



上市公司新股研究报告

证券研究报告
公共事业—环保

谨慎申购

长青集团（002616）

2011 年 09 月 09 日

生物质发电业务是未来主要看点

申购价格：17.8 元，建议谨慎申购
合理价值：18.35 元

家电行业高级分析师：陈子仪
SAC 执业证书编号：S0850210050002
chenzy@htsec.com
021-23219244

公用事业行业高级分析师：陆凤鸣
SAC 执业证书编号：S0850210100002
lufm@htsec.com
021-23219415

投资建议：长青集团主营燃气具制售，以及生物质发电业务。燃气具出口业务较稳定，内销业务增长潜力大；而生物质发电业务所在行业受政策扶持，未来五年有望实现 20% 的年复合增长，该业务是目前公司的着力开拓点，将是未来几年利润增长的重要来源。两大募投项目——明水生物质热电联产工程项目、燃气具系列产品产能建设项目建成后，公司在两个业务领域内的产能都将显著增加。

我们假设未来三年燃气具出口、内销的收入 CAGR 分别为 12%、19%。未来三年随着市场拓展，销售费用率稳步上升；此外，管理费用在规模效应下将逐步降低。预计 2011-2013 年公司燃气具业务贡献业绩分别为 0.34 元、0.39 元、0.48 元，给予公司燃气具业务 2011 年 20 倍 PE，合理价值为 6.80 元。

假设公司明水项目 2012 年底顺利投产，于 2013 年开始贡献利润；鱼台项目 2013 年下半年建成试运行，贡献部分利润；公司垃圾发电业务年增长率保持为 3%，秸秆发电业务毛利率稳定在 38%，则预计 2011-2013 年公司生物质发电业务 EPS 分别为 0.33 元、0.34 元、0.62 元，给予公司生物质发电业务 2011 年 35 倍 PE，合理价值约在 11.55 元。

综合考虑公司燃器具和生物质发电业务的盈利预测和估值情况，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.67 元、0.73 元、1.1 元，合理价值应在 18.35 元。公司发行价 17.8 元，已接近合理价值，我们给予建议“谨慎申购”。

1. 公司简介

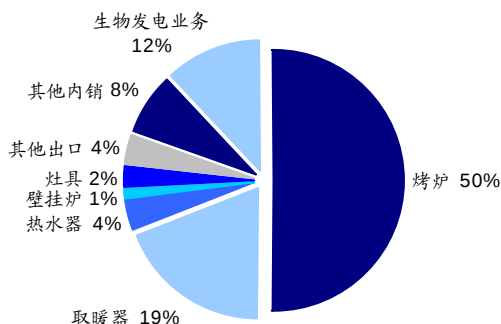
从燃气具领域向生物质燃烧发电行业进军。长青集团主要从事燃气具及配套产品的生产和销售以及生物质发电业务（包括垃圾焚烧发电、秸秆燃烧发电）。公司目前为国内主要的燃气具及配套产品的制造和出口商之一，产品出口至全球三十多个国家地区。

公司 1993 年设立时主要从事燃气具及配套产品的制造；2004 年起，公司依托自身的热能燃烧技术优势进军生物质燃烧发电行业，于 2004 年 2 月取得中山市中心组团垃圾综合处理基地焚烧发电厂项目的建设及特许经营权，并于 2006 年 4 月正式发电上网；2008 年 3 月，公司启动山东沂水秸秆发电项目，2011 年 4 月开始盈利。未来生物质燃烧发电业务将成为公司的主要业绩增长点之一。

2010 年公司实现营业收入 9.41 亿元，归属母公司净利润 0.68 亿元，同比分别增长 9.58% 和 -7.65%。2008-2010 年公司营业收入、归属母公司净利润 CAGR 分别为 5.61%、20.20%。其中，燃气具产品收入 CAGR 为 6.07%，生物质发电 CAGR 为 2.85%，利润增速超过收入增速的主要原因是公司生物质发电业务毛利率有约 5 个百分点的提升。

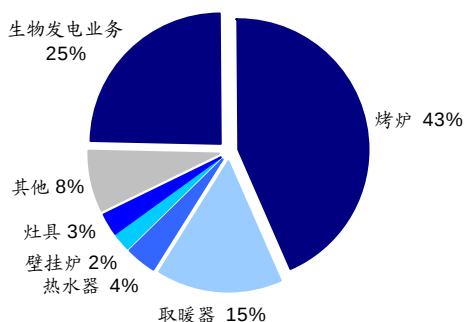
截至 2011 年 6 月 30 日,公司燃气具类业务收入占比为 87%,贡献毛利占比 72%;生物质发电业务收入占比 12%,比 2010 年全年水平提高 4 个百分点,贡献毛利占比 25%。

图 1 公司 2011H1 分产品营业收入构成



资料来源:招股说明书,海通证券研究所

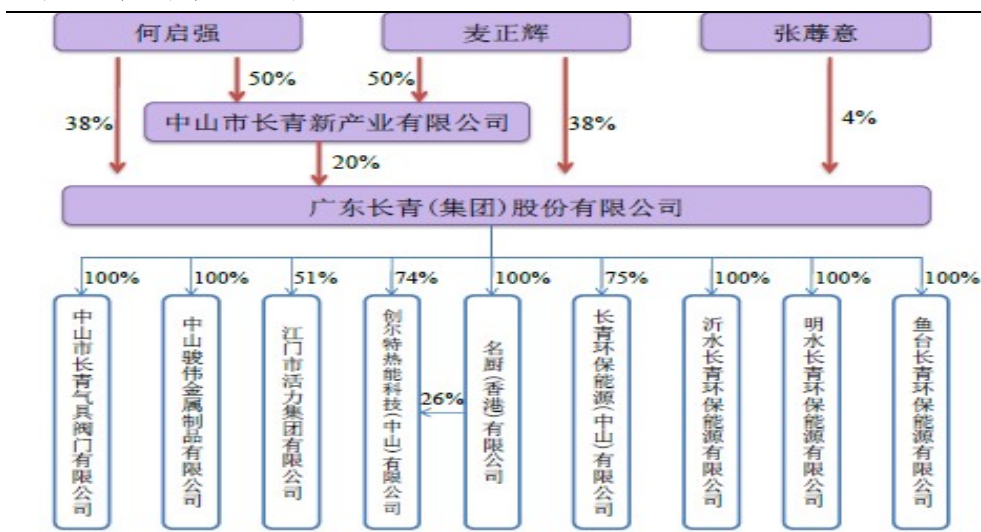
图 2 公司 2011H1 分产品主营业务利润构成



资料来源:招股说明书,海通证券研究所

何启强、麦正辉为公司实际控制人,合计持有公司发行前、后 96%、72%的股权。公司本次公开发行 3700 万股 A 股,募集资金主要用于明水生物质热电联产工程项目以及燃气具系列产品产能扩张。发行后公司总股本为 14800 万股,控股股东及实际控制人并未发生变化。

图 3 公司发行前股权结构



资料来源:招股说明书,海通证券研究所

2. 燃气具业务分析

燃气具产品外销为主,内销为辅。公司燃气具产品以出口为主,外销比例接近 80%。2010 年公司外销金额 7.89 亿元,同比增长 15.78%;内销 2.20 亿元,同比增长 20.27%。

公司目前燃气具主要产品包括烤炉、取暖器、热水器、壁挂炉、燃气灶具等,其中收入占比最高的为出口业务中的烤炉,2011 年上半年烤炉收入占主营业务收入的 50%。

2.1 出口有望保持高于行业的增长

燃气是欧洲和北美等地的主要能源，气化率非常高，燃气具在欧洲和北美有着广泛的市场需求。此外，由于饮食文化和生活习惯的原因，欧美对户外烤炉和取暖器有着旺盛的需求，因此烤炉和取暖器在我国的燃气具出口中占了较大比重，并且主要出口北美、大洋洲、欧洲等地。

中国在燃气具制造能力和生产成本等方面具有竞争优势，目前是北美、欧洲、大洋洲等燃气具需求国的主要供应基地，目前我国燃气具出口较稳定。据海关统计数据，2008-2010 年我国燃气具出口额 CAGR 为 2.86%。我们预计燃气具行业出口将有望维持个位数增长。

出口业务：公司燃气具产品以出口为主，目前已成为我国燃气具出口龙头企业之一，出口金额占比（约占 4%）与万和电气份额相近。与同行业其他公司相比，公司出口业务具有明显优势：1）产销规模大。由于公司产销规模较大，成本优势明显、产品议价能力更强；2）出口客户稳定。公司在海外市场已经建立了较全面的市场渠道，在海外燃气具品牌商及经销商中具有良好的声誉，与主要客户建立起了长期良好的合作关系。

我们认为，未来在宏观经济稳定的前提下，随着海外客户的进一步拓展，出口业务将能保持高于行业的增长，预计 2011-2013 年公司出口业务收入 CAGR 约为 10+%。

2.2 内销增速将超 15%

公司内销产品主要包括燃气热水器、壁挂炉、燃气灶具等。据慧聪商情统计，2005-2009 年燃气热水器、燃气灶具的内销量 CAGR 分别为 13.64%、13.22%。

我们认为，未来在保有率提高、产品替代背景下，内销存在较大增长空间。1）保有率有提升空间。近年来随着我国燃气供应的逐渐普及，燃气具走进了更多的居民家中，目前我国城镇居民淋浴热水器保有率为 83.39%；家庭燃气灶拥有率在 90% 左右，农村约为 10%；而燃气壁挂炉的普及率还不高。未来随着燃气普及率的提升，燃气具保有率（特别是农村市场保有率）还有提升空间。2）燃气具有节能优势，替代空间大。随着人均收入的上升以及居民节能减排意识的提高，具有节能优势的燃气具对于电热水器等产品的替代空间也很大。综合以上因素，我们预计未来 2011-2013 年国内燃气具行业内销量 CAGR 为 10%-15%。

内销业务：提升创尔特品牌专卖店覆盖率。公司从 2007 年开始创尔特专卖店的投入计划，在专卖店推广方面投入了 1500 多万元。截至 2011 年 6 月底，公司在全国 24 个省市地区已建成了 491 家专卖店和 313 家专柜。预计至 2014 年公司将在现有基础上再增加 1200 家加盟专卖店，全面提升渠道覆盖率。

综合考虑公司内销基数较小，未来随着渠道覆盖率的提升以及品牌建设的推进，将能保持高于行业的增长，预计 2011-2013 年公司内销增速约为 15+%。

3. 生物质燃烧发电业务分析

公司的生物质发电业务主要是利用垃圾和秸秆焚烧发电，同时提供垃圾处理和农业废弃物处理。现有垃圾发电产能 24MW，秸秆发电产能 30MW，在建秸秆发电产能 30MW。

表 1 公司已投产和在建产能一览

状态	项目名称	投运日期	投资金额	产能
已投产	中山垃圾综合处理基地焚烧发电厂项目	2006 年 4 月		24MW
	山东沂水秸秆发电项目	2010 年 12 月	2.8 亿元	30MW
在建	黑龙江明水秸秆发电项目	2012 年底（预计）	3.54 亿元	36MW

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

公司的垃圾发电业务以 BOT 方式经营，通过竞标获得项目。项目期间内，从政府环卫部门获得生活垃圾作为燃料，并实现焚烧发电上网。业务收入一方面来自向电网公司售电，另一方面来自政府支付的垃圾处理费。

秸秆发电业务采用自主方式经营,公司自行寻找有意向的地方政府,通过协商确立项目合作关系,经营期限为永久性。通过从经纪人、农户处收购秸秆获得燃料,并实现发电并网。业务收入主要来自售电。

3.1 行业向好,生物质发电行业受政策扶持力度大

(1) 未来生物质发电市场年均增速 20%以上

由于秸秆、垃圾发电具有资源综合利用性质,从 2006 年起,在税收优惠、并网优先、上网电价补贴方面得到政策的多方位支持。根据 2011 年 8 月份国家能源局的最新规划,到 2015 年,生物质发电装机将达 1300 万千瓦,较 2010 年增长 160%,未来五年复合增长 21%。

表 2 生物质发电行业相关产业政策一览 (2006 至今)

政策种类	政策名称	发布时间	相关规定
规划政策	发改委《可再生能源中长期发展规划》	2007.6	2010 年,生物质发电总装机容量 550 万千瓦。2020 年,我国生物质发电的装机容量达到 3000 万千瓦,达到 2020 年全国装机容量的 3%;农林生物质发电(包括蔗渣发电)总装机容量到 2020 年达到 2,400 万千瓦。垃圾发电总装机容量到 2020 年达到 300 万千瓦。
	国家电力监管委员会《电网企业全额收购可再生能源电量监管办法》	2007.9	明确规定对于电网覆盖范围内的水力、风力、生物质、太阳能、海洋能和地热能发电 6 种可再生能源发电企业,电网企业必须优先全额收购其上网电量。除大中型水力发电外,可再生能源发电机组不必参与上网竞价,电网企业需优先收购并安排调度。
	环境保护部关于发布《农村生活污染防治技术政策》的通知	2010.2	鼓励农村大力推广生物质能技术
	住建部关于印发《生活垃圾处理技术指南》的通知	2010.4	进一步规范垃圾焚烧产业
其他指导&规范政策	国务院办公厅转环境保护部等部门关于推进大气污染联防联控工作改善区域空气质量指导意见的通知	2010.5	推广生物质成型燃料技术
	国务院办公厅关于鼓励和引导民间投资健康发展重点工作分工的通知	2010.7	鼓励民间资本参与生物质能产业建设
	发改委关于生物质发电项目建设管理的通知	2010.8/2011.1	生物质发电厂应布置在粮食主产区秸秆丰富的地区,且每个县或 100 千米半径范围内不得重复布置生物质发电厂;一般安装 2 台机组,装机容量不超过 3 万千瓦
	发改委国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要	2011.3	新能源产业重点发展新一代核能、太阳能热利用和光伏光热发电、风电技术装备、智能电网、生物质能
	国务院批转住房城乡建设部等部门关于进一步加强城市生活垃圾处理工作意见的通知	2011.4	明确推广垃圾焚烧发电
税收优惠政策	财政部、税务总局发改委《资源综合利用企业所得税优惠目录(2008 年版)》	2008	产品原料 70%以上来自农作物秸秆及果皮,用于生产电力、热力及燃气取得的收入,在计算应纳税所得额时,减按 90%计入当年收入总额。
	关于农林剩余物为原料的综合利用产品增值税政策的通知	2009.12	对以 4 类农林剩余物为原料自产的综合利用产品由税务机关实行增值税即征即退政策
补贴政策	《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》	2006.1	上网电价由脱硫燃煤机组标杆上网电价加 0.25 元补贴电价组成
	秸秆能源化利用补助资金管理暂行办法	2008.11	对符合支持条件的企业,根据每年实际销售秸秆能源产品种类、数量折算消耗的秸秆种类和数量,中央财政按一定标准给予综合性补助
	发改委关于完善农林生物质发电价格政策的通知	2010.7	2010 年 7 月 1 日开始统一执行标杆上网电价每千瓦时 0.75 元(含税)
	关于印发《绿色能源示范县建设补助资金管理暂行办法》的通知	2011.4	对秸秆收集及生物质成型燃料的支持和补贴

资料来源:招股说明书,海通证券研究所

(2) 具有一定区域垄断性

由于垃圾发电采用 BOT 经营模式，经营期内公司在特定区域内具有业务垄断性。而秸秆发电方面，根据 2010 年发布的《发改委关于生物质发电项目建设管理的通知》，每个县的 100 公里半径内，不得重复建设生物质发电厂，也保证了业务的独占性。

3.2 着力开拓，公司生物质发电业务加快扩张

2010 年 4 月至今，公司先后与黑龙江大庆市肇州县人民政府、吉林省扶余县人民政府、山东省鱼台县人民政府、黑龙江省双城市招商局、黑龙江宁安地方政府签订“生物质发电项目投资框架协议”，规划总产能合计 168MW，是现有产能的 3 倍多。体现了公司业务转型，未来以生物质发电为主要业绩增长点的战略意图。预计未来 3-5 年内，随着这些项目的陆续建设和投产，公司的生物质发电业务将快速扩容。

表 3 公司远期项目规划（已与地方政府签订合作协议）

协议签署时间	相关项目名称	产能规划 (MW)	项目投资 (亿元)
2009.8.11	黑龙江五常项目		
2010.4.26	大庆肇州秸秆项目	2x18	3.6
2010.7.9	吉林扶余秸秆项目	2x18	3.6
2010.8.3	山东鱼台秸秆项目*	1x30	3.6
2010.9.10	黑龙江双城项目	2x18	3.6
2011.8.10	黑龙江宁安秸秆项目	1x30	2.95
合计		168	17.35

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

3.3 与可比公司的生物质发电业务情况比较

由于截至 2010 年底，公司生物质发电业务收入基本都来自垃圾焚烧发电，同样具有该项业务的南海发展、凯迪电力、泰达股份具有可比性。对比来看，公司的垃圾发电业务毛利率水平居中。

表 4 公司与南海发展、凯迪电力、泰达股份的垃圾发电业务情况比较（2008-2011H1）

指标	上市公司/财报期	2008	2009	2010	2010H1	2011H1
业务收入 (亿元)	长青集团	0.66	0.65	0.69	0.34	0.61
	南海发展	0.19	0.23	0.23	0.10	0.09
	凯迪电力	NA	NA	0.94	NA	1.23
	泰达股份	1.20	1.40	1.46	0.66	0.71
收入同比增速	长青集团	NA	-0.75%	6.57%	NA	79.36%
	南海发展	NA	23.55%	0.14%	1.96%	-11.40%
	凯迪电力	NA	NA	NA	NA	NA
	泰达股份		16.89%	4.31%	17.14%	7.76%
生物质发电业务毛利率	长青集团	40.56%	45.05%	45.70%	44.64%	42.54%
	凯迪电力	NA	NA	28.74%	NA	19.53%
	南海发展	41.04%	50.68%	47.99%	41.81%	47.68%
	泰达股份	35.95%	36.99%	33.84%	41.09%	44.51%

资料来源：招股说明书，公司年报，海通证券研究所

4. 募投项目扩大产能

公司募投项目主要用于明水生物质热电联产工程项目以及燃气具系列产品产能扩张。

公司生物质发电类募投项目为，在黑龙江明水县城西的工业园区内新建一条 $2 \times 75\text{t/h}$ 高温高压秸秆锅炉，配 $2 \times 18\text{MW}$ 抽气式汽轮发电机组等设备组成的秸秆发电。目前项目的建设进度已过半，预计于 2011 年底一号机组完成，于 2012 年春节前全部完工。对于秸秆发电项目来说，所在地的秸秆供应量充足与否，直接影响到项目的盈利能力。在此方面，以明水项目为中心的 30 公里半径内，各类秸秆总量为 126.9 万吨，剩余量 73.6 万吨，其中玉米秸秆总量为 76.5 万吨，剩余 53.5 万吨，项目每年需要燃烧标准秸秆量——17 万吨完全有所保障。

燃气具系列产品产能扩张由创尔特组织实施，募集资金将用于兴建技术研发中心，提升节能环保燃气具产能以及增设产品销售网点。项目建成达产后，将年新增节能环保型燃气具 57.26 万台，其中产能取暖器类 2.57 万台、厨卫类 35.77 万台、烤炉类 18.92 万台。届时公司将能更好的满足客户需要，进一步增强公司的核心竞争力。

表 5 公司募投项目情况

序号	项目名称	项目实施单位	项目总投资 (亿元)
1	明水生物质热电联产工程项目	明水长青环保能源有限公司	3.54
2	燃气具系列产品扩建项目	创尔特热能科技 (中山) 有限公司	1.82
	合计		5.36

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

5. 合理价值：18.35 元

燃器具业务盈利预测

由于公司燃气具出口业务较稳定，内销业务增长潜力大，我们假设未来三年出口、内销的收入 CAGR 分别为 12%、19%。未来三年随着市场拓展，销售费用率稳步上升；此外，管理费用在规模效应下将逐步降低。综合公司业务发展情况，我们预计 2011-2013 年公司燃气具业务贡献业绩分别为 0.34、0.39、0.48 元。参考同行业可比公司的估值水平，我们给予公司燃气具业务 2011 年 20 倍 PE，合理价值区间为 6.80 元。

表 6 长青集团燃器具业务盈利预测 (2010-2013E)

	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入 (万元)	86453	100054	114041	127538
营业成本 (万元)	68987.59	80198.50	91154.99	101238.46
毛利率 (%)	20.20	19.84	20.07	20.62
费用率合计 (%)	14.30	13.35	12.60	12.40
所得税率 (%)	17.00	25.00	25.00	25.00
归属母公司股东净利润 (万元)	4652.85	5049.81	5735.16	7076.12
摊薄后总股本 (万股)	14800	14800	14800	14800
摊薄后 EPS (元)	0.31	0.34	0.39	0.48

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

生物发电业务盈利预测

假设公司明水项目 2012 年底顺利投产，于 2013 年开始贡献利润；鱼台项目 2013 年下半年建成试运行，贡献部分利润；公司垃圾发电业务年增长率保持为 3%，秸秆发电业务毛利率稳定在 38%，则预计 2011-2013 年公司生物质发电业务 EPS 分别为 0.33 元、0.34 元、0.62 元。参考生物质发电类公司的估值水平，我们给予公司生物质发电业务 2011 年 35 倍 PE，合理价值约在 11.55 元。

表7 长青集团生物质发电业务盈利预测(2010-2013E)

	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入(万元)	6935	14217	15493	29544
其中:垃圾发电	6935	7143	7357	7578
秸秆发电	0	7075	8136	21966
毛利率	45.70%	42.40%	42.65%	40.77%
其中:垃圾发电	45.70%	46.75%	47.78%	48.80%
秸秆发电	0.00%	38.00%	38.00%	38.00%
期间费用率	10%	10%	9%	9%
所得税率	12%	19%	25%	25%
归属母公司股东净利润(万元)	6768	4835	5002	9185
摊薄后总股本(万股)	14800	14800	14800	14800
摊薄后EPS(元)	0.46	0.33	0.34	0.62

资料来源:公司招股意向书,海通证券研究所

综合考虑公司燃器具和生物质发电业务的盈利预测和估值情况,我们预计公司2011-2013年EPS为0.67元、0.73元、1.1元,合理价值应在18.35元。公司发行价17.8元,已接近合理价值,我们给予建议“谨慎申购”。

6. 风险提示

- (1) 新项目开工和投产时间的不确定性
- (2) 生物质上网定价政策变化的风险
- (3) 行业增速不及预期
- (4) 人民币升值风险
- (5) 出口退税政策调整

信息披露

分析师声明

家电行业研究团队：陈子仪

公用事业研究团队：陆凤鸣

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

覆盖上市公司：格力电器、青岛海尔、美的电器、苏泊尔、九阳股份、合肥三洋、美菱电器、小天鹅、海信电器、TCL 集团、深康佳。

覆盖上市公司：九龙电力、华能国际、华电国际、中能股份、国电电力、内蒙华电、国投电力、大唐发电、黔源电力、桂冠电力、川投能源、长江电力、文山电力、富春环保、洪城水业、国电清新、大禹节水、武汉控股、中电环保、永清环保、维尔利、碧水源。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。