

长高集团 (002452.SZ)

输配电及控制行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

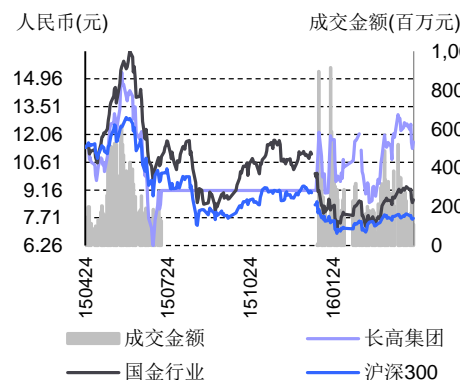
市场价格(人民币): 11.67元

目标价格(人民币): 15元

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)	329.17
总市值(百万元)	6,131.70
年内股价最高最低(元)	15.30/6.26
沪深300指数	3174.90
深证成指	10151.76



## 机器人订单获突破, 调低估值静待收购过会

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.346	0.130	0.382	0.473	0.607
每股净资产(元)	4.49	2.32	2.67	3.07	3.61
每股经营性现金流(元)	0.24	-0.31	-0.82	0.00	-0.09
市盈率(倍)	52.87	70.47	25.99	21.00	16.38
行业优化市盈率(倍)	56.84	109.50	81.59	81.59	81.59
净利润增长率(%)	18.03%	-24.66%	194.82%	23.78%	28.20%
净资产收益率(%)	7.71%	5.58%	14.33%	15.43%	16.82%
总股本(百万股)	261.23	525.16	525.16	525.16	525.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 4月24日, 公司公告收购郑州金惠及湖北华网工程的调整方案, 同时公告证监会反馈意见答复。方案中, 郑州金惠 100%股权的交易价格由 17.9 亿元, 下调至 15.98 亿元。2016-2018 年业绩承诺由 8,891.55 万元、12,220.83 万元、16,251.63 万元调整为 7,100 万元、11,000 万元、14,380 万元。考虑除息, 发行股份购买资产的发行价格由 9.15 元/股调整为 9.09 元/股, 配套融资的发行价格由 8.30 元/股调整为 8.24 元/股; 募集资金由不超过 110,174.20 万元调整为 99,948.60 万元。此外, 在其它交易细节上也进行了一些修改, 并披露了金惠 2015 年全年经营情况。

## 相关报告

- 《主业产品多元化健康发展, 静待收购落地-长高集团公司点评》, 2016.2.28
- 《金惠调研: 做图像识别领域的科大讯飞-长高集团公司研究简报》, 2016.1.20
- 《新长高, 拟进入人工智能时代-长高集团公司研究简报》, 2016.1.6
- 《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
- 《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

## 分析

- 调整方案更利于收购过会:** 2015 年 12 月, 郑州金惠新增股东对其增资 15,000 万元(含长高实际控制人配偶王宗华女士 5000 万元), 引入战略投资者, 增资价格为 57.33 元/出资额。在之前的收购方案中, 以 2015 年 8 月 31 日为基准日, 郑州金惠全部股东权益评估价值为 157,810.00 万元, 出资额为 70.14 元/出资额。本次交易价格下调后, 为 63.62 元/出资额, 溢价空间大幅减小, 且承诺王宗华所持股份锁定期为 3 年, 新方案更利于过会。
- 2015 年教育板块收入确认低于预期, 调减业绩承诺:** 郑州金惠 2015 年度实现净利润 4,747.56 万元, 较原资产评估预测值 5,333.57 万元, 相差 10.99%。其中主要源自教育板块: 湖南省市场教育信息安全类产品销售推迟, 虽已签订销售合同, 但执行延期至 2016 年度; 河南教育系统 2015 年内部巡查, 导致教育系统采购推迟至 2016 年度。受此影响, 根据谨慎性原则, 本次方案下调了 2016-2018 年业绩承诺。
- 在手订单大幅增长, 机器人板块取得突破:** 截至本反馈回复之日, 郑州金惠正在执行的销售合同金额 11,280.92 万元, 较上期方案 5690 万元大幅增长。其中金惠变电站巡检机器人产品取得突破, 2015 年与西安金源签订了战略合作协议, 2016 年 4 月签订了采购协议; 2016 年与纪年科技股份有限公司签订了战略合作协议, 协议约定每年销售 100 台的计划。
- 信息安全与人工智能类产品占比不断提升:** 2013-2015 年, 信息安全及数据运维类产品和图像视频识别及人工智能类两类产品营业收入占主营业务收入的比例分别为: 16.94%、23.55%和 35.30%, 增长较快。从毛利结构上看, 以上两类产品毛利的占比逐年提高, 2013-2015 年分别为 33.73%、

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

46.79%和 60.69%，其中 2015 年软件类产品已经占到公司利润贡献的 60%。未来公司将不断减少对教育信息化产品的依赖，利润增速将远高于收入增速。

- 方案修改后大股东及其一致行动人持股比例为 16.12%：参与增发的潇湘兴旺资产管理计划授权马孝武先生行使表决权的权利，其持有上市公司 2.21% 的股份。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 18.33%，仍然为公司实际控制人。金惠实际控制人张晨民先生及其一致行动人赵慧琴女士合计持股 12.55%，其中赵慧琴放弃表决权，实际表决权为 10.11%，且承诺未来 48 个月内不谋求提高表决权比例；

### 投资建议

- 因尚未过会，维持长高现有业务 16-18 年 EPS 0.38、0.47、0.61 的判断；
- 考虑增发，总股本为 8.2 亿股，我们预期长高主业（开关+电动车高压配电箱总成+光伏 EPC+设计院）2016 年净利润 2.2 亿元，给予 33x 估值；金惠 2016 年净利润 8000 万，给予 60x 估值，目标价 15 元。

附：

图表 1：方案修改后马孝武先生及其一致行动人持股情况

	发行前		发行后	
	股数 (股)	占比	股数 (股)	占比
马孝武	110,639,240	21.06%	110,639,240	13.49%
马晓	15,470,000	2.94%	15,470,000	1.89%
王宗华	-	-	6,104,044	0.74%
合计	126,109,240	24.00%	132,213,284	16.12%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：2013-2015，郑州金惠各产品收入情况

项目	2015 年度		2014 年度		2013 年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
信息安全及数据运维类产品	4084.13	24.31%	1402.2	10.85%	561.94	5.81%
图像视频识别及人工智能类产品	1846.81	10.99%	1641.92	12.70%	1077.22	11.13%
教育信息化产品	10670.05	63.51%	8687.64	67.21%	7967.69	82.34%
硬件及其他	199.06	1.18%	1193.62	9.23%	69.99	0.72%
主营业务收入合计	16800.05	100.00%	12925.39	100.00%	9676.84	100.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：2013-2015，郑州金惠各产品毛利情况

项目	2015 年度		2014 年度		2013 年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
信息安全及数据运维类产品	3,219.56	39.73%	1,085.14	20.12%	527.26	14.75%
图像视频识别及人工智能类产品	1,698.22	20.96%	1,438.18	26.67%	678.18	18.98%
教育信息化产品	3,137.36	38.72%	2,573.18	47.72%	2,326.57	65.10%
硬件及其他	48.11	0.59%	296.13	5.49%	41.83	1.17%
主营业务收入合计	8,103.25	100.00%	5,392.63	100.00%	3,573.84	100.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：金惠在手订单

合同类别	合同内容	合同金额 (万元)
信息安全与数据运维	中国移动不良信息检测业务	863.54
	教育网络信息安全	1,806.00
	公安系统项目	6.08
	数据运维类项目	688
	合计	3,363.62
图像视频识别及人工智能类产品	电站巡检机器人项目	6,630.00
	管道机器人项目	60
	智能交通项目	225.70
	合计	6,915.70
教育信息化	多媒体教学系统	391.10
	网络互动直播教室系统	460.90

	其他项目	85.90
	合计	937.90
硬件及其他	信息管理系统 PC 服务器	63.70

来源：公司公告，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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	496	478	664	1,972	2,389	2,935	货币资金	282	444	364	400	400	400
增长率		-3.6%	38.7%	197.2%	21.1%	22.9%	应收款项	329	323	447	881	1,058	1,295
主营业务成本	-294	-279	-459	-1,495	-1,810	-2,223	存货	260	308	577	1,216	1,466	1,791
%销售收入	59.1%	58.2%	69.1%	75.8%	75.8%	75.8%	其他流动资产	151	38	67	180	218	268
毛利	203	200	205	478	578	712	流动资产	1,022	1,113	1,454	2,677	3,142	3,753
%销售收入	40.9%	41.8%	30.9%	24.2%	24.2%	24.2%	%总资产	77.9%	79.4%	79.8%	89.5%	90.9%	92.2%
营业税金及附加	-4	-4	-6	-17	-21	-26	长期投资	0	0	26	36	36	36
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定投资	201	202	186	196	198	202
营业费用	-44	-40	-45	-108	-131	-161	%总资产	15.3%	14.4%	10.2%	6.6%	5.7%	5.0%
%销售收入	8.9%	8.4%	6.9%	5.5%	5.5%	5.5%	无形资产	83	80	75	75	75	74
管理费用	-59	-59	-64	-79	-84	-88	非流动资产	290	288	369	313	315	318
%销售收入	11.9%	12.4%	9.7%	4.0%	3.5%	3.0%	%总资产	22.1%	20.6%	20.2%	10.5%	9.1%	7.8%
息税前利润 (EBIT)	95	96	89	273	342	436	<b>资产总计</b>	<b>1,312</b>	<b>1,400</b>	<b>1,823</b>	<b>2,991</b>	<b>3,457</b>	<b>4,072</b>
%销售收入	19.1%	20.1%	13.5%	13.8%	14.3%	14.9%	短期借款	0	0	60	650	724	877
财务费用	6	9	7	-14	-35	-43	应付款项	175	193	349	837	989	1,153
%销售收入	-1.2%	-1.9%	-1.1%	0.7%	1.5%	1.5%	其他流动负债	23	15	18	79	110	123
资产减值损失	-19	-13	-26	-30	-22	-26	流动负债	198	208	427	1,565	1,822	2,152
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	3	2	2	2	2	2
投资收益	3	5	4	5	5	5	其他长期负债	16	10	162	11	12	12
%税前利润	3.8%	4.8%	5.6%	2.1%	1.7%	1.3%	<b>负债</b>	<b>216</b>	<b>221</b>	<b>590</b>	<b>1,578</b>	<b>1,835</b>	<b>2,166</b>
营业利润	85	97	75	234	290	372	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,086</b>	<b>1,172</b>	<b>1,221</b>	<b>1,401</b>	<b>1,611</b>	<b>1,895</b>
营业利润率	17.2%	20.3%	11.3%	11.9%	12.1%	12.7%	少数股东权益	10	7	11	11	11	11
营业外收支	2	8	5	5	6	7	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,312</b>	<b>1,400</b>	<b>1,823</b>	<b>2,991</b>	<b>3,457</b>	<b>4,072</b>
税前利润	88	105	80	239	296	379	<b>比率分析</b>						
利润率	17.7%	22.0%	12.0%	12.1%	12.4%	12.9%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-15	-17	-13	-38	-47	-61	<b>每股指标</b>						
所得税率	17.3%	16.4%	15.7%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益	0.589	0.346	0.130	0.382	0.473	0.607
净利润	73	88	67	201	249	319	每股净资产	8.354	4.487	2.325	2.668	3.068	3.608
少数股东损益	-4	-2	-1	0	0	0	每股经营现金净流	0.144	0.240	-0.308	-0.823	0.005	-0.095
归属于母公司的净利润	77	90	68	201	249	319	每股股利	0.130	0.200	0.100	0.060	0.100	0.100
净利率	15.4%	18.9%	10.3%	10.2%	10.4%	10.9%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	7.05%	7.71%	5.58%	14.33%	15.43%	16.82%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	5.84%	6.46%	3.74%	6.72%	7.19%	7.83%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	7.15%	6.79%	5.81%	11.10%	12.25%	13.16%
净利润	73	88	67	201	249	319	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	20.88%	-3.61%	38.71%	197.22%	21.12%	22.86%
非现金支出	38	34	48	51	45	51	EBIT 增长率	45.16%	1.08%	-6.96%	205.66%	25.52%	27.43%
非经营收益	-4	-5	-6	15	34	41	净利润增长率	41.03%	18.03%	-24.66%	194.82%	23.78%	28.20%
营运资金变动	-88	-55	-272	-699	-326	-461	总资产增长率	3.56%	6.76%	30.15%	64.08%	15.61%	17.78%
经营活动现金净流	19	63	-162	-432	3	-50	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-18	-21	-40	47	-19	-21	应收账款周转天数	193.2	218.3	168.0	130.0	130.0	130.0
投资	0	0	16	-10	0	0	存货周转天数	298.0	372.1	352.0	300.0	300.0	300.0
其他	-122	124	6	5	5	5	应付账款周转天数	157.2	179.9	184.2	180.0	175.0	165.0
投资活动现金净流	-140	104	-18	42	-14	-16	固定资产周转天数	146.5	154.3	100.7	33.8	29.2	24.5
股权募资	0	7	12	11	14	18	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-5	0	60	439	75	154	净负债/股东权益	-25.61%	-37.59%	-24.50%	17.80%	20.06%	25.11%
其他	-30	0	124	-24	-77	-105	EBIT 利息保障倍数	-16.2	-10.8	-12.3	19.7	9.7	10.2
筹资活动现金净流	-35	6	196	426	11	66	资产负债率	16.48%	15.77%	32.40%	52.77%	53.08%	53.19%
现金净流量	-157	173	16	36	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

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。

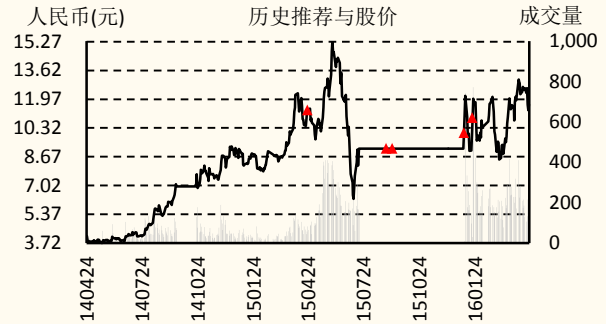
最终评分与平均投资建议对照：

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

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
4	2016-01-06	买入	9.14	14.00~18.00
5	2016-01-20	买入	9.92	14.00~17.00
6	2016-02-28	买入	9.94	14.00~17.00

来源：国金证券研究所



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 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 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%以上。



**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