

分析师：符彩霞

Tel: 010-59355924

Email: fucx@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)

长园集团(600525.SH)

主业亮点多

投资要点

● **热缩材料增长来自高铁、核电、汽车和石化行业。**高铁2009年获得京沪线4000万元-5000万元的订单。核电岛外2009年收入预计200万元左右，岛内产品正在测试之中。汽车行业增长较快。石化近年在中石化的川沪线、皖鲁线和中石油西气东输二线中接连中标，2009年有明显改善，预计2010年会比较好。预计公司2009年热缩材料收入4.14亿元左右，增长13%左右，2010年和2011年增长15%左右。

● **电力设备增长来自110kV及以上电缆附件和环网柜。**这两块正是公司2009年配股的募投项目，投产后将解决产能问题。110kV及以上电缆附件2009年收入预计为2000万元左右。环网柜预计2009年销量4000台左右，收入8000万元左右。预计公司电力设备相关业务2009年收入增长速度30%左右（剔除已出售的广东长园并表影响），2010年-2011年增长20%左右。

● **智能电网有多处布点。**目前公司有3家公司在从事与智能电网相关的研究，分别是珠海成瑞、珠海共创和深圳南瑞科技。其中公司持股52%的珠海成瑞主要从事数字化变电站的光电互感器研究，目前技术上还有待完善。光电互感器是数字化变电站的必备产品，而数字化变电站又是智能电网的重要环节。如果该项技术上能取得突破，无疑将为公司打开一个新的领域。

● **估值与评级。**结合相对估值法与绝对估值法，我们认为公司未来1年的合理价值为30.5元左右，维持推荐评级。风险因素在于：细分领域过多带来的不确定性，创投项目风险和A股市场风险。

机械设备

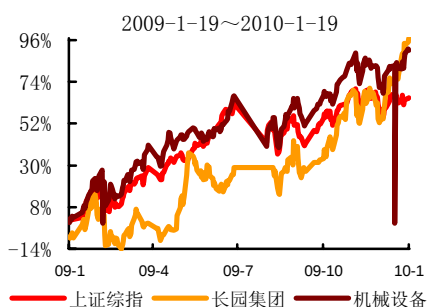
投资评级

本次评级：	推荐
跟踪评级：	维持
目标价格：	30.5

市场数据

市价(元)	25.62
上市的流通A股(亿股)	1.52
总股本(亿股)	2.16
52周股价最高最低(元)	15.0-29.36
上证指数/深证成指	2941.36/11989.11
2009年股息率	0.32%

52周相对市场表现



相关研究

《长园集团调研报告：创投业务价值尚未充分体现》，2009年11月26日

公司财务数据及预测

项目	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	856.81	1,051	1,217	1,392
增长率(%)	2.17	22.67	15.76	14.37
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	99.16	142	188	217
增长率(%)	-28.00	43.14	32.36	15.30
毛利率(%)	36.76	38.49	39.37	39.51
净资产收益率(%)	11.68	10.13	11.94	12.26
EPS(元)	0.60	0.66	0.87	1.00
P/E(倍)	55.78	39	30	26
P/B(倍)	0.00	4	4	3

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、热缩材料不断拓展新领域.....	3
二、电力设备增长来自 110kV 电缆附件及环网柜	4
三、电路保护元件 2009 年快速扩张.....	5
四、公司在智能电网领域有多点布局.....	5
五、公司盈利预测.....	5
六、公司估值与投资评级.....	7
七、公司风险因素.....	7
附录：财务预测表.....	8

图表目录

图 1：公司主要热缩材料产品示意图	3
图 2：公司电力设备主要产品示意图	4
图 3：上海维安电路保护主要产品示意图.....	5
表 1：公司热缩材料收入预测	3
表 2：公司电力设备相关业务收入预测	5
表 3：公司分部收入预测	6
表 4：公司盈利预测表	6
表 5：公司盈利预测主要假设	7
表 6：公司自由现金流预测	7

一、热缩材料不断拓展新领域

公司热缩材料主要用于电力行业 35kV 及以下中低压开关柜及室内母线排的绝缘保护，电子行业的电子无卤阻燃套管，用于汽车的无卤阻燃套管，特种氟塑料套管，核电用热缩材料、石油天然气管道套管和高铁用热缩材料，详见图 1。未来用于汽车、高铁、石油天然气管道和核电的热缩材料收入规模有望继续扩大。

图 1：公司主要热缩材料产品示意图



电力行业的母排套管



管道用热缩套管



电子用热缩套管

数据来源：公司网站、民族证券

电子行业用热缩材料。用于电子行业的电子无卤阻燃套管主要用于一些消费类电子产品，起到绝缘保护的作用。随着国内消费类电子行业复苏，公司用于该领域的热缩材料也在逐渐恢复，目前已恢复到最好情况。

电力行业用热缩材料。用于电力行业的热缩材料主要用于 35kV 及以下中低压开关柜、电厂、变电站线缆的绝缘保护，以及室内母线排的绝缘保护。该部分业务与国内城网改造密切相关。

汽车用热缩材料。用于汽车的无卤阻燃套管主要用在汽车排气管上，起到保护作用。汽车套管过去 2 年增长较快，目前公司正在给德尔福做试制，未来如果能够拓展新的用户，热缩材料在该领域的应用将有望持续增长。

高铁用热缩材料。高铁用热缩材料主要用于铁路基板的绝缘，公司 2008 年交付了京津城际线 500 万-600 万元的订单，2009 年获得了京沪高铁 4000 万-5000 万的订单。由于技术路线不同，不是所有的高铁都要用到公司这种热缩材料，比如武广线就没有。国内高铁建设高峰估计在 2011 年-2012 年之间，预计未来 2-3 年高铁用热缩材料有望持续增长。

核电用热缩材料。核岛外热缩材料 2009 年预计有 200 万元左右的收入，核岛内热缩材料公司产品正在研制当中，还未完成全部的试验和认证工作。目前国内核岛内热缩材料全部由国外公司提供，单台机组需 1000 万元左右，毛利率比较高。

石油天然气管道套管。主要由长园长通来实施，产品主要有用于输油、输气管道焊接部位的补口防腐，起到防腐保温的作用。近年来该产品在中石化的川沪线、皖鲁线和中石油西气东输二线中接连中标，2009 年有明显改善，预计 2010 年会比较好（公司将这部分收入的统计放到了通信业务收入中）。

综上所述，预计公司 2009 年热缩材料收入 4.14 亿元左右，增长 13%左右，2010 年和 2011 年增长 15%左右，详见表 1。

表 1：公司热缩材料收入预测

单位：百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
电子用	249.32	311.84	327.43	360.17	396.19

汽车用	13.06	23.86	33.40	43.42	52.11
特种氟塑料管	51.01	30.97	30.97	30.97	30.97
高铁用	0.00	0.00	20	40	60
核电用	0.00	0.00	2	5	10
合计	313.39	366.67	413.81	479.57	549.27
合计增长	39.31%	17.00%	12.85%	15.89%	14.53%

资料来源：民族证券。2007 年和 2008 年电子、汽车、特种氟塑料管收入按照公司配股说明书中公布的销量估算得出。

二、电力设备增长来自 110kV 电缆附件及环网柜

公司电力设备业务主要包括电缆附件、环网柜、珠海共创的安全保护业务，此外还有南瑞科技的投资收益。我们预计电力设备业务的未来增长点主要在于 110kV 电缆附件和环网柜。5000 套 110kV 全冷缩交联电缆附件和 1 万套 SF6 全绝缘环网成套开关设备正是公司 2009 年配股募集资金的投资项目之一。公司电力设备产品示意图详见图 2。

图 2：公司电力设备主要产品示意图



35kV 及以下电缆附件



110kV 冷缩电缆接头



环网柜

数据来源：公司网站、民族证券

电缆附件 110kV 及以上是新增点。35kV 及以下电缆附件主要用于城网改造和城网入地，预计未来增长与电网投资基本同步，大约在 10%-15%之间。随着城市规模扩大，城市中 220kV 及以下的电网入地逐渐增加，1 个 110kV 的电缆附件接头国外产品需 10 万-20 万元/头，公司产品售价在 7 万-8 万元之间，每隔 50 米需要 1 个。220kV 电缆附件接头需要 20 万元/头，国内还不能提供。预计 2009 年 110kV 及以上电缆附件收入为 2000 万元左右，未来随着城市化建设的推进和公司配股项目建成投产，此部分将成为公司的新增点。

环网柜增长较快。环网柜主要用于城市配网和小区，相当于一个组合开关柜，是近几年新兴起的一个产品。公司珠海基地已建成，产能没有问题。2008 年全国有 10 万台的销量，公司销量在 1000 台左右。2009 年下半年，公司高峰时单月产量近 1000 台，单台价格 2 万元左右，客户以南网公司为主。预计 2009 年环网柜销量 4000 台左右，收入 8000 万元左右，未来将有较大增长。

珠海共创稳定增长。截止 2009 年，公司的主导产品 FY2000 系列微机防误闭锁系统已遍布全国三十一个省、市、自治区、直辖市的 8000 多座变电站和发电厂（其中广东地区销售 2200 多套，市场占有率一直保持在 85%以上；产品已成功打入国际市场，应用于印尼、缅甸、老挝等国家）。产品涵盖从 10kV 到 1000kV 各电压等级变电站，承做了国内首座 750kV 变电站——青海西宁官厅 750kV 变电站和 1000kV 特高压武汉试验基地变电站的电力安全项目。珠海共创产品主要用于变电站，业务需求与电网投资密切相关，预计未来有望保持 10%-15%的增长。

综合分析，预计公司电力设备相关业务 2009 年收入增长速度 30%左右（剔除已出售的广东长园并表影响），2010 年-2011 年增长 20%左右，详见表 2。

表 2：公司电力设备相关业务收入预测

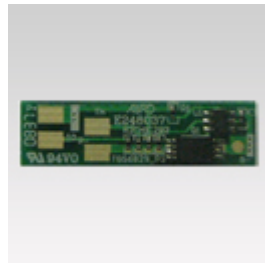
单位：百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
电缆附件		52.56	60.44	69.51	79.94
珠海共创		160	184	202.4	222.64
环网柜		17	80	120	160
其他		100	0	0	0
合计	359.8	329.56	324.44	391.91	462.58
同比增长	49.09%	-8.40%	-1.55%	20.79%	18.03%

资料来源：民族证券。其它主要指广东长园。

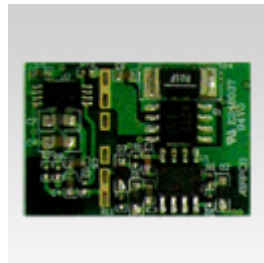
三、电路保护元件 2009 年快速扩张

电路保护元件主要由上海维安来实施，产品主要用于通信和电子产品的电源保护，技术上也是采用的辐照技术，产品详见图 3。上海维安创建于 1996 年，是全球领先的线路防护元器件及保护模块组件提供商。受全球经济危机的影响，下游一些国际整机巨头为了降低成本，纷纷转向中国等发展中国家采购部分零部件，公司抓住了这个机遇，2009 年相继获得一些笔记本和手机厂商的订单，预计 2009 年收入有望翻倍，2010 年将取决于新增用户的拓展和 3G 手机的推广应用。

图 3：上海维安电路保护主要产品示意图



单节锂电池保护



多节锂电池保护



低压插件系列

数据来源：公司网站、民族证券

四、公司在智能电网领域有多点布局

目前公司有 3 家公司在从事与智能电网相关的研究，分别是珠海成瑞、珠海共创和深圳南瑞科技。其中公司持股 52%的珠海成瑞主要从事数字化变电站的光电互感器研究，目前技术上还有待完善。光电互感器是数字化变电站的必备产品，而数字化变电站又是智能电网的重要环节。如果该项技术上能取得突破，无疑将为公司打开一个新的领域。

五、公司盈利预测

根据上述分析，公司各部分业务收入预测如表 3 所示。

表 3：公司分部收入预测

单位：百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
分部收入					
电子类	313	367	414	480	549
电力类	360	330	324	392	463
电路保护元件	157	151	301	332	365
通信类	8	10	11	14	15
收入合计	839	857	1,051	1,217	1,392
分部收入增长					
电子类	39.31%	17.00%	12.85%	15.89%	14.53%
电力类	49.09%	-8.40%	-1.55%	20.79%	18.03%
电路保护元件		-4.09%	100%	10%	10%
通信类	10.24%	18.94%	15%	20%	10%
合计收入增长	77.00%	2.17%	22.67%	15.76%	14.37%
分部收入毛利率					
电子类(%)	30.45	20.99	30.5	32	32
电力类(%)	53.3	33.04	50	50	50
电路保护元件(%)	23.71	22.39	37	37	37
通信类(%)	30.85	22.36	30.2	30.2	30.2
合计毛利率(%)	38.99	25.89	38.38	39.14	39.27

资料来源：民族证券。

据此初步预计公司 2009 年-2011 年收入分别为 10.51 亿元、12.17 亿元和 13.92 亿元，分别增长 23%、16%和 15%左右，净利分别为 1.42 亿元、1.88 亿元和 2.17 亿元，分别增长 43%、32%和 15%左右，每股收益分别为 0.66 元和 0.879 元和 1.0 元左右，详见表 4。

表 4：公司盈利预测表

单位：百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	839	857	1,051	1,217	1,392
营业总成本	704	766	896	1,011	1,156
主营业务成本	512	542	647	738	842
主营业务税金及附加	4	4	5	5	6
营业费用	78	86	105	122	139
管理费用	91	87	116	134	153
财务费用	19	44	22	11	13
资产减值损失	1	4	2	2	2
其他经营收益	0	0	0	0	0
投资收益	36	28	30	35	40
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
营业利润	171	118	185	241	276
营业外收支	17	23	15	15	15
税前利润	189	142	200	256	291
所得税费用	19	21	30	38	44
净利润	169	121	170	217	248
母公司所有者净利润	138	99	142	188	217
少数股东损益	32	22	28	29	31

EPS (元)	1.07	0.60	0.66	0.87	1.00
---------	------	------	------	------	------

资料来源：民族证券，未考虑创投项目套现收益。

收入预测假设如表 5 所示。其中投资收益主要为深圳南瑞科技和东莞高能，假设增长 15% 左右。少数股东权益 2009 年主要为上海维安的增长。

表 5：公司盈利预测主要假设

单位：%	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
毛利率	39.00%	36.76%	38.49%	39.37%	39.51%
营业税金/收入	0.44%	0.47%	0.45%	0.45%	0.45%
销售费用/收入	9.24%	9.98%	10.00%	10.00%	10.00%
管理费用/收入	10.89%	10.14%	11.00%	11.00%	11.00%
财务费用/收入	2.29%	5.10%	2.14%	0.88%	0.96%
所得税率	10.25%	14.53%	15.00%	15.00%	15.00%
净利率	16.42%	11.57%	13.50%	15.44%	15.57%
净利增长	36.17%	-28.00%	43.14%	32.36%	15.30%

资料来源：民族证券

六、公司估值与投资评级

相对估值法。公司属于电力设备板块，如果按 2011 年 25 倍 PE 计算，则估值为 26 元左右，再加上光讯科技上市后增加的 0.67 元净资产，按照 7 倍 PB 计算，可增加 4.69 元。两方面相加，公司的合理股价应在 30.69 元左右。

绝对估值法。假设无风险利率 3.0%，市场风险溢价 5.0%，边际税率 25%，付息债务占比 20.0%，则公司的加权资金成本为 7.0%，永续增长率为 3.0%。得出公司的每股价值为 30.4 元，详见表 6。综合分析，公司未来 12 个月的目标价为 30.5 元左右。

表 6：公司自由现金流预测

单位：%	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
NOPLAT	152	185	214	214	244
资产减值损失	2	2	2	2	2
折旧摊销	50	61	71	81	80
资本支出	-193	-182	-199	-60	-11
营运资本支出	5	-12	11	3	-40
公司自由现金流	17	55	99	240	275

资料来源：民族证券

七、公司风险因素

公司风险因素主要有二：一是下属子公司众多，业务领域比较细，这增加了未来预测的难度和清晰度；二是创投项目从投入到最终上市退出经历的时间较长，其中无论是资本市场还是所投资公司的经营情况都存在较多变数。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	744	793	945	1,098
现金	158	152	242	363
应收账款	314	374	400	419
预付账款	74	35	40	46
其他应收款	43	52	60	69
存货	155	180	204	201
其他	0	0	0	0
非流动资产	1,059	1,226	1,376	1,536
长期投资	395	419	447	480
非营业投资	37	37	37	37
固定资产	624	767	888	1,016
递延所得税资产	3	3	4	4
资产总计	1,803	2,019	2,321	2,634
流动负债	828	406	468	522
短期借款	634	140	140	140
应付账款	72	106	130	148
其他	76	89	110	125
非流动负债	15	73	112	146
长期借款	0	54	90	121
其他	8	11	12	14
负债合计	843	479	581	668
少数股东权益	111	139	168	199
股本				
资本公积金				
留存收益				
归属母公司股东权益	849	1,402	1,573	1,767
负债和股东权益	1,803	2,019	2,321	2,634

现金流量表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	98	220	245	306
净利润	99	142	188	217
折旧摊销	48	50	61	71
财务费用	44	22	11	13
投资损失	-28	-30	-35	-40
营运资金变动	-90	5	-12	11
其它				
投资活动现金流	-103	-187	-175	-191
资本支出	-60	-193	-182	-199
长期投资				
其他	-43	6	7	8
筹资活动现金流	-53	-39	19	7
借款收到的现金	92	-427	47	43
新发股份	-44	423	0	0
分红	-11	-13	-17	-23
少数股东融资	-46	0	0	0
财务费用	-44	-22	-11	-13
现金净增加额	-58	-5	89	122

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	857	1,051	1,217	1,392
营业成本	542	647	738	842
营业税金及附加	4	5	5	6
营业费用	86	105	122	139
管理费用	87	116	134	153
财务费用	44	22	11	13
资产减值损失	4	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	28	30	35	40
营业利润	118	185	241	276
营业外收支	23	15	15	15
利润总额	142	200	256	291
所得税	21	30	38	44
净利润	121	170	217	248
少数股东损益	22	28	29	31
归属母公司净利润	99	142	188	217
EBITDA	187	229	279	322
EPS（元）	0.60	0.66	0.87	1.00

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	2.17%	22.67%	15.76%	14.37%
营业利润	-30.84%	55.84%	30.28%	14.85%
归属母公司净利润	-28.00%	43.14%	32.36%	15.30%
获利能力				
毛利率	36.76%	38.49%	39.37%	39.51%
净利率	11.57%	13.50%	15.44%	15.57%
ROE	11.68%	10.13%	11.94%	12.26%
ROIC	25.31%	36.92%	47.66%	56.84%
偿债能力				
资产负债率	46.75%	23.72%	25.01%	25.37%
净负债比率				
流动比率	0.90	1.95	2.02	2.10
速动比率	0.71	1.51	1.58	1.72
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.52	0.52	0.53
应收账款周转率	2.73	2.81	3.04	3.32
应付账款周转率	7.50	6.09	5.69	5.70
每股指标(元)				
每股收益	0.60	0.66	0.87	1.00
每股经营现金	0.45	1.02	1.14	1.42
每股净资产	3.93	6.49	7.29	8.19
估值比率				
P/E	44	39	30	26
P/B	7	4	4	3
EV/EBITDA	30	24	20	17

分析师简介

1993 年华中理工大学机械本科，1999 年中国人民大学产业经济学硕士。2001 年进入证券行业，先后在长城证券金融研究所和民族证券研发中心从事机械行业及相关上市公司研究。

研究员负责公司举例：天威保变、许继电气、平高电气、东方电气、中国南车、时代新材、昆明机床和柳工等。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn