

**投资评级：强烈推荐（维持）**
**分析师**

曲小溪 010-88366060-8712

Email:quxx@cgws.com

执业证书编号:S1070514090001

**联系人（研究助理）：**

张如许 0755-83559732

Email:zhangruxu@cgws.com

从业证书编号:S1070115070101

刘峰 0755-83558957

Email:liufeng@cgws.com

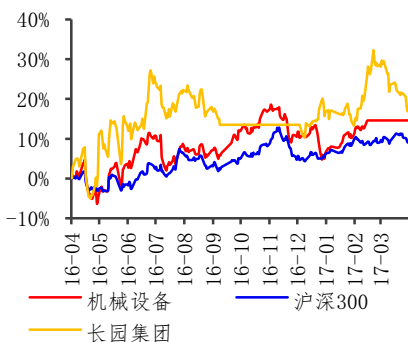
从业证书编号:S1070116080040

**市场数据**

目前股价	14.47
总市值（亿元）	190.61
流通市值（亿元）	175.61
总股本（万股）	131,731
流通股本（万股）	121,362
12个月最高/最低	16.55/11.11

**盈利预测**

	2017E	2018E	2019E
营业收入	7339.28	9140.34	11121.9
(+/-%)	25.48%	24.54%	21.68%
净利润	811.42	1051.44	1281.31
(+/-%)	26.77%	29.58%	21.86%
摊薄 EPS	0.62	0.80	0.97
PE	23.34	18.09	14.92

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

# 营收毛利小幅提升，季节性交货致净利下降

## ——长园集团（600525）公司动态点评

**投资建议**

我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.62 元、0.80 元和 0.97 元，对应 PE 为 23 倍、18 倍和 14 倍。2017 年一季度公司营收、毛利小幅增长，符合预期，净利降幅较大的原因主要是运泰利交货的季节性波动。公司坚持“内生+外延”双轮驱动，战略性新兴产业布局也逐步完善，我们看好公司未来发展。公司通过外延发展不断加码智能工厂板块，并且持续深入布局电动汽车产业链，这些都将成为公司未来的重要利润增长点。维持“强烈推荐”评级。

**投资要点**

■ **营收小增毛利小升，季节性波动致净利下滑：**2017 年一季度，公司实现营业收入 11.68 亿元，同比增长 4.60%；实现归母净利润 4403 万元，同比下降 57.10%；销售毛利率 45.20%，相比去年年报提升 0.6 个百分点。经营性现金流-2.57 亿元，同比下降 97.26%。报告期内归母净利润以及扣除非经常性损益的净利润大幅下降主要是由于是珠海市运泰利自动化设备有限公司交货季节性波动所致。经营活动产生的现金流量净额大幅下降主要是由于研发支出及员工薪酬上升所致。货币资金余额 8.7 亿元，去年年末 17.4 亿元，下降原因主要是支付长园和鹰股权收购款所致。销售费用 1.6 亿元，去年同期 1.09 亿元，管理费用 2.7 亿元，去年同期 1.9 亿元，均是由于合并长园和鹰所致，此外研发支出上升以及人员增加引起工资费用上升也导致管理费用上升。财务费用 5290 万元，去年同期 2090 万元，主要是由于外部直接融资增加引起利息费用上升所致。

■ **智能工厂板块业务近年崛起，运泰利未来有望延续高速发展：**公司在继续全力推进现有的与电动汽车相关材料以及智能电网设备产业发展的同时，重点加强了智能工厂装备板块业务的打造，继 2015 年珠海运泰利的成功并购之后，完成了对服装自动化设备龙头企业—上海和鹰科技股份有限公司 80% 股份的收购；以及完成了智能工厂自动化设备先进企业—深圳市道元实业有限公司 20% 股权的收购。2016 年，智能工厂装备板块方面，公司实现营业收入 16.99 亿元，同比增长 219.69%，实现翻番，其中运泰利自身的营业收入同比大幅增长 42.42%。运泰利主要从事精密测试设备和工业自动化装备的研发、生产和销售。测试设备的下游客户主要是消费类电子产品的制造企业，运泰利的测试设备产品主要用于智能手机、平板电脑、电脑、可穿戴设备生产过程中的测试环节，通过整合传统测试仪器和工业自动化技术以达到提高测试效率和精准度的目的；工业自动化设备主要是为客户提供定制化的自动化设备及综

<<业绩高速增长，加快发展战略性新兴产业  
三大业务板块>> 2017-03-14

<<业绩持续稳健增长，不断加强智能工厂板  
块发展>> 2016-10-23

<<继续围绕主业外延扩张>> 2014-07-10

合解决方案，下游客户主要分布在电子、汽车、新能源和医疗行业等。运泰利作为领先的精密测试设备和自动化设备供应商，由于下游行业景气度较高，未来有望持续保持高速发展。

- **锂电池电解液添加剂有望成为未来的利润增长点：**公司已深度电动汽车产业链，2016 年旗下的长园深瑞已中标了国家电网的充电桩招标，未来的锂电池电解液添加剂更是有望成为重要的利润增长点。2014 年，公司以 7.2 亿元受让江苏华盛精化工股份有限公司 80% 的股权。江苏华盛主要从事锂离子电解液添加剂的研发、生产、销售。江苏华盛突破日本、韩国知名企业的技术封锁，采用了独特的生产工艺，拥有多项自主知识产权，在欧盟、日本、韩国已经获得发明专利授权，并且生产工艺、产品质量均优于竞争对手日本关东电化、韩国蔚山化学。江苏华盛电解液添加剂的生产规模为全球领先，2014 年产能就达到 2000 吨，主要添加剂 VC、FEC 的全球第一供应商。江苏华盛目前在国内市场占有率超过 70%，日本、韩国市场占有率 40% 左右，拥有优质的客户群体。目前，华盛在建的锂电池电解液添加剂产线项目包括张家港二期项目和泰兴华盛项目，项目达产后有望大幅贡献业绩。
- **风险提示：**公司各业务协同整合程度不及预期；新兴业务的发展速度不及预期。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4161.85	5848.96	7339.28	9140.34	11121.96	<b>成长性</b>					
营业成本	2332.77	3240.35	4043.94	5054.61	6161.57	营业收入增长	24.28%	40.54%	25.48%	24.54%	21.68%
销售费用	462.85	662.00	859.50	1070.42	1302.48	营业成本增长	22.84%	38.91%	24.80%	24.99%	21.90%
管理费用	766.01	1148.38	1284.37	1572.14	1912.98	营业利润增长	43.41%	28.08%	34.62%	34.55%	24.59%
财务费用	107.38	101.96	180.89	159.71	159.11	利润总额增长	40.17%	27.13%	22.90%	29.58%	21.86%
投资净收益	81.06	60.33	0.00	0.00	0.00	净利润增长	32.01%	32.53%	26.77%	29.58%	21.86%
营业利润	493.42	631.98	850.80	1144.77	1426.31	<b>盈利能力</b>					
营业外收支	142.66	176.64	143.01	143.01	143.01	毛利率	43.95%	44.60%	44.90%	44.70%	44.60%
利润总额	636.07	808.63	993.80	1287.77	1569.32	销售净利率	12.32%	12.06%	12.19%	12.68%	12.70%
所得税	123.44	103.07	99.35	128.75	156.90	ROE	9.05%	9.07%	10.50%	12.27%	13.36%
少数股东损益	29.70	65.49	83.03	107.59	131.11	ROIC	10.86%	9.78%	10.54%	11.87%	13.76%
净利润	482.94	640.06	811.42	1051.44	1281.31	<b>营运效率</b>					
<b>资产负债表</b>					( 百万 )	销售费用/营业收入	11.12%	11.32%	11.71%	11.71%	11.71%
流动资产	4256.89	6417.14	6356.66	7831.28	9442.85	管理费用/营业收入	18.41%	19.63%	17.50%	17.20%	17.20%
货币资金	615.41	1121.62	73.39	91.40	111.22	财务费用/营业收入	2.58%	1.74%	2.46%	1.75%	1.43%
应收账款	2823.16	3867.87	4734.12	5980.21	7057.85	投资收益/营业利润	16.43%	9.55%	0.00%	0.00%	0.00%
应收票据	203.89	310.74	3313.88	3588.13	4587.60	所得税/利润总额	19.41%	12.75%	10.00%	10.00%	10.00%
存货	803.79	1098.07	1549.15	1759.66	2273.78	应收账款周转率	1.62	1.68	1.67	1.68	1.70
非流动资产	4645.73	8494.14	8376.61	8259.08	8168.94	存货周转率	2.90	2.95	2.61	2.87	2.71
固定资产	1171.76	1448.26	1360.51	1272.76	1185.01	流动资产周转率	0.54	0.43	0.54	0.63	0.69
资产总计	8902.62	14911.27	14733.27	16090.36	17611.78	总资产周转率	0.47	0.39	0.50	0.57	0.63
流动负债	2624.10	5180.37	4249.63	4657.99	5023.25	<b>偿债能力</b>					
短期借款	1437.20	2443.08	1695.54	1208.81	1688.93	资产负债率	37.00%	49.91%	44.19%	43.01%	41.36%
应付和预收款项	1186.90	2737.29	2554.09	3449.18	3334.32	流动比率	1.62	1.13	1.34	1.52	1.71
非流动负债	670.08	2261.69	2261.69	2261.69	2261.69	速动比率	1.31	0.88	1.01	1.18	1.30
长期借款	641.98	1735.15	1735.15	1735.15	1735.15	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
负债合计	3294.19	7442.06	6511.32	6919.68	7284.94	EPS	0.37	0.49	0.62	0.80	0.97
股东权益	5608.43	7469.21	8221.95	9170.69	10326.84	每股净资产	4.26	5.67	6.24	6.96	7.84
股本	1091.70	1317.31	1317.31	1317.31	1317.31	每股经营现金流	0.39	0.45	-0.80	0.01	0.02
留存收益	2190.06	3844.43	4534.14	5375.29	6400.33	每股经营现金/EPS	1.06	0.93	-1.29	0.02	0.02
少数股东权益	274.05	414.29	497.32	604.91	736.02	<b>估值</b>	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债和权益总计	8902.62	14911.27	14733.27	16090.36	17611.78	PE	39.11	29.53	23.34	18.09	14.92
<b>现金流量表</b>					( 百万 )	PEG	1.22	0.91	0.87	0.61	0.68
经营活动现金流	441.91	408.43	-91.59	761.22	-158.45	PB	3.40	2.55	2.32	2.08	1.85
其中营运资本减少	740.37	-396.02	870.26	1066.27	1246.30	PS	4.58	3.26	2.60	2.09	1.71
投资活动现金流	-448.27	-1945.02	109.00	129.00	129.00	EV/EBITDA	21.10	20.52	18.68	15.12	13.32
其中资本支出	-226.56	-500.57	0.00	0.00	0.00	EV/SALES	4.61	3.97	3.22	2.54	2.15
融资活动现金流	506.17	2082.05	-1065.64	-872.21	49.26	EV/IC	2.81	2.60	2.36	2.22	1.97
净现金总变化	499.80	557.81	-1048.23	18.01	19.82	ROIC-WACC	10.86%	9.78%	8.64%	10.30%	12.19%

**研究员介绍及承诺**

**曲小溪:** 机械行业分析师, 2014 年加入长城证券

**张如许:** 机械行业研究员, 2015 年加入长城证券

**刘峰:** 机械行业研究员, 2016 年加入长城证券

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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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**

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。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, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间;  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com  
杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjm@cgws.com  
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

**北京联系人**

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com  
申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
邮编: 200126 传真: 021-31829681  
网址: <http://www.cgws.com>