

# 长园集团（600525）点评报告

2017年7月14日

## 拟收购湖南中锂 80% 股权，抢抓新能源车发展机遇

买入（维持）

投资要点：

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600516080001

[zengdh@dwzq.com.cn](mailto:zengdh@dwzq.com.cn)

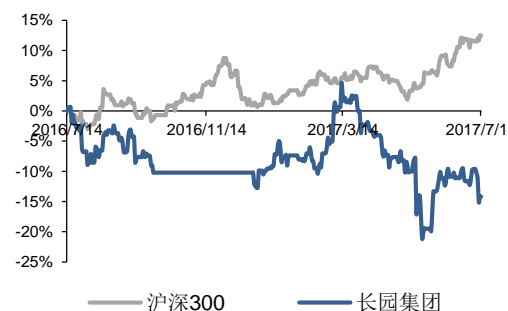
021-60199798

■ **拟收购湖南中锂 80% 股权，给予投前估值 24 亿。**长园集团为了抢抓新能源汽车产业高速发展的历史机遇，公司第六届董事会第三十四次会议审议通过了《关于与项效毅等签订〈关于收购湖南中锂新材料有限公司 80% 股权的框架协议〉的议案》，经双方协商，对中锂新材的初步投前估值（仅为暂估值，并非最终估值）拟考虑为人民币 24 亿元，公司拟考虑以此为基础收购中锂新材各股东所持有的 80% 股权，此次交易价款预估为人民币 19.2 亿元（人民币壹拾玖亿贰仟万元）。上述交易完成后，公司持有湖南中锂 90% 股权；湘融德创和常德中兴合计持有 10% 股权。

■ **电动车板块再次壮大，中锂和华盛均在大幅扩张期。**湖南中锂湿法隔膜，产能 2 亿平米的，现在有 10 条线，已经正常运行 7 条，还在调试的有 3 条，规划总产线有 20 条线，处于高速产能释放阶段，属于行业中最大的湿法隔膜供应商之一，客户除了沃特玛、比亚迪、catl 也开始供货，中锂是引进日本东芝全套湿法锂电池隔膜的生产线，产品质量没有问题，湿法隔膜目前供不应求，快速扩建的中锂在行业中占有先发优势，预计今年出货量 1 亿平米，明年出货量 3 亿平米，今年盈利 1.5-2 亿，明年盈利 3.5-4.5 亿，如果成功收购增厚利润明显。长园原主业就是高分子材料，原来就参股中锂 10%，如果收购达成的话协同效应将比较明显。此外长园华盛作为锂电池电解液添加剂龙头，主要供货行业一线客户，并通过供货电解液厂商三菱化学进入松下电池的供应链，原有产能 2000 吨，新工厂 6000 吨产能试生产，下半年即将完全投运，2017 全年预计将取得 20% 以上增长。江苏华盛新产能即将投运，功能材料和电网设备板块均有较好增长。

■ **智能工厂装备运泰利和鹰同比复苏，电网设备保持稳定增速。**运泰利上半年由于 16 年高基数同比略有下降，预计二、三季度将是出货旺季。此外，运泰利还进入了华为的供货体系，过去手机领域的检测上仅少数企业会全检，许多企业都是抽检，而华为在进入高端手机市场后将对手机质量要求更高，预计未来对检测设备需求将有较大增量。运泰利在 VR 和汽车电子领域也都已实现销售，我们预计今年运泰利将实现约 30% 增长。和鹰科技是自动化裁剪设备龙头企业，下游主要为服装、家居、汽车座椅等生产企业，因行业季节性因素显著，每年收入确认主要在三、四季度，下半年同比开始贡献增速。以长园深瑞为代表的智能电网设备上半年保持稳定增速，全年依旧表现稳定，为公司业绩打下扎实基础。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	14.52
一年最低/最高价	11.87/16.55
市净率（倍）	2.66
流通市值（百万）	17656.16

### 基础数据

每股净资产（元）	5.53
资产负债率（%）	49.69%
总股本（百万股）	1,317.31
流通 A 股（百万股）	1,216

### 相关研究

- 1、电网设备和功能材料增长较好，智能制造板块季节波动静待爆发 2017-4-28
- 2、电动车相关材料增长较好，打造智能制造龙头标的 2017-3-13
- 3、传统业务保持稳定，运泰利和和鹰进入收获期 2016-10-23
- 4、运泰利业绩超预期，外延战略布局进入收获期 2016-08-22

## 长园集团（600525）点评报告

- **管理层 5 月公布计划在未来 6 个月内增持公司股票，彰显对公司未来持续发展的坚定信心。**此次增持比例为不低于公司总股本 1%，不超过 7%，增持价格不超过 22 元/股。藏金壹号及其一致行动人同时承诺，在增持期间以及增持完成后 6 个月内不减持。藏金壹号的合伙人主要为长园集团董事长、总裁等核心管理人员。6 月 22 日，藏金壹号及其一致行动人合计增持 7,004,721 股，占公司总股本的 0.53%，增持后共持有公司股份 3.01 亿股，占公司总股本的 22.84%；截至 7 月 6 日，沃尔核材及其一致行动人持有公司股份 3.19 亿股，占公司总股本的 24.21%。目前藏金壹号及一致行动人持股相比沃尔核材及一致行动人差距在 1.37%，若按照增持计划上限 7% 增持，持股比例将超过沃尔核材，股权之争将缓解。
- **投资建议：**我们预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 9.03 亿、11.48 亿、14.07 亿元，EPS 为 0.69/0.87/1.07 元，同比增长 42/27/21%。由于目前只签署框架，所以暂未调整盈利预测。维持目标价 20 元，对应 2017 年 29 倍 PE，给予买入评级。
- **风险提示：**智能电网建设进度低于预期，原材料价格大幅波动。

图表 2：长园集团财务三张表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>7040.2</b>	<b>7669.1</b>	<b>9211.2</b>	<b>10615.1</b>	<b>营业收入</b>	<b>5849.0</b>	<b>7484.5</b>	<b>9160.6</b>	<b>10559.4</b>
现金	1744.7	1035.2	1365.2	1678.2	营业成本	3240.4	4198.0	5141.3	5896.4
应收款项	3662.4	4716.3	5521.5	6364.6	营业税金及附加	61.4	74.8	91.6	105.6
存货	1098.1	1437.7	1760.7	1938.6	营业费用	662.0	785.9	934.4	1045.4
其他	535.1	480.0	563.8	633.8	管理费用	1182.6	1325.6	1573.1	1779.3
<b>非流动资产</b>	<b>8579.8</b>	<b>8618.0</b>	<b>8594.9</b>	<b>8569.7</b>	财务费用	102.0	151.0	210.1	200.5
长期股权投资	576.1	576.1	576.1	576.1	投资净收益	60.3	60.0	50.0	50.0
固定资产	1448.3	1502.3	1495.1	1485.7	其他	-28.9	-37.6	15.8	15.8
无形资产	475.1	459.3	443.4	427.6	<b>营业利润</b>	<b>632.0</b>	<b>971.6</b>	<b>1275.9</b>	<b>1598.1</b>
其他	6080.2	6080.2	6080.2	6080.2	营业外净收支	176.6	170.0	175.0	180.0
<b>资产总计</b>	<b>15620.0</b>	<b>16287.1</b>	<b>17806.2</b>	<b>19184.8</b>	<b>利润总额</b>	<b>808.6</b>	<b>1141.6</b>	<b>1450.9</b>	<b>1778.1</b>
<b>流动负债</b>	<b>6147.8</b>	<b>6129.8</b>	<b>6826.4</b>	<b>7061.0</b>	所得税费用	103.1	159.8	203.1	248.9
短期借款	2946.2	2946.2	2946.2	2946.2	少数股东损益	65.5	78.5	99.8	122.3
应付账款	1356.2	1610.2	1972.0	1938.6	<b>归属母公司净利润</b>	<b>640.1</b>	<b>903.2</b>	<b>1148.0</b>	<b>1406.8</b>
其他	1845.4	1573.4	1908.2	2176.3	EBIT	736.8	1116.0	1436.0	1748.6
<b>非流动负债</b>	<b>2003.0</b>	<b>2103.0</b>	<b>2186.7</b>	<b>2284.8</b>	EBITDA	895.4	1194.2	1527.5	1846.6
长期借款	535.2	535.2	535.2	535.2					
其他	1467.8	1567.8	1651.6	1749.6	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>8150.8</b>	<b>8232.8</b>	<b>9013.1</b>	<b>9345.8</b>	每股收益(元)	0.49	0.69	0.87	1.07
少数股东权益	414.3	457.5	507.4	568.6	每股净资产(元)	5.36	5.77	6.29	7.04
归属母公司股东权益	7054.9	7596.8	8285.6	9270.4	发行在外股份(百万股)	1317.3	1317.3	1317.3	1317.3
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15620.0</b>	<b>16287.1</b>	<b>17806.2</b>	<b>19184.8</b>	ROIC(%)	6.8%	8.2%	10.1%	11.7%
					ROE(%)	9.1%	11.9%	13.9%	15.2%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	毛利率(%)	43.5%	42.9%	42.9%	43.2%
经营活动现金流	445.2	-295.0	857.6	807.8	EBIT Margin(%)	12.6%	14.9%	15.7%	16.6%
投资活动现金流	-1945.0	-53.2	-68.4	-72.7	销售净利率(%)	10.9%	12.1%	12.5%	13.3%
筹资活动现金流	2082.1	-361.3	-459.2	-422.1	资产负债率(%)	52.2%	50.5%	50.6%	48.7%
现金净增加额	594.5	-709.5	330.0	313.0	收入增长率(%)	40.5%	28.0%	22.4%	15.3%
折旧和摊销	158.6	78.2	91.4	98.0	净利润增长率(%)	32.5%	41.1%	27.1%	22.6%
资本开支	-360.1	-53.2	-68.4	-72.7	P/E	33.34	23.63	18.59	15.17
营运资本变动	-2871.5	-1319.6	-431.6	-758.2	P/B	3.02	2.81	2.58	2.30
企业自由现金流	-2344.0	-334.8	826.4	770.8	EV/EBITDA	32.94	24.76	19.87	16.62

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>