

2011年6月14日

长园集团

股权收购和定向增发“护航”新一轮的高增长

A
买入

600525.SS - 人民币 7.99

目标价格: 人民币 13.00 (↑17.00)

胡文洲, CFA *

(86)21 6860 4866 ext. 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(32.6)	(20.6)	(30.1)	(9.8)
相对新华富时A50指数(%)	(29.7)	(15.0)	(22.7)	(12.5)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	864
流通股(%)	63.6
流通股市值(人民币 百万)	4,226
3个月日均交易额(人民币 百万)	90
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
长和投资有限公司	36.4

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*刘波为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

公司近日公告: 1、定向发行不超过 10,000 万股, 预募资金约 7.8 亿元用于多个项目建设; 2、1.3 亿元收购深圳南瑞 25% 的股权。公司在定向增发(及募投项目)和股权收购方面的动作是我们之前一直强调的观点, 我们认为 2011 年是公司发展历史上极其不平凡的一年, 持续开展的产能扩张和基地建设, 以及年后持续不断的股权收购(共计)为公司奠定继续高增长的基础。目前, 考虑行业估值, 下调目标至 13.00 元, 继续维持买入评级。

支撑评级要点

- **定增 7.8 亿元增强内生增长力和降低财务费用。**通过多年的自主研发和股权收购, 公司从较为单一的热缩产品发展成以热缩材料、电网设备、电路保护为主和以股权收购和资本运作为辅的产业集团架构。本次融资瞄准子产业产品链衍生和布局, 提高产业集团的内生增长力。按照我们之前未考虑定向增发的预测, 公司 2011 年-2013 年财务费用分别为 0.42 亿、0.50 亿和 0.62 亿, 融资成功将大幅降低 2012-2013 年财务费用。
- **股权投资动作频频, 兼顾外延与内生发展。**公司股权收购: 1、参股→控股(→全资)→拓展或壮大主营业务; 2、参股(→控股)→上市→投资收益倍增→获现金流发展主营业务和股权再投资。2011 年年初至今公司陆续投资 4.2 亿元进行了五次股权投资, 兼顾外延与内生。不考虑业绩增量, 仅以 2010 年业绩为基准, 2011 年以来对深圳南瑞(增 32%)和长园维安(增 22%)增持将增加净利润 0.30 亿元。
- **主营业务受益行业高景气度, 发展势头良好。**公司热缩材料、电网设备、电路保护发展势头良好, 热缩材料和电路保护受益消费类电子行业不错的需求形势和高端领域进口替代拉动, 电网设备中的配网一次设备受益于智能中低压行业高景气度拉动。

估值

- **维持买入评级, 下调目标价至 13.00 元。**我们预计 211 年每股收益为 0.33 元, 假设公司 2012 年初融资 7.8 亿成功, 增加股本约 1 亿, 按照 9.64 亿股本测算, 公司 2012 年-2013 年每股收益为 0.50 元和 0.70 元, 考虑目前行业估值水平, 给予 2011 年 40 倍市盈率, 目标价由 17.00 元下调至 13.00 元, 维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	970	1,574	2,447	3,228	4,249
增幅(%)	13.2	62.4	55.4	31.9	31.6
净利润(人民币 百万)	141	192	288	484	673
全面摊薄每股收益(人民币)	0.16	0.22	0.33	0.50	0.70
增幅(%)	28.33	36.09	50.15	50.53	39.13
先前预测每股收益(人民币)	0.15	0.20	0.36	0.50	0.70
调整幅度(%)			(8.3)	0	0
市盈率(倍)	48.94	35.96	23.95	15.91	11.44
价格/每股现金流量(倍)	14.48	21.06	154.29	24.11	16.24
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.21	10.06	15.75	10.83	8.44
每股股息(人民币)	0.07	0.04	0.05	0.08	0.10
股息率(%)	0.8	0.6	0.6	0.9	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

定增提升内生增长力和降低财务费用

定增融资 7.75 亿元，为新一轮战略部署“保驾护航”。公司今日公告，计划定向增发用于公司主营业务扩产及产业链延伸建设计划，本次定向增发不超过 1 亿股(目前总股本为 8.64 亿)，增发价格不低于 7.52 元(目前收盘价为 7.69 元)，募集资金净额不超过 7.75 亿元。由于公司持续的主营扩产和股权收购，使得公司现金流非常紧张，本次定向增发将为公司新一轮战略部署保驾护航，为未来三年持续的高增长奠定基础。

定增提高公司内生增长力。通过多年的自主研发和股权收购，公司从较为单一热缩产品发展成以热缩材料、电网设备、电路保护为主和以股权收购和资本运作为辅的产业集团架构(参考图表 4 和图表 5)。本次定增融资 7.75 亿元瞄准子产业产品链延生和布局，提高产业集团的内生增长力。

图表 2. 定向增发项目(单位: 万元)

产业	募投项目	项目内容	计划投资	拟用募集资金投入	达产后年均利润总额
热缩材料	无卤环保阻燃热缩套管及特种氟塑料套管系列产品生产基地	本项目建设期为 3 年，项目达产后可实现每年生产电子用环保型无卤阻燃热缩套管 4 亿米、汽车用环保型无卤阻燃热缩套管 4 亿米和特种氟塑料套管 2 亿米	13,522	13,522	7,991
电网设备	收购深圳南瑞科技有限公司 25% 股权		19,000	19,000	
电路保护	新建年产 10 亿片锂电池保护用核心元件产品生产项目	本项目建设期为 3 年，项目达产，可实现每年生产新型电池保护用核心元件 10 亿片	33,395	15,000	5,088
电网设备 & 电路保护	智能电网系列产品及汽车动力电池保护模块研发生产基地	本项目建设期为 3 年，为智能电网配电系统、智能变电站自动化系统、坚强电网继电保护系统的软件开发和系统集成以及汽车动力电池保护系统的研发生产等	75,000	25,000	26,923
其它	补充流动资金		5,000	5,000	
合计			145,917	77,522	40,002

资料来源：公司数据及中银国际研究

定增大幅降低公司财务费用。由于公司持续在股权收购方面持续动作，且在三大主营业务均在产能扩张建设，因此公司的现金流非常紧张。按照我们之前未考虑定向增发的预测，公司 2011 年-2013 年财务费用分别为 0.42 亿、0.50 亿和 0.62 亿，本次定增成功，融资 7.75 亿元将大幅降低 2012~2013 年财务费用，提高公司净利润率。

股权收购动作频频，兼顾外延内生发展

公司在股权投资领域经验丰富，兼内生与外延发展，收获丰盛，关于公司在股权收购历史请参考图表 7 和图表 8：

1. **参股→控股(→全资) (→分拆上市) →拓展壮大主营。**公司的电网设备、电路保护业务通过该方式不断拓展和壮大。通过自主研发培育和股权收购模式，公司已经从一个产品链单一的公司发展成为在热缩材料、电网设备、电路保护和股权投资四个领域都具备较强实力的产业集团。2011 年，公司先后投入 2.01 亿元增持深圳南瑞 31.7% 的股权，投入 1.87 亿元增持长园维安 21.9% 的股权，不考虑业绩增量（公司预测深圳南瑞 2011 年业绩同比增长 30% 以上），仅以 2010 年业绩为基准，2011 年以来对深圳南瑞和长园维安增持将增加净利润 0.30 亿元。

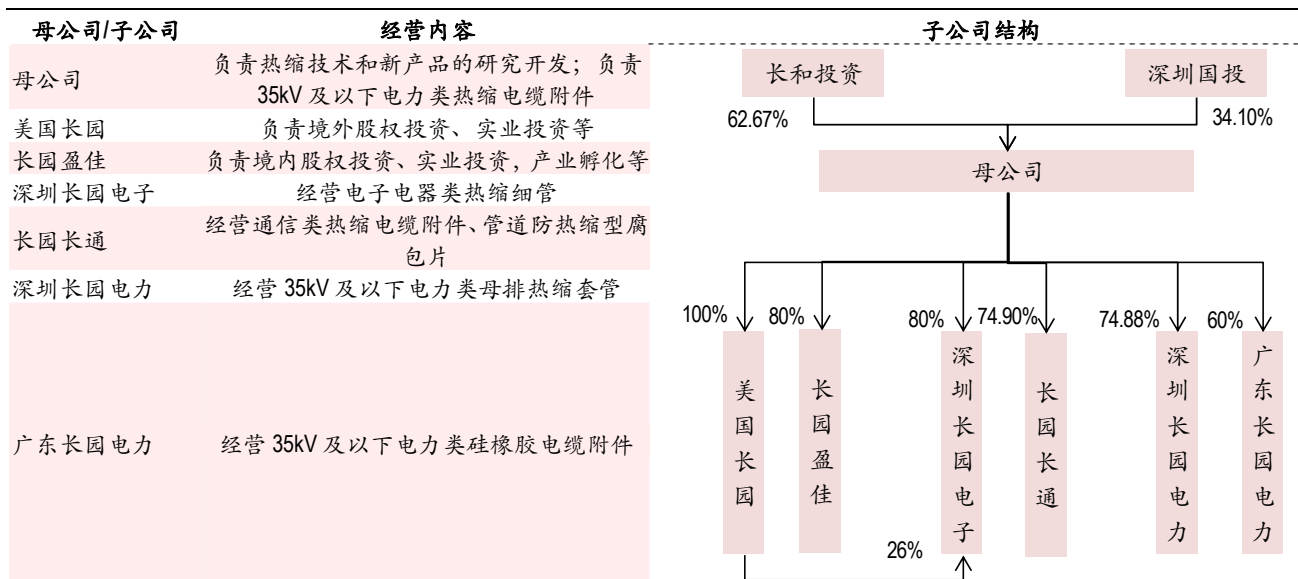
图表 3. 主营业务拓展历程

产业	方式	发展历程
热缩材料	以“内生”为主	通过内生扩张和外延收购不断壮大电子类热缩细管业务，占据 30% 左右的市场份额；自主研发了汽车电子类和高铁类热缩等高端产品。通过外延收购了电子类绝缘泡棉的业务。我们预计公司还将继续收购国内电子类热缩产品厂家，进一步提高市场占有率。
电网设备	“内生”与“外延”并重	通过内生扩张和外延收购不断壮大电力类热缩材料，通过技术引进发展了冷缩电缆附件和环网柜产品，通过并购方式发展了电网二次设备业务（长园共创 97.5% 和深圳南瑞 85%）。我们预计公司还将未来增持东莞高能并实现控股可能性极大，将超/特高压绝缘子也发展成为电网设备产业链中的产品系列之一。
电路保护	以“外延”为主	通过外延收购发展了线路保护业务，该业务主体上海长园维安(89.0%)是国内最大的电路保护元件企业。我们预计公司还将继续增持上海长园维安股权。

资料来源：公司数据及中银国际研究

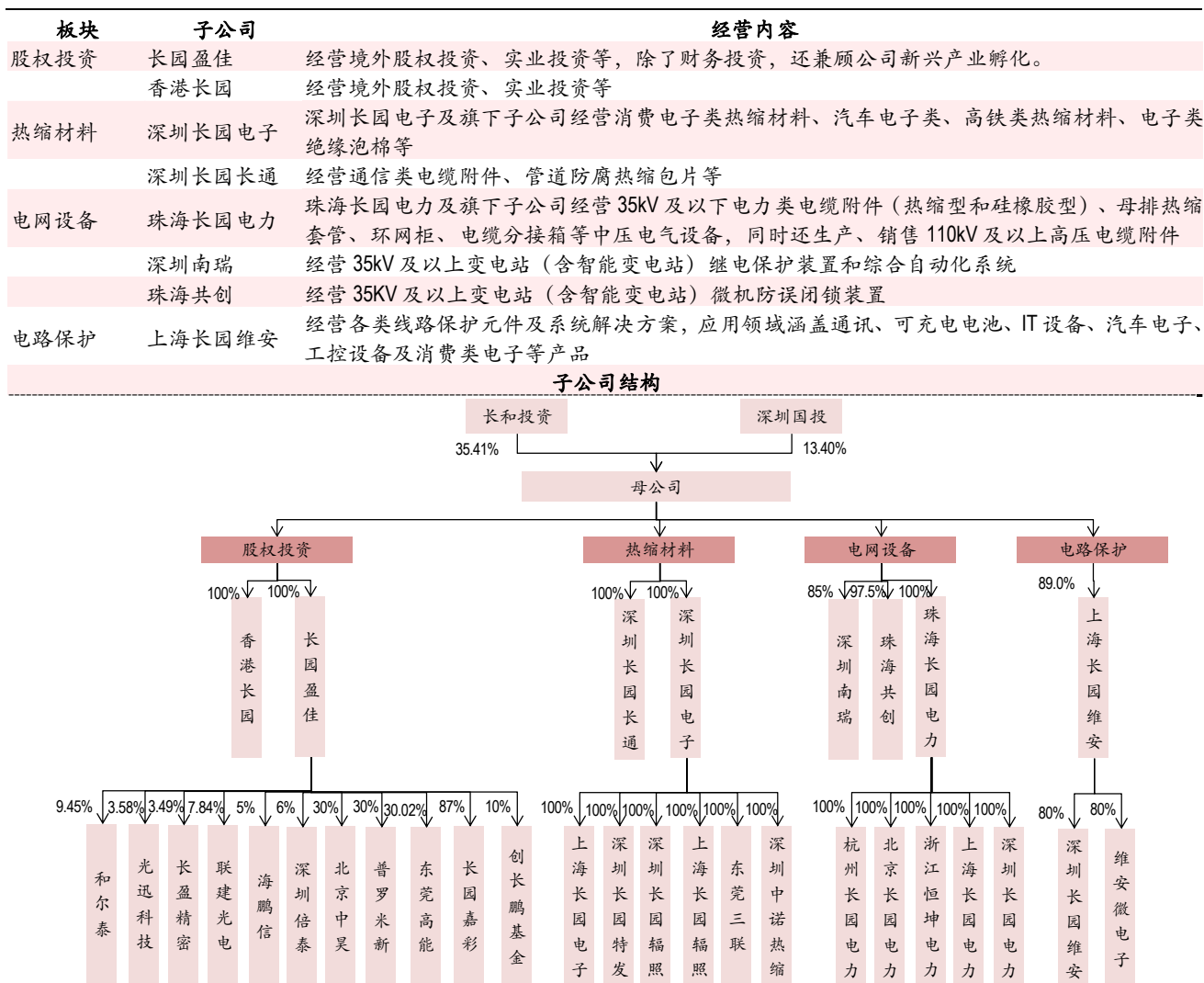
2. **参股→上市→投资收益倍增→变现。**获得现金流发展主营业务或股权再投资。公司参股公司光讯科技(002281.SZ/人民币 34.27, 未有评级)(3.58%)、和而泰(002402.SZ/人民币 16.50, 未有评级)(9.45%)、长盈精密(300115.SZ/人民币 24.28, 未有评级)(3.49%)已陆续在 A 股上市，公司所持股票市值约 5.5 亿(截至 2011 年 6 月 14 日，投资成本为 5,270 万元)，我们预计其它参股公司联健光电(节能 LED, 7.84%)、海鹏信(防雷装置, 5%)、深圳倍泰(人体健康测量装置, 6%)也在筹备或计划上市。2011 年，公司先后投入 0.18 亿元收购了普罗米新 30% 的股权，投入 0.13 亿元收购了深圳倍泰 6% 的股权。

图表 4. 上市初的管理和产品结构



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 5. 目前的管理和产品结构



资料来源：公司数据及中银国际研究

注：为了便于表述，部分子公司为母公司所持股份比例是合并后的持股比例。

主营受益行业高景气度，发展势头良好

公司热缩材料、电网设备、电路保护发展势头良好，热缩材料、电路保护受益消费类电子行业持续需求形势和高端领域进口替代拉动，电网设备中的配网一次设备受益于智能中低压行业高景气度拉动。

国内辐照加工及应用绝对龙头企业。公司热缩材料、电缆附件、母排套管、电路保护等都属于辐照加工应用，公司目前拥有 15 台电子加速器，占国内粒子加速器总额的 11%，位居行业第一。

世界第二大热缩材料企业。公司是世界第二大热缩材料生产企业，仅次于美国瑞侃。美国瑞侃是跨国公司，2009 年热缩套管年产值约 10 亿美元，通信电缆附件和电力电缆附件年产值约 5 亿美元。

热缩材料板块：消费电子类热缩产品与电子产业增速正相关，属国内企业竞争，2010 年国内市场容量约 13-14 亿，公司占据 30% 左右的市场容量(具有较强的议价能力)，预计未来几年年均增速在 15% 左右；汽车电子类热缩产品受益于汽车及汽车电子的发展和普及，更重要的是国产化率的提高，目前国内该行业中国外产品(美国瑞侃、日本住友)占据了 90% 以上的市场份额，2010 年国内市场容量约 25 亿，公司仅占 2% 左右的市场份额，是公司未来最具发展潜力的热缩子行业之一；高铁类热缩产品一方面是技术替代，另一方面则是国产化率的提高，目前该领域公司唯一的竞争对手美国瑞侃占据 80% 的市场份额，该热缩子行业具有爆发性。预计未来热缩材料还将在其它行业出现替代和应用(如军工等)，我们认为热缩材料行业总体仍将保持较好的景气度。

电网设备：公司电网设备板块分为一次设备和二次设备，一次设备业务板块包括电缆附件(35kV 及以下和 110kV 及以上)和 SF6 环网柜，二次设备主要是变电站自动化产品。35kV 及以下电缆附件和 SF6 环网柜受益城市化和城市电网改造和建设(电缆化率和环网率大幅提升)的加快，未来增速客观，其中：2010 年 35kV 及以下电缆附件的国内市场容量约 10 亿左右，市场占有率接近 10%，未来几年年均增速不低于 20%；2010 年环网柜国内市场容量约 30-40 亿，大部分为 ABB、施耐德等外资品牌占据，公司目前市场占有率约 2%左右(之前公司产能约 3,500 个单元，一般年销售量为 3,000 左右个单元，每个单元约 2 万元，收入约 6,000 万元)，预计“十二五”期间年均市场容量在 60 亿以上，公司 2010 年新增 2 万个单元产能(相当于 4 个亿的产值)尚未形成销售收入，SF6 环网柜也是公司极具有发展潜力的产品；2010 年 110kV 及以上电缆附件市场容量约 16 亿左右(其中 110kV 约 8 亿，220kV 约 8 亿)，110kV 电缆附件公司新增 5,000 套产能，产值约 1 亿元，2010 年下半年已获订单，220kV 电缆附件已挂网试运行，下半年有望获得订单，国内市场主要竞争对手是国外企业美国 3M、美国瑞侃、日本住友和国内为数不多的企业。二次设备中长园共创专注变电站微机防误装置，国内市场约 4.5 亿，长园共创约占 35%(珠海优特占 45%)份额，深圳南瑞专注变电站微机保护与综合自动化系统，国内市场约 50 亿左右，深圳南瑞约占 10%的份额，二次设备增速与电网投资规模有关，长园共创与深圳南瑞最近 5 年营收规模基本保持稳定，主要是两家企业产品拓展力度较小所致，随着公司控股长园共创和深圳南瑞后，公司将利用融资平台，加大对长园共创和深圳南瑞产品结构调整和拓展。公司已南京成立智能电网基地(向南京江宁高新技术开发区申请用地 233 亩)，拟投资 6 亿进行智能变电站、智能配网和智能用电等新兴产品进行研发和生产，而长园共创、深圳南瑞、珠海长园电力将是智能电网研究院的重要建设力量，我们对公司整合电网设备业务，打造智能电网产业持乐观态度。年后公司对深圳南瑞股权持续增持(53.33%→85%)，表明公司对电网设备产业板块的整合力度超出预期，也为智能电网研究院的建设提供强有力支持。

电路保护元件：电路保护元件全球市场约 50 亿美金，公司主要从事手机电池领域的 PPTC 系列产品生产，是国内最大的电路保护元件生产商，主要服务国外高端品牌用户。手机电池电路保护领域，在国际市场的占有率已经接近 5%，在国际高端智能手机电池的市场占有率已经超过 20%，主要竞争对手仍为美国耐侃，主要用户为 Nokia 和 Iphone，该两名用户近 70%的份额从公司采购，未来其它品牌的客户进入也非常值得期待，另外，公司还是 iPad 2 手持平板电脑电路保护元件的主要供货方；其它大功率电路保护领域，市场前景广阔，尤其是电动汽车电池应用领域，公司产品已经研发出来，处于预产业化阶段，也是本次公司定向增发建设的重点项目之一。

图表 6. 主要业务及市场情况分析预测

大类(持股比例)	小类(持股比例)	说明
热缩材料(100%)	消费电子类	金融危机后国内消费电子需求出现大幅上涨, 2010 增速在 35% 以上, 市场容量约 13~14 亿, 预计未来五年年均保持在 15% 左右的增速。公司占据国内消费电子市场 30% 左右的份额, 国内第一, 主要竞争对手是国内企业, 如沃尔核材等。
	汽车电子类	国内汽车电子年均约 25 亿, 受汽车电子技术的发展, 汽车电子市场还将持续增大, 目前 90% 的市场为国外占据。主要竞争对手是国外企业, 美国瑞侃、日本住友等, 属于国产化率提高过程。
	高铁类	国内高铁无砟轨道用热缩材料预计 2010-2013 市场容量约在 30 亿, 属于国有化率提高过程。公司是国内目前唯一的具有高铁热缩材料认证的厂家, 竞争对手为美国瑞侃。
	通信类	国内市场容量约几个亿, 技术门槛低, 市场竞争激烈。
	管道类	与具体工程有关, 如西气东输大型管道工程, 公司该块年均收入约 7000~8,000 万。未来 3 年我国配网投资年增长率预计不低于 26%, 而受益于城市化和城市配网优化等因素, 环网柜的市场将出现大幅增长(未来三年年均增长幅度预计不低于 30%)。
电网设备(100%) 一次设备部分	环网柜	2010 年国内环网柜市场约 30~40 亿, 预计“十二五”期间年均市场容量在 60 亿以上, 其中外资国外品牌 ABB、西门子、施耐德等占大多数。公司产品系引进国外技术消化吸收, 经过鉴定产品性能接近国外同类产品先进水平。预计新增产能 2 万单元已形成(之前 3,500 台), 新增产值约 4 亿。
	35kV 电缆附件	市场竞争激烈, 公司约占国内市场 12% 的份额, 受益受益于城市化和城市配网电缆化率提高等因素, 市场年复合增长率在 20% 以上。
	110kV 电缆附件及以上	2010 年, 我国 110kV 以上交联电缆附件市场需求总量将达到 5 万套, 按每套 3.2 万元测算, 市场容量约 16 亿, 随着电缆化率的提高, 110kV 电缆附件的市场还将稳步上涨。属于国产化率提高过程, 主要竞争对手是美国瑞侃和为数不多的国内企业。公司 110kV 系列已形成销售; 220kV 系列已挂网运行, 下半年有望形成销售收入。
	核电电缆附件	按照在建和待建的核电站数目计算, 机组 55 台, 对应常规岛电缆附件市场容量约 1.2 亿-1.5 亿, 对应核岛热电缆附件市场容量约 5.5 亿, 合计 7 个亿。目前国内已经投运的核电站核岛电缆附件全部由美国瑞侃供货, 未来可能全部实现国产化。公司可以提供核岛和常规岛电缆附件。
电网设备 二次设备部分	深圳南瑞(85%)	国内变电站二次设备企业龙头企业。2010 年收入约 5 亿, 净利润约 6,000 万。预计未来还将进一步通过股权收购或者增资扩股方式, 提高在深圳南瑞的持股比例。
	珠海共创(97.5%)	珠海共创五防产品的市场占有率达 35%, 行业排名第二, 仅次于珠海优特电力科技股份有限公司 45%~50% 的市场占有率。2010 年收入约 1.6 亿, 净利润约 4,000 万。
电路保护	长园维安(88.9%)	目前, 电路保护元件在全球拥有 50 亿美元的市场。我们预计公司未来有望向更多的高端手机品牌供货。同时, 积极开展大功率 PTC 研发(动力电池)并注重向更多应用领域拓展。预计未来还将进一步通过股权收购或者增资扩股方式, 提高在长园维安的持股比例。
股权投资	东莞高能(30.03%)	东莞高能主营合成绝缘子, 在国内超高压、特高压绝缘子领域具有明显竞争优势, 市场占有率位居第二。预计在持股比例方面, 未来有望进一步提高。2010 年营业收入约 1.9 亿, 净利润约 1,800 万元。
	北京中昊(30%)	北京中昊经营高铁、铁路、道路、桥梁用中板式无砟轨道系列产品、锚杆、槽道、桥梁预埋件。2010 年营业收入 1.2 亿, 净利润约 1,000 万元。
	普罗米新(30%)	普罗米新经营精密三维空间定位系统解决方案, 服务于交通(高铁/客专等、地铁/轻轨等)、能源(水电大坝等)、国防等。2010 年营业收入约 6,500 万元, 净利润约 1,000 万。
	其它	持有上市公司光迅科技 4.13%, 和而泰 9.45%, 长盈精密 3.49%, 按 2011 年 4 月 29 日收盘价计算, 合计持有市值 5.4 亿。其它参股公司联建光电(7.84%)、海鹏信(5%)、深圳倍泰(6%)等筹备上市。

资料来源: 公司数据及中银国际研究

图表 7. 公司扩张历程

公司 2002 年 12 月 2 日 A 股上市，主营经营电子电器热缩套管、热缩型通信电缆附件、热缩型电力电缆附件、热缩型母排套管、硅橡胶预制电力电缆附件五大类产品，同时还经营热缩型管道防腐包片、非离子型活性剂等产品。旗下 6 家控股子公司：美国长园(国外股权投资，100%)、长园盈佳(国内股权投资，100%)、长葆公司(电子类热缩套管，96%，后改名深圳长园电子)、长园长通(通信电缆附件和管道防腐包片，74.90%)、深圳长园电力(母排套管，74.88%)、广东长园(硅橡胶预制电缆附件，60%)。母公司从事热缩技术和新产品的研究开发，专门经营热缩型电力电缆附件。

时间	事件	情况
热缩材料		
2000-07	长葆公司及长园盈佳收购上海一家国营企业，成立上海长园电子材料有限公司(简称上海长园电子)，长葆公司持股上海长园电子 90%，长园盈佳持股 10%	上海长园电子经营电子类热缩套管
2003-07	长葆公司更名为深圳长园电子材料有限公司(简称深圳长园电子)	
2006-03	母公司出资 160 万元受让长和投资所持长园长通 19.2% 的股权后，公司持股长园长通 94.1%	
2006-08	母公司出资 2,632 万元收购东莞市三联塑料厂电子类热缩套管项目资产，将其装入新成立全资子公司东莞三联热缩材料有限公司(简称东莞三联)，三联塑料东莞三联经营电子类热缩套管厂增资 668 万元持有深圳长园电子 5% 的股权	
2007-02	深圳长园电子出资 556 万元受让上海长园电子 10% 的股权，深圳长园电子持股上海长园电子 100% 的股权。深圳长园电子出资 5 万元受让上海长园辐照 10% 的股权，深圳长园电子持股上海长园辐照 100% 的股权	
2008-01	罗宝投资出资 1,777 万元受让深圳长园电子 31.16% 的股权，母公司持股 63.84%	
2008-03	母公司出资 1,787 万元受让深圳长园电子 5% 的股权，母公司持有深圳长园电子 68.84% 的股权，罗宝投资持股 31.16%	
2008-05	深圳长园电子增资长园特种塑料发泡材料有限公司(简称长园特发)，持股长园特发 60%。长园特发出资 1,968 万元全面收购长园长通。	
2010-03	深圳长园电子出资 2460 万元增持长园特发 40% 的股权，深圳长园电子持股长园特发 100%	
2010-10	母公司出资 750 万元收购深圳市中诺热缩材料有限公司(简称中诺热缩)100% 股权	中诺热缩经营电子类热缩套管
2010-10	母公司出资 2,800 万元收购东莞市康业投资有限公司(简称康业投资)100% 股权	收购康业投资土地，用于深圳长园电子及下属子公司整体搬迁和产能扩张
电网设备		
2000-10	母公司收购广东电缆附件厂，更名为广东长园电缆附件有限公司(简称广东长园电力)	广东长园电力经营硅橡胶预制电力电缆附件
2003-08	长园盈佳出资 750 万元参股东莞高能实业有限公司(简称东莞高能)，持股 19.3299%	东莞高能经营合成绝缘子及配套产品
2004-02	母公司出资 788 万元受让珠海长园电力 15.12% 的股权；长园盈佳出资 213 万元受让 4.08% 的股权。公司持股珠海长园电力 90%，长园盈佳持股 4.08%	长园电力经营母排套管、电缆附件、环网柜等电网产品
2004-05	母公司出资 2,968 万元受让珠海市共创有限公司(简称珠海共创) 35% 的股权	
2004-05	长园盈佳投资 50 万元成立长园盈佳电力技术(北京)公司(简称北京长园电力)	北京长园电力经营电力类产品
2006-06	香港长园出资 1.48 亿元受让亚洲电力科技投资有限公司 100% 的股权，并间接深圳南瑞经营 35KV 及以上变电站继电	保护和综合自动化
2006-06	持有深圳南瑞科技有限公司(简称深圳南瑞)35% 的股权	
2006-08	长园盈佳增资 2,963 万元增资东莞高能后，持股 36.31%	
2006-09	母公司出资 1,000 万成立珠海长园电力技术有限公司(简称珠海长园电力)，后改名长园电力有限公司	珠海长园电力经营母排套管、电缆附件、环网柜等电网产品
2006-12	母公司出资 8,386 万元受让长园共创 26.537% 的股权后，公司持有长园共创 55.482% 的股权。	长园共创经营 35KV 及以上变电站用微机防误闭锁装置
2007-01	母公司出资 4,272 万元及 1,650 万元增持长园共创后，持有长园共创 74% 的股权。	
2007-01	母公司和香港长园拟出资 1 亿元成立长园新材(德清)有限公司(简称德清长园电力)，公司持股 49%，香港长园持股 51%	德清长园电力经营电力类产品
2007-01	母公司以 2,280 万元收购浙江恒坤电力技术有限公司(简称恒坤长园电力) 70% 的股权	恒坤长园电力经营电力类产品
2007-12	长园盈佳出资 1,344 万元及 1,598 万元收购上海国电投资有限公司(简称上海国电) 33.334% 的股权，上海国电持有深圳南瑞 10% 的股权。	

资料来源：公司数据及中银国际研究

续... 图表 8. 公司扩张历程

2008-01	母公司出资 600 万元受让长园电力 3.46% 的股权, 公司持股长园电力 93.46%, 长园盈佳持股 4.08%	
2008-06	母公司 2,800 万元出让广东长园电力 35% 的股权给其管理层, 管理层继续增持广东长园电力, 公司持股广东长园电力下降至 25%	
2008-11	母公司出资 5,988 万元增持长园共创, 持股 82.45%	
2009-01	母公司出资 1,750 万元出让广东长园电力 25% 的股权给其管理层, 公司不在持股广东长园电力	
2009-02	母公司出资 1,400 万元增持长园共创 5% 的股权后, 持股 87.45%	
2009-03	母公司出资 1,590 万元增持恒坤长园电力 30% 的股权后, 持股 100%	
2009-04	母公司和罗宝投资出资成立罗宝盈佳(上海)开关有限公司, 后改名长园电力(上海)有限公司(简称上海长园电力)	上海长园电力经营环网柜、电缆附件等电力类产品
2010-02	珠海共创出资 300 万元成立珠海华网共创科技有限责任公司(华网共创), 持股 58.47%	华网共创经营配网微机防误闭锁装置
2010-05	母公司出资 2.55 亿元收购深圳南瑞 15% 的股份, 公司合并持股深圳南瑞 53.334%	
2010-05	母公司出资 2,800 万元收购长园共创 10% 的股份, 公司持股长园共创 97.45%	
2011-04	母公司出资 7,100 万元收购上海国电 66.67% 的股权, 公司合并持股上海国电 100%, 上海国电持股深圳南瑞 10%, 公司合并持股深圳南瑞 60%	
2011-06	母公司出资 1.3 亿元收购深圳南京自动化研究所持有深圳南瑞 25% 的股权, 公司合并持有深圳南瑞股权已达 85%	
电路保护		
2000-02	长园盈佳出资 450 万元参股深圳市固派电子有限公司(简称固派电子), 持股 25%	固派电子经营电路保护元件
2006-12	母公司出资 1.04 亿元收购上海维安热电材料有限公司(简称上海维安) 69.393% 的股权	上海维安经营电路保护元件
2007-01	母公司出资 2,488 万元增持上海维安 16.589% 的股份, 长园盈佳以固派电子股权做价 1118 万元认购上海维安新增股份后, 公司合计持有上海维安 64.59% 的股权。	
2008-01	上海维安出资 882 万元受让上海顺安通讯防护器材有限公司(简称上海顺安) 49% 的股权后, 上海顺安成为上海维安全资子公司	上海顺安经营电路保护元件
2010-04	母公司出资 6,000 万元认购上海维安新增股份后, 公司持股上海维安 67.1033%。	
2011-06	母公司出资 18,665 万元收购上海维安 21.87% 的股份, 公司持股上海维安 88.97%	
精细化工		
2001-02	长园盈佳出资 241 万受让深圳嘉彩环境材料有限公司(简称长园嘉彩) 75% 的股权	长园嘉彩经营环保型非离子表面活性剂
2003-08	长园盈佳出资 750 万元成立长园精细化工责任有限公司(简称长园精化), 持股 75%	长园精化经营有机硅油、有机硅织物整理剂
股权投资		
2000-12	母公司出资 500 万参股深圳飞通光电子有限公司(简称飞通光电), 持股 2.17%; 长园佳出资 1,000 万, 持 4.35%	飞通光电经营光电元器件、光电通信系统及相关产品
2003-06	罗宝投资出资 2,317 万元受让信通发展(香港)有限公司 100% 的股权, 并间接持有飞通光电 6.3% 的股权	
2003-09	长园盈佳出资 1,220 万元参股武汉光讯科技有限责任公司(简称光讯科技), 持股 5.5%	光讯科技经营光电器件
2004-12	母公司 55 万美金出让飞通光电 2.17% 的股权, 长园盈佳 110 万美金出让飞通光电 4.35% 的股权	
2005-03	母公司投资成立长园新材(香港)公司(简称香港长园), 持股 100%, 撤销美国长园, 将美国长园旗下子公司股权关系转至香港长园。	香港长园经营境外股权投资, 资产管理
2005-05	母公司与长园盈佳共同出资成立上海长园投资有限公司(简称上海长园投资), 公司持股 90%, 长园盈佳持股 10%	上海长园投资经营股权投资、资产管理
2005-08	长园盈佳出资 1,050 万元参股深圳市和尔泰电子科技有限公司, 持股 15%	和尔泰投资经营家用电器智能控制器
2006-03	母公司出资 1,053 万元受让长和投资所持长园盈佳 20% 的股权, 公司持股长园盈佳 100%	
2007-07	长园盈佳出资 6,000 万元增资深圳长盈精密技术有限公司(简称长盈精密), 持股 10%	长盈精密经营精密连接器等
2008-03	长园盈佳出资 1,776 万元增资深圳联创健和光电股份有限公司(简称联健光电), 持股 7.84%	联健光电经营节能 LED
2008-12	长园盈佳出资 3,000 万元转让产长园精密 5% 的股权	
2009-04	长园盈佳出资 3,500 万元增持北京中昊创业工程材料有限公司(简称北京中昊) 30% 的股权, 持股 30%	北京中昊经营中板式无砟轨道系列产品、锚杆、槽道、桥梁预埋件
2009-06	长园盈佳出资 765 万元收购深圳市海鹏信电子股份有限公司(简称海鹏信) 5% 的股权, 持股 5%	海鹏信经营防雷装置
2011-02	长园盈佳出资 1,500 万元收购成都普罗米新科技有限责任公司(简称普罗米新) 30% 的股权	普罗米新经营高速铁路各类无砟轨道铺设, 供应精密测量定位系统和技术支持
2011-03	长园盈佳出资 1,800 万元收购深圳市倍泰健康测量分析技术有限公司(简称深圳倍泰) 6% 的股权	深圳倍泰经营人体健康测量产品、人体健康测量网络化分析产品和智能网络化运动器械产品

截至今日, 公司通过自主研发和产业链并购的模式发展成为以热缩材料、电网设备、电路保护元件三大主营业务为主的产品体系, 并通过持续不断的管理体制变革, 形成了“三足鼎立”的产业集团架构, 辅以经验丰富的股权收购和资本运作(企业债、定向增发、股权激励等)体系, 通过对各自产业产品链和产业应用的不断衍生, 公司将持续保持较高的增长势头, 使公司业务不断壮大和发展。

资料来源: 公司数据及中银国际研究

维持买入评级，下调目标价至 13.00 元

我们预计 211 年每股收益为 0.33 元，假设公司 2012 年初融资 7.8 亿成功，增加股本约 1 亿，按照 9.64 亿股本测算，公司 2012 年-2013 年每股收益为 0.50 元和 0.70 元，考虑目前行业估值水平，给予 2011 年 40 倍市盈率，目标价由 17.00 元下调至 13.00 元，维持**买入**评级。

对未来业绩或估值提升有利的因素：

- 公司所持股票市值近 5.5 亿(截至 2011 年 6 月 13 日，初始投资成本为 5,270 万元)，减持该部分股票将带来营业外收入。
- 通过收购或增资扩股方式继续增持深圳南瑞和上海长园维安带来的少数股东损益的下降。(2011 年的少数股东损益仅为深圳南瑞 15%和长园维安 11%的股权，而 2010 年的少数股东损益为深圳南瑞 47%和长园维安 33%的股权)，目前深圳南瑞和长园维安的其它股东均为该两家子公司的核心团队。
- 增持东莞高能、北京中昊、普罗米新等企业，将其发展成公司的产业框架中新产品系列。按我们对公司股权收购历史的分析，该可能性非常大。

图表 9. 盈利预测及假设

(人民币, 百万)		2008	2009	2010	2011	2012	2013
热缩材料	营业收入	366.7	436.3	646.9	926.5	1,236.8	1611.6
	同比增长(%)	17.0	19.0	48.3	43.2	33.5	30.3
	毛利率(%)	34.1	36.0	36.1	29.8	38.3	39.0
电网设备	营业收入	329.6	345.8	617.3	1060.8	1308.9	1622.7
	同比增长(%)	(8.4)	4.9	78.5	71.8	23.4	24.0
	毛利率(%)	44.0	48.6	47.1	43.8	43.7	43.6
电路保护	营业收入	150.7	164.2	290.3	435.4	653.1	979.7
	同比增长(%)	(4.1)	8.9	76.8	50.0	50.0	50.0
	毛利率(%)	27.9	39.0	45.3	50.0	50.0	50.0
其它业务	营业收入	9.9	23.2	20.0	24.0	28.8	34.5
	同比增长(%)	19.0	135.7	(14.1)	20.0	20.0	20.0
	毛利率(%)	29.1	67.0	47.9	47.9	47.9	47.9
合计	营业收入	856.8	969.6	1,574.4	2,446.6	3,227.6	4,248.5
	同比增长(%)	2.2	13.2	62.4	55.4	31.9	31.6
毛利率	(%)	36.8	41.8	42.3	39.7	43.0	43.4
销售费用率	(%)	10.0	10.3	10.5	10.5	10.5	10.5
管理费用率	(%)	10.1	12.7	12.5	12.5	12.5	12.5
财务费用率	(%)	5.1	3.1	2.6	2.7	2.1	1.5
所得税率	(%)	14.5	16.6	18.9	17.9	16.9	15.9
净利润率	(%)	14.2	16.2	14.7	12.6	15.8	16.7
少数股东损益率(%)		18.3	10.5	17.1	6.3	5.0	4.9

资料来源：公司数据及中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	970	1574	2447	3228	4249
销售成本	(565)	(909)	(1476)	(1841)	(2406)
经营费用	(168)	(303)	(482)	(639)	(856)
息税折旧前利润	236	363	488	747	987
折旧及摊销	(34)	(60)	(75)	(97)	(113)
经营利润(息税前利润)	203	302	413	650	874
净利息收入/(费用)	(21)	(23)	(42)	(17)	(15)
其他收益/(损失)	16	24	27	30	33
税前利润	189	285	374	613	841
所得税	(31)	(54)	(67)	(103)	(133)
少数股东权益	(17)	(40)	(19)	(26)	(35)
净利润	141	192	288	484	673
核心净利润	141	192	288	484	673
每股收益(人民币)	0.77	0.53	0.33	0.50	0.70
核心每股收益(人民币)	0.16	0.22	0.33	0.50	0.70
每股股息(人民币)	0.07	0.04	0.05	0.08	0.10
收入增长(%)	13	62	55	32	32
息税前利润增长(%)	25	49	37	57	35
息税折旧前利润增长(%)	22	53	35	53	32
每股收益增长(%)	28	(31)	(37)	51	39
核心每股收益增长(%)	42	36	50	51	39

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	189	285	374	613	841
折旧与摊销	34	60	75	97	113
净利息费用	30	38	66	67	65
运营资本变动	(34)	(707)	(668)	(535)	(680)
税金	(31)	(54)	(67)	(103)	(133)
其他经营现金流	51	542	242	4	6
经营活动产生的现金流	238	164	22	143	212
购买固定资产净值	(154)	(224)	(200)	(350)	(90)
投资减少/增加	39	22	32	42	54
其他投资现金流	(258)	(271)	675	(30)	(30)
投资活动产生的现金流	(373)	(473)	507	(338)	(66)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(235)	234	578	(207)	(6)
支付股息	(14)	(19)	(43)	(73)	(101)
其他融资现金流	500	220	(476)	756	(181)
融资活动产生的现金流	252	435	58	476	(288)
现金变动	117	126	588	280	(142)
期初现金	157	275	401	989	1269
公司自由现金流	(130)	(302)	538	(173)	170
权益自由现金流	(391)	(97)	1066	(419)	126

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	275	401	989	1269	1128
应收帐款	412	1059	1578	1994	2508
库存	159	329	547	683	892
其他流动资产	70	118	186	259	353
流动资产总计	924	1918	3319	4228	4912
固定资产	426	567	707	971	1009
无形资产	92	176	204	232	260
其他长期资产	920	1385	631	631	631
长期资产总计	1439	2129	1542	1833	1900
总资产	2363	4046	4861	6062	6811
应付帐款	132	245	398	497	649
短期债务	399	386	600	593	587
其他流动负债	104	545	845	845	845
流动负债总计	635	1176	1843	1934	2080
长期借款	0	248	312	112	112
其他长期负债	60	183	5	5	5
股本	216	432	864	964	964
储备	1337	1630	1443	2629	3201
股东权益	1553	2061	2306	3592	4165
少数股东权益	113	378	396	419	450
总负债及权益	2363	4046	4861	6062	6811
每股帐面价值(人民币)	7.20	4.77	2.67	3.73	4.32
每股有形资产(人民币)	6.47	3.83	1.33	2.33	2.86
每股净负债/(现金)(人民币)	0.58	0.54	(0.09)	(0.59)	(0.45)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率(%)	24.4	23.0	20.0	23.1	23.2
息税前利润率(%)	20.9	19.2	16.9	20.1	20.6
税前利润率(%)	19.5	18.1	15.3	19.0	19.8
净利率(%)	14.5	12.2	11.8	15.0	15.8
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.6	1.8	2.2	2.4
利息覆盖率(倍)	7.9	10.3	8.3	16.6	22.5
净权益负债率(%)	7.5	9.5	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	1.3	1.5	1.8	1.9
估值					
市盈率(倍)	48.9	36.0	24.0	15.9	11.4
核心市盈率(倍)	48.9	36.0	24.0	15.9	11.4
目标价对应核心(倍)	79.6	58.5	39.0	25.9	18.6
市净率(倍)	1.1	1.7	3.0	2.1	1.8
价格/现金流(倍)	14.5	21.1	154.3	24.1	16.2
企业价值/息税折旧前	8.2	10.1	15.8	10.8	8.4
周转率					
存货周转天数	108.0	136.5	140.0	140.0	140.0
应收帐款周转天数	155.1	245.5	235.5	225.5	215.5
应付帐款周转天数	49.8	92.7	92.7	92.7	92.7
回报率					
股息支付率(%)	10.0	10.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	9.6	10.2	14.3	18.1	18.7
资产收益率(%)	7.2	6.2	7.7	10.0	11.5
已运用资本收益率(%)	10.0	10.1	12.6	16.2	17.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司(统称“中银国际集团”)的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371