

2016年12月19日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

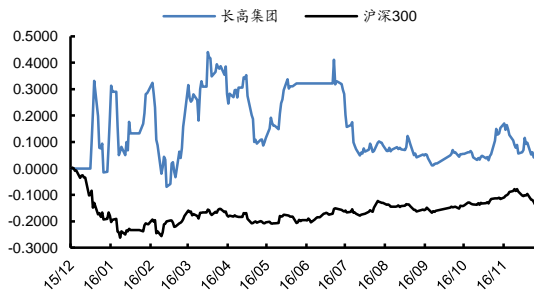
研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002  
010-88576686-807 tanq@ghzq.com.cn  
联系人： 傅鸿浩 S0350115080013  
0755-23936019 fuhh@ghzq.com.cn

## EPC带来新增量，股票期权彰显信心

### ——长高集团（002452）动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
长高集团	-9.4	0.2	4.5
沪深300	-2.1	2.5	-11.2

市场数据

2016/12/19

当前价格（元）	9.50
52周价格区间（元）	7.98 - 13.26
总市值（百万）	4991.53
流通市值（百万）	3255.69
总股本（万股）	52542.40
流通股（万股）	34270.41
日均成交额（百万）	147.34
近一月换手（%）	73.15

相关报告

无

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

## 投资要点：

■ **高压开关领先供应商，盈利稳健，新产品带来新看点。**公司以隔离和接地开关为主的传统业务随着电网交付正常，预计全年实现净利润8825万至12261万，同比增长30%-80%。预计未来维持稳定。220KV GIS产品已通过测试，挂网运行后将逐步开始贡献利润。2016年新并入雁能森源，带来成套电器高增长，上半年收入已达到6600万元，大幅高于去年，由于技术领先，市占率率低，未来将维持高速增长。

■ **收购华网电力打开EPC之门，新能源EPC、配网EPC将大有可为。**2015年河北邢台50MW光伏项目并网，陕西神木40MW项目2016年实现并网。公司光伏项目去年实现收入1.65亿元，2016年上半年已实现收入1.82亿元，预计全年可实现较大幅度增长。公司2016年7月公告以自有资金3亿收购具备总包和设计能力的湖北华网电力工程有限公司，大幅提高新能源EPC项目的承接能力。

随着新增配网放开，105个试点下发。公司所在的湖南省拥有四个试点，分别是资兴市东江湖大数据产业园、衡阳白沙洲工业园、益阳高新技术产业开发区、湘潭经开区配售电试点。而公司本身已成立配售电公司。我们预计公司可依托华网的平台和资质切入新增配网总包这一千亿级的市场

■ **新能源车配电总成业务将随政策落地进入高增长。**公司新能源车业务主要是三块：1) 参股主营充电机的富特电机18.69%股权，获得财务投资的收益；2) 2015年公司投资2250万元，与浙江时空电动车合资成立新能源车运营，开展新能源运营工作；3) 新能源车高压配电总成贡献了公司新能源车的主要利润。目前公司主要配套的下游厂商是时空电动车、力帆、陕汽、众泰等。2015年已经实现收入5900万元，2016年有所下降，预计2017年政策将顺后，公司新能源车收入将回归较高增长。

■ **股票期权彰显公司信心，外延仍存预期。**2016年12月9日，公司向218名激励对象授予1714万份股票期权，行权价格10.29元。授予对象覆盖了公司大部分骨干，彰显公司信心。而行权价格高于当前股价也提供了一定的安全边际。公司今年年中中止收购郑州金惠。公司后续资本运作和外延依然值得关注。

- **盈利预测和投资评级:** 预计公司 2016-2018 年 EPS 分别是 0.23 元, 0.36 元, 0.36 元。对应 PE 分别是 40 倍, 26 倍和 26 倍。我们看好公司在 EPC 和新能源车的发展, 股票期权增强信心, 首次覆盖, 给予公司“增持”评级。
- **风险提示:** 1) 电力建设进度不达预期; 2) EPC 进展不达预期; 3) 新能源车政策不达预期。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	664	1176	2302	2499
增长率(%)	39%	77%	96%	9%
净利润(百万元)	68	123	188	188
增长率(%)	-25%	81%	53%	0%
摊薄每股收益(元)	0.13	0.23	0.36	0.36
ROE(%)	5.53%	9.13%	12.34%	11.05%

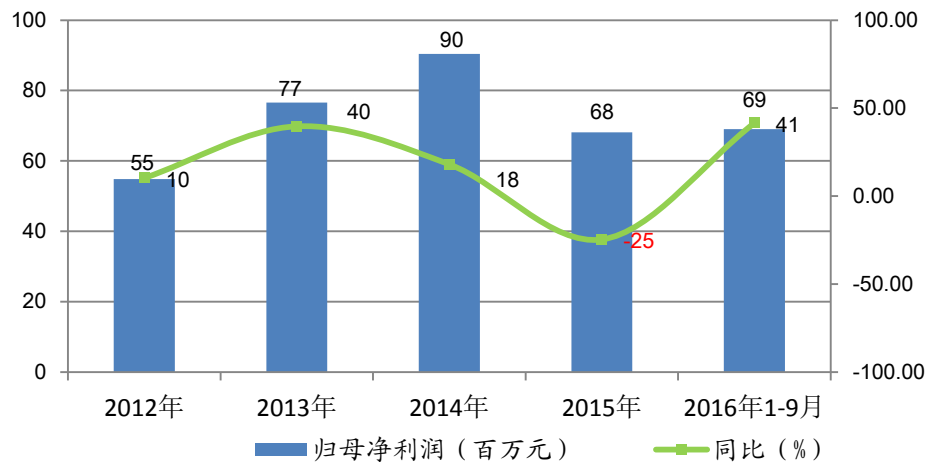
资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 1、高压开关领先供应商，盈利稳健，新产品带来新看点

隔离开关和接地开关是公司的核心产品，2012年至2014年，公司传统业务盈利一直维持在稳健增长的水平，归母净利润复合增长率维持在20%以上。2015年受电网延迟交付影响，利润有所下滑。但随着电网交付逐步恢复正常，公司利润2016年前三季度实现41%的较高增长。公司三季报预计全年可实现净利润8825万至12261万，同比增长30%至80%。我们预计，随着电网投资逐步趋于稳定，传统隔离开关、接地开关等业务未来将维持相对稳定的盈利水平。

公司新产品拓展不乏亮点。主要是GIS组合电器以及高低压成套电器。公司110KV GIS电器已经批量供货，未来的看点在于220KV GIS已经在荷兰和西安完成全部型式试验，挂网运行一段时间后即可开始贡献利润。而2016年新并入的雁能新源，直接带来成套电器利润的快速增长，2016年上半年，公司成套电器收入达到6600万元，大幅高于2015年全年的950万元。由于公司成套电器技术领先，市场占有率还较低，预计未来将逐步提升市场占有率，收入保持高速增长。

图 1：传统业务持续稳健盈利



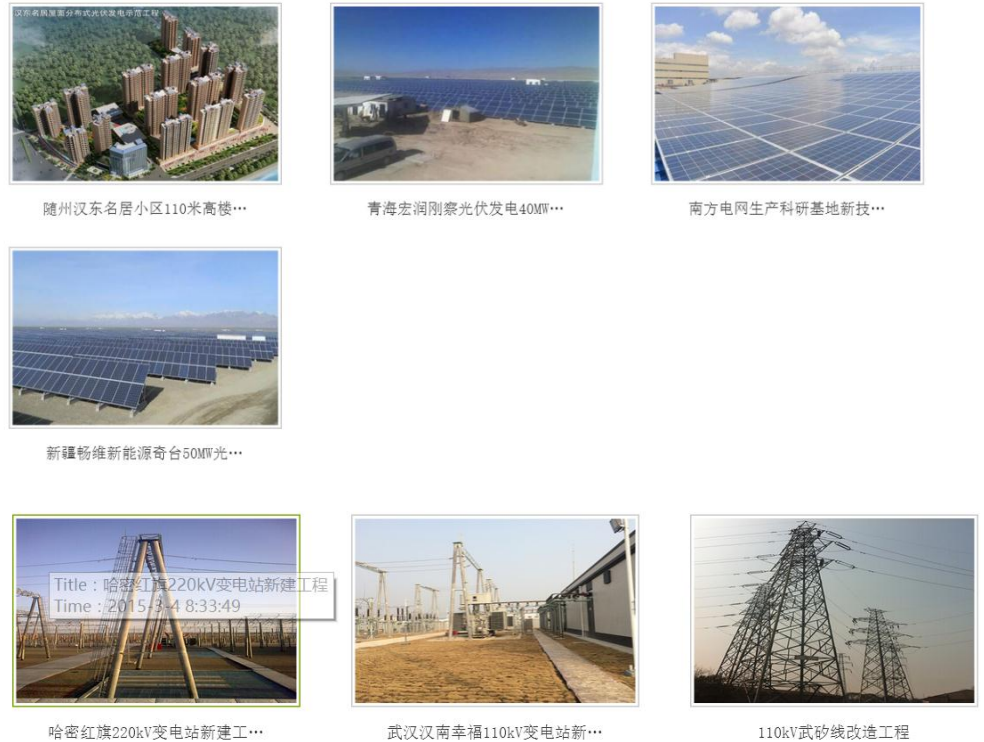
资料来源：公司公告，国海证券研究所

## 2、收购华网电力打开 EPC 之门，新能源 EPC、配网 EPC 将大有所为

公司之前以提供设备为主，2015年开始逐步涉入EPC项目，2015年河北邢台50MW光伏项目并网，陕西神木40MW项目2016年实现并网。公司光伏项目去年实现收入1.65亿元，2016年上半年已实现收入1.82亿元，预计全年可实现较大幅度增长。

我们预计明后年公司新能源 EPC 还将以较快幅度增长，除在之前项目上已获得经验外，公司 2016 年 7 月公告以自有资金 3 亿收购湖北华网电力工程有限公司，除获得新的利润外（华网承诺业绩 2016-2018 年为 1702 万元、2274 万元、3032 万元），由于华网具有电力工程施工的甲级资质，主业为设计和总包业务，公司依托这个平台，将大幅提高新能源 EPC 项目的承接能力。

图 2：华网工程的一些典型案例



资料来源：公司官网，国海证券研究所

华网工程公司在配网工程承接业绩显著，110KV 和 220KV 变电站设计、总包均有设计。随着新增配网放开，105 个试点下发，我们预计公司可依托华网的平台和资质切入新增配网总包这一千亿级的市场。公司所在的湖南省拥有四个试点，分别是资兴市东江湖大数据产业园、衡阳白沙洲工业园、益阳高新技术产业开发区、湘潭经开区配售电试点。

从公司近期的公告看，公司已经开始布局，公司 12 月公告 2 亿元成立湖南长高售配电有限公司。

### 3、新能源车配电总成业务将随政策落地进入高速增长

公司新能源车业务主要是三块：1) 参股主营车载充电机的富特电机 18.69% 股权，获得财务投资的收益；2) 2015 年公司投资 2250 万元，与浙江时空电动车合资成立新能源车运营，开展新能源运营工作；3) 新能源车高压配电总成，这项产品贡献了公司新能源车的主要利润。

目前公司主要配套的下游厂商是时空电动车、力帆、陕汽、众泰等。2015 年已经实现收入 5900 万元，2016 年由于新的补贴政策迟迟未落地和骗补核查影响，下游车辆出货量不达预期，而公司收入与下游车企的出货量高度相关，导致公司配电总成收入有所下降，预计 2017 年政策持顺后，公司新能源车收入将回归较高增长。

#### 4、股票期权彰显公司信心，外延仍存预期

2016 年 12 月 9 日，公司向 218 名激励对象授予 1714 万份股票期权，行权价格 10.29 元。授予对象覆盖了公司大部分骨干，涉及华网工程、雁能森源、杭州伯高等新业务和新产品公司，增加公司凝聚力，彰显公司信心。而行权价格高于当前股价也提供了一定的安全边际。

公司今年年中中止收购郑州金惠，主要是郑州金惠尚需取得河南省政府关于郑州金惠历史沿革相关事项的确认文件。公司后续资本运作和外延以前值得关注。

图 3：公司股票期权授予对象

人员	职务	本次获授的股票期权（万份）	获授权益合计占本次计划总量的比例	获授权益合计占目前总股本比例
彭强	董事	15	0.74%	0.029%
唐建设	副总经理	15	0.74%	0.029%
中层管理人员及业务（技术）骨干（216人）		1684	83.62%	3.21%
二、预留部分		300	14.9%	0.57%
合计		2014	100%	3.83%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

#### 5、盈利预测与评级

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别是 0.23 元，0.36 元，0.36 元。对应 PE 分别是 40 倍，26 倍和 26 倍。我们看好公司在 EPC 和新能源车的发展，股票期权增强信心，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

#### 6、风险提示

1) 电力建设进度不达预期；

2) EPC 进展不达预期;

3) 新能源车政策不达预期;

表 1: 长高集团盈利预测表

证券代码:	002452.SZ				股价:	9.50	投资评级:	增持	日期:	2016/12/19
<b>财务指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>每股指标与估值</b>		<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	6%	9%	12%	11%	EPS	0.13	0.23	0.36	0.36	
毛利率	31%	31%	28%	27%	BVPS	2.32	2.55	2.89	3.23	
期间费率	16%	19%	19%	19%	<b>估值</b>					
销售净利率	10%	10%	8%	8%	P/E	73.24	40.52	26.49	26.53	
<b>成长能力</b>					<b>P/B</b>					
收入增长率	39%	77%	96%	9%	P/S	7.52	4.24	2.17	2.00	
利润增长率	-25%	81%	53%	0%	<b>利润表 (百万元)</b>					
<b>营运能力</b>					<b>2015 2016E 2017E 2018E</b>					
总资产周转率	0.36	0.48	0.66	0.65	<b>营业收入</b>	<b>664</b>	<b>1176</b>	<b>2302</b>	<b>2499</b>	
应收账款周转率	1.49	1.49	1.49	1.49	营业成本	459	813	1663	1823	
存货周转率	0.80	1.02	1.75	1.75	营业税金及附加	6	11	21	22	
<b>偿债能力</b>					<b>销售费用</b>					
资产负债率	32%	45%	56%	56%	管理费用	64	114	223	242	
流动比	3.41	2.79	2.06	2.05	财务费用	(7)	22	29	32	
速动比	2.05	1.70	1.41	1.42	其他费用/(-收入)	(21)	0	0	0	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>营业利润</b>	<b>75</b>	<b>136</b>	<b>208</b>	<b>208</b>	
现金及现金等价物	364	357	321	428	营业外净收支	5	8	12	12	
应收款项	447	792	1549	1682	<b>利润总额</b>	<b>80</b>	<b>144</b>	<b>220</b>	<b>220</b>	
存货净额	577	810	965	1057	所得税费用	13	23	35	35	
其他流动资产	67	118	231	251	<b>净利润</b>	<b>67</b>	<b>121</b>	<b>186</b>	<b>185</b>	
<b>流动资产合计</b>	<b>1454</b>	<b>2077</b>	<b>3066</b>	<b>3418</b>	少数股东损益	(1)	(2)	(3)	(3)	
固定资产	183	195	215	214	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>68</b>	<b>123</b>	<b>188</b>	<b>188</b>	
在建工程	3	3	3	3	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
无形资产及其他	39	39	48	56	<b>2015 2016E 2017E 2018E</b>					
长期股权投资	0	0	0	0	<b>经营活动现金流</b>	<b>(162)</b>	<b>(224)</b>	<b>(199)</b>	<b>80</b>	
<b>资产总计</b>	<b>1823</b>	<b>2457</b>	<b>3475</b>	<b>3833</b>	净利润	67	121	186	185	
短期借款	60	115	235	300	少数股东权益	(1)	(2)	(3)	(3)	
应付款项	319	572	1170	1282	折旧摊销	22	22	23	26	
预收帐款	13	23	46	50	公允价值变动	0	0	0	0	
其他流动负债	35	35	35	35	营运资金变动	(250)	(894)	(1645)	(361)	
<b>流动负债合计</b>	<b>427</b>	<b>746</b>	<b>1486</b>	<b>1667</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>(120)</b>	<b>(12)</b>	<b>(21)</b>	<b>2</b>	
长期借款及应付债券	2	202	302	302	资本支出	16	(12)	(21)	2	
其他长期负债	162	162	162	162	长期投资	0	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>163</b>	<b>363</b>	<b>463</b>	<b>463</b>	其他	(136)	0	0	0	
<b>负债合计</b>	<b>590</b>	<b>1109</b>	<b>1949</b>	<b>2130</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>275</b>	<b>250</b>	<b>212</b>	<b>57</b>	
股本	525	525	525	525	债务融资	59	255	220	65	
股东权益	1232	1348	1526	1703	权益融资	12	0	0	0	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1823</b>	<b>2457</b>	<b>3475</b>	<b>3833</b>	其它	204	(5)	(8)	(8)	
					<b>现金净增加额</b>	<b>(7)</b>	<b>14</b>	<b>(8)</b>	<b>139</b>	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【电力设备新能源组介绍】

谭倩，具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具报告。

傅鸿浩，中国科学院工学硕士，华中科技大学工学学士，两年发电央企战略分析经验，2015年进入国海证券，从事电力设备及新能源行业及上市公司研究。

边文姣，北京大学金融学硕士、厦门大学工学学士学位，2016年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

## 【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】



市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。