

资本货物/工业

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 22.00

当前价格: 17.19

2015.01.20

长高集团 (002452)

坚定转型，外延式并购新能源汽车产业链

	洪荣华 (分析师)	刘骁 (分析师)	谷琦彬 (分析师)
	021-38675854	010-59312823	010-59312711
	hongronghua@gtjas.com	liuxiao009336@gtjas.com	guqibin@gtjas.com
证书编号	S0880514080002	S0880512040002	S0880513050004

本报告导读:

公司电力设备主业平稳增长，预计未来将围绕新能源汽车充电桩、电机电控及关键基础设施充电桩等领域展开持续的外延式并购。目标价 22 元，增持评级。

投资要点:

首次覆盖，增持评级。预计公司 2014-2016 年 EPS 0.37、0.62 和 0.81 元，基于对公司与时空汽车合作前景、持续并购转型的看好，结合 PE 和 PEG 估值法，给予目标价 22 元，增持评级。

外延式并购布局新能源汽车产业链。公司定增募集不超过 5.37 亿元，管理层认购了定增 52.6% 股份，锁定 3 年，彰显对公司转型前景的信心，时空汽车董事长陈峰参与 7.8%，为公司后续与时空汽车全方位深度合作提供足够想象空间。公司以 5750 万元收购杭州富特科技，富特客户包括时空、众泰和康迪，拥有稳定的客户和市场地位，预计时空 2015 年放量的物流车和乘用车将优先采购富特科技的车载充电系统，富特的市场占有率有望维持 20%，预计 2014-2016 年净利润 900 万、1800 万和 3000 万。根据公司定增预案中的表述，产业并购拟围绕新能源汽车充电桩、电机电控及关键基础设施充电桩等领域。我们认为，收购富特科技是公司迈出转型的第一步，预计后续还有持续的外延式并购。

试水新能源汽车租赁，探索模式重于短期盈利。公司与时空汽车合资成立新能源汽车运营服务公司，在湖南当地开展新能源汽车租赁业务。目前租赁业务的地域性较强，立足本土、力争拿到补贴才能盈利。如果初期运营几百辆车，利润贡献数百万，弹性较小。但随着新能源汽车放量和租赁业务的跨地域扩张，该业务仍有很大的成长空间。

电力设备主业平稳增长。隔离开关增长来自电网系统外和海外市场拓展，组合电器将快速放量，2015 年收入有望增长 100% 至 2 亿元。

风险提示。外延式并购进度不达预期，国内新能源汽车销量不达预期。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	411	496	567	1,063	1,471
(+/-)	17%	21%	14%	88%	38%
经营利润 (EBIT)	65	95	110	202	272
(+/-)%	33%	45%	16%	84%	34%
净利润	55	77	98	162	211
(+/-)%	10%	40%	27%	66%	31%
每股净收益 (元)	0.21	0.29	0.37	0.62	0.81
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	15.9%	19.1%	19.4%	19.0%	18.5%
净资产收益率 (%)	5.3%	7.1%	8.4%	12.5%	14.3%
投入资本回报率 (%)	8.3%	9.6%	13.1%	11.3%	16.7%
EV/EBITDA	23.2	17.1	13.8	10.8	7.0
市盈率	81.6	58.5	45.9	27.7	21.2
市净率	1.70x	1.70x	1.70x	1.70x	1.70x

请务必阅读正文之后的免责条款部分

交易数据

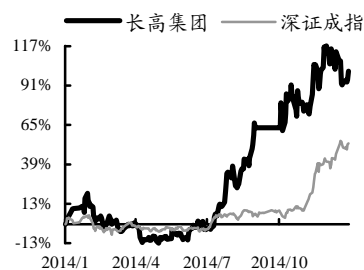
52 周内股价区间 (元)	7.41-21.20
总市值 (百万元)	4,480
总股本/流通 A 股 (百万股)	260/153
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	59%
日均成交量 (百万股)	5.30
日均成交值 (百万元)	85.92

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,148
每股净资产	4.41
市净率	3.9
净负债率	-27.90%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.05	0.06
Q2	0.12	0.12
Q3	0.08	0.09
Q4	0.05	0.10
全年	0.29	0.37

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-8%	23%	101%
相对指数	-9%	-9%	58%

相关报告

模型更新时间: 2015.01.20

股票研究

工业
资本货物

长高集团 (002452)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 22.00

当前价: 17.19

2015.01.19

公司网址

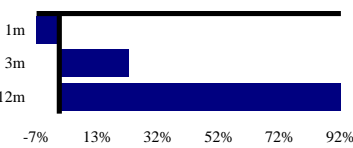
www.gykg.cn

公司简介

公司是专业生产大型发电厂和输变电建设所需的各种高压、超高压开关设备的民营高科技企业, 主要产品 550kV 及以下户内外高压隔离开关和接地开关、40.5kV 户外高压 SF6 断路器和真空断路器、40.5kV 及以下户外高压跌落式熔断器等。

公司拥有卧式、立式数控机加工中心及数控车、线切割、数控软连接扩散焊等各种机械加工设备 200 多台套, 拥有 800kV 工频耐压试验设备和 8000A 温升

绝对价格回报 (%)

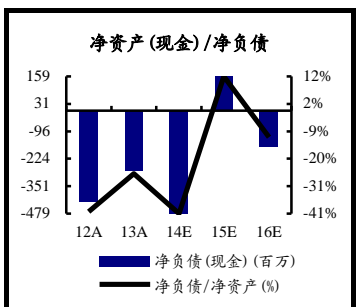
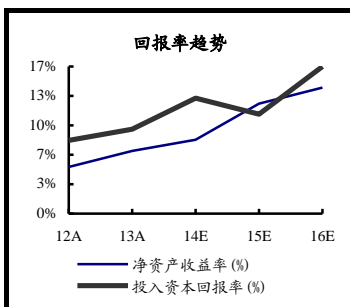
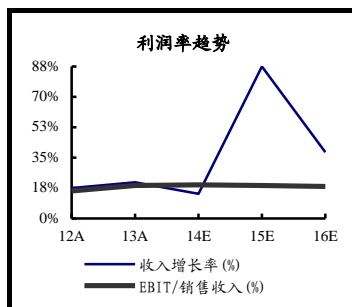


52 周价格范围 7.41-21.20

市值 (百万) 4,350

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	411	496	567	1,063	1,471
营业成本	256	294	334	630	879
税金及附加	2	4	5	10	13
销售费用	38	44	51	95	131
管理费用	49	59	67	127	175
EBIT	65	95	110	202	272
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	3	3	3	3
财务费用	-10	-6	-8	3	6
营业利润	60	85	121	203	269
所得税	12	15	21	36	47
少数股东损益	-6	-4	4	8	14
净利润	55	77	98	162	211
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	430	283	483	101	179
其他流动资产	3	120	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	196	201	176	207	195
无形及其他资产	87	83	81	79	77
资产合计	1,267	1,312	1,435	2,130	2,120
流动负债	196	198	260	810	597
非流动负债	20	18	4	6	9
股东权益	1,037	1,086	1,157	1,293	1,478
投入资本(IC)	628	815	692	1,474	1,344
现金流量表					
NOPLAT	52	78	91	167	225
折旧与摊销	13	20	17	19	22
流动资金增量	-130	-66	-40	-753	117
资本支出	-50	-18	13	-45	-5
自由现金流	-115	14	81	-612	358
经营现金流	-45	19	199	-561	366
投资现金流	-72	-140	16	-42	-2
融资现金流	-63	-35	-16	222	-286
现金流净增加额	-180	-157	199	-382	78
财务指标					
成长性					
收入增长率	17.5%	20.9%	14.2%	87.7%	38.3%
EBIT 增长率	32.5%	45.2%	15.7%	84.3%	34.5%
净利润增长率	10.2%	39.6%	27.3%	65.7%	30.6%
利润率					
毛利率	37.6%	40.9%	41.1%	40.8%	40.2%
EBIT 率	15.9%	19.1%	19.4%	19.0%	18.5%
净利润率	13.4%	15.4%	17.2%	15.2%	14.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	5.3%	7.1%	8.4%	12.5%	14.3%
总资产收益率(ROA)	4.3%	5.8%	6.8%	7.6%	10.0%
投入资本回报率(ROIC)	8.3%	9.6%	13.1%	11.3%	16.7%
运营能力					
存货周转天数	252	298	298	298	298
应收账款周转天数	199	193	193	193	193
总资产周转天数	1132	948	885	612	527
净利润现金含量	-0.82	0.24	2.04	-3.47	1.74
资本支出/收入	12%	4%	-2%	4%	0%
偿债能力					
资产负债率	17.0%	16.5%	18.4%	38.3%	28.6%
净负债率	-40.7%	-25.8%	-41.4%	12.3%	-11.5%
估值比率					
PE	81.6	58.5	45.9	27.7	21.2
PB	2.2	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	23.2	17.1	13.8	10.8	7.0
P/S	5.4	4.5	3.9	2.1	1.5
股息率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%



目 录

1. 外延式并购布局新能源汽车产业链.....	4
1.1. 定增收购杭州富特科技，迈出转型的重要步伐.....	4
1.2. 试水新能源汽车租赁，探索模式重于短期盈利.....	5
2. 电力设备主业平稳增长.....	6
3. 盈利预测与投资评级.....	8
4. 风险提示.....	8

1. 外延式并购布局新能源汽车产业链

1.1. 定增收购杭州富特科技，迈出转型的重要步伐

定向增发为并购整合做好资金准备。公司主业为隔离开关等电力设备产品，由于电网的投资增速趋于平稳，为实现更快的发展，选择新能源汽车产业链作为转型的方向。2014年10月22日公司启动定增预案，向管理层和机构增发不超过4900万股，募集不超过5.37亿元，发行价10.97元/股。增发资金一部分用于高压开关的资金需求（包括市场建设、产能建设和流动资金），另一部分用于新能源汽车专用零部件的外延式并购。**管理层认购了本次定增52.6%股份，锁定期3年，彰显了对公司转型发展前景的信心，时空汽车董事长陈峰的参与，为公司后续与时空汽车在产业链的合作提供足够想象空间。**

表 1、定增发行对象及认购数量

参与方	所属	认购数量 (万股)	发行后股权占比
马孝武	控股股东和董事长	760	20.28%
马晓	总经理、董秘	480	4.04%
廖俊德	常务副总经理	480	7.56%
林林	常务副总经理、财务总监	480	7.56%
陈峰	时空汽车董事长	380	1.23%
华沅投资	机构	1820	5.87%
华实投资	机构	500	

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

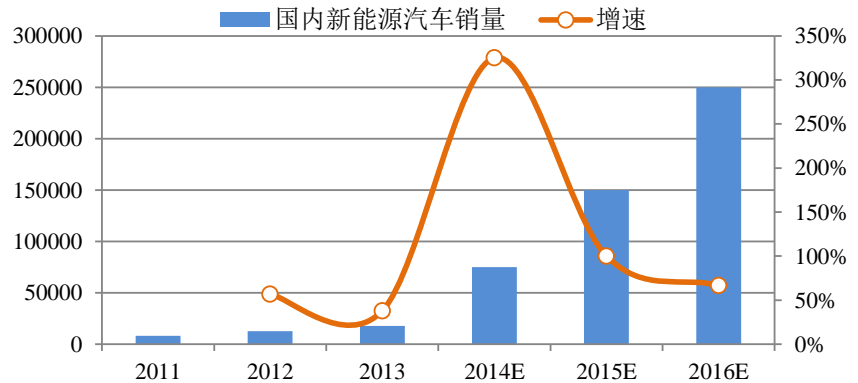
收购杭州富特科技，迈出并购转型第一步。富特科技2010年年成立，主要从事动力电池智能充电装置、BMS和智能均衡装置研发，产品包括电动汽车车载充电机、非车载充电产品、动力电池维护和微网储能产品，在国内乘用车车载充电机市场占有率第一。公司通过股权转让和增资持有杭州富特44.62%股权，成为第一大股东，转让方亚丁投资及陈峰、原股东承诺，富特2014-2017的净利润不低于800万、1200万、1560万和2028万。如果业绩承诺未实现，将进行补偿。如果富特2015-2017净利润超过5266万（即三年业绩承诺底限之和的110%），超过部分的20%作为富特管理团队的业绩奖励公司通过与杭州富特科技的优势互补，将加速拓展非车载充电桩基础设施制造和建设。

富特科技的客户包括时空、众泰和康迪，拥有稳定的客户和市场地位。我们预计2014年国内新能源汽车销量达7-7.5万辆，按20%市占率计算，富特科技的车载充电机产品有望达1.4-1.5万套，按每套3000元计算，收入4200-4500万。按40%毛利率、20%净利率水平计算，净利润800-900万元。基于富特科技与时空的合作关系、业绩承诺和陈峰入股长高集团的原因，我们预计时空2015年放量推广的电动物流车和乘用车，将优先采购富特科技的车载充电系统。

充电机作为新能源汽车的专用部件，其市场需求取决于新能源汽车的放量，纯电动汽车能不能放量是杭州富特做强做大最大的前提。按

20%市占率和3000元/套的假设，根据我们的测算，富特科技2014-2017年实现净利润900万、1800万、3000万和4800万。

图 1、2014-2017 年国内新能源汽车销量预测



数据来源：中汽协，国泰君安证券研究

表 2、富特科技盈利测算

	2014E	2015E	2016E	2017E
国内新能源汽车销量 (万辆)	7.5	15	25	40
市占率	20%	20%	20%	20%
富特科技销量 (万套)	1.5	3	5	8
单价 (元/套)	3000	3000	3000	3000
收入 (亿元)	0.45	0.90	1.5	2.4
净利率	20%	20%	20%	20%
净利润 (亿元)	0.09	0.18	0.30	0.48
业绩承诺 (亿元)	0.08	0.12	0.156	

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

公司收购富特科技股权及增资耗资5750万元，仅占定增资金10.7%，预计2014年富特科技归属上市公司净利润占总利润的比重仅4.5%，仅收购富特科技是无法实现上市公司战略转型的目的。基于公司转型的决心和充足的在手现金（截止2014Q3 3.22亿元，如果定增成功则增加至8.59亿元），我们预计后续还有持续的外延式扩展，集中在新能源汽车配套产业链环节，包括电控、电机、电驱动和空调等领域。

1.2. 试水新能源汽车租赁，探索模式重于短期盈利

2015年1月5日公司公告，与时空汽车合资成立新能源汽车运营服务公司，出资2550万元，占比51%，在湖南当地开展新能源汽车运营业务。目前汽车租赁业务的地域性较强，立足本土、力争拿到补贴才能盈利。假设一辆车一个月收费5000元，一年6万元，按10%运营净利率计算，如果采购200台，利润贡献仅120万元，对整体业绩影响有限。我们认为，公司试水租赁业务，不在于追求短期增量利润，关键在于探索模式。

合作方时空汽车被称为汽车界的“小米”，对公司后续做大做强租赁业务有重要的指导意义。

- **时空汽车开创新能源汽车租赁模式。**时空提供租赁方案，套餐包括“押金+每个月最多 1588 元租金”+“12.88 万元保证金+每月 1 元租金”，无需一次性支付买车费用，无需支付保险和承担车辆保养及折旧，有效规避电动汽车的高购车成本。如果车出现问题，可以拿回来维修或提供新车供使用，提升了用户体验。目前运营地点以杭州为主，深圳、广州、宁波等地也有，已接到近 1 万单用户租赁需求。

表 3、时空汽车提供的租赁模式及收费标准

车型	模式
众泰·时空 E20	 <p>套餐 A: 租赁价格 1288 元/月*36 月, 1488 元/月*24 月, 1588 元*12 月, 需支付 10000 元押金 套餐 B (限时优惠): 1 元/月*12 月, 需支付 128800 元租金 所有押金合约到期后退还</p>
东风·时空 A08	 <p>租赁价格: 4800 元/月 购买价格: 90000 元</p>
Lucar·明日星	 <p>租赁价格: 2800 元/月 购买价格: 48800 元</p>

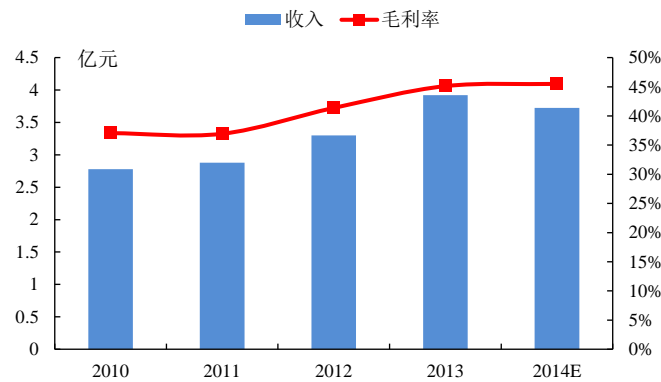
数据来源: 时空汽车官网, 国泰君安证券研究

- **抓住产业链核心环节**，动力电池由自己组建的团队研发和封装，其他环节找产业链里的厂商合作，与众泰合资主打产品 E20，定位于白领上下班代步使用，车主一星期只需充一次电。续航里程 266km，仅次于特斯拉 Model S 和比亚迪 E6，最高时速 80km/h。

2. 电力设备主业平稳增长

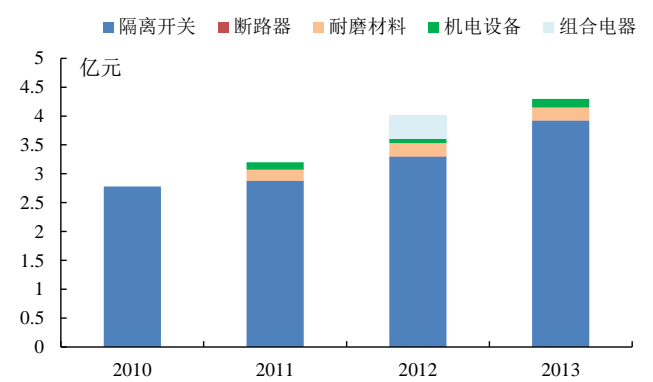
隔离开关业务增长有限。隔离开关是公司核心产品，国外几年增速 14-18%，净利率约 15%，ROE 高于 7%，在国网的集中招标中都保持稳定靠前的位置，2012-2013 累计中标占比 21%和 19%，竞争对手包括山东泰开、平高电气、思源电气、中国西电、西门子和 ABB 等。隔离开关市场已经到天花板，关键看国网和南网的招标。在稳定国内电网系统内的市场份额的同时，争取电网系统外市场和海外市场的更多订单成为增长的来源，但我们判断短期贡献有限，整体增速趋于平缓。

图 2、隔离开关收入增长趋于平稳，盈利能力稳定



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

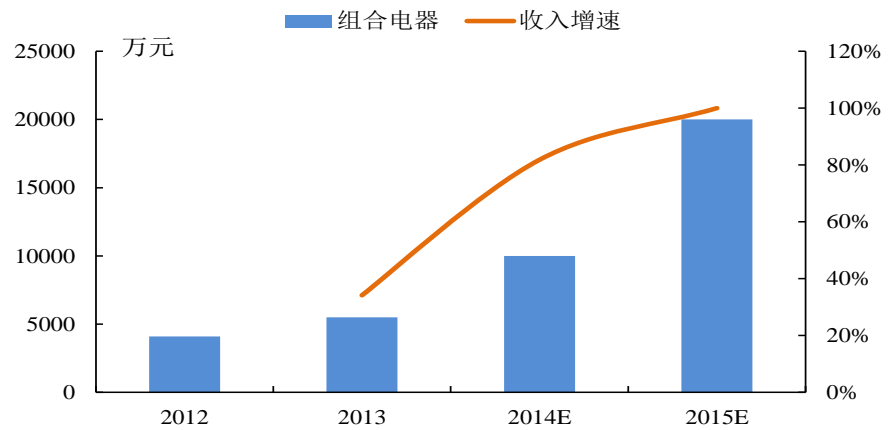
图 3、隔离开关收入占总收入比重超过 80%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

组合电器快速放量，成为隔离开关以外的第二主打产品。组合电器是公司上市后布局的新产品，经过前期的布局已逐步开始放量，在国家电网 2014 年的五次集中招标中四次成功中标，且中标份额较高。公司目前拥有 110KV 组合电器国家电网和南方电网的投标资质，在国家电网 2014 年上半年的三次集中招标中均有中标，目前正积极加快 220KV 组合电器的研发试制，争取尽快推向市场。预计 2014 年收入 1 亿元，2015 年增长 100%至 2 亿元。

图 4、组合电器收入将快速增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

成套电器处于布局阶段，大规模放量尚待时日。2013 年公司成套电器产品已完成全部型式试验，并取得了国家电网和南方电网的投标资质，在 2014 年国家电网招标中，成套电器首次成功取得订单，公司目前正对成套电器的自动化生产线进行生产线建设和安装测试，完成之后将大幅增加成套电器的产能。我们预计成套电器 2014 年收入 1000 万左右，由于批量不大，固定成本的摊薄较高，毛利将对较低，组合电器和成套电器的毛利率在 20%-25%之间。随着销量提升，预计盈利能力能达到隔离开关 40-45%的水平。

3. 盈利预测与投资评级

我们基于以下几点假设做盈利预测:

1. 隔离开关收入增长 0-10%，盈利能力维持稳定。组合电器快速增长，预计 2014-2016 年收入 1 亿、2 亿和 3 亿，毛利率随销量提升而提高。
2. 2014-2017 年国内新能源汽车销量 7.5 万、15 万、25 万和 40 万辆，杭州富特科技市占率维持 20%，盈利能力维持稳定。
3. 三费占收入比例维持稳定

表 4、同行可比上市公司估值对比

证券代码	公司 名称	现价	市值 (亿)	EPS			PE			2015
				2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E	PEG
300224	正海磁材	25.75	62	0.49	0.71	0.94	53	36	27	0.81
601179	中国西电	7.57	388	0.15	0.21	0.27	50	36	28	0.90
002664	信质电机	31.87	64	0.96	1.25	1.62	33	25	20	0.84
002047	东源电器	16.52	42	0.32	0.53	0.76	52	31	22	0.47
002594	比亚迪	39.57	980	0.46	0.93	1.37	86	43	29	0.42
			平均				55	34	26	0.69
002452	长高集团	17.19	45	0.37	0.62	0.81	46	28	21	0.41

数据来源: wind, 国泰君安证券研究 (可比公司数据为 Wind 一致预期, 数据更新为 2015 年 1 月 16 日)

PE 估值。基于对新能源汽车发展的乐观预期，目前新能源汽车产业链公司整体估值中枢较高，同行可比公司 2014-2016 年平均市盈率 55、34 和 26 倍，公司作为转型类公司，未来有向新能源汽车产业链外延式并购的预期，参照可比公司估值，按整体估值法（可比公司也有很多利润来自传统业务），给予 2015 年 35 倍 PE，目标价 22 元。

PEG 估值。可比公司 2015 年 PEG 平均 0.69，参照可比公司 PEG 估值水平，给予公司 2015 年 PEG 0.60，对应 2015 年 40 倍 PE，目标价 25 元。

首次覆盖，给予增持评级。我们预计公司 2014-2016 年 EPS 0.37、0.62 和 0.81 元，结合 PE 和 PEG 估值法，给予 22 元目标价，对应 2014-2016 年 PE 59、35 和 27 倍。首次覆盖，给予增持评级。目标价距离现价空间 28%。

4. 风险提示

国内新能源汽车销量不达预期。由于车载充电机的销量与国内新能源汽车销量紧密相关，如果终端需求不达预期，富特科技的业绩将难以实现业绩承诺。

外延式并购进度不达预期。我们判断公司在新能源汽车配套产业链环节，包括电控、电机、电驱动和空调等领域将有持续的外延式并购，这是提升估值的重要支撑。如果并购进度不达预期，公司业绩还将依赖于传统电力设备业务。

电力设备主业下滑。如果电网投资增速、客户施工进度放缓，或中标市占率下降，公司隔离开关业务下滑，将影响业绩增长。

新能源汽车板块调整，杀估值。在不考虑外延式并购的假设下，公司业绩增长相对平稳，股价主要受估值影响很大。新能源汽车上市公司的估值中枢大幅高于电力设备公司，作为战略转型公司，长高集团的估值受新能源汽车板块估值水平的影响较大。

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，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。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		