

盈利能力提升，550kV GIS 取得突破

——长高电新(002452.SZ)公司首次覆盖报告

增持|首次推荐

事件:

公司发布 2023 年年度报告和 2024 年一季报: 2023 年公司实现营收 14.93 亿元, 同比增长 22.12%; 归母 1.73 亿元, 同比增长 198.57%。2024Q1 公司实现营收 2.54 亿元, 同比/环比分别增长 11.62%/-40.83%; 归母 0.30 亿元, 同比/环比分别增长 45.66%/227.36%。

● 报告要点:

● 2023 年业绩修复, 公司盈利能力提升

2023 年公司输变电设备板块实现营收 13.85 亿元, 同比增长 24.40%。受益于设备板块规模扩大、自制率提升和产品结构的优化, 2023 年输变电设备板块毛利率达 37.19%, 同比提升 4.30pct。整体来看, 2023 年公司综合毛利率/净利率分别为 34.44%/11.44%, 同比提升 3.16/7.46pct。2024Q1 公司综合毛利率/净利率分别为 35.33%/11.66%, 同比提升 7.85/2.92pct, 环比提升 1.49/9.81pct。

● 550kV GIS 等新品实现突破, 贡献业绩增量

2023 年, 子公司长高高压/长高电气/长高森源/长高成套分别实现营收 3.53/7.25/2.08/1.78 亿元, 净利润分别为 0.75/1.25/0.30/0.24 亿元。分产品来看: 1) 组合电器领域, 公司产品向更高电压等级覆盖: 2023 年, 子公司长高电气研发的 550kV GIS 在国网集中招标首次投标即实现中标。2) 长高森源研发的 10kV 硅钢配电变压器在省配网实现中标、10kV 非晶合金变压器通过国网资格审查, 具备投标资格, 并实现订单零的突破; 3) 长高成套研发生产的 35kV 充气柜和 KYN61 柜在 2023 年国网总部集招实现中标。

● 2023 年公司减值风险释放

2023 年公司计提信用减值 0.12 亿元, 计提资产减值 0.44 亿元, 其中资产减值包括公司对子公司湖北华网电力工程有限公司计提的 0.26 亿元商誉减值, 计提后该商誉净值为 0, 商誉减值风险释放。

● 投资建议与盈利预测

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 3.0/3.8/4.5 亿元, 同比分别增长 73%/28%/16%。当前股价对应 PE 分别为 14.7/11.5/9.9 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

原材料价格波动风险, 电网招标或开工不及预期风险, 550 kV GIS 市场开拓不及预期风险, 市场竞争加剧风险, 工程业务发展不及预期风险, 减值风险。

附表: 盈利预测

| 财务数据和估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1222.90 | 1493.38 | 1815.00 | 2270.00 | 2610.00 |
| 收入同比(%) | -19.61 | 22.12 | 21.54 | 25.07 | 14.98 |
| 归母净利润(百万元) | 57.97 | 173.08 | 300.22 | 384.16 | 446.29 |
| 归母净利润同比(%) | -76.95 | 198.57 | 73.46 | 27.96 | 16.17 |
| ROE(%) | 2.76 | 7.66 | 11.93 | 13.97 | 14.85 |
| 每股收益(元) | 0.09 | 0.28 | 0.48 | 0.62 | 0.72 |
| 市盈率(P/E) | 75.98 | 25.45 | 14.67 | 11.46 | 9.87 |

资料来源: iFinD, 国元证券研究所

当前价: 7.10 元

基本数据

52 周最高/最低价(元): 7.63 / 4.44

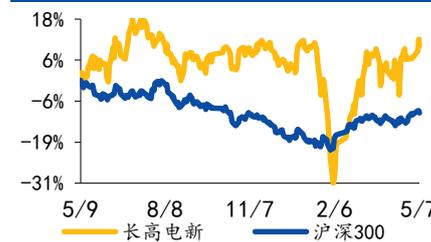
A 股流通股(百万股): 515.90

A 股总股本(百万股): 620.33

流通市值(百万元): 3662.92

总市值(百万元): 4404.36

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 龚斯闻

执业证书编号 S0020522110002

电话 021-51097188

邮箱 gongsiwen@gyzq.com.cn

联系人 赵莉莉

电话 021-51097188

邮箱 zhaolili@gyzq.com.cn

1. 盈利预测与投资评级

盈利预测：

1) 输变电设备产品：我们预计 2024-2026 年该板块收入 16.70/20.50/23.40 亿元，同比分别增长 20.60%/22.75%/14.15%；受益于高毛利产品占比的提升，公司的设计优化以及规模效益，该业务毛利率有望逐步提升，2024-2026 年毛利率分别为 36.90%/37.57%/37.94%。

2) 公司电力工程与施工、新能源发电板块有望逐步减亏向好。

预计 2024-2026 年公司整体营收分别为 18.15/22.70/26.10 亿元，同比分别增长 21.54%/25.07%/14.98%，公司毛利率分别为 34.48%/35.11%/35.58%。

表 1：公司收入及毛利率预测

| 业务 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (亿元) | 12.23 | 14.93 | 18.15 | 22.70 | 26.10 |
| YOY | -19.61% | 22.12% | 21.54% | 25.07% | 14.98% |
| 营业总成本 (亿元) | 8.40 | 9.79 | 11.89 | 14.73 | 16.81 |
| YOY | -16.97% | 16.51% | 21.48% | 23.87% | 14.13% |
| 毛利率 | 31.29% | 34.44% | 34.48% | 35.11% | 35.58% |

资料来源：iFinD，国元证券研究所

投资评级：

我们采用可比公司估值法，选取业务结构相近的可比公司思源电气、平高电气、许继电气作为可比公司，可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 21.9/17.2/14.1 倍。

公司深耕输变电设备多年，隔离开关业务市场份额领先，550kV GIS 产品有望逐步扩大市场份额，增厚公司业绩。同时，公司减值风险逐步出清，未来具备成长性。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.0/3.8/4.5 亿元，对应 PE 分别为 15.0/11.7/10.1，低于可比公司平均水平，给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值情况

| 公司简称 | 市值 (亿元) | EPS | | | | PE | | | |
|------|------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 思源电气 | 412 | 2.01 | 2.62 | 3.27 | 4.03 | 25.83 | 26.09 | 20.9 | 16.94 |
| 平高电气 | 198 | 0.6 | 0.83 | 1.04 | 1.25 | 21.11 | 17.63 | 14 | 11.67 |
| 许继电气 | 266 | 0.99 | 1.18 | 1.56 | 1.88 | 22.26 | 22.09 | 16.76 | 13.7 |
| 平均值 | / | / | / | / | / | 23.07 | 21.94 | 17.22 | 14.10 |
| 长高电新 | 45 | 0.28 | 0.48 | 0.62 | 0.72 | 25.99 | 14.98 | 11.71 | 10.08 |

资料来源：iFinD，国元证券研究所

注：可比公司数据来自 iFinD 一致预期，数据截至 2024 年 5 月 7 日

2. 风险提示

原材料价格波动风险，电网招标或开工不及预期风险，550kV GIS 市场开拓不及预期风险，市场竞争加剧风险，工程业务发展不及预期风险，减值风险。

财务预测表

| 资产负债表 | | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 2329.45 | 2292.53 | 2653.49 | 2936.47 | 3301.81 |
| 现金 | 704.57 | 782.82 | 955.87 | 1139.03 | 1176.38 |
| 应收账款 | 951.80 | 884.87 | 939.18 | 980.03 | 1158.05 |
| 其他应收款 | 85.57 | 34.99 | 89.10 | 94.50 | 104.50 |
| 预付账款 | 18.27 | 21.70 | 23.40 | 26.10 | 29.50 |
| 存货 | 421.49 | 362.06 | 411.74 | 434.96 | 535.85 |
| 其他流动资产 | 147.75 | 206.10 | 234.20 | 261.85 | 297.52 |
| 非流动资产 | 926.43 | 948.60 | 1000.98 | 1077.05 | 1100.91 |
| 长期投资 | 63.17 | 111.08 | 111.08 | 111.08 | 111.08 |
| 固定资产 | 355.79 | 494.59 | 537.72 | 583.08 | 602.50 |
| 无形资产 | 111.59 | 108.56 | 109.56 | 111.86 | 114.96 |
| 其他非流动资产 | 395.88 | 234.36 | 242.62 | 271.02 | 272.37 |
| 资产总计 | 3255.88 | 3241.13 | 3654.47 | 4013.51 | 4402.71 |
| 流动负债 | 819.79 | 688.57 | 780.77 | 893.32 | 1011.69 |
| 短期借款 | 44.08 | 21.40 | 45.67 | 56.80 | 78.50 |
| 应付账款 | 486.84 | 425.08 | 450.10 | 495.10 | 543.50 |
| 其他流动负债 | 288.86 | 242.10 | 285.00 | 341.42 | 389.69 |
| 非流动负债 | 332.94 | 291.08 | 358.43 | 373.87 | 393.49 |
| 长期借款 | 125.50 | 120.00 | 170.00 | 180.00 | 180.00 |
| 其他非流动负债 | 207.44 | 171.08 | 188.43 | 193.87 | 213.49 |
| 负债合计 | 1152.72 | 979.66 | 1139.20 | 1267.19 | 1405.18 |
| 少数股东权益 | 4.38 | 2.13 | -0.87 | -3.87 | -6.87 |
| 股本 | 620.33 | 620.33 | 620.33 | 620.33 | 620.33 |
| 资本公积 | 628.72 | 628.75 | 628.75 | 628.75 | 628.75 |
| 留存收益 | 849.25 | 1009.92 | 1266.72 | 1500.77 | 1754.98 |
| 归属母公司股东权益 | 2098.77 | 2259.34 | 2516.14 | 2750.19 | 3004.40 |
| 负债和股东权益 | 3255.88 | 3241.13 | 3654.47 | 4013.51 | 4402.71 |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|---------|---------|--------|---------|---------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 227.46 | 252.94 | 188.08 | 404.94 | 255.99 |
| 净利润 | 48.56 | 170.85 | 297.22 | 381.16 | 443.29 |
| 折旧摊销 | 43.65 | 45.38 | 34.65 | 38.52 | 42.58 |
| 财务费用 | -4.05 | 0.23 | -6.84 | -7.61 | -8.75 |
| 投资损失 | 1.02 | -20.48 | -27.00 | -28.00 | -30.00 |
| 营运资金变动 | 55.34 | -2.63 | -68.33 | -3.04 | -229.30 |
| 其他经营现金流 | 82.94 | 59.59 | -41.62 | 23.92 | 38.17 |
| 投资活动现金流 | -197.16 | -116.73 | -54.07 | -102.42 | -58.11 |
| 资本支出 | 125.07 | 67.35 | 50.00 | 100.00 | 50.00 |
| 长期投资 | 89.12 | 58.67 | 5.83 | 2.74 | 1.44 |
| 其他投资现金流 | 17.03 | 9.29 | 1.76 | 0.32 | -6.67 |
| 筹资活动现金流 | -144.87 | -44.16 | 39.04 | -119.37 | -160.54 |
| 短期借款 | -185.13 | -22.68 | 24.27 | 11.13 | 21.70 |
| 长期借款 | 125.50 | -5.50 | 50.00 | 10.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 0.23 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 0.84 | 0.03 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金流 | -86.30 | -16.01 | -35.23 | -140.50 | -182.24 |
| 现金净增加额 | -113.74 | 92.30 | 173.06 | 183.16 | 37.35 |

资料来源: iFinD, 国元证券研究所

| 利润表 | | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业收入 | 1222.90 | 1493.38 | 1815.00 | 2270.00 | 2610.00 |
| 营业成本 | 840.29 | 978.99 | 1189.25 | 1473.10 | 1681.30 |
| 营业税金及附加 | 13.89 | 19.98 | 21.78 | 27.24 | 31.32 |
| 营业费用 | 72.61 | 88.22 | 99.83 | 122.58 | 138.33 |
| 管理费用 | 88.44 | 108.55 | 117.98 | 147.55 | 167.04 |
| 研发费用 | 87.75 | 75.85 | 83.12 | 93.91 | 115.71 |
| 财务费用 | -4.05 | 0.23 | -6.84 | -7.61 | -8.75 |
| 资产减值损失 | -23.02 | -44.21 | -5.00 | -5.00 | -5.00 |
| 公允价值变动收益 | -0.82 | -0.09 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | -1.02 | 20.48 | 27.00 | 28.00 | 30.00 |
| 营业利润 | 71.13 | 206.94 | 345.01 | 458.23 | 533.09 |
| 营业外收入 | 1.13 | 0.88 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| 营业外支出 | 6.39 | 2.62 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 65.87 | 205.19 | 346.01 | 459.23 | 534.09 |
| 所得税 | 17.31 | 34.34 | 48.79 | 78.07 | 90.79 |
| 净利润 | 48.56 | 170.85 | 297.22 | 381.16 | 443.29 |
| 少数股东损益 | -9.41 | -2.22 | -3.00 | -3.00 | -3.00 |
| 归属母公司净利润 | 57.97 | 173.08 | 300.22 | 384.16 | 446.29 |
| EBITDA | 110.72 | 252.55 | 372.82 | 489.14 | 566.92 |
| EPS (元) | 0.09 | 0.28 | 0.48 | 0.62 | 0.72 |

| 主要财务比率 | | | | | |
|----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | -19.61 | 22.12 | 21.54 | 25.07 | 14.98 |
| 营业利润(%) | -74.70 | 190.94 | 66.72 | 32.82 | 16.34 |
| 归属母公司净利润(%) | -76.95 | 198.57 | 73.46 | 27.96 | 16.17 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 31.29 | 34.44 | 34.48 | 35.11 | 35.58 |
| 净利率(%) | 4.74 | 11.59 | 16.54 | 16.92 | 17.10 |
| ROE(%) | 2.76 | 7.66 | 11.93 | 13.97 | 14.85 |
| ROIC(%) | 3.44 | 12.60 | 18.92 | 23.42 | 24.07 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 35.40 | 30.23 | 31.17 | 31.57 | 31.92 |
| 净负债比率(%) | 14.98 | 15.77 | 20.20 | 19.99 | 19.65 |
| 流动比率 | 2.84 | 3.33 | 3.40 | 3.29 | 3.26 |
| 速动比率 | 2.30 | 2.78 | 2.84 | 2.78 | 2.71 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.37 | 0.46 | 0.53 | 0.59 | 0.62 |
| 应收账款周转率 | 1.16 | 1.39 | 1.69 | 2.03 | 2.09 |
| 应付账款周转率 | 1.78 | 2.15 | 2.72 | 3.12 | 3.24 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.09 | 0.28 | 0.48 | 0.62 | 0.72 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.37 | 0.41 | 0.30 | 0.65 | 0.41 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.38 | 3.64 | 4.06 | 4.43 | 4.84 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 75.98 | 25.45 | 14.67 | 11.46 | 9.87 |
| P/B | 2.10 | 1.95 | 1.75 | 1.60 | 1.47 |
| EV/EBITDA | 30.91 | 13.55 | 9.18 | 7.00 | 6.04 |

投资评级说明:

| (1) 公司评级定义 | | (2) 行业评级定义 | |
|------------|------------------------------|------------|------------------------------|
| 买入 | 预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上 | 推荐 | 预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上 |
| 增持 | 预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间 | 中性 | 预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 持有 | 预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间 | 回避 | 预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上 |
| 卖出 | 预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上 | | |

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

| 合肥 | 上海 |
|--------------------------------|-----------------------------------|
| 地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券 | 地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券 |
| 邮编: 230000 | 邮编: 200135 |
| 传真: (0551) 62207952 | 传真: (021) 68869125 |
| | 电话: (021) 51097188 |