

大陆与香港 — 消息快报

长园集团发布业绩预告，半年度净利润同比增长80%

胡文洲，CFA

长园集团(600525.SS/人民币 8.22，买入)公告，经公司财务部门初步估算，上半年实现归属于上市公司股东的净利润约1.45亿元，同比增长80%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润0.68亿元，同比下滑约9.8%。我们预计，上半年公司实现营业收入约在8亿元左右。

公司净利润同比大幅增长是出售光迅科技(002281.SZ/人民币 32.30，未有评级)、和而泰(002402.SZ/人民币 19.97，未有评级)股票的收益约0.72亿元，截止目前为止，公司仍持有三家上市公司光迅科技、和而泰和长盈精密(300115.SZ/人民币 29.38，未有评级)股票的市值约4.5亿左右。

半年度扣非净利润同比下滑约9.8%，较1季度扣非净利润同比下滑约60%，改善幅度较大，主要系：

1. 上半年主要的利润来源是消费电子类热缩材料。从单季度来看，消费电子类热缩材料周期性不明显，但去年1季度是历史高点，1季度该业务营收同比增幅较小，另外，1季度石油价格大幅上涨导致其毛利率有所下滑。2季度该业务增速有所改善，同时石油价格下跌以及公司采取了相关措施(替代材料或涨价)改善了毛利率水平。
2. 1季度，期间管理+销售费用率合计约25.8%，比去年同期增长6.4个百分点。2季度，营收规模效应体现，两项费用率合计预计下降1.5个百分点左右。

半年度扣非净利润继续下滑，主要系：

1. 期间财务费用较高，预计上半年公司利息支出(2,000万元)+摊销期权费用(971万元)合计约2,971万元，较去年同期(1,355万元)增长1,616万元。如果不考虑财务费用增加因素，预计扣非净利润同比增长约25%，反映出公司主营业务依然保持较好的增长势头。
2. 期间管理和销售费用率较同期增长了约4-5个百分点左右，主要系业务扩张较快所致，而电网、汽车电子和高铁热缩业务一般在下半年贡献收入和利润。

3. 1 季度石油价格暴涨，导致消费电子类热缩材料毛利率有所下滑，消费电子类热缩材料是上半年业绩的主要贡献因素。另外，上半年 PTC 业务同比增长约在 20% 左右，下半年随着 Apple 下一代手机和平板电脑的推出，PTC 业务将加速增长。

对下半年业绩的判断，我们认为，下半年随着消费电子类热缩、电路保护元件业务同比增速将有明显改善，以及电网设备、汽车电子和高铁热缩材料开始集中贡献收入，我们预计公司全年的扣非净利润增速超过 15%。

另外，公司已公告，拟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。

图表 1. 定增项目情况

产业	募投项目	项目内容	计划投资 (万元)	拟用募集资金 投入(万元)	达产后年均利 润总额(万元)
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硬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

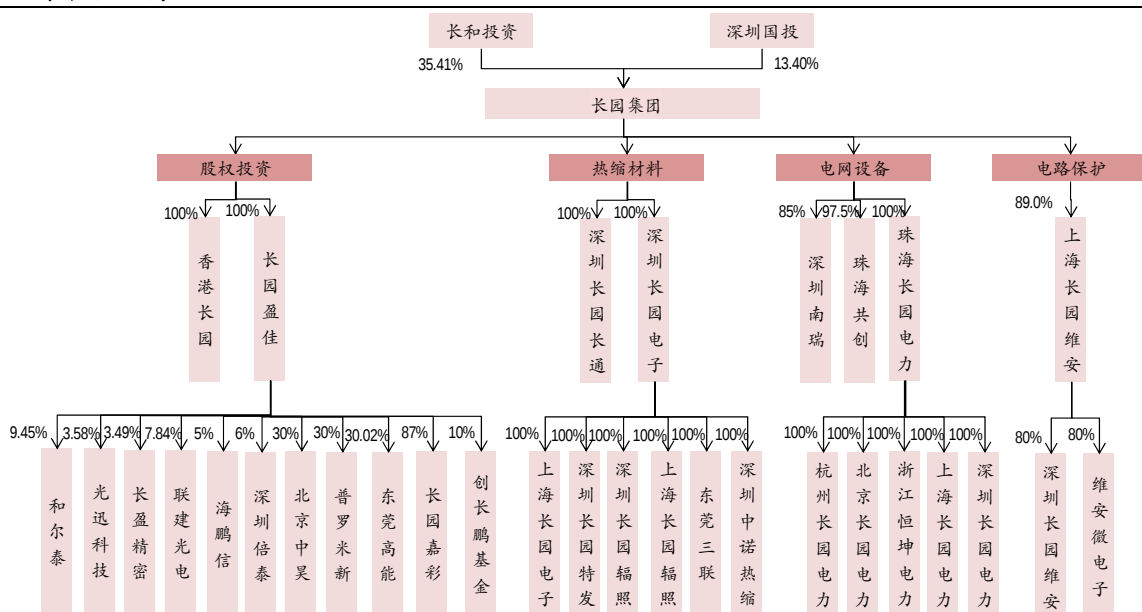
投资建议。年初至今，公司用于股权收购及投资约 4.2 亿，还将投入大笔资金用于定增项目先期建设，总体来看，今年公司财务费用较高(含利息支出和股权激励费用)，我们预计将达到 7,000 万元以上(较去年增加 5,000 万元以上)，导致扣非后净利润增速同比放缓，我们预计公司会通过减持 PE 投资的上市公司股票降低或对冲财务费用，随着明年公司融资成功后，财务费用将大幅降低。按照公司 2012 年定增发成功，以 7.8 元/股计算，增加股本约 1 亿，2012 年和 2013 年按照 8.64 亿+1 亿的总股本测算，由于公司股票减持力度大幅超过我们预期，在公司发布中报以后，我们可能会上调 2011 年盈利预测，目前维持 2011 年-2013 年每股收益 0.32、0.52、0.71 元的盈利预测，给予 2012 年 25 倍市盈率，维持 13.00 元目标价和买入评级。

图表 2. 主营业务拓展历程

产业	方式	发展历程
辐照功能材料	“内生”与“外延”并重	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。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。
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。

资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 3. 公司治理结构



资料来源：公司数据及中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为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，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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 15 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