

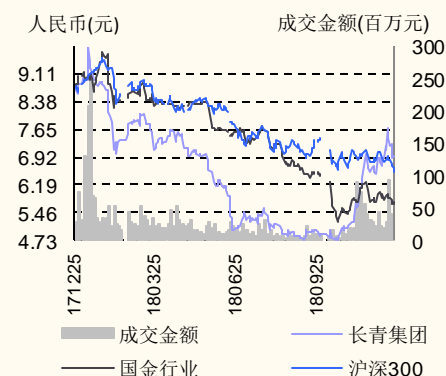
长青集团 (002616.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 6.95 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	459.41
总市值 (百万元)	5,156.09
年内股价最高最低 (元)	9.82/4.73
沪深 300 指数	3029.40
中小板综	7434.81



相关报告

1. 《满城项目稳定运行, 业绩恢复高增长-长青集团覆盖报告》, 2018.12.13

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002
sunchunxu@gjzq.com.cn

发行 8 亿可转债预案, 未来项目进度有望加速

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.438	0.118	0.207	0.397	0.523
每股净资产 (元)	5.31	2.83	3.04	3.44	3.96
每股经营性现金流 (元)	0.80	0.04	0.43	0.54	0.64
市盈率 (倍)	45.52	77.81	33.51	17.49	13.29
净利润增长率 (%)	48.80%	-46.31%	75.71%	91.61%	31.59%
净资产收益率 (%)	8.24%	4.17%	6.80%	11.53%	13.18%
总股本 (百万股)	372.37	743.11	741.88	741.88	741.88

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司于 12 月 22 日发布《公开发行 A 股可转换公司债券预案》, 本次拟发行可转换公司债券总额不超过人民币 8 亿元, 发行的期限为自发行之日起 6 年, 转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。本次募集资金用于铁岭、永城、蠡县项目和补充流动资金, 拟投入金额分别为 1.20 亿、1.60 亿、2.80 亿和 2.4 亿元。

点评

- 募集资金用于项目建设及补充流动资金, 项目进展有望加速:** 本次募集资金用于铁岭生物质热电联产项目、永城生物质热电联产项目、蠡县热电联产项目和补充流动资金, 拟投入金额分别为 1.20 亿、1.60 亿、2.80 亿和 2.4 亿元。公司募集资金所投项目优质, 经测算铁岭、永城和蠡县项目的税后财务内部收益率分别为 11.65%、10.63%和 9.9%, 截止到 2018 年 11 月 30 日, 公司在此三个项目中分别已累计投入 11759 万、5937 万和 6698 万元。本次募集资金的到位有望加速公司项目的建设进度, 加快业绩释放。
- 满城项目贡献业绩弹性大, 公司后续项目充足:** 满城项目机组供热部分于 6 月初基本满足长期稳定运行的条件, 11 月 8 日, 机组供电部分于近期通过 72+24 小时试运行, 基本满足长期稳定运行的条件。满城项目今年投运一炉一机, 预计明年将新增一炉一机, 供汽能力达到 600 吨/小时, 业绩释放能力增强。除了满城热电项目, 公司还有其他 5 个工业园区集中供热项目。我们预计曲江项目、茂名项目 19 年上半年投运, 雄县项目于 2019 年中投运, 蠡县项目于 2020 年初投运。公司将制造业积累的精细化管理经验成功运用到环保项目的运营。在全国农林生物质发电装机规模排名前二十名的企业中, 公司项目年平均利用小时数为 8078 小时, 发电效率位列全行业第一。截至 2018 年 6 月, 公司的环保热能项目达 44 个, 累计装机容量达 1755MW, 后续项目充足, 业绩增长有保障。

投资建议

- 我们预计公司 2018-2020 年营收为 21.12、32.43、39.45 亿元, 对应的归母净利润为 1.54、2.95 和 3.88 亿, 对应 PE 为 34X、17X 和 13X, 对应 EPS 分别为 0.21、0.40 和 0.52 元/股。给予“买入”评级。

风险提示

- 限售股解禁的风险, 制造业毛利率下滑的风险, 生物质电厂补贴电费拖欠的风险, 项目进度不达预期的风险

附表：募集资金使用计划

单位：万元

序号	项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
1	铁岭长青生物质热电联产项目新建工程	39,556	12,000
2	永城长青生物质能源有限公司生物质能热电联产工程	39,202	16,000
3	蠡县热电联产项目	40,766	28,000
4	补充流动资金	24,000	24,000
合计		143,524	80,000

来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,601	1,907	1,893	2,112	3,243	3,945
增长率		19.1%	-0.7%	11.6%	53.6%	21.6%
主营业务成本	-1,191	-1,418	-1,504	-1,628	-2,342	-2,793
%销售收入	74.4%	74.3%	79.4%	77.1%	72.2%	70.8%
毛利	410	489	389	484	901	1,152
%销售收入	25.6%	25.7%	20.6%	22.9%	27.8%	29.2%
营业税金及附加	-10	-19	-26	-25	-42	-53
%销售收入	0.6%	1.0%	1.4%	1.2%	1.3%	1.4%
营业费用	-65	-89	-79	-87	-136	-170
%销售收入	4.1%	4.6%	4.2%	4.1%	4.2%	4.3%
管理费用	-166	-202	-179	-196	-305	-371
%销售收入	10.4%	10.6%	9.5%	9.3%	9.4%	9.4%
息税前利润 (EBIT)	169	180	105	176	418	559
%销售收入	10.6%	9.4%	5.6%	8.3%	12.9%	14.2%
财务费用	-26	-13	-15	-57	-72	-82
%销售收入	1.6%	0.7%	0.8%	2.7%	2.2%	2.1%
资产减值损失	-16	-3	-30	15	-10	-20
公允价值变动收益	-3	5	0	7	5	5
投资收益	-5	-6	1	10	2	8
%税前利润	n.a	n.a	0.4%	4.9%	0.5%	1.5%
营业利润	119	162	123	151	343	469
营业利润率	7.4%	8.5%	6.5%	7.1%	10.6%	11.9%
营业外收支	35	53	1	53	50	48
税前利润	154	216	124	204	393	517
利润率	9.6%	11.3%	6.5%	9.7%	12.1%	13.1%
所得税	-42	-53	-36	-50	-98	-129
所得税率	27.6%	24.4%	29.3%	24.5%	25.0%	25.0%
净利润	111	163	88	154	295	388
少数股东损益	2	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	110	163	88	154	295	388
净利率	6.8%	8.6%	4.6%	7.3%	9.1%	9.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	111	163	88	154	295	388
少数股东损益	2	0	0	0	0	0
非现金支出	112	103	149	94	129	147
非经营收益	25	14	26	-15	16	14
营运资金变动	-113	18	-234	85	-39	-71
经营活动现金净流	136	298	28	318	401	478
资本开支	-436	-617	-720	-771	-682	-660
投资	18	202	0	7	5	5
其他	0	0	0	10	2	8
投资活动现金净流	-418	-415	-720	-754	-675	-647
股权募资	68	277	0	0	0	0
债权募资	-107	-32	679	547	423	320
其他	-221	-141	-54	-58	-73	-83
筹资活动现金净流	-259	103	625	489	350	237
现金净流量	-542	-14	-67	52	77	67

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	174	161	103	171	238	285
应收款项	397	421	563	487	607	737
存货	249	269	340	370	449	536
其他流动资产	41	105	136	91	207	236
流动资产	861	955	1,142	1,119	1,500	1,794
%总资产	29.6%	29.3%	27.7%	23.2%	25.8%	26.8%
长期投资	3	3	0	13	22	38
固定资产	1,415	1,915	2,508	3,026	3,471	3,913
%总资产	48.7%	58.8%	60.8%	62.7%	59.7%	58.4%
无形资产	615	372	456	648	807	930
非流动资产	2,043	2,300	2,981	3,705	4,318	4,909
%总资产	70.4%	70.7%	72.3%	76.8%	74.2%	73.2%
资产总计	2,904	3,256	4,123	4,824	5,818	6,702
短期借款	484	509	724	821	994	1,164
应付款项	488	513	573	565	788	934
其他流动负债	68	63	78	80	133	163
流动负债	1,039	1,085	1,375	1,467	1,916	2,261
长期贷款	234	182	637	1,087	1,337	1,487
其他长期负债	10	10	11	9	9	10
负债	1,283	1,277	2,023	2,562	3,262	3,758
普通股股东权益	1,598	1,979	2,100	2,262	2,557	2,945
少数股东权益	24	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,904	3,256	4,123	4,824	5,818	6,702

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.305	0.438	0.118	0.207	0.397	0.523
每股净资产	4.446	5.315	2.826	3.043	3.440	3.962
每股经营现金净流	0.377	0.801	0.038	0.428	0.540	0.643
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.86%	8.24%	4.17%	6.80%	11.53%	13.18%
总资产收益率	3.77%	5.01%	2.12%	3.19%	5.07%	5.79%
投入资本收益率	5.23%	5.09%	2.15%	3.19%	6.41%	7.48%
增长率						
主营业务收入增长率	15.53%	19.12%	-0.74%	11.59%	53.55%	21.65%
EBIT增长率	48.67%	6.47%	-41.56%	67.49%	137.34%	33.67%
净利润增长率	74.60%	48.80%	-46.31%	75.71%	91.61%	31.59%
总资产增长率	1.86%	12.10%	26.63%	17.02%	20.61%	15.19%
资产管理能力						
应收账款周转天数	60.2	61.7	72.5	65.0	50.0	50.0
存货周转天数	74.6	66.6	73.8	83.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	54.6	53.1	64.5	60.0	55.0	54.0
固定资产周转天数	258.7	209.8	205.5	170.0	101.6	76.0
偿债能力						
净负债/股东权益	33.49%	26.76%	59.86%	76.80%	81.87%	80.35%
EBIT利息保障倍数	6.5	13.7	7.0	3.1	5.8	6.8
资产负债率	44.18%	39.21%	49.07%	53.12%	56.06%	56.07%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	1	1	1
增持	0	1	1	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.50	1.50	1.50	1.50

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-12-13	买入	7.09	10.00~10.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH