

长高集团 (002452)

公司研究/点评报告

聚焦主业，重回快速增长轨道

—长高集团 2020 年报点评

点评报告/电力设备与新能源行业

2021 年 4 月 13 日

一、事件概述

4 月 12 日，公司发布年报，2020 年实现营业收入 15.62 亿元，同比增长 34.73%；归母净利润 2.13 亿元，同比增长 47.05%；扣非归母净利润 1.99 亿元，同比增长 108.88%。

二、分析与判断

➤ 聚焦主业，剥离非核心业务，业绩重回快速增长轨道

公司继续坚定推进“聚焦主业，有进有退”的发展战略，集中优势资源，专注发展输变电设备和电力工程设计服务等业务，加快剥离非主营业务，已完成长高房地产公司和长高综合能源服务公司的股权转让。营收和归母净利润自 2018 年大幅下滑后，已重回增长轨道，并再创历史新高；毛利率为 34.93%，同比下降 0.33%，维持在历史较高水平。

➤ 输变电设备板块业绩创历史新高，有望充分受益特高压及智能电网建设

长高开关顺利完成青海-河南、陕西-武汉等多个特高压直流工程重点项目产品的交付，并中标白鹤滩~江苏正负 800 千伏特高压直流工程。长高电气参与冀北张家口奥运工程、“三区两州”国家重点扶贫工程等多个重点项目。公司顺应市场需求，研发出一键顺控隔离开关、一二次融合柱上断路器、智慧开关柜、环保气体绝缘的 10KV 环网柜等多个产品。此外，公司总包的国家首批智慧变电站改造项目之一 110KV 衡阳狮子山智慧化变电站正式投运，标志着公司已经具备整站投标的能力。输变电设备板块实现营业收入 13.11 亿元，同比增长 44.44%，收入占比 83.93%，同比增长 5.64%。其中，长高开关净利润同比增长 46.44%，长高电气净利润同比增长 129.45%，长高成套净利润同比增长 412.73%，长高森源净利润同比增长 76.37%，业绩均创历史新高。展望 2021 年，中央首提构建以新能源为主体的新型电力系统，特高压及智能电网建设加速推进，公司设备板块有望充分受益。随着公司进一步巩固国网市场，并加大南网市场开拓力度，持续做深做透二三级市场，业绩有望维持较高增速。

➤ 电力工程板块受疫情影响同比下滑，今年有望企稳回升

子公司华网电力持续加强同集团的融合力度，在江苏、河南等重要市场取得突破，订单总量同比增长 50.79%，并有望进一步覆盖四川、江西、陕西等市场。长高新能源电力建设的淳化中略 80MW 风电项目去年实现了全容量并网，并于 2021 年 3 月签署了淳化中略 80MW 风电项目、神木顺利 40MW 光伏项目的股权转让协议。由于疫情影响，2020 年华网电力亏损 9.9 万元，长高新能源电力因工程项目尚未结算，亏损 265.1 万元，预计电力工程板块业绩今年有望企稳回升。

➤ 期间费用率显著下降，经营活动现金流大幅增加

公司期间费用率同比下降 7.13% 至 16.92%。其中，销售费用率同比下降 3.39%、管理费用率同比下降 3.41%、研发费用率同比下降 0.57%、财务费用率同比增加 0.25%。经营活动产生的现金流量净额 2.06 亿，同比增加 425.70%。

三、投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.70、3.52、4.49 亿元，同比增长 27%、30%、28%，EPS 为 0.51、0.66、0.84 元，对应估值 11、8、7 倍 PE，参考申万高压设备板块 TTM 估值 25 倍，考虑到公司的长期成长空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

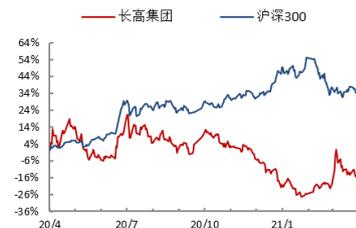
推荐 首次评级

当前价格： 5.60

交易数据 2021-04-12

近 12 个月最高/最低(元)	7.92/4.75
总股本(百万股)	533.49
流通股本(百万股)	419.07
流通股比例(%)	79%
总市值(亿元)	29.88
流通市值(亿元)	23.47

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：WIND，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证 S0100520080001
电话：021-60876734
邮箱：yuxiao@mszq.com

研究助理：丁亚

执业证 S0100120120042
电话：021-60876734
邮箱：dingya@mszq.com

相关研究

四、风险提示:

电网投资规模不及预期, 原材料价格上涨, 市场竞争加剧, 募投项目建设进度不及预期。

盈利预测与财务指标

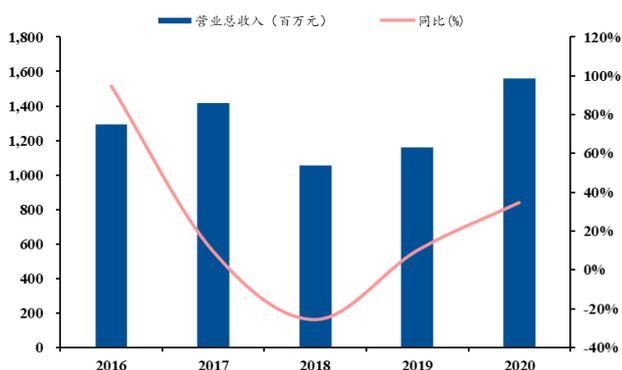
项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,562	1,997	2,565	3,286
增长率 (%)	35%	28%	28%	28%
归属母公司股东净利润 (百万元)	213	270	352	449
增长率 (%)	47%	27%	30%	28%
每股收益 (元)	0.40	0.51	0.66	0.84
PE (现价)	14	11	8	7
PB	2.1	1.8	1.5	1.2

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

1 聚焦主业，业绩重回快速增长轨道

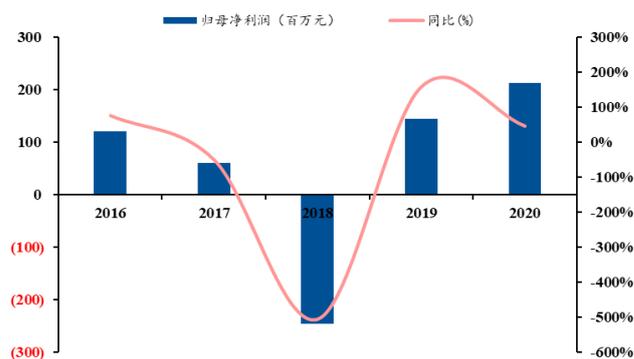
聚焦主业，业绩再创历史新高。2020年，公司继续坚定推进“聚焦主业，有进有退”的发展战略，专注于优势资源大力发展输变电设备和电力工程设计服务业务，目前已完成长高房地产公司和长高综合能源服务公司的股权转让。2020年，公司实现营业收入15.62亿元，同比增长34.73%；归母净利润2.13亿元，同比增长47.05%；扣非归母净利润1.99亿元，同比增长108.88%。营收和归母净利润自2018年大幅下滑后，已重回快速增长轨道再创历史新高。

图1: 2016-2020年公司营收及增速



资料来源：长高集团公告，民生证券研究院

图2: 2016-2020年公司归母净利润及增速

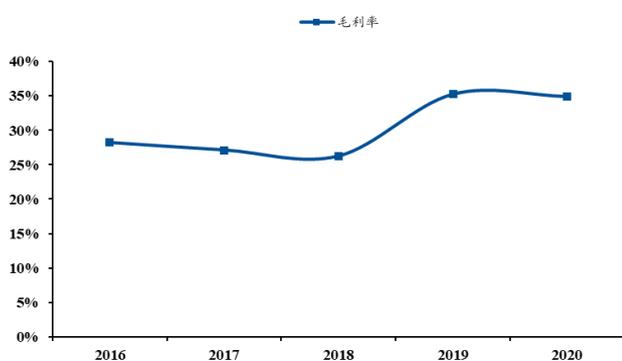


资料来源：长高集团公告，民生证券研究院

产品结构优化叠加价格上升，毛利率维持在历史较高水平。2020年，较高高毛利的设备板块收入大幅增加，占公司营业总收入的比例为83.93%，同比增长5.64%；由于新会计准则规定运输费用计入营业成本，毛利率同比小幅下降0.33%至34.93%，但维持在历史较高水平

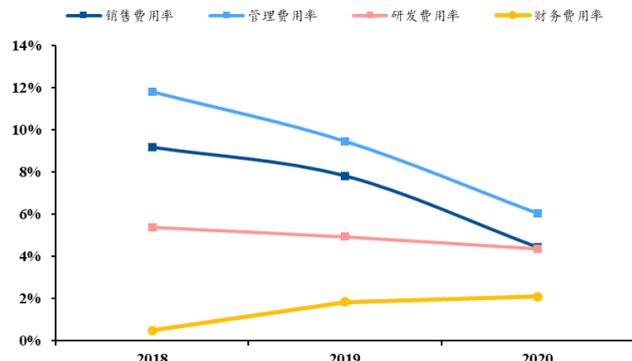
期间费用率大幅下降，盈利能力显著提升。2020年期间费用率同比下降7.13%至16.92%。其中，销售费用率同比下降3.39%、管理费用率同比下降3.41%、研发费用率同比下降0.57%、财务费用率同比增加0.25%。公司费用管控稳健，盈利能力显著提升。

图3: 2016-2020年公司毛利率



资料来源：长高集团公告，民生证券研究院

图4: 2018-2020年公司期间费用率

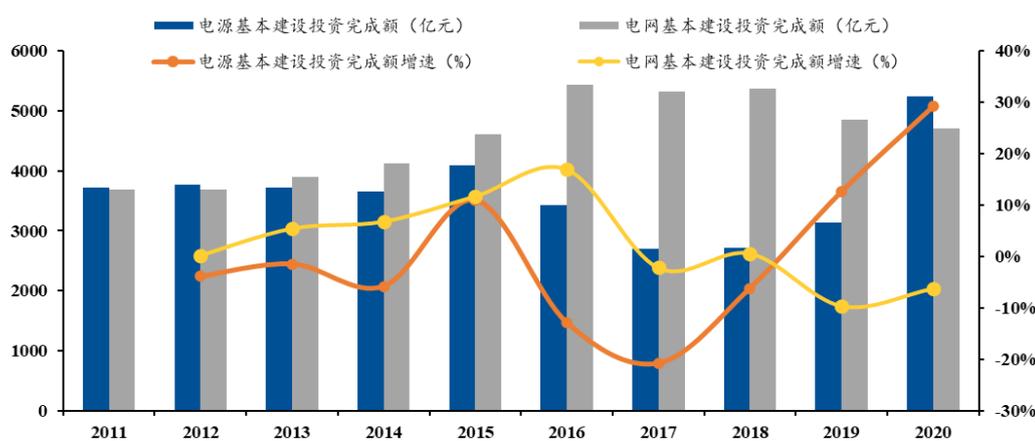


资料来源：长高集团公告，民生证券研究院

2 电网投资有望企稳回暖，特高压景气度提升

2020 年电网投资额近 8 年来首次低于电源投资，预计有望企稳回升。我国电网基本建设投资完成额自 2016 年达到顶峰后持续下滑，而电源基本建设投资完成额近两年快速攀升。截至 2020 年末，电源基本建设投资完成额在过去 8 年里首次重新超越电网基本建设投资完成额。近些年电网投资下降的主要原因：一是由于我国一般工商业电价自 2018 年起已连续下降三年，电网企业盈利能力受损；二是电源投资额前几年的持续低迷打击电网投资信心；三是由于特高压等电网项目审批速度放缓。但长期来看，我国用电量仍将保持 3%-4% 增速，且随着风光等可再生能源需求旺盛带动电源投资持续高增，预计电网投资有望企稳回升。

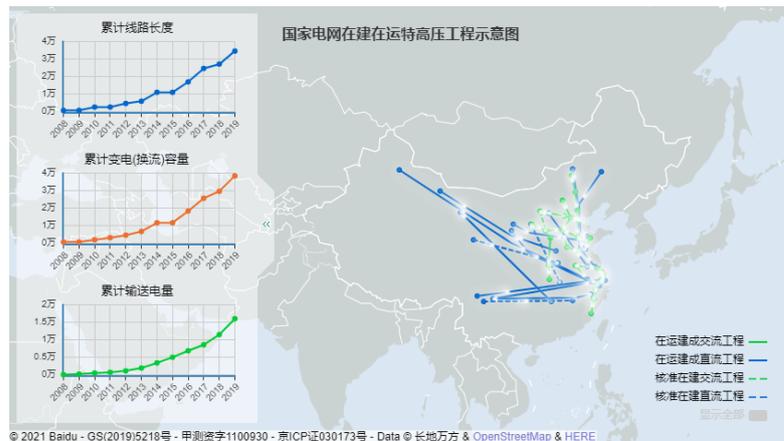
图5: 2011-2020 我国电源及电网投资完成额及增速



资料来源：国家能源局，民生证券研究院

中央首提构建以新能源为主体的新型电力系统，特高压及智能电网建设有望加速推进。2020 年 12 月 21 日，国家能源局法制和体制改革司司长朱明在《新时代的中国能源发展》白皮书新闻发布会上，提出要加快构建适应高比例可再生能源发展的新型电力系统。2021 年 3 月 15 日，习近平总书记在中央财经委员会第九次会议上，首次提出构建以新能源为主体的新型电力系统，在此前的提法上更进一步，风光向主力能源转变的进程提速。在能源结构加速转型的大背景下，国家电网公司于 3 月 1 日发布“碳达峰、碳中和”行动方案，提出加快构建坚强智能电网，加快构建川渝特高压交流主网架，加快建设华中特高压骨干网架；加大跨区输送清洁能源力度，“十四五”规划建成 7 回特高压直流，新增输电能力 5600 万千瓦；保障清洁能源及时同步并网，开辟风电、太阳能发电等新能源配套电网工程建设“绿色通道”，确保电网电源同步投产。截至目前，国家电网已累计建成投运“十四交十二直” 26 项特高压工程，累计送电超过 1.6 万亿千瓦时，在运在建线路总长度达 4.1 万公里，特高压景气度有望提升。

图6: 国家电网在建在运特高压工程示意图

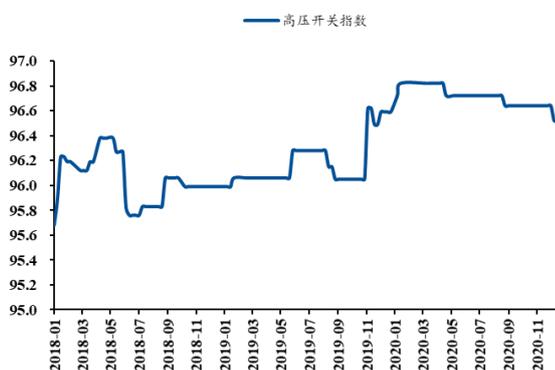


资料来源：国家电网公司，民生证券研究院

3 隔离开关订单稳步增长，市场地位稳固

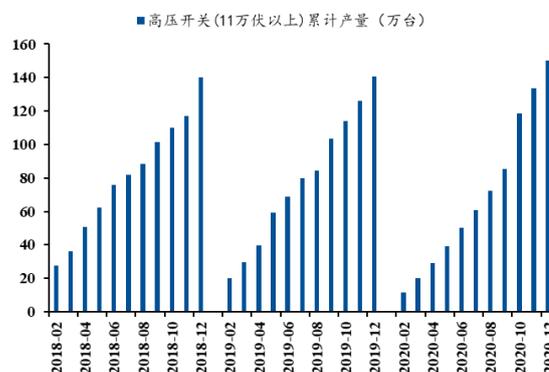
高压开关价格指数维持高位，2020 年产量稳健增长。根据工商业联合会，2020 高压开关价格指数平均值约为 96.70 点，同比提升 0.5 点，处于近三年高位水平。根据国家统计局，2020 年全国高压开关（11 万伏以上）累计产量约 150 万台，同比增加约 6.76%。

图7: 2018-2020 高压开关价格指数



资料来源：工商业联合会，民生证券研究院

图8: 2018-2020 年高压开关累计产量（万台）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

公司为少数特高压设备提供商之一，收入稳步增长，市场地位稳固。高压开关制造产业已发展出高度成熟的产业链，技术壁垒随着电压等级的升高而升高，行业集中度也随之提高。其中，126-252kV 的市场参与者超过 150 家，市场竞争较为激烈；而 800kV 及以上的市场基本被平高电气、中国西电、新东北电气、山东日立、湖南长高（仅生产隔离开关）等 5 家企业垄断。2019 年，长高开关研发的 ZGW9-816W/J6300-31.5 户外特高压隔离开关获湖南省电力科学技术一等奖。2020 年，长高开关顺利完成了青海-河南、陕西-武汉、雅中-南昌等特高压直流工程，驻马店南阳站扩建工程项目以及新疆鄯善（吐哈）750kV 变电站新建工程等重点项目的特高压产品的交付，产品中白鹤滩~江苏正负 800 千伏特高压直流工程，并完成 20 余个新产品开发及产品改善项目，

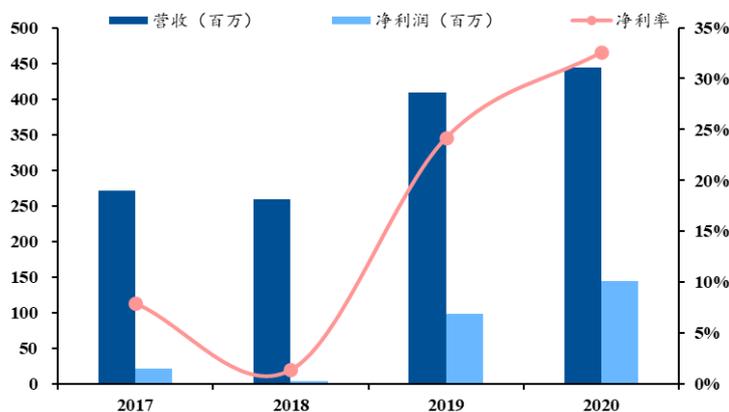
推进研发隔离开关智能化方案及产品。长高开关 2020 年实现营收 4.44 亿，同比增加 8.71%；净利润 1.45 亿，同比增加 46.44%。净利率 32.62%，同比增加 8.41%。

表1: 不同电压等级高压开关产品竞争格局

产品电压等级	企业数量	主要厂商
800kV 及以上	5 家	平高电气、中国西电、新东北电气、山东日立、湖南长高（仅生产隔离开关）
550-800kV	10-20 家	平高电气、中国西电、新东北电气、其他中外合资企业
363-550kV	40-50 家	平高电气、中国西电、新东北电气、泰开电气、江苏如高、中外合资企业和少数国内其他企业
252-363kV	80-100 家	平高电气、中国西电、新东北电气、中外合资企业和泰开电气、湖南长高等
126-252kV	150 家以上	平高电气、中国西电、新东北电气、中外合资企业和泰开、北京北开、江苏如高、湖南长高等

资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

图9: 2017-2020 年子公司长高开关营收及净利润

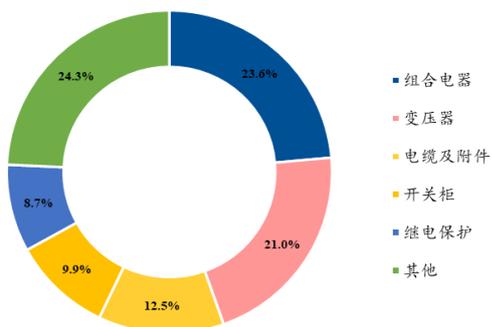


资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 组合电器 (GIS) 放量, 已发展为支柱业务

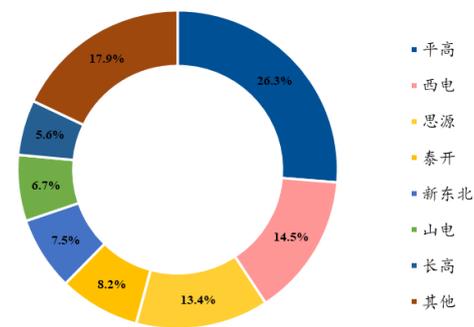
国网 2020 年组合电器招标同比增长约 20.32%，为最大的招标物资类别。2020 年，国家电网公司输变电项目合计进行了 9 次招标采购，其中 7 次变电设备（含电缆）招标采购，以及 2 次 35-220 千伏设备协议库存招标采购。国网 2020 年输变电项目共招标 19 类物资、2612 包、422.16 亿元。其中，组合电器共招标 99.56 亿元，同比增长约 20.32%，招标金额占总金额的 23.6%，为最大的招标物资类别。

图10: 国网 2020 输变电项目招标物资类别占比统计



资料来源: 国家电网, 民生证券研究院

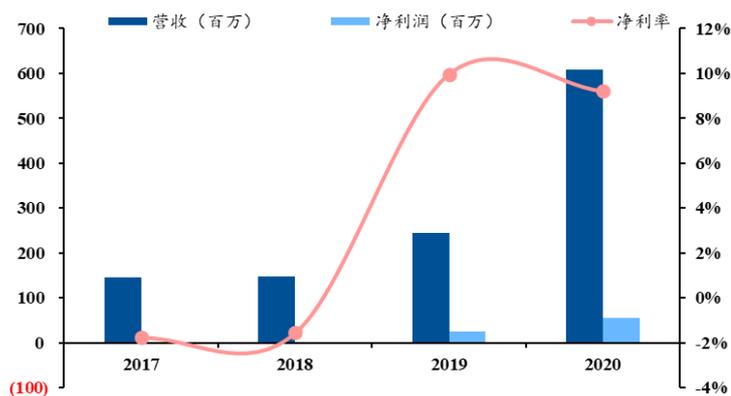
图11: 国网 2020 组合电器招标企业占比统计



资料来源: 国家电网, 民生证券研究院

公司组合电器 (GIS) 业务放量, 已成为新的利润增长点。公司自主研发生产的 110kV-220kV 组合电器迅速成为公司继隔离开关外的主要产品, 252kV 气体绝缘金属封闭智能开关设备获湖南省电力科学技术三等奖。2019 年, 公司组合电器订单大幅增长, 产品在河南南阳镇平 220KV 变电站、南阳荆子关 220KV 变电站、天津大辛庄 220KV 变电站等一次性运行成功。2020 年, 长高电气参与了冀北张家口奥运工程、“三区两州”国家重点扶贫工程、天津煤改电重点工程、湖南长沙变 550KV 重点工程等多个重点项目。在国网 2020 年组合电器招标采购项目中, 公司中标约 5.58 亿元, 占招标总金额的比重约 5.62%。此外, 长高电气完成对主要产品 220kV GIS 以及 110kV GIS 断路器的结构改进, 并加快 550kV GIS 研发。子公司长高电气 2020 年实现营收 6.09 亿, 同比增长 148.40%; 净利润 5607 万, 同比增长 129.45%; 净利率 9.20%, 同比小幅下降 0.76%。

图12: 2017-2020 年子公司长高电气营收及净利润



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

5 电力工程板块受疫情影响同比下滑，今年有望企稳回升

公司于 2015 年切入电力工程 EPC 总包服务，并于 2016 年收购湖北华网电力工程有限公司，取得送变电、新能源发电工程设计及总承包资质，并陆续在全国各地设立分院，扩大客户覆盖。华网电力持续加强同集团的融合力度，在江苏、河南等重要市场取得突破，订单总量同比增长 50.79%，并有望进一步覆盖四川、江西、陕西等市场。长高新能源电力建设的淳化中略 80MW 风电项目去年实现了全容量并网，并于 2021 年 3 月签署了淳化中略 80MW 风电项目、神木顺利 40MW 光伏项目的股权转让协议。由于疫情影响，2020 年华网电力亏损 9.9 万元，长高新能源电力因工程项目尚未结算，亏损 265.1 万元，预计电力工程板块业绩今年有望企稳回升。

6 定增获核准批文，募投项目落地有望进一步增强竞争力

公司拟非公开发行不超过 1.59 亿股，募集资金总额不超过 3.76 亿元，用于金洲生产基地二期项目、总部技术中心及区域运行中心建设项目和补充流动资金，有望扩大产能，进一步增强市场竞争力。根据公司可行性报告测算，金洲生产基地二期项目达产后，预计可实现年销售收入约 6.15 亿元，年均净利润约 5186 万元，投资利润率约 26.04%。2020 年 9 月 10 日，公司非公开发行股票申请获得中国证监会核准批文。

表2: 公司定增募投项目

序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
1	金洲生产基地二期项目	24,832.46	21,585.47
2	总部技术中心及区域运行中心建设项目	5,000.00	5,000.00
3	补充流动资金	11,000.00	11,000.00
	合计	40,832.46	37,585.47

资料来源：长高集团公告，民生证券研究院

7 风险提示

电网投资规模不及预期，原材料价格上涨，市场竞争加剧，募投项目建设进度不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,562	1,997	2,565	3,286
营业成本	1,016	1,303	1,676	2,149
营业税金及附加	17	21	27	35
销售费用	69	86	103	131
管理费用	95	120	149	184
研发费用	68	84	103	131
EBIT	298	383	509	656
财务费用	27	41	46	61
资产减值损失	(13)	(19)	(24)	(31)
投资收益	(7)	0	0	0
营业利润	254	325	429	551
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	253	325	429	551
所得税	45	57	75	96
净利润	208	268	354	454
归属于母公司净利润	213	270	352	449
EBITDA	353	443	582	746
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	542	456	736	1067
应收账款及票据	936	1198	1539	1972
预付款项	50	63	80	103
存货	410	563	736	933
其他流动资产	114	123	223	352
流动资产合计	2135	2471	3421	4571
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	495	616	778	967
无形资产	119	113	109	104
非流动资产合计	1481	1654	1778	1899
资产合计	3616	4125	5199	6470
短期借款	654	654	854	1204
应付账款及票据	876	1121	1441	1848
其他流动负债	7	7	7	7
流动负债合计	1701	1975	2533	3337
长期借款	236	236	436	486
其他长期负债	145	148	148	148
非流动负债合计	447	450	650	700
负债合计	2148	2425	3182	4037
股本	533	533	533	533
少数股东权益	13	11	13	19
股东权益合计	1468	1700	2016	2433
负债和股东权益合计	3616	4125	5199	6470

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	34.7%	27.9%	28.4%	28.1%
EBIT 增长率	110.4%	28.8%	32.8%	28.9%
净利润增长率	47.1%	26.7%	30.3%	27.6%
盈利能力				
毛利率	34.9%	34.7%	34.7%	34.6%
净利润率	13.6%	13.5%	13.7%	13.7%
总资产收益率 ROA	5.9%	6.5%	6.8%	6.9%
净资产收益率 ROE	14.6%	16.0%	17.6%	18.6%
偿债能力				
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.4
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.1
现金比率	0.3	0.2	0.3	0.3
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	191.3	183.0	183.0	180.0
存货周转天数	144.6	130.0	131.0	130.0
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	0.5	0.7	0.8
每股净资产	2.7	3.2	3.8	4.5
每股经营现金流	0.3	0.2	0.3	0.5
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	13.9	11.1	8.5	6.7
PB	2.1	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	8.0	6.5	5.2	4.1
股息收益率	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	208	268	354	454
折旧和摊销	69	13	5	7
营运资金变动	(126)	(191)	(238)	(270)
经营活动现金流	169	130	171	260
资本开支	498	171	197	211
投资	(46)	0	0	0
投资活动现金流	(534)	(180)	(297)	(340)
股权募资	21	0	0	0
债务募资	505	3	200	0
筹资活动现金流	506	(75)	312	244
现金净流量	141	(124)	186	164

分析师与研究助理简介

于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

丁亚，多年光伏产业研究经验，曾就职于SOLARZOOM、新时代证券，2020年12月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。