

长高电新 (002452) 深度研究

输电产品持续拓展，受益电网改造+特高压建设提速

2024 年 08 月 05 日

【投资要点】

- ◆ **隔离开关龙头，受益电网升级业绩稳步增长。**公司是国内规模最大的高压隔离开关供应商之一，在国网市场市占率位居前列。同时，公司基于开关产品持续延伸，目前产品已覆盖发输配各环节，核心产品包括隔离开关、组合电器、开关柜等。受益于电网转型升级，2023 年公司实现营收 14.93 亿元，同比增长 22.12%，实现归母净利润 1.73 亿元，同比高增 198.15%，2024Q1 公司业绩保持稳步增长，营收/归母净利润分别 2.54/0.30 亿元，同比增长 11.62%/45.66%。
- ◆ **电网转型升级，特高压建设提速。**1) **电网投资强度有望提升：**随着风光等新能源发电大规模并网，解决风光消纳及电网运行安全稳定问题已迫在眉睫。2023 年，国家层面持续出台政策推动电力能源转型升级，电网改造成为重点，2024 年 1-5 月电网投资约 1703 亿元，同比往年高增，预计全年有望首次超过 6000 亿元。2) **特高压建设提速：**风光大基地三批分别规划 97.05/455/190GW，其中第二批风光大基地规划“十四五”/“十五五”分别外送 150/165GW，大基地发电外送推动特高压建设加强。国网十四五规划“24 交 14 直”，总投资 3800 亿元。
- ◆ **高压开关延伸拓展，配网产品持续丰富。**1) **高压开关：**公司高压开关类产品包括隔离开关、组合电器等，其中隔离开关是公司发家产品，技术实力行业领先，在国网集招中份额常年稳居行业前四，多次排名第一，产品几乎应用于国内所以特高压项目；组合电器在国网集招份额稳定在 7-8 名，2023 年公司 550kV 产品取得突破，2024 年国网前三批招标中 550kV GIS 已累计中标超 9000 万元，随着公司 550kV 产品放量，公司份额有望稳步提升。2) **配网产品：**配网市场相对分散，单一产品市场空间相对有限，公司目前配网产品已覆盖开关柜、环网柜、箱式变电站等，2023 年长高森源完成一系列节能配网变压器产品开发与挂网，并且 10kV 硅钢配变在省配网实现中标，长高成套成功研发了 CGIS-12kV 充气柜，取得户外柱上真空开关型式试验报告，随着公司配网产品持续丰富与市场突破，有望带动配网营收快速增长。3) **GIL 新品：**GIL 兼具架空线路和高压电缆的优点，并且总额和成本低于二者，随着多地政策出台推动架空线入地改造，GIL 潜在需求广阔，公司 2024 年 5 月公告投建 GIL 厂房，预计总投资 9622.76 万元，项目建成有望进一步丰富公司产品类型，提升公司市场竞争力。
- ◆ **减值计提充分，风险逐步释放。**1) **商誉减值：**截至 2023 年底国网电力商誉已全额计提，账面剩余 6540.81 万元商誉均来自健康经营子公司，不存在商誉减值风险；2) **淳化风电项目减值：**截至 2023 年底，淳化风电项目合同资产已全额计提，应收账款账面价值余额 4272.63 万元，未来按账龄计提对业绩影响有限。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入 (上调)

目标价：9.8 元

东方财富证券研究所

证券分析师：周旭辉

证书编号：S1160521050001

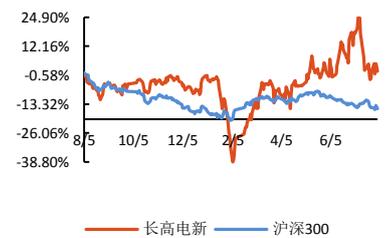
证券分析师：程文祥

证书编号：S1160522090002

联系人：唐硕

电话：021-23586475

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	4354.73
流通市值 (百万元)	3621.65
52 周最高/最低 (元)	9.08/4.01
52 周最高/最低 (PE)	90.64/19.95
52 周最高/最低 (PB)	2.47/1.22
52 周涨幅 (%)	-3.05
52 周换手率 (%)	564.59

相关研究

《投资新建 GIL 厂房，产品矩阵持续拓展》

2024.06.20

【投资建议】

- ◆ 我们维持盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.03/3.85/4.47 亿元；EPS 分别为 0.49/0.62/0.72 元；对应 PE 分别为 15/12/10 倍；参考可比公司估值，给予公司 2024 年 20 倍 PE，对应六个月目标价 9.8 元/股，上调公司评级至“买入”。

盈利预测（截至 2024-08-02 收盘）

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1493.38	1829.78	2394.80	2754.86
增长率(%)	22.12%	22.53%	30.88%	15.04%
EBITDA（百万元）	272.06	411.73	515.56	596.32
归属母公司净利润（百万元）	173.08	303.40	385.02	446.51
增长率(%)	198.57%	75.30%	26.90%	15.97%
EPS(元/股)	0.28	0.49	0.62	0.72
市盈率(P/E)	25.45	14.86	11.71	10.10
市净率(P/B)	1.95	1.79	1.55	1.40
EV/EBITDA	13.90	9.38	7.46	6.38

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 电网招标不及预期；
- ◆ 新品研发及推广不及预期；
- ◆ 行业竞争加剧等。

1、关键假设

- 1) 输变电设备：公司输变电设备包括组合电器、隔离开关及成套设备。营收方面，组合电器 550kV 产品实现突破，未来有望提供稳定增量，隔离开关随电网招标增长稳步提升，成套设备随着新品推出及新市场拓展逐步增长；毛利率方面，考虑大宗品价格上涨带动公司产品及成本同步提升及未来组合电器及成套电器营收占比提升，高毛利产品隔离开关相对占比下降，我们假设公司毛利率稳中小幅下降。
- 2) 电力能源设计、服务与总包：考虑到华网电力连续亏损，我们预计公司电力设计业务逐步收缩，2024 年有望大幅减亏，2025 年实现扭亏。

2、创新之处

市场对公司今年业绩增长确定性认知不足，我们认为公司今年业绩确定性来自于三方面：1) 输变电设备业务稳步增长；2) 电力设计业务亏损大幅收窄；3) 减值风险释放。

市场担心公司业绩增长可持续性，我们认为公司未来业绩有望保持稳步增长，主要原因有三：1) 电网改造升级及特高压建设提速带来的行业性增长机会；2) 公司产品矩阵拓展带来的市场份额提升；3) 更高电压等级及特高压产品占比提升带来的盈利能力优化。

3、潜在催化

- 1) 国网后续三批输变电设备招标中公司 550kV 产持续中标；
- 2) 国网特高压招标中公司隔离开关中标；
- 3) 配网变压器等新品取得大额订单等。

正文目录

1. 高压开关领先供应商，经营业绩稳步增长	6
1.1. 隔离开关龙头，输配电设备全面布局	6
1.2. 电网转型加速，业绩有望迎来稳步增长	9
2. 电网转型升级，特高压建设提速	11
2.1. 电网升级改造，投资强度提升	11
2.2. 风光大规模接入，特高压建设提速	15
3. 高压开关延伸拓展，配网产品持续丰富	19
3.1. 高压开关：隔离开关份额领先，组合电器稳步增长	19
3.2. 品类持续拓展，新品实现中标	22
3.3. GIL 新品：新建 GIL 厂房，瞄准架空线入地需求	23
4. 减亏：华网商誉计提完毕，淳化项目未来影响较小	25
5. 盈利预测与投资建议	26
6. 风险提示	27

图表目录

图表 1：公司主要输变电设备产品	6
图表 2：公司发展历程	7
图表 3：股权结构（截至 2024Q1）	7
图表 4：公司管理层背景	7
图表 5：公司 2024 年员工持股计划参与人员	8
图表 6：公司营业收入及同比增长（亿元，%）	9
图表 7：公司归母净利润及同比增长（亿元，%）	9
图表 8：公司各子公司营收（亿元）	9
图表 9：公司各子公司利润（亿元）	10
图表 10：公司毛利率及净利率（%）	10
图表 11：公司分产品销售利润率（%）	10
图表 12：公司三费率情况（%）	11
图表 13：公司研发投入及同比增长（亿元，%）	11
图表 14：公司技术人员（人）	11
图表 15：光伏电站全天出力情况	12
图表 16：风力发电全天出力情况	12
图表 17：全国发电装机容量（GW，%）	12
图表 18：西北部地区风光消纳情况	12
图表 19：新型电力系统	13
图表 20：2023 年以来电网相关政策	13
图表 21：电力工程建设投资及投资结构（亿元，%）	14
图表 22：新增 220kV 以上变电设备容量及输电线路长度（亿千伏安，万千米）	14
图表 23：2019-2024 年 1-5 月电网工程投资额	14
图表 24：全国风能资源分布图	15
图表 25：全国太阳能资源分布图	15
图表 26：我国能源结构示意图	15
图表 27：第二批风光大基地库布奇、乌兰布和、腾格里、巴丹吉林、采煤沉陷区基地规划情况	16

图表 28: 国内特高压投资规模 (亿元)	17
图表 29: 我国已规划在建特高压项目进展	17
图表 30: 2023 年国网特高压招标	18
图表 31: 高压开关产品分类	19
图表 32: 组合电器结构图	19
图表 33: 国网隔离开关设备招标各企业中标量	20
图表 34: 世界首条 1000kV 特高压交流输电工程——1000kV 晋东南—南阳—荆门特高压交流试验示范工程及扩建工程长治站	21
图表 35: 世界首条 ±800kV 特高压直流输电工程——云南至广东 ±800kV 直流输电工程楚雄站	21
图表 36: 国网 2024 年第三次特高压设备招标中隔离开关中标情况	21
图表 37: 国网组合电器招标各企业中标量	22
图表 38: 国网开关柜招标中标情况	22
图表 39: 公司配网产品	23
图表 40: GIL 结构示意图	23
图表 41: 青海省拉西瓦水电站 GIL 系统	23
图表 42: 每公里 220kV 三相共箱 GIL、高压电缆、电力架空线指标对比	24
图表 43: 各地架空线入地政策 (不完全统计)	24
图表 44: 项目产出方案	错误!未定义书签。
图表 45: 公司商誉净值 (万元)	25
图表 46: 公司商誉净值 (万元)	26
图表 47: 2023 年底淳化中略风电项目减值情况 (万元)	26
图表 48: 营收拆分 (亿元, %)	26
图表 49: 可比公司估值表 (截至 2024-07-26 收盘)	27

1. 高压开关领先供应商，经营业绩稳步增长

1.1. 隔离开关龙头，输配电设备全面布局

公司是隔离开关龙头企业，电网发输配设备全面布局。公司以隔离开关产品起家，是国内规模最大的高压隔离开关（含接地开关）供应商之一，覆盖12-1100kV所有电压等级，在国网市场占有率位居前列。同时，公司凭借自身持续研发创新，持续向其他输配电设备拓展，目前，公司在电力系统的发电端、输变电端、配电端均有产品布局，覆盖组合电器、隔离开关、断路器、开关柜、变压器、逆变器、互感器、避雷器、线缆等多个产品，公司产品应用于国内几乎所有特高压项目、藏中联网工程、张北柔性直流输电工程等国家重点项目。

图表 1：公司主要输变电设备产品

产品类型	具体产品	电压等级	产品图片	对应子公司
组合电器	1) 气体绝缘金属全封闭开关设备 (GIS) 2) 复合式组合电器 (HGIS)	40.5kV-550kV		湖南长高电气有限公司
高压隔离开关和接地开关	1) 双柱立开式 2) 双柱水平/双柱水平V型旋转式 3) 单柱垂直伸缩式 4) 双柱水平伸缩式 5) 三柱水平旋转式	12kV-1100kV		湖南长高高压开关有限公司
断路器	1) 高压交流真空断路器 2) 高压交流六氟化硫断路器 3) 高压交流六氟化硫断路器（瓷柱式分闸操作） 4) 高压交流六氟化硫断路器（瓷柱式三项操作） 5) 高压交流六氟化硫断路器（罐式）	12kV-550kV		湖南长高电气有限公司
高低压成套电器设备	1) 一二次融合柱上断路器 2) 模块化预装式智能变电站 3) 环保型其他绝缘金属封闭开关设备 4) 环保型C4气体混合气体绝缘环网柜 5) 非晶合金闭口立体卷铁心变压器 6) 国网标准化箱变 7) 风电、储能、光伏箱变	/		湖南长高成套电器有限公司 湖南长高森源电力设备有限公司
电力控制系统	1) 智能变电综合自动化系统 2) 智能变电辅助系统综合监控平台 3) 变压器/线路保护装置 4) DTU、TTU、FTU	/		湖南长高思锐自动化有限公司

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

深耕输变电设备领域三十载，内生外延高质发展。长高电新前身是“长沙高压开关厂”，1998年改制为长沙开关有限公司，2020-2010年公司深耕高压开关单一产品，期间中标国家首条百万伏特高压输变电项目，20110年公司成功登陆A股，上市后公司加快内生外延发展，持续拓展产品矩阵，2011-2016年，公司先后收购湖南天鹰（长高电气前身）、雁能森源（长高森源前身）、湖北华网电力，公司产品由高压隔离开关向组合电器、成套电器拓展，形成电力设计、输变电设备制造、电力工程总包完整的产业链布局。2019年，公司作为整站设备供应商及工程施工单位，承接了衡阳狮子山110kV智慧变电站改造项目，标志公司形成承接一体化工程项目的的能力，综合一体化产业格局日趋成熟。随着国家推进新型电力系统建设，电力系统向安全高效、清洁低碳、柔性灵活、智慧融合方向发展，公司迎来新一轮发展机遇。

		2006年1月至2012年5月,担任本公司董事长兼总经理。2012年5月至今任本公司董事长。
林林	董事、董秘、常务副总经理	曾任长沙高压开关有限公司董事、总经理助理、副总经理兼财务科科长、常务副总经理。2006年至2019年10月先后任本公司董事、常务副总经理、财务负责人、董事会秘书。现任本公司董事、常务副总经理、董事会秘书。
马晓	总经理	曾任职于长沙市电业局,2008年至2012年5月,担任本公司董事、副总经理、董事会秘书,2012年5月至今任本公司董事、总经理。
彭强	董事、副总经理	曾任职于长沙高压开关厂、长沙高压开关有限公司生产部、销售部;2006年至2012年任湖南长高高压开关集团股份公司销售经理,2012年至今任本公司销售总监,2016年9月-2019年10月任本公司董事。2019年10月至今任本公司董事、副总经理。
唐建设	董事、副总经理	曾任长沙高压开关有限公司车间主任、河南省区销售经理,湖南长高高压开关集团股份公司总经理助理、华中区域经理。2012年至今任本公司销售总监、销售公司总经理,2016年9月-2019年10月任公司副总经理。2019年10月至今任本公司董事、副总经理

资料来源: Choice 深度资料, 东方财富证券研究所

推进员工持股, 深度绑定核心管理层, 助力公司长远发展。2024年4月30日, 公司发布2024年员工持股计划, 核心管理团队、技术骨干等99人拟参与持股计划, 受让价格3.43元/股, 持股计划锁定期12个月。公司推进员工持股, 健全完善员工与股东利益共享机制, 助力公司长远高质量发展。

图表 5: 公司 2024 年员工持股计划参与人员

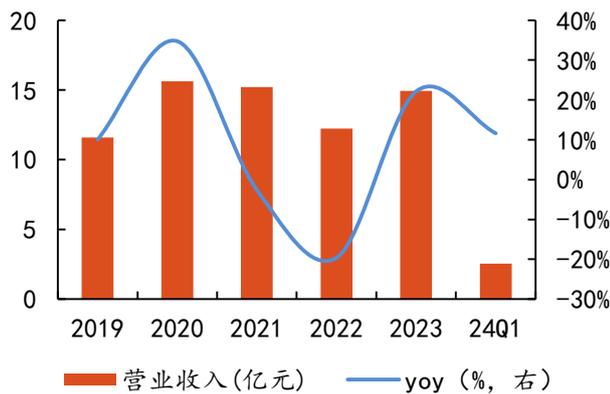
持有人	职务	拟认购份额 (万份)	对应公司股票 (万股)	拟认购份额占本员工持 股计划总份额的比例
马孝武	董事长	223.7046	65.22	4.95%
马晓	董事、总经理	408.17	119	9.03%
林林	董事、常务副总经理、董事会秘书	222.95	65	4.93%
唐建设	董事、副总经理	85.75	25	1.90%
彭强	董事、副总经理	85.75	25	1.90%
刘家钰	董事	85.75	25	1.90%
陈志刚	监事会主席、行政人事总监	85.75	25	1.90%
高振安	监事、基建处处长	48.02	14	1.06%
黄艳珍	监事、采购部部长	24.01	7	0.53%
刘云强	财务总监	85.75	25	1.90%
	合计	1355.6046	395.22	29.98%
	核心管理人员、核心专业骨干人员 (89 人)	3165.89	923	70.02%
	合计	4521.4946	1,318.22	100.00%

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

1.2. 电网转型加速，业绩有望迎来稳步增长

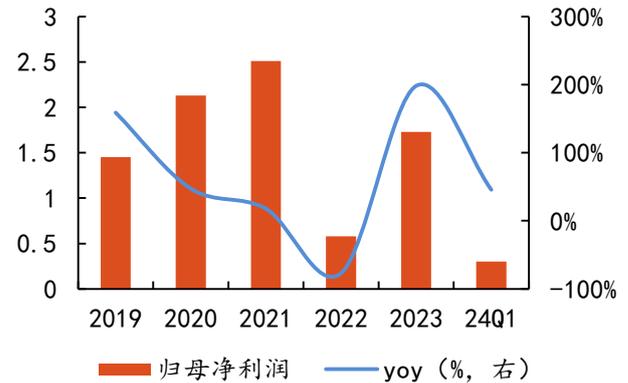
营收小幅波动，利润触底反弹。历史业绩看，公司营收小幅波动，2019-2023年，公司营业收入分别为 11.59/15.62/15.21/12.23/14.93 亿元，同比+10.04%/+34.73%/-2.59%/-19.61%/+22.12%；利润触底反弹，有望迎来稳步增长，2019-2023 年公司归母净利润分别为 1.45/2.13/2.51/0.58/1.73 亿元，同比+158.89%/47.27%/17.85%/-76.92%/198.15%。

图表 6：公司营业收入及同比增长（亿元，%）



资料来源：Choice深度资料，东方财富证券研究所

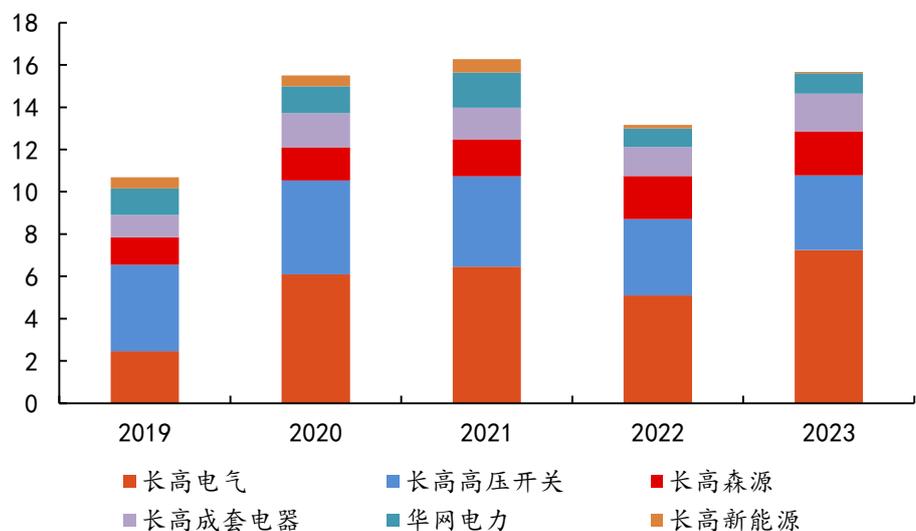
图表 7：公司归母净利润及同比增长（亿元，%）



资料来源：Choice深度资料，东方财富证券研究所

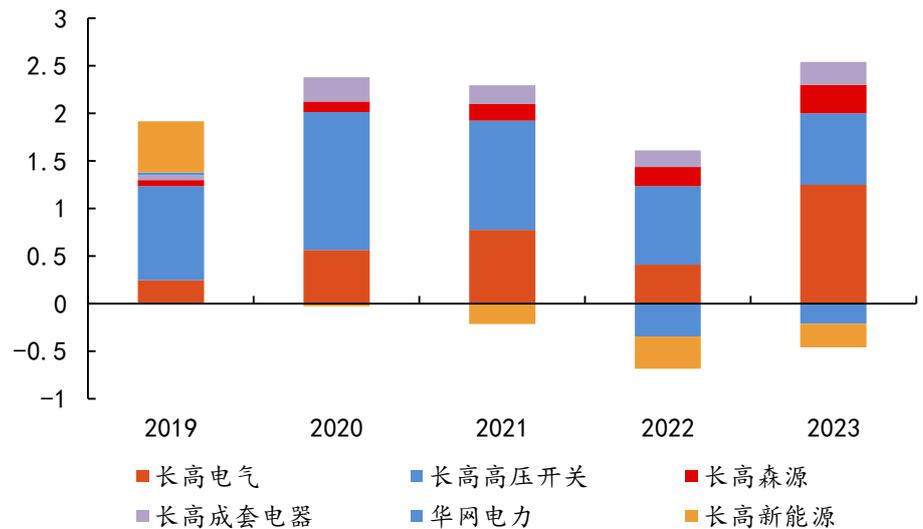
隔离开关业绩稳定，组合电器、成套电器快速成长。分业务看，隔离开关（长高高压开关）业绩相对稳定，2019-2023 年营收 4.09/4.44/4.28/3.61/3.53 亿元，利润 0.99/1.45/1.15/0.82/0.75 亿元；组合电器（长高电气）及成套电器（长高森源+长高成套电器）快速发展，其中组合电器 2019-2023 年营收 2.45/6.09/6.46/5.10/7.25 亿元，利润 0.24/0.56/0.77/0.41/1.25 亿元，成套电器 2019-2023 年营收 2.36/3.19/3.24/3.40/3.86 亿元，利润 0.11/0.37/0.37/0.37/0.54 亿元。

图表 8：公司各子公司营收（亿元）



资料来源：Choice 深度资料，东方财富证券研究所

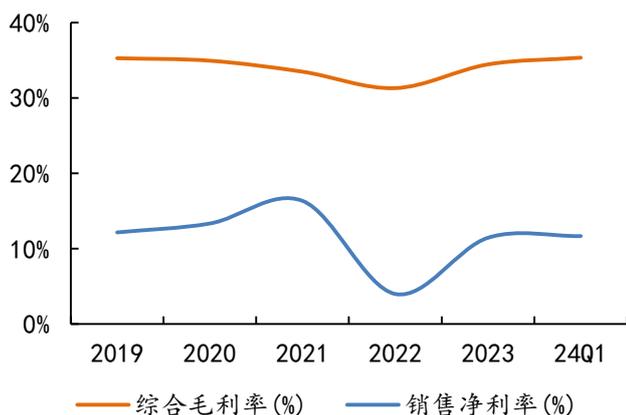
图表 9：公司各子公司利润（亿元）



资料来源：Choice 深度资料，东方财富证券研究所

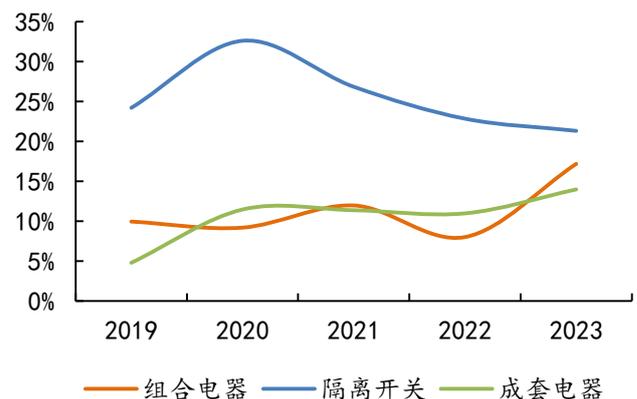
净利率触底回升，组合电器、成套电器盈利持续优化。2019-2023 年公司综合毛利率分别为 35.26%/34.93%/33.47%/31.29%/34.44%，综合净利率分别为 12.15%/13.33%/16.33%/3.98%/11.44%，其中 2022 年公司隔离开关和组合电器受订单延迟交付影响，毛利率有所下滑，同时淳化中略风电项目应收账款计提减值及商誉减值影响，净利率严重下滑。分产品看，随着经营规模逐步放量，公司组合电器（长高电气）产品销售利润率由 2019 年 9.96% 提升至 2023 年 17.19%，成套电器（长高森源+长高成套电器）产品销售利润率由 2019 年 4.80% 提升至 2023 年 13.99%。

图表 10：公司毛利率及净利率（%）



资料来源：Choice 深度资料，东方财富证券研究所

图表 11：公司分产品销售利润率（%）

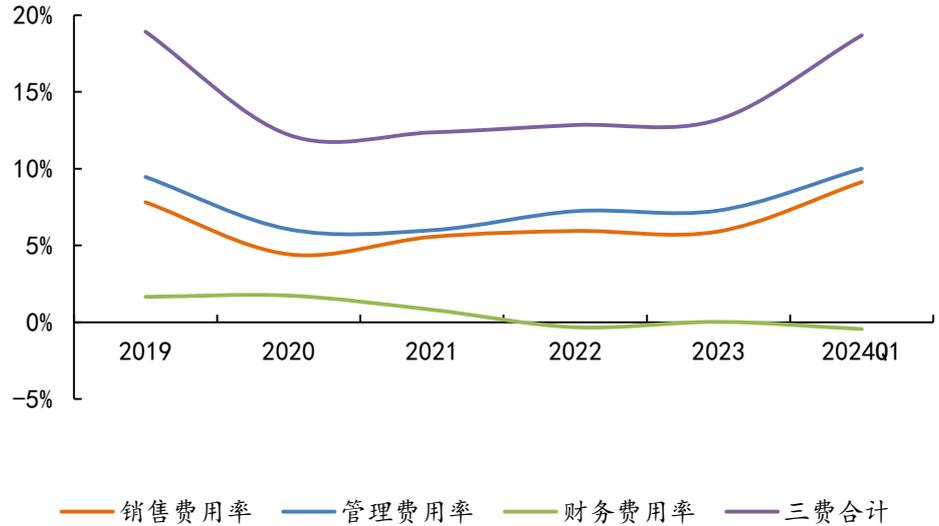


资料来源：Choice 深度资料，东方财富证券研究所

注：分产品销售利润率=相应子公司净利润/营收

三费占比平稳，仍有优化空间。公司三费合计营收占比自 2019 年 18.92% 下降至 2020 年 12.20% 后相对平稳，保持在 12%-13% 左右。对比行业龙头平高电气（2023 年三费合计占比 6.15%），我们预计未来随着业务规模扩大，公司费用率仍有较大优化空间。

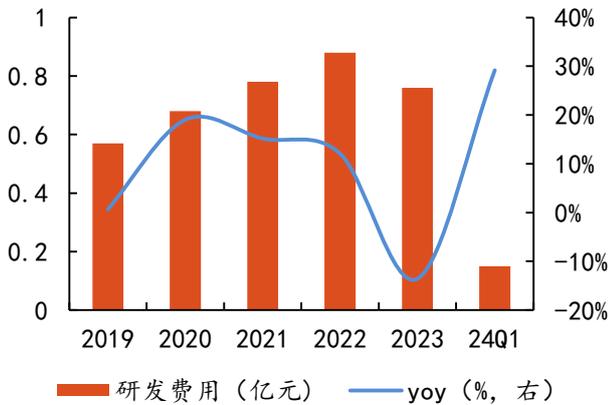
图表 12：公司三费率情况（%）



资料来源：Choice 深度资料，东方财富证券研究所

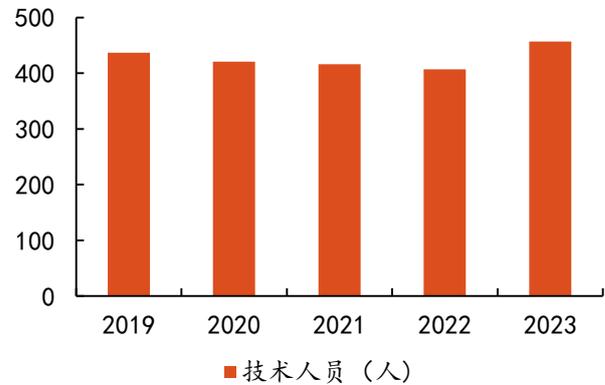
研发持续投入，新品不断拓展。公司研发投入维持较高强度，持续拓展新品，2023 年长高电气完成 550kV GIL 产品研发及型式试验；长高高压开关取得 35-500kV GIS 内电流互感器型式试验报告；长高森源完成配电变压器、光伏变压器等新产品开发；长高成套电器完成新品充气柜研发。

图表 13：公司研发投入及同比增长（亿元，%）



资料来源：Choice 深度资料，东方财富证券研究所

图表 14：公司技术人员（人）



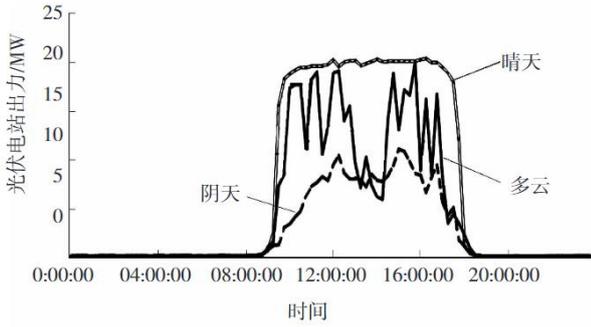
资料来源：Choice 深度资料，东方财富证券研究所

2. 电网转型升级，特高压建设提速

2.1. 电网升级改造，投资强度提升

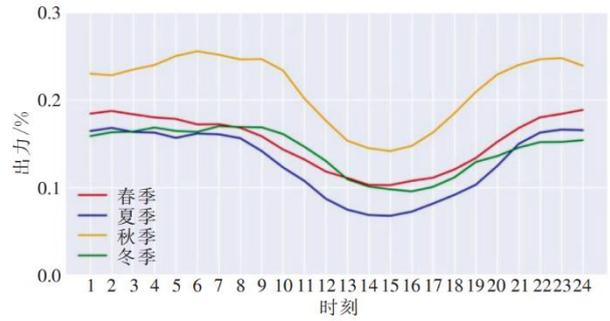
风光出力波动性与间歇性威胁电网安全运行。风力发电输出功率与风速大小相关，自然界风速极不稳定导致风力发电输出功率变化很大，而光伏发电与光照强度有关，受天气、气温等因素影响较大，输出功率同样呈现出波动性和间歇性。按照欧洲发达国家经验，当光伏、风电等新能源发电超过总电网功率 6% 时就会影响电网的稳定运行。

图表 15: 光伏电站全天出力情况



资料来源:《基于全寿命周期理论的储能降低光伏电站+弃光率的经济性分析》(于童等, 2019, 山西电力), 东方财富证券研究所

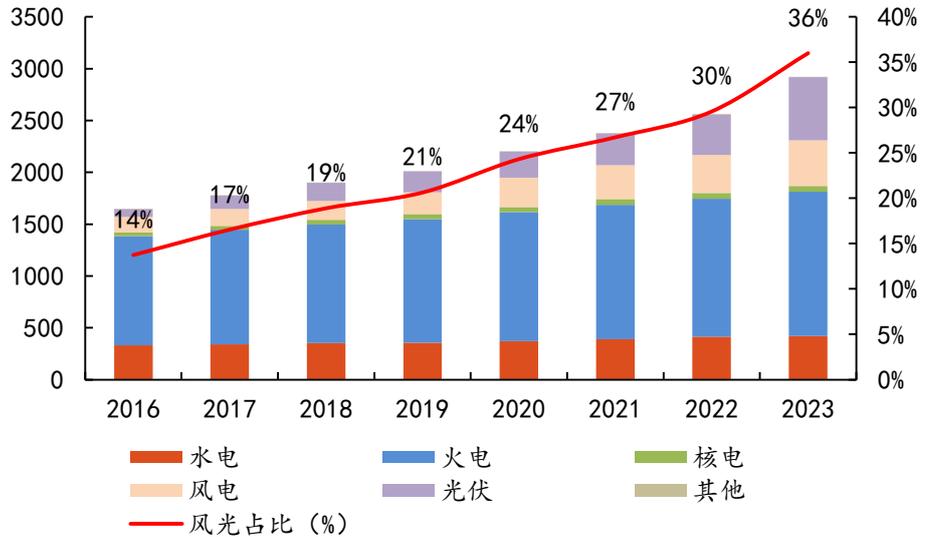
图表 16: 风电场出力季特性



资料来源:《风电特性及其对电网调峰影响的量化研究》(丁珩等, 2017, 湖北电力), 东方财富证券研究所

风光大规模并网，发电占比快速提升。参考国家统计局数据，截至 2023 年底，我国光伏累计装机 609.49GW，风电累计装机 441.34GW，风光装机占总发电装机比例约 36%，2024Q1 风光发电量达 4253 亿千瓦时，约占全国总发电量 19%，能源结构转型对电网消纳能力提出挑战，从新能源消纳数据看，西北部风光装机容量占比高的省份多数已突破 95%消纳红线。

图表 17: 全国发电装机容量 (GW, %)



资料来源: Choice 行业经济数据库, 东方财富证券研究所

图表 18: 西北部地区风光消纳情况

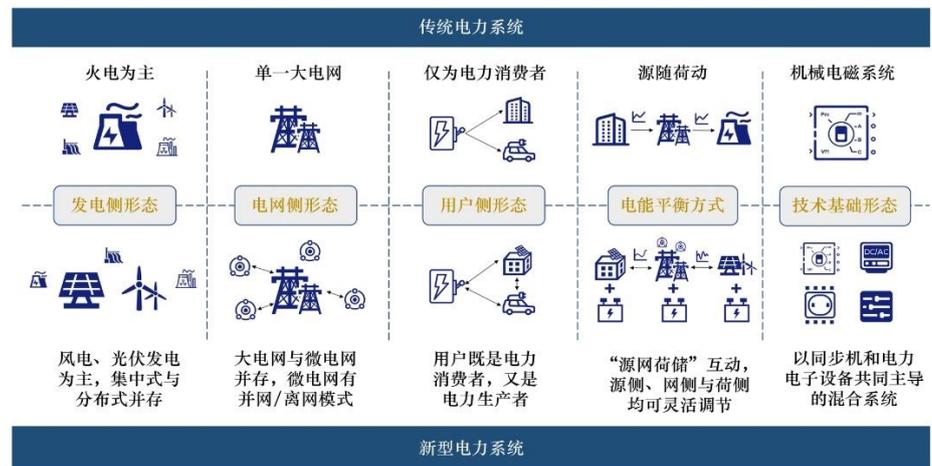
地区	风电利用率			光伏利用率		
	2022	2023	2024M1-5	2022	2023	2024M1-5
全国	96.8%	97.3%	95.9%	98.3%	97.1%	96.7%
蒙西	92.9%	93.2%	93.6%	97.4%	96.6%	93.5%
蒙东	90.0%	96.7%	92.0%	98.6%	98.7%	97.1%
辽林	98.5%	98.0%	92.8%	99.3%	99.3%	95.1%
吉林	95.2%	96.0%	91.2%	98.2%	97.1%	96.0%

陕西	95.8%	96.8%	95.6%	97.8%	96.5%	95.2%
甘肃	93.8%	95.0%	93.5%	98.2%	95.0%	91.6%
青海	92.7%	94.2%	93.0%	91.1%	91.4%	91.3%
宁夏	98.5%	97.8%	98.0%	97.4%	96.4%	96.6%
新疆	95.4%	95.8%	94.1%	97.2%	96.9%	95.0%
西藏	100.0%	100.0%	97.4%	80.0%	78.0%	73.2%

资料来源：全国新能源消纳监测预警中心公众号，东方财富证券研究所

新型电力系统政策出台，电网升级改造成为重点。国家层面持续出台政策推动电力能源转型升级，2023年6月，国家能源局发布《新型电力系统发展蓝皮书》，制定“三步走”发展路径，即加速转型期（当前至2030年）、总体形成期（2030年至2045年）、巩固完善期（2045年至2060年），有计划、分步骤推进新型电力系统建设。

图表 19：新型电力系统



资料来源：《氢储能在我国新型电力系统中的应用价值、挑战及展望》（许传博等，2022，《中国工程科学》），东方财富证券研究所

图表 20：2023 年以来电网相关政策

政策/文件	出台时间	出台部门	相关内容
《新型电力系统发展蓝皮书》	2023年6月	国家能源局	提出构建新型电力系统的总体架构和重点任务，包括优化电源结构、加强电网建设、推动储能技术发展、促进电力市场建设等，同时提出新型电力系统发展的“三步走”路径，即在保障电力安全供应的前提下，分步推进新型电力系统建设，逐步实现清洁能源的替代和电力系统的智能化。
《关于实施农村电网巩固提升工程的指导意见》	2023年7月	发改委、能源局等多部门	1) 加强农村电网薄弱地区电网建设改造；2) 精准升级农村电网，提高农村电网现代化水平；3) 加强网源规划建设衔接，支撑农村可再生能源开发等
《关于加强电网调峰储能和智能化调度能力建设的指导意见》	2024年2月	发改委、能源局	《意见》提出推动电网智能化调度能力建设，包括1) 推动新型电力调度支持系统建设；2) 提升大电网跨省跨区协调调度能力；3) 健全新型配电网调度运行机制等
《关于加强新形势下电力系统稳定工作的指导意见》	2023年9月	发改委、能源局	通过夯实稳定物理基础、强化稳定管理体系、加强科技创新支撑，保障电力安全可靠供应。其中，“夯实稳定物理基础”明确了“源、网、储”三侧的建设要求，以合理的电源结构、坚强柔性电网平台、

资料来源：国家能源局，国家发改委，东方财富证券研究所

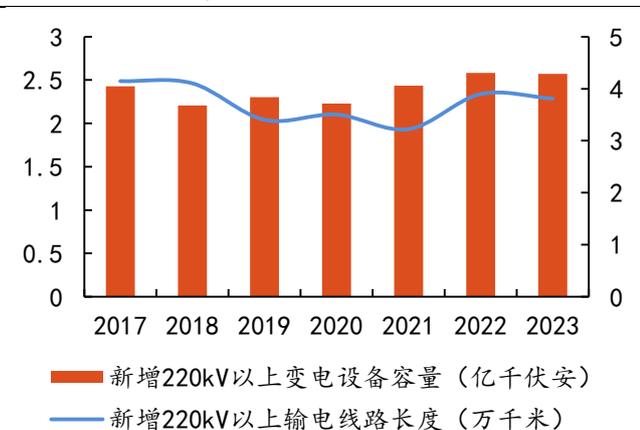
电源投资持续高增，电网投资强度有望提升。2009年以来，我国电网投资占电力投资比重经过稳步上升于2017-2018年达到顶峰，占比一度超过66%，近些年随着新能源投资火热，电网投资占比迅速下降，2023年占比仅35%左右，随着电源投资持续高增，电网配套亟待提升，电网投资强度有望增强，从2024年1-5月数据看，电网投资约2540亿元，同比增长23.7%，明显高出往年水平，预计国网全年电网投资有望首次超过6000亿元。

图表 21：电力工程建设投资及投资结构（亿元，%）

年份	电源工程建设投资额 (亿元)	电网工程建设投资额 (亿元)	电力工程建设投资总额 (亿元)	电源工程投资 占比 (%)	电网工程投资 占比 (%)
2009	3,803	3,898	7,701	49.38%	50.62%
2010	3,641	3,410	7,051	51.64%	48.36%
2011	3,712	3,682	7,394	50.20%	49.80%
2012	3,772	3,693	7,465	50.53%	49.47%
2013	3,717	3,894	7,611	48.84%	51.16%
2014	3,646	4,118	7,764	46.96%	53.04%
2015	4,091	4,603	8,694	47.06%	52.94%
2016	3,429	5,426	8,855	38.72%	61.28%
2017	2,700	5,315	8,015	33.69%	66.31%
2018	2,721	5,373	8,094	33.62%	66.38%
2019	3,139	4,856	7,995	39.26%	60.74%
2020	5,244	4,699	9,943	52.74%	47.26%
2021	5,530	4,951	10,481	52.76%	47.24%
2022	7,208	5,012	12,220	58.99%	41.01%
2023	9,675	5,275	14,950	64.72%	35.28%

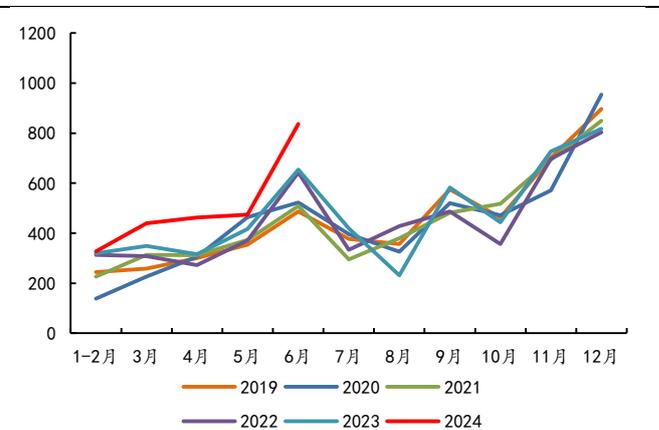
资料来源：Choice 行业经济数据库，东方财富证券研究所

图表 22：新增 220kV 以上变电设备容量及输电线路长度（亿千伏安，万千米）



资料来源：Choice 行业经济数据库，东方财富证券研究所

图表 23：2019-2024 年 1-6 月电网工程投资额（亿元）



资料来源：国家能源局，东方财富证券研究所

2.2. 风光大规模接入，特高压建设提速

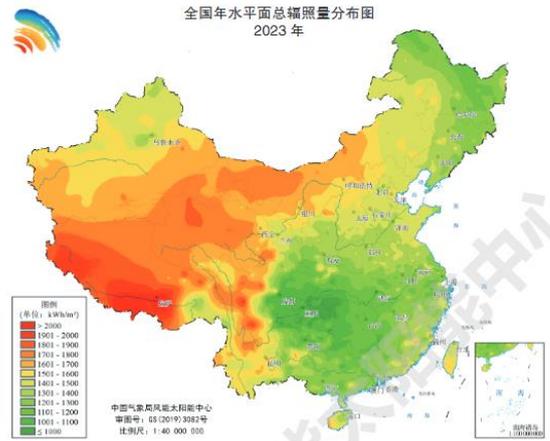
风光资源及装机与用电负荷错配，外送能力受限导致风光电力消纳困难。国内风电、光伏资源主要集中在西北部地区，导致国内集中式风电、光伏装机大部分位于新疆、内蒙等西北部区域，而我国用电负荷主要集中在中东部地区，西北部电力外送通道及外送能力有限，导致新能源电力消纳困难，造成弃风、丢光现象。

图表 24：全国风能资源分布图



资料来源：《2023年中国风能太阳能资源年景公报》（中国气象局），东方财富证券研究所

图表 25：全国太阳能资源分布图



资料来源：《2023年中国风能太阳能资源年景公报》（中国气象局），东方财富证券研究所

图表 26：我国能源结构示意图



资料来源：公司公众号，东方财富证券研究所

匹配风光大基地送出需求，特高压建设需求景气。目前，特高压建设需求主要为满足西北风光大基地外送，风光大基地陆续建成，特高压建设紧随其后。第一批、第二批、第三批风光大基地分别规划 97.05GW、455GW、190GW 风光装机，截至 2023 年 11 月底，第一批已建成并网 45.16GW，第二批、第三批已核准超 50GW，正在陆续开工建设。根据第二批基地建设规划，“十四五”时期规划装机 200GW，外送 150GW，“十五五”时期规划装机 255GW，外送 165GW。

图表 27：第二批风光大基地库布奇、乌兰布和、腾格里、巴丹吉林、采煤沉陷区基地规划情况

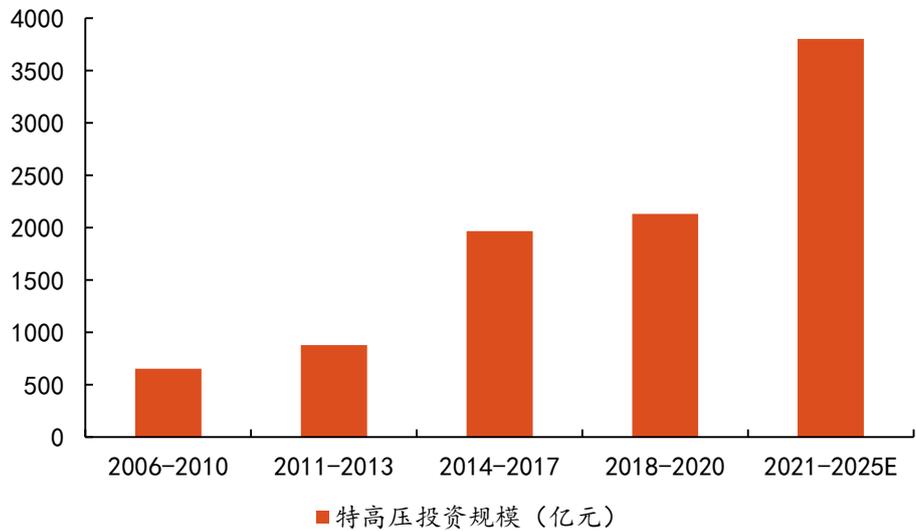
基地名称	项目名称	配套能源方案（万千瓦）			消纳市场	输电通道
		新能源	支撑电源			
			煤电扩建	煤电改造		
库布奇	鄂尔多斯新能源项目	400		660	华北	存量蒙西至天津南外送通道
	鄂尔多斯中北部新能源项目	1000	400		华北	新建蒙西至京津冀外送通道
	鄂尔多斯南部新能源项目	1000	400		中东部	新建蒙西外送通道
	鄂尔多斯中北部新能源项目	500			本地	新建省内通道
	鄂尔多斯中北部新能源项目	500			本地	新建省内通道
	鄂尔多斯南部新能源项目	500			本地	新建省内通道
	总计	3900	800	660	外送比例	61.54%
乌兰布和	阿拉善新能源项目	1000	400		华北	新建蒙西外送通道
	阿拉善新能源项目	500		200	本地	新建省内通道
	阿拉善新能源项目	600			本地	新建省内通道
	总计	2100	400	200	外送比例	47.62%
腾格里	腾格里沙漠基地东南部新能源项目	1100		332	华中	新建宁夏至湖南外送通道
	腾格里沙漠基地河西新能源项目	1100	400		中东部	新建贺兰山至中东部外送通道
	腾格里沙漠基地东南部新能源项目	1100	400		华东	新建河西至浙江外送通道
	腾格里沙漠基地东南部新能源项目	600	200		本地	新建省内通道
	腾格里沙漠基地河西新能源项目	600		200	本地	新建省内通道
	总计	4500	1000	532	外送比例	48.89%
巴丹吉林	酒泉西部新能源项目	1100	400		中东部	新建酒泉至中东部外送通道
	河西嘉酒新能源项目	600			本地	新建省内通道
	阿拉善新能源项目	600		200	本地	新建省内通道
	总计	2300	400	200	外送比例	47.83%
采煤沉陷区	陕北采煤沉陷区新能源项目	600		400	华中	存量陕北至湖北外送通道
	宁夏采煤沉陷区新能源项目	600		396	华东	存量宁夏至浙江外送通道

蒙西鄂尔多斯采煤沉陷区新能源项目	400		800	华北	存量上海庙至山东外送通道
陕北采煤沉陷区新能源项目	300		624	华北	存量府谷、锦界电厂点对点外送通道
陕北采煤沉陷区新能源项目	500		200	华东	新建陕北至安徽外送通道
陕北采煤沉陷区新能源项目	500		200	华中	新建陕西至河南外送通道
晋北采煤沉陷区新能源项目	800	200		华北	新建大同-怀来-天津北-天津南外送通道
总计	3700	200	2620	外送比例	100%

资料来源：国家能源局，国际能源网，光伏头条，东方财富证券研究所

国网十四五规划建设“24交14直”，十四五末有望提速。“十四五”期间，国网规划建设特高压工程“24交14直”，涉及线路3万余公里，变电换流容量3.4亿千伏安，总投资3800亿元。目前有5条直流特高压工程在建，包括陇东-山东、宁夏-湖南、哈密-重庆、金上-湖北、陕北-安徽，考虑“十四五”特高压建设规划及目前进度，预计2024-2025年特高压建设有望提速。

图表 28：国内特高压投资规模（亿元）



资料来源：见智研究，东方财富证券研究所

图表 29：我国已规划在建特高压项目进展

路线	输电方案	电压等级 (kV)	总投资 (亿元)	线路长度 (千米)	预计投运时间	进展
陇东-山东	直流	±800	202	927		2023年3月开工
宁夏-湖南	直流	±800	281	1634	2025	2023年5月核准，2023年6月开工
哈密-重庆	直流	±800	260	2290		2023年8月开工
金上-湖北	直流	±800	334.8427	1901	2025	2023年2月开工，2024年7月首个标

						段（川13标段）全线贯通
陕西-河南	直流	±800				2023年5月环评公示
陕北-安徽	直流	±800	205	1069		2024年3月开工
甘肃-浙江	直流	±800		2388.7		2023年12月开启项目前期工作
蒙西-京津冀	直流	±800		703		2023年12月环评公示
库布齐-上海	直流					年内完成可研
腾格里-江西	直流					年内完成可研
藏东南-粤港澳	直流	±800				2023年5月环评公示
川渝特高压	交流	1000	288	658		2022年9月开工，2024年3月重庆段线路工程全线贯通，工程整体将于年内投运，2024年7月永川段全线贯通
武汉-南昌	交流	1000	90.82	2×462.9	2024	2022年9月开工
阿坝-成都东	交流	1000	145.36	2×371.7		2024年1月核准
大同-天津南	交流	1000		2×806.1		2023年7月可研开标，2023年8月环评公示
张北-胜利	交流	1000				2023年8月开工，计划年内投运

资料来源：北极星电力网，中国新闻网，人民网，国家电网，全国性电力行业门户网站，中国政府网，东方财富证券研究所

2023年国网特高压设备招标大幅增长，2024年有望保持百亿级招标。2023年，国网特高压设备共中标6批，对应特高压工程包括黄石、川渝等交流特高压及陇东-山东、宁夏-湖南、金上-湖北、哈密-重庆等直流特高压工程，全年特高压设备招标总金额达到402.64亿元，相比2022年（约34.38亿元）大幅增长。2024年国网已进行三次特高压设备招标，累计招标金额约91.2亿元，随着特高压建设提速及下半年招标，2024年国网特高压设备有望保持百亿级招标。

图表 30：2023年国网特高压招标

批次	金额(亿元)	对应工程
国网2023年第十批采购（特高压项目第一次设备招标采购）	64.04	黄石1000kV交流特高压
		川渝1000kV交流特高压
		其他（荆门-武汉、武汉-南昌、白鹤滩-浙江、福州-下面、驻马店-武汉等）
国网2023年第二十七批采购（特高压项目第二次设备招标采购）	78.55	陇东-山东±800kV直流特高压
		川渝1000kV交流特高压
国网2023年第三十三批采购（特高压项目第三次设备招标采购）	149.53	宁夏-湖南±800kV直流特高压
		金上-湖北±800kV直流特高压
		其他（川渝、黄石、张江-胜利、陇东-山东等）
国网2023年第五十三批采购（特高压项目第四次设备招标采购）	1.98	川渝、黄石、张江-胜利、黄石、陇东-山东
国网2023年第六十八批采购（特高压项目第五次设备招标采购）	88.36	哈密-重庆±800kV直流特高压
		金上-湖北±800kV直流特高压
		其他（天津南扩、雄安扩、石家庄扩等）
国网2023年第六十八批采购（特高压项目第六次设备招标采购）	20.18	陇东-山东±800kV直流特高压
		其他（天津南扩、雄安扩、石家庄扩等）

资料来源：国家电网电子商务平台，data电力公众号，能源革新公众号，东方财富证券研究所

3. 高压开关延伸拓展，配网产品持续丰富

3.1. 高压开关：隔离开关份额领先，组合电器稳步增长

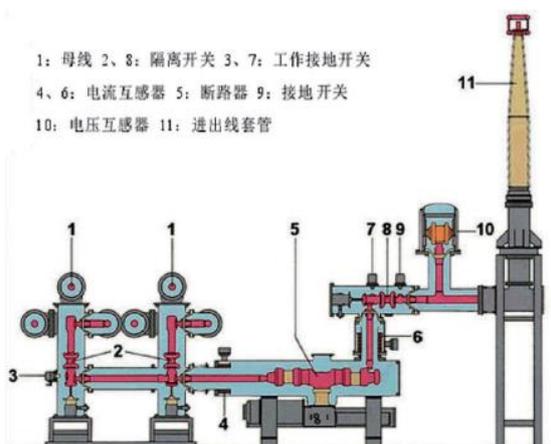
高压开关主要用于变电站内部电路切断与闭合，包括隔离开关、组合电器、断路器等设备。高压开关主要用在电网建设及输电工程的各类变电站、以及电源建设中发电厂的升压变电站中，负责电路断开与闭合，在电力系统运行中起控制和保护作用。高压开关按使用场景和工作形式可以分为隔离开关、接地开关、负荷开关、断路器等，组合电器（GIS）由隔离开关、互感器、避雷器等七大电器元件组成，它们封闭在接地的金属外壳里，并充入一定压力的 SF6 气体作为灭弧和绝缘介质。

图表 31：高压开关产品分类

分类	描述与用途	
隔离开关	主要用途是隔离电源，将电气设备与带电系统隔离，或改变电流运行方式，将设备或线路从一组母线切换到另一组母线上，以保证被隔离的设备能安全地进行检修。	
接地开关	主要用于三相交流 50Hz 电力系统的户外高压电器，在高压线路中检修设备时作接地保护作用，通常作上层母线接地。	
元件	负荷开关	一种功能介于高压断路器和高压隔离开关之间的电器，负荷开关有产气式、压气式、真空式、SF ₆ 式。
交流熔断器	用来保护电气设备免受过载和短路电流的损害，主要用于高压输电线路、电压变压器、电压互感器等电器设备的过载和短路保护。	
断路器	电力控制设备，具有灭弧特性，当系统正常运行时，它能切断和接通线路及各种电气设备的空载和负载电流，当系统发生故障时，它和继电保护配合，能迅速切断故障电流，以防止扩大事故范围。	
组合	气体绝缘金属封闭开关设备（GIS）	将断路器、隔离开关、避雷器等元件全部封闭在密封的金属外壳内，并充入一定 SF ₆ 作为绝缘和灭弧介质。
电器	复合式组合电器（HGIS）	介于 AIS 和 GIS 之间的新型组合电器，结构与 GIS 基本相同，但母线外漏，由出线套管通过软导管与外部敞开式主母线进行连接形成混合型的配电装置。

资料来源：前瞻产业研究院，《一种 HGIS 复合式组合电器介绍及应用》（平高电气），东方财富证券研究所

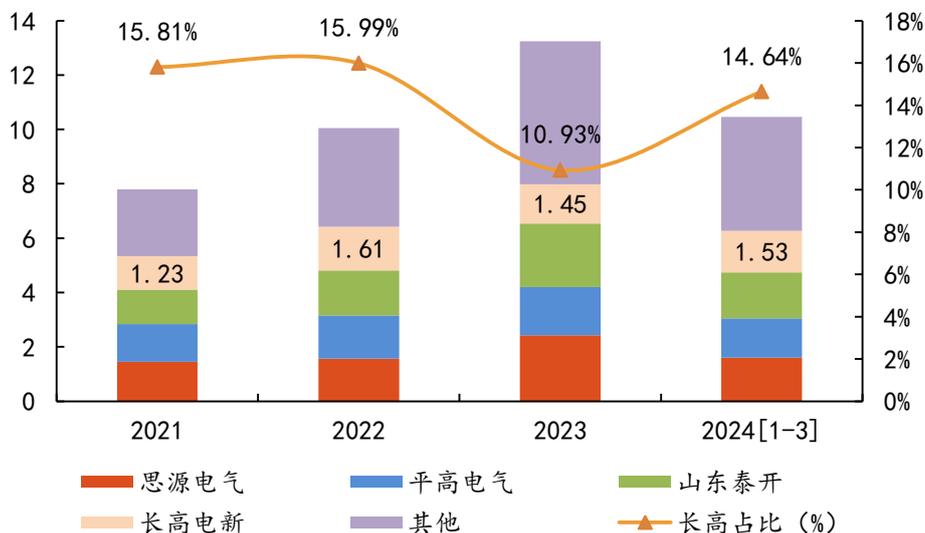
图表 32：组合电器结构图



资料来源：《气体绝缘全封闭组合电器 GIS 在电厂的应用》（邓华平，《集成电路应用》，2020），东方财富证券研究所

隔离开关技术领先，中标份额位居前列。隔离开关设备是公司发家产品，2021年公司“隔离开关接地开关类产品”被工信部认定为“全国制造业单项冠军”，技术实力行业领先。在国网输变电设备集招中，公司隔离开关产品中标份额常年稳居行业前四，多次排名第一。

图表 33：国网隔离开关设备招标各企业中标量（亿元，%）



资料来源：国家电网电子商务平台，data 电力公众号，能源革新公众号，东方财富证券研究所

注：2024[1-3]表示 2024 年前三批采购

重点项目广泛参与，特高压、智慧变电站应用经验丰富。

1) **特高压**：公司积极配合国家电网公司及南方电网公司的重大工程项目建设，曾先后为中国第一条 110kV 特高压交流输电工程、世界首条±800kV 特高压直流输电工程以及世界首个柔性直流电网工程等多个重点项目提供设备与服务。在国网 2024 年第三次特高压设备招标中，隔离开关共四个分包，公司中标其中两个，隔离开关招标总金额 7712.91 万元，公司中标 4554.66 万元，占比达 59.05%。

2) **智慧变电站**：2019 年，公司成功中标国网 7 个首批试点之一的智慧变电站改造项目-衡阳狮子山 110kV 智慧变电站改造项目，下属子公司长高电气、长高森源、长高华网参与项目建设，为项目提供设备、工程安装施工等方面方面的产品和服务，并于当年正式投入运行，标志公司获得未来参与智慧变电站建设的入场券。

图表 34：世界首条 1000kV 特高压交流输电工程——1000kV 晋东南—南阳—荆门特高压交流试验示范工程及扩建工程长治站



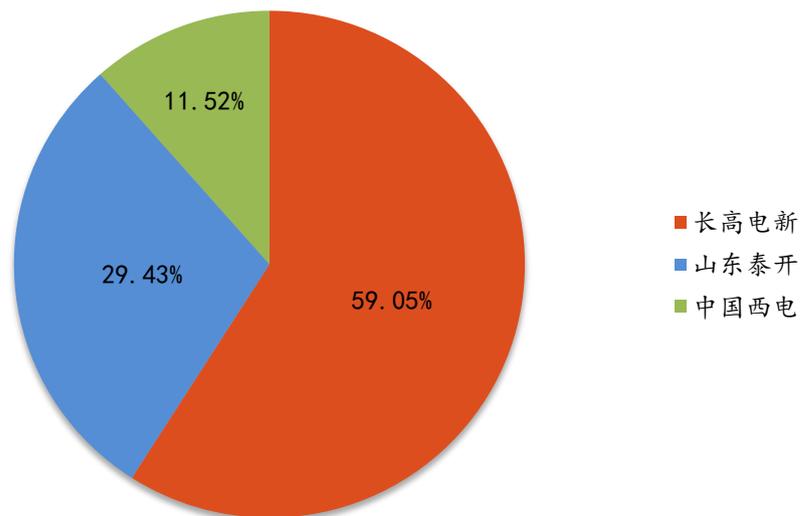
资料来源：长高电新公众号，东方财富证券研究所

图表 35：世界首条±800kV 特高压直流输电工程——云南至广东±800kV 直流输电工程楚雄站



资料来源：长高电新公众号，东方财富证券研究所

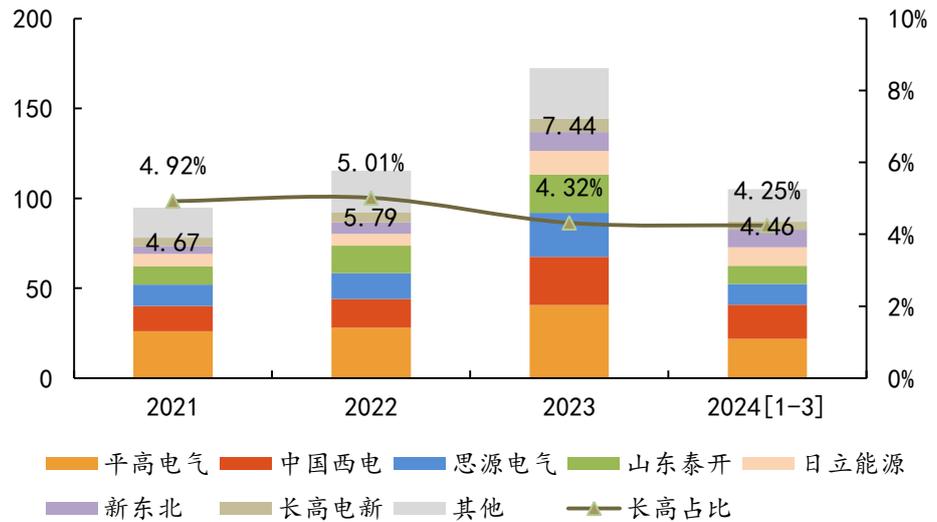
图表 36：国网 2024 年第三次特高压设备招标中隔离开关中标情况



资料来源：国家电网电子商务平台，东方财富证券研究所

550kV 取得突破，组合电器稳步发展。2011 年，公司收购湖南天鹰（长高电气前身）布局组合电器、断路器产品，经过多年发展，组合电器产品型号逐渐丰富，现已成为公司拳头产品。2023 年公司研发的 550kV 组合电器在国网集招中首次投标即实现中标，并且在 2024 年国网输变电设备第一批、第三批招标中，公司 550kV 组合电器分别再次中标超 5000 万元/4000 万元，同时公司加快 750 GIS 研发，预计今年年底完成产品研发设计，明年年底取得型式检验报告。在国网输变电设备招标中，公司组合电器中标占比约 4-5%，位列行业第 7-8 位，随着公司 550kV 产品取得突破以及 750kV 产品推出，公司份额有望稳步提升。

图表 37：国网组合电器招标各企业中标量（亿元，%）



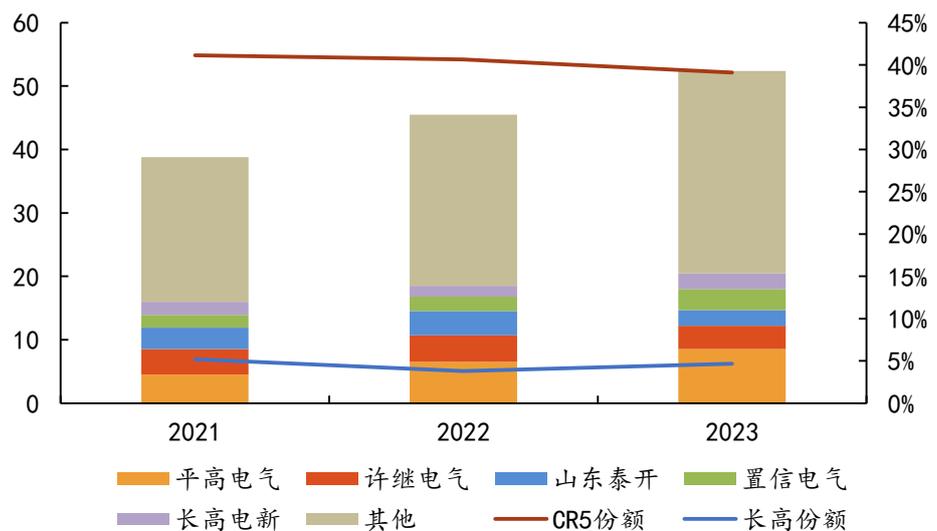
资料来源：国家电网电子商务平台，data 电力公众号，能源革新公众号，东方财富证券研究所

注：2024[1-3]表示 2024 年前三批采购

3.2. 品类持续拓展，新品实现中标

配网市场集中度低，销售增长依赖产品品类拓展。配网市场相对分散且稳定，以开关柜为例，历年国网总部集招 CR5 份额在 40%左右，公司份额在 4%-5%，各家中标占比差异较小，因此对公司而言，单一配电网设备市场空间有限，配网业务营收增长依赖于产品品类拓展与延伸。

图表 38：国网开关柜招标中标情况



资料来源：中标之家 online 公众号，国家电网电子商务平台，东方财富证券研究所

配网产品持续拓展，新品取得市场突破。公司配网产品包括开关柜、环网柜、一二次融合柱上断路器、箱式变电站等，2023 年子公司长高森源成功完成

S20/10kV 系列油浸式配电变压器、SCB12/10.5-0.8 系列干式光伏变压器等节能型变压器产品的开发；完成了 12kV 一二次融合环保气体绝缘环保柜、12kV 高压/低压预装式智能变电站等智能化、环保型产品的标准化设计、检测和试验，新产品陆续实现挂网运行和批量生产，同时 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，具备了投标资格，同时实现了订单零的突破。长高成套成功研发了全系列的 CGIS-12kV 充气柜，完成 ZW32-12/630-20 户外柱上真空开关型式试验报告资质，夯实配网基础产品市场资质。

图表 39：公司配网产品



开关柜

真空断路器

箱式变电站

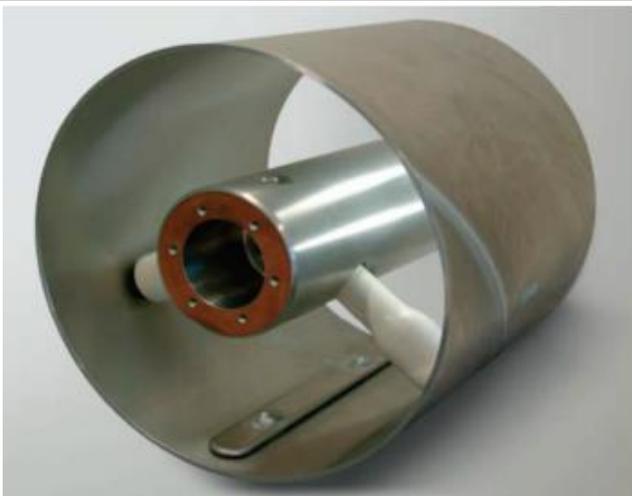
配电终端产品

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

3.3. GIL 新品：新建 GIL 厂房，瞄准架空线入地需求

GIL 可在位置重要、地形复杂的场合替代架空线路或电缆。GIL 全称气体绝缘金属封闭输电线路，主要指由接地合金铝外壳和内置管状合金铝导体组成并采用 SF₆ 等绝缘气体为绝缘介质的电力传输设备，适用于恶劣天气环境或廊道选择受限的电力输送场合，能够部分替代传统的架空线路和电力电缆用于大容量、长距离的电力传输。

图表 40：GIL 结构示意图



资料来源：《气体绝缘输电线路（GIL）的应用及发展》（肖登明等，《高电压技术》，2017），东方财富证券研究所

图表 41：青海省拉西瓦水电站 GIL 系统



资料来源：《气体绝缘输电线路（GIL）的应用及发展》（肖登明等，《高电压技术》，2017），东方财富证券研究所

GIL 兼具架空线路和高压电缆的优点，并且综合成本低于二者。GIL 兼具架空线大容量输电和地下高压电缆不占用土地资源的优点，同时还具备安全可

靠性高、无电磁干扰、环境友好等优势。综合成本角度，GIL 设备成本大约是电缆的 1.3 倍，但生命周期是电缆的 1.6 倍左右，输电容量是电缆的 3-4 倍，同时基建成本更低，因此全生命周期经济性高于高压电缆。相较架空线，GIL 不占用廊道空间，可盘活上百亩土地。

图表 42：每公里 220kV 三相共箱 GIL、高压电缆、电力架空线指标对比

输电方式	地下三相共箱 GIL	地下高压电缆	架空线
建造成本	2,000 万元左右（含简单二次监控设备）	1,283 万元左右+二次监控设备 300-500 万	800 万元左右
占地上土地面积	几乎为 0	几乎为 0	150-250 亩
额定电流	一般 3000-4000A	一般 1000A 左右	一般 3000-4000A
隧道成本	每公里 6,000 万元左右	与 GIL 隧道成本相当	0
安全性能	安全性高	故障率高	易受极端天气影响
使用寿命	50 年	30 年	30 年
线路损耗	约为架空线的 1/3	损耗高	损耗高
电磁辐射	几乎为零	辐射大	辐射较大
智能化程度	较高，可通过大数据分析感知运行	较低	较低
运维难度	监测难度较小	监测难度较大	监测难度适中

资料来源：安靠智电公告，东方财富证券研究所

全国多地政策出台，推动架空线入地改造。2022 年 7 月住建部及发改委发布《“十四五”全国城市基础设施建设规划》，其中提出推进城市电力电缆通道建设和具备条件地区架空线入地，实现设备状态环境全面监控、故障主动研判自愈，提高电网韧性。近年来，多地出台城市规划政策，提及架空线入地规划，推动城市电力架空线入地需求增长。

图表 43：各地架空线入地政策（不完全统计）

部门/地点	时间	政策	相关内容
住建部/发改委	2022 年 7 月	《“十四五”全国城市基础设施建设规划》	推进城市电力电缆通道建设和具备条件地区架空线入地，实现设备状态环境全面监控、故障主动研判自愈，提高电网韧性。
北京	2022 年 8 月	《北京市“十四五”时期城乡环境建设管理规划》	到 2025 年，首都功能核心区重点背街小巷、城市副中心老城地区主次干路以及重大活动保障区域周边街巷道路全部实现电力架空线入地。
上海	2023 年 3 月	《上海市城市更新行动方案（2023—2025 年）》	到 2025 年，完成架空线入地和杆箱整治 480 公里。
河北	2022 年 10 月	《“十四五”河北省城市基础设施建设实施方案》	有序推进城市地下综合管廊建设，分批实现主要街道架空线缆入地。
南京	2023 年 5 月	《南京市创建江苏省城市管理示范市行动实施方案》	有序推进架空线入地和“多杆合一”“多箱并集”建设改造，重点区域架空线能入尽入，沿街杆、箱实现减量化并与周边环境相协调。

资料来源：国家发改委，各地人民政府网，东方财富证券研究所

投建新建 GIL 生产车间，瞄准架空线入地市场需求。2024 年 5 月，公司公告拟使用自有资金投资新建 GIL 装配厂房，估算项目总投资 9622.76 万元，建设周期 24 个月，项目建成后将进一步丰富公司产品类型，提升公司市场竞争力。

4. 减亏：华网商誉计提完毕，淳化项目未来影响较小

公司连续两年计提大额减值，主要来源于商誉减值和淳化中略风电项目。公司 2022 年及 2023 年分别计提信用及资产减值 8309.66 万元和 5586.93 万元，其中减值压力主要来源于商誉减值与淳化中略风电项目产生的应收账款及合同资产。

1) 华网电力商誉：2016 年，公司 3 亿元收购华网电力 100% 股权，形成 2.46 亿元商誉，2018 年公司计提华网电力商誉减值 1.83 亿元，剩余净值 0.62 亿元。2022 年长高华网受外部环境影响，总部及部分分院的工程总包和设计业务开展困难，亏损 3485.94 万元，计提商誉减值准备 1931.80 亿元，2023 年华网电力因行业竞争加剧，部分新能源业务未落地等原因，亏损 2132.50 万元，计提商誉减值准备 2595.04 万元。

2) 淳化中略风电项目：2019 年，公司投资 5.90 亿元建设淳化中略 80MW 风力发电场项目，2021 年 3 月公司与金元威宁签署转让协议，由金元威宁收购项目 70% 股权，后因电价补贴政策变化，可能达不到原合同承诺电价，因此 2022 年计提应收账款减值准备 502.66 万元，2023 年计提合同资产减值准备 1630.96 万元。

图表 44：2022 年及 2023 年公司减值计提情况（万元）

项目	2022 年	2023 年
一、信用减值准备	6,007.45	1,165.68
其中：应收票据坏账损失	-239.51	-49.93
应收账款坏账损失	5,136.94	1,032.45
其他应收款坏账损失	1,110.02	183.15
二、资产减值准备	2,302.21	4,421.25
其中：商誉减值准备	1,931.79	2,595.04
存货跌价准备	313.14	555.66
合同资产减值准备	57.27	1,270.55
合计减值准备	8,309.66	5,586.93

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

减值充分，风险释放。1) 商誉减值：截至 2023 年底华网电力商誉已全额计提，账面剩余 6540.81 万元商誉均来自健康经营子公司，不存在商誉减值风险；2) 淳化风电项目减值：截至 2023 年底，淳化风电项目合同资产已全额计提，应收账款账面价值余额 4272.63 万元，未来按账龄计提对业绩影响有限。

图表 45：公司商誉净值（万元）

形成商誉项目	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31
湖南长高电气有限公司	3500.00	3500.00	3500.00
湖南长高森源电力设备有限公司	3040.81	3040.81	3040.08
湖北省华网电力工程有限公司	4526.83	2595.04	0.00
总计	11067.64	9135.85	6540.81

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 46：2023 年底淳化中略风电项目减值情况（万元）

项目	余额（万元）
应收账款期末余额	8093.08
合同资产期末余额	1918.78
应收账款及合同资产期末余额合计	10011.86
应收账款坏账准备和合同资产减值准备期末余额	5739.23

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

核心假设：

1) **输变电设备**：公司输变电设备包括组合电器、隔离开关及成套设备。营收方面，组合电器 550kV 产品实现突破，未来有望提供稳定增量，隔离开关随电网招标增长稳步提升，成套设备随着新品推出及新市场拓展逐步增长；毛利率方面，考虑大宗品价格上涨带动公司产品及成本同步提升及未来组合电器及成套电器营收占比提升，高毛利产品隔离开关相对占比下降，我们假设公司毛利率稳中小幅下降。

2) **电力能源设计、服务与总包**：考虑到华网电力连续亏损，我们预计公司电力设计业务逐步收缩，2024 年有望大幅减亏，2025 年实现扭亏。

图表 47：营收拆分（亿元，%）

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入（亿元）	12.23	14.93	18.30	23.95	27.55
	营业成本（亿元）	8.40	9.79	11.86	15.67	18.20
	毛利率（%）	33.47%	31.29%	34.44%	35.16%	34.59%
输变电设备产品	营业收入（亿元）	11.13	13.85	17.38	22.88	26.31
	营业成本（亿元）	7.47	8.70	11.12	14.87	17.37
	毛利率（%）	32.89%	37.19%	36.00%	35.00%	34.00%
新能源发电	营业收入（亿元）	0.16	0.05	0.16	0.16	0.16
	营业成本（亿元）	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06
	毛利率（%）	71.59%	-20.63%	65.22%	65.22%	65.22%
电力设计与服务	营业收入（亿元）	0.82	0.96	0.67	0.81	0.97
	营业成本（亿元）	0.76	0.96	0.61	0.65	0.68
	毛利率（%）	8.41%	0.72%	10.00%	20.00%	30.00%

	营业收入（亿元）	0.11	0.08	0.08	0.09	0.10
其他	营业成本（亿元）	0.13	0.08	0.08	0.09	0.10
	毛利率（%）	-19.55%	-3.99%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

我们维持盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 18.30/23.95/27.55 亿元；归母净利润分别为 3.03/3.85/4.47 亿元；EPS 分别为 0.49/0.62/0.72 元；对应 PE 分别为 15/12/10 倍；参考可比公司估值，考虑到公司业务规模较龙头企业仍有差距，给予公司 2024 年 20 倍 PE，对应六个月目标价 9.8 元/股，上调公司评级至“买入”。

图表 48：可比公司估值表（截至 2024-08-02 收盘）

简称	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)				评级
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
平高电气	271.52	0.60	0.86	1.07	1.28	21.11	23.29	18.66	15.66	未评级
中国西电	363.43	0.17	0.24	0.34	0.43	29.00	29.54	21.21	16.66	未评级
许继电气	305.70	1.00	1.18	1.56	1.90	22.02	25.33	19.29	15.81	未评级
思源电气	501.07	2.02	2.65	3.30	4.00	25.76	24.42	19.64	16.17	未评级
行业平均	360.43	0.95	1.23	1.57	1.90	24.47	25.65	19.70	16.08	
长高电新	45.10	0.28	0.49	0.62	0.72	25.45	14.86	11.71	10.10	买入

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

6. 风险提示

电网招标不及预期，公司主要客户为国网、南网等央国企电网公司，若电网投资招标出现下滑将导致公司营收下滑；

新品研发及推广不及预期，公司组合电器、成套电器等业务发展依赖于新产品拓展与丰富，若新产品研发和推广不及预期将影响相关业务营收增长；

行业竞争加剧，若行业竞争加剧可能导致公司盈利能力及市场份额下降。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2292.53	2516.29	3012.49	3368.73
货币资金	782.82	806.28	819.39	863.54
应收及预付	935.75	1078.22	1411.47	1624.08
存货	362.06	428.42	565.70	657.18
其他流动资产	211.90	203.37	215.93	223.93
非流动资产	948.60	1079.40	1204.73	1320.09
长期股权投资	111.08	113.07	113.07	113.07
固定资产	494.59	612.34	732.15	848.01
在建工程	1.95	25.97	37.99	43.99
无形资产	108.56	106.06	103.56	101.06
其他长期资产	232.41	221.96	217.96	213.96
资产总计	3241.13	3595.69	4217.22	4688.82
流动负债	688.57	796.04	1040.61	1199.01
短期借款	21.40	21.40	21.40	21.40
应付及预收	515.30	593.19	783.27	909.94
其他流动负债	151.88	181.45	235.93	267.67
非流动负债	291.08	287.87	287.37	286.87
长期借款	120.00	120.00	120.00	120.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	171.08	167.87	167.37	166.87
负债合计	979.66	1083.91	1327.97	1485.88
实收资本	620.33	620.33	620.33	620.33
资本公积	628.75	628.75	628.75	628.75
留存收益	1009.92	1270.76	1655.78	1978.23
归属母公司股东权益	2259.34	2515.60	2900.62	3223.06
少数股东权益	2.13	-3.82	-11.37	-20.12
负债和股东权益	3241.13	3595.69	4217.22	4688.82

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1493.38	1829.78	2394.80	2754.86
营业成本	978.99	1186.38	1566.55	1819.89
税金及附加	19.98	18.30	23.95	27.55
销售费用	88.22	106.13	138.90	148.76
管理费用	108.55	124.43	162.85	176.31
研发费用	75.85	87.83	114.95	132.23
财务费用	0.23	-1.44	-1.69	-1.83
资产减值损失	-44.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-0.09	0.00	0.00	0.00
投资净收益	20.48	18.30	23.95	27.55
资产处置收益	1.15	0.00	0.00	0.00
其他收益	19.71	23.79	31.13	35.81
营业利润	206.94	350.24	444.38	515.31
营业外收入	0.88	0.20	0.20	0.20
营业外支出	2.62	0.50	0.50	0.50
利润总额	205.19	349.94	444.08	515.01
所得税	34.34	52.49	66.61	77.25
净利润	170.85	297.45	377.47	437.76
少数股东损益	-2.22	-5.95	-7.55	-8.76
归属母公司净利润	173.08	303.40	385.02	446.51
EBITDA	272.06	411.73	515.56	596.32

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	252.94	257.07	193.34	344.83
净利润	170.85	297.45	377.47	437.76
折旧摊销	47.78	63.23	73.17	83.14
营运资金变动	-5.44	-93.33	-240.02	-155.19
其它	39.75	-10.28	-17.28	-20.88
投资活动现金流	-116.73	-176.87	-173.35	-169.75
资本支出	-64.95	-201.80	-201.80	-201.80
投资变动	-58.67	1.01	4.00	4.00
其他	6.89	23.92	24.45	28.05
筹资活动现金流	-44.16	-56.68	-6.87	-130.93
银行借款	-28.18	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1.29	-4.82	0.00	0.00
其他	-17.27	-51.86	-6.87	-130.93
现金净增加额	92.30	23.46	13.12	44.14
期初现金余额	667.09	759.39	782.85	795.97
期末现金余额	759.39	782.85	795.97	840.11

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长	22.12%	22.53%	30.88%	15.04%
营业利润增长	190.94%	69.25%	26.88%	15.96%
归属母公司净利润增长	198.57%	75.30%	26.90%	15.97%
获利能力 (%)				
毛利率	34.44%	35.16%	34.59%	33.94%
净利率	11.44%	16.26%	15.76%	15.89%
ROE	7.66%	12.06%	13.27%	13.85%
ROIC	7.71%	11.09%	12.34%	12.98%
偿债能力				
资产负债率 (%)	30.23%	30.14%	31.49%	31.69%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	3.33	3.16	2.89	2.81
速动比率	2.72	2.56	2.30	2.21
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.54	0.61	0.62
应收账款周转率	1.63	1.92	2.04	1.93
存货周转率	2.50	3.00	3.15	2.98
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.49	0.62	0.72
每股经营现金流	0.41	0.41	0.31	0.56
每股净资产	3.64	4.06	4.68	5.20
估值比率				
P/E	25.45	14.86	11.71	10.10
P/B	1.95	1.79	1.55	1.40
EV/EBITDA	13.90	9.38	7.46	6.38

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

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，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。