

王鹏, CFA
0755-25310483
wpeng@cmschina.com.cn

2009年11月11日

长园集团 (600525.SH)/22.86元

产能大幅提升, 新产品将带来快速增长

工业·电力设备

目标估值: 26-29元

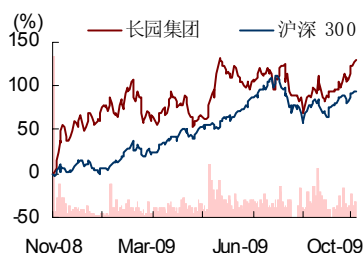
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3175
总股本(万股)	21588
已上市流通股(万股)	15163
总市值(亿元)	50
流通市值(亿元)	35
每股净资产(MRQ)	6.8
ROE(TTM)	7.5
资产负债率	27.3%
主要股东	长和投资有限公司
主要股东持股比例	28.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	23	38	144
相对表现	7	12	33



相关报告

- 1、《长园集团(600525) - 二季度业绩大幅反弹, 配股项目推动全年增长》2009/8/9
- 2、《长园集团(600525) - 电网设备扩产和PE投资收益将是股价刺激因素》2009/3/18
- 3、《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
- 4、《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
- 5、《长园新材(600525) - 电网设备业务增长有望加快》2008/8/4
- 6、《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

公司从7月开始净利润逐月增长, 全年业绩有望大幅提高。8月公司成功配售4929万股, 募集金额4.23亿元, 使公司有充足的资金加大产能。公司未来两年将陆续推出新产品, 预计净利润增长保持在30%以上。

- **环网柜产能大幅提升:** 公司自7月份珠海生产基地启用以来, 环网柜单月产量稳定在1000台左右, 三季度共生产3000台。在8月份配股完成之后, 公司决定在上海再建一个环网柜生产基地, 如果进展顺利, 到2010年, 公司产能可达2万台以上, 可贡献销售收入3亿元。目前公司是南方电网环网柜开关的主要供应商之一, 毛利率在40%左右。
- **二次设备领域竞争能力增强:** 公司控股子公司珠海共创是变电站微机防误系统的主要供应商之一。09年以来珠海共创与主要竞争对手在价格竞争中形成合作, 使公司产品的毛利率回升至30%。此外, 09年南网公司加大了城网改造的投资力度, 对变电站微机防误系统的需求上升。预计珠海共创09年的净利润增长在20%以上。

长园集团的参股公司深圳南瑞主要从事变电站综合自动化产品, 在国网公司二次设备招标中的市场占比逐年提高, 09年产品毛利率也有所提升, 预计全年净利润同比增长在25%以上。

- **热缩材料订单量恢复历史高位:** 公司热缩材料60%以上的订单来源于消费类电子产品, 随着家电行业的快速回暖, 公司的大客户如松下、康佳、伊莱克斯、富士康等公司的订单量已经恢复到历史最好水平。此外, 高速铁路用热缩材料是今年新的业绩增长点, 全年计划实现销售收入6000万元。预计全年热缩材料销售收入将突破4亿元, 毛利率保持在30%以上。
- **PTC保护元件市场份额不断提高:** 公司控股子公司上海维安是国内唯一生产PTC电路保护元件的企业。该公司是三星、LG和诺基亚等手机生产商的主要元件供应商, 预计09年业绩将实现成倍增长。
- **重申“强烈推荐”投资评级:** 我们预计公司2009至2011年每股收益为0.68、0.89和1.17元, 近三年每年的业绩增长都将在30%以上。按2010年30倍市盈率计算, 目标价格为26-29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	1134	1414	1696
同比增长	72%	2%	32%	25%	20%
营业利润(百万元)	171	118	201	266	353
同比增长	37%	-31%	70%	32%	33%
净利润(百万元)	138	99	147	192	254
同比增长	36%	-28%	48%	31%	32%
每股收益(元)	1.07	0.60	0.68	0.89	1.17
PE	21.3	38.4	33.6	25.7	19.5
PB	3.6	4.5	3.2	2.9	2.5

资料来源: 招商证券

- **新产品将推动公司业绩快速增长:** 公司 2010 年和 2011 年都有新产品推向市场, 将对公司未来的业绩产生较大贡献。
- **220kV 电缆附件:** 我国 220kV 以上电缆附件一直被外国品牌垄断, 长园集团现已研制出 220kV 电缆附件, 公司将争取尽快获得产品认证, 推向市场。220kV 电缆附件市场价格为 20 万元, 是公司目前生产的 110kV 电缆附件的 10 倍, 而且市场空间大于 110kV 产品, 因此具有很强的盈利能力。
- **地线管理系统:** 长园集团控股子公司珠海共创针对配网和农网建设的发展, 开发出 35kV 以下地线管理系统, 单个变电站的招标金额在 10 万元左右, 具有较大的市场需求。
- **光电互感器:** 长园集团控股子公司珠海成瑞研制成功光电互感器, 该产品是数字化变电站的必要设备, 未来市场空间约 30 亿元。目前全国只有南京新宁、西安华伟、广州伟域和珠海成瑞研制出此类产品。珠海成瑞 2009 年预计实现销售收入 600 万元, 2010 年实现销售收入 3000 万元。
- **核岛热缩材料:** 长园集团热缩材料博士后工作站正在积极研制核岛用热缩材料。一座核反应堆的热缩材料采购金额在 8000 万元左右, 目前主要由国外厂商提供, 毛利率可达 90% 左右。长园集团试制的产品目前正在大亚湾核电站进行 LOCA 实验, 预计到明年 8 月份实验结束后可获得向核岛供货的资格。

表 1: 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	1134.0	1414.1	1696.3
热缩材料	313.4	366.7	416.7	528.3	598.3
电网设备	359.8	329.6	495.5	605.5	725.5
电路保护元件	157.2	150.7	211.0	253.2	291.2
其他	8.3	9.9	10.8	27.1	81.3
收入增长率	77%	2%	32%	25%	20%
热缩材料	39%	17%	14%	27%	13%
电网设备	49%	-8%	50%	22%	20%
电路保护元件	-	-4%	40%	20%	15%
毛利率	39.0%	36.8%	35.8%	33.4%	33.4%
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 2: 盈利预测简表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	839	857	1134	1414	1696
营业成本	512	542	728	942	1129
营业税金及附加	4	4	6	7	8
营业费用	78	86	99	104	109
管理费用	91	87	109	114	120
财务费用	19	44	25	18	14
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	201	266	353
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	204	269	356
所得税	19	21	25	34	46
净利润	169	121	180	235	310
少数股东损益	32	22	33	43	57
归属于母公司净利润	138	99	147	192	254
EPS (元)	1.07	0.60	0.68	0.89	1.17

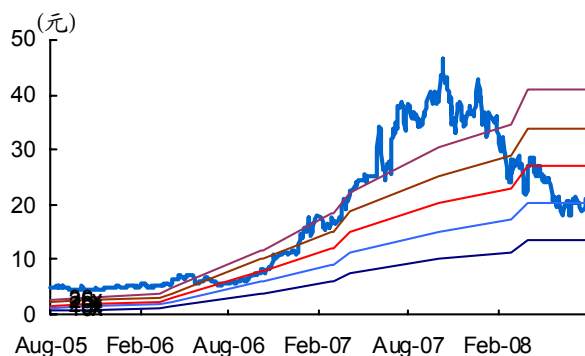
资料来源: 招商证券

表 3: 各季度业绩回顾

(百万元)	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3
营业收入	238	232	189	147	220	274
营业毛利	85	82	77	52	90	121
营业费用	22	19	23	16	22	27
管理费用	23	20	20	21	28	31
财务费用	12	12	11	9	9	8
投资收益	15	15	-11	5	15	14
营业利润	40	44	8	9	44	68
归属母公司净利润	31	33	11	8	36	56
EPS (元)	0.19	0.20	0.07	0.05	0.21	0.26
主要比率						
毛利率	35.6%	35.2%	41.0%	35.1%	41.0%	44.3%
营业费用率	9.4%	8.4%	12.1%	11.0%	10.1%	9.8%
管理费用率	9.8%	8.7%	10.5%	14.4%	12.8%	11.2%
营业利润率	16.9%	19.0%	4.1%	6.0%	19.9%	25.0%
有效税率	14.3%	9.4%	23.6%	26.6%	15.9%	12.7%
净利率	13.1%	14.4%	5.9%	5.5%	16.2%	20.3%
YoY						
收入	24%	5%	-32%	-26%	-7%	18%
归属母公司净利润	0%	-9%	-78%	-65%	15%	67%

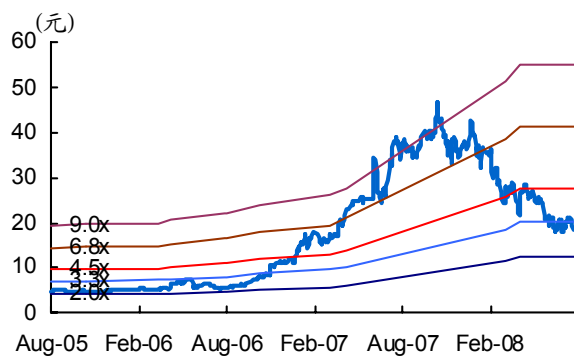
资料来源: 招商证券

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）- 二季度业绩大幅反弹，配股项目推动全年增长》2009/8/9
- 2、《长园集团(600525)- 电网设备扩产和 PE 投资收益将是股价刺激因素》2009/3/18
- 3、《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
- 4、《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
- 5、《长园新材（600525）- 电网设备业务增长有望加快》2008/8/4

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	1415	1697	2023
现金	216	157	784	914	1124
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	9	16	14	17	20
应收款项	316	298	298	360	402
其它应收款	37	43	57	71	85
存货	147	155	202	259	306
其他	23	74	60	75	86
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	2565	2825	3152
流动负债	768	828	865	912	957
短期借款	541	634	650	650	650
应付账款	85	72	95	124	152
预收账款	18	16	20	24	26
其他	125	106	99	114	128
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	880	924	966
股本	128	167	216	216	216
资本公积金	339	262	773	773	773
留存收益	338	421	553	726	954
少数股东权益	135	111	144	187	244
母公司所有者权益	805	849	1542	1714	1943
负债及权益合计	1728	1803	2565	2825	3152

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	72	98	195	162	264
净利润			147	192	254
折旧摊销			46	51	50
财务费用			25	18	14
投资收益			(34)	(36)	(38)
营运资金变动			(30)	(107)	(74)
其它			40	45	58
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	569	(2)	(3)
借款变动			16	0	0
普通股增加			49	0	0
资本公积增加			511	0	0
股利分配			(15)	(19)	(25)
其他			7	17	22
现金净增加额	114	(58)	626	130	210

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	1134	1414	1696
营业成本	512	542	728	942	1129
营业税金及附加	4	4	6	7	8
营业费用	78	86	99	104	109
管理费用	91	87	109	114	120
财务费用	19	44	25	18	14
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	201	266	353
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	204	269	356
所得税	19	21	25	34	46
净利润	169	121	180	235	310
少数股东损益	32	22	33	43	57
母公司所有者净利润	138	99	147	192	254
EPS (元)	1.07	0.60	0.68	0.89	1.17

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	72%	2%	32%	25%	20%
营业利润	37%	-31%	70%	32%	33%
净利润	36%	-28%	48%	31%	32%
获利能力					
毛利率	39.0%	36.8%	35.8%	33.4%	33.4%
净利率	16.4%	11.6%	12.9%	13.6%	14.9%
ROE	17.1%	11.7%	9.5%	11.2%	13.1%
ROIC	11.4%	8.7%	8.3%	9.5%	11.1%
偿债能力					
资产负债率	45.6%	46.8%	34.3%	32.7%	30.6%
净负债比率	32.7%	35.2%	25.3%	23.0%	20.6%
流动比率	1.0	0.9	1.6	1.9	2.1
速动比率	0.8	0.7	1.4	1.6	1.8
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
存货周转率	4.7	3.6	4.1	4.1	4.0
应收帐款周转率	3.7	2.8	3.8	4.3	4.5
应付帐款周转率	7.8	6.9	8.7	8.6	8.2
每股资料(元)					
每股收益	1.07	0.60	0.68	0.89	1.17
每股经营现金	0.56	0.59	0.90	0.75	1.22
每股净资产	6.28	5.10	7.14	7.94	9.00
每股股利	0.10	0.00	0.07	0.09	0.12
估值比率					
PE	21.3	38.4	33.6	25.7	19.5
PB	3.6	4.5	3.2	2.9	2.5
EV/EBITDA	25.6	28.8	20.4	16.6	13.3

分析师简介

王鹏, CFA: 工学学士, MBA, 7 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

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。