

投资评级 优于大市 首次覆盖

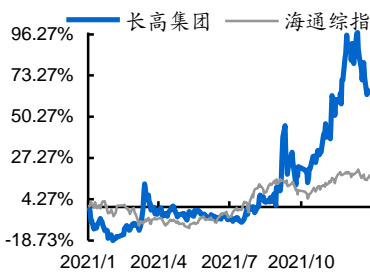
GIS+隔离开关双轮驱动，新能源 EPC 轻量化加速发展

股票数据

12月31日收盘价(元)	9.53
52周股价波动(元)	4.67-11.84
总股本/流通A股(百万股)	620/426
总市值/流通市值(百万元)	5910/4057

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.7	27.1	35.4
相对涨幅(%)	-12.9	26.4	33.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 吴杰

Tel: (021) 23154113

Email: wj10521@htsec.com

证书: S0850515120001

分析师: 戴元灿

Tel: (021) 23154146

Email: dyc10422@htsec.com

证书: S0850517070007

联系人: 余玖翰

Tel: (021) 23154141

Email: ywh14040@htsec.com

投资要点:

- 隔离开关单项冠军进军 GIS。** 公司目前形成输变电设备制造和电力设计与工程服务两大板块并驾齐驱的产业格局。2021H1, 公司输变电设备制造营收 6.4 亿元, 占总收入的 91.27%, 电力设计与工程服务、总包营收 0.3 亿元, 占总收入的 4.68%。我们认为, 按子公司营收口径近似毛估, 2021H1, 隔离开关、组合电器 (GIS) 和成套电器收入 2.1、3.1 和 1.5 亿元。2021Q1-Q3, 公司归母净利润 1.92 亿元, 同比增长 9.83%。
- 设备端: GIS+隔离开关双轮驱动, 突破 550kV GIS 产品将提供新增量。** 1) 根据《南方电网“十四五”电网发展规划》, “十四五”期间南方电网规划投资约 6700 亿元, 对比十三五的计划投资额增长 36%。我们预计, 在十四五期间输配电侧产品仍有较大的发展。2) 据智研咨询, 2020 年隔离开关市场规模达 26.21 亿元, 2021-2027 年隔离开关个数 CAGR 为 5.4%。据 QY RESEARCH, 2020 年, 全球 GIS 开关设备市场规模达到了 5028.3 百万美元, 预计 2027 年可以达到 6457.8 百万美元, CAGR 为 3.6% (2021-2027)。中国占有约 40% 市场。3) 2021 年公司的隔离开关接地开关被认定为“全国单项冠军产品”, 在开关领域有良好的品牌声誉。4) 进军 GIS, 业绩快速增长。2020 年主要销售 GIS 的子公司净利同比增长 129%。5) 公司 550kV GIS 预计 2022 年完成型式试验并在 2022 年下半年投入市场, 争取在 2023 年取得批量订单, 同时, 更高电压产品或提升毛利率。6) 我们预计, 2021-2023 年隔离开关贡献净利润都为 1.3 亿, GIS 贡献净利润分别为 0.7/1/2.1 亿元。
- 销售渠道: 进军南网, 配电侧渠道下沉。** 1) 国网招标成绩优秀。根据智研咨询数据, 2019 年 9 月到 2020 年 8 月, 公司在国网的隔离开关招标金额中占比 19% (第三)。2) 进军南网。隔离开关 2021 年在南网的招标成绩优秀, 组合电器和成套电器也已通过南网的资质审查, 2022 年有望开始参与招标, 或能提供新增量。3) 配网侧渠道下沉。随着国网“放、管、服”的推进, 二三级市场有着巨大的发展空间, 公司 2021 年在二三级市场取得了重要的突破, 尤其是湖南本省的业绩突出, 未来有望继续做好渠道下沉。
- EPC: 改革新能源 EPC 商业模式, 轻量化加速发展。** 1) 以前公司多以自主开发后卖出股权的方式为主, 存在投入资金大且资金成本高的弊端。2) 重塑发展思路: 轻量化发展, 寻求与央企合作共同开发, 优势互补。3) 公司自身核心竞争力: 设计院+丰富经验。公司拥有国内为数不多的民营甲级资质的设计院。2015 年以来已完成多个风电、光伏等新能源项目。4) 我们预计新能源 EPC 业务 2021-2023 年的净利润为 163、4406 和 8811 万元。
- 盈利预测及投资评级。** 我们预计公司 21-23 年归母净利润分别为 2.62/3.55/5.37 亿元, 对应 EPS 分别为 0.42/0.57/0.87 元。参照可比公司, 我们给予 2022 年长高集团 22-23 倍 PE 估值区间, 对应合理价值区间为 12.58-13.15 元。首次覆盖, 给予“优于大市”投资评级。
- 风险提示: EPC 项目推进不及预期、南网招标和配网侧渠道下沉不及预期。**

主要财务数据及预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	1159	1562	1800	3491	5879
(+/-)YoY(%)	10.0%	34.7%	15.3%	93.9%	68.4%
净利润(百万元)	145	213	262	355	537
(+/-)YoY(%)	158.9%	47.1%	22.9%	35.4%	51.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.23	0.34	0.42	0.57	0.87
毛利率(%)	35.3%	34.9%	33.6%	26.0%	23.2%
净资产收益率(%)	11.5%	14.6%	14.5%	16.4%	19.9%

资料来源: 公司年报 (2019A-2020A), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利预测假设:

公司的各个重要子公司生产的产品具有差异性, 湖南长高高压开关有限公司主要生产隔离开关、湖南长高电气有限公司主要生产 GIS, 湖南长高成套电器有限公司和湖南长高森源电力设备有限公司主要销售成套电器, 湖北省华网电力工程有限公司主要承包电力工程, 湖南长高新能源电力有限公司主要做电力运营。由于各种产品的净利率水平差别大, 所以我们采用分部预测净利润的方法预测整个长高集团的盈利情况。

1) 湖南长高高压开关有限公司 (主要生产隔离开关): 由于公司在隔离开关市场深耕已久, 生产、销售 1100KV 及以下高压隔离开关和接地开关等高压电器, 产品系列多, 包含超高压和特高压系列, 且隔离开关市场较为成熟, 我们预计未来公司在隔离开关领域保持现有的销售规模。

2) 湖南长高电气有限公司 (组合电器): 2018 年公司研发的 220kV GIS 成功通过了型式试验, 2019 年以来 GIS 订单量大幅增加, 呈爆发式增长。公司 550kV GIS 预计 2022 年完成型式试验并在 2022 年下半年投入市场, 争取在 2023 年取得批量订单。我们预计, 2021-2023 年公司组合电器营收增速为 15%、40% 和 80%。同时, 随着更高压的组合电器的推出, 公司的净利率有望抬升, 我们预计 2021-2023 年公司组合电器净利率分别为 10%、10% 和 12%。

3) 湖南长高成套电器有限公司 (成套电器) 和湖南长高森源电力设备有限公司 (成套电器): 随着公司渠道下沉, 进军南网等销售渠道打开, 我们预计未来公司成套电器会加速发展。我们预计 2021-2023 年湖南长高成套电器有限公司营收增速为 23%、20% 和 20%, 湖南长高森源电力设备有限公司营收增速为 30%、32% 和 32%。历史上看, 湖南长高成套电器有限公司净利率随着生产规模扩大, 自动化精细化生产, 净利率不断爬升, 我们预计未来长高成套能维持 20% 的净利率水平。未来长高森源有望通过生产规模扩大以及生产精细化提高净利率, 我们预计 2021-2023 年长高森源净利率为 7%、8% 和 10%。

4) 湖北省华网电力工程有限公司 (电力工程): 以前公司多以自主开发后卖出股权的方式为主, 存在投入资金大且资金成本高的弊端。未来将重塑发展思路, 寻求通过与央企合作共同开发, 轻量化发展。2021 年 12 月 3 日公司与华润电力 (涟源) 有限公司签订战略合作协议。我们认为, 公司原有的新能源开发模式需先确认资产, 运营后再确认收入, 或者通过股权转让确认收益, 未来将通过 EPC 方式确认收入。2021 年, 长高将自己持有的淳化中略风力发电有限公司股权进行出售, 其中, 在资产评估报告中, 我们可以得知淳化中略风力发电有限公司已与长高新能源电力有限公司签署相关 EPC 合同, EPC 合同单价为 8.5 元/瓦, 合同总价为 6.8 亿元 (含税价)。长高转换商业模式后, 即可将 EPC 收入确认在营业收入中, 凭借自己的设计院牌照优势和已有的项目经验优势, 未来仍有很大的发展空间。

5) 湖南长高新能源电力有限公司 (发电): 由于公司未来将采用轻量化发展模式, 我们预计未来可能不会再新增新能源运营项目。

表 1 重要子公司盈利预测

		2020	2021E	2022E	2023E
湖南长高高压开关有限公司 (隔离开关)	营业收入 (万元)	44439.15	44439.15	44439.15	44439.15
	yoy	9%	0%	0%	0%
	净利率	33%	29%	29%	29%
	净利润 (万元)	14498.20	12887.35	12887.35	12887.35
	yoy	46%	-11%	0%	0%
湖南长高电气有限公司 (组合电器)	营业收入 (万元)	60929.44	70068.85	98096.39	176573.50
	yoy	148%	15%	40%	80%
	净利率	9%	10%	10%	12%
	净利润 (万元)	5607.45	7006.89	9809.64	21188.82
	yoy	129%	25%	40%	116%
湖南长高成套电器有限公司 (成套电器)	营业收入 (万元)	16188.86	19912.29	23894.75	28673.70
	yoy	53%	23%	20%	20%
	净利率	16%	20%	20%	20%
	净利润 (万元)	2535.66	3982.46	4778.95	5734.74
	yoy	412.73%	57%	20%	20%
湖南长高森源电力	营业收入 (万元)	15709.36	20422.17	26957.27	35583.59

设备有限公司(成套 电器)	yoy	21%	30%	32%	32%
	净利率	7%	7%	8%	10%
	净利润(万元)	1123.60	1460.19	2156.58	3558.36
	yoy	76%	30%	48%	65%
	营业收入(万元)	12551.82	16317.37	146856.29	293712.59
湖北省华网电力工 程有限公司(电力工 程)	yoy	0%	30%	800%	100%
	净利率	0%	1%	3%	3%
	净利润(万元)	-9.90	163.17	4405.69	8811.38
	yoy	-103.27%		2600%	100%
	营业收入(万元)	5149.83	5149.83	5149.83	5149.83
湖南长高新能源电 力有限公司(发电)	yoy	-4%	0%	0%	0%
	净利率	-5%	-40%	8%	8%
	净利润(万元)	-265.10	-2051.55	395.79	395.79
	yoy	-167%	-	-	0%
	营业收入(万元)	5149.83	5149.83	5149.83	5149.83

资料来源: wind, 海通证券研究所

可比公司选择原因:

思源电气主要生产产品中有隔离开关和组合电器, 跟长高集团主业相近。宏力达主要做配网侧产品, 与长高集团未来配网侧的发展方向相近。

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			BPS (倍)	PB (倍)
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2022E	2022E
002028.SZ	思源电气	377	1.64	2.07	2.55	30.01	23.80	19.28	11.46	4.29
688330.SH	宏力达	114	4.06	5.27	6.75	27.96	21.57	16.84	40.43	2.81
	均值		2.85	3.67	4.65	28.98	22.69	18.06	25.94	3.55

注: 收盘价为 2021 年 12 月 31 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	1562	1800	3491	5879
每股收益	0.34	0.42	0.57	0.87	营业成本	1016	1195	2584	4515
每股净资产	2.35	2.91	3.48	4.35	毛利率%	34.9%	33.6%	26.0%	23.2%
每股经营现金流	0.33	0.54	0.67	0.68	营业税金及附加	17	19	35	47
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.1%	1.1%	1.0%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	69	80	140	218
P/E	27.73	22.56	16.67	11.00	营业费用率%	4.4%	4.4%	4.0%	3.7%
P/B	4.06	3.28	2.74	2.19	管理费用	95	108	202	317
P/S	3.26	3.28	1.69	1.01	管理费用率%	6.1%	6.0%	5.8%	5.4%
EV/EBITDA	10.88	14.75	11.26	7.69	EBIT	260	347	453	671
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	27	29	22	19
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.7%	1.6%	0.6%	0.3%
毛利率	34.9%	33.6%	26.0%	23.2%	资产减值损失	-13	-1	-1	-1
净利润率	13.6%	14.5%	10.2%	9.1%	投资收益	-7	-4	3	6
净资产收益率	14.6%	14.5%	16.4%	19.9%	营业利润	254	317	430	651
资产回报率	5.9%	6.7%	6.3%	6.7%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	9.0%	11.5%	13.3%	16.8%	利润总额	253	317	430	651
盈利增长 (%)					EBITDA	315	415	531	757
营业收入增长率	34.7%	15.3%	93.9%	68.4%	所得税	45	56	76	115
EBIT 增长率	113.7%	33.5%	30.6%	48.1%	有效所得税率%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%
净利润增长率	47.1%	22.9%	35.4%	51.5%	少数股东损益	-5	-1	-1	-1
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	213	262	355	537
资产负债率	59.4%	53.5%	61.1%	66.1%					
流动比率	1.26	1.38	1.27	1.25	资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.98	1.06	0.98	0.94	货币资金	542	463	551	659
现金比率	0.32	0.28	0.19	0.14	应收账款及应收票据	936	1080	2093	3482
经营效率指标					存货	410	458	708	1237
应收账款周转天数	208.64	208.64	208.64	206.00	其它流动资产	246	269	426	647
存货周转天数	147.34	140.00	100.00	100.00	流动资产合计	2135	2270	3779	6026
总资产周转率	0.43	0.46	0.63	0.74	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	3.15	3.27	5.56	8.56	固定资产	495	551	628	687
					在建工程	587	627	667	707
					无形资产	119	120	122	123
					非流动资产合计	1481	1633	1805	1960
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	资产总计	3616	3902	5584	7986
净利润	213	262	355	537	短期借款	654	414	364	314
少数股东损益	-5	-1	-1	-1	应付票据及应付账款	876	1030	2227	3891
非现金支出	91	69	80	88	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	18	36	23	17	其它流动负债	171	195	376	628
营运资金变动	-112	-34	-42	-222	流动负债合计	1701	1639	2967	4833
经营活动现金流	206	332	414	419	长期借款	236	236	236	236
资产	-498	-161	-191	-180	其它长期负债	211	211	211	211
投资	-46	-61	-61	-61	非流动负债合计	447	447	447	447
其他	9	-4	3	6	负债总计	2148	2086	3414	5280
投资活动现金流	-534	-225	-248	-235	实收资本	533	620	620	620
债权募资	505	-240	-50	-50	归属于母公司所有者权益	1456	1804	2159	2696
股权募资	21	87	0	0	少数股东权益	13	12	11	10
其他	-20	-33	-27	-25	负债和所有者权益合计	3616	3902	5584	7986
融资活动现金流	506	-187	-77	-75					
现金净流量	177	-79	88	108					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 31 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020A), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

吴杰 煤炭行业
戴元灿 煤炭行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中煤能源, 盛剑环境, 涪陵电力, 华阳股份, 黔源电力, 赣能股份, 兖矿能源, 金能科技, 电投能源, 开滦股份, 安科瑞, 京能电力, 华电国际, 山西焦煤, 隆盛科技, 潞安环能, 江苏国信, 德创环保, 浩通科技, 文山电力, 富春环保, 北清环能, 三峡能源, 英科再生, 华能国际, 盘江股份, 平煤股份, 中国神华, 华宏科技, 陕西煤业

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。