

## 长园集团 (600525)

## 强烈推荐

行业：电网自动化

### 湿法隔膜注入成长动力，平台业绩与估值有望双提升

公司业务主要涉及三大板块：电动汽车相关材料，智能工厂装备以及智能电网设备。通过外延并购，公司平台布局日趋完善，形成层次化的业绩支撑。继布局电解液添加剂业务后，公司又通过收购湖南中锂新材布局湿法隔膜环节，充分布局新能源汽车锂电材料领域，享受新能源汽车行业高速增长的红利。

#### 投资要点：

- ◇ **收购湖南中锂新材 80%的股权，完成湿法隔膜环节的布局。**中锂新材已具备 8 条湿法隔膜产线，现有基膜产能约 3.5 亿平方米，产能规模暂居国内第二。目前隔膜条线呈满产状态，年底之前有望再增加 2 条新的产线。中锂新材隔膜良品率业内领先，毛利率水平超过 60%。以设备优势及工艺管理提高隔膜连续性与一致性，靠隔膜品质及产能优势提高下游客户粘性。中锂新材客户结构优质，下游客户主要包括 CATL，比亚迪，沃特玛等，LG 亦为其潜在客户。长园集团的收购，为中锂新材的产能扩张提供强大的资金支持，研发投入加码保障隔膜品质及技术进步。湿法隔膜业务具备较好的成长性，未来中锂新材有望凭借技术优势，资金优势及研发保障，成为国内中高端湿法隔膜一线供应商。
- ◇ **电解液添加剂业务产能即将释放，全年出货量增长率有望超过 40%。**长盛 6000 吨产能电解液添加剂的泰兴工厂进入试产阶段，四季度有望释放产能。VC 与 FEC 产品产能都将得以释放，缓解产能不足的压力。公司电解液添加剂主要客户为三菱化学，间接为特斯拉供货。随着国内市场新能源汽车产销逐步放量以及特斯拉 Model 3 逐步放量，电解液添加剂出货量大增，预计公司电解液添加剂全年销量增长 40%以上。
- ◇ **和鹰并表增厚业绩，智能工厂装备业务下半年收入确认有望加速。**智能工厂装备业务在手订单同比增长 40%左右，新产品及新客户开发顺利。上半年运泰利在手订单充足，新产品推广顺利；欧洲市场裁床业务开始爆发，国内外市场共振。由于收入确认延迟，运泰利上半年业绩表现一般，下半年订单将加速确认，长园和鹰上半年销售收入同比增长 366%，净利润同比增长 410%。下半年智能装备业务业绩有望加速释放。
- ◇ **长园电子汽车市场海外业务增长明显，长园维安过流保护产品加速推广。**长园电子汽车材料积极开拓欧美及印度市场，新获得印度塔塔、日产尼桑及雷诺等认可报告，上半年汽车用相关材料增长高达 40%；家电及电子元器件客户端带动消费类电子 20%左右的增长，通讯行业用相关材料获得三星公司认可，并已批量使用。长园维安业绩稳步增长，过流保护产品加速推广，汽车及手机产品下游客户拓展顺利。
- ◇ **推进一二次电力设备融合，发展智能电网设备体系。**公司对内部进行整合，长园电力及长园高能并入长园深瑞，技术上实现一二次设备融合，市场上

#### 作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：宋丽凌

S0960116080081

0755-88320855

songliling@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 24.70

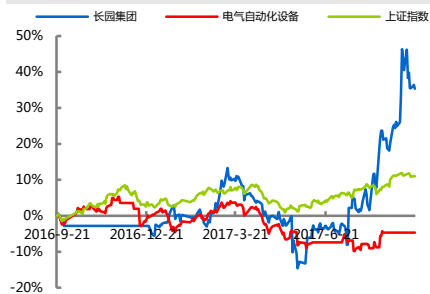
当前股价： 19.85

评级调整： 维持

#### 基本资料

总股本(百万股)	1,317
流通股本(百万股)	1,246
总市值(亿元)	261
流通市值(亿元)	247
成交量(百万股)	27.91
成交额(百万元)	550.69

#### 股价表现



#### 相关报告

实现互补，打造智能电网设备体系。目前十三五智能配网规划的 2 万亿投资进度不达预期，后续公司该项业务有望受益配网投资的加速。

- ◇ **平台业务布局日趋完善，新老业务齐发力，业绩拐点已至。** 公司通过外延并购，完成新能源汽车锂电材料两个环节的布局，尤其是新并购的湿法隔膜业务成长性较高。中锂业绩承诺 17-19 年实现利润 1.8 亿元，2.5 亿元，3 亿元，将显著增厚长园今明两年利润，中锂新材有望为公司带来业绩拐点及提供长期业绩支撑。3C 智能装备及纺机智能装备下游逐步复苏，需求逐步走强，下半年收入确认有望加速，中速增长可期。智能电网的建设将带动公司传统一二次设备业务的稳健发展。公司目前估值较低，未完全反应湿法隔膜业务的增长性，未来有望实现 EPS 与 PE 的双提升。
- ◇ **盈利预测：**预测 17-19 年公司的 EPS 为 0.65/0.94/1.13,对应 PE 为 30.6/21.0/17.6,布局湿法隔膜业务后，公司有望迎来业绩拐点，成长性提高，给予明年 38 倍 PE，对应目标价 24.70。
- ◇ **风险提示：**新能源汽车放量不达预期，扩产速度不及预期的风险

#### 主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5849	7470	9226	11179
收入同比(%)	41%	28%	23%	21%
归属母公司净利润	640	855	1242	1489
净利润同比(%)	33%	34%	45%	20%
毛利率(%)	44.6%	44.2%	46.2%	46.2%
ROE(%)	9.1%	10.7%	13.8%	14.5%
每股收益(元)	0.49	0.65	0.94	1.13
P/E	40.85	30.59	21.05	17.56
P/B	3.71	3.28	2.90	2.55
EV/EBITDA	29	23	16	13

资料来源：中国中投证券财富研究部

## 附：财务预测表

**资产负债表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	7040	8106	9874	11698
现金	1745	1881	2446	2976
应收账款	3179	4157	5110	6184
其它应收款	173	258	305	368
预付账款	205	219	272	334
存货	1098	1001	1033	1023
其他	640	590	707	814
<b>非流动资产</b>	8580	8793	8988	9135
长期投资	576	576	576	576
固定资产	1001	1402	1676	1856
无形资产	475	516	551	588
其他	6528	6298	6185	6115
<b>资产总计</b>	15620	16899	18862	20833
<b>流动负债</b>	6148	7689	8473	9077
短期借款	2443	4188	4374	4567
应付账款	1103	1350	1634	1980
其他	2601	2151	2465	2531
<b>非流动负债</b>	2003	763	777	773
长期借款	535	535	535	535
其他	1468	228	242	237
<b>负债合计</b>	8151	8452	9250	9850
少数股东权益	414	482	585	711
股本	1317	1317	1317	1317
资本公积	2054	2054	2054	2054
留存收益	2634	4594	5655	6901
归属母公司股东权益	7055	7965	9027	10273
<b>负债和股东权益</b>	15620	16899	18862	20833

**现金流量表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	445	170	989	1089
净利润	706	922	1345	1615
折旧摊销	185	183	236	280
财务费用	102	100	102	103
投资损失	-60	-69	-68	-67
营运资金变动	-587	-994	-720	-921
其它	100	28	94	79
<b>投资活动现金流</b>	-1945	-351	-388	-385
资本支出	501	350	367	361
长期投资	-579	0	0	0
其他	-2023	-1	-22	-24
<b>筹资活动现金流</b>	2082	317	-35	-174
短期借款	1006	1745	186	192
长期借款	-107	0	0	0
普通股增加	226	0	0	0
资本公积增加	-152	0	0	0
其他	1110	-1428	-221	-367
<b>现金净增加额</b>	595	137	565	530

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	5849	7470	9226	11179
营业成本	3240	4169	4961	6011
营业税金及附加	61	75	94	114
营业费用	662	841	1015	1224
管理费用	1148	1427	1707	2068
财务费用	102	100	102	103
资产减值损失	63	49	53	53
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	60	69	68	67
<b>营业利润</b>	632	879	1364	1673
营业外收入	183	183	183	183
营业外支出	6	4	5	5
<b>利润总额</b>	809	1057	1542	1851
所得税	103	135	196	236
<b>净利润</b>	706	922	1345	1615
少数股东损益	65	67	103	126
<b>归属母公司净利润</b>	640	855	1242	1489
EBITDA	918	1162	1702	2056
EPS (元)	0.49	0.65	0.94	1.13

**主要财务比率**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入	40.5%	27.7%	23.5%	21.2%
营业利润	28.1%	39.1%	55.1%	22.7%
归属于母公司净利润	32.5%	33.6%	45.3%	19.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	44.6%	44.2%	46.2%	46.2%
净利率	10.9%	11.4%	13.5%	13.3%
ROE	9.1%	10.7%	13.8%	14.5%
ROIC	7.9%	9.2%	12.6%	14.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	52.2%	50.0%	49.0%	47.3%
净负债比率	42.71%	59.85%	57.30%	55.58%
流动比率	1.15	1.05	1.17	1.29
速动比率	0.96	0.92	1.04	1.17
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.47	0.46	0.52	0.56
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	3.49	3.40	3.32	3.33
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.65	0.94	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.13	0.75	0.83
每股净资产(最新摊薄)	5.36	6.05	6.85	7.80
<b>估值比率</b>				
P/E	40.85	30.59	21.05	17.56
P/B	3.71	3.28	2.90	2.55
EV/EBITDA	29	23	16	13

## 相关报告

报告日期	报告标题
------	------

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张镛,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。  
宋丽凌,中投证券研究总部电力设备与新能源行业分析师,北京大学金融硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司财富研究部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434