

投资评级：买入（首次）
报告日期：2021年04月19日
市场数据

目前股价	5.72
总市值（亿元）	30.52
流通市值（亿元）	23.97
总股本（万股）	53,349
流通股本（万股）	41,907
12个月最高/最低	8.20/4.67

分析师

分析师：于夕朦 S1070520030003

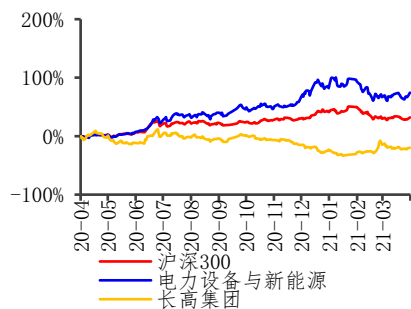
☎ 010-88366060-8831

✉ yuximeng@cgws.com

分析师：马晓明 S1070518090003

☎ 021-31829702

✉ maxiaoming@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

聚焦主业 积蓄潜力

——长高集团（002452）公司动态点评

盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1159	1562	2013	2490	2981
(+/-%)	10.0%	34.7%	28.9%	23.7%	19.8%
归母净利润（百万元）	145	213	270	345	473
(+/-%)	-158.9%	47.1%	26.7%	28.0%	36.9%
摊薄 EPS（元/股）	0.27	0.40	0.51	0.65	0.89
PE	21	14	11	9	6

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 事件：**公司发布年报，2020年实现营业收入15.62亿元，同比增长34.73%；实现归母净利润2.13亿元，同比增长47.05%；实现扣非归母净利润1.99亿元，同比增长108.88%。公司业绩增长主要原因在于2020年聚焦主业，以高压开关代表的输配电产品业绩实现高增长，推动公司盈利复苏。
- 聚焦输配电主业夯实发展基础。**公司聚焦以高压开关、组合电器（GIS）等为主的输变电设备制造基础，同时深入电工程总包领域，形成新能源电力服务各个环节的粘合巩固。2020年输配电业务实现营业收入13.11亿元，占公司营业总收入的83.93%，同比增长44.44%。2020年公司完成了长高房地产和长高综合能源服务公司的股权转让，加快剥离公司非主营业务，叠加管理提效，推动公司管理费用同比降低13.82%。
- 输变电设备板块各子公司业绩都迎来历史新高。**2020年，长高开关实现营收4.44亿，同比增加8.71%；实现净利润1.45亿，同比增加46.44%；长高电气实现营业收入6.09亿，同比增加148%，实现净利润5.6亿，同比增加129%。公司规划继续加强产品的智慧化、数字化、环保型产品的研发和升级，加快550kV组合电器研发，产品竞争力有望持续提升。
- 2020年公司完成多个重点项目工程。**长高开关完成青海-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特高压产品的交付，产品中标白鹤滩~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、天津煤电重点工程、湖南长沙变550KV重点工程等多个重点项目，体现了公司较强的综合实力。
- 盈利预测：**预计2021-2023年公司实现营业收入分别为20.13亿元、24.9亿元、29.81亿元，实现净利润分别为2.70亿元、3.45亿元、4.73亿元，对应EPS分别为0.51、0.65、0.89，对应当前股价的PE倍数为11X、9X、6X，首次覆盖予以买入评级。
- 风险提示：**电网投资不及预期、价格战、原材料价格上涨、系统性风险。

目录

1. 聚焦主业 盈利复苏.....	4
2. 夯实基础 蓄积潜力.....	5
3. 风险提示.....	8
3.1 附：盈利预测表.....	8

图表目录

图 1:	公司营业收入（亿元）及同比增速（%）	4
图 2:	公司归母净利润（亿元）及同比增速（%）	4
图 3:	公司销售毛利率和净利率	4
图 4:	公司销售费用率和管理及研发费用率变化	4
图 5:	输配电产品收入（亿元）及同比增速	5
图 6:	输配电产品毛利率变化	5
图 7:	电力行业市场规模（按发电量统计）	6
图 8:	我国电网建设投资完成额（亿）	6
图 9:	高压开关景气指数	7
图 10:	高压开关价格指数	7
表 1:	主要控参股公司分析（单位：元）	7

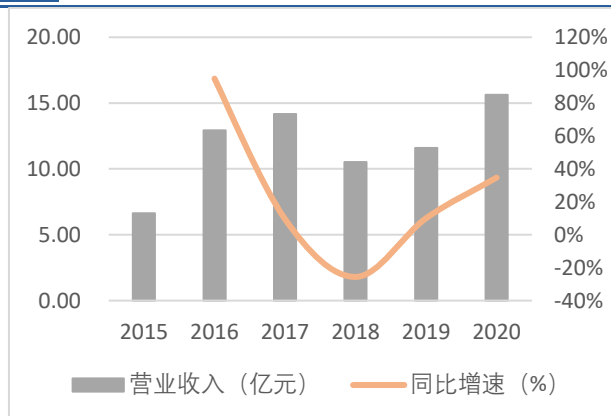
1. 聚焦主业 盈利复苏

公司业务以“电”为核心，业务涵盖输变电设备制造、电力设计与工程服务等领域的专业化集团，主要产品为我国的电力能源行业提供高压隔离开关（DS）、组合电器（GIS）、断路器（CB）、成套开关柜、环网柜、柱上断路器、配电自动化终端等产品，以及电力设计和工程服务，业务已遍布全国各省及部分海外国家。公司主要客户为电网公司（包括国家电网和南方电网）及其下属各省级分公司、发电企业等。

公司技术力量雄厚，拥有多项行业领先的核心技术，先后为国内外多条特高压交直流电力重大工程提供设备。同时，公司也是国家认定企业技术中心、国家火炬计划重点高新技术企业，被国家发改委、工信部列为“国家工业强基项目”，主要人员曾获得国家科学进步奖特等奖、中国电力科学院科学进步奖等诸多荣誉。

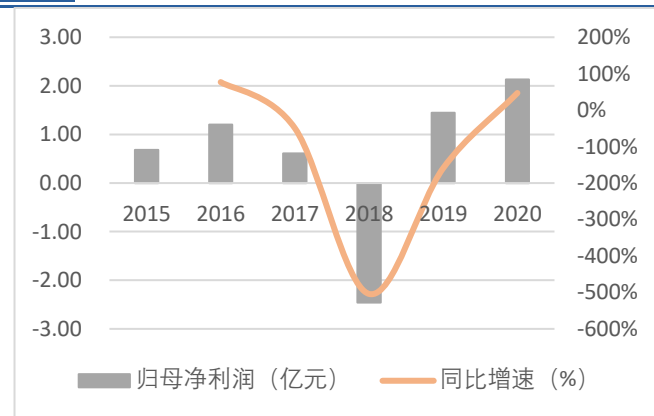
2020年，在新冠肺炎疫情和全球经济衰退的双重不利影响下，公司持续推进“聚焦主业，有进有退”的发展战略，完成了长高房地产公司和长高综合能源服务公司的股权转让，加快剥离公司非主营业务，集中优势资源大力发展输变电设备和电力工程设计服务业务。2020年，公司实现营业收入15.62亿元，同比增长34.73%；归属于上市公司股东净利润2.13亿元，扣非后归属于上市公司股东净利润1.99亿元，同比增长108.88%。

图 1: 公司营业收入（亿元）及同比增速（%）



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 2: 公司归母净利润（亿元）及同比增速（%）

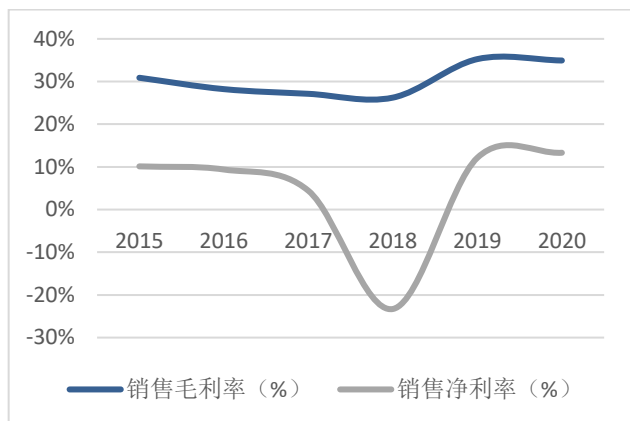


资料来源: Wind 长城证券研究所

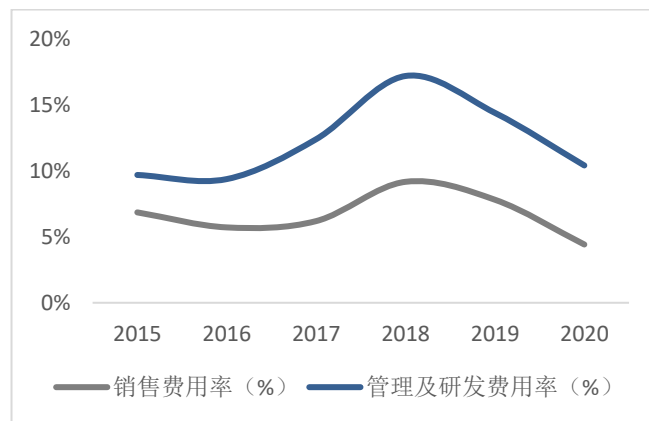
2020年输配电设备业务收入大幅增加，该板块实现营业收入13.11亿元，占公司营业总收入的83.93%，同比增长44.44%，该板块毛利率2020年为34.76%，推动公司整体毛利率提升显著。据新会计准则的规定，履行销售合同交货义务而发生的运输费用记入营业成本，销售费用同比降低23.81%。由于股权转让导致合并报表范围发生变化，加之管理效率提升，管理费用同比降低13.82%，2020年期间费用率同比下降7.13%至16.92%。

图 3: 公司销售毛利率和净利率

图 4: 公司销售费用率和管理及研发费用率变化



资料来源: Wind 长城证券研究所



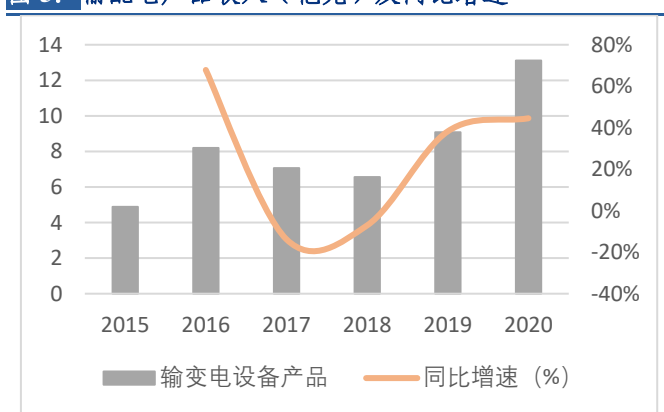
资料来源: Wind 长城证券研究所

2. 夯实基础 蓄积潜力

2020年,公司的输配电产品市场进一步丰富,订单结构多样化,逐步形成了有竞争力、具备可复制性的新营销模式。输配电板块实现营业收入13.11亿元,占公司营业总收入的83.93%,同比增长44.44%,同时公司加快550kV组合电器研发,夯实产品竞争力,加强产品的智慧化、数字化、环保型产品的研发和升级。2020年公司新增发明专利共11项,实用新型专利59项,研发费用同比增长19%。

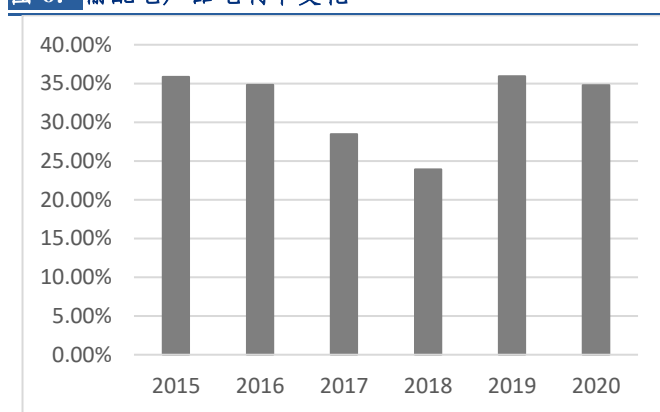
重点项目方面,长高开关顺利完成了青海-河南、陕西-武汉、雅中-南昌等特高压直流工程,驻马店南阳站扩建工程项目以及新疆鄯善(吐哈)750kV变电站新建工程等重点项目特高压产品的交付,产品中标白鹤滩~江苏正负800千伏特高压直流工程。长高电气参与了冀北张家口奥运工程、“三区两州”国家重点扶贫工程、天津煤改电重点工程、湖南长沙变550KV重点工程等多个重点项目,体现了公司较强的综合实力。

图5: 输配电产品收入(亿元)及同比增速



资料来源: Wind 长城证券研究所

图6: 输配电产品毛利率变化

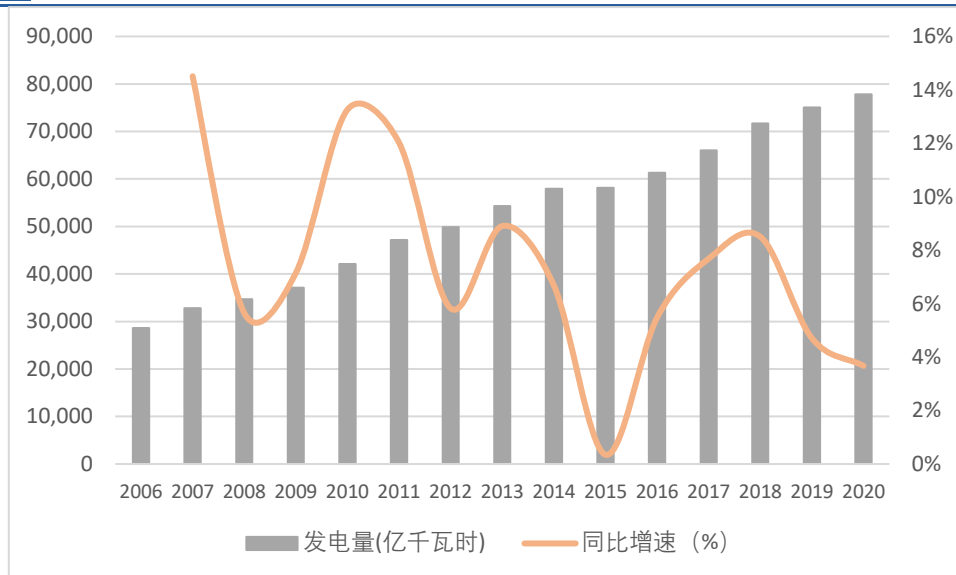


资料来源: Wind 长城证券研究所

十三五期间,国家电网公司近年售电量从3.61万亿千瓦时(2016)增长至4.57万亿千瓦时(2020),年平均售电量增速超8%。大规模的电力市场需求,将催生推动电网投资额的增加,同时光伏、风电等可再生能源的大规模发展,也给电网投资带来了新的挑战。

2021年3月公布的《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》中提出“构建现代能源体系”，明确指出将“提高特高压输电通道利用率。加快电网基础设施智能化改造和智能微电网建设，提高电力系统互补互济和智能调节能力，加强源网荷储衔接，提升清洁能源消纳和存储能力，提升向边远地区输配电能力”。

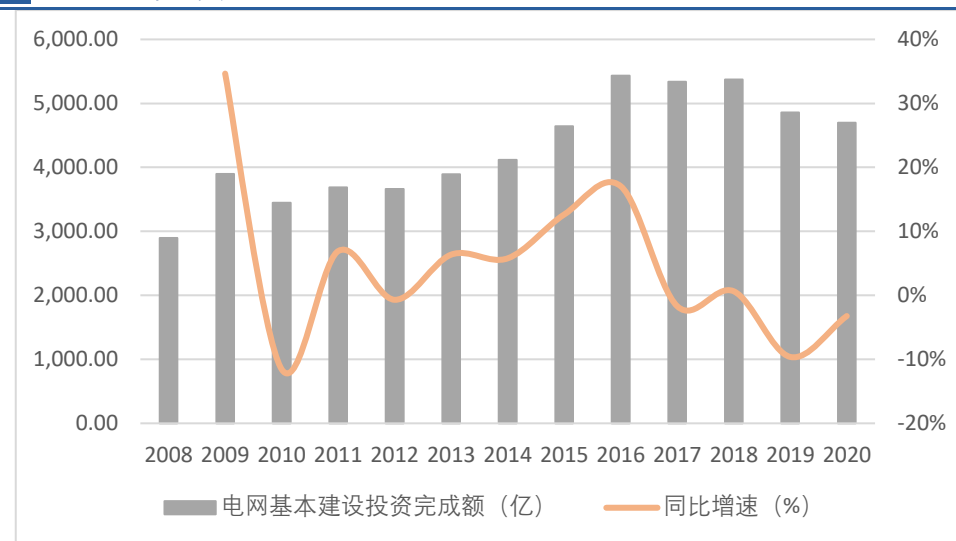
图 7: 电力行业市场规模 (按发电量 kWh 统计)



资料来源: Wind 长城证券研究所

2020年, 国家电网公司发展总投入 5569 亿元, 比去年承诺投资额高出 11.98%。其中, 电网投资 4605 亿元, 同比增长 3%, 比承诺投资额 (4080 亿元) 高出 12.87%。2021 国家电网公司发展承诺, 将实现营业收入 2.83 万亿元, 实现利润 650 亿元、净利润 470 亿元, 新兴产业年收入达到 1100 亿元。同时 2021 年预计将实现总投入 5795 亿元, 同比增加 226 亿元, 其中电网投资 4730 亿元, 同比增加 125 亿元。

图 8: 我国电网建设投资完成额 (亿)

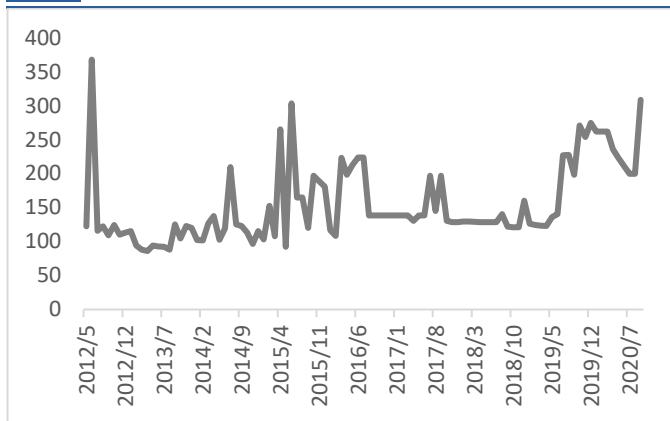


资料来源: Wind 长城证券研究所

高压开关是电网设备重要组成部分, 细分领域包括高压交流断路器、交流金属封闭开关、高压交流隔离开关与接地开关、高压交流负荷开关熔断器以及成套设备气体绝缘金属封

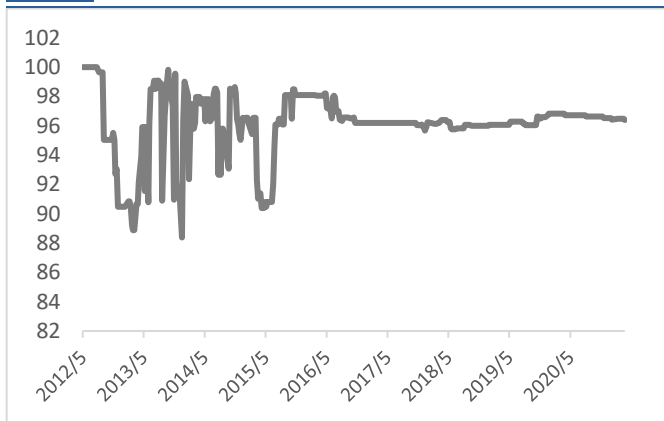
闭开关(GIS)、预装式变电站、高压接触器等。行业属于技术密集型行业，中低压产品技术壁垒低竞争激烈，制造规模以上企业数量约为 310 家；特高压涉及能源与电力安全，行业集中度相对较高。主要公司为平高电气、中国西电以及新东北电气。

图 9: 高压开关景气指数



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 10: 高压开关价格指数



资料来源: Wind 长城证券研究所

公司为输变电高压开关设备龙头，业务覆盖 1100kV 及以下高压隔离开关、接地开关、组合电器等产品。2020 年输变电设备板块各子公司业绩都迎来历史新高，设备板块实现营业收入 13.11 亿元，占公司营业总收入的 83.93%，同比增长 44.44%。2020 年，长高开关实现应收 4.44 亿，同比增加 8.71%；净利润 1.45 亿，同比增加 46.46%；长高电气实现应收 6.09 亿，同比增加 148%，实现净利润 5.6 亿，同比增加 129%，

2020 年公司共完成了 17 个产品的全套型式试验，23 个产品的性能试验，并取得质量检验报告，完成了对主要产品 220kV GIS 设计结构改进、110kV GIS 断路器的优化设计及其他方面的验证试验并应用。公司自主研发生产的 110kV-220kV 组合电器有望成为公司继隔离开关外的主要产品，同时公司在加大 550kV 产品研发力度，提升产品竞争力。

表 1: 主要控参股公司分析 (单位: 元)

公司名称	主要业务	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
湖南长高高压开关有限公司	生产、销售 1100KV 及以下高压隔离开关和接 开关等高压电器等	841,354,607	447,988,953	444,391,540.	168,446,974	144,982,004
湖南长高电气有限公司	生产、销售组合电器和断路器等高压电器；销售机电产品等	814,495,733	246,108,250	609,294,353	63,447,973	56,074,473
湖南长高成套电器有限公司	生产、销售高低压成套设备、高压电器元器件系列产品等	245,761,856	140,643,636	140,643,636	29,011,576	25,356,598
湖南长高森源电力设备有限公司	成套电器等电器 设备的研发、制造和销售	178,250,763	81,585,229	157,093,635	12,544,158	12,544,158

资料来源: Wind 长城证券研究所

3. 风险提示

电网投资不及预期、价格战、原材料价格上涨、系统性风险。

3.1 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1159.13	1561.73	2013.22	2489.55	2981.24	成长性					
营业成本	750.45	1016.23	1399.39	1744.18	2039.46	营业收入增长	10.04%	34.73%	28.91%	23.66%	19.75%
销售费用	90.52	68.97	86.57	102.07	119.25	营业成本增长	-3.42%	35.42%	37.70%	24.64%	16.93%
管理费用	109.70	94.54	120.79	136.93	149.06	营业利润增长	147.41%	116.92%	21.90%	28.40%	37.70%
研发费用	57.11	67.97	80.53	99.58	119.25	利润总额增长	-165.40%	57.28%	26.67%	27.96%	36.89%
财务费用	19.12	27.03	29.11	24.66	19.69	归母净利润增长	-158.89%	47.05%	26.67%	27.96%	36.89%
其他收益	11.63	26.10	15.78	18.75	18.06	盈利能力					
投资净收益	7.28	-7.43	-0.80	-0.80	-0.44	毛利率	35.3%	34.9%	30.5%	29.9%	31.6%
营业利润	117.01	253.82	309.40	397.28	547.05	销售净利率	12.1%	13.3%	13.1%	13.5%	15.5%
营业外收支	43.55	-1.30	10.46	12.01	13.21	ROE	11.1%	14.2%	15.5%	17.0%	19.3%
利润总额	160.56	252.52	319.86	409.29	560.26	ROIC	10.5%	12.2%	14.0%	17.3%	20.6%
所得税	19.77	44.63	56.53	72.34	99.02	营运效率					
少数股东损益	-4.12	-5.19	-6.57	-8.41	-11.52	销售费用/营业收入	7.8%	4.4%	4.3%	4.1%	4.0%
归母净利润	144.90	213.08	269.90	345.36	472.75	管理费用/营业收入	9.5%	6.1%	6.0%	5.5%	5.0%
资产负债表						研发费用/营业收入	4.9%	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%
流动资产	1829.04	2135.27	3063.96	3146.01	4106.82	财务费用/营业收入	1.6%	1.7%	1.4%	1.0%	0.7%
货币资金	340.76	542.29	701.29	941.82	1053.34	投资收益/营业利润	6.2%	-2.9%	-0.3%	-0.2%	-0.1%
应收票据及应收账款合计	809.20	936.46	1404.25	1074.38	1792.64	所得税/利润总额	12.3%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%
其他应收款	135.51	68.89	172.81	203.34	228.31	应收账款周转率	1.59	1.79	1.72	2.01	2.08
存货	405.97	410.21	559.76	683.99	769.61	存货周转率	1.78	2.49	5.00	5.10	5.30
非流动资产	1118.67	1481.15	1566.53	1595.10	1613.71	流动资产周转率	0.67	0.79	0.77	0.80	0.82
固定资产	482.75	495.47	644.90	742.81	816.12	总资产周转率	0.43	0.48	0.49	0.53	0.57
资产总计	2947.71	3616.42	4630.49	4741.12	5720.54	偿债能力					
流动负债	1398.48	1700.66	2534.00	2402.09	3028.33	资产负债率	57.0%	59.4%	63.4%	58.2%	58.3%
短期借款	359.40	653.72	700.00	700.00	700.00	流动比率	1.31	1.26	1.21	1.31	1.36
应付款项	741.93	875.83	1419.87	1432.99	1851.06	速动比率	0.92	0.91	0.90	0.92	1.02
非流动负债	280.65	447.28	402.04	354.93	307.40	每股指标 (元)					
长期借款	29.07	236.45	191.21	144.09	96.57	EPS	0.27	0.40	0.51	0.65	0.89
负债合计	1679.13	2147.95	2936.04	2757.02	3335.73	每股净资产	2.36	2.73	3.16	3.72	4.50
股东权益	1268.58	1468.47	1694.45	1984.10	2384.80	每股经营现金流	0.60	0.46	0.64	0.86	0.64
股本	529.40	533.49	533.49	533.49	533.49	每股经营现金/EPS	2.19	1.16	1.27	1.33	0.72
留存收益	478.52	653.21	870.39	1148.29	1528.69	估值					
少数股东权益	11.86	12.75	6.18	-2.23	-13.75	PE	21.06	14.32	11.31	8.84	6.45
负债和权益总计	2947.71	3616.42	4630.49	4741.12	5720.54	PEG	4.15	0.29	-0.06	0.26	0.21
现金流量表						PB	2.43	2.10	1.81	1.54	1.27
经营活动现金流	39.13	205.73	341.78	459.59	341.74	EV/EBITDA	14.85	10.77	8.78	6.44	4.64
其中营运资本减少	103.34	-34.90	-7.05	26.39	-223.16	EV/SALES	2.97	2.33	1.74	1.29	1.02
投资活动现金流	-199.69	-534.22	-141.78	-100.16	-102.59	EV/IC	1.74	1.41	1.24	1.04	0.88
其中资本支出	184.25	525.32	85.38	28.57	18.61	ROIC/WACC	1.31	1.51	1.74	2.08	2.38
融资活动现金流	155.43	506.17	-41.00	-118.91	-127.63	REP	1.33	0.93	0.71	0.50	0.37
净现金总变化	-6.21	177.41	159.00	240.52	111.52						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>