

2 季度业绩改善明显, 三大业务板块齐发力

投资要点

- **事件:** 公司发布半年报, 2017 年上半年实现营业收入 30.9 亿元, 同比增长 27.5%, 实现扣非后归母净利润 2.3 亿元, 同比减少 5.1%。其中第二季度实现扣非归母净利润 2.0 亿元, 环比大增 494.6%, 同比增长 25.3%。
- **二季度业绩改善明显:** 虽然公司一季度业绩表现不佳, 但二季度开始正在逐步好转, 符合我们此前预期。公司上半年毛利率 44.6%, 较上年同期增长 2.9 个百分点, 主要原因是毛利率较高的智能工厂装备板块收入占比提升。公司的货币资金较为充裕, 达到 10.0 亿元, 账上可供出售金融资产达到 18.0 亿元。
- **现金流表现数据较差, 但实质问题不大:** 公司经营性现金流为-3.2 亿元, 同比减少 201.4%, 主因是智能工厂总包项目回款周期长, 同时电力板块的主要客户国网和南网通常第四季度付款, 因此公司历年来经营性现金流前三季度几乎都为负, 第四季度转正。此外公司应收账款虽高达 39.9 亿元, 但同比增速(25.4%) 低于营收增速, 且有 34.2 亿元账期小于 1 年, 发生坏账的几率相对较小。
- **公司三费率增长较为明显, 拖累公司当期业绩:** 报告期内公司三费增长幅度均超过同期营收增长率, 拖累了公司当期业绩, 其中销售费用 3.7 亿元, 同比增长 47.1%, 管理费用 5.8 亿元, 同比增长 33.4%, 财务费用 1.2 亿元, 同比增长 159.0%。随着公司经营逐步稳定, 三费率有望回归正常水平。
- **三大板块表现均亮眼, 未来增长可期:** (1) 智能电网设备板块在与国网和南网保持合作的基础上国际直销业务推进体系化平台建设, 印度、沙特等重点国家入网工作稳步推进, 安哥拉和埃塞实现开局; (2) 电动汽车相关材料及其他功能材料板块中长园华盛产能拓张稳步推进, 华盛泰兴工厂三季度开始试产, 届时将新增产能 6000 吨, 总产能达到 8000 吨, 公司预计长园华盛 2017 年全年销售将同比增长 40%。(3) 智能工厂装备板块中长园运泰利订单增长 40% 左右, 长园和鹰上半年收入同比增长 366%, 净利润同比增长 410%。
- **盈利预测与投资建议。** 由于长园已在 8 月 12 日控股中锂, 考虑中锂 8 月份开始并表的情况下, 预计 17-19 年归母净利润为 8.9 亿元、12.8 亿元、16.1 亿元(中锂 17-19 年归母净利润分别为 1.8 亿元、2.5 亿元、4 亿元), 对应 PE 为 25 倍、18 倍、14 倍。给予公司 18 年 22 倍估值, 上调目标价至 21 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 中锂业绩或不及预期的风险、公司业务板块整合或不及预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5848.96	7659.62	9839.01	11681.95
增长率	40.54%	30.96%	28.45%	18.73%
归属母公司净利润(百万元)	640.06	892.11	1275.28	1607.92
增长率	32.53%	39.38%	42.95%	26.08%
每股收益 EPS(元)	0.49	0.68	0.97	1.22
净资产收益率 ROE	9.45%	13.72%	17.00%	18.40%
PE	35	25	18	14
PB	3.04	3.23	2.79	2.39

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖
执业证号: S1250513090001
电话: 023-63786561
邮箱: lijy@swsc.com.cn

联系人: 谭菁
电话: 010-57631196
邮箱: tanj@swsc.com.cn

联系人: 李志虹
电话: 021-68415929
邮箱: lzh@swsc.com.cn

联系人: 陈瑶
电话: 0755-23914886
邮箱: cyao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.17
流通 A 股(亿股)	12.46
52 周内股价区间(元)	12.21-17.57
总市值(亿元)	226.71
总资产(亿元)	162.99
每股净资产(元)	5.61

相关研究

1. 长园集团(600525):收购中锂顺利落地, 强强联合共谋发展 (2017-08-09)
2. 长园集团(600525):收购中锂, 强强联合促使公司业绩腾飞 (2017-07-16)
3. 长园集团(600525):业绩稳健增长, 智能制造逐步发力 (2017-04-19)

关键假设：

假设 1：电网改造从 2016 年起实施，2016 年公司电网工设备类业绩增长 17.4%，考虑到电网投资增长在“十三五”期间会是平缓稳定增长，我们预计公司业务未来三年发展也顺应此趋势，延续 2016 年态势，毛利率同样维持稳定在 45%；

假设 2：智能工厂装备业绩主要由运泰利和长园和鹰组成：运泰利业务体量主要受电子产品几个大客户的检测自动化产品需求拉动，公司的业绩发展与未来大客户的需求增速保持一致；和鹰科技是服装自动化设备的龙头企业，未来发展预期略高于行业整体趋势，毛利率稳定在 49%；

假设 3：电动汽车相关材料及其他功能材料过去营收主要来自于长园华盛、长园电子和长园维安，自今年八月份起将新增中锂新材。2016 年华盛产能受限导致营收增速较低，今年新产线 6000 吨三季度开始试产，预计 2017 年长园华盛全年出货量将同比增长 40%。中锂新材处于产能扩张期，考虑规划中的 9 条生产线 18 年年底逐步投产的情况下，预计 17-19 年其产能将分别达到 5 亿平米、8.5 亿平米、8.5 亿平米。

根据以上假设，我们得到公司 2017-2019 年分业务收入预测表如下：

表 1：分业务收入及毛利率

万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	334,864.03	416,185.31	584,896.37	765,961.92	983,901.19	1,168,194.95
yoy	-	24.28%	40.54%	30.96%	28.45%	18.73%
营业成本	189,899.98	233,277.37	324,035.22	409,365.98	527,397.35	632,800.57
毛利率	43.29%	43.95%	44.60%	46.56%	46.40%	45.83%
电网设备类						
收入	212,031.64	220,362.35	258,657.47	297,456.09	342,074.50	393,385.68
yoy	-	3.93%	17.38%	15.00%	15.00%	15.00%
成本	112,567.21	116,284.35	141,684.73	163,600.85	188,140.98	216,362.12
毛利率	46.91%	47.23%	45.22%	45.00%	45.00%	45.00%
智能工厂装备						
收入		53,151.11	169,921.06	240,933.89	343,707.44	420,047.38
yoy		-	219.69%	41.79%	42.66%	22.21%
成本		30,950.55	88,151.63	122,876.28	175,290.80	214,224.16
毛利率		41.77%	48.12%	49.00%	49.00%	49.00%
电动汽车相关材料及其他功能材料						
收入		137,497.80	149,718.38	227,571.94	298,119.24	354,761.89
yoy			8.89%	52.00%	31.00%	19.00%
成本		84,388.59	92,741.32	122,888.85	163,965.58	202,214.28
毛利率			38.06%	46.00%	45.00%	43.00%

数据来源：公司公告，西南证券

表 2：中锂新材产能及收入预测

	17E	18E	19E
规划产线（条）	11	20	20
对应规划产能（亿平方米）	5	8.5	8.5
全年有效产能（考虑到投产时间）	2.9	6.8	8.5
有效产能利用率（%）	76%	62%	80%
产量（亿平方米）	2.2	4.2	6.8
平均单价（元/平方米）	3.3	2.65	2.3
收入（亿元）	7.3	11.1	15.6

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5848.96	7659.62	9839.01	11681.95	净利润	705.55	964.28	1383.19	1746.65
营业成本	3240.35	4093.66	5273.97	6328.01	折旧与摊销	184.52	197.34	228.24	248.86
营业税金及附加	61.43	80.43	102.02	121.90	财务费用	101.96	200.00	150.00	120.00
销售费用	662.00	842.56	983.90	1109.79	资产减值损失	63.18	30.00	30.00	30.00
管理费用	1148.38	1455.33	1849.73	2102.75	经营营运资本变动	137.61	-984.63	-766.08	-650.32
财务费用	101.96	200.00	150.00	120.00	其他	-747.67	-76.97	-62.95	-64.37
资产减值损失	63.18	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	445.15	330.03	962.41	1430.82
投资收益	60.33	35.00	35.00	35.00	资本支出	-2012.30	-240.00	-240.00	-240.00
公允价值变动损益	0.00	0.24	0.22	0.19	其他	67.28	141.03	35.22	35.19
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1945.02	-98.97	-204.78	-204.81
营业利润	631.98	992.88	1484.60	1904.69	短期借款	1005.88	900.60	-115.78	-530.17
其他非经营损益	176.64	145.52	145.20	145.09	长期借款	-106.83	0.00	0.00	0.00
利润总额	808.63	1138.40	1629.80	2049.78	股权融资	73.31	0.00	0.00	0.00
所得税	103.07	174.12	246.60	303.13	支付股利	-148.28	-196.52	-273.91	-391.55
净利润	705.55	964.28	1383.19	1746.65	其他	1257.96	-1913.84	-150.00	-120.00
少数股东损益	65.49	72.16	107.91	138.73	筹资活动现金流净额	2082.05	-1209.76	-539.69	-1041.72
归属母公司股东净利润	640.06	892.11	1275.28	1607.92	现金流量净额	594.54	-978.70	217.94	184.29
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1744.67	765.96	983.90	1168.19	成长能力				
应收和预付款项	3867.87	5169.85	6614.14	7840.00	销售收入增长率	40.54%	30.96%	28.45%	18.73%
存货	1098.07	1408.85	1820.22	2188.79	营业利润增长率	28.08%	57.11%	49.52%	28.30%
其他流动资产	329.58	293.07	376.45	446.96	净利润增长率	37.63%	36.67%	43.44%	26.28%
长期股权投资	576.15	576.15	576.15	576.15	EBITDA 增长率	22.16%	51.36%	34.00%	22.05%
投资性房地产	111.55	111.55	111.55	111.55	获利能力				
固定资产和在建工程	1448.26	1475.03	1479.46	1471.82	毛利率	44.60%	46.56%	46.40%	45.83%
无形资产和开发支出	4487.07	4508.43	4521.23	4525.49	三费率	32.70%	32.61%	30.32%	28.53%
其他非流动资产	1956.75	1951.28	1945.80	1940.32	净利率	12.06%	12.59%	14.06%	14.95%
资产总计	15619.96	16260.16	18428.90	20269.28	ROE	9.45%	13.72%	17.00%	18.40%
短期借款	2443.08	3343.68	3227.90	2697.73	ROA	4.52%	5.93%	7.51%	8.62%
应付和预收款项	1935.77	2288.11	3002.27	3605.96	ROIC	8.69%	11.34%	13.84%	15.78%
长期借款	535.15	535.15	535.15	535.15	EBITDA/销售收入	15.70%	18.15%	18.93%	19.46%
其他负债	3236.75	3066.99	3528.07	3939.82	营运能力				
负债合计	8150.75	9233.94	10293.39	10778.67	总资产周转率	0.47	0.48	0.57	0.60
股本	1317.31	1317.31	1317.31	1317.31	固定资产周转率	5.82	6.47	7.02	8.11
资本公积	2053.51	2053.51	2053.51	2053.51	应收账款周转率	2.11	2.06	2.02	1.96
留存收益	2633.69	3329.28	4330.66	5547.03	存货周转率	3.31	3.19	3.21	3.11
归属母公司股东权益	7054.92	6539.77	7541.15	8757.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.99%	—	—	—
少数股东权益	414.29	486.45	594.37	733.09	资本结构				
股东权益合计	7469.21	7026.23	8135.51	9490.62	资产负债率	52.18%	56.79%	55.85%	53.18%
负债和股东权益合计	15619.96	16260.16	18428.90	20269.28	带息债务/总负债	51.26%	55.00%	48.22%	41.13%
					流动比率	1.15	1.06	1.18	1.33
					速动比率	0.97	0.86	0.96	1.08
					股利支付率	23.17%	22.03%	21.48%	24.35%
					每股指标				
					每股收益	0.49	0.68	0.97	1.22
					每股净资产	5.67	5.33	6.18	7.20
					每股经营现金	0.34	0.25	0.73	1.09
					每股股利	0.11	0.15	0.21	0.30
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	918.46	1390.23	1862.84	2273.55					
PE	35.42	25.41	17.78	14.10					
PB	3.04	3.23	2.79	2.39					
PS	3.88	2.96	2.30	1.94					
EV/EBITDA	25.45	17.80	13.11	10.42					
股息率	0.65%	0.87%	1.21%	1.73%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn