



专一、专业的高压隔离开关企业

IPO 询价区间 RMB 26.73~32.08
上市首日定价 RMB 29.70~35.64

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 25.00
发行后总股本 (百万股) 100.00
发行方式 网下询价配售
网上定价发行
保荐机构 华泰联合证券

主要股东 (IPO 前)

马孝武 32.47%
其他自然人股东 15.81%
廖俊德 11.20%
林林 11.20%
马晓 4.67%
黄荫湘 2.87%
陈益智 2.39%
张常武 2.39%
其他自然人股东 17.00%

收入结构 (MRQ)

高压开关 99.72%
房地产 0.28%

报告编号: NP10-NSP12

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	393.43	498.83	622.58	733.99
年增长率 (%)	-1.42	26.79	24.81	17.89
归属于母公司的净利润	74.53	98.58	128.74	154.73
年增长率 (%)	4.81	32.27	30.59	20.19
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.75	0.99	1.29	1.55

注: 有关指标按 IPO 后总股本为 100.00 百万股计算

■ 公司概况:

1、历史悠久的高新技术企业

公司前身为创建于 1965 年的长沙市高压开关厂, 1998 年改制设立长沙高压开关有限公司, 2006 年 1 月 14 日整体变更设立股份有限公司。公司发起人为马孝武、廖俊德、林林等 36 名自然人, 实际控制人为马孝武先生。

公司是湖南省“重点高新技术企业”和“高新技术产品”双高企业, 国家科技部火炬高技术产业开发中心“2007 年国家火炬计划重点高新技术企业”, 湖南省“2007 年度全省加速推进新型工业化先进企业”。

2、国内规模最大的高压隔离开关专业生产企业

公司是目前国内规模最大的高压隔离开关专业生产企业之一, 产品涵盖 12~1100kV 所有等级。公司连续三年在国家电网、南方电网隔离开关 (含接地开关) 招标中名列第一名, 平均市场份额达到 25.08%。

■ 募资项目:

1、募投项目达产后利润扩张一番

本次募集资金主要投向以下 3 个项目。由于三个项目公司已先行建设, 预计募集资金到位后, 2012 年底即可全部达产。项目达产后, 将新增营业收入 46864 万元, 比 2009 年增长 119.12%; 新增净利润 7349 万元, 比 2009 年增长 98.72%。

表 1 公司的募集资金项目计划概况

项目名称	投资额 (万元)	达产期	新增产能	新增营收 (万元/年)	新增净利润 (万元/年)
高压隔离开关和 接地开关易地改 扩建项目	24,079	4	550kV 及以下高压交流隔离开 关及接地开关: 1400 组; 800-1100kV 交流超高压、特高 压隔离开关及接地开关: 88 组; ±500kV-±800kV 直流超高压、特 高压隔离开关及接地开关: 70 组。	35,764	5,674
高压电器公司迁 扩建项目	5,423	4	12kV 隔离开关及接地开关: 2000 组; 42.5kV 隔离开关及接地开关: 2000 组; 42.5kV 断路器: 600 台。	11,100	1,002
有色金属特种铸 造项目	5,066	4	高压开关配套铸件: 1740.90 万 吨	—	673
合计	34,568			46,864	7,349

资料来源: 公司招股意向书

■ 业务结构

1、公司收入主要来源于低压电气分销

目前公司生产的主要产品为 126~1100kV 户外高压隔离开关、接地开关, 以及少量的 126kV 电压等级以下的隔离开关、接地开关、真空断路器等, 同时根据用户需要设计、生产 4000~12000A 的大电流高压隔离开关。

报告期内, 公司的营业收入主要来源于高压开关(隔离开关和接地开关)的销售, 126kV 及以上等级的高压开关构成主营业务收入的主要来源, 报告期内分别占到主营业务收入的 93.95%、90.51%和 89.37%, 平均占到 91.26%。

表 2 公司的营业收入结构(万元)

项 目	2009年		2008年		2007年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	39,319.59		39,825.09		34,125.97	
其中: 高压开关	39,209.61	100.00%	39,825.09	100.00%	34,125.97	100.00%
800kV及以上高压开关	—	—	897.86	2.25%	—	—
550kV高压开关	8,163.75	20.82%	11,106.41	27.89%	9,884.15	28.96%
363kV高压开关	1,749.14	4.46%	—	—	—	—
252kV高压开关	15,276.69	38.96%	17,269.62	43.36%	18,363.48	53.81%
126kV高压开关	9,837.39	25.09%	6,771.40	17.01%	3,812.91	11.17%
72.5kV及以下	4,182.64	10.67%	3,779.80	9.49%	2,065.43	6.05%
房地产	109.98		—		—	—
其他业务收入	23.7		84.2		65.4	

营业收入	39,343.29	39,909.30	34,191.37
------	-----------	-----------	-----------

资料来源：上市公司报告；上海证券研究所整理

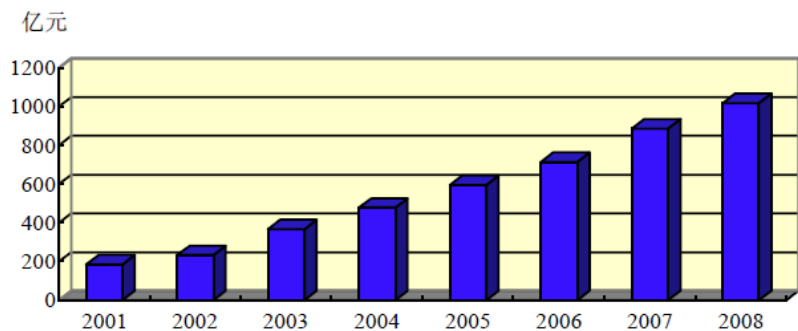
■ 行业概况

1、开关行业增速与电网投资息息相关

高压开关行业与电力行业的发展状况、发展趋势息息相关。一般而言，输配电设备约占电网总投资的 60%，其中输配电一次设备占 40%（其中变压器 20%，电线电缆 10%，高压开关 6%，电抗器、电感器、电容器合计 4%），二次设备占 20%。

根据《高压开关行业年鉴（2008）》，2001-2008 年，高压开关行业主营业务收入一直保持着快速增长的趋势。2004-2007 年，增长率分别为 27.3%、23%、20%和 23.78%，2008 年为 15.13%，增速有所减缓，但仍保持了强劲的增长态势。

图 1 2001-2008 年开关行业销售收入增长情况



资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

2、紧凑型变电站传统开关使用数量明显减少

数字化变电站的主要技术特征之一是系统结构紧凑化。紧凑型组合电器将断路器、隔离开关和接地刀闸、TA、TV 等组合在一个 SF6 绝缘的密封壳体内，实现了变电站布置的紧凑化。

在紧凑型变电站中，隔离开关和接地刀闸元件数量明显减少。以选用单母线连接的紧凑型组合电器构成一个半断路器接线，与常规布置相比，一个间隔内隔离开关从 8 个减少到 3 个，接地刀闸从 11 个减少到 3 个。数字化变电站的推广将明显减少对于隔离开关和接地刀闸的需求量。

3、智能化变电站拉动智能开关需求量

2009 年 5 月，国家电网提出“智能电网”的发展计划，在 2020 年全面建成坚强的智能电网，这将进一步推动电网投资。在智能电网的投资构成上，不考虑大规模储能装置，配网自动化和用户侧将占 40%，智能变电站占 20%、智能调度占 15%、柔性输电系统（含清洁能源接入侧设备）占 10%，其他投资占 15%。这也将给包括高压开关在内的输配电设备行业带来新的发展机会。

智能变电站的特征之一便是电力设备智能化。目前，智能断路器推广的范围还不广泛，2020 年前我国 110KV 等级以上的变电站将全部应用智能断路器。

4、特高压拉动高电压等级开关市场需求

国家电网规划在 2020 年前后，建成覆盖华北－华中－华东的交流特高压同步电网。根据我国电力建设发展规划，我国到 2020 年期间要建成特高压直流工程 15 个、包括特高压直流换流站 30 座，成为世界上拥有直流输电工程最多、输电线路最长、容量最大的国家。

国内众多重大特高压、超高压工程建设项目开工，将为包括隔离开关在内超高压、特高压开关的发展提供重要的机遇。

■ 竞争能力

1、中高等级隔离开关行业竞争格局稳定

根据中国电器工业协会高压开关分会编制的《高压开关行业年鉴（2008）》统计，我国主要高压开关设备和控制设备制造企业有 313 家。按产品电压等级分类，126kV 及以下隔离开关市场属充分竞争市场、363kV 及以上处于寡头垄断市场、252kV 介于二者之间，属垄断竞争市场。

在高电压等级隔离开关，市场集中度高，行业竞争格局比较稳定。从国家电网公司总部 2009 年集中招标情况看，公司、平高、西开、沈高、如高、泰开、西门子、阿海珐等 8 家企业合计占 800kV 隔离开关行业总量的 100%、550kV 占 97.29%、363kV 占 100%、252kV 占 100%。另据《高压开关行业年鉴（2008）》统计，上述公司合计占 126kV 隔离开关的 78.13%。

126kV 以下隔离开关因进入门槛相对较低，生产企业较多，市场较分散。

2、两电网招标中公司隔离开关市场中标数量最多

2007 年开始，国家电网公司集中招标范围扩大，打破了原地方市场垄断和区域保护，国产优质设备受益。

2007-2009 年，公司主要产品在国家电网公司总部隔离开关（含接地开关）集中招标以及南方电网和其下属公司的招标中，按中标数量计算的市场占有率处于行业第一。

表 3 国际电网、南方电网招标中各公司中标情况

企业名称	国网招标市场占有率			南网招标市场占有率			国网和南网招标市场占有率		
	2009年	2008年	2007年	2009年	2008年	2007年	2009年	2008年	2007年
长高	20.11%	15.85%	30.39%	29.82%	46.57%	50.29%	22.53%	19.88%	32.83%
平高	12.96%	8.91%	5.87%	12.74%	18.13%	18.47%	12.90%	10.12%	7.42%
泰开	14.65%	13.22%	9.60%	0.98%	—	—	11.24%	11.48%	8.42%
沈高	8.56%	14.20%	8.84%	1.82%	2.43%	8.22%	6.88%	12.65%	8.76%

西开	9.49%	11.30%	8.70%	14.23%	12.58%	15.76%	10.67%	11.47%	9.57%
如高	20.36%	13.84%	26.16%	13.35%	9.11%	1.35%	18.61%	13.22%	23.11%
阿海珐	8.76%	2.17%	0.52%	11.11%	5.81%	2.90%	9.35%	2.65%	0.81%
西门子	4.88%	9.29%	2.33%	10.83%	1.04%	3.00%	6.36%	8.20%	2.41%
其他	0.23%	11.22%	7.60%	5.12%	4.34%	—	1.46%	10.33%	6.67%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司招股意向书 中国低压电器网

3、126KV 隔离开关市场占有率前五

跟据《高压开关行业年鉴（2006~2008）》统计，公司 126kV 等级的隔离开关（含接地开关）市场占有率处于行业前 5 位。

表 4 国内中低压电气厂商市场知名度排名

	2008年	2007年	2006年
泰开	20.09%	18.54%	19.57%
西开	17.92%	21.40%	16.05%
如高	22.35%	20.67%	15.21%
长高	10.52%	7.30%	8.78%
平高	7.25%	12.80%	15.54%
其他	21.87%	19.29%	24.85%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司招股意向书 中国低压电器网

■ 财务分析

1、竞争加剧，产品市场价格有所下降

公司 2007~2009 年度实现的主营业务收入（高压开关）分别为 34,125.97 万元、39,825.09 万元和 39,209.61 万元，分别较上年增长 5,699.13 万元和 -615.49 万元。2008 年较 2007 年增长 16.70%，主要得益于电网投资的快速增长；2009 年较 2008 年出现小幅下降，主要是由于原材料价格下降以及市场竞争加剧，产品价格有所下降所致。

图 2 近三年公司细分行业营业收入情况（单位：万元）



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

2、公司综合毛利率维持高位

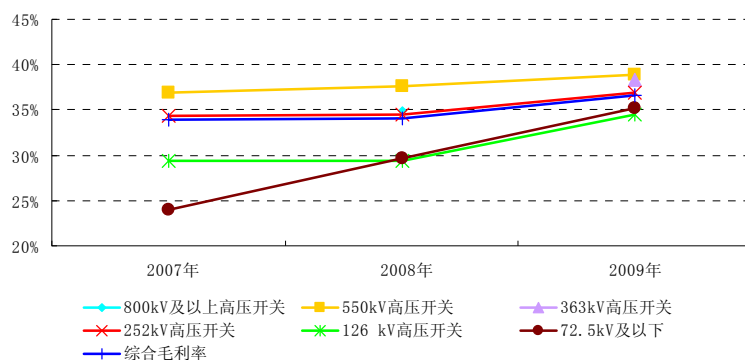
2007-2009 年，公司综合毛利率分别为 33.88%、34.05%和 36.62%，

综合毛利率水平总体保持稳定。与同行业上市公司相比，公司毛利率水平高于行业平均水平。

2008 年毛利率较 2007 年上升 0.17 个百分点，在销售价格下降 8.43 个百分点情况下，主要原因是公司从 2008 年制定并实施了《招标管理办法》，对外购件、外协部件等主要原材料进行招标采购，使得占原材料成本主要部分的支柱绝缘子、铸铝件、铝材等采购价格下降所致。

2009 年毛利率较 2008 年上升 2.57 个百分点，在销售价格下降 17.44 个百分点情况下，主要是占原材料成本主要部分的支柱绝缘子、外协部件、有色金属、黑色金属等采购价格较大幅度下降所致。近几年公司综合毛利率提升的主要拉动力是销售折扣增加。

图 3 近三年公司细分行业毛利率增长情况



资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

3、业务扩张期间费用率逐年上涨

近三年，公司期间费用占营业收入比重分别为 16.49%、13.01% 和 14.02%，呈现一定的波动性。

2008 年销售费用率下降的主要原因是公司在国网集中招标系统中的优势地位确立，公司出台了降低销售业务费用率的措施，使销售业务费用较 2007 年有所下降；2009 年公司销售费用率小幅上升主要原因是运费上涨造成的。

2008 年公司管理费用率下降主要原因是 2007 年公司确认了 1552.38 万元的股份支付费用，2008 年没有此项费用；2009 年公司管理费用率上升的主要原因是公司支付了土地使用费、并加大了 800kV 接地开关、SF6 断路器、GIS 等新产品开发费。

2008 年公司财务费用率上升的主要原因是增加借款导致利息增加；2009 年财务费用率下降主要原因是短期银行借款到期归还以及下半年新增短期借款所致。

表 5 公司主要财务指标增长情况 单位：万元

项 目	2009年		2008年		2007年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	2,057.21	5.23%	1,935.57	4.85%	1,941.25	5.69%

管理费用	3,207.12	8.15%	2,878.76	7.21%	3,397.07	9.94%
财务费用	252.18	0.64%	379.68	0.95%	292.28	0.86%
期间费用合计	5,516.51	14.02%	5,194.00	13.01%	5,630.60	16.49%

资料来源：上市公司报告；上海证券研究所整理

4、资产周转能力好于行业平均水平

报告期内，公司应收账款周转率逐年有所下降。2008 年公司应收账款周转率下降的主要原因是 2007 年第四季度销售收入大幅增长，而根据“1441”付款原则，10%的质保金大约在确认收入后 13-15 个月才能收回，2007 年销售收入大幅增长及付款方式的影响增加了 2008 年期初及期末应收账款。2009 年公司应收账款周转率下降的原因有二：一方面是由于当年销售收入略有下降；另一方面主要是 2008 年年末应收账款余额较大，在 2009 年应收账款期末余额比 2008 年年末仅增加 3.67%的情况下，2009 年应收账款平均占款较 2008 年增长 17.01%，从而导致 2009 年应收账款周转率有所下降。但与同行业上市公司相比，除 2008 年外，公司应收账款周转率高于行业平均水平。

报告期内，公司存货周转率水平相对较高，主要原因是公司在销售收入增长的同时，较好的控制了存货水平。公司存货周转率显著高于行业内平均水平，主要原因是公司对部分型号产品的组件，如支柱绝缘子、钢支架等要求供应商按约定的日期（通常是客户开箱验收的时候）直接送到客户的指定地点，与公司其他部件一起验收，并由客户签发收货单，因此公司部分存货取得时间和结转成本时间是同时的，从而导致公司的存货水平相对较低。

表 6 同行业上市公司营运能力比较（单位：次）

公司简称	应收账款周转率			存货周转率		
	2009年	2008年	2007年	2009年	2008年	2007年
平高电气	1.78	2.25	1.56	2.98	3.12	2.09
思源电气	3.37	3.45	3.80	2.86	2.70	2.55
中国西电	2.66	3.41	3.76	2.08	2.33	2.33
东源电器	1.67	2.17	2.22	3.15	4.65	3.93
鑫龙电器	4.46	4.25	3.30	1.14	1.10	1.20
北京科锐	3.83	3.98	3.02	3.42	3.52	3.20
平均值	2.96	3.25	2.94	2.61	2.90	2.55
长高高压	2.16	2.58	3.51	6.58	6.20	7.96

资料来源：上市公司报告；上海证券研究所整理

5、偿债能力处于合理水平

2009 年底公司资产负债率（母）为 41.60%，处于合理水平。报告期内，本公司的资产负债率呈下降趋势，2008 年末较 2007 年末降低主要由于增资和盈利增加致使所有者权益增加所致；2009 年末较 2008 年末下降 6.24 个百分点，主要是由于 2009 年度盈余增加所致。

2009 年底公司流动比率为 1.94 倍，处于合理水平，与行业平均水平相当。报告期内公司流动比率逐年走高，公司短期偿债能力较强。

表 7 同行业上市公司偿债能力比较 单位: % 倍

公司简称	资产负债率			流动比率		
	2009年	2008年	2007年	2009年	2008年	2007年
平高电气	46.82	62.12	58.24	1.70	1.29	1.31
思源电气	22.26	25.29	34.54	3.34	2.38	1.80
中国西电	80.46	78.47	73.70	1.14	1.14	1.20
东源电器	46.63	45.68	44.16	1.47	1.51	1.58
鑫龙电器	46.94	71.41	73.57	1.87	1.29	1.11
北京科锐	41.42	38.56	37.23	2.11	2.24	2.29
平均值	47.42	53.59	53.57	1.94	1.64	1.55
长高高压	41.60	47.84	54.97	1.94	1.61	1.43

资料来源: 上市公司报告; 上海证券研究所整理

■ 风险因素

1、原材料价格波动风险

报告期内, 原材料成本占公司高压开关主营业务成本的 90%左右, 原材料价格变化对公司经营业绩影响较大。公司生产产品所需的主要原材料包括支柱绝缘子、外协部件(铸铝件、铸铜件、铸钢件、铸铁件等铸件)、金属材料(铝材、铜材、钢材、无缝钢管、镀锌管等)及其他材料(标准件、电器元件、配套件等)。铜、铝等大宗商品价格变化对公司业绩有较大影响。

2、产品结构单一的风险

公司的主要产品为高压隔离开关和接地开关, 报告期内, 占公司主营业务收入的比例分别为 100%、100%和 99.72%, 产品结构比较单一。尽管公司已经在高压隔离开关和接地开关领域形成领先优势, 但由于在其他行业领域开拓较少, 产品线不够丰富, 如果电力行业的发展速度减缓, 或高压隔离开关和接地开关市场发生其他重大不利变化, 将对公司经营造成较大不利影响, 从而影响公司的发展和效益。

3、客户集中及可能面临不公平竞争风险

公司产品的最终用户主要集中于国家电网公司及南方电网公司。目前, 国家电网公司所属企业以收购方式进入高压开关设备制造领域, 未来可能使包括公司在内的其他非国网公司生产企业面临不公平竞争, 从而影响公司在国网公司及其下属公司的市场份额, 不利于公司的经营业绩。

4、补缴企业所得税的风险

2006 年 1 月, 公司注册地迁至湖南省高科技食品工业基地。根据湖南省人民政府办公厅《湖南省人民政府办公厅关于同意建立湖南省高科技食品工业基地的批复》(湘政办函[2000]95 号), 公司注册所在地湖南省高科技食品工业基地纳入长沙高新技术产业开发区(国务

院批准的国家级高新技术产业开发区)，并享受长沙高新技术产业开发区优惠政策。因此，公司 2006 年、2007 年度享受减按 15% 的优惠税率缴纳企业所得税的政策。2007 年 5 月 21 日，湖南省地方税务局确认公司按上述税收政策执行。

“湘政办函[2000]95 号文”是湖南省政府办公厅的文件，该等规定在湖南省适用，但其制订并无国家法律上的依据，也未经国家有权部门批准，公司因享受上述优惠而少缴的税款存在被追缴的可能。如果按照 33% 的所得税税率计算，公司 2006 年、2007 年可能补缴的所得税税款为 418.87 万元和 689.17 万元，占各期净利润的比例分别为 15.20% 和 14.05%。

■ 业绩预测

我们假设 2010 年-2012 年公司新增产能分别为达产产能的 30%、80% 和 100%。

我们认为，363KV 及以上产品技术壁垒高、市场竞争格局稳定，毛利率可以维持在现有水平。我们预计公司 363KV 以上产品毛利率有逐渐上行，主要是因为公司铸铝件产品可以自产。

126KV、252KV 产品市场竞入者越来越多，市场竞争加剧，毛利率有下行风险。我们预计在公司原材料价格下降的情况下，该等级产品毛利率可以维持稳定。

72.5KV 及以下产品市场竞争充分，但国家电网将 10KV 等级以上产品招标权收回后，产品质量较好的企业可以获得更多的份额，但激烈的竞争使得毛利率依然不会提高。我们预测公司毛利率高于行业平均水平的主要原因仍然是因为公司铸铝件产品可以自产。

近三年，公司原材料占主营成本比例为 91.39%，其中铸铝件占原材料成本的 71.05%，推算得知铸铝件成本占主营成本 64.93%。根据铝加工行业同类上市公司平均毛利率情况，我们假设铸铝件毛利率为 10%，则公司自产铸铝件可使得公司主营产品毛利率提高 6.5 个百分点。预计募投项目达产后，公司铸铝件自给率为 80%，则相当于公司主营产品毛利率提高 5.2 个百分点。

我们预计公司未来几年利润将稳定增长，预计 2010-2012 年归属于母公司的净利润将实现年递增 32.28%、30.59% 和 20.19%，相应的稀释后每股收益为 0.99 元、1.29 元和 1.55 元。

表 8 公司未来三年收入、利润结构预测

指 标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
800KV 及以上交流					
销量（组）					
单价（万元/组）	11.00		40.00	60.00	102.00

销售额 (万元)	81.62		80.00	80.00	80.00
增长率	897.86		3,200.00	4,800.00	8,160.00
毛利率	961.05%			50.00%	70.00%
550KV	34.96%		35.00%	38.00%	41.00%
销量 (组)					
单价 (万元/组)	374.00	327.00	375.00	440.00	490.00
销售额 (万元)	29.70	24.97	23.00	21.00	20.00
增长率	11,106.41	8,163.75	8,625.00	9,240.00	9,800.00
毛利率	13.34%	-26.50%	5.65%	7.13%	6.06%
363KV	37.56%	38.92%	40.00%	43.00%	45.00%
销量 (组)					
单价 (万元/组)		101.00	90.00	80.00	70.00
销售额 (万元)		17.32	17.00	17.00	27.00
增长率		1,749.14	1,530.00	1,360.00	1,890.00
毛利率			-12.53%	-11.11%	38.97%
220KV		38.34%	39.00%	41.00%	42.00%
销量 (组)					
单价 (万元/组)	2,436.00	2,070.00	2,352.00	2,700.00	3,010.00
销售额 (万元)	7.09	7.38	7.50	7.50	7.50
增长率	-5.96%	-11.54%	15.47%	14.80%	11.48%
毛利率	34.54%	36.93%	38.00%	40.00%	41.00%
126KV					
销量 (组)	2,301.00	3,368.00	3,600.00	4,000.00	4,460.00
单价 (万元/组)	2.94	2.92	2.90	2.90	2.90
销售额 (万元)	6,771.00	9,837.39	10,440.00	11,600.00	12,934.00
增长率	77.58%	45.29%	6.13%	11.11%	11.50%
毛利率	29.41%	34.51%	35.00%	35.00%	35.00%
72.5KV					
销量 (组)	2,795.00	3,575.00	4,000.00	4,400.00	4,900.00
单价 (万元/组)	1.35	1.17	1.20	1.20	1.20
销售额 (万元)	3,779.80	4,182.64	4,800.00	5,280.00	5,880.00
增长率	83.00%	10.66%	14.76%	10.00%	11.36%
毛利率	29.65%	35.25%	35.00%	35.00%	35.00%
±500kV-±800kV 直流超					
高压、特高压隔离开关及					
接地开关					
销量 (组)			600.00	1,600.00	2,000.00
单价 (万元/组)			0.14	0.14	0.14
销售额 (万元)			84.00	224.00	280.00
增长率				166.67%	25.00%
毛利率			30.00%	30.00%	30.00%
12kV 隔离开关及接地					
开关					
销量 (组)			1,500.00	4,000.00	5,000.00

单价（万元/组）			0.50	0.50	0.50
销售额（万元）			750.00	2,000.00	2,500.00
增长率				166.67%	25.00%
毛利率			36.00%	36.00%	36.00%
42.5kV 隔离开关及接地					
开关					
销量（组）			180.00	480.00	600.00
单价（万元/组）			6.00	6.00	6.00
销售额（万元）			1,080.00	2,880.00	3,600.00
增长率				166.67%	25.00%
毛利率			42.00%	42.00%	42.00%
42.5kV 断路器					
销量（组）			20.00	50.00	70.00
单价（万元/组）			80.00	80.00	80.00
销售额（万元）			1,600.00	4,000.00	5,600.00
增长率				150.00%	40.00%
毛利率			38.00%	40.00%	41.00%
合计					
主营收入(万元)	34,125.97	39,824.69	39,209.61	49,882.94	62,257.83
主营业务增长率		16.70%	-1.54%	27.22%	24.81%
主营业务毛利率	33.88%	34.05%	36.62%	36.51%	37.03%

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

■ 估值基准

合理估值为 29.70~35.64 元

基于已公布的 2008 年业绩和 2009、2010 年预测业绩的均值，国内同行业上市公司 2009 年平均市盈率为 37.54 倍，2010 年平均动态市盈率为 29.82 倍。国际同行业上市公司 2009 年平均市盈率为 15.01 倍，2010 年平均动态市盈率为 14.46 倍。

从近期上市的中小板股票看，2009 年平均市盈率为 53.59 倍，2010 年平均动态市盈率为 38.74 倍，与发行价相比平均涨幅为 10.96%。

我们认为，国内 550KV 环网架基本建成，超高压电力设备需求将下降；特高压大规模上马还存在一定的不确定性；而智能变电站建设将大规模减少隔离开关、接地开关的需求数量，公司未来成长性比较稳定。与同行业上市公司相比较而言，我们认为给予公司 2010 年 30-36 倍市盈率，公司合理估值区间为 29.70 元-35.64 元。

■ 定价结论

报价区间为 26.73~32.08 元

从最近上市的 15 只中小板股票运行情况看，至 6 月 29 日止平均

溢价率为 10.96%,即发行价相当于最新市场价平均折扣率为 9.88%。
 综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况,我们给予公司 10%的折让,我们建议询价区间为 26.73 元-32.08 元,对应的 2010 年动态市盈率区间为 27.00-32.40 倍、2009 年静态市盈率区间为 35.64-42.77 倍。

附表 1 长高集团盈利预测(单位:百万元人民币)

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	399.09	393.43	498.83	622.58	733.99
营业总成本	322.16	307.95	384.59	473.30	554.52
营业成本	263.46	249.29	316.70	392.05	456.46
营业税金及附加	2.56	2.87	3.74	4.67	5.50
销售费用	19.36	20.57	25.94	31.75	36.70
管理费用	28.79	32.07	40.41	49.81	58.72
财务费用	3.80	2.52	-3.19	-6.22	-4.33
资产减值损失	4.20	0.62	1.00	1.25	1.47
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	76.94	85.49	114.23	149.28	179.47
加:营业外收支净额	5.71	1.43	1.75	2.18	2.57
利润总额	82.64	86.91	115.98	151.46	182.04
减:所得税	11.54	12.48	17.40	22.72	27.31
净利润	71.11	74.44	98.58	128.74	154.73
减:少数股东损益	0.00	-0.09	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	71.11	74.53	98.58	128.74	154.73
总股本	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
摊薄 EPS(元)	0.71	0.75	0.99	1.29	1.55

数据来源:公司招股意向书 上海证券研究所整理

附表 2 同行业上市公司估值比较(2010-6-29)

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
601179	中国西电	6.43	0.27	0.32	0.39	0.43	23.81	20.09	16.49	14.95
600312	平高电气	10.26	0.21	0.34	0.63	0.72	48.86	30.18	16.29	14.25
002074	东源电气	10.09	0.24	0.29	0.34	0.41	42.04	34.79	29.68	24.61
002028	思源电气	25.70	2.16	1.12	1.45	1.87	11.90	22.95	17.72	13.74
002358	森源电气	41.90	0.70	0.94	1.29	2.11	59.86	44.57	32.48	19.86
002350	北京科锐	21.34	0.55	0.81	1.09	1.81	38.80	26.35	19.58	11.79
002298	鑫龙电气	13.03	0.35	0.52	0.66	0.88	23.81	20.09	16.49	14.95
国内同行业整体平均							65.74	48.04	27.15	16.01

ABB US	ABB	17.49	1.22	1.10	1.42	1.63	14.34	15.90	12.32	10.73
SIE GR	西门子	73.60	4.58	5.19	5.95	6.67	16.07	14.18	12.37	11.03
GE US	通用电气	14.48	0.99	1.09	1.31	1.56	14.63	13.28	11.05	9.28
国际同行业整体平均							15.01	14.46	11.91	10.35

数据来源: WIND 资讯 BLOOMBERG 资讯 上海证券研究所

附表 3 最近上市（中小板）同类公司股票的定价

股票代码	公司简称	股价	每股收益（元/股）				市盈率（倍）				涨跌幅
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	
002439	启明星辰	37.88	0.53	0.65	0.87	1.14	72.11	58.21	43.50	33.11	51.52%
002438	江苏神通	25.75	0.39	0.57	0.77	1.06	65.31	44.87	33.29	24.35	17.05%
002437	誉衡药业	61.18	0.93	1.32	1.86	2.61	65.76	46.30	32.82	23.40	22.36%
002436	兴森科技	31.22	0.70	1.02	1.36	1.67	44.88	30.59	22.89	18.66	-14.47%
002435	长江润发	15.07	0.33	0.44	0.55	0.66	46.09	34.51	27.22	22.85	-2.77 %
002434	万里扬	26.22	0.81	1.05	1.46	1.88	32.41	24.97	18.01	13.97	-12.60%
002433	皮宝制药	27.36	0.54	0.70	0.97	1.29	50.77	39.09	28.16	21.18	-8.25%
002432	九安医疗	22.70	0.31	0.48	0.71	0.98	72.11	46.91	31.99	23.18	17.13%
002431	棕榈园林	53.49	0.65	1.03	1.53	2.27	82.74	51.77	34.89	23.54	18.87%
002430	杭氧股份	24.25	0.63	0.75	0.92	1.15	38.78	32.31	26.22	21.08	34.72%
002429	兆驰股份	23.61	0.53	0.90	1.26	1.60	44.70	26.14	18.70	14.77	-21.30%
002428	云南锗业	41.35	0.62	0.75	0.97	1.35	66.58	54.88	42.50	30.63	37.83%
002427	尤夫股份	15.02	0.35	0.52	0.80	0.92	43.11	29.15	18.81	16.29	11.26%
002426	胜利精密	14.97	0.42	0.49	0.57	0.65	35.85	30.63	26.10	23.07	7.01%
002425	凯撒股份	23.32	0.55	0.76	1.06	1.33	42.74	30.81	22.08	17.51	6.00%
平均值							53.59	38.74	28.48	21.84	10.96%

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所整理

分析师承诺

分析师 牛品

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。