

大陆与香港 — 消息快报

长园集团近期热点包括 Iphone5 上市、联建光电 IPO 以及油价下跌

胡文洲, CFA

近期, 关于长园集团 (600525.SS/人民币 7.82, 买入) 的热点不少, 包括 Iphone5 上市、联建光电 IPO 以及油价大跌。其中:

1. Iphone5 上市。长园维安为 Iphone4 提供近 40%份额的电路保护元件, 为 iPad2 提供约 30%的份额, 而在 Iphone5 产品方面, 凭借优异的性价比, 我们预计公司有望实现更高的供货比例, 预计毛利率可能在 60%以上。

2. 联建光电 IPO。长园盈佳参股子公司联建光电 (7.25%) 即将登陆创业板, 计划发行不超过 1,840 万股, 净募集资金 1.92 亿元。发行完毕后, 公司总股本为 7,358 万股, 预计 2011 年净利润为 0.7 亿元, 给予 2011 年 25 倍市盈率, 发行完毕后, 预计市值在 17.5 亿元, 公司持股部分对应市值约为 1 亿元(公司于 2008 年 4 月以增资方式进入股东序列, 成本投入为 1,776 万元)。

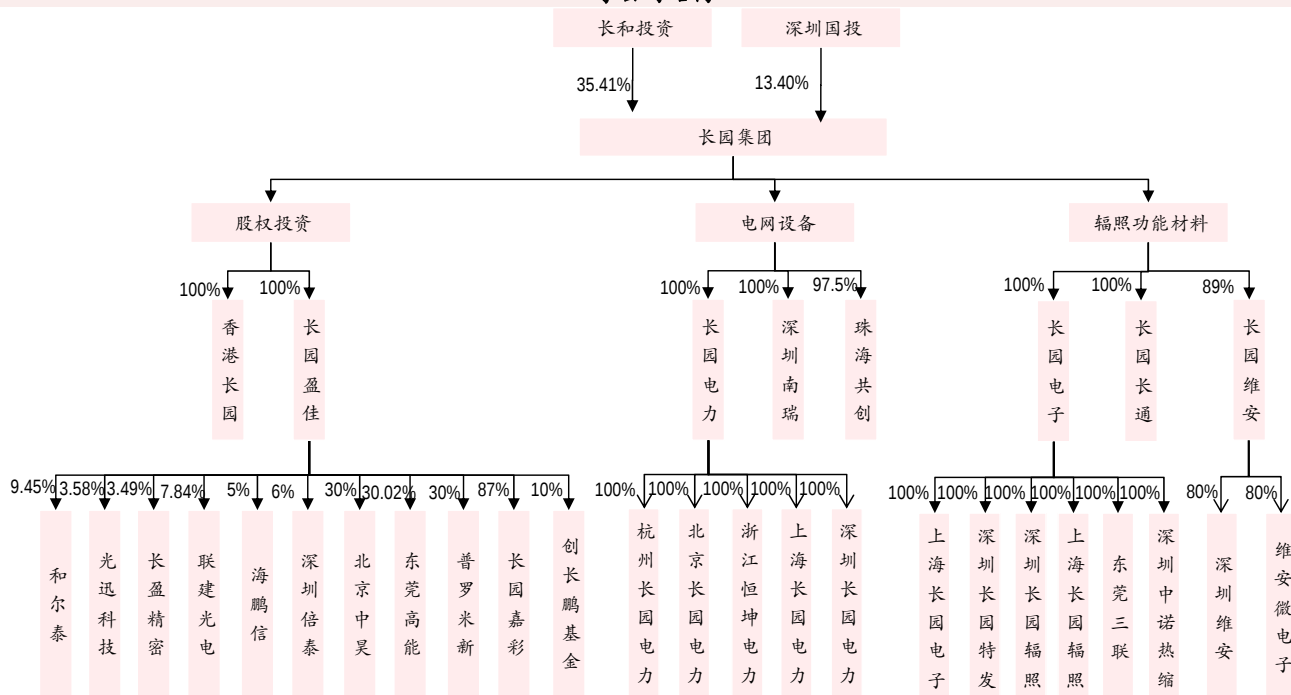
3. 油价下跌。公司热缩材料的主要原材料为 EVA、三元共聚物、硅橡胶、抗氧化剂等石油衍生品, 约占成本的 70%左右, 部分核心材料 (如氟塑料) 需要向国外企业采购。衍生品价格易受石油价格波动影响, 由于公司具有良好的定价权和新产品不断推出, 所以保持了稳定的毛利率。而近期, 油价下跌将有助于热缩材料毛利率的提升。

“三轮驱动”架构成型, 多渠道筹资促加速发展。经过了一系列的股权收购和划拨, 公司基本完成了“三轮驱动”框架的构建, 下一步我们预计公司将通过出售金融资产 (预计年内出售完三家 PE 的已上市公司股票, 将获得总计约 5 亿元现金) 和定向增发融资 (预计年底或年初, 计划净募 6.75 亿现金) 向“三轮”注入加速动力, 实现辐照功能材料和电网设备的产品、产能和市场扩张。

图表 1. “三轮驱动”架构

板块	细分业务	子公司	经营内容
股权投资	境内	长园盈佳	经营境外股权投资、实业投资等，除了财务投资，还兼顾公司新兴产业孵化
	境外	香港长园	经营境外股权投资、实业投资等
辐照功能材料	热缩材料	长园电子	深圳长园电子及旗下子公司经营消费电子类热缩材料、汽车电子类、高铁类热缩材料、电子类绝缘泡棉等
		长园长通	经营通信类电缆附件、管道防腐热缩包片等
	电路保护	长园维安	经营各类线路保护元件及系统解决方案，应用领域涵盖通讯、可充电电池、IT 设备、汽车电子、工控设备及消费类电子等产品
电网设备	一次设备	长园电力	珠海长园电力及旗下子公司经营 35kV 及以下(配网)电力类电缆附件(热缩型和硅橡胶型)、母排热缩套管、C-GIS、电缆分接箱等中压电气设备，同时还生产、销售 110kV 及以上高压电缆附件
	二次设备	深圳南瑞	经营 35kV 及以上变电站(含智能变电站)继电保护装置(尤其以母线保护见长)和综合自动化系统、以及配网自动化终端装置和系统设备
	二次设备	珠海共创	经营 35KV 及以上变电站(含智能变电站)微机防误闭锁装置

子公司结构



资料来源：公司数据及中银国际研究

业绩增速环比有望不断改善。受去年上半年一笔 8,000 万高铁热缩交货（毛利率超过 50%，今年上半年无高铁热缩交货）和上半年费用率大幅提升影响，公司今年上半年扣非净利润出现负增长（一季度同比下降 52%，半年度同比下降 8.7%），公司股价从 3 月份的 12 元左右跌至 7.82 元，跌幅约 35%。公司上半年各业务情况如下：扣除高铁热缩产品后，热缩材料营收同比增长 32%，毛利率基本稳定；电路保护元件同比增长 28%，毛利率受交货产品结构影响下降 10 个百分点；电网设备不考虑深圳南瑞合并因素，营收同比增长仅 15% 左右，毛利率保持稳定。公司上半年费用率情况如下：销售费用率增长 1.82 个百分点，主要系电网业务市场开拓力度加大所致；管理费用率增长 5.52 个百分点，主要与公司员工薪酬上涨以及深圳南瑞合并报表有关。我们预计，下半年随着热缩材料稳健增长、电路保护受高端产品拉动以及电网设备下半年贡献业绩等原因，公司业绩增速季度环比将不断改善。随着公司对电网设备业务的持续大笔投入，从 2011 年全年来看，深圳南瑞有望实现净利润超过 7,500 万元、珠海共创有望实现净利润 5,200 万元、长园电力有望实现净利润超过 4,000 万元。而热缩材料和电路保护元件属于周转率较高的行业，其中热缩材料主要应用于国内的消费电子、通信电缆、汽车电子等领域（未来还将拓展到军工等高端领域），电路保护元件主要应用于国际高端手机品牌。

图表 2. 主营业务情况

	2011 年半年度营业收入(百万元)	2010 年半年度营业收入(百万元)	同比增长 (%)	2011 年上半年毛利率 (%)	2010 年上半年毛利率 (%)	变化百分点
热缩材料	313.00	318.86	(1.84)	36.57	37.31	(0.74)
电网设备	312.11	116.72	167.40	53.02	48.62	4.40
电路保护	142.30	111.10	28.09	31.24	41.41	(10.17)
主营产品合计	767.41	546.68	40.38	42.27	40.56	1.71
其它	15.63	14.62	6.88	65.81	64.74	1.07
合计	783.04	561.30	39.50	42.74	41.19	1.55

资料来源：公司数据

全年财务费用较高，利息支出压力大。由于股权收购大笔投入以及“三基地”（东莞热缩、南京电网、上海电路保护）建设，公司贷款规模较大，利息支出压力大，预计三季度最高，随着公司大量减持金融资产置换银行贷款，四季度利息支出将有望下降，总体来看，全年利息支出于在 5,400 万左右，另外，今年还将产生约 2,900 万左右的期权费用。不过，我们预计金融资产减持和融资成功有望大幅降低明年的利息支出。

投资建议。基于 2012 年年初定向增发成功，按照 8.1 元/股计算，增加股本约 0.9 亿，维持 2011 年总股本不变，2012 年和 2013 年按照 8.64 亿+0.9 亿的总股本测算，我们预计公司 2011 年-2013 年实现每股收益分别为 0.75 元、0.47 元、0.61 元，给予 2012 年 27.4 倍市盈率，维持 12.90 元的目标价和**买入**评级。2011 年业绩中，出售金融资产部分预计贡献 0.47 元。

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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。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、会计或税务建议或任何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