

长园集团（600525）调研报告

投资要点：

- ◆ **专注于做细分行业龙头。**公司主营业务为热缩材料、电网设备、电力保护元件的生产和销售。公司还通过全资子公司长园盈佳从事相关行业内的股权投资。在热缩材料领域公司保持国内第一、世界第二的位置，在电力二次设备领域稳居国内变电站母线保护第一、微机五防系统第二。
- ◆ **热缩材料行业王者。**公司在电子类热缩材料中国内第一，目前主要的国内竞争对手是沃尔核材。长园的热缩材料主要应用于电子类。电子元器件行业目前景气度高，增速在30%左右，预计未来我国电子用热缩材料的市场需求保持30%以上的增速。目前公司电子类产品经营良好，订单充足。高铁和核电用热缩材料将为公司业绩锦上添花。
- ◆ **电路保护元件：3G业务促量价齐涨。**07年长园收购上海维安，开始电路保护元件（聚合物自复保险丝）业务。上海维安主要供货对象为通讯设备电路保护产品，同时手提电脑、汽车电子、消费类等领域也是重要的销售对象。受益于3G手机产量的提升，09年PTC业务收入增加。同时手机电池用PTC占09年PTC收入的30%，今年有望提升至40%左右，毛利率（50%）远高于传统电路保护元件。
- ◆ **电力设备：智能电网羽翼渐丰，期待一二次整合。**公司在电力设备领域中从一次设备到二次设备都有涉足，一次设备主要是电缆附件、环网柜和互感器，二次设备主要是微机五防、母线保护和变电站综合自动化。从近几年的收购来看，公司在智能电网中的布局 and 战略日益清晰。
- ◆ **盈利预测。**预计2010年和2011年公司每股收益分别为0.49和0.64元，净利润分别同比增长51%和30%。公司目前股价对应2010年和2011年市盈率分别为35倍和27倍，估值较为合理。维持“推荐”
- ◆ **风险因素：**东莞高能预计10年业绩受订单质量问题影响；长园对旗下各公司整合不力；信托公司不能持有实业，深国投预计将会慢慢退出长园集团。
- ◆

2010年8月4日

俞春燕

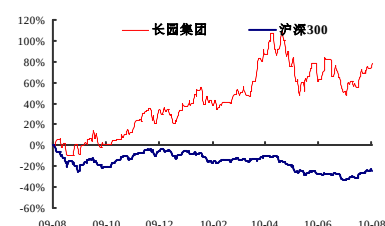
电话：0769-22119410

邮箱：ycy@dgzq.com.cn

主要数据 2010年8月4日

收盘价(元)	17.38
总股本(万股)	43176
流通 A 股股本(万股)	43176
12 月最高价(元)	39.69
12 月最低价(元)	13.25

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

长园集团年报点评

2010年3月23日

长园集团一季报点评

2010年3月26日

目录

主要观点	3
专注于做细分行业龙头	3
围绕主业行收购战略，做一流保护设备商	4
热缩材料行业王者	4
热缩材料领域国内第一	5
电路保护元件：3G 业务促量价齐涨	7
电力设备：智能电网羽翼渐丰，期待一二次整合	8
财务稳健，资产盈利能力强	11
盈利预测及投资评级	12

插图目录

图 1：收入和利润增速	3
图 2：分业务收入	3
图 3：业务结构图	3
图 4：铁道部高铁规划（2008 年底调整）	6
图 5：公司在电力设备行业的产品	8
图 6：开关设备	8
图 7：环网柜	8
图 8：环网柜成本构成	9
图 9：智能化投资比例显著提升	9
图 10：各环节年均智能化投资额（亿元）	10
图 11：深圳南瑞人才团队	11
图 12：营业收入占比	11
图 13：分业务收入	11

表格目录

表 1：公司主要收购事件	4
表 2：与沃尔核材收入毛利对比	5
表 3：核岛热缩材料市场容量预测	5
表 4：高铁用热缩材料市场容量预测	6
表 5：近几年开工主要高铁路线	6
表 6：主要电力设备上市公司财务对比	11
表 7：公司盈利预测表	12

主要观点

公司在热缩材料行业稳扎稳打，已经成为细分行业龙头。围绕热缩和电力设备两大主业，不断收购细分行业内实力强劲的公司，在智能电网领域羽翼渐丰，产品涵盖一二次设备，一旦对公司旗下各公司电力设备进行整合，将大为提升公司在电力设备领域的竞争力。短期深圳南瑞股权变更后带来一定震荡，公司已经通过大规模的招聘等充实研发和销售队伍。基于其良好的企业运营经验、稳健的财务和良好的布局，长期我们看好长园在电力设备领域的发展。

专注于做细分行业龙头

公司主营业务为热缩材料、电网设备、电力保护元件的生产和销售。公司还通过全资子公司长园盈佳从事相关行业内的股权投资。在热缩材料领域公司保持国内第一、世界第二的位置，在电力二次设备领域稳居国内变电站母线保护第一、微机五防系统第二。

2009年公司实现收入9.7亿元，实现净利润1.58亿元。自2002年上市至2009年，复合收入增速为22%，复合净利润增速为21%。

图1：收入和利润增速

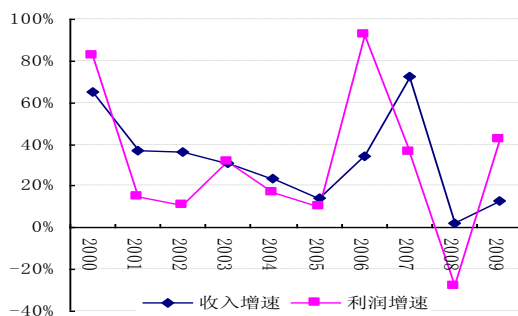
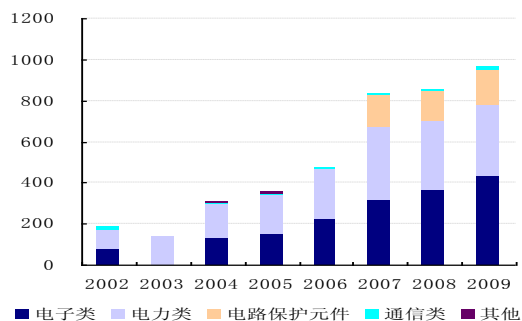


图2：分业务收入

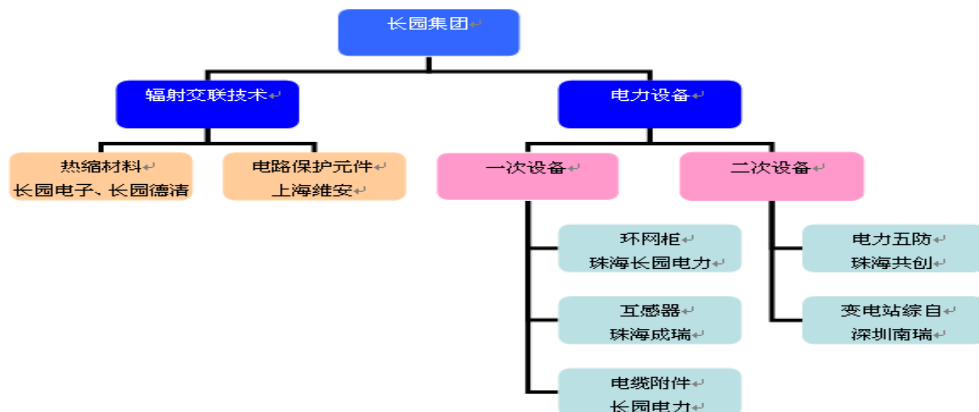


资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

公司参股和控股子公司数量多，截止09年中期公司控股和参股公司分别为31家和9家。尽管子公司数量众多，长园在收购的时候都专注于与本身业务相关连的细分行业，即围绕热缩材料和电力设备两大主业展开。

图3：业务结构图



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

围绕主业行收购战略，做一流保护设备商

公司通过下设子公司长园盈佳进行股权投资，围绕热缩材料和电力设备行业在合适的时机买入细分行业内实力强劲的公司。策略是先收购一部分股权，再通过不断收购来获得发展前景良好公司的股权，最后达到控股的目的。

表 1：公司主要收购事件

时间	收购公司	主营业务	股权	备注
2005 年 3 月	珠海共创	电力设备	35%	
2005 年 3 月	长园电力	电力设备	15.12%	收购长和投资持有的长园电力后公司持有长园电力 93.26%
2006 年 7 月	深圳南瑞	电力设备	100%	通过收购亚洲电力获得深圳南瑞 35%股权
2006 年 12 月	珠海共创	电力设备	26.54%	增持后公司持有珠海共创 55.48%
2007 年 6 月	上海维安	电路保护元件	1.95%	
2007 年 6 月	上海维安	电路保护元件	16.59%	收购后共持有上海维安 60.83%
2008 年 2 月	珠海共创	电力设备	13.52%	增持后持有珠海共创 69%
2008 年 3 月	深圳南瑞	电力设备	16.67%	通过收购上海国电投资将深圳南瑞的股权提升至 36.67%
2008 年 8 月	长园电子	热缩材料	5%	收购完成后合并持有长园电子 100%股权
2008 年 8 月	长园电力	电力设备	3.46%	收购完成后持有长园电力 100%股权
2009 年 3 月	珠海共创	电力设备	19.55%	收购完成后持有珠海共创 82.45%的股权
2009 年 8 月	珠海成瑞	电力设备	12%	通过长园盈佳和深圳南瑞合计持有珠海成瑞 62.67%
2009 年 9 月	珠海共创	电力设备	5%	收购完成后共持有珠海共创 87.45%的股权
2010 年 6 月	深圳南瑞	电力设备	15%	竞拍成交后持有深圳南瑞合计 53.33%的股权
2010 年 7 月	珠海共创	电力设备	5%	收购完成后共持有珠海共创 92.45%的股权

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

从近几年长园的收购来看，主要是收购了上海维安及三家电力设备公司。公司在电网设备中的布局已经由一次设备扩展到二次设备，收购了从事电力五防业务的珠海共创、电子式互感器的珠海成瑞和变电站综合自动化的深圳南瑞。同时参股复合绝缘子行业排名前三的东莞高能。

无论是热缩材料、电路保护元件还是电力设备，公司都围绕保护设备做为核心产业。辐射材料起到密封、连接、绝缘、保护、电磁干扰屏蔽、固定都作用，属于保护产品的大类。而公司在电力设备中的布局无论是电力五防、母线保护和变电站综合自动化都可以归为电网保护设备。

热缩材料行业王者

热缩材料，又称为高分子形状记忆材料，是高分子材料与辐射加工技术交叉结合的一种智能型材料。08 年热缩材料行业市场容量约为 70 亿元。

主要用途。按其用途可分为电子类、电力类、管道防腐类和通信类等。电子类产品主要应用于电子信息产业，也广泛应用于汽车电子设备、家用电器等行业；电力类产品主要应用于电力行业；管道防腐类产品和通信类产品则分别应用于石油、天然气输送管网和通信网络。

主要竞争对手。国内市场内外资各占一半。国外厂家主要集中于中高端产品市场，国内厂家主要集中于中低端产品市场。国外厂家主要有美国瑞侃、日本住友等，其中美国瑞侃为全球最大的辐射功能材料制造商，在国内市场的销售额也处于领先地位；国内厂家主要有长园集团、中科英华、沃尔核材等。

热缩材料领域国内第一

公司在电子类热缩材料中国内第一，目前主要的国内竞争对手是沃尔核材。公司的竞争优势在于，相对于国内的厂商如沃尔核材，公司产品走中高端路线；而相对于美国瑞侃，长园产品的性能已经能够与之匹敌，但进口产品的价格为国内价格的 2 倍以上，国内产品价格优势明显。

长园的热缩材料主要应用于电子类。电子元器件行业目前景气度高，增速在 30% 左右，预计未来我国电子用热缩材料的市场需求保持 30% 以上的增速。目前公司电子类产品经营良好，订单充足。

表 2：与沃尔核材收入毛利对比

可比公司	收入（亿元）		毛利率	
	2008	2009	2008	2009
长园集团	3.67	4.36	34%	36%
沃尔核材	2.48	2.61	23%	33%

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

核岛内热缩材料有望实现进口替代

一个百万千瓦核电机组核岛内所需热缩材料约为 1000 万元。如果 2020 年我国核电装机容量达到 8600 万千瓦（目前 900 万千瓦），则未来 10 年核电核岛内热缩材料市场容量为 7.7 亿元，年均市场容量 7700 万元。核岛内热缩材料市场容量并不是很大，但毛利率较好。目前主要有外资提供，长园集团核岛内热缩材料正处于试验中。核岛内热缩材料市场容量不是很大，我们认为测试通过后，核岛内热缩材料对公司业绩将会是锦上添花。

表 3：核岛热缩材料市场容量预测

项目	数量
核电站 2020 年装机规划（1）	8600 万千瓦
目前建成装机容量（2）	900 万千瓦
单个机组容量（3）	100 万千瓦
装机数量（4）=（1）-（2）/（3）	77 个
单个核岛所需热缩材料（5）	1000 万元
热缩材料 10 年市场容量（6）=（5）*（4）	77000 万元
年均市场容量（7）=（6）/10	7700 万元

资料来源：东莞证券研究所整理

高铁建设高峰期到来

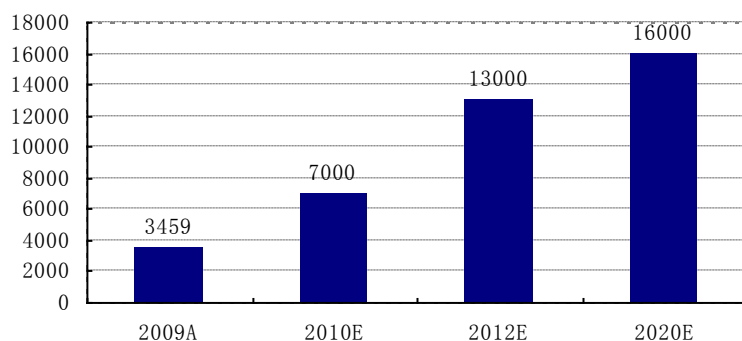
2010 年公司设立全资子公司四川长园中昊，作为生产高铁配套专用高分子材料生产基地，并计划向位于广汉经济园开发区的中昊创业高铁产业园申请用地 380 亩地。高铁用热缩材料主要用于铁路基板的绝缘。09 年公司中标了京沪约 6000 万元订单，其中 09 年确认收入 2000 万元，剩余将在 2010 年确认收入。2009 年下半年和 2010 年开始建设的铁路里程约 1 万公里，是高铁开工的一个高峰期。由于高铁铁路基板采用的绝缘手法不同，可以选用热缩材料，也可以选用别的方法，按照 30—50% 采用热缩材料计算，今明两年的高铁用热缩材料市场需求将达 1.4—2.3 亿元左右。

表 4：高铁用热缩材料市场容量预测

项目	数量
2009 年下半年和 2010 年开始建设铁路里程	约 10000 公里
每公里需要热缩材料	4.5 万元（按照京沪高铁计算）
高铁里程数（假设 30—50%用热缩材料做为绝缘材料）	3000—5000 公里
近两年热缩材料市场前景	1.4-2.3 亿元
2009 年高铁已建成总里程	3459 公里
到 2020 年高铁预计总里程	16000 公里
到 2020 年市场容量预计（假设 30-50%用热缩材料作为绝缘材料）	1.7—2.8 亿元

资料来源：东莞证券研究所整理

图 4：铁道部高铁规划（2008 年底调整）



资料来源：东莞证券研究所，铁道部

表 5：近几年开工主要高铁路线

客运专线	里程（公里）	开工时间	完工时间
京沪客运专线	1318	2008 年初	2011
蚌埠—合肥	120	2009. 01	2011
京广客运专线			
京石客运专线	281	2008. 10	2011
石武客运专线	840	2008. 10	2011
武广客运专线	995	2005. 06	2009
京哈客运专线			
京津城际铁路	115	2005. 07	2007
津秦客运专线	244	2008. 11	2011
秦沈客运专线	405	1999. 08	2003
哈大客运专线	906	2007. 08	2012
锦州—营口客运专线	89	2009. 06	2012
杭甬深客运专线			
沪杭客运专线	160	2009. 04	2010
杭甬客运专线	150	2009. 04	2011
甬台温客运专线	268	2005. 01	2009
温福客运专线	321	2004. 12	2009
福厦客运专线	273	2005. 09	2009

夏深客运专线	502	2008. 01	2011
杭长昆客运专线			
杭长客运专线	933	2009. 12	2013
长昆客运专线	1200	2010E	2014
青太客运专线			
石太客运专线	190	2005. 06	2008
胶济客运专线	173	2007. 01	2008
石济客运专线	319	2010E	2012
宁汉蓉客运专线			
合武客运专线	357	2006	2008
合宁客运专线	166	2005. 07	2008
汉宜客运专线	292	2008. 09	2012
宜万铁路	377	2004	2010
渝利铁路	244	2008	2012
重庆一成都客运专线	309	2010E	2014
徐兰客运专线			
郑西客运专线	457	2005. 08	2009
徐郑客运专线	362	2010E	2013
西宝客运专线	138	2009. 11	2013
宝兰客运专线	401	2010E	2014
城际铁路			
兰新客运专线	1776	2009. 12	2014
大同至西安铁路客运专线	859	2009. 12	2014
成西客运专线（西安—江油—成都）	655	2010	2013
成贵铁路客运专线	520	2010 年初	2014
绵阳至成都至乐山铁路客运专线	319	2008. 12	2012
哈齐客运专线	300	2009. 07	2012
哈尔滨—牡丹江客运	293	2010E	2013
沈阳—丹东客运专线	207	2010E	2013
京沈客运专线	684	2010E	2012
合肥至福州客运专线	806	2009. 12	2014
杭州—黄山客运专线	264	2010	2013

资料来源：东莞证券研究所，铁道部

电路保护元件：3G 业务促量价齐涨

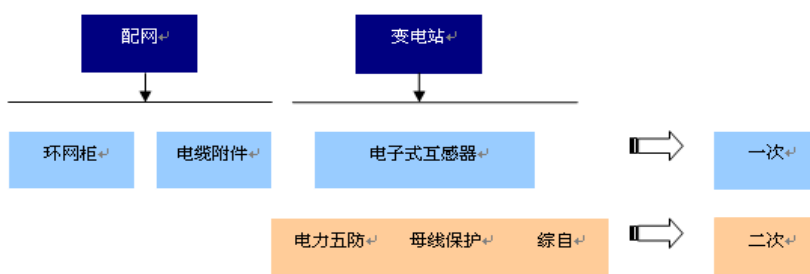
07 年长园收购上海维安，开始电路保护元件（聚合物自复保险丝）业务。电路保护业务分为过压保护器件（48%）和过流保护器件（52%），当电路中出现电压过大或电流过大时，能够保护半导体器件免受破坏。产品广泛应用于集成电路中。

上海维安主要供货对象为通讯设备电路保护产品，同时手提电脑、汽车电子、消费类等领域也是重要的销售对象。受益于 3G 手机产量的提升，09 年 PTC 业务收入增加。同时手机电池用 PTC 占 09 年 PTC 收入的 30%，今年有望提升至 40%左右，毛利率（50%）远高于传统电路保护元件（20%多）。10 年受益于集成电路行业的回暖，电路保护元件将继续保持增长，毛利率随着 3G 业务占比的提升而提升。

电力设备：智能电网羽翼渐丰，期待一二次整合

公司在电力设备领域中从一次设备到二次设备都有涉足，一次设备主要是电缆附件、环网柜和互感器，二次设备主要是微机五防、母线保护和变电站综合自动化。从近几年的收购来看，公司在智能电网中的布局 and 战略日益清晰。

图 5：公司在电力设备行业的产品



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

国内最大的电缆附件提供商，110kv 以上成亮点

电力电缆附件是指电缆线路中各种电缆的中间连接及终端连接，它与电缆一起构成电力输送网络；电缆附件主要是依据电缆结构的特性，既能恢复电缆的性能，又保证电缆长度的延长及终端的连接。

国内电缆附件行业国外企业主要有美国 3M、美国瑞侃、日本住友等，国内企业主要有长园集团、中科英华、长沙电缆附件、沃尔核材、深圳惠程等。其中长园是最大的电缆附件提供商。

06 年电缆附件行业市场容量为 27 亿元，预计 2010 年将达到 78 亿元左右。外资在高电压等级的占比较高（220kv 以上外资垄断），内资企业主要集中在低电压等级。公司 09 年配股项目之一是 5000 套 110kv 及以上电缆附件的建设（预计 2010 年完工），同时将进一步开发 220kv 高压电缆附件和 500kv 超高压电缆附件，以满足国家高压及超高压电网建设的需要。公司还在珠海建立 500kv 超高压电缆附件产品实验大厅，提升电缆附件产品研发水平。220kv 电缆附件价格昂贵，市场价格达到 20 万元以上，是 110kv 电缆附件的 10 倍，市场空间大，值得期待。

配网改造带来机遇，环网柜和开关前景看好

配网是我国电网中较为薄弱的部分。预计 2010 年配网增速在 30%左右，将远高于整体电网投资增速。

环网是指环形配电网，即供电干线形成一个闭合的环形，供电电源向这个环形干线供电，从干线上再一路一路的通过高压开关向外配电。这样当一侧电路发生故障时，可以从另一侧电路取电，提高供电可靠性。环型网上的开关柜组合叫做环网柜，环网柜结构简单，运行可靠且安全，维修量很小，运行费用低，比起装有断路器的开关柜，优势很突出，主要用于配电网中的城市配网和小区等。环网柜主要的生产厂家有宁波天安、亚洲电力设备、北京科锐等公司。

环网柜的主要成本为负荷开关、电缆附件、箱体和内壳等，其中负荷开关和电缆附件占比最大，两者合计占成本 40%。长园集团成立上海罗宝公司，主要为开关柜厂家供货。环网柜的负荷开关和电缆附件都自产，相比其余环网柜厂家更有成本优势。

图 6：开关设备

图 7：环网柜



罗宝SRE6环网开关设备

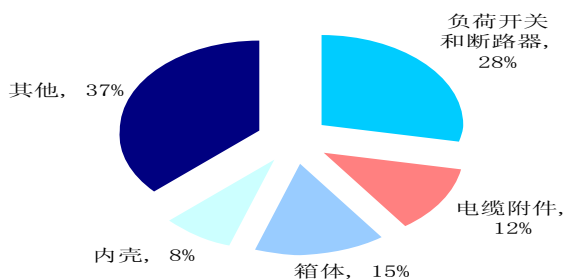


XGN15-12型环网开关柜

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

资料来源：东莞证券研究所

图 8：环网柜成本构成



资料来源：东莞证券研究所，北京科锐招股说明书

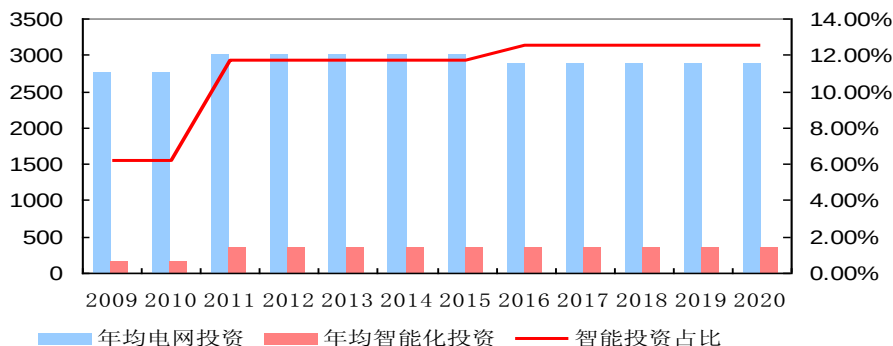
公司环网柜量尚小，主要客户集中在南网的深圳和广州，10 年受亚运会影响很多项目暂停，对公司订单会有所影响。09 年配股项目目标为年产 1 万套智能化紧凑型 SF6 全绝缘环网成套开关设备，预计 2010 年投产。

布局智能电网，羽翼渐丰

国网第一阶段 2009—2010 年的电网总投资为 5510 亿元，智能化投资为 341 亿元，年均智能化投资为 170 亿元，占电网总投资的 6.2%；第二阶段电网总投资预计为 15000 亿元，智能化投资为 1750 亿元，年均电网投资 350 亿元，占总投资的 11.7%；第三阶段电网总投资为 14000 亿元，智能化投资为 1750 亿元，年均智能化投资 350 亿元，占总投资的 12.5%。

智能电网在十二五期间的年均投资额是第一阶段的一倍，占电网投资比例也有目前的 6.2%提升到 11.7%。

图 9：智能化投资比例升

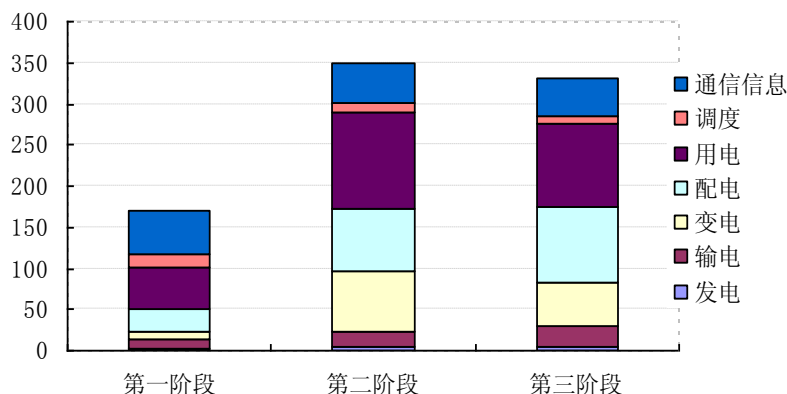


资料来源：东莞证券研究所，国网

从各环节来看，变电、配电和用电三个环节的智能化投入金额最多，未来五年年均投资分别约为 70 亿元、75 亿元和 110 亿元，比 09—10 年间年均投入增长 750%、170%和 130%。

从投资比例来看，变电、配电和用电也是占比最大的环节，十二五期间预计占整个智能化投资的比例分别为 21%、22%和 33%。

图 10：各环节年均智能化投资额（亿元）



资料来源：东莞证券研究所，国网

长园在智能电网中的布局主要是珠海共创的电力五防、珠海成瑞的光电互感器和深圳南瑞的变电站综合自动化产品，以上产品均应用于变电站。

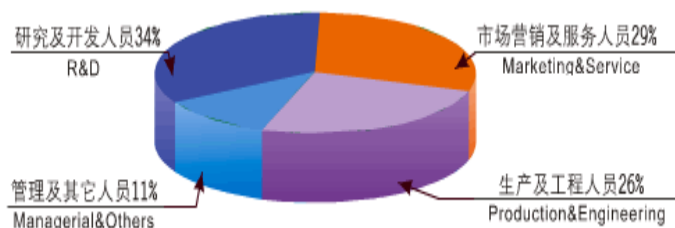
电力五防：保持稳定。长园集团从 05 年开始持有珠海共创的股权，通过 5 年的不断增持和收购，目前已经持有珠海共创 92.45% 的股权。珠海共创是我国电力五防中的龙头企业，市场占有率约为 35%，排名第二，与排名第一的珠海优特合计市场占有率超过 80%。电力五防应用于变电站中，用于防范因人为操作失误而引发的事故。09 年珠海共创实现净利润 3783 万元，是公司电力设备收入的主要来源。电力五防主要用于变电站中，预计未来业绩保持稳定增长。

光电互感器：数字化变电站必备产品。珠海成瑞主要研究开发光电式互感器。互感器是电力系统的“眼睛”，主要用于将输电线路上的高电压和大电流数值降低到可以用仪表直接测量的数值，是电能测量、继电保护、系统监测诊断及电力系统分析的前提条件。相对于传统的互感器而言，光电互感器具有以下有点：绝缘性好、频带宽、满足电力系统数字化信号处理要求，还可用于以保护、监控和测量为目的的高速遥感、遥测系统；结构紧凑、重量轻、价格便宜、便于安装和维护。

珠海成瑞尚未对公司业绩产生影响。光电互感器是未来数字化变电站的重要产品之一，随着我国智能电网第二阶段的展开，光电互感器有望迎来需求增长。珠海成瑞已经获得新疆 110kV 北庭变智能化改造和四川首个数字化变电站——绵阳南塔 110kV 变电站的光电互感器订单。

深圳南瑞：短期震荡难免，长期看好。深圳南瑞是主要的电网二次设备供应商之一，在二次设备中基本上与国电南瑞、许继电气、国电南自和南瑞继保五分天下。09 年国网二次设备招标中深圳南瑞在保护类和自动化类中分别占比 16% 和 8%，2010 年前两次国网二次设备招标中分别占比 16% 和 4%。保护类中深圳南瑞在母线保护中的市场份额较高，达到 30% 左右。深圳南瑞有员工近 500 人，其中各类专业技术人员约 85%，博士硕士学位者占比 30% 以上。公司下半年开始大规模招聘人才，其中高级销售经理招聘 10 人，研发工程师招聘 30 人，合计招聘近 70 人。在经历股权变更后，短期研发团队和销售团队预计会有一定影响，公司通过大规模的招聘充实研发和销售队伍，彰显公司对未来作强做大的决心。南瑞股权变更带来的短期震荡我们认为会慢慢消除。电力设备的主要需求方是国网和南网及其旗下各地供电局，渠道在短期比较重要，长园在这方面相比电网公司旗下公司短期内略有不足，但是我们认为长园本身在电力设备领域已经有较好的销售历史和资质，随着国网逐渐把招标权回收至国网和省网层面，招标将更加透明化，更加注重对成本的控制，未来的竞争更加市场化，成本控制和管理能力的重要性将彰显出来。

图 11：深圳南瑞人才团队



资料来源：东莞证券研究所

期待电力设备各公司整合

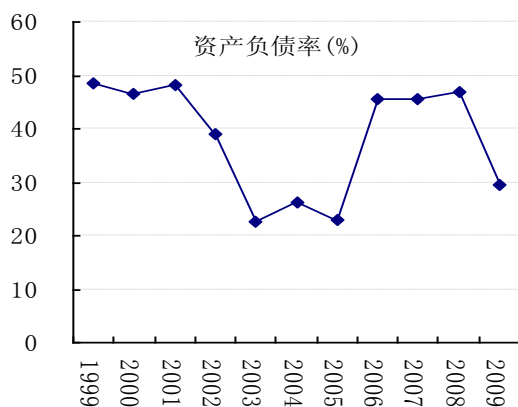
公司在电力设备领域的布局渐成。深圳南瑞股权进一步收归长园后，短期研发团队和订单状况预计会有一定影响。长期来看，收购深圳南瑞的意图不仅仅停留在这部分股权上，而是意欲在智能电网领域有所作为。目前公司在一次和二次设备领域都有涉足，且竞争实力不俗，我们期待公司对旗下电力设备公司在研发、渠道和产品方面的整合。管理能力、市场开拓和财务方面的出色表现让我们长期看好其未来在智能电网领域的发展。

财务稳健，资产盈利能力强

长园集团的发起人为李嘉诚家族控股的长和投资、深国投和另外四个自然人。10 年一季度长和投资和深国投仍然是公司前两大股东，其中李嘉诚家族控股的长和投资是其大股东。

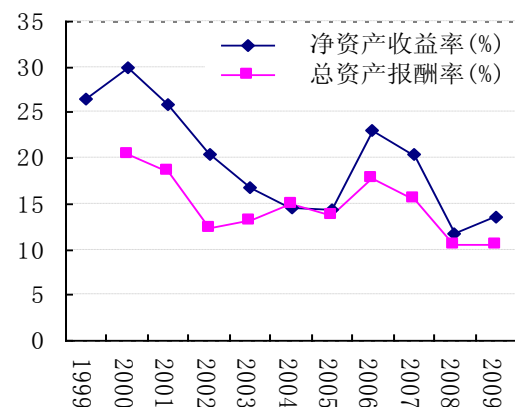
公司资产负债率一直低于 50%。从热缩材料行业和电力设备行业可比公司来看，长园除了负债率较低，产品和资产的盈利能力均处于前列，毛利率在 40% 上下，略低于思源电气，高于其他公司。净资产收益率（ROE）和总资产收益率（ROA）一直较高，总资产收益率一直高于 10%，资产盈利能力良好。

图 12：营业收入占比



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 13：分业务收入



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

表 6：主要电力设备上市公司财务对比

证券简称	ROE (%)		ROA (%)		毛利率 (%)		负债率 (%)		净利润增速 (%)		PE	总市值 (亿)	净利润 (亿)
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	TTM	2010-7-12	2009

许继电气	2	6	6	8	30	32	50	45	-67	241	71	98	1.3
国电南自	10	10	8	7	25	26	63	65	1	10	50	46	0.89
国电南瑞	13	21	7	13	30	31	50	57	-12	44	73	201	2.5
思源电气	18	38	14	33	42	45	25	22	27	174	10	99	9.5
长园集团	12	14	11	10	37	42	47	29	-28	42	37	65	1.41
沃尔核材	7	13	6	11	28	38	27	31	-46	102	49	30	0.53
中科英华	3	0	6	2	29	20	43	48	-48	-84	805	69	0.06

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

盈利预测及投资评级

预计 2010 年和 2011 年公司每股收益分别为 0.49 和 0.64 元，净利润分别同比增长 51%和 30%。公司目前股价对应 2010 年和 2011 年市盈率分别为 35 倍和 27 倍，估值较为合理。维持“推荐”

风险因素：东莞高能预计 10 年业绩受订单质量问题影响；长园对旗下各公司整合不力；由于信托公司不能持有实业，深国投预计将会慢慢退出长园集团。

表 7：公司盈利预测表

科目(百万元)	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2010E	2011E
营业总收入	838.63	856.81	969.61	1,813.17	2,248.33
营业总收入—YOY		2.17%	13.16%	87.00%	24.00%
营业总成本	704.09	765.79	836.47	1,517.08	1,872.41
营业成本	511.60	541.85	564.69	1,145.92	1,439.15
营业成本—YOY		5.91%	4.22%	102.93%	25.59%
综合毛利率	39.00%	36.76%	41.76%	36.80%	35.99%
营业税金及附加	3.72	3.99	4.57	8.52	10.57
营业税金及附加率	0.44%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%
销售费用	77.51	85.50	99.72	154.12	179.87
销售费用率	9.24%	9.98%	10.28%	8.50%	8.00%
管理费用	91.35	86.91	122.68	172.25	202.35
管理费用率	10.89%	10.14%	12.65%	9.50%	9.00%
EBIT	154.44	138.56	177.94	332.35	416.39
EBITDA	192.21	189.02	243.14	349.38	566.62
财务费用	19.21	43.70	30.10	36.26	40.47
财务费用率	2.29%	5.10%	3.10%	2.00%	1.80%
期间费用	188.07	216.12	252.51	362.63	422.69
期间费用率	22.43%	25.22%	26.04%	20.00%	18.80%
资产减值损失	0.69	3.83	14.70	0.00	0.00
资产减值损失率	0.08%	0.45%	1.52%	0.00%	0.00%
其他经营收益	36.75	27.43	39.29	12.00	15.00
公允价值变动净收益	0.35	-0.25	0.21	0.00	0.00
投资净收益	36.40	27.68	39.08	12.00	15.00
其中 对联营和合营投资	27.65	27.59	35.28	0.00	0.00

营业利润	171.29	118.46	172.43	308.09	390.92
营业利润率	20.43%	13.83%	17.78%	16.99%	17.39%
加 营业外收入	18.20	24.74	19.30	22.00	24.00
减 营业外支出	0.83	1.27	2.86	3.00	3.00
利润总额	188.66	141.93	188.87	327.09	411.92
减 所得税	19.34	20.62	31.37	49.06	61.79
实际所得税率	10.25%	14.53%	16.61%	15.00%	15.00%
加 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	169.32	121.31	157.50	278.03	350.13
减 少数股东损益	31.60	22.15	16.52	65.42	74.15
少数股东权益/利润总额	16.75%	15.60%	8.75%	20.00%	18.00%
归母公司所有者的净利润	137.72	99.16	140.97	212.61	275.99
销售净利率	16.42%	11.57%	14.54%	11.73%	12.28%
YOY -归属母公司净利润		-28.00%	42.16%	50.82%	29.81%
总股本(万)	43,175.51	43,175.51	43,175.51	43,175.51	43,175.51
基本每股收益(元)	0.32	0.23	0.33	0.49	0.64

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

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，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究发展中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

东莞证券研究发展中心

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 32 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn