

## 光伏贡献业绩明显，新能源汽车有望接力

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 半年报, 报告期内实现营收 6.99 亿, 同比增长 29.5%, 归母净利润 5139.7 万, 同比增长 12.4%; 销售费用同比增加 51.4%、管理费用同比增加 40.8%、财务费用比增加 695.2%。
- **光伏业绩贡献大, 期间费用随之增加:** 2017 年上半年, 营收增速主要来自于电力工程服务业务, 公司在 2016 年 8 月收购的华网电力总承包的顶晖分布式光伏等多个项目成功并网, 因钢材、铝材等原材料价格上涨, 光伏占比增大等影响, 使得公司整体毛利率下滑至 28.3%, 较去年同期下降了近 10 个百分点。子公司的增加及业务推广使得公司销售费及管理费增加, 公司银行贷款增加带来的利息支出使得财务费用增速显著。
- **进军光伏配售电行业, 提升业务总承包能力:** 公司光伏产业 2016 年实现营收 3.2 亿元, 本报告期内即实现 2.8 亿元, 同比增加 56%, 占 2017 年上半年营收比重 40.6%, 已成为公司第一主业。公司收购的甲级设计院“华网电力”进一步提高了公司的总包业务能力, 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:** 公司积极打造以新能源汽车专用部件制造及运营为主的新能源汽车产业, 2016 年先后并购车载充电机企业, 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, 今年 4 月, 公司又合资成立服务于高频出行的网约车及出租车的的新能源汽车服务公司, 及湖南范围内充换电网络建设运营的子公司, 进一步延伸新能源汽车产业布局。
- **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。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.26 元、0.32 元、0.40 元, 公司在多项新能源领域布局完善, 将随行业快速成长, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新能源汽车产业发展或不及预期、原材料价格波动风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1292.99	1888.54	2319.53	2808.33
增长率	94.86%	46.06%	22.82%	21.07%
归属母公司净利润 (百万元)	120.56	137.45	168.13	208.71
增长率	76.98%	14.01%	22.32%	24.14%
每股收益 EPS (元)	0.23	0.26	0.32	0.40
净资产收益率 ROE	9.15%	9.72%	11.10%	12.69%
PE	36	32	26	21
PB	3.28	3.09	2.88	2.65

数据来源: Wind, 西南证券

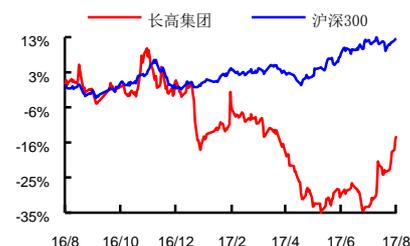
### 西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖  
 执业证号: S1250513090001  
 电话: 023-63786561  
 邮箱: lijy@swsc.com.cn

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

联系人: 陈瑶  
 邮箱: cyao@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)	3.47
52 周内股价区间(元)	6.29-10.64
总市值(亿元)	43.51
总资产(亿元)	29.99
每股净资产(元)	2.55

### 相关研究

1. 长高集团 (002452): 主业稳健, 配售电协同新能源提升利润空间 (2017-01-19)

## 关键假设：

假设 1：配售电公司开始实现销售，其售电业务的电价按平均电价 0.7 元/度计算，毛利近 28%；

假设 2：新能源发电业务因为华网电力总包的几个项目建成，收益明显，营收有望达到 6 亿元，因今年总包工程较多致使毛利率下滑，2018 年起，公司有望进行新能源运营，会带动毛利率的小幅提升至近 18%，2019 年考虑到电价及成本的变化，毛利率回到 17 年水平；新能源汽车高压配电箱总成业务 2016 年因主要客户还在试样阶段，是相对低点，2017 年起订单重新增加，有望达到 5000 万元的水平；

假设 3：传统电力设备因原材料价格上涨明显，出现毛利率下滑情况，全年有望维持在 30%左右，营收增长将与行业增速持平；华网并表可按 2017、2018 年业绩承诺推算，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 2017-2019 年分业务收入预测表如下：

表 1：分业务盈利预测表

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
配售电业务	收入	-	119.00	242.20	314.86
	增速	-	-	103.53%	30.00%
	毛利率	-	28.57%	28.57%	28.00%
新能源发电业务	收入	322.66	592.60	675.00	810.00
	增速	95.86%	83.66%	13.90%	20.00%
	毛利率	7.96%	15.52%	17.78%	15.00%
高压配电箱总成	收入	29.87	50.00	68.00	102.00
	增速	-	67.40%	36.00%	50.00%
	毛利率	26.12%	23.00%	23.00%	23.00%
传统电力设备	收入	767.00	870.71	989.68	1126.33
	增速	-	13.52%	13.66%	13.81%
	毛利率	35%	31.34%	31.19%	31.04%
华网并表收入	收入	168.00	249.67	336.78	437.81
	增速	-	48.61%	34.89%	30.00%
	毛利率	20%	20.00%	20.00%	20.00%
其他	收入	5.47	6.56	7.88	9.45
	增速	-	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	34.90%	-	35.00%	35.00%
合计	收入	1292.99	1888.54	2319.53	2800.45
	增速	94.86%	46.06%	22.82%	20.73%
	毛利率	28.22%	24.49%	25.16%	24.06%

数据来源：西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1292.99	1888.54	2319.53	2808.33	净利润	121.35	136.64	167.60	208.21
营业成本	928.09	1425.96	1735.88	2131.92	折旧与摊销	24.76	43.18	61.51	79.61
营业税金及附加	11.89	17.00	20.88	25.27	财务费用	5.10	18.37	30.15	43.02
销售费用	73.86	107.65	127.57	140.42	资产减值损失	13.93	15.00	15.00	15.00
管理费用	121.20	160.53	208.76	224.67	经营营运资本变动	-18.77	-576.81	-241.79	-322.92
财务费用	5.10	18.37	30.15	43.02	其他	-3.31	-26.96	-24.20	-25.07
资产减值损失	13.93	15.00	15.00	15.00	<b>经营活动现金流净额</b>	143.07	-390.58	8.27	-2.14
投资收益	0.00	10.00	10.00	10.00	资本支出	-359.81	-240.00	-240.00	-240.00
公允价值变动损益	0.00	-0.01	0.00	0.00	其他	192.26	9.99	10.00	10.00
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>	-167.55	-230.01	-230.00	-230.00
<b>营业利润</b>	138.93	154.04	191.29	238.03	短期借款	198.54	303.45	358.59	401.86
其他非经营损益	2.72	6.98	5.81	6.69	长期借款	68.51	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	141.66	161.02	197.11	244.72	股权融资	3.81	0.00	0.00	0.00
所得税	20.30	24.38	29.50	36.51	支付股利	-31.53	-55.79	-63.61	-77.81
净利润	121.35	136.64	167.60	208.21	其他	-15.93	-37.66	-30.15	-43.02
少数股东损益	0.80	-0.80	-0.52	-0.51	<b>筹资活动现金流净额</b>	223.41	210.00	264.84	281.03
归属母公司股东净利润	120.56	137.45	168.13	208.71	<b>现金流量净额</b>	197.29	-410.59	43.10	48.88
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	599.44	188.85	231.95	280.83	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	801.23	1308.92	1578.47	1899.93	销售收入增长率	94.86%	46.06%	22.82%	21.07%
存货	729.14	1135.08	1385.76	1707.18	营业利润增长率	85.18%	10.87%	24.18%	24.43%
其他流动资产	51.34	74.98	92.10	111.50	净利润增长率	80.69%	12.60%	22.66%	24.23%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	87.46%	27.72%	31.25%	27.47%
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	270.12	391.40	502.91	604.87	毛利率	28.22%	24.49%	25.16%	24.09%
无形资产和开发支出	352.77	428.57	495.81	554.50	三费率	15.48%	15.17%	15.80%	14.53%
其他非流动资产	43.24	42.99	42.73	42.47	净利率	9.39%	7.24%	7.23%	7.41%
<b>资产总计</b>	2847.29	3570.80	4329.74	5201.29	ROE	9.15%	9.72%	11.10%	12.69%
短期借款	258.54	562.00	920.59	1322.45	ROA	4.26%	3.83%	3.87%	4.00%
应付和预收款项	804.26	1142.26	1425.85	1748.84	ROIC	12.03%	9.26%	8.45%	8.77%
长期借款	70.24	70.24	70.24	70.24	EBITDA/销售收入	13.05%	11.42%	12.20%	12.84%
其他负债	387.42	390.43	403.20	419.50	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	1520.46	2164.93	2819.87	3561.03	总资产周转率	0.55	0.59	0.59	0.59
股本	525.42	525.42	525.42	525.42	固定资产周转率	6.17	6.29	5.51	5.31
资本公积	227.32	227.32	227.32	227.32	应收账款周转率	2.97	2.62	2.37	2.39
留存收益	561.06	642.71	747.23	878.13	存货周转率	1.37	1.49	1.35	1.36
归属母公司股东权益	1315.61	1395.46	1499.97	1630.87	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.69%	—	—	—
少数股东权益	11.22	10.41	9.89	9.38	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	1326.83	1405.87	1509.86	1640.26	资产负债率	53.40%	60.63%	65.13%	68.46%
负债和股东权益合计	2847.29	3570.80	4329.74	5201.29	带息债务/总负债	21.62%	29.20%	35.14%	39.11%
					流动比率	1.95	1.54	1.36	1.27
					速动比率	1.30	0.89	0.79	0.73
					股利支付率	26.15%	40.59%	37.84%	37.28%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.23	0.26	0.32	0.40
					每股净资产	2.53	2.68	2.87	3.12
					每股经营现金	0.27	-0.74	0.02	0.00
					每股股利	0.06	0.11	0.12	0.15
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	168.80	215.58	282.94	360.66					
PE	36.09	31.65	25.88	20.84					
PB	3.28	3.09	2.88	2.65					
PS	3.36	2.30	1.88	1.55					
EV/EBITDA	24.03	22.05	17.91	15.03					
股息率	0.72%	1.28%	1.46%	1.79%					

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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn