

王鹏
 0755-25310483
 wpeng@cmschina.com.cn

2009年3月18日

长园集团 (600525.SH)/16.11元

电网设备扩产和PE投资收益将是股价刺激因素

工业·电力设备

目标估值: 16-20元

强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2218
总股本(万股)	16659
已上市流通股(万股)	11717
总市值(亿元)	26
流通市值(亿元)	18
每股净资产(MRQ)	5.1
ROE(TTM)	10.0
资产负债率	46.8%
主要股东	长和投资有限公司
主要股东持股比例	36.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-24	14	-56
相对表现	-15	2	-9



相关报告

- 1、《长园集团(600525)-短期业绩有压力,看好电网设备业务前景》2008/12/31
- 2、《长园新材(600525)-三大主业快速增长,配股项目提升高端产品产能》2008/9/19
- 3、《长园新材(600525)-电网设备业务增长有望加快》2008/8/4
- 4、《电力设备行业2008年度策略报告-行业持续增长,关注成长性公司》2008/1/2

长园集团2008年度公司实现营业收入8.57亿元,比上年同期增长2%;归属于母公司股东净利润9916万元,比上年同期下降28%;公司08年每股收益为0.6元。这一结果明显低于市场预期,为此我们对公司进行了实地调研。

- **电网设备收入同比下降8.4%的主要原因是出售广东长园股权。**08年公司并表电网设备类企业长园电力、珠海共创的销售收入均有一定增长,但由于2008年5月出售了广东长园35%的股权(保留25%股权),广东长园不再合并报表,造成电网设备销售收入在上年基数上减少约1亿元。同时,公司四季度订单也有明显下降。2008年电网设备类产品的销售收入同比下降8.40%。
- **热缩材料受金融危机影响较大,09年一季度订单量开始恢复。**公司热缩材料80%的订单来源于消费类电子产品,受经济环境的影响,从2008年10月份开始公司热缩材料订单大幅下降。但长园长通生产的管道防腐产品成功中标中石油西气东输项目,实现销售收入约4000万元。2008年热缩材料类产品的销售收入同比增长17%。09年一季度,热缩材料主要客户订单量已有反弹。
- **电路保护元件产品缓慢增长:**长园维安生产的PTC保护元件主要向三星、摩托罗拉手机生产商供货。2008年前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%,全年销售与07年基本持平。2009年公司开始向苹果公司和LG提供产品,随着手机市场回暖,PTC保护元件销量有望回复增长。
- **09年公司环网柜和电缆附件扩产,以及PE投资收益有望提高公司业绩。**公司在珠海的生产基地及500kV超高压实验大厅已经建成,预计09年贡献销售收入5000万元。PE投资方面,公司投资的武汉光讯已获发审会通过;和而泰公司正在申请上市,另有三家企业准备申请创业板上市,因此2009-2010年是公司PE投资的收获期。我们对公司的盈利预测不包含PE投资收益。
- **维持“强烈推荐”投资评级:**如不考虑配股的影响,长园集团2009至2011年每股收益分别为0.73, 0.92和1.20元,按09年25倍的市盈率计算,目标估值为16-20元,维持“强烈推荐-A”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	839	857	973	1186	1386
同比增长	72%	2%	14%	22%	17%
营业利润(百万元)	171	118	165	211	277
同比增长	37%	-31%	39%	28%	31%
净利润(百万元)	138	99	121	154	200
同比增长	36%	-28%	22%	27%	30%
每股收益(元)	1.07	0.60	0.73	0.92	1.20
PE	15.0	27.1	22.2	17.5	13.4
PB	2.6	3.2	2.8	2.4	2.1

资料来源:招商证券

表 1: 主要并表控股公司按权益计算的净利润

控股企业	主营业务	股权	2007	2008	2009E	2010E	2011E
长园电子	热缩材料	100.0%	49.7	45.9	46.3	51.0	58.6
长园长通	通信热缩材料	100.0%	4.1	0.0	5.0	19.0	35.0
长园电力	电网设备	100.0%	22.7	23.0	23.5	25.3	29.1
珠海共创	电网设备	82.5%	32.8	34.0	35.7	39.2	45.1
广东长园	电网设备	60.0%	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0
上海维安	电路保护	60.8%	18.1	10.6	11.6	12.2	12.8
长园盈佳	创业投资	100.0%	14.1	0.0	0.0	0.0	0.0
热缩配股项目	热缩材料	100 %	-	-	6.4	15.7	25.0
电缆附件、环网柜项目	电网设备	100 %	-	-	4.8	15.5	36.6
合计			147.6	113.4	133.3	177.9	242.3

数据来源: 招商证券

表 2: 主要参股公司投资收益贡献

参股企业	主营业务	股权	2007	2008	2009E	2010E	2011E
东莞高能	绝缘子	30.0%	9.8	11.3	11.8	12.4	13.1
深圳南瑞	变电站继保	35.0%	26.8	15.4	22.2	22.5	23.6
广东吉熙安	电网设备	25.0%	0.0	1.0	1.0	1.2	1.4
合计			36.6	27.7	35.1	36.1	38.1

数据来源: 招商证券

表 3: 销售收入结构预测

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	838.6	856.8	972.9	1186.4	1386.4
热缩材料	313.4	366.7	416.7	507.5	577.5
电网设备	359.8	329.6	379.6	489.6	609.6
电路保护元件	157.2	150.7	165.8	177.4	186.3
其他	8.3	9.9	10.8	11.9	13.1
收入增长率	77%	2%	14%	22%	17%
热缩材料	39%	17%	14%	22%	14%
电网设备	49%	-8%	15%	29%	25%
电路保护元件	-	-4%	10%	7%	5%
毛利率	39.0%	36.8%	35.3%	33.4%	33.7%
热缩材料	30.5%	34.2%	32.0%	30.0%	30.0%
电网设备	53.3%	44.0%	43.7%	40.2%	40.2%
电路保护元件	23.7%	28.0%	25.0%	24.5%	24.5%

数据来源: 招商证券

表 4: 季度财务数据回顾

(百万元)	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4
营业收入	149	191	220	278	199	238	232	189
营业毛利	51	67	87	122	71	85	82	77
营业费用	14	18	20	26	21	22	19	23
管理费用	18	21	26	25	24	23	20	20
财务费用	5	1	5	9	9	12	12	11
投资收益	6	12	12	6	10	15	15	-11
营业利润	19	37	47	68	26	40	44	8
归属母公司净利润	19	31	37	51	24	31	33	11
EPS (元)	0.15	0.24	0.29	0.40	0.14	0.19	0.20	0.07
主要比率								
毛利率	34%	35%	39%	44%	36%	36%	35%	41%
营业费用率	66%	65%	61%	56%	64%	64%	65%	59%
管理费用率	12%	11%	12%	9%	12%	10%	9%	10%
营业利润率	13%	20%	21%	24%	13%	17%	19%	4%
有效税率	10%	12%	10%	10%	16%	14%	9%	24%
净利率	13%	16%	17%	18%	12%	13%	14%	6%
YoY								
收入	69%	61%	69%	95%	33%	24%	5%	-32%
归属母公司净利润	69%	61%	69%	95%	33%	24%	5%	-32%

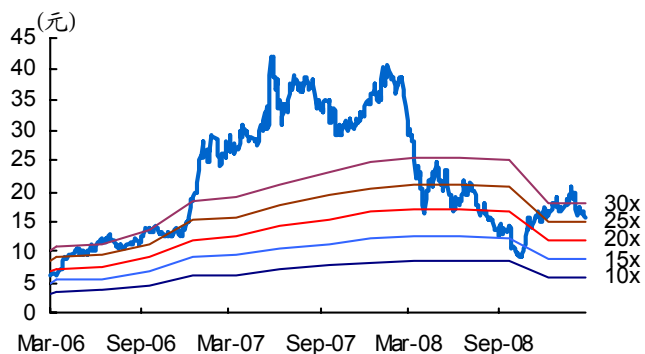
数据来源: 招商证券

表 2: 盈利预测简表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	839	857	973	1186	1386
营业成本	512	542	629	790	919
营业税金及附加	4	4	5	6	7
营业费用	78	86	85	89	93
管理费用	91	87	93	98	103
财务费用	19	44	30	28	25
资产减值损失	1	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	(0)	0	0	0
投资收益	36	28	34	36	38
营业利润	171	118	165	211	277
营业外收入	18	25	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	189	142	168	214	280
所得税	19	21	19	26	35
净利润	169	121	148	188	245
少数股东损益	32	22	27	34	45
归属于母公司净利润	138	99	121	154	200
EPS (元)	1.07	0.60	0.73	0.92	1.20

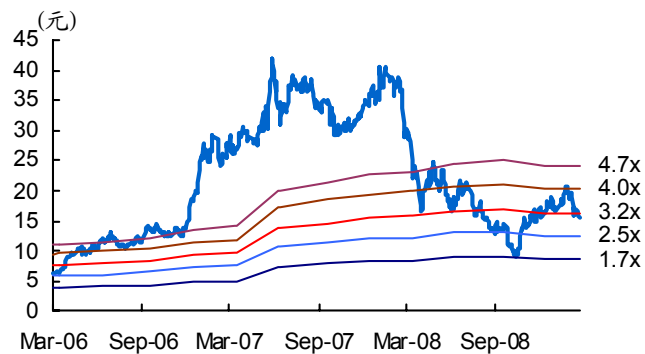
资料来源: 招商证券

图 1: 长园集团历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 长园集团历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《长园集团（600525）- 短期业绩有压力，看好电网设备业务前景》2008/12/31
- 2、《长园新材(600525) - 三大主业快速增长，配股项目提升高端产品产能》2008/9/19
- 3、《长园新材（600525）- 电网设备业务增长有望加快》2008/8/4
- 4、《电力设备行业 2008 年度策略报告 - 行业持续增长，关注成长性公司》2008/1/2

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	748	744	806	1034	1289
现金	216	157	263	378	556
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	9	16	12	14	17
应收款项	316	298	256	302	328
其它应收款	37	43	49	59	69
存货	147	155	175	217	249
其他	23	74	52	63	70
非流动资产	980	1059	1150	1129	1129
长期股权投资	328	395	395	395	395
固定资产	249	256	364	350	357
无形资产	87	74	66	60	54
其他	315	334	324	323	322
资产总计	1728	1803	1956	2163	2418
流动负债	768	828	845	882	915
短期借款	541	634	650	650	650
应付账款	85	72	82	104	124
预收账款	18	16	18	20	21
其他	125	106	95	108	120
长期负债	20	15	15	12	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他	20	15	15	12	9
负债合计	788	843	860	894	924
股本	128	167	167	167	167
资本公积金	339	262	262	262	262
留存收益	338	421	530	668	848
少数股东权益	135	111	138	172	217
母公司所有者权益	805	849	958	1096	1277
负债及权益合计	1728	1803	1956	2163	2418

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	72	98	237	153	237
净利润			121	154	200
折旧摊销			46	51	50
财务费用			30	28	25
投资收益			(34)	(36)	(38)
营运资金变动			42	(79)	(45)
其它			31	35	45
投资活动现金流	(352)	(238)	(137)	(30)	(50)
资本支出			(148)	(30)	(50)
其他投资			11	0	0
筹资活动现金流	395	82	6	(8)	(9)
借款变动			16	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(12)	(15)	(20)
其他			2	7	11
现金净增加额	114	(58)	106	115	178

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	839	857	973	1186	1386
营业成本	512	542	629	790	919
营业税金及附加	4	4	5	6	7
营业费用	78	86	85	89	93
管理费用	91	87	93	98	103
财务费用	19	44	30	28	25
资产减值损失	1	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	(0)	0	0	0
投资收益	36	28	34	36	38
营业利润	171	118	165	211	277
营业外收入	18	25	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	189	142	168	214	280
所得税	19	21	19	26	35
净利润	169	121	148	188	245
少数股东损益	32	22	27	34	45
母公司所有者净利润	138	99	121	154	200
EPS (元)	1.07	0.60	0.73	0.92	1.20

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	72%	2%	14%	22%	17%
营业利润	37%	-31%	39%	28%	31%
净利润	36%	-28%	22%	27%	30%
获利能力					
毛利率	39.0%	36.8%	35.3%	33.4%	33.7%
净利率	16.4%	11.6%	12.4%	13.0%	14.4%
ROE	17.1%	11.7%	12.6%	14.0%	15.7%
ROIC	11.4%	8.7%	9.5%	10.7%	12.1%
偿债能力					
资产负债率	45.6%	46.8%	44.0%	41.3%	38.2%
净负债比率	32.7%	35.2%	33.2%	30.0%	26.9%
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.2	1.4
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.9	1.1
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
存货周转率	4.7	3.6	3.8	4.0	3.9
应收帐款周转率	3.7	2.8	3.5	4.2	4.4
应付帐款周转率	7.8	6.9	8.2	8.5	8.0
每股资料(元)					
每股收益	1.07	0.60	0.73	0.92	1.20
每股经营现金	0.56	0.59	1.42	0.92	1.43
每股净资产	6.28	5.10	5.75	6.58	7.66
每股股利	0.10	0.00	0.07	0.09	0.12
估值比率					
PE	15.0	27.1	22.2	17.5	13.4
PB	2.6	3.2	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	20.7	23.3	18.7	15.5	12.8

分析师简介

王鹏：工学学士，MBA，6 年证券从业经验，现为招商证券电力设备行业研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。