

长园集团（600525）

中锂并表大幅增厚业绩，三大板块稳步增长 买入（维持）

2017 年 11 月 2 日

首席证券分析师 曾朵红

执业证书编号：S0600516080001
021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 汪林森

执业证书编号：S0600517080001
010-66573527

wangls@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	5,849	7,754	10,398	12,876
同比（%）	40.5%	32.6%	34.1%	23.8%
净利润（百万元）	640	945	1355	1715
同比（%）	32.5%	47.6%	43.4%	26.5%
毛利率（%）	44.6%	45.1%	46.1%	45.7%
ROE（%）	9.1%	12.4%	16.1%	17.8%
每股收益（元）	0.49	0.72	1.03	1.30
P/E	38.51	26.08	18.18	14.37
P/B	3.49	3.23	2.92	2.56

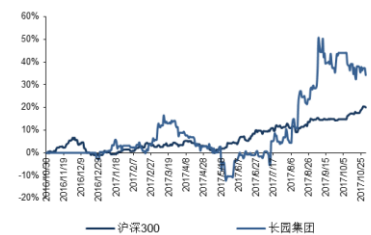
投资要点

■ 公司发布 2017 年三季报，报告期内公司实现营业收入 53.14 亿元，同比增长 34.54%；实现归属母公司净利润 6.28 亿元，同比增长 38.55%。公司发布 2017 年三季报，报告期内公司实现营业收入 53.14 亿元，同比增长 34.54%；实现归属母公司净利润 6.28 亿元，同比增长 38.55%。对应 EPS 为 0.48 元。其中 3 季度，实现营业收入 22.24 亿元，同比增长 45.75%，环比增长 15.68%；实现归属母公司净利润 3.63 亿元，同比增长 98.28%，环比增长 64.56%。3 季度对应 EPS 为 0.28 元。三季报营收大幅增长主要原因是公司三大业务板块营业收入均有稳步增长以及合并报表范围变动，其中子公司长园和鹰和中锂新材分别于 2016 年 8 月和 2017 年 8 月纳入合并范围。本报告期净利润大幅增长主要原因是营业收入上升以及本报告期控股中锂新材确认相关投资收益，同时由于有息负债增加及汇率变动导致本报告期财务费用上升（主要系子公司运泰利）降低了归属于上市公司股东的净利润增幅，其中中锂新材贡献了 1.4 亿的投资收益。

■ 电动车相关材料及其他功能材料板块：

- **中锂新材** 8 月并表，大幅增厚上市公司业绩，中锂供货比亚迪、CALT 和沃特玛，引进日本东芝全套生产线，是湿法隔膜最大企业之一，截至目前湿法隔膜产能 2 亿平以上，预计 10 月底有 10 条在产产线；我们预计年底将达 12 条产线，全年出货量将达 1.5-2 亿平；18 年每个季度再新增 2 条线，年底达 20 条线，预计出货量 3.5-4 亿平米。客户方面，公司之前主要供应沃特玛，今年与比亚迪、CATL 签订年度供货合同或框架供货协议，八月开始 CATL 已成为公司的最大客户。我们预计中锂新材全年将实现营收 6 亿多，净利润 1.8 亿以上，并表在 3.5-4 亿营收，特别地，中锂 2018 年产量将有望倍增长，我们预计 2018 年收入在 12 亿以上，净利润预计达到 3.5-4.5 亿，有望成为长园集团利润贡献最大的子公司之一，也将进一步拉动电动车和材料板块的增长，显著提高电动车相关产品利润占比。
- **长园华盛** 主营锂电池电解液添加剂、特殊硅烷及衍生物，全球占据主导地位，我们预计四季度将迎来市场快速增长；而华盛泰兴工厂将开始试产并生产出合格产品，预计新增产能 6,000 吨，规模效应即将突显。因此，我们预计长园华盛 2017 年全年营收有望实现 40% 左右的

股价走势



市场数据

收盘价（元）	18.71
一年最低价/最高	11.87/21.45
市净率（倍）	3.15
流通 A 股市值（百万元）	23105.40

基础数据

每股净资产（元）	5.94
资产负债率（%）	59.54
总股本（百万股）	1,317.00
流通 A 股（百万）	1,245.57

相关研究

1. 业绩拐点确立，智能工厂高速增长，中锂并表将显著增厚业绩 2017-8-20
2. 董事会通过现金收购湖南中锂 80% 股权议案，中报是业绩拐点，管理层增持彰显信心 2017-8-9
3. 拟收购湖南中锂 80% 股权，抢抓新能源车发展机遇 2017-7-14

增长。

- **长园电子**在电子、汽车和高铁用热缩套管等领域销量稳居中国第一、世界第二，公司上半年海外业务扩展明显，在汽车领域，继获得北美通用、福特、克莱斯勒、日本三菱等主机厂认可报告后，又取得了印度塔塔、日产尼桑及雷诺等认可报告通讯行业用相关材料获韩国三星认可，并批量使用。预计2017年全年营收有望实现15-20%的增长。
- **长园维安**的模框式 PPTC、汽车用 PTC 等一系列新技术在小米、魅族等多家客户实现开发销售；TVS、ESD 等过压产品进入长城、吉利等多家汽车用户，过压产品增长达 50%。预计 2017 年全年营收有望实现 20-25% 左右的增长。

■ **智能工厂板块：运泰利海外业务占比高，汇兑损益影响大，收购和鹰业绩增厚明显。**

- **运泰利**行业龙头地位稳固，主营自动化装备设备和电子产品自动化测试设备，公司采取大客户战略，定位高端，上半年新项目、新客户开发优秀，高精度光学器件测试线、IMU 测试机等与手机、VR 等设备检测相关的产品完成推广并开始向客户销售，上半年合同订单增长 40% 左右，势头良好，我们预计下半年收入将陆续确认，但是海外业务收汇兑损益影响利润增速可能不明显。
- **长园和鹰**并表以来成绩斐然，自动化裁剪设备全球龙头企业，产品在缝制设备行业市场占有率 80% 以上，连续 9 年市场占有率领先，自 2016 年 8 月收购以来成绩斐然，公司市场开拓效果显著，裁床业务在欧洲市场爆发，吊挂业务在越南、柬埔寨、孟加拉等新兴市场业绩创新高；另外长园和鹰对下属各子公司股权架构进行调整，有效提升了该公司整体效率。目前公司市场稳增长，后续订单充足，我们预计下半年增速将继续向好，全年营收有望实现 30-50% 的增长，同时去年和鹰收购时承诺 2017 年 2 亿以上净利润，预计今年可以超额完成。

■ **智能电网板块：地位稳固，受投资放缓影响增速平稳。**

- **长园深瑞地位稳固，产品国际化稳步推进，新产品技术不断推新：**长园深瑞主营电力系统保护控制、配电自动化、工业自动化领域。整体投资增速放缓的大环境下市占率稳定，在国网充电设备招标中位列第五、排名显著提升，网内外中标稳步增长，在国网二次设备招标中稳居前五；投资设立东莞市长园深瑞，积极推进光伏产业发展；长园深瑞印度/沙特等重点国家入网工作稳步推进，安哥拉和埃塞国网主网项目上实现开局，完成印度挂网产品升级，国际化稳步推进。
- **长园共创新产品稳步推进：**长园共创主营电力安全及微机防误系统，在微机五防领域国内位居第二。目前长园共创轨道交通第二代自动接地装置研发完成，发展势头良好，预计全年也将平稳增长。

■ **公司费用随营收增长而上升，经营现金流稳定。**公司 2017 年前 3 季度期间费用同比增长 42.46% 至 18.12 亿元，期间费用率上升 1.9 个百分点至 34.09%。其中，销售、管理、财务费用分别同比上升 33.75%、上升 31.61%、上升 196.55% 至 6.22 亿元、9.6 亿元、2.3 亿元；费用率分别下降 0.07、下降 0.4、上升 2.37 个百分点至 11.70%、18.06%、4.33%。2017 年前 3 季度经营活动现金流量净流出 0.51 亿元，同比增长 8.02%；销售商品取得现金 46.11 亿元，同比增长 30.41%。期末预收款项 4.03 亿元，同比增长 89.42%。期末应收账款 45.78 亿元，较期初增长 44%。期末存货 14.84 亿元，较期初上升 3.86 亿元；存货周转天数上升 8 天至 117.46 天。

■ **公告减持坚锐沃能股票补充流动性，出台第三期股权激励包含中锂核心管理人员。**

公司 9 月 20 日公告拟减持所持有的 1.17 亿股坚锐沃能的股票。长园盈佳持有坚瑞沃能无限售流通股份 117,045,190 股，占坚瑞沃能总股本的比例不超过 4.81%，公司建议通过深圳证券交易所集中竞价交易系统或大宗交易系统，择机出售持有的坚瑞沃能股份，用于补充公司流动资金。公司出台新一轮的股权激励方案，激励包括中锂在内的子公司和母公司的核心管理人员。本计划拟向激励对象授予 773.5 万股限制性股票（包括中锂的核心管理层在内），限制性股票价格为 9.63 元/股，本计划授予的激励对象总人数为 194 人，本激励计划授予的限制性股票在授予日起满 12 个月后分 3 期解锁，每期解锁的比例分别为 30%、30%和 40%，条件为以 2016 年度为基础年度，2017-19 年公司扣非后净利润年复合增长率不低于 11%。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑中锂 8 月开始并表，我们预计公司 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 9.45 亿、13.55 亿、17.15 亿元，EPS 为 0.72/1.03/1.30 元，同比增长 48%/43%/27%，考虑到公司优良的并购基因和较强的整合能力，考虑目前公司在电动车、工业 4.0 占比的显著提升和主导，给予公司 2018 年 25 倍 PE，目标价 25.75 元，对应 340 亿市值，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**收购中锂业绩不达预期，智能电网业绩下滑，宏观经济波动影响。

长园集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7040.2	10296.0	13134.9	15115.9	营业收入	5849.0	7754.3	10397.6	12876.0
现金	1744.7	3457.8	4322.5	4305.5	营业成本	3240.4	4258.5	5605.6	6995.8
应收款项	3662.4	4886.3	6267.0	7760.9	营业税金及附加	61.4	77.5	104.0	128.8
存货	1098.1	1458.4	1919.7	2300.0	营业费用	662.0	822.0	1050.2	1249.0
其他	535.1	493.5	625.7	749.6	管理费用	1182.6	1427.1	1845.8	2230.5
非流动资产	8579.8	9600.5	10946.0	11298.3	财务费用	102.0	259.4	368.8	421.2
长期股权投资	576.1	576.1	576.1	576.1	投资净收益	60.3	85.0	90.0	115.0
固定资产	1448.3	2484.8	3846.1	4214.3	其他	-28.9	15.8	15.8	15.8
无形资产	475.1	459.3	443.4	427.6	营业利润	632.0	1010.6	1529.1	1981.6
其他	6080.2	6080.2	6080.2	6080.2	营业外净收支	176.6	190.0	195.0	200.0
资产总计	15620.0	19896.5	24080.9	26414.2	利润总额	808.6	1200.6	1724.1	2181.6
流动负债	6147.8	8202.5	10417.7	11361.0	所得税费用	103.1	156.1	224.1	283.6
短期借款	2946.2	4946.2	6146.2	6446.2	少数股东损益	65.5	99.8	144.7	183.2
应付账款	1356.2	1633.4	2150.1	2300.0	归属母公司净利润	640.1	944.8	1355.2	1714.9
其他	1845.4	1622.9	2121.4	2614.9	EBIT	736.8	1185.0	1807.9	2287.8
非流动负债	2003.0	3603.0	4686.7	4784.8	EBITDA	895.4	1280.7	1964.9	2500.3
长期借款	535.2	1035.2	1535.2	1535.2					
其他	1467.8	2567.8	3151.6	3249.6					
负债总计	8150.8	11805.5	15104.4	16145.8					
少数股东权益	414.3	469.2	541.5	633.1					
归属母公司股东权益	7054.9	7621.8	8434.9	9635.3					
负债和股东权益总计	15620.0	19896.5	24080.9	26414.2					
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	445.2	-355.8	709.3	762.2	每股收益(元)	0.49	0.72	1.03	1.30
投资活动现金流	-1945.0	-1053.2	-1502.5	-564.8	每股净资产(元)	5.36	5.79	6.40	7.32
筹资活动现金流	2082.1	3122.1	1657.9	-214.5	发行在外股份(百万股)	1317.3	1317.0	1317.0	1317.0
现金净增加额	594.5	1713.1	864.7	-17.0	ROIC(%)	6.8%	8.2%	10.6%	11.7%
折旧和摊销	158.6	95.7	157.0	212.4	ROE(%)	9.1%	12.4%	16.1%	17.8%
资本开支	-360.1	-1053.2	-1502.5	-564.8	毛利率(%)	44.6%	45.1%	46.1%	45.7%
营运资本变动	-2871.5	-1451.1	-875.3	-1256.6	EBIT Margin(%)	12.6%	15.3%	17.4%	17.8%
企业自由现金流	-2344.0	-1377.6	-647.9	381.4	销售净利率(%)	10.9%	12.2%	13.0%	13.3%
					资产负债率(%)	52.2%	59.3%	62.7%	61.1%
					收入增长率(%)	40.5%	32.6%	34.1%	23.8%
					净利润增长率(%)	32.5%	47.6%	43.4%	26.5%
					P/E	38.51	26.08	18.18	14.37
					P/B	3.49	3.23	2.92	2.56
					EV/EBITDA	36.63	28.46	20.23	16.32

数据来源: Wind 资讯, 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>