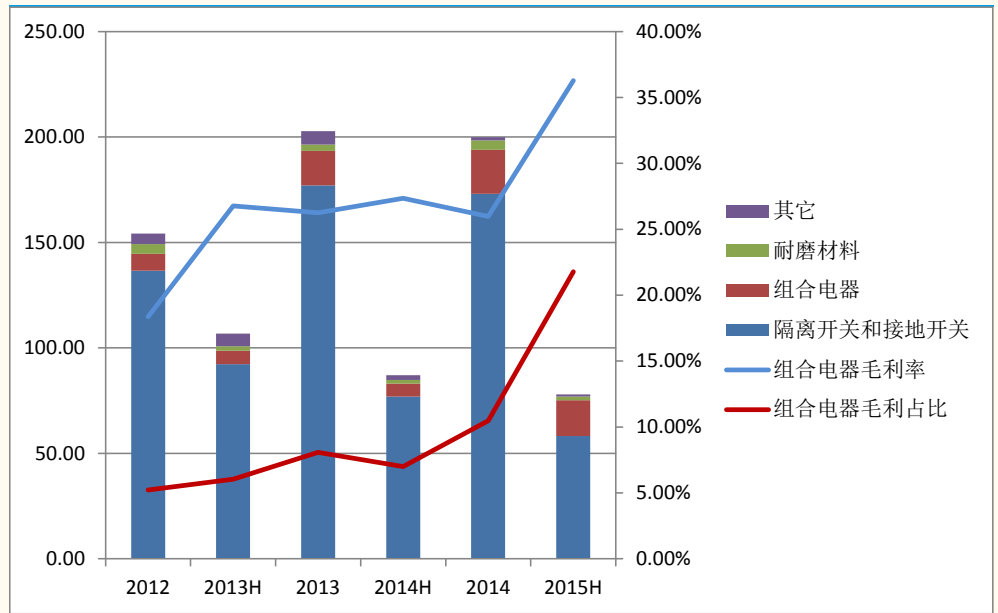
来源：公司公告，国金证券研究所

拟收购甲级民营设计院，输配电主业更上一层楼

华网工程质地优良，与公司具备显著协同效应

- 华网工程成立于 2010 年 4 月，注册地在湖北武汉。华网工程于 2015 年 11 月 3 日取得了中华人民共和国住房和城乡建设部换发的《工程设计资质证书》（证书编号：A142010767），有效期至 2020 年 11 月 3 日，**资质等级：电力行业（送电工程、变电工程）专业甲级**。是目前国内为数不多的民营甲级设计院。
- 近年来，华网工程从传统电力方面送变电工程的系统规划、可行性研究、初步设计、施工图设计及方案优化，**成功扩展到分布式及地面式光伏电站、光伏生态大棚、风光互补、渔光互补、光伏车棚、智能微电网等项目的咨询、设计、及开发**；从单纯的送变电工程的设计和施工业务，发展到集采购、设计、施工于一体的 **EPC 总承包模式**。自成立以来，承接设计项目过千项，工程总承包项目 50 多项，新能源项目 30 多项。成功构建起“以设计为主体，以新能源为方向，以施工总承包为支撑”的多元化业务体系。
- 公司于 2015 年 9 月 8 日发布公告：长高集团与邢台万阳新能源开发有限公司和湖北华网电力工程有限公司签署了《河北邢台万阳 50MW 光伏并网项目 EPC 总承包合同》，合同总额为人民币 43,500 万元。
- 2015 年 12 月 18 日，公司又签署了《神木县高家堡镇神木顺利 40MW 光伏并网发电项目 EPC 总承包合同》，合同总额为人民币 34,200 万元。
- 未来公司在华网工程的协助下，将持续扩大 EPC 总承包项目规模，**预期 2016 年将建设光伏项目 200MW，净利润达到 7000 万元**。
- 此外，本次收购华网工程 2016 -2018 年度业绩承诺为：净利润分别不低于 1,702.22 万元、2,274.37 万元、3,031.76 万元。
- 在之前我们的报告中曾指出，公司近两年受益组合电器业务放量，订单持续增长。2015 年 4 月 20 日，收购湖南雁能森源电力设备有限公司 100% 股权，加强公司中低压开关及配电设备的生产能力和市场竞争力，未来将受益配电网大规模建设。
- 公司作为电力设备制造商，未来将与华网工程形成明显的协同效应，实现产业链自然延伸，带动设备销售以及业务规模的扩张。

图表 12: 长高集团主营业务组成情况



来源: 国金证券研究所

未来有望从微电网运营角度切入能源互联网

- 本次收购设计院之后, 公司有望开展用户侧微电网的 BOT 项目, 布局售电业务, 切入能源互联网。
- 随着能源互联网的推广, 分布式能源接入配网的渗透率不断提高, 具有一定随机性的新能源汽车充放电接入容量不断增多, 未来配电网就会从传统的“电网-负荷”二元结构, 单向电流流动, 发展为“分布式能源-电网-负荷”的三元新格局。

图表 13: 海岛微电网示例

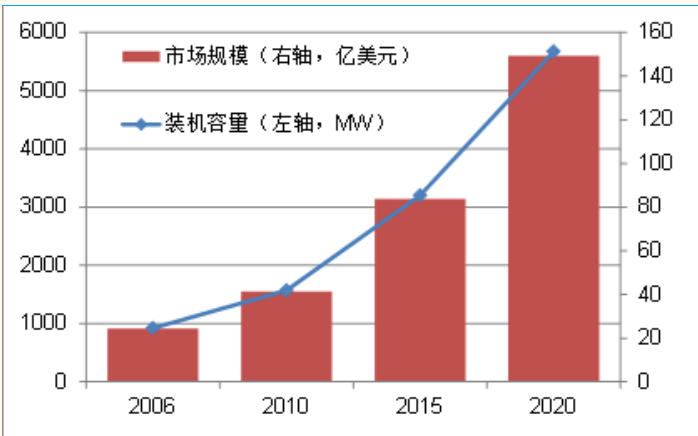


来源: 国金证券研究所

- 新能源微电网是基于局部配电网建设的, 风、光、天然气等各类分布式能源多能互补, 具备较高新能源电力接入比例, 可通过能量存储和优化配置实现本地能源生产与用能负荷基本平衡, 可根据需要与公共电网灵活互动且相对独立运行的智慧型能源综合利用局域网。

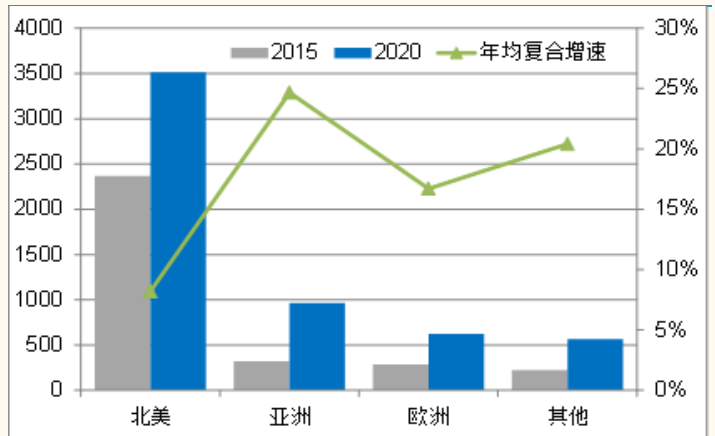
- 微电网可以满足一片电力负荷聚集区的电力需要，这个聚集区可以是重要的工商业区域，也可以是传统电力系统供电成本较高的海岛居民区、边防哨所等，结构灵活，适应性强；
- 对大电网来说，微电网可控，并网离网均可，自治能力强，是可靠、智能的单元；对用户来说，微电网可为满足用户侧特定需求进行定制设计，如降低线损，提高本地电能质量、增加本地供电可靠性等等。
- 我们认为，电改后，拥有建设和运营新增配电网能力的售电企业，将获得最强的客户粘性。本次收购设计院后，长高具备了这种能力。

图表 14：全球微电网装机容量和市场规模



来源：国金证券研究所

图表 15：分地区微电网装机容量 (MW)



来源：国金证券研究所

新能源汽车板块，定位专业核心零部件制造商

- 2015 年 2 月 28 日，公司与杭州伯坦科技工程有限公司及张璐三方签订《杭州伯高车辆电气工程有限公司投资协议书》，拟共同投资设立杭州伯高车辆电气工程有限公司（以下简称“杭州伯高”）。杭州伯高的注册资本为 1000 万元，公司出资 510 万元，占杭州伯高注册资本 51%；伯坦科技出资 210 万元，占杭州伯高注册资本 21%；张璐出资 280 万元，占杭州伯高注册资本 28%，主要情况如下：
 - 经营范围：电动汽车高压配电总成研发、检测、生产及销售；
 - 合资公司在完整会计年度后，长高视经营情况，有权收购伯坦、张璐所持合资公司全部股权，伯坦、张璐不得拒绝；
 - 当一会计年度内实现的扣除非经常性损益后的审计净利润超过 2000 万元（不含）的前提下，伯坦、张璐有权向长高出售其各自所持合资公司全部股权；
- 与伯坦的合作是公司新能源汽车产业链布局中的重要一环，2015 年中报已开始贡献收入，预期 2016 年该项业务规模将迅速扩大，有望贡献超过 3000 万净利润。
- 2015 年 12 月 31 日，公司公告国开发展基金出资 1.5 亿元投资入股长高电气，支持《智能高压配电箱总成系统等零部件数字化车间项目》。本次投资实为年息 1.2% 的低息贷款，且前 4 年免息。
- 此外，2015 年 12 月 31 日，公司公告目前持有杭州富特的持股比例为 18.69%
 - 公司 2014 年 10 月 21 日曾披露，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科技有限公司股权合计 400 万股；同时，向杭州富特新增出资 1,000 万元。股权转让及增资完成后，将持有杭州富特 44.62% 股权，成为杭州富特公司第一大股东。

- 目前公司持有富特比例降至 18.69%。杭州富特业绩优秀，2015 年净利润有望大幅超预期达到 4000 万元，未来如果富特可以成功上市，将为公司带来可观的投资收益。
- 我们判断，未来公司会持续在新能源汽车核心零部件领域（电机、电控、空调）寻求外延式发展，分享行业盛宴。

估值

- 由于本次重组尚存在不确定性，这里仅对公司现有业务进行估值，预计 2015-2017 年 EPS 分别为：0.17、0.37、0.42。其中，预计 2016 年开关主业可贡献 1 亿净利润给予 40x 估值，新能源汽车贡献 3000 万净利润给予 60x 估值，光伏 EPC 贡献 7000 万净利润给予 20x 估值，上调目标价至 14 元。
- 此外，综合考虑金惠业务的稀缺性、广阔前景以及目前的盈利情况，保守给予公司 150 亿市值，对应目标价 18 元（考虑增发股本）。

风险

- 重组未通过证监会审核
- 金惠业务拓展进度低于预期

图表 16: 公司主营业务分产品预测

	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015E	2016E	2017E
隔离开关和接地开关									
收入 (百万元)	330.05	195.92	392.45	169.16	370.87	131.87	344.91	448.38	515.64
YOY	15%	40%	19%	-14%	-5%	-22%	-7%	30%	15%
成本 (百万元)	193.46	103.65	215.38	92.19	197.87	73.66	203.50	264.55	304.23
毛利率	41.38%	47.10%	45.12%	45.50%	46.65%	44.14%	41.00%	41.00%	41.00%
毛利 (百万元)	136.59	92.27	177.07	76.97	173.00	58.21	141.41	183.84	211.41
毛利占比	88.55%	86.46%	87.32%	88.48%	86.56%	74.65%	55.15%	33.87%	30.90%
组合电器									
收入 (百万元)	43.82	24.10	62.40	22.23	80.56	46.80	177.23	283.57	397.00
YOY	650%	87%	42%	-8%	29%	111%	120%	60%	40%
成本 (百万元)	35.77	17.65	46.02	16.15	59.64	29.82	122.29	195.66	273.93
毛利率	18.37%	26.76%	26.25%	27.35%	25.97%	36.28%	31.00%	31.00%	31.00%
毛利 (百万元)	8.05	6.45	16.38	6.08	20.92	16.98	54.94	87.91	123.07
毛利占比	5.22%	6.04%	8.08%	6.99%	10.47%	21.77%	21.43%	16.20%	17.99%
耐磨材料									
收入 (百万元)	23.12	9.17	21.53	8.54	18.38	5.46	13.79	13.10	12.44
YOY	20%	-24%	-7%	-7%	-15%	-36%	-25%	-5%	-5%
成本 (百万元)	18.57	7.16	18.58	6.74	13.85	3.68	9.65	9.17	8.71
毛利率	19.68%	21.92%	13.70%	21.08%	24.65%	32.60%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利 (百万元)	4.55	2.01	2.95	1.80	4.53	1.78	4.14	3.93	3.73
毛利占比	2.95%	1.88%	1.45%	2.07%	2.27%	2.28%	1.61%	0.72%	0.55%
机电设备									
收入 (百万元)	8.45	10.27	15.43	3.24	3.62	0.21	0.36	0.34	0.33
YOY	-32%	321%	83%	-68%	-77%	-94%	-90%	-5%	-5%
成本 (百万元)	5.71	4.58	9.57	1.66	2.33	0.07	0.22	0.21	0.20
毛利率	32.43%	55.40%	37.98%	48.77%	35.64%	66.67%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利 (百万元)	2.74	5.69	5.86	1.58	1.29	0.14	0.14	0.14	0.13
毛利占比	1.78%	5.33%	2.89%	1.82%	0.65%	0.18%	0.06%	0.03%	0.02%
光伏EPC									
收入 (百万元)							270.00	1350.00	1620.00
YOY								400%	20%
成本 (百万元)							229.50	1147.50	1377.00
毛利率							15.00%	15.00%	15.00%
毛利 (百万元)							40.50	202.50	243.00
毛利占比							15.79%	37.31%	35.51%
高压配电总成 (新能源汽车)									
收入 (百万元)						6.93	50.00	200.00	320.00
YOY								300%	60%
成本 (百万元)						5.65	35.00	136.00	217.60
毛利率						18.47%	30.00%	32.00%	32.00%
毛利 (百万元)						1.28	15.00	64.00	102.40
毛利占比						1.64%	5.85%	11.79%	14.97%
收入合计 (百万元)	411	240	496	208	478	191	859	2,299	2,870
YOY	17%	43%	21%	-14%	-4%	-8%	80%	168%	25%
成本合计 (百万元)	256	134	294	121	279	113	603	1,757	2,186
毛利合计 (百万元)	154	107	203	87	200	78	256	543	684
综合毛利率	37.57%	44.38%	40.86%	41.89%	41.78%	40.74%	29.84%	23.60%	23.84%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	411	496	478	859	2,299	2,870	货币资金	430	282	444	400	400	400
增长率		20.9%	-3.6%	79.6%	167.6%	24.8%	应收款项	286	329	323	567	1,407	1,748
主营业务成本	-256	-294	-279	-603	-1,757	-2,186	存货	219	260	308	661	1,684	1,917
%销售收入	62.4%	59.1%	58.2%	70.2%	76.4%	76.2%	其他流动资产	44	151	38	91	229	263
毛利	154	203	200	256	543	684	流动资产	979	1,022	1,113	1,719	3,720	4,328
%销售收入	37.6%	40.9%	41.8%	29.8%	23.6%	23.8%	%总资产	77.3%	77.9%	79.4%	85.2%	92.5%	93.4%
营业税金及附加	-2	-4	-4	-8	-20	-25	长期投资	0	0	0	10	10	10
%销售收入	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定投资	196	201	202	201	203	207
营业费用	-38	-44	-40	-47	-80	-100	%总资产	15.5%	15.3%	14.4%	10.0%	5.1%	4.5%
%销售收入	9.3%	8.9%	8.4%	5.5%	3.5%	3.5%	无形资产	87	83	80	81	80	81
管理费用	-49	-59	-59	-86	-161	-201	非流动资产	288	290	288	298	300	304
%销售收入	11.8%	11.9%	12.4%	10.0%	7.0%	7.0%	%总资产	22.7%	22.1%	20.6%	14.8%	7.5%	6.6%
息税前利润 (EBIT)	65	95	96	116	281	358	资产总计	1,267	1,312	1,400	2,017	4,020	4,632
%销售收入	15.9%	19.1%	20.1%	13.5%	12.2%	12.5%	短期借款	5	0	0	298	1,404	1,612
财务费用	10	6	9	1	-46	-89	应付款项	177	175	193	401	1,060	1,259
%销售收入	-2.4%	-1.2%	-1.9%	-0.1%	2.0%	3.1%	其他流动负债	15	23	15	58	139	161
资产减值损失	-16	-19	-13	-16	-10	-14	流动负债	196	198	208	757	2,603	3,031
公允价值变动收益	0	0	0	-1	0	0	长期贷款	3	3	2	2	2	2
投资收益	1	3	5	1	5	5	其他长期负债	17	16	10	11	12	12
%税前利润	0.9%	3.8%	4.8%	0.9%	2.1%	1.9%	负债	216	216	221	770	2,617	3,046
营业利润	60	85	97	100	230	259	普通股股东权益	1,037	1,086	1,172	1,239	1,393	1,573
营业利润率	14.5%	17.2%	20.3%	11.7%	10.0%	9.0%	少数股东权益	14	10	7	8	10	14
营业外收支	2	2	8	5	6	7	负债股东权益合计	1,267	1,312	1,400	2,017	4,020	4,632
税前利润	61	88	105	105	236	266	比率分析						
利润率	15.0%	17.7%	22.0%	12.3%	10.3%	9.3%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-12	-15	-17	-17	-38	-43	每股指标						
所得税率	20.2%	17.3%	16.4%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益	0.422	0.589	0.346	0.168	0.373	0.419
净利润	49	73	88	89	199	224	每股净资产	7.976	8.354	4.487	2.360	2.654	2.996
少数股东损益	-6	-4	-2	1	3	4	每股经营现金净流	-0.346	0.144	0.240	-0.593	-1.945	-0.096
归属于母公司的净利润	55	77	90	88	196	220	每股股利	0.150	0.130	0.200	0.050	0.100	0.100
净利率	13.4%	15.4%	18.9%	10.3%	8.5%	7.7%	回报率						
							净资产收益率	5.29%	7.05%	7.71%	7.11%	14.07%	14.00%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.33%	5.84%	6.46%	4.37%	4.88%	4.75%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	4.93%	7.15%	6.79%	6.28%	8.40%	9.38%
净利润	49	73	88	89	199	224	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	17.48%	20.88%	-3.61%	79.63%	167.58%	24.84%
非现金支出	29	38	34	37	33	40	EBIT 增长率	32.52%	45.16%	1.08%	20.60%	142.94%	27.24%
非经营收益	1	-4	-5	5	45	87	净利润增长率	10.25%	39.64%	18.03%	-2.56%	122.48%	12.32%
营运资金变动	-124	-88	-55	-442	-1,298	-401	总资产增长率	-1.02%	3.56%	6.76%	44.02%	99.32%	15.23%
经营活动现金净流	-45	19	63	-311	-1,021	-51	资产管理能力						
资本开支	-50	-18	-21	-17	-19	-23	应收账款周转天数	199.0	193.2	218.3	220.0	200.0	200.0
投资	0	0	0	-9	0	0	存货周转天数	252.1	298.0	372.1	400.0	350.0	320.0
其他	0	-122	124	0	5	5	应付账款周转天数	182.5	157.2	179.9	185.0	175.0	165.0
投资活动现金净流	-50	-140	104	-26	-14	-18	固定资产周转天数	167.0	146.5	154.3	81.3	31.6	26.1
股权募资	0	0	7	5	11	12	偿债能力						
债权募资	-46	-5	0	299	1,107	208	净负债/股东权益	-40.20%	-25.61%	-37.59%	-8.01%	71.69%	76.50%
其他	-18	-30	0	-11	-82	-152	EBIT 利息保障倍数	-6.6	-16.2	-10.8	-189.1	6.1	4.0
筹资活动现金净流	-63	-35	6	293	1,035	69	资产负债率	17.05%	16.48%	15.77%	38.18%	65.09%	65.75%
现金净流量	-158	-157	173	-44	0	0							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-04-23	买入	22.31	27.00~27.00
2	2015-08-31	买入	9.14	12.00~14.00
3	2015-09-10	买入	9.14	12.00~14.00

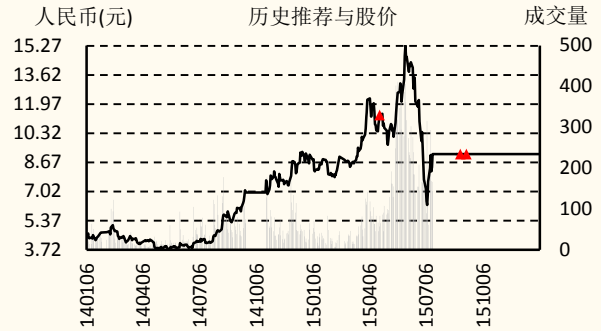
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD