

公司点评
长高集团 (002452)
电气设备 | 高低压设备
聚焦主业发展，跨入业绩增长长期

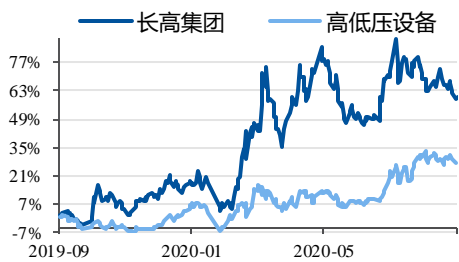
2020年09月07日

评级 谨慎推荐

评级变动 维持

合理区间 7.6-9.2 元
交易数据

当前价格(元)	6.73
52周价格区间(元)	4.04-8.20
总市值(百万)	3587.26
流通市值(百万)	2939.02
总股本(万股)	53302.50
流通股(万股)	43670.38

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
长高集团	-5.37	6.19	60.84
高低压设备	-2.69	17.91	29.22

杨甫
分析师

 执业证书编号: S0530517110001
 yangfu@cfzq.com

0731-84403345

预测指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	1053.32	1159.13	1460.50	1767.20	1926.25
净利润(百万元)	-251.09	144.90	225.14	273.95	286.76
每股收益(元)	-0.473	0.273	0.424	0.516	0.540
每股净资产(元)	2.093	2.368	2.731	3.173	3.636
P/E	-14.14	24.50	15.77	12.96	12.38
P/B	3.20	2.83	2.45	2.11	1.84

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资要点:

- 半年报业绩翻番, 净利率创5年新高。**上半年, 公司业绩快速增长, 报告期内实现营业收入 6.18 亿元, (yoy+28.86%), 实现归属于净利润 1.18 亿元, (yoy+106.06%), 经营活动现金净流量 289 万元 (去年同期为 -268 万元)。公司的业绩增长主要在二季度体现, 今年第二季度, 公司营收 4.13 亿 (yoy+32.0%), 归属净利润 0.94 亿 (yoy+297.8%)。上半年公司综合毛利率达到 39.6%, 同比提升 3.9pcts, 净利率达到 18.65%, 同比提升 6.5pcts, 此两项指标为近 5 年新高。
- 电网订单增加, 组合电器放量, 共推业绩成长。**公司业绩高增长主要受电网设备驱动, 上半年公司输变电业务收入增幅 47.1%, 占营收比重达到 88.75%, 贡献了主要的收入增量。预计输变电业务的快速增长受组合电器销售放量所致, 生产组合电器设备的子公司长高电气半年度营收 2.39 亿、净利 0.33 亿, 同比增幅达到 217%、259%。
- 策划非公开发行, 募资 3.76 亿用于扩产及补流。**公司策划非公开发行, 拟发行不超过 1.06 亿股、募资不超过 3.76 亿元, 用于金洲生产基地 (2.16 亿)、补充流动资金 (1.1 亿) 及技术运行中心建设 (0.5 亿)。据公司可行性报告测算, 募投产能项目达产后可实现年均营收 6.15 亿、利润 5186 万。今年 8 月 25 日, 公司公告非公开发行已经获得证监会审核通过, 发行股份价格尚待确定。
- 盈利预测。**公司 2020-2021 年的订单和交付有支撑, 2020 年 550kv 新产品导入和 220kv 产品收入确认增加, 提振业绩。同时, 公司管理层执行“聚焦主业, 有进有退”战略, 将资源集中投向电网市场, 处置新能源汽车等资产, 减少了经营风险。预计 2020-2022 年公司净利润为 2.25 亿、2.74 亿、2.86 亿, 增速分别为 55%、22%、5%, EPS 分别为 0.42 元、0.52 元、0.54 元, 对应市盈率分别为 16 倍、13 倍和 12 倍, 结合行业需求和公司经营情况, 给予 2020 年业绩预期的合理市盈率区间为 18-22 倍, 合理区间为 7.6-9.2 元, 维持“谨慎推荐”评级。
- 风险提示: 特高压线路核准条数不及预期, 主网及配网招标量下降, 公司治理水平下降**

1、公司情况：聚焦电网设备主业，半年报业绩高增长

高压开关起家，回归主业发展。公司成立于1998年，以高压隔离开关起家，是中国开关类电气设备的主要生产商之一，近年来组合电器和断路器的新产品相继通过型测，陆续获得两网市场订单。除高压设备生产之外，公司亦通过并购丰富产品线，2015年公司收购低压设备生产商雁能森源，布局中低压开关、成套市场，2016年公司并购湖北华网电力工程公司，取得新能源项目、电网工程设计和EPC承包资质，并开始进军光伏和风电领域。以上产品线对应细分领域有：特高压市场、输配电网市场（开关、断路器等对应高电压等级，成套电器设备对应低电压配电网以及轨道交通等市场）。公司曾有过多项业务发展尝试，已于2019年12月至2020年5月相继剥离新能源汽车、房地产等业务，重新聚焦电网设备主业。

图 1：产品图示——六氟化硫罐式断路器



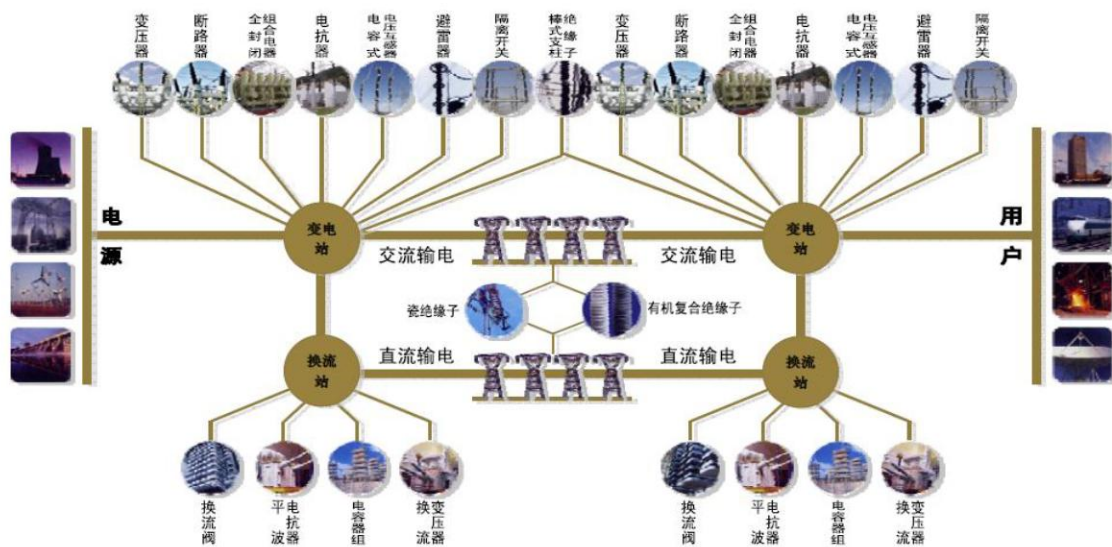
资料来源：长高集团，财信证券

图 2：产品图示——复合式组合电器



资料来源：长高集团，财信证券

图 3：应用图示——隔离开关，组合电器，断路器在电网中的应用



资料来源：中国西电，财信证券

2020年半年报业绩翻番，净利率创5年新高。上半年，公司业绩快速增长。报告期内，公司实现营业收入6.18亿元，(yoy+28.86%)，实现归属于净利润1.18亿元，

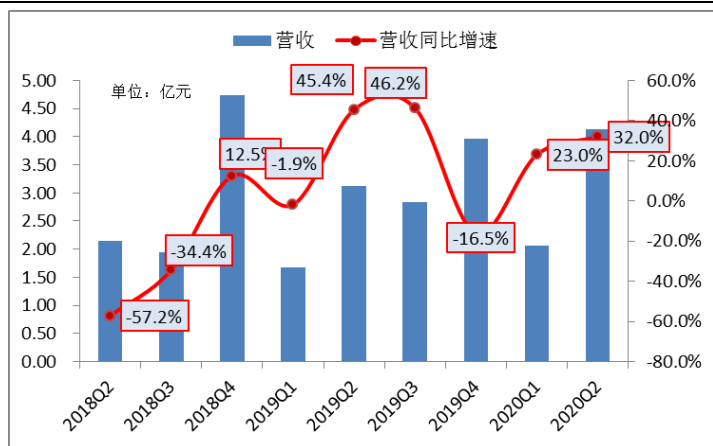
(yoy+106.06%)，经营活动现金净流量 289 万元（去年同期为-268 万元）。公司的业绩增长主要在二季度体现，今年第二季度，公司营收 4.13 亿（yoy+32.0%），归属净利润 0.94 亿（yoy+297.8%）。上半年公司综合毛利率达到 39.6%，同比提升 3.9pcts，净利率达到 18.65%，同比提升 6.5pcts，此两项指标为近 5 年新高。

电网订单增加，组合电器放量，共推业绩成长。公司业绩高增长主要受电网设备驱动，上半年公司输变电业务收入增幅 47.1%，占营收比重达到 88.75%，贡献了主要的收入增量。预计输变电业务的快速增长受组合电器销售放量所致，2019 年公司组合电器新增订单增幅 91%，产组合电器设备的子公司长高电气今年半年度营收 2.39 亿、净利 0.33 亿，同比增幅达到 217%、259%。

此外，公司去年聘任原西北电力设计院薛更新副院长（曾设计多条特高压线路）担任湖北华网董事长，今年上半年华网经营的电力工程服务收入 2503 万（同比下滑 48.40%），主要因总部所在的武汉地区受疫情影响所致，但同期在手订单量增幅 76.48%，并中标青藏铁路电气改造等项目，预计下半年业绩恢复增长。

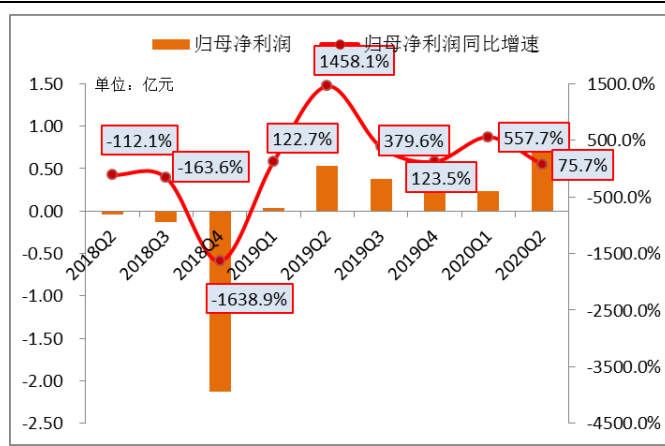
公司设备板块的订单量充沛，估算去年新增订单量 17 亿、今年上半年新增订单量约 10 亿，今年 7 月中标 5.67 亿元订单，剔除已交付订单后，估算目前在手订单量约 20 亿，未来 4-6 个季度的业绩具备能见度。

图 4：公司营收情况（单季度）



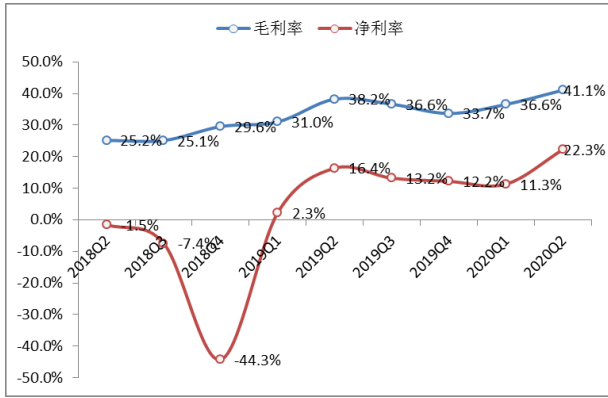
资料来源：wind, 财信证券

图 5：公司利润情况（单季度）



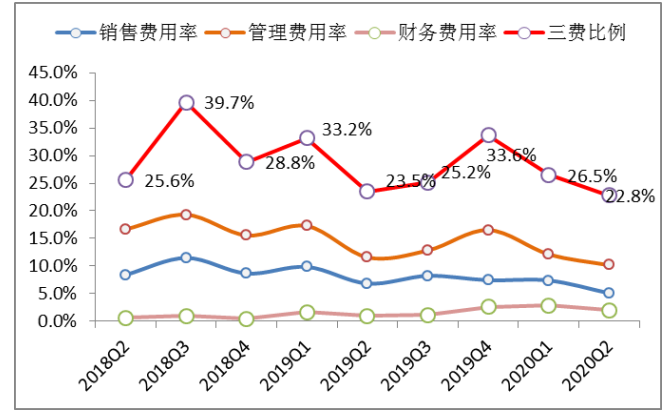
资料来源：wind, 财信证券

图 6：公司毛利率及净利率情况（单季度）



资料来源：wind, 财信证券

图 7：公司费用率情况（单季度）



资料来源：wind, 财信证券

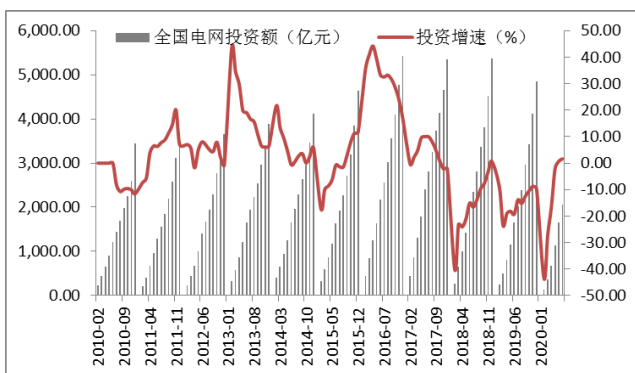
策划非公开发行，募资 3.76 亿用于扩产及补流。公司策划非公开发行，拟发行不超过 1.06 亿股、募资不超过 3.76 亿元，用于金洲生产基地（2.16 亿）、补充流动资金（1.1 亿）及技术运行中心建设（0.5 亿）。据公司可行性报告测算，募投产能项目达产后可实现年均营收 6.15 亿、利润 5186 万。今年 8 月 25 日，公司公告非公开发行已经获得证监会审核通过，发行股份价格尚待确定。

开发 80MW 风电项目，预计投入 5.89 亿元。公司拟投资 5.896 亿元开发 80MW 容量的风电项目，风场位于陕西淳化，风电项目 EPC 建设方为公司全资子公司湖南长高新能源电力，风电项目以出售为最终目的，出售之前自持。由公告值测算风电单位建设成本 7363 元/kw，考虑到风电机组、塔筒及电缆价格均有上涨，实际建造价格或达到 7400-7500 元区间，半年报披露项目进度完成 47.48%，预计年底可以并网，按上网电价 0.6 元/kwh 估算，转让出售能取得 3-5%左右的项目收益率。

2、行业发展：整体招标有降，待特高压新线路核准开建

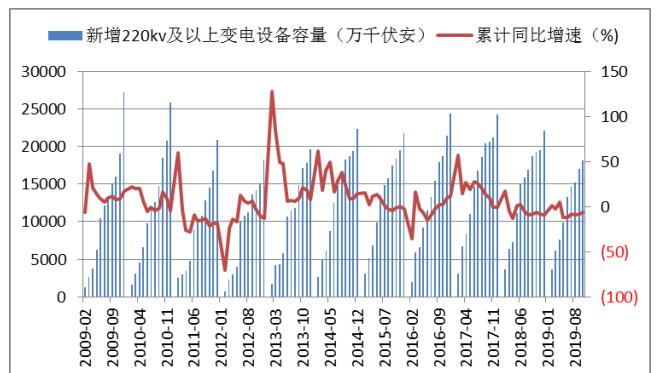
电网投资触底回升，变电设备新增容量增速探底。公司生产的高压隔离开关及中低压电器等产品应用于电网各环节，以电网投资增速为指标观察，受疫情冲击后基建建设托底，下游需求的整体趋势触底回升。今年 1-7 月份电网累计投资 2053 亿(同比增长 1.6%)、新增 220kv 以上变电设备容量 1167.6GVA（同比下降 20.17%）。

图 8：电网投资额及投资增速



资料来源：wind, 财信证券

图 9：变电设备容量新增量及增速



资料来源：wind, 财信证券

主网及配网的一二次设备招标量下降。主网设备方面，以国家电网电子商务平台招标量为业绩前瞻指标：一次设备，以变压器为代表，今年上半年已招标的3个批次，招标容量下滑26%，其中220kv以上招标容量下滑31%。二次设备，以继电保护为代表，前3批次招标量8480台，下滑30%。配网设备方面，各省网已开展招标1-2次。配网一次设备，上半年变压器招标共计6.2万台（增长40.9%）、招标容量18GVA（增长44%）。配网二次设备，接地故障指示器、FTU等招标量分别下降51.7%、72.3%，招标量大幅下滑的原因与农网改造有关，因2019年提前一年完成农网改造任务，预计今明两年的招标量有所调低。

特高压景气度提升，今明两年进入订单确认高峰。2018-2019年是特高压重启年份，相继核准和招标了青海-河南直流、驻马店-南阳交流、张北-雄安交流、湖北-陕西直流、雅中-江西直流、驻马店-武汉交流等线路。按照1-2年的建设期测算，已招标订单交付及确认将集中在未来2020-2021年。除以上6条线外，2020年国网重点工作任务提及了白鹤滩-江苏、华中特高压环网等共计7条线路也在待核准状态，预计总投资额达到915亿元，但目前核准进度晚于预期，线路确定或延迟至十四五期间。二季度以来未有主要线路的特高压招标发出。

表 1：直流特高压情况（已核、待核准、预期核准）

序号	状态	线路名称	所属电网	核准日期	投建日期	投运日期	投资金额 (亿元)	容量 (万千瓦)	长度 (千米)	备注
1	投运	云南-广州（楚雄-增城）	南网	2006.12	2006.12	2010.6	137	500	1438	
2	投运	向家坝-上海	国网	2007.4	2007.12	2010.7	233	640	1907	
3	投运	锦屏-苏南	国网	2008.11	2008.12	2012.12	220	720	2059	
4	投运	糯扎渡-广东（普洱-江门）	南网	2011.7	2011.12	2013.9	159	500	1413	
5	投运	哈密南-郑州	国网	2012.5	2012.5	2014.1	234	800	2192	
6	投运	洛溪渡-浙江金华	国网	2012.7	2012.7	2014.7	239	800	1679	
7	投运	宁东-浙江绍兴	国网	2014.8	2014.11	2016.11	237	800	1720	《大气污染防治行动计划》
8	投运	酒泉-湖南湘潭	国网	2015.5	2015.6	2017.6	262	800	2383	
9	投运	晋北-江苏南京	国网	2015.6	2015.6	2017.6	162	800	1119	《大气污染防治行动计划》
10	投运	锡盟-江苏泰州	国网	2015.6	2015.6	2017.9	254	2000	1628	《大气污染防治行动计划》
11	投运	上海庙-山东临沂	国网	2015.12	2015.12	2017.12	221	2000	1230	《大气污染防治行动计划》
12	投运	准东-皖南（新疆昌吉-安徽宣城）	国网	2015.12	2016.1	2019.9.27	407	2400	3324	
13	投运	滇西北-广东（云南大理-广东深圳）	南网	2015.12	2016.2	2018.5	222	500	1959	《大气污染防治行动计划》
14	在建	昆柳龙直流工程（乌东德-柳北-龙门）	南网	2018.4	2018.11		240	800	1489	世界首个特高压多端直流工程
15	投运	扎鲁特-山东青州	国网	2016.8	2016.8	2017.12	221	1000	1234	
16	投运	青海-河南（青海海南-河南驻马店）	国网	2018.10	2018.11	2020.7.15	226	800	1587	《输变电重点工程情况表》
17	在建	陕北-湖北（陕西榆林-湖北武汉）	国网	2019.1	2020.2.28		178	800	1700	《输变电重点工程情况表》

表》										
18	在建	雅中-江西（四川雅中-江西南昌）	国网	2019.8	2019.12.18		238	800	1704	《输变电重点工程情况表》
19	待核准	白鹤滩-江苏（白鹤滩-江苏无锡）	国网				306.63			《输变电重点工程情况表》
20	待核准	白鹤滩-浙江（白鹤滩-浙江杭州）	国网				270			《输变电重点工程情况表》，计划引入社会资本

资料来源：能源局，国家电网，财信证券整理

表 2：交流特高压情况（已核、待核准、预期核准）

序号	状态	线路名称	所属电网	核准日期	投建日期	投运日期	投资金额（亿元）	容量（万千瓦）	长度（千米）	备注
1	投运	晋东南-南阳-荆门	国网	2006.8	2006.1	2009.1	58.6	600	654	
2	投运	淮南-浙北-上海	国网	2011.9	2011.1	2013.9	191.7	2100	648	
3	投运	浙北-浙中-福州	国网	2013.3	2013.4	2014.12	188.7	1800	603	
4	投运	淮南-南京-上海	国网	2014.4	2014.11	2016.11	268	1200	759	《大气污染防治行动计划》
5	投运	锡盟-北京东-济南	国网	2014.7	2014.11	2016.7	178.2	1500	730	《大气污染防治行动计划》
6	投运	蒙西-晋北-天津南	国网	2015.1	2015.3	2016.11	175	2400	616	《大气污染防治行动计划》
7	投运	榆横-晋中-潍坊	国网	2015.5	2015.5	2017.8	241	1500	379	《大气污染防治行动计划》
8	投运	锡盟-胜利	国网	2016.1	2016.4	2017.7	49.56	600	240	
9	在建	蒙西-晋中	国网	2018.3	2018.11		49.55	—	304	
10	投运	苏通 GIL 综合管廊工程	国网	2016.7	2016.8		47.63	—	5.8	
11	投运	北京西-石家庄	国网	2017.7	2018.3	2019.6	34.7	—	228	
12	投运	潍坊—临沂—枣庄—菏泽—石家庄	国网	2017.1	2018.5	2020.1.9	140.4	1500	819.5	
13	在建	张北-雄安	国网	2018.11	2019.4		60	600	319.9	
14	在建	驻马店-南阳 (配套青海-河南工程)	国网	2018.12	2019.3		50.8	—	190	《输变电重点工程情况表》
15	待核准	驻马店-武汉 (配套青海-河南工程)	国网	环评			33.96	—	286.5	《输变电重点工程情况表》
16	待核准	荆门-武汉 (配套陕北-湖北工程)	国网				34.65			《输变电重点工程情况表》
17	待核准	南昌-武汉 (配套雅中-江西工程)	国网				68.75			《输变电重点工程情况表》
18	待核准	南昌-长沙 (配套雅中-江西工程)	国网				58.95			《输变电重点工程情况表》
19	待核准	南阳-荆门-长沙	国网	环评			72.05			《输变电重点工程情况表》

资料来源：能源局，国家电网，财信证券整理

3、盈利预测

公司 2020-2021 年的订单和交付有支撑，2020 年 550kv 新产品导入和 220kv 产品收入确认增加，提振业绩。同时，公司管理层执行“聚焦主业，有进有退”战略，将资源集

中投向电网市场，处置新能源汽车等资产，减少了经营风险。预计 2020-2022 年公司净利润为 2.25 亿、2.74 亿、2.86 亿，增速分别为 55%、22%、5%，EPS 分别为 0.42 元、0.52 元、0.54 元，对应市盈率分别为 16 倍、13 倍和 12 倍，结合行业需求和公司经营情况，给予 2020 年业绩预期的合理市盈率区间为 18-22 倍，合理区间为 7.6-9.2 元，维持“谨慎推荐”评级。

风险提示：特高压线路核准条数不及预期，主网及配网招标量下降，公司治理水平下降。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438