

长高集团（002452） 电力设备

——争做特高压开关龙头

投资评级	公司评级	收盘价	元
------	------	-----	---

投资要点:

- ◆ 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%。
- ◆ 公司在特高压隔离开关领域优势明显。公司获得晋东南-荆门1000kV 交流特高压3 座示范站中2 个站的1100kV 接地开关的订单，是目前仅有的两家实现100 万伏输电线路接地开关供货的供应商之一。而近期，公司又获得国网淮南-上海首批6 组1,362 万元特高压串补用隔离开关，占比达到50%。
- ◆ 在800kV 隔离开关的竞争中，公司也同样具备明显的竞争优势。2009 年公司800kV 隔离开关的市场份额为16%；而在而在2010 年国网第一次集中招标中，公司中标12 组800kV 隔离开关，占比达到86%。
- ◆ 公司在保持传统优势的同时，光电互感器等新产品未来有望成为公司新的盈利增长点。作为数字化变电站的核心部件，保守计算，未来光电互感器每年的市场规模将超过50 亿元。公司试制的1100kV 交流特高压光电互感器正在挂网试运行；而126kV 光电互感器则已通过全部型式试验，预计2010年既可在多座智能化变电站中推广使用。同时，美国JDSU 公司与公司已经签署合作意向协议，共同进军美国光电互感器市场。
- ◆ 根据可比公司目前估计对应的2010的市盈率为34倍，根据公司2010年的每股收益预测为0.90元，我们认为公司较为的合理股价约为30元左右，建议询价区间建议询价区间为25-30元。

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	393	450	585	809
营业收入增长率	1.4%	14.4%	29.9%	38.3%
净利润（百万元）	75	90	116	157
净利润增长率	5.7%	18.9%	20.0%	19.8%
EPS（元）	0.99	0.90	1.16	1.57
ROE	23.5%	10.2%	11.6%	13.6%
ROIC	33.1%	19.4%	18.7%	22.0%
EBITDA	88	104	148	211

2010 年 07 月 08 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)
上证指数/深圳成指
50 日均成交额(百万元)
市净率(倍)
股息率

基础数据

流通股(百万股)
总股本(百万股)
流通市值(百万元)
总市值(百万元)
每股净资产(元)
净资产负债率

股东信息

大股东名称

持股比例

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员：常格非
执业证书编号：S0020109061420
电 话：021-51097188-1925
电 邮：changgefei@gyzq.com.cn
联系人：赵喜娟
电 话：(86-21) 51097188-1952
电 邮：zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：中国安徽省合肥市寿春路179号（230001）

第 1 部分 公司概况

- ◆ 湖南长高高压开关集团股份有限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。长期以来，公司始终专注于高压隔离开关行业，作为专业的高压隔离开关生产企业，公司产品品种齐全，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%，优势明显。

表 1、公司 08~09 年高压隔离开关市场份额统计

	国网招标市场占有率		南网招标市场占有率		合计市场占有率	
	2009 年	2008 年	2009 年	2008 年	2009 年	2008 年
长高集团	20.11%	15.85%	29.82%	46.57%	22.53%	19.88%

资料来源：招股说明书

- ◆ 随着特高压、750kV 线路投资帷幕的拉开，公司获得了晋东南-荆门1000kV 交流特高压3 座示范站中2 个站的1100kV 接地开关的订单，是目前仅有的几家实现100万伏输电线路接地开关供货的供应商之一。而在1000kV 交流特高压串补线路中，公司获得淮南-上海交流特高压线路6 组隔离开关的订单，占比达到50%。
- ◆ 同时，在2009 年800kV 隔离开关的招标中33 台，市场份额达到16%，行业排名第三（第一、二名分别为西电集团、平高电气）。而在2010 年国网第一次招标中，公司中标14 组800kV 隔离开关中的12 组，占比达到86%。

表 2、公司在特高压、800kV 隔离开关领域的竞争情况(已中标数据)

	参与竞争企业	公司份额
1100kV 交流特高压接地开关	长高集团、西开、平高、新东北电气	50%~70%
1100kV 交流特高压串补用隔离开关	长高集团、泰开、平高、西开、新东北电气	50%左右
800kV 交流超高压隔离开关	西开、平高、长高集团、新东北电气	20%以上

资料来源：华泰联合证券研究所

第 2 部分 行业分析

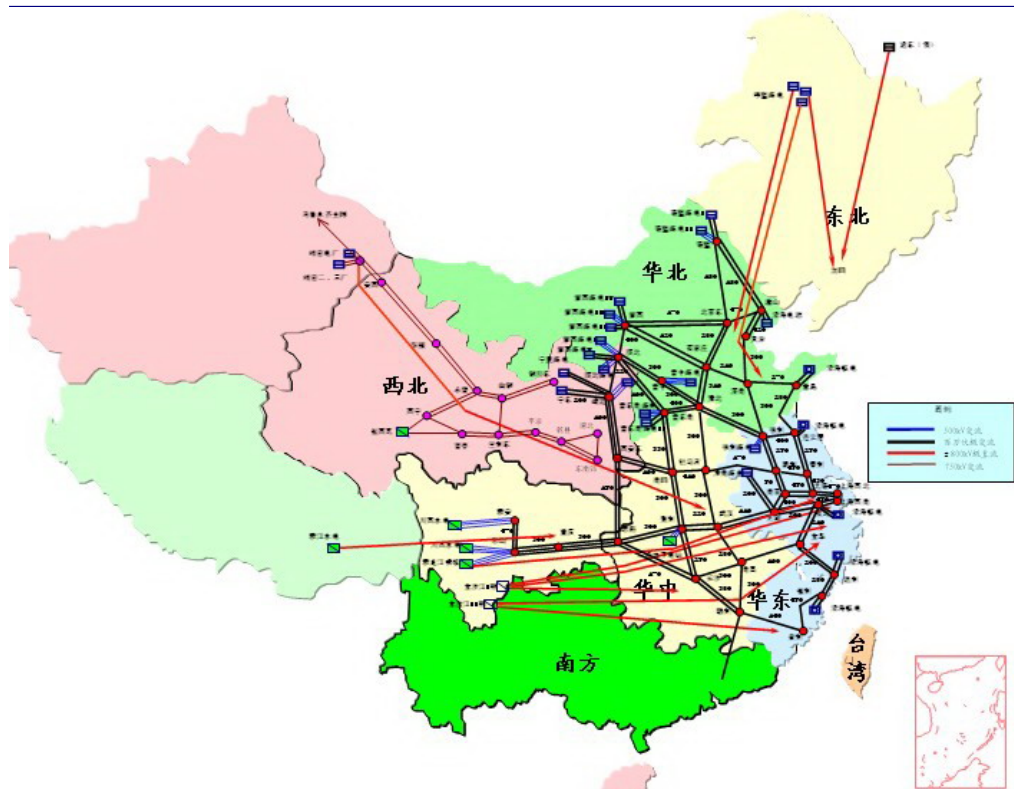
1100kV 交流特高压、800kV 隔离开关市场前景巨大

- ◆ 公司所处的行业属于输配电一次设备中的高压开关类，细分市场属于隔离开关（含接地开关）行业。高压开关是指在10kV 电压等级以上的电力系统中运行的户内和户外开关设备，在电力系统运行中起控制和保护作用，也是输配电设备中唯一以机械运动实现电气功能的设备。高压开关设备主要包括断路器、GIS、环网柜、隔离开关、接地开关、负荷开关等。
- ◆ 隔离开关是一种没有专门灭弧装置的开关设备，在电力系统中，其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。

- ◆ 目前的能源结构中，煤炭和水能是我国发电能源的两大支柱，今后的开发多集中在西南、西北和晋陕蒙地区，有逐渐向西部和北部地区转移的趋势。能源产地与能源消费地距离的不断加大，使得我国能源传输的方式也发生了巨大变化。
- ◆ 根据2020 年前后煤电基地外送规模的情况，如果不发展750kV 及特高压输电技术，而继续依赖现有的500kV 输电网络，需新增的输电回路数将使得电网公司难以承受，而且稳定性问题也将变得更加突出。为了进一步优化能源配置，建设750kV 及特高压电网刻不容缓。
- ◆ 750kV 及特高压电网的建设在经济上也具有明显优势。以交流特高压为例，其输送功率约为500kV 的5 倍。输送功率的明显提高，意味着输电回路的大幅减少。经过测算，在相同条件下，1000kV 特高压交流线路的建设成本比500kV 线路节省至少130 亿元。此外，电压等级的提高，也使得在输电距离延长3 倍以上，而线损仅为500kV 的30%。从占地面积看，交流特高压线路也可节省土地60%。1100kV、800kV 隔离开关、接地开关作为特高压、750kV 线路的配套产品，未来发展空间广阔。同时，由于1100kV、800kV 产品技术含量最高，所以利润也最为丰厚。作为电力设备的“皇冠”，无论哪种产品，谁能够进入特高压领域，谁都将获得高额的回报。

图一：我国 2020 年特高压电网规划



资料来源：国元证券研究中心

750kV：地域优势明显，新疆迎来高速发展期

- ◆ 国家电网规划到2010 年西北750kV 电网形成以青海拉西瓦水电站为顶点，以陕西的关中和宁夏的宁东为支点，形成倒“A”字型的主网架。北通道为拉西瓦—西宁—永

登—白银—宁东，南通道为拉西瓦—官亭—兰州东—平凉—关中，南北方向有兰州东—白银，官亭—西宁两个通道

- ◆ 2009 年国网投资313.05 亿元建设西北电网（750kV 主干电网）。其中750kV 电网建设工程投资139 亿元，较08 年增长152.7%。考虑原材料价格的影响，我们预计，2010 年750kV 电网的投资将达到280 亿元，同比增长100%。

表 3：2008～2009 年 750kV 线路招标情况

	单台变电容量	招标数量	变电容量	变电站所处省市
2008 年				
宝鸡站	70	3	210	陕西
西宁变电站六期扩建	50	3	150	青海
渭南变电站	70	4	280	陕西
延安变电站	70	4	280	陕西
榆横变电站	70	4	280	陕西
贺兰山变电站	50	4	200	宁夏
合计			1400	
2009 年				
吐鲁番三期扩建	50	3	150	新疆
哈密变电站二期扩建	50	4	200	新疆
巴州变电站二期扩建	50	4	200	新疆
乌北变电站	50	4	200	新疆
凤凰(玛纳斯)变电站	33.4	4	133.6	新疆
乾县变电站扩建工程	70	3	210	陕西
宝鸡二期扩建工程	70	3	210	陕西
金昌送变电工程	70	3	210	甘肃
酒泉送变电工程	70	4	280	甘肃
安西送变电工程	70	6	420	甘肃
黄河变电站扩建工程	70	3	210	宁夏
格尔木变电站工程	70	4	280	青海
银川东变电站工程	70	3	210	宁夏
日月山变电站	70	4	280	青海
合计			3194	

数据来源：国家电网

交直流特高压：电网安全的有力保证

- ◆ 2009 年5 月，国家电网宣布建设“坚强的智能电网”，至此智能电网拉开了帷幕。特高压电网作为智能电网未来发展的基础，其重要性得到了进一步的增强。交流特高压方面，目前已运行的交流特高压仅有晋东南-荆门示范线路。其它线路正在加紧基础建设，只要发改委对示范线路的运行意见出来，交流特高压建设将会迅速展开。
- ◆ 预计2010 年我国将有3 条交流特高压线路招标，分别是淮南-上海（4 个变电站）、晋东南-荆门II 回（1 个变电站）、锡盟-上海（9 个变电站），变电容量超过7,000 万千瓦安，总投资接近800 亿元。交流特高压作为我国未来骨干电网，今后2～3 年无

论是投资总额，还是投资增速，都将出现爆发式增长。

- ◆ 直流特高压方面，虽然直流特高压未来需求平稳，每年新增3~4 条线路；但是由于直流特高压技术难度高，所需设备成倍增长，所以未来也将是我国特高压重要的投资组成部分。

表四：我国交直流特高压投资规模预测（亿元）

	2009~2010年	“十二五” 期间	“十三五” 期间	合计
交流特高压	730	1522	548	2800
变电站投资	336	700	252	
线路投资	394	822	296	
直流特高压	498	1520	1107	3125
换流站投资	237	724	527	
线路投资	261	796	580	
特高压投资合计	1228	3042	1655	

数据来源：国家电网

特高压、800kV 隔离开关市场容量测算

- ◆ 隔离开关的作用是在检修断路器等设备时在待检测设备两边形成明显的断开点，通常是每台断路器配备2.5 组隔离开关。所以，我们在预测隔离开关在交直流特高压、750kV 领域的市场容量时，需要首先判断断路器的市场空间。断路器与GIS 具有替代关系，两者各具特点。一般来说，GIS 占地面积更小，性能更高，但价格也非常昂贵。平高电气生产的800kVGIS 的价格约为3,500 万元/间隔；而800kV 断路器（TGCB）的价格仅为GIS 的一半，约为1,500 万元。由于750kV 和特高压变电站位置均离城市很远，所以土地成本并不明显。
- ◆ 目前，750kV 线路中断路器的占比约为70%，而官亭-兰州首条750kV 示范线路则采用的是GIS 接线方式。这也反映出在线路大规模推广时，成本因素才是最重要的。虽然晋东南-荆门1000kV 交流示范站项目3 个变电站均采用的是GIS 接线方式，但是未来并不排除相当线路采用断路器的可能性。
- ◆ 同时，随着电压等级的不断提高，输电线路长度也在不断的增长，如何有效提高远距离输电能力也变得日趋重要。对于远距离输电线路，其输电能力主要取决于线路的稳定极限，采用串补技术可使系统稳定极限大幅度提高，从而提高线路的输电能力。发达国家均采用了串联技术来提高线路的输电能力，从而降低工程投资。未来，每条交流特高压、750kV 线路都将安装串补装置。按照每条双极线路安装2 套串补装置，每套串补装置需要3 组隔离开关，每组隔离开关230 万元测算，未来我国交流特高压、750kV 线路串补所需的隔离开关容量约为8 亿元。
- ◆ 根据规划，未来我国1000kV 交流特高压、800kV 直流特高压、750kV 交流超高压的变电容量分别为5.2、0.97、3.3 亿千伏安。假设断路器在1000kV 交流特高压线路的占比为30%、800kV 直流特高压占比100%、750kV 为70%，按照1.5 倍接线方式测算，未来我国交直流特高压、750kV 线路中隔离开关（含接地开关）的市场容量约为70 亿元。而09 年该市场规模仅为1.2 亿元，市场空间广阔。

表五：交直流特高压、750kV 隔离开关市场容量测算

		1000kV交流	800kV直流	750kV交流	合计
变电容量	亿KVA	5.21	0.97	3.30	
所需变压器数量	台	625	1034	566	
隔离开关所占的比例		30%	100%	70%	
变电站内隔离开关数量	组	843	3220	5346	
变电站内隔离开关单价	万元/组	90	35	60	
线路串补隔离开关的数量	组	260	-	260	
线路串补用隔离开关单价	万元/组	230	-	70	
隔离开关市场容量测算	亿元	13.6	11.27	33.76	58.63
变电站所需接地开关数量	组	281	-	1782	
接地开关单价	万元/组	70	-	40	
接地开关市场容量测算	亿元	1.98	-	7.13	9.11
隔离开关、接地开关市场容量测算	亿元	15.58	11.27	40.89	67.76

数据来源：华泰联合证券研究所

光电互感器：公司重点打造智能电网发展必备产品

- ◆ 数字化变电站所使用的IEC61850 是一个开放的、面向未来的电力系统无缝通信标准体系。如上图所示，IEC61850 标准按通信体系及设备功能将变电站自动化系统分为3 层：变电站层、间隔层、过程层。这种分层模式与现有大多数变电站自动化系统并不不同，现有系统中过程层的功能都是在间隔层设备中实现。
- ◆ 光电互感器的作用则是将变电站中间隔层越来越多的功能下放到过程层来完成。光电互感器安放于过程层，过程层可以完成电力运行的实时电气量检测；运行设备的状态参数检测；操作控制执行与驱动等功能。因此在三个层次中，过程层显得尤为重要，光电互感器作为数字变电站中的重要元件之一，对数字变电站自动化系统的影响是主要表现在两个方面：减小信号转化次数，提高精度，降低成本；优化变电站通信系统结构，实现信息共享。
- ◆ 光电互感器由高压部件将一次大电流信号通过磁电感应原理转换为弱电信号，再就地转换成数字信号，经过光纤传输给低压部件—合并单元。合并单元将数据打包后按标准格式发送至各种智能电子设备。高压部件中的电子器件供能方式采用激光供能方式。
- ◆ 随着数字化变电站的大规模推广，未来光电互感器也将出现爆发式增长。如果我们假设未来50%已建成的变电站需要更新换代为数字化变电站，2015 年完成；我们预计，光电互感器每年存量市场的规模约为25 亿元。再考虑新增市场，那么每年光电互感器的市场总规模将接近50 亿元，未来市场空间广阔。
- ◆ 目前，国内能够生产光电互感器的企业并不多，能够生产新型最先进的有源型光电互感器的企业更少。目前长高集团126kV 光电互感器已通过全部型式试验，252kV 光电互感器即将完成型式试验，550kV 光电互感器已经完成样机试制，1100kV 交流特高压光电互感器正在挂网试运行，具有明显的先发优势。

表六：光电互感器市场容量测算

变电站		110kV	220kV	500kV	合计
单个变电站所需光电互感器数量					
	110kV	25	45	45	
	220kV	-	25	45	
	500kV	-	-	25	
不同电压等级光电互感器价格					
		万元/组			
	110kV	11.5			
	220kV	20			
	500kV	60			
目前变电站数量		10,241	2,109	336	
已有变电站更换比例		50%	50%	50%	
存量市场光电互感器市场容量(亿元)		49.07	35.77	16.34	101.17
更新换代时间		4~5 年			
平均每年存量市场光电互感器容量		亿元			
未来每年新增装机容量(亿千瓦)		0.6			
未来每年新增变电站数量		1,200	250	40	
未来每年新增市场光电互感器容量		11.50	8.48	3.89	23.87
平均每年光电互感器市场容量(亿元)		23.77	17.42	7.97	49.16

数据来源：华泰联合证券研究所

第 3 部分 公司经营情况分析

重点发展高端产品，盈利能力显著提高

- ◆ 公司2009 年综合毛利率达到36.8%，比2008 年提高3 个百分点，盈利能力得到显著增强。公司产品毛利率提升幅度较大的原因在于，原材料价格的下跌，以及技术革新导致126kV 及以下隔离开关的成本大幅下降。
- ◆ 未来，随着公司特高压、800kV、光电互感器、智能开关等新兴产品的不断增长，公司的盈利能力将进一步提升。

表 7：公司毛利率变化情况

	2009年		2008年		2007年
	毛利率	增减百分点	毛利率	增减百分点	毛利率
800kV 及以上高压开关			34.96%		
550kV 高压开关	38.92%	1.36%	37.56%	0.59%	36.97%
363kV 高压开关	38.34%				
252kV 高压开关	36.93%	2.39%	34.54%	0.25%	34.29%
126 kV 高压开关	34.51%	5.10%	29.41%	0.10%	29.31%
72.5kV 及以下	35.25%	5.60%	29.65%	5.71%	23.94%
综合毛利率	36.62%	2.57%	34.05%	0.17%	33.88%

数据来源：招股说明书

拓展新的区域市场，经营规模不断扩大

- ◆ 公司未来将增加海外市场，以及工业领域的拓展。目前，由于产能、人员的限制，

公司的主要精力仍然在电网领域。但随着募投项目的投产，公司也将积极参与海外市场、工业领域的竞争。

- ◆ 鉴于俄罗斯电网改造接近1 万亿元的巨大市场空间，目前公司已经获得科技部发放的中俄科技合作专项经费500 万元，专门对“新一代集成式变电站智能开关技术”进行合作研究。6 月10 日，公司与圣彼得堡电力机械厂股份公司（俄罗斯圣彼得堡）就10kV~1000kV 隔离开关产品在俄罗斯合作生产事宜达成意向协议。其中，公司负责提供在俄罗斯组装隔离开关产品的相应成套配件（如导电部分、传动部件、机构等），负责对俄方相关人员进行装配生产、售后服务所需技能的培训，并协助俄方进行市场开拓及技术指导。而俄罗斯方面则提供生产厂房，并负责在俄罗斯进行隔离开关产品整体组装，以及在俄罗斯市场的推广、销售。
- ◆ 而在工业领域，订了切实可行的市场开发与营销网络发展计划，以充分发挥“长高”品牌的知名度，加大产品销售力度，扩大产品市场占有率。这包括完善国内销售网络组建针对非电网市场的专门销售队伍，制订专门的销售奖励办法；以及扩大销售队伍，使营销人员由目前占公司总员工的6%提高至8%左右。
- ◆ 公司力争在未来2-3 年内，主营业务收入达到10 亿左右，3-5 年内公司将建设成为以高压开关为主国内一流的大型现代化输变电设备制造企业。

公司竞争优势明显

- ◆ 细分领域市场龙头，成本控制能力强。公司长期专注于高压隔离开关领域，目前是国内规模最大的高压隔离开关专业生产企业之一。经过多年发展，公司产品品种齐全，涵盖12~1100kV 所有等级。2007~2009 年，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%，优势明显。

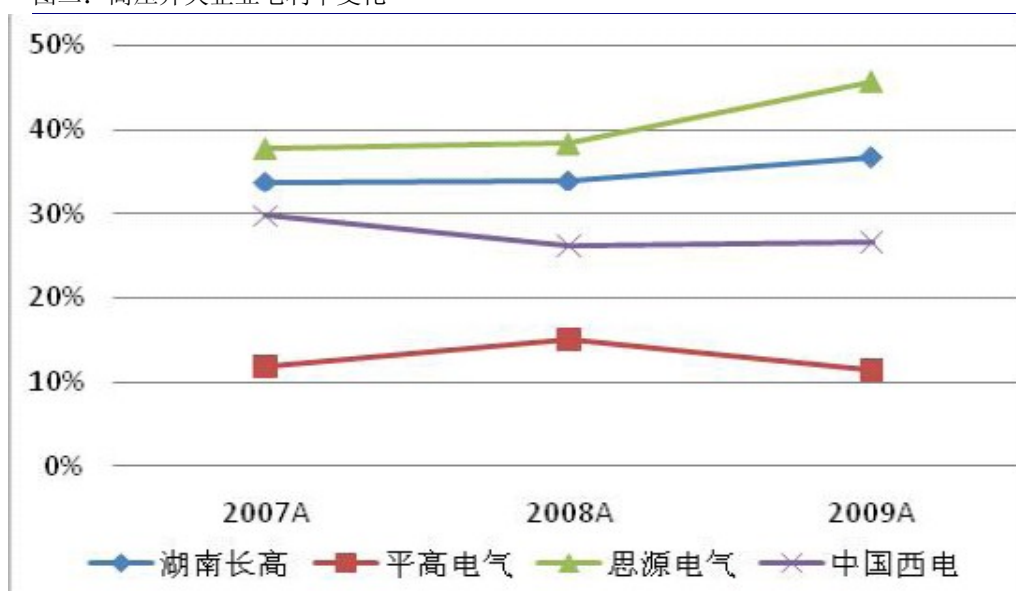
表八：公司 08~09 年市场份额统计

	国网招标市场占有率		南网招标市场占有率		合计市场占有率	
	2009 年	2008 年	2009 年	2008 年	2009 年	2008 年
长高集团	20.11%	15.85%	29.82%	46.57%	22.53%	19.88%
平高	12.96%	8.91%	12.74%	18.13%	12.90%	10.12%
泰开	14.65%	13.22%	0.98%	-	11.24%	11.48%
沈高	8.56%	14.20%	1.82%	2.43%	6.88%	12.65%
西开	9.49%	11.30%	14.23%	12.58%	10.67%	11.47%
如高	20.36%	13.84%	13.35%	9.11%	18.61%	13.22%
阿海珐	8.76%	2.17%	11.11%	5.81%	9.35%	2.65%
西门子	4.88%	9.29%	10.83%	1.04%	6.36%	8.20%
其他	0.23%	11.22%	5.12%	4.34%	1.46%	10.33%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：招股说明书

- ◆ 近年来，公司研制开发出具有国内外领先水平的近30种高新科技产品，拥有多项国际领先技术，并拥有完全自主知识产权，具备较强的科研实力和持续创新能力，可以根据用户需要设计、生产4000~12000A的大电流高压隔离开关。
- ◆ 随着国家电力建设的快速发展，用户对大电流、超特高压产品的需求量增多，对隔离开关的参数和可靠性等方面要求越来越高，公司投入大量的技术、资金，开发适应用户需求的大电流、超特高压产品。
- ◆ 目前，公司在1100kV接地开关、1100kV串补用隔离开关、800kV超高压隔离开关，以及±800kV直流特高压交流侧隔离开关等领域都取得了长足的进展，行业龙头地位更加明显。
- ◆ 同时，公司2007~2009年综合毛利率一直保持在33.8%~36.8%的较高水平，明显高于行业内其它同类公司。这主要得益于民营企业特有的成本控制能力。不断改进产品的设计，采用替代材料降低产品成本，精简生产线工序，这些都保证了公司一直拥有较高的毛利率。

图二：高压开关企业毛利率变化



数据来源：上市公司公告、招股说明书

特高压、800kV 业务快速增长，未来业绩弹性明显提高

- ◆ 交直流特高压、750kV线路投资的快速增长，也使得特高压隔离开关市场出现爆发式增长。经过测算，未来交直流特高压、800kV隔离开关（含接地开关）的市场容量将达到70亿元，而09年该市场规模仅为1.2亿元，未来发展空间广阔。
- ◆ 由于特高压、800kV技术难度很高，仅有少数几家企业有资质参与竞争，具有寡头垄断的特征，竞争并不激烈。公司凭借着自身强大的技术实力，已经在特高压市场中占得了先机。
- ◆ 特高压、800kV隔离开关、接地开关仅有长高集团、西开、平高电气、新东北电气、泰开等5~6家企业参与竞争。同时，由于GIS、断路器相比隔离开关利润更高，所

以西开、平高电气、新东北电气等龙头都将重点放在了GIS、断路器的竞争上，在隔离开关领域投入并不多。所以，公司在特高压、800kV 隔离开关的竞争优势明显。

- ◆ 公司参与建设我国众多国家重点工程，如世界首条特高压直流输电工程云南-广东±800kV 项目、西北至华中（四川）直流联网工程±500 千伏德阳-宝鸡直流输电项目、呼伦贝尔-辽宁±500kV 直流输电项目、宁东～山东±660kV 直流输电示范工程等等大型跨区域电网工程。其中，公司中标南方电网云南楚雄±800kV 直流特高压变电站550kV 隔离开关85 组，合同达到2,360 万。
- ◆ 同时，公司还获得了晋东南-荆门1000kV 交流特高压3 座示范站中2 个站的1100kV 接地开关的订单，是目前仅有的两家实现100 万伏输电线路接地开关供货的供应商之一而在淮南-上海1000kV 交流特高压线路中，公司获得6 组串补用隔离开关1,362 万元订单（已签订合同），占比达到50%。

图三：公司 1000kV 交流特高压示接地开关、串补用隔离开关市场份额

	晋东南-荆门	淮南-上海
接地开关	65%	
串补用隔离开关	-	50%

数据来源：上市公司公告、招股说明书

- ◆ 而在800kV 隔离开关的市场竞争中，西开凭借在西北地区的长期积累，2009 年市场份额达到39%，排名第一。平高电气、长高集团的市场份额分别为36%、16%，位列第二、三位。800kV 市场被5 家企业所垄断。

2009 年 800kV 隔离开关中标情况（组）

	中国西电	平高电气	长高集团	新东北电气	阿海珐	合计
中标情况	80	73	33	16	2	204
市场份额	39%	36%	16%	8%	1%	100%

数据来源：国家电网

- ◆ 在2010 年国网第一次招标中，公司中标14 组800kV 隔离开关中的12 组，占比达到86%，竞争优势进一步扩大。我们预计，公司在800kV 隔离开关的市场份额有望稳定在30%以上。

募投项目

公司公开募集投资项目主要用于“高压隔离开关和接地开关易地改扩建项目”、“高压电器公司迁扩建项目”，以及“有色金属特种铸造项目”，预计共需募集资金3.46 亿元。

募投项目	总投资	建设期
高压隔离开关和接地开关易地改扩建项目	24079	18 个月
高压电器公司迁扩建项目	5423	18 个月
有色金属特种铸造项目	5066	18 个月
合计	34568	18 个月

数据来源：上市公司公告、招股说明书

高压隔离开关和接地开关易地改扩建项目经济效益分析

项目	单位	金额	备注
新增营业收入	万元	35764	各年平均
新增税后利润	万元	5,674	各年平均
财务净现值(税后)	万元	13,547	折现率 12%
项目财务内部收益率(税后)	%	24.51	折现率 12%
投资回收期(税后)(含建设期1.5 年)	年	5.59	
项目资本金净利润率	%	21.18	
BEP(生产能力利用率)	%	38.21	
项目建设期	年	18	

高压电器公司迁扩建项目新增产能

	新增产能
12~40.5kV 隔离开关及接地开关	7,000
12kV 隔离开关及接地开关	2,000
40.5kV 隔离开关及接地开关	5,00
40.5kV 断路器	600

有色金属特种铸造配套项目新增产能

	吨
目前公司有色金属特种铸件产能	-
未来新增有色金属特种铸件产能	1,740.9
09年公司需求量	690.13
新增产能对金属特种铸件的需求量	1,373.49
未来公司对金属特种铸件的需求量合计	2,063.62
需求缺口	322.72

第 4 部分 盈利预测

- ◆ 未来公司在交直流特高压、800kV 压隔离开关领域将出现爆发式增长。并且，募投项目投产后，公司产能瓶颈的问题也将解决。这将帮助公司积极向海外市场，以及工业领域拓展。随着公司126kV 光电互感器开始挂网运行，未来公司在智能电网领域的收入也将出现快速增长。同时，由于美国智能电网也处于起步阶段，又鉴于中国电力设备产品较高的性价比优势，美国JDSU 公司已与公司签署合作意向协议，共同携手推广新型光电互感器在美国智能电网中的普及应用。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入预测					
隔离开关	39824.69	39,209.61	44,902.36	52,700.90	60,176.85
增长率	16.70%	-1.54%	14.52%	17.37%	14.19%
800kV 及以上	897.86	-	3,500.00	4,704.00	7,526.40
增长率	961.05%			68.00%	60.00%
550kV	11,106.41	8,163.75	6,980.01	8,061.91	8,465.00
增长率	13.34%	-26.50%	-14.50%	15.50%	5.00%
363kV		1,749.14	2,337.96	2,945.83	3,273.14
增长率					
252kV	17,269.62	15,276.69	16,083.90	16,888.10	17,732.50
增长率	-5.96%	-11.54%	5.28%	5.00%	5.00%
126kV	6,771.00	9,837.39	1,232.28	12,917.12	14,208.83
增长率	77.58%	45.29%	14.18%	15.00%	10.00%
72.5kV 及以下	3,779.80	4,182.64	4,768.21	6,007.94	7,089.37
增长率	83.00%	10.66%	14.00%	26.00%	18.00%
募投项目					8,531.52
光电互感器				3,925.00	8,800.00
126kV 断路器				1,200.00	2,400.00
126kV GIS				550.00	2,200.00
其它收入	84.20	132.00	100.00	100.00	100.00
收入合计	39,908.89	39,341.61	45,002.36	58,475.90	80,891.25
增长率	16.72%	-1.42%	14.39%	29.94%	38.33%
销售成本预测					
隔离开关	26,262.24	24,850.71	28,934.50	33,782.52	38,597.12
募投项目					5,520.14
光电互感器				1,969.96	4,509.90
126kV 断路器				750.00	1,500.00
126kV GIS				359.98	1,439.90
其它成本	82.72	17.18	50.00	50.00	50.00
成本合计	26,344.96	24,867.89	28,984.50	36,912.45	50,771.47
毛利率预测					
隔离开关	34.06%	36.62%	35.56%	35.90%	35.86%
募投项目					35.30%
光电互感器				49.8%	48.8%
126kV 断路器				37.50%	37.50%
126kV GIS				34.55%	34.55%
综合毛利率	33.99%	36.79%	35.59%	36.88%	37.23%

资料来源：华泰联合证券研究所

资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	425	833	867	1068	营业收入	393	450	585	809
现金	159	516	451	492	营业成本	249	290	369	508

应收账款	186	216	287	396	营业税金及附加	3	3	4	5
其它应收款	8	10	13	18	营业费用	21	23	29	40
预付账款	9	10	13	18	管理费用	32	35	44	61
存货	52	72	92	127	财务费用	3	4	3	2
其他	11	8	11	17	资产减值损失	1	3	4	4
非流动资产	121	280	405	435	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	57	142	243	304	营业利润	85	101	137	192
无形资产	48	51	54	57	利润总额	87	104	140	195
其他	15	87	108	74	所得税	12	14	19	27
资产总计	545	1113	1272	1502	净利润	74	90	121	168
流动负债	212	219	256	319	少数股东损益	0	0	5	11
短期借款	55	55	56	55	归属母公司净利润	75	90	116	157
应付账款	130	130	162	218	EPS (元)	0.99	0.90	1.16	1.57
其他	27	33	38	45	现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
非流动负债	12	8	9	9	经营活动现金流	71	47	70	90
长期借款	3	3	3	3	净利润	74	90	121	168
其他	9	5	6	6	折旧摊销	0	7	14	20
负债合计	224	227	265	328	财务费用	3	-4	-3	-2
少数股东权益	0	0	5	-16	投资损失	0	0	0	0
股本	75	100	100	100	营运资金变动	0	44	62	-97
资本公积	46	496	496	496	其它	-6	-1	-1	0
留存收益	196	285	401	559	投资活动现金流	-22	-139	-168	-50
归属母公司股东权益	317	882	998	1155	资本支出	22	165	136	47
负债和股东权益	545	1113	1272	1502	长期投资	0	0	0	0
主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E	其他	0	-3	-3	-3
营业收入	1.4%	14.4%	29.9%	38.3%	筹资活动现金流	68	479	4	1
毛利率(%)	36.6%	35.6%	36.9%	37.2%	短期借款	-5	0	4	1
ROE(%)	23.5%	10.2%	11.6%	13.6%	长期借款	0	0	0	0
ROIC(%)	33.1%	19.4%	18.7%	22.0%	普通股增加	0	25	0	0
					资本公积增加	0	450	0	0
					其他	73	4	3	2
					现金净增加额	44	358	-66	41

第 5 部分 估值分析

- ◆ 目前，由于产能受限，预计公司2010~2012 年销售收入分别为4.50、5.85、8.09 亿元，收入复合增长率为27.2%；归属母公司净利润分别为0.90、1.16、1.57 亿元，净利润复合增长率为28.3%。但随着2012 年募投项目的投产，公司又将进入新一轮的快速增长期。

- ◆ 以2010年6月10日的收盘价为基准，与长高集团同样受益于未来智能电网及特高压建设的上市公司主要有思源电气、平高电气、中国西电、北京科锐、鑫龙电器、国电南瑞等。2010年与公司类似的上市公司的平均预测市盈率为34倍。

	收盘价		EPS			PE	
	2010-7-6	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
思源电气	22.38	0.72	0.90	1.15	31	25	19
平高电气	9.26	0.23	0.31	0.38	40	30	24
北京科锐	22.85	0.55	0.72	0.96	42	32	24
鑫龙电器	11.70	0.23	0.34	0.45	51	34	26
森源电气	41.15	0.70	1.20	1.68	59	34	24
国电南瑞	37.11	0.50	0.64	0.90	74	58	41
中国西电	6.68	0.27	0.33	0.44	25	20	15
东源电器	9.86	0.24	0.30	0.40	41	33	25
国电南自	15.37	0.25	0.37	0.51	61	42	30
平均估值					47	34	25

- ◆ 根据可比公司目前估计对应的2010年的市盈率为34倍，根据公司2010年的每股收益预测为0.90元，我们认为公司目前的合理股价约为30元左右。

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn