



## 主业稳健，配售电协同新能源提升利润空间

### 投资要点

- **事件:** 近期，我们对公司进行了调研，就公司主业和新拓展的配售电业务、新能源业务与公司高管进行了交流。
- **我国研制和生产高压电器骨干企业:** 公司主营大型发电厂和输变电建设所需的各种高压、超高压开关设备的生产与销售，是国内研制和生产高压电器的骨干企业，连续三年在国网、南网招标中名列前茅，平均市场份额达到 25.1%。主业发展稳健，同时紧跟新能源发展，向光伏行业与新能源汽车领域进军，具备光伏总包能力、新能源汽车业务能力，注重产业投资，成果逐步显现。
- **特高压迅猛发展，主营高压设备业务有保障:** 公司主要收入来自于高压隔离开关、接地开关和断路器业务。“十三五”规划为全国特高压市场引来持续爆发，公司作为国家电网特高压项目高压电力设备的主要供应商，2016 年前三季度即实现营收 9.3 亿元，同比增长 180.8%，归母净利润 6903.1 万元，同比增长 41.5%。特高压项目建设将为公司带来业绩的强力支撑，公司市占率将进一步提高。
- **进军光伏配售电行业，提升业务总承包能力:** 公司光伏产业 2015 年实现营收 1.6 亿元，毛利率 15.9%，实现光伏行业零的突破。公司 2015 年下半年签署“河北邢台万阳 50MW 光伏并网发电项目”合同和“神木顺利 40MW 光伏并网发电项目”合同，且在 2016 年顺利实现并网，两个光伏并网项目为公司带来 5.3 亿元的营收。收购甲级设计院“华网电力”切入配售电市场，进一步提高公司的业务总承包能力，打造能源综合管理系统完整产业链。
- **积极布局新能源汽车，并购预期有期待:** 公司先后并购车载充电机骨干企业杭州富特、控股杭州伯高、联手浙江时空电动、设立全资子公司湖南长高新能源汽车运营有限公司，切入新能源汽车从核心技术研发到整车租赁、销售，高压配电总成，充电桩建设运营的领域。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.24 元、0.28 元和 0.38 元，对应 PE 分别为 34 倍、29 倍和 22 倍。公司积极布局配售电和新能源业务，将会随国家对新能源行业发展的推动而获益，我们认为公司布局合理，后续有望迎来业绩快速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 电网招投标量下滑的风险、光伏总包工程建设进度不及预期的风险、并购企业业绩实现或不及承诺的风险、配售电业务进展或不及预期风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	663.56	1453.53	2361.90	3434.21
增长率	38.71%	119.05%	62.49%	45.40%
归属母公司净利润(百万元)	68.12	125.68	145.86	197.09
增长率	-24.66%	84.51%	16.05%	35.12%
每股收益 EPS(元)	0.13	0.24	0.28	0.38
净资产收益率 ROE	5.45%	9.18%	9.90%	12.12%
PE	62	34	29	22
PB	3.45	3.18	2.95	2.67

数据来源: Wind, 西南证券

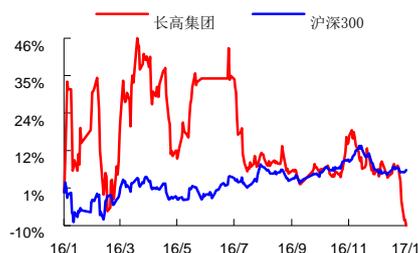
### 西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷  
执业证号: S1250515090004  
电话: 023-67610701  
邮箱: wyting@swsc.com.cn

联系人: 谭菁  
电话: 010-57631196  
邮箱: tanj@swsc.com.cn

联系人: 李志虹  
电话: 021-68415929  
邮箱: lzh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.25
流通 A 股(亿股)	3.43
52 周内股价区间(元)	8.09-13.1
总市值(亿元)	42.51
总资产(亿元)	27.83
每股净资产(元)	2.40

### 相关研究

## 目 录

1 高压电器的骨干企业 .....	1
2 特高压持续爆发，市场空间巨大 .....	2
3 进军新能源业务，“光伏+新能源汽车”双核驱动 .....	6
3.1 光伏实现突破，配售电积极布局 .....	6
3.2 新能源汽车积极布局，并购预期值得关注 .....	7
4 盈利预测 .....	11
5 风险提示 .....	12

## 图 目 录

图 1: 公司 2011 年至今来营收变化 .....	1
图 2: 公司 2011 年至今来归母净利润变化 .....	1
图 3: 公司 2014 年利润结构 .....	1
图 4: 公司 2015 年利润结构 .....	1
图 5: 2010-2016 年公司三费率的走势图 .....	2
图 6: 2010 年国家特高压骨干网架规划图 .....	3
图 7: 2020 年特高压规划方案 .....	3
图 8: 特高压年度建设量 .....	4
图 9: 我国历年开工特高压线路计划投资额（亿元） .....	4
图 10: 国家电网历年投资计划（亿元） .....	5
图 11: 2014 年开始新能源汽车迎爆发式增长，未来可期 .....	7
图 12: 长高集团电动汽车商业模式 .....	8
图 13: 浙江时空电动业务闭环 .....	10

## 表 目 录

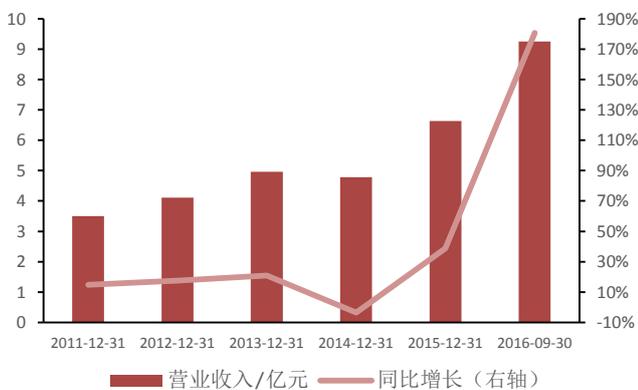
表 1: 2016 年已建特高压线路汇总 .....	2
表 2: 2016~2017 年特高压线路建设情况 .....	4
表 3: 长高集团光伏项目一览 .....	6
表 4: 湖南省增量配网试点汇总 .....	6
表 5: 公司新能源汽车子公司及合作公司概况 .....	8
表 6: 国内主要车载充电机企业 .....	9
表 7: 分业务盈利预测表 .....	11
附表: 财务预测与估值 .....	13

## 1 高压电器的骨干企业

湖南长高高压开关集团股份有限公司致力于生产 72.5~252kV 组合电器(GIS)、12~252kV 断路器、1100kV 及以下高压隔离开关和接地开关、40.5kV 及以下高低压成套开关设备, 12kV 高压/低压预装式变电站, 12~24 电缆分支箱、户外开闭所等。2010 年湖南长高通过深交所上市。公司连续三年在国家电网、南方电网隔离开关(含接地开关)招标中名列前茅, 同时积极拓展海外市场, 是我国研制和生产高压电器的骨干企业。

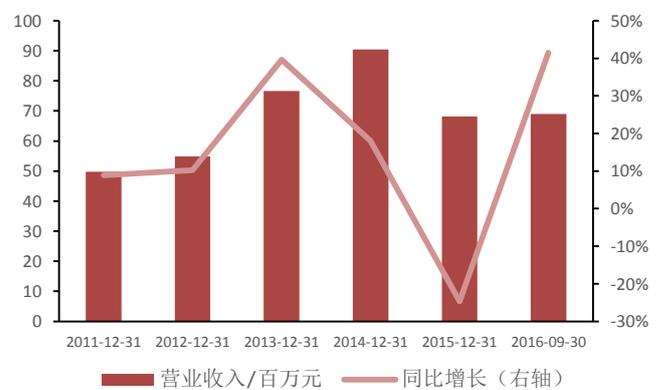
公司 2015 年营收 6.7 亿元, 同比增长 38.7%, 归母净利润 6811.7 万元, 同比减少 24.7%; 2016 年前三季度即实现营收 9.3 亿元, 同比增长 180.8%, 归母净利 6903.1 万元, 同比增长 41.5%; 总体增长势头明显, 在国家大力建设特高压的战略下, 全年业绩仍有望实现高速增长。

图 1: 公司 2011 年至今营收变化



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 2: 公司 2011 年至今归母净利润变化



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

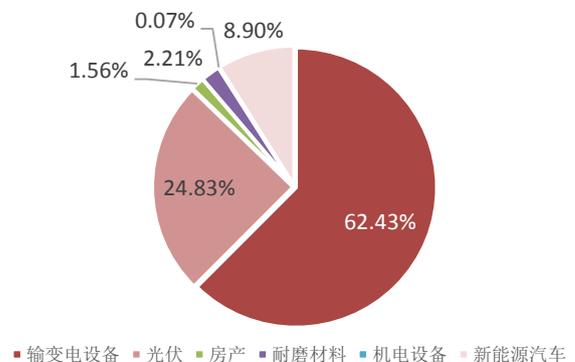
2016 年上半年, 公司营业收入与净利润持续快速增长。上半年经济下行压力较大, 公司所处变电行业受宏观经济影响较大, 国内用电量的下降和电力市场的饱和导致产能相对过剩。公司除继续稳定传统优势的隔离开关产品的市场份额外, 加强对电网系统外市场和海外市场的开拓, 提高新能源 (特别是光伏和新能源汽车) 工程研发与承接能力, 带动营业收入和净利润大幅增长。

图 3: 公司 2014 年利润结构

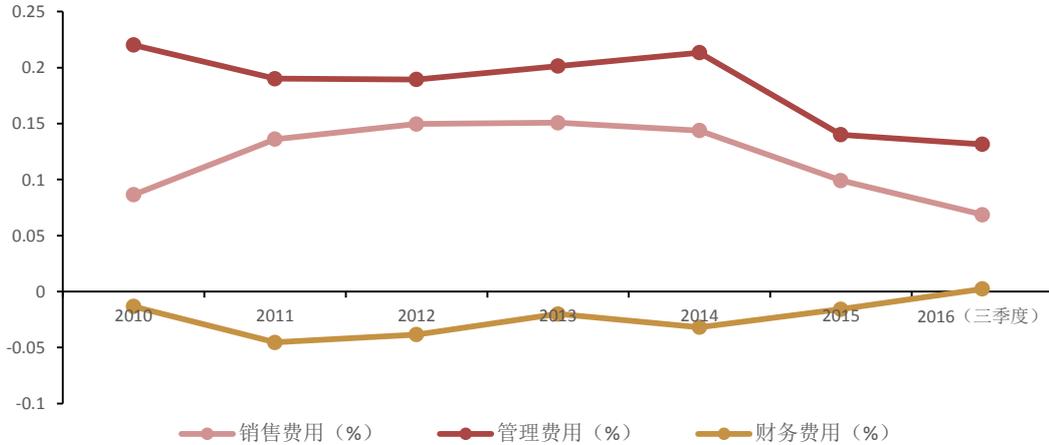


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 4: 公司 2015 年利润结构



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

**图 5: 2010-2016 年公司三费率的走势图**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2 特高压持续爆发, 市场空间巨大

全球能源互联网建设提速, 中国特高压市场空间巨大。《“十三五”规划建议》指出: “推动低碳循环发展。推进能源革命, 加快能源技术创新, 建设清洁低碳、安全高效的现代能源体系。加强储能和智能电网建设, 发展分布式能源, 推行节能低碳电力调度。” 具体到电力行业, 电网规划是焦点之一, 其中, 特高压跨区送电自然是重中之重。据统计, 从现在到“十三五”末, 特高压建设线路长度和变电(换流)容量分别达到 8.9 万公里、7.8 亿千伏安(千瓦)。高强度、大规模电网建设将贯穿整个“十三五”(2016 年~2020 年)。

我国投运特高压线路逐年增加, 2014 年以来线路投运密集, 特高压成为解决我国能源供需问题的重要通道。近些年, 我国东部地区面临严重的环境问题, 燃煤量大是重要原因。因此在污染严重的东部地区限制新增火电规模, 在具备环境容量的煤炭富集地区建设大型煤电基地是我国的现实选择; 同时在新能源资源丰富的西部和北部地区大力发展新能源也符合我国的能源战略。虽然新能源行业得到了快速发展, 但因为电力外送能力不足, 弃风弃光问题严重, 此外考虑到新建的大型煤电基地对电力外送的巨大需求, 都将助推我国的特高压建设。

**表 1: 2016 年已建特高压线路汇总**

特高压工程类型	时间	工程进度	特高压工程名称
交流特高压	2009 年 1 月 6 日	投运	晋东南—南阳—荆门 1000 千伏特高压交流试验示范工程
	2013 年 9 月 25 日		淮南—浙北—上海“皖电东送”1000 千伏特高压示范工程
	2014 年 12 月 26 日		浙北—福州 1000 千伏特高压交流工程
	2016 年 7 月 31 日		锡盟—山东 1000 千伏特高压交流工程
	2014 年 11 月 4 日	开工	淮南—南京—上海特高压 1000 千伏特高压交流工程
2015 年 3 月 27 日	蒙西—天津南 1000 千伏特高压交流工程		
2015 年 5 月 12 日	榆横—潍坊 1000 千伏特高压交流输电工程		
直流特高压	2010 年 7 月 8 日	投运	向家坝—上海±800 千伏特高压直流输电示范工程
	2012 年 12 月 12 日		锦屏—苏南±800 千伏特高压直流工程

特高压工程类型	时间	工程进度	特高压工程名称
	2014年1月27日		哈密南—郑州±800千伏特高压工程
	2014年7月3日		溪洛渡左岸—浙江金华±800千伏特高压工程
	2014年11月4日	开工	宁东—浙江±800千伏特高压直流输电工程
	2015年6月3日		酒泉—湖南±800千伏特高压直流工程
	2015年6月29日		山西晋北—江苏南京±800千伏特高压直流输电工程
	2015年12月15日		锡盟—江苏±800千伏特高压直流工程
	2015年12月15日		上海庙—山东±800千伏特高压直流工程
	2016年1月11日		±1100千伏准东—皖南特高压直流工程开工
	2016年8月16日	核准	扎鲁特—山东青州±800千伏特高压直流工程

数据来源：国家电网，西南证券整理

最新一期的特高压工程是内蒙古扎鲁特—山东青州±800千伏特高压直流工程，2016年8月16日，国家发展和改革委员会正式核准建设扎鲁特—青州特高压直流输电工程。该输电工程途经内蒙古、河北、天津、山东4省（区），新建扎鲁特、青州2座±800千伏换流站，新增换流容量2000万千瓦；新建扎鲁特—青州±800千伏直流线路1234公里；工程动态投资221亿元。该工程是起点内蒙古自治区的第5项和落点山东省的第4项特高压工程，也是±800千伏、输送容量1000万千瓦、受端分层接入500/1000千伏交流电网的特高压直流标准化示范工程，达到±800千伏特高压直流设计和制造的最高水平，对于特高压电网及全球能源互联网发展具有重要的创新和示范意义。

截至目前，国家电网公司已建成“四交四直”特高压工程，“三交六直”工程正在建设，“一直”工程获得核准，在运、在建和核准特高压线路长度达到3万公里、变电（换流）容量超过3.1亿千伏安（千瓦）。

图6：2010年国家特高压骨干网架规划图



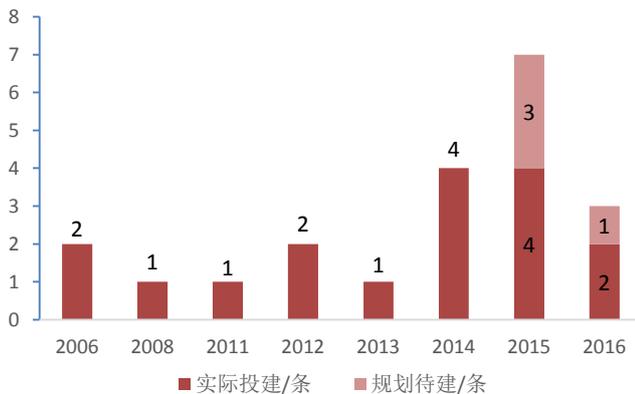
数据来源：国家电网，西南证券整理

图7：2020年特高压规划方案

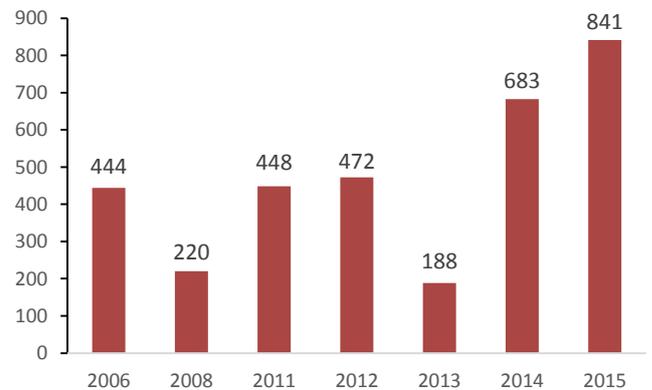


数据来源：国家电网，南方电网，西南证券整理

特高压直流输电工程总需求量远超25条。根据前期报道，到2020年，风电和光伏装机将分别达到2.5亿千瓦和1.5亿千瓦，共4亿千瓦的新能源装机即使一半在远离负荷中心的区域，则新能源需要送出的容量也达到2亿千瓦。按照特高压直流输送工程每条线路输送800万千瓦计算，则需要25条特高压直流输送工程与其配套。考虑到送出工程需要提前完成，则这些规模的特高压直流线路至少要在2020年前完成。特高压的建设与完工将为相关企业的业绩带来强力支撑。

**图 8: 特高压年度建设量**


数据来源: 国家电网, 南方电网, 西南证券整理

**图 9: 我国历年开工特高压线路计划投资额 (亿元)**


数据来源: 国家电网, 南方电网, 西南证券整理

国家电网 2016 年工作会议公布了 2016 年特高压、配网的投资计划及投资额。国网表示 2016 年电网投资进一步向特高压倾斜。2015 年国家电网公司电网投资达 4521 亿元, 同比增长 17.1%, 创历史新高。列入国家大气污染防治行动计划的“四交四直”和酒泉-湖南特高压直流工程全面开工。其中,“四交四直”共计新建线路长度 1.2 万公里, 途经 13 个省(区、市), 总投资 1737 亿元。截止 2016 年 10 月, 我国电网工程基本投资累计完成 4100 亿元, 累计同比上涨 28.45%, 距国家电网公司 2016 计划投资额 4390 亿元已相当接近, 有望在年底超过该数字。

**表 2: 2016~2017 年特高压线路建设情况**

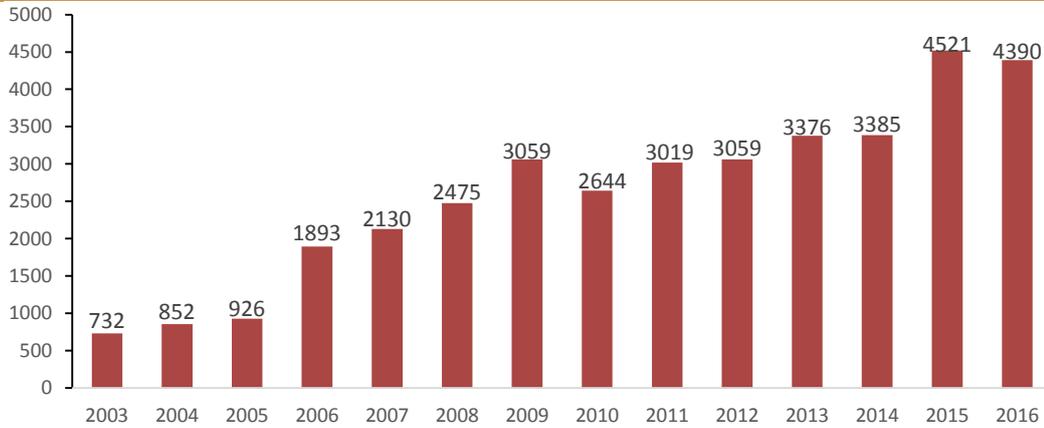
序号	区域通道	工程名称	开工时间	工程类型
1	京津冀输电通道	辽宁绥中电厂改接华北电网	2015	500kv 交流
2		内蒙古锡盟-北京-天津-山东	2017	特高压交流
3		内蒙古蒙西至天津南	2017	特高压交流
4		山西孟县电厂接入河北工程	2017	500kv 交流
5		陕北神木到河北电网	2016	500kv 交流
6		内蒙古到山东 (鄂前旗上海庙至山东)	2016	特高压直流
7		陕北榆林至山东	2017	特高压直流
8	长三角输电通道	安徽淮南经江苏至上海	2016	特高压直流
9		山西晋北至江苏	2017	特高压直流
10		宁夏宁东至浙江	2016	特高压直流
11		内蒙古锡盟至江苏泰州	2017	特高压直流
12	珠三角输电通道	滇西北至广东	2017	特高压直流

数据来源: 国家电网, 南方电网, 西南证券整理

特高压投资占比将提升。“十二五”国家电网累计投资 1.8 万亿元。预计“十三五”国家电网总投资 2.2 万亿元以上, 同比增长 20% 以上。国网规划随着后续“五交八直”特高压工程的加快推进, 2020 年前新增特高压电网投资将达到 4500 亿元; 根据国家电网规划, 预计 2020 年前还需继续建设 26 条路线, 按单个项目 210 亿元的投资额度测算, 26 条路线投资额度预计达到 5460 亿元。再加上目前已经开工建设的, 通过构建全球能源互联网, 2020 年

前特高压项目投资预计至少达到 7000 亿元，2016 年到 2030 年我国特高压交直流工程总投资将达到 2.2 万亿元。

**图 10：国家电网历年投资计划（亿元）**



数据来源：国家电网，西南证券整理

**隔离开关业务技术领先，确保公司未来业绩提升。**公司在隔离开关行业不仅站稳脚跟，2015~2016 年约 50% 合同来源于此，而且在国家电网、南方电网中标率保持前列，平均市场份额达到 25.08%，产品等级仍然保持不断提高。公司重点开发了 800kV 特高压直流系列隔离开关和 1100kV 特高压交流系列隔离开关，抢占了世界电网该项技术制高点，2015 年成功中标国家电网公司酒泉~湖南±800 千伏特高压直流输电工程，以及锡盟~山东特高压串补工程承德 1100kV 串补工程，均代表了国际输电技术的最高水平。

公司在 GIS 组合电器行业增长迅速，2012 年通过并购湖南天鹰高压开关电器有限公司切入 GIS 领域。2015 年组合电器行业规模占主营构成 1.43%，组合电器订单合同达 2 亿人民币，中标国家电网气体绝缘组合电器设备 110kV GIS 组合电器设备招标项目，拓宽了产品范围。2016 年，全资子公司湖南长高电器有限公司成功研发 220kV GIS 并取得型式试验报告并在电网挂网试运行，跻身全国仅十余家能自主研发、生产 220kV GIS 组合电器的厂家，关键零部件已实现自给自足，该产品将为公司主营业务提供更好的保障。

### 3 进军新能源业务，“光伏+新能源汽车”双核驱动

#### 3.1 光伏实现突破，配售电积极布局

公司 2015 年光伏产业实现营收 1.6 亿元，毛利率 15.9%。2015 年 9 月，公司和湖北华网电力工程有限公司与邢台万阳新能源开发有限公司签署“河北邢台万阳 50MW 光伏并网发电项目”合同，项目于 2015 年 12 月 31 日前并网，截止 2016 年 6 月 30 日前共实现并网 54.912MW。2015 年 12 月，公司全资子公司“长高新能源电力公司”与神木顺利新能源有限公司签署“神木顺利 40MW 光伏并网发电项目”合同，项目于 2016 年 6 月 30 日顺利实现并网发电。

表 3：长高集团光伏项目一览

项目名称	项目签署时间	项目详情
河北邢台万阳 50MW 光伏并网发电项目	2015 年 9 月	合同总金额为人民币 4.35 亿元。按电站实际装机容量计算，签约合同价为 8.7 元/W。工程计划竣工日期为 2015 年 11 月 30 日。公司称，如项目能够如期完工，将为公司 2015 年度贡献营业收入约 2.7 亿元左右。
神木顺利 40MW 光伏并网发电项目	2015 年 12 月	合同总金额为人民币 3.42 亿元。公司称如项目能够如期完工，预计将为公司 2016 年度贡献营业收入约 2.60 亿元左右。

数据来源：Wind，西南证券整理

公司收购甲级设计院——华网电力，是进入能源互联网的重要标志，双方具有较强的协同效应：公司作为设备供应商，在设计施工方面希望有所突破。依托华网电力的设计、总包业务，联合子公司光伏项目 EPC，长高集团志在提升设计和总包能力，为将来进一步配售电网建设打下坚实的基础。与此同时，公司可借此机会进入能源互联网，分享电改带来的红利。

同时，公司于 2016 年 12 月 5 日出资近 2 亿元设立全资子公司湖南长高售配电有限公司，旨在抓住电改机遇，整合资源，利用公司在电网建设中多年积累的优势，打造公司在电力行业完整的产业链布局。

表 4：湖南省增量配电网试点汇总

试点编号	项目详情
60	资兴市东江湖大数据产业园增量配电业务试点
61	衡阳白沙洲工业园增量配电业务试点
62	益阳高新技术产业开发区增量配电业务试点
63	湘潭经开区增量配电业务试点

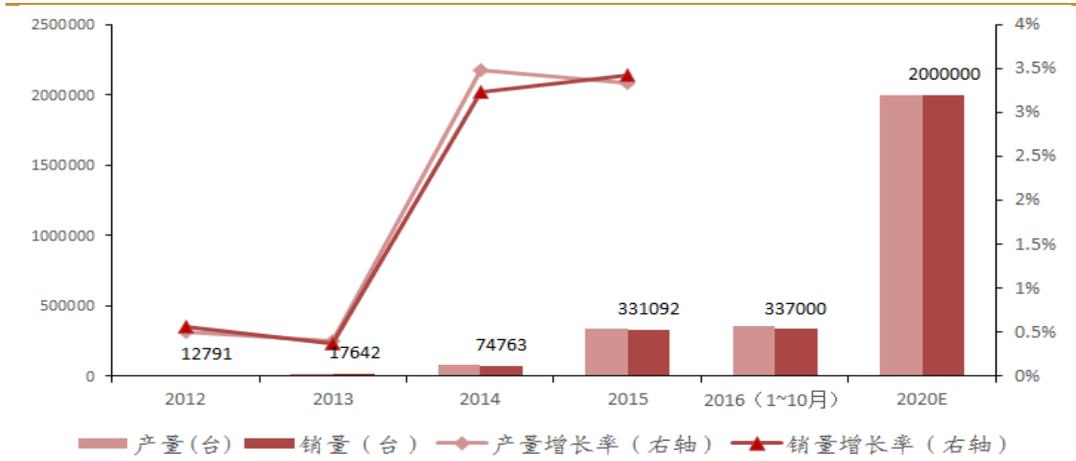
数据来源：发改委，能源局，西南证券整理

2016 年 12 月，国家发改委官网公布《国家发展改革委、国家能源局关于规范开展增量配电业务改革试点的通知》，确立 105 个项目为第一批增量配电业务改革试点项目，其中湖南省囊括 4 个试点。湘潭经开区成功获批为全国首批增量配电业务试点区，作为湖南省规模最大的试点区，其规划面积为 40 平方公里，规划新建 17 个变电站，投资超过 40 亿元。长高集团作为电力设备公司，在售配电业务开始布局，具备施工总包能力是一大优势，预计会在湖南省布局配售电业务。

### 3.2 新能源汽车积极布局，并购预期值得关注

“十三五”期间通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》，把新能源汽车推广列入国家的重要计划之中，要求提高电动汽车产业化水平。这表明在“十三五”期间，新能源汽车发展在整个国民经济和社会发展中将处在十分重要的地位，明确了新能源汽车在国民经济和社会发展中的战略定位。《中国制造 2025》提出清晰的目标规划：自主新能源汽车年销量突破 100 万辆，市场份额达到 70% 以上；打造明星车型，进入全球销量排名前十；动力电池、驱动电机等关键系统达到国际先进水平，在国内市场占有率达到 80%。到 2025 年，形成自主可控完整的产业链，与国际先进水平同步的新能源汽车年销量 300 万辆，自主新能源汽车市场份额达到 80% 以上。中国新能源汽车市场不但规模最大，产品品种也最多。经过“十二五”启动阶段的发展，中国已具备了全球最大新能源汽车市场的能量。

图 11：2014 年开始新能源汽车迎爆发式增长，未来可期



数据来源：Wind，西南证券整理

2014 年，公司向 7 名特定投资者定向增发 5.4 亿元，拟将扣除发行费用后的募集资金全部用于补充流动资金。公司通过外延式并购，布局新能源汽车领域，为下一个业绩爆发点厉兵秣马。

公司在 2014 年公告称投资杭州富特科技有限公司，根据长高集团 2016 年中报显示，目前长高集团对杭州富特投资额为 2640 万元，持股占比为 16.64%。杭州富特主要从事动力电池智能充电装置、电池管理系统和智能均衡装置的研制、生产，主要产品包括电动汽车车载充电器、智能均衡充电机、车载 DC/AC 转换器、动力电池均衡维护设备等，客户覆盖国内多家新能源汽车生产厂商。杭州富特是国内仅有的几家电动汽车车载充电机制造企业之一，发展异常迅猛，未来若 IPO 成功将为长高带来可观投资收益。公司借此资源，可在新能源汽车行业有所作为。

2015 年 1 月 5 日，公司与浙江时空电动汽车有限公司拟联合在长沙市望城区共同投资设立新能源汽车运营服务有限公司，注册资本 5000 万元，公司出资 2550 万元，占比 51%。这标志着公司积极进军新能源汽车产业战略的实践。2015 年 2 月，公司控股了从事电动汽车高压配电总成研发生产的杭州伯高车辆电气工程有限公司，切入电动汽车高压配电总成研发销售领域，该公司高压配电总成业务受益于下游需求快速增长。2015 年 3 月 2 日，公司

拟出资 510 万元投资设立杭州伯高车辆电气工程有限公司，经营电动汽车高压配电总成研发、检测、生产及销售。

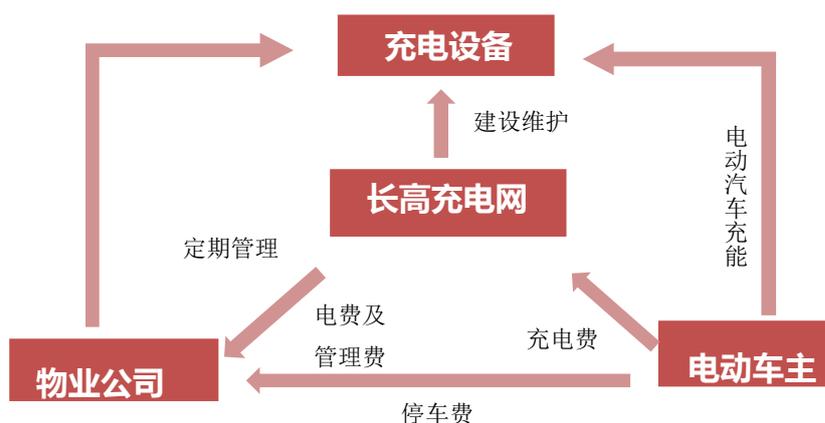
2015 年 5 月，公司成立了全资子公司湖南长高新能源汽车运营有限公司，专业从事新能源汽车租赁及其充电桩的建设与运营。同时，另一全资子公司湖南长高电气有限公司开始自行研发生产电动汽车配套的高压配电箱。目前，全国很多省份都出台了电动汽车充电基础设施的专项规划。湖南省规划至 2020 年，全省新增集中式充换电站 415 座，分散式充电桩 20 万个，可满足全省 22 万辆电动汽车充电需求，这为新能源汽车的发展带来重大契机。未来公司除了富特、伯高外，预期会进一步在新能源汽车领域展开并购，形成公司第二主业。

**表 5：公司新能源汽车子公司及合作公司概况**

子公司及合作公司名称	子公司经营范围	核心技术
杭州富特科技股份有限公司	研制、生产动力电池智能充电装置、车载 DCDC 转换器等核心零部件、智能均衡装置、电池管理系统(BMS)等动力电池充放电、管理、检测设备的高新技术企业	无损均衡智能充电机的专利技术，大大提高了动力电池成组后的实际容量和使用寿命
浙江时空电动汽车有限公司	在整车研发、电池研发生产、充换电基础设施研发建设、城市电动汽车运营网络解决方案、移动互联网 O2O 平台	高密度电池技术，具有电压高，电池容量大，续航能力强的特点。
杭州伯高车辆电气工程有限公司	电动汽车高压配电总成；服务电动汽车高压配电总成的设计、技术开发、技术服务、技术咨询、成果转让；专业生产高低压柜，以及销售电动汽车高压配电总成及配件	电动汽车高压配电总成技术
湖南长高新能源汽车运营有限公司	电动汽车及零部件的技术开发、技术服务、成果转让，汽车租赁；批发、零售：商用车及九座以上乘用车、汽车配件	新能源汽车充电桩的研发、建设、运营及技术服务

数据来源：西南证券整理

**图 12：长高集团电动汽车商业模式**



数据来源：长高集团，西南证券整理

新能源汽车车载充电机是新能源汽车上的重要零部件。车载充电机固定安装在电动汽车上的充电机，具有为电动汽车动力电池，安全、自动充满电的能力，充电机依据电池管理系统（BMS）提供的数据，能动态调节充电电流或电压参数，执行相应的动作，完成充电过程。车载充电机对所有电动汽车和插电式混合动力车以及增程式电动车来说都是必不可少的装备，其市场规模的增长主要依赖于新能源汽车行业的快速发展。

车载充电机具有较高的技术壁垒，其充电效率、功率密度、体积、安全性要求较高，需要企业长时间的技术经验积累。下游整车生产企业需对充电机供应商均实行严格的认证机制，需要对厂家的产品性能与一致性、生产能力、服务保障能力等方面进行综合评审，并进行严格的试验测试，才允许进入其供应商体系。由于切换供应商成本高，整车厂不轻易切换供应商。

配套不同车型的车载充电机技术要求及价格不同，按照所有新能源汽车车型的车载充电机平均单价 2000 元/台进行测算，2016 年 50 万辆新能源汽车产销量对应车载充电机市场空间为 10 亿元。按照新能源汽车产销量的增长速度，预计 2020 年市场空间将达到 40 亿元。

国内优秀的车载充电机企业仅有几家，少数车企拥有自主技术，其余充电机均是由企业生产供应，行业竞争格局较为明晰。

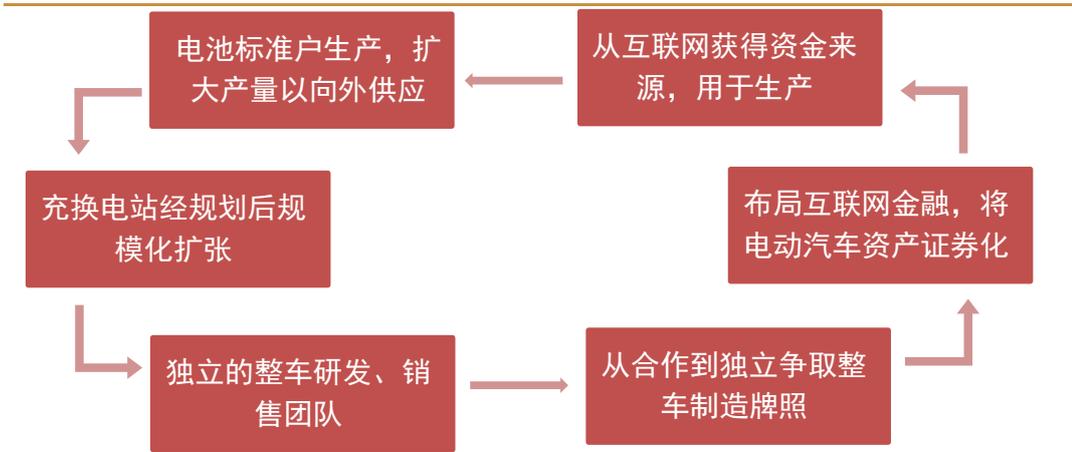
**表 6：国内主要车载充电机企业**

企业名称	基本情况
杭州富特科技	长高集团（002452）收购，主要产品为新能源乘用车充电机，2015 年业绩承诺 1200 万，实际超过 4000 万，主要配套浙江时空汽车、华泰汽车等、与国家电网有合作。
杭州铁城信息	亿利达（002686）拟收购其 100% 股权。2015 年实现营收 1.4 亿元，车载充电机技术处于行业领先地位，重要客户有康迪、众泰、江淮。
石家庄通合科技	通合科技（300491）主营充电桩及充电机，公司于 2015 年 12 月在创业板成功上市，2016 年第一季度实现收入 1000 万元。
深圳欣悦科技	公司于 2006 年成立新能源汽车车载电源研发中心，主营新能源汽车 DC/DC 变换器、车载充电机等，新能源充申机客户包括一汽、五菱、长城、华晨等。
迪龙科技	主营军用电源、车载电源、工业电源，在北京、深圳设有子公司，注册资金 700 万元。

数据来源：西南证券整理

2015 年，浙江时空电动汽车有限公司估值近 10 亿美元，公司于 2015 年实现亿元人民币级别的盈利规模。公司电动汽车产业已经形成一个闭环模式，即电池标准化生产，产量扩大后，可以向外供应；充换电站早期设置在杭州市福地创业孵化园的几个点，然后经过规划，再规模化扩张；独立的整车研发、销售团队；早期通过与东风、众泰等汽车制造厂合作生产，目前正在争取整车制造牌照；搭建同城物流车、滴滴迷你型快车、C 端用户租赁代步等“接地气”的应有场景，布局互联网金融，将电动汽车资产证券化，从互联网获得资金来源。

图 13：浙江时空电动业务闭环



数据来源：西南证券整理

2015年6月，时空电动与东风汽车股份有限公司下属控股子公司东风襄阳旅行车有限公司签订纯电动物流车的销售合同，承诺在2016年12月30日前向东风襄旅采购1万辆该定制车型。2015年7月，时空电动与康迪电动汽车集团有限公司签订首批4000辆康迪牌纯电动汽车销售合同，合同总价值超过5.4亿元人民币（约8900万美元），该批车辆已在2015年年底分批次交付使用。2015年12月，时空电动投资30亿元在浙江德清设立电池生产基地。这一系列销售合同与投资充分表明了时空电动在新能源汽车行业的决心。

公司作为高压电器的骨干企业，继续保持输变电设备制造业的传统领先优势，打破主营产品单一的不利局面，实现主营业务中隔离开关、断路器、GIS组合电器多点开花的良好态势。借助“十三五”规划带来的特高压发展机遇，有望在未来2-3年内保持20%~30%的增速。“光伏+新能源汽车”双核驱动标志着公司紧跟新能源时代步伐，光伏行业EPC项目的交付为公司带来收入的同时标志着公司在光伏行业零的突破，并购与合作的模式旨在提高公司业务设计和总包能力，分享电改红利。公司通过湖南省增量配网试点的投资切入配售电行业，实现完整电力产业链的打造。新能源汽车方面并购车载充电机龙头企业杭州富特，联合浙江时空，切入新能源汽车从核心技术研发到整车租赁、销售，高压配电总成，充电桩建设运营的领域。

“十三五”期间仍是电网建设的高峰期，电力设备企业面临千载难逢的机遇，公司发展仍处于大有作为的重要战略机遇期。另一方面，随着国家近年来对环境治理的重视，大力号召新能源汽车以及光伏太阳能，公司在光伏新能源电力、新能源汽车等新兴行业的开拓与布局也将会迎来良好的发展机遇。

## 4 盈利预测

假设 1: 公司新成立了配售电公司, 其售电业务的电价按平均电价 0.92 元/度计算, 毛利率与行业平均水平相同, 近 10%;

假设 2: 新能源发电业务中, 光伏业务 2016 年公司将确认邢阳和陕西项目收入, 预计将获得约 6 亿元收入; 2017 年起, 光伏将新增河北、湖北共计 3 个工程; 随着项目的建成, 2018 年起, 公司有望进行新能源运营, 会带动毛利率的提升;

假设 3: 新能源汽车高压配电箱总成业务 2016 年增速低于预期, 主要客户还在试样阶段, 我们预计 2016 年将会是相对低点, 2017 年起会有明显提升;

假设 4: 传统电力设备在 2016 年随国网招标细化出现了总量增加但中标价格下降的情况, 此外新加入的 GIS 产品 (2016 年营收额近 2 亿元) 毛利率仅在 25% 左右, 使得电力设备整体毛利率下降至 30% 左右, 但营业收入将出现快速增长;

假设 5: 华网并表较晚, 按比例计算 2016 年仅能贡献 1000 万营收额, 2017、2018 年, 按照业绩承诺推算, 将实现约 2.5 亿元和 3.4 亿元营收额。

根据以上假设, 我们得到公司 2016-2018 年分业务收入预测表如下:

**表 7: 分业务盈利预测表**

单位: 百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
配售电业务	收入	-	-	460.00	920.00
	增速	-	-	-	100.00%
	毛利率	-	-	10.87%	10.87%
新能源发电业务	收入	164.74	612.00	592.60	675.00
	增速	-	271.50%	-3.17%	13.90%
	毛利率	15.95%	14.38%	15.52%	26.67%
高压配电箱总成	收入	59.06	30.00	50.00	68.00
	增速	-	-49.21%	66.67%	36.00%
	毛利率	22.68%	23.00%	23.00%	23.00%
传统电力设备	收入	414.76	771.52	973.62	1391.22
	增速	-	-	26.19%	42.89%
	毛利率	38%	31.18%	30.92%	30.61%
华网并表收入	收入	-	10.00	249.67	336.78
	增速	-	-	23%	34.89%
	毛利率	-	22.00%	22.00%	22.00%
其他	收入	25.01	30.01	36.01	43.21
	增速	-	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	34.90%	35.00%	35.00%	35.00%
合计	收入	663.56	1453.53	2361.90	3434.21
	增速	38.71%	119.05%	62.49%	45.40%
	毛利率	30.89%	23.95%	22.10%	23.61%

数据来源: 西南证券

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.24 元、0.28 元和 0.38 元，对应 PE 分别为 34 倍、29 倍和 22 倍。公司传统电力设备业务发展稳健，并积极布局配售电和新能源业务，将会随国家对新能源行业发展的推动而获益，我们认为公司布局合理，后续有望迎来业绩快速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5 风险提示

电网招投标量下滑的风险、光伏总包工程建设进度不及预期的风险、并购企业业绩实现或不及承诺的风险、配售电业务进展或不及预期风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	663.56	1453.53	2361.90	3434.21	净利润	67.16	122.59	142.75	192.91
营业成本	458.61	1105.34	1839.84	2623.47	折旧与摊销	22.26	36.65	54.03	71.95
营业税金及附加	5.96	11.34	18.90	26.79	财务费用	-7.24	18.69	58.66	105.94
销售费用	45.46	79.94	129.90	206.05	资产减值损失	25.90	20.00	20.00	20.00
管理费用	64.27	90.12	141.71	240.39	经营营运资本变动	-288.41	-1052.50	-1129.22	-1273.30
财务费用	-7.24	18.69	58.66	105.94	其他	18.36	-39.90	-28.80	-28.90
资产减值损失	25.90	20.00	20.00	20.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-161.97</b>	<b>-894.47</b>	<b>-882.57</b>	<b>-911.40</b>
投资收益	4.43	10.00	10.00	10.00	资本支出	18.31	-240.00	-240.00	-240.00
公允价值变动损益	0.00	-0.04	-0.03	-0.03	其他	-138.60	9.96	9.97	9.97
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-120.29</b>	<b>-230.04</b>	<b>-230.03</b>	<b>-230.03</b>
<b>营业利润</b>	<b>75.03</b>	<b>138.06</b>	<b>162.86</b>	<b>221.54</b>	短期借款	60.00	944.59	1298.41	1396.74
其他非经营损益	4.66	8.25	7.25	8.29	长期借款	-0.57	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>79.69</b>	<b>146.31</b>	<b>170.10</b>	<b>229.83</b>	股权融资	6.71	0.00	0.00	0.00
所得税	12.53	23.72	27.35	36.92	支付股利	-26.12	-19.68	-36.31	-42.14
净利润	67.16	122.59	142.75	192.91	其他	155.89	-18.98	-58.66	-105.94
少数股东损益	-0.96	-3.09	-3.11	-4.18	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>195.91</b>	<b>905.93</b>	<b>1203.43</b>	<b>1248.66</b>
归属母公司股东净利润	68.12	125.68	145.86	197.09	<b>现金流量净额</b>	<b>-86.35</b>	<b>-218.58</b>	<b>90.84</b>	<b>107.23</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	363.93	145.35	236.19	343.42	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	504.04	1108.31	1810.66	2626.78	销售收入增长率	38.71%	119.05%	62.49%	45.40%
存货	576.84	1432.34	2391.48	3414.97	营业利润增长率	-22.67%	84.01%	17.96%	36.03%
其他流动资产	9.20	20.15	32.75	47.62	净利润增长率	-23.75%	82.54%	16.44%	35.14%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-17.79%	114.77%	42.48%	44.96%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	186.17	313.51	432.02	541.15	毛利率	30.89%	23.95%	22.10%	23.61%
无形资产和开发支出	74.46	150.55	218.08	277.07	三费率	15.45%	12.99%	13.98%	16.08%
其他非流动资产	107.96	107.88	107.81	107.73	净利率	10.12%	8.43%	6.04%	5.62%
<b>资产总计</b>	<b>1822.60</b>	<b>3278.09</b>	<b>5228.98</b>	<b>7358.73</b>	ROE	5.45%	9.18%	9.90%	12.12%
短期借款	60.00	1004.59	2303.00	3699.74	ROA	3.68%	3.74%	2.73%	2.62%
应付和预收款项	348.86	732.01	1249.51	1801.32	ROIC	6.85%	8.41%	6.33%	6.23%
长期借款	1.72	1.72	1.72	1.72	EBITDA/销售收入	13.57%	13.31%	11.67%	11.63%
其他负债	179.85	204.69	233.22	263.67	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>590.43</b>	<b>1943.02</b>	<b>3787.46</b>	<b>5766.45</b>	总资产周转率	0.41	0.57	0.56	0.55
股本	525.16	525.42	525.42	525.42	固定资产周转率	3.45	6.11	6.74	7.43
资本公积	223.78	223.51	223.51	223.51	应收账款周转率	2.17	2.63	2.31	2.24
留存收益	472.03	578.03	687.58	842.53	存货周转率	1.01	1.08	0.96	0.90
归属母公司股东权益	1220.97	1326.97	1436.52	1591.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	74.03%	—	—	—
少数股东权益	11.20	8.11	5.00	0.82	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1232.17</b>	<b>1335.08</b>	<b>1441.52</b>	<b>1592.28</b>	资产负债率	32.40%	59.27%	72.43%	78.36%
负债和股东权益合计	1822.60	3278.09	5228.98	7358.73	带息债务/总负债	10.45%	51.79%	60.85%	64.19%
					流动比率	3.41	1.52	1.23	1.15
					速动比率	2.05	0.72	0.57	0.54
					股利支付率	38.35%	15.66%	24.90%	21.38%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	90.05	193.39	275.55	399.43	每股收益	0.13	0.24	0.28	0.38
PE	62.40	33.82	29.14	21.57	每股净资产	2.35	2.54	2.74	3.03
PB	3.45	3.18	2.95	2.67	每股经营现金	-0.31	-1.70	-1.68	-1.73
PS	6.41	2.92	1.80	1.24	每股股利	0.05	0.04	0.07	0.08
EV/EBITDA	42.64	25.88	22.54	18.78					
股息率	0.61%	0.46%	0.85%	0.99%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416922	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn