

长园集团（600525）点评报告

电动车相关材料增长较好，打造智能制造龙头标的

买入（维持）

投资要点：

■ **2016 年营收 58.49 亿，增长 40.54%，净利润 6.40 亿，增长 32.53%，略低于市场预期。**公司 2016 年实现营业收入 58.49 亿，同比增长 40.54%；实现归属于上市公司股东净利润 6.40 亿，同比增长 32.53%，实现扣除非经常性损益的净利润 5.50 亿，同比增长 41.51%，基本每股收益 0.49 元。第四季度营收 18.99 亿元，同比增长 40.83%，归属上市公司股东净利润 1.87 亿，同比增长 23.33%，扣非后归属股东净利润 1.39 亿，同比增长 12.57%。公司收入高速增长，一方面来自和鹰科技并表，另一方面运泰利、长园电子、长园维安也都取得较好增长。公司利润增速低于收入增速，主要是由于研发费用、股权激励等管理费用增长较多，同时公司 2016 年投资净收益为 0.60 亿，较 2015 年 0.81 亿投资收益下降 0.21 亿，相当于 2015 年归母净利润的 4.29%。公司业绩增长略低于市场预期。公司拟以报告期末的总股本 13.17 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.8 元。

■ **长园电子和长园维安在汽车领域拓展较好，实现较好增长，长园华盛新产能即将投放今年有望高增长。**公司电动汽车相关材料及其他功能材料板块实现营收 14.97 亿，同比增长 8.89%，毛利率 38.06%，同比下降 0.57%。**长园电子**实现营收 7.62 亿元，同比增长 8.62%，净利润 0.84 亿，同比增长 32.99%。长园电子的热缩材料主要下游为汽车和家电，去年加强了国内外汽车市场的拓展，在汽车等高端领域同比增长超过 20%，汽车用双壁管等增长超过 30%，市占率进一步扩大，新增了巴斯巴、天海集团、精进等客户。去年四季度以来热缩材料需求旺盛，预计今年长园电子将稳中有升。**长园维安**实现营收 3.11 亿元，同比下滑 17.43%，净利润 0.48 亿，同比增长 7.79%。长园维安的 PCM 业务有所下滑，公司及时调整定位，由“智能手机”的电池保护供应商，调整为“电子线路保护产品与解决方案提供商”，拓展市场范围和解决方案种类，在汽车领域增长较好，并新增法国恩坦华，国内标准电机、博邦等汽车电机类客户。我们预计随着公司在汽车领域的持续拓展，今年长园维安将实现较好增长。**长园华盛**实现营收 2.57 亿，同比增长 15.03%，净利润 0.64 亿，同比增长 5.28%。华盛作为锂电池电解液龙头，受益于新能源汽车爆发产品供不应求，去年营收增速较低主要是产能受限，仅 2000 吨左右，今年新产线 4000-5000 吨一季度起陆续投产，我们预计 2017 年长园华盛产量至少翻倍，同时公司的新型锂盐正在推广，也在布局新产品如正极添加剂、负极添加剂，我们预计今年长园华盛将实现 50%以上高速增长

2017 年 3 月 13 日

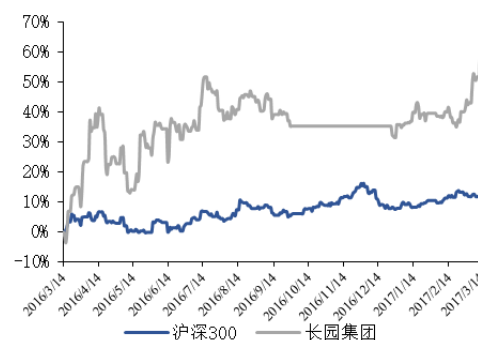
首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600516080001

zengdh@dwzq.com.cn

021-60199798

股价走势



市场数据

收盘价（元）	16.20
一年最低/最高价	9.69/16.55
市净率（倍）	3.20
流通市值（百万）	18,022

基础数据

每股净资产（元）	4.38
资产负债率（%）	48.39%
总股本（百万股）	1317
流通 A 股（百万股）	1112

相关研究

- 1、传统业务保持稳定，运泰利和和鹰进入收获期 2016-10-23
- 2、运泰利业绩超预期，外延战略布局进入收获期 2016-08-22

长。业务布局上，公司还持有动力电池企业坚瑞沃能 4.81% 股权，隔膜企业星源材质 4.74% 股权，以上两公司在公司参股后业绩均有较好增长，都已在 A 股上市。2016 年公司参股了锂电池高端湿法隔膜企业中锂新材 10% 股权，正极材料企业江西金锂 25% 股权，公司在电动车产业链布局极佳。

图表 1：长园集团分行业营收情况

分行业/产品	营业收入（亿元）	毛利率（%）	营收同比	毛利率同比
电动汽车相关材料及其他功能材料	14.97	38.06%	8.89%	-0.57%
智能工厂装备	16.99	48.12%	219.69%	6.35%
智能电网设备	25.87	45.22%	17.38%	-2.01%
其他	0.66	77.91%	27.55%	9.88%
合计	58.49	44.60%	40.54%	0.65%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2：长园集团主要子公司营收、利润情况

	持股比例（%）	营业收入（亿元）	营收同比（%）	净利润（亿元）	净利润同比（%）
长园深瑞继保自动化有限公司	100.00%	14.28	22.35%	2.06	8.78%
长园电力技术有限公司	100.00%	5.56	10.16%	0.37	-30.84%
长园共创电力安全技术股份有限公司	99.30%	2.97	0.85%	0.45	-3.26%
长园电子（集团）有限公司	100.00%	7.62	8.62%	0.84	32.99%
上海长园维安电子线路保护有限公司	87.70%	3.11	-17.43%	0.48	7.79%
江苏华盛精化工有限责任公司	80.00%	2.57	15.03%	0.64	5.28%
珠海市运泰利自动化设备有限公司	100.00%	10.96	106.19%	2.00	67.25%
拉萨市长园盈佳投资有限公司	100.00%	3.81	20.90%	0.50	-26.94%
长园和鹰智能科技有限公司	80.00%	6.17	—	1.28	—

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

- **运泰利持续高增长，和鹰科技智能工厂项目即将落地，打造工业 4.0 龙头。**公司智能装备板块实现营收 16.99 亿元，同比增长 219.69%，主要是由于长园和鹰的并表，毛利率 48.12%，同比增长 6.35%，主要是和鹰的毛利率较高以及运泰利毛利率有所提升。运泰利实现收入 10.96 亿，同比 2015 年并表收入 5.32 亿增长 106.19%，净利润 2.00 亿，同比 2015 年并表利润 1.19 亿增长 67.25%。运泰利下游消费电子大客户需求持续增长，今年有望高速增长，公司在行业与客户端影响力也显著提升，已在 VR 和汽车电子领域实现销售，另一重要突破在于进入华为供应体系，我们预计今年运泰利将实现 30-50% 增长。产业布局上，公司 2016 年 4 月出资 2 亿元获得道元实业 20% 股权，道元实业是一家自动化高端装备制造的领先企业，专注于生产电子电器所用的定制自动化设备，在 3C 行业与运泰利有较好协同效应。2016 年 8 月，运泰利全资子公司赫立斯参股了安科讯制造 25% 股权，其在精益化电子制造方面能力和水平突出，未来将利用安科讯制造平

台，打造智能工厂的样板工程，以促进智能工厂装备及方案的推广。**和鹰科技**去年 8 月开始并表，并表收入 6.17 亿，净利润 1.28 亿，和鹰业绩承诺 2016 年 1.5 亿利润，预计顺利实现。长园和鹰是自动化裁剪设备龙头企业，毛利率近 60%，伴随自动化产业升级业绩将稳步增长。和鹰在青岛为某服装企业打造的智能工厂即将落地，未来将持续拓展，今年有望获得更大的智能工厂项目，将围绕服装等行业打造智能工厂领先企业。2017 年和鹰承诺业绩 2 亿元，我们预计有望超预期实现。

- **电网设备收入增长 17.38%，毛利率下滑 2.0%，长园深瑞在配网和充电桩增长较好。**智能电网设备板块实现收入 25.87 亿，同比增长 17.38%，毛利率 45.22%，同比下滑 2.01%。**长园深瑞**营收 14.28 亿，同比增长 22.35%，净利润 2.06 亿，同比增长 8.78%，公司继续加强和国网、南网的合作，保持电网升级及需求增长中的相应份额，在配网和充电桩领域增长很快，通过收购电力设计院获得相关资质，为公司 EPC 总包业务的开展打下了良好的基础，我们预计今年长园深瑞将实现 10-20% 增长。**长园电力**营收 5.56 亿，同比增长 10.16%，净利润 0.37 亿，同比下滑 30.84%，预计主要是由于竞争加剧，毛利率有所下滑。**长园共创**营收 2.97 亿，同比增长 0.85%，公司保持微机防误的行业领先地位，净利润 0.45 亿，同比下降 3.26%，预计毛利率亦有所下降。
- **公司管理费用率增长 1.23%，主要是由于研发投入及薪酬增长，销售费用率增长 0.20%，财务费用率显著下降 0.84%。**公司 2016 年期间费用率 32.70%，同比增长 0.59%。公司 2016 年**销售费用** 6.62 亿，同比增长 43.03%，销售费用率 11.32%，同比增长 0.20%，主要是公司对智能工厂设备行业等新兴行业的市场开发投入增加较多。第四季度销售费用 1.97 亿，同比增长 35.12%，销售费用率 10.38%，同比下降 0.44%。2016 年**管理费用** 11.48 亿，同比增长 49.92%，管理费用率 19.63%，同比增长 1.23%；第四季度管理费用 4.19 亿，同比增长 50.63%，管理费用率 22.07%，同比增长 1.44%。管理费用的大幅提升一是由于长园和鹰并表，二是公司的研发投入以及研发人员数量大幅增加，2016 年研发支出 3.33 亿，同比增长 66.95%，三是员工薪酬待遇有所增加。公司 2016 年**财务费用** 1.02 亿，同比下降 5.05%，财务费用率 1.74%，同比下降 0.84%；第四季度财务费用 0.24 亿，同比增加 22.43%，财务费用率 1.28%，同比下降 0.19%。财务费用率的降低，预计主要是由于公司去年发行债券，债券利率较贷款利率更低。
- **存货增长 36.6% 小于营收增长，预收款增长 1.63 亿，经营活动产生的现金流量净额下降 2.39%。**公司存货 10.98 亿，较年初增长 36.61%，其中库存商品 5.72 亿，较年初增长 43.53%。预收款 1.63 亿，较年初增长 13.38%，说明公司订单有所增长。应收账款 31.79 亿，较年初增长 34.26%，增速小于营收增长。经营活动产生的现金流量净额为 4.45 亿，同比下降 2.39%，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 31.98 亿，同比增长 45.99%。投资活动产生的现金流量净额为净流出 19.45 亿，主要是用于收购道元实业、湖南中锂、金锂科技、长园和鹰和安科讯的股权。

- **运泰利拟参与设立智能制造股权投资基金，公司围绕智能制造仍将加速布局。**公司全资子公司运泰利拟与深圳市前海九派资本管理合伙企业（有限合伙）合作，共同设立湖北九派长园智能制造产业股权投资基金合伙企业（简称“九派长园智能制造”）。基金规模为 2.5 亿元，设立时出资 1.5 亿元，运泰利出资 5000 万，认缴比例 33.34%。该基金将投资以“智能制造”为主的战略新兴产业等领域，享受湖北省政府的资金支持，因此投资地域上主要为湖北省 60%，全国其他地区 40%。成立九派长园智能制造基金后，将进一步优化运泰利在智能制造上的产业布局。
- **终止非公开发行股票，沃尔核材及其一致行动人持股比例稳定，股权之争缓解。**公司于 2016 年 2 月通过了非公开发行股票的议案，拟募集资金总额不超过 8 亿元，其中沃尔核材拟以人民币 1 至 2 亿元参与认购。募集资金中 5.6 亿元用于智能电网系列产品研发生产基地建设项目，2.4 亿元用于偿还银行借款。2017 年 3 月 10 日，由于本次增发相关决议有效期已届满，公司综合考虑目前资本市场环境、融资时机、监管政策要求以及公司业务发展规划等诸多因素，决定终止本次非公开发行，并向中国证监会申请撤回申请文件。市场之前比较担心长园集团的股权之争，截止 2017 年 2 月 27 日，沃尔核材及其一致行动人持有公司股份 3.11 亿股，持股比例 23.60%。而此前长园集团管理层及核心团队通过直接与间接控股、以及股权激励计划持股 24% 左右，与沃尔核材比例相当，我们预计双方持股比例仍将趋于稳定。
- **投资建议：**我们预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 9.09 亿、11.51 亿、13.96 亿元，EPS 为 0.69/0.87/1.06 元，同比增长 42/27/21%。考虑到公司优良的并购基因和极强的整合能力，考虑到公司在电动车、工业 4.0 方面的布局，以及在电改和能源互联网方面的规划和资源优势，给予目标价 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 3：长园集团单季度分析

单季度分析	1Q2015	2Q2015	3Q2015	4Q2015	1Q2016	2Q2016	3Q2016	4Q2016
营业收入	724	851	1,239	1,348	1,117	1,308	1,526	1,899
营业成本	414	480	693	745	682	733	819	1,007
营业税金及附加	5	9	10	16	8	10	12	31
销售费用	97	112	108	146	110	141	214	197
管理费用	142	154	192	278	196	238	296	419
财务费用	32	31	24	20	21	25	32	24
资产减值损失	0	2	6	32	2	7	2	52
营业利润	42	109	212	130	99	165	155	212
营业外收入	21	28	27	70	39	40	45	59
营业外支出	0	0	2	1	0	1	1	4
利润总额	63	137	237	199	138	204	200	267
所得税	15	20	48	40	29	33	8	33
净利润	48	116	190	159	109	171	192	234
少数股东损益	5	9	9	8	6	4	9	47
归属于母公司所有者的净利润	43	108	181	152	103	167	183	187
营业收入 YoY	25.28%	5.40%	32.45%	31.12%	54.20%	53.73%	23.17%	40.83%
营业收入 QoQ	-29.56%	17.44%	45.64%	8.83%	-17.17%	17.09%	16.68%	24.44%
营业成本 YoY	23.75%	5.90%	33.90%	25.64%	64.83%	52.50%	18.05%	35.15%
销售费用 YoY	29.81%	7.33%	-1.71%	7.10%	12.77%	25.51%	99.40%	35.12%
管理费用 YoY	26.24%	10.68%	11.12%	58.34%	37.64%	54.93%	53.96%	50.63%
营业利润 YoY	35.39%	24.31%	63.33%	36.46%	134.85%	51.09%	-26.76%	63.64%
归母净利润 YoY	31.97%	13.86%	42.77%	35.18%	140.18%	55.41%	1.20%	23.33%
毛利率	42.89%	43.52%	44.03%	44.71%	38.95%	43.97%	46.35%	46.94%
期间费用率	37.50%	34.88%	26.15%	32.93%	29.21%	30.85%	35.53%	33.73%
销售费用率	13.43%	13.19%	8.68%	10.82%	9.82%	10.77%	14.06%	10.38%
管理费用率	19.63%	18.05%	15.51%	20.63%	17.52%	18.19%	19.38%	22.07%
财务费用率	4.44%	3.64%	1.97%	1.48%	1.87%	1.89%	2.09%	1.28%
净利润率	6.56%	13.68%	15.30%	11.81%	9.74%	13.10%	12.57%	12.31%

资料来源：公开资料，东吴证券研究所

图表 4：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
流动资产	7040.2	9439.1	11035.8	12448.6	营业收入	5849.0	7177.1	8554.2	9751.6
现金	1744.7	3078.3	3713.6	4202.8	营业成本	3240.4	4010.9	4767.5	5398.2
应收款项	3662.4	4522.5	5156.0	5877.7	营业税金及附加	61.4	71.8	85.5	97.5
存货	1098.1	1373.6	1632.7	1774.8	营业费用	662.0	775.1	872.5	965.4
其他	535.1	464.6	533.5	593.4	管理费用	1182.6	1293.4	1470.1	1644.3
非流动资产	8579.8	21095.2	27837.7	34446.0	财务费用	102.0	151.0	144.3	127.4
长期股权投资	576.1	576.1	576.1	576.1	投资净收益	60.3	50.0	50.0	50.0
固定资产	1448.3	13979.5	20737.8	27362.0	其他	-28.9	54.1	15.8	15.8
无形资产	475.1	459.3	443.4	427.6	营业利润	632.0	979.0	1280.2	1584.5
其他	6080.2	6080.2	6080.2	6080.2	营业外净收支	176.6	170.0	175.0	180.0
资产总计	15620.0	30534.2	38873.4	46894.6	利润总额	808.6	1149.0	1455.2	1764.5
流动负债	6147.8	6000.5	6548.3	6719.0	所得税费用	103.1	160.9	203.7	247.0
短期借款	2946.2	2946.2	2946.2	2946.2	少数股东损益	65.5	79.1	100.1	121.4
应付账款	1356.2	1538.4	1828.6	1774.8	归属母公司净利润	640.1	909.1	1151.4	1396.1
其他	1845.4	1515.9	1773.6	1998.0	EBIT	736.8	1041.8	1374.5	1661.9
非流动负债	2003.0	2103.0	2186.7	2284.8	EBITDA	895.4	1476.7	2173.8	2854.2
长期借款	535.2	535.2	535.2	535.2					
其他	1467.8	1567.8	1651.6	1749.6					
负债总计	8150.8	8103.5	8735.1	9003.8	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	414.3	457.8	507.8	568.5	每股收益(元)	0.49	0.69	0.87	1.06
归属母公司股东权益	7054.9	7600.4	8291.2	9268.5	每股净资产(元)	5.36	5.77	6.30	7.04
负债和股东权益总计	15620.0	16161.6	17534.1	18840.8	发行在外股份(百万股)	1317.3	1316.8	1316.8	1316.8
					ROIC(%)	6.8%	5.0%	4.2%	4.1%
					ROE(%)	9.1%	12.0%	13.9%	15.1%
					毛利率(%)	43.5%	43.1%	43.3%	43.6%
					EBIT Margin(%)	12.6%	14.5%	16.1%	17.0%
					销售净利率(%)	10.9%	12.7%	13.5%	14.3%
					资产负债率(%)	52.2%	26.5%	22.5%	19.2%
					收入增长率(%)	40.5%	22.7%	19.2%	14.0%
					净利润增长率(%)	32.5%	42.0%	26.6%	21.3%
					P/E	33.34	23.47	18.53	15.28
					P/B	3.02	2.81	2.57	2.30
					EV/EBITDA	32.94	19.94	13.84	10.63
现金流量表（百万元）									
	2016	2017E	2018E	2019E					
经营活动现金流	445.2	211.8	1670.9	1994.2					
投资活动现金流	-1945.0	-53.2	-556.0	-884.7					
筹资活动现金流	2082.1	-363.6	-460.6	-418.8					
现金净增加额	594.5	-205.0	654.3	690.6					
折旧和摊销	158.6	434.9	799.3	1192.3					
资本开支	-360.1	-53.2	-556.0	-884.7					
营运资本变动	-2871.5	-1175.7	-329.8	-654.9					
企业自由现金流	-2344.0	101.9	1095.5	1081.9					

资料来源：公开资料，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>

