

困难与机遇并举

2008 年年报点评

报告关键点：

- 08 年财务费用上升，利润下滑；09 年各产品都存在增长的机会
- 创业板推出将提升公司价值
- 09-11 年 EPS 分别为 0.79 元、0.9 元、1.05 元，给予“增持-A”投资评级

报告摘要：

- 长园集团公布 2008 年年报，实现主营业务收入 8.57 亿元，比 07 年增长 2.17%，实现净利润 9916 万元，同比下降 28%，每股收益 0.595 元。
- 业绩下滑原因：**2008 年上半年的紧缩的信贷政策，银行利率上调，导致财务费用大幅上升，比上年同期增加 2,449 万元，涨幅达 128%。另一个主要原因是 2008 年上半年原材料价格大幅上涨，人工成本上升，使产品成本和各项费用增加；同时由于金融风暴的影响，电子类产品销量的增长停滞，导致电子类产品的净利润下降了 27.5%。
- 管道防腐是热缩材料新增长点：**受金融危机影响，08 年下半年消费类电子产品的终端市场出现萎缩，导致热缩材料需求受到影响，发展放缓。但管道防腐产品，由于产品质量的提高，中石油的有效突破，业绩有稳步增长。热缩材料类产品的销售同比增长 17%。随着川气东送工程、西气东输二线工程、兰郑常管道工程以及中俄新疆最大输气管道工程的计划开工，掀起我国石油天然气管道建设的高峰期。管道防腐高端市场容量约 3.5 亿元，40% 被四川西普公司占有，30% 被长园、久远、双流、达胜分分摊。
- 电网设备产品放弃低价竞争：**08 年珠海共创、长园电力、深圳南瑞的销售均有增长。但由于出售了广东长园，电网设备类产品的销售同比下降 8.40%。从盈利来看，该类产品毛利率下降 10%，低价竞争是主要原因，我们在公司调研时领导表示要改变这种局面，在五防产品上已经与行业第一的珠海优特达成共识，深圳南瑞也将放弃低价策略。
- 电路保护元件或将受益 3G：**电路保护 PTC 元件，前 3 季度的销售收入和利润都创历史新高，但受金融危机的影响，原本 4 季度的传统销售旺季却大幅下降了 40%。全年销售下降 4%。随着 3G 市场的开放，一方面高端手机销售量将增加，会提升公司现有手机客户的市场份额及销售收入；另一方面，3G 网络建设需要投资基站等设备，基站内需要保护产品，维安在华为和中兴都是占有大份额的比例，对于销售也会有拉动作用。公司将通过适度购并和突破高端市场，力争在市场并不乐观的情况下，业绩不低于 08 年
- 并购与 PE 投资：**公司表示将严控 PE 投资，但仍会把握主业内的并购机会。公司目前旗下参股的武汉光迅已经中国证监会发审会 2008 年第 116 次会议上（首发）获通过；同时，公司旗下控股、参股的企业如长盈精密、东莞高能、和而泰、奈电电子、联创健和将面临在创业板上市的机会。
- 盈利预测与公司评级：**我们考虑公司在 09 年和 10 年中期分别增加深圳南瑞 15% 的股权，预测的 09-11 年 EPS 为 0.79 元、0.9 元、1.05 元。并购与 PE 投资是公司的显著特点，在创业板推出之前，我们给予“增持-A”评级，目标价位 18 元。

评级：
增持-A

上次评级： 中性-B

目标价格：
18.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 53.00 元

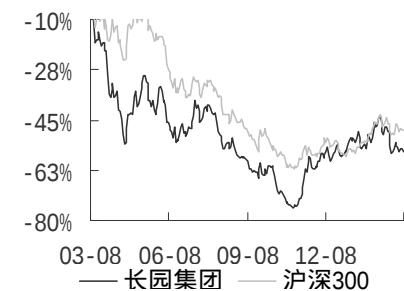
现价： 16.33 元

报告日期：
2009-03-13

市场数据

总市值(百万元)	2,720.36
流通市值(百万元)	1,913.32
总股本(百万股)	166.59
流通股本(百万股)	117.17
12 个月最高/最低	8.91/48.10 元
十大流通股东(%)	56.44%
股东户数	8,065

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(12.63)	(4.00)	(7.29)
绝对收益	(17.06)	9.02	(55.88)

研究员

黄守宏
行业分析师

010-66581627

huangsh@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	838.6	856.8	941.5	998.4	1,058.8
Growth(%)	72.4%	2.2%	9.9%	6.0%	6.0%
净利润	137.7	99.2	132.0	150.6	174.5
Growth(%)	36.2%	-28.0%	33.1%	14.1%	15.9%
毛利率(%)	39.0%	36.8%	36.8%	36.5%	36.5%
净利润率(%)	16.4%	11.6%	14.0%	15.1%	16.5%
每股收益(元)	0.83	0.60	0.79	0.90	1.05
每股净资产(元)	5.64	5.76	6.57	7.50	8.57
市盈率	19.8	27.4	20.6	18.1	15.6
市净率	2.9	2.8	2.5	2.2	1.9
净资产收益率(%)	18.0%	12.6%	14.7%	14.7%	15.0%
ROIC(%)	31.1%	13.8%	13.7%	13.2%	
EV/EBITDA	11.4	16.8	15.8	13.9	
股息收益率	0.0%	0.0%	1.0%	1.1%	

前期研究成果

长园新材：增仓需谨慎，给予“中性-B”首次评级

2007-08-03

表 1 长园集团盈利预测表

单位：万元

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	48,632.65	83,862.51	85,681.276	94,150.78	99,842.02	107,915
增长率		72.44%	2.17%	9.88%	6.04%	8.09%
成本	29,188.71	51,160.25	54,184.74	59,548.49	63,404.19	68,660.51
综合毛利率	39.98%	39.00%	36.76%	36.75%	36.50%	36.38%
热缩材料类	22,577.58	31,338.52	36,666.69	40,333.35	44,366.69	48,803.36
增长率		38.80%	17.00%	10%	10%	10%
成本	14,962.96	21,795.94	24,162.83	26,620.01	29,282.02	32,210.22
毛利率	33.73%	30.45%	34.10%	34%	34%	34%
电网设备类	25,202.25	35,980.39	32,956.50	36,252.15	36,252.15	38,064.75
增长率		42.77%	-8.40%	10%	0%	5%
成本	13,729.80	16,801.91	18,456.41	20,301.2	20,301.2	21,316.26
毛利率	45.52%	53.30%	44.00%	44%	44%	44%
电路保护元件		15,714.90	15,071.88	16,579.06	18,236.97	20,060.67
增长率			-4.09%	10%	10%	10%
成本		11,989.36	10,865.95	11,936.93	13,130.62	14,443.68
毛利率		23.71%	27.91%	28%	28%	28%
其他	852.82	828.69	986.22	986.22	986.22	986.22
增长率		-2.83%	19.01%	0%	0%	0%
成本	495.95	573.03	699.55	690.35	690.35	690.35
毛利率	41.85%	30.85%	29.07%	30%	30%	30%

数据来源：安信证券研究中心

表 2 深圳南瑞收益预测

单位：万元

	2006	2007Q2	2007	2008Q2	2008	2009E	2010E	2011E
股权比例	35%	35%	38.33%	38.33%	38.33%	53.33%	68.33%	68.33%
净利润	6780	2225	7,658	1930.39	6294.23	6924	7616	8378
贡献收益	988.75	778.75	2701.55	739.92	2412.58	3173	4633	6353

数据来源：安信证券研究中心

表 3 东莞高能收益预测

单位：万元

	2006	2007Q2	2007	2008Q2	2008	2009E	2010E	2011E
股权比例	36.31%	36.31%	30.02%	30.02%	30.02%	30.02%	30.02%	30.02%
净利润	3,535		3,255	1802.05	3756.7	3945	4142	4349
贡献收益	933.42		977.15	540.98	1127.76	1184	1243	1306

数据来源：安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-3-12		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	838.6	856.8	941.5	998.4	1,058.8	成长性					
减: 营业成本	511.6	541.8	595.5	634.0	672.4	营业收入增长率	72.4%	2.2%	9.9%	6.0%	6.0%
营业税费	3.7	4.0	4.7	5.0	5.3	营业利润增长率	37.3%	-30.8%	37.0%	16.1%	15.5%
销售费用	77.5	85.5	84.7	89.9	95.3	净利润增长率	36.2%	-28.0%	33.1%	14.1%	15.9%
管理费用	91.4	86.9	101.7	106.8	113.3	EBITDA 增长率	48.2%	-11.1%	10.2%	13.4%	12.6%
财务费用	19.2	43.7	30.5	30.7	31.0	EBIT 增长率	45.6%	-14.9%	18.9%	13.6%	13.5%
资产减值损失	0.7	3.8	5.6	2.3	0.5	NOPLAT 增长率	55.5%	-12.5%	13.6%	12.2%	14.0%
加: 公允价值变动收益	0.4	-0.2	-0.0	-	-	投资资本增长率	97.0%	14.3%	16.9%	7.0%	3.2%
投资和汇兑收益	36.4	27.7	43.6	58.8	76.6	净资产增长率	83.7%	2.1%	14.1%	14.1%	14.3%
营业利润	171.3	118.5	162.3	188.4	217.7	利润率					
加: 营业外净收支	17.4	23.5	20.0	18.0	20.0	毛利率	39.0%	36.8%	36.8%	36.5%	36.5%
利润总额	188.7	141.9	182.3	206.4	237.7	营业利润率	20.4%	13.8%	17.2%	18.9%	20.6%
减: 所得税	19.3	20.6	20.8	22.1	24.2	净利率	16.4%	11.6%	14.0%	15.1%	16.5%
净利润	137.7	99.2	132.0	150.6	174.5	EBITDA/营业收入	25.9%	22.5%	22.6%	24.2%	25.7%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	22.7%	18.9%	20.5%	21.9%	23.5%
货币资金	215.7	157.4	159.1	271.0	471.2	运营效率					
交易性金融资产	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3	固定资产周转天数	89	106	103	105	103
应收帐款	353.3	340.8	371.0	391.4	415.0	流动营业资本周转天数	90	146	176	192	187
应收票据	9.3	16.4	10.3	10.9	11.6	流动资产周转天数	234	313	295	315	364
预付帐款	22.1	73.9	79.9	86.2	92.9	应收帐款周转天数	101	129	121	125	125
存货	147.1	154.8	174.6	185.9	197.1	存货周转天数	48	64	63	65	65
其他流动资产	0.4	0.0	2.6	1.4	3.2	总资产周转天数	573	742	716	744	792
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	386	537	566	595	590
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	328.4	395.1	485.1	575.1	632.6	ROE	18.0%	12.6%	14.7%	14.7%	15.0%
投资性房地产	33.1	36.9	37.0	37.0	37.0	ROA	9.8%	6.7%	8.3%	8.4%	8.6%
固定资产	249.1	256.2	281.9	302.8	304.3	ROIC	31.1%	13.8%	13.7%	13.2%	14.0%
在建工程	50.1	60.6	45.3	37.6	19.3	费用率					
无形资产	87.4	73.9	69.0	64.5	60.3	销售费用率	9.2%	10.0%	9.0%	9.0%	9.0%
其他非流动资产	231.6	236.6	223.8	224.6	225.4	管理费用率	10.9%	10.1%	10.8%	10.7%	10.7%
资产总额	1,728.1	1,803.1	1,939.9	2,188.9	2,470.3	财务费用率	2.3%	5.1%	3.2%	3.1%	2.9%
短期债务	541.0	634.0	650.0	715.0	786.5	三费/营业收入	22.4%	25.2%	23.0%	22.8%	22.6%
应付帐款	101.9	102.7	114.2	121.6	128.9	偿债能力					
应付票据	4.5	-	4.9	5.2	5.5	资产负债率	45.6%	46.8%	43.5%	42.9%	42.2%
其他流动负债	77.0	61.5	111.6	134.6	155.8	负债权益比	83.8%	87.8%	77.1%	75.2%	73.0%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	0.97	0.90	0.95	1.02	1.15
其他非流动负债	20.0	14.9	8.5	9.1	9.7	速动比率	0.78	0.71	0.75	0.82	0.96
负债总额	787.9	843.0	844.7	939.7	1,042.4	利息保障倍数	9.92	3.71	6.32	7.13	8.03
少数股东权益	135.2	110.9	140.4	174.1	213.0	分红指标					
股本	128.1	166.6	166.6	166.6	166.6	DPS(元)	-	-	0.16	0.18	0.21
留存收益	676.9	682.6	788.2	908.7	1,048.3	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	940.2	960.1	1,095.2	1,249.3	1,427.9	股息收益率	0.0%	0.0%	1.0%	1.1%	1.3%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	169.3	121.3	132.0	150.6	174.5	EPS(元)	0.83	0.60	0.79	0.90	1.05
加: 折旧和摊销	36.6	48.3	20.0	22.1	23.1	BVPS(元)	5.64	5.76	6.57	7.50	8.57
资产减值准备	0.7	3.8	5.6	2.3	0.5	PE(X)	19.8	27.4	20.6	18.1	15.6
公允价值变动损失	-0.4	0.2	-0.0	-	-	PB(X)	2.9	2.8	2.5	2.2	1.9
财务费用	8.1	19.8	42.0	30.5	30.7	P/FCF	-13.1	128.0	-32.7	26.0	14.2
投资收益	-36.4	-27.7	-43.6	-58.8	-76.6	P/S	3.2	3.2	2.9	2.7	2.6
少数股东损益	31.6	22.1	29.5	33.6	39.0	EV/EBITDA	11.4	16.8	15.8	13.9	12.0
营运资金的变动	-42.1	-94.4	12.1	-7.5	-13.9	PEG	2.9%	20.7%	-8.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	71.5	97.7	186.2	173.2	177.5	CAGR(%)	6.9	1.3	-2.5	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-352.5	-237.7	-77.5	-62.3	17.0	ROIC/WACC	3.5	1.6	1.5	1.5	1.6
融资活动产生现金流量	395.1	81.7	-40.9	4.2	5.6	REP	0.6	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

黄守宏，电力设备行业分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16 年电力行业工作经验。2007.7 加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤

021-68763879

李国瑞

021-68763872

马正南

010-66581668

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034