

## 长青集团 (002616.SZ) 买入 (维持评级)

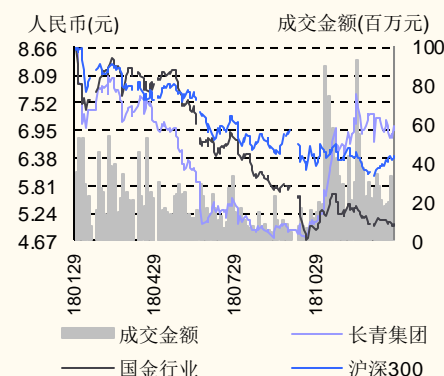
公司点评

市场价格 (人民币): 12.95 元

## 上调业绩预期, 项目进入密集投产期

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	16,917.99
总市值(百万元)	222,356.83
年内股价最高最低(元)	12.90/8.57
沪深 300 指数	4099.35
深证成指	11582.93



## 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	0.232	0.460	0.698
每股净资产(元)	5.31	2.83	3.07	3.53	4.22
每股经营性现金流(元)	0.80	0.04	0.43	0.57	0.71
市盈率(倍)	45.52	77.81	29.96	15.09	9.94
净利润增长率(%)	48.80%	-46.31%	96.20%	98.55%	51.78%
净资产收益率(%)	8.24%	4.17%	7.54%	13.02%	16.50%
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

## 业绩简评

- 公司 1 月 24 日发布公告, 将 2018 年归属于上市公司股东的净利润增速从 50%-80% 上调至 85%-100%, 修正后的预计业绩为 16,202.37 万元至 17,516.08 万元, 与上年同期相比增加 7,444.33 万元至 8,758.04 万元。

## 经营分析

- 业绩上调原因是制造产业盈利回升和第四季度收到政府补贴: 公司预计 2018 年度实现归母净利润为 16,202.37 万元至 17,516.08 万元, 其中第四季度为 6486-7799 万, 同比大增 293%-372%。制造产业由于近年原材料涨价及汇兑损益的影响, 毛利率从 2016 年的 23.02% 下降至 2018H1 的 14.34%, 2018 年下半年不利影响逐步消除, 盈利逐步回升。补贴方面, 2017 年子公司鱼台环保未结算的售电应收款补贴电价额为 9006 万元, 2018 年利于民营企业发展的政策不断出台, 公司政府补贴回收及时。
- 满城项目盈利能力超预期, 19 年产能全部释放贡献业绩弹性大: 满城项目机组供热部分于 2018 年 6 月初基本满足长期稳定运行的条件, 2018 年 11 月 8 日, 机组供电部分基本满足长期稳定运行的条件。满城项目下游企业为生活造纸企业, 受经济周期影响小, 用汽量稳定。满城项目目前投运一炉一机, 预计 2019 年上半年将新增一炉一机, 供汽能力达到 600 吨/小时, 预计全年利润将超过 1.5 亿元。
- 公司项目进入密集投产期, 上调公司盈利预测: 公司目前运营 4 个生物质电厂和 1 个热电厂, 目前在手项目在 19-20 年将进入密集投运期。我们预计野城项目、茂名项目和雄县项目将于 19 年上半年投运, 曲江项目、铁岭项目和中山扩容项目将于 19 年下半年投运。2020 年预计将有包括蠡县项目、永城项目、阜宁项目在内的 3-5 个项目投运。鉴于制造业务盈利回升、满城项目的高盈利能力和后续项目进入密集投运期, 我们上调公司业绩由 2018-2020 年的 1.54 亿、2.95 亿和 3.88 亿元到 1.72 亿、3.41 亿和 5.18 亿元。

## 投资建议

- 预计公司 2018-2020 年营收为 22.12、34.03、44.35 亿元, 对应的归母净利润为 1.72、3.41 和 5.18 亿, 对应 PE 为 30X、15X 和 10X, 对应 EPS 分别为 0.23、0.46 和 0.70 元/股。维持“买入”评级。

## 风险提示

- 限售股解禁的风险, 补贴电费拖欠的风险, 项目进度不达预期的风险

## 相关报告

1. 《发行 8 亿可转债预案, 未来项目进度有望加速 - 长青集团点评报告》, 2018.12.24
2. 《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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,601</b>	<b>1,907</b>	<b>1,893</b>	<b>2,212</b>	<b>3,403</b>	<b>4,435</b>	货币资金	174	161	103	171	238	285
增长率	19.1%	-0.7%	16.9%	53.8%	30.3%		应收账款	397	421	563	510	637	829
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,191</b>	<b>-1,418</b>	<b>-1,504</b>	<b>-1,691</b>	<b>-2,413</b>	<b>-3,034</b>	存货	249	269	340	385	463	582
%销售收入	74.4%	74.3%	79.4%	76.5%	70.9%	68.4%	其他流动资产	41	105	136	93	226	303
<b>毛利</b>	<b>410</b>	<b>489</b>	<b>389</b>	<b>521</b>	<b>990</b>	<b>1,401</b>	流动资产	861	955	1,142	1,158	1,563	1,999
%销售收入	25.6%	25.7%	20.6%	23.5%	29.1%	31.6%	%总资产	29.6%	29.3%	27.7%	23.8%	26.5%	28.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-10</b>	<b>-19</b>	<b>-26</b>	<b>-27</b>	<b>-47</b>	<b>-61</b>	长期投资	3	3	0	13	22	38
%销售收入	0.6%	1.0%	1.4%	1.2%	1.4%	1.4%	固定资产	1,415	1,915	2,508	3,029	3,488	3,944
<b>营业费用</b>	<b>-65</b>	<b>-89</b>	<b>-79</b>	<b>-91</b>	<b>-143</b>	<b>-191</b>	%总资产	48.7%	58.8%	60.8%	62.2%	59.0%	56.4%
%销售收入	4.1%	4.6%	4.2%	4.1%	4.2%	4.3%	无形资产	615	372	456	648	807	930
<b>管理费用</b>	<b>-166</b>	<b>-202</b>	<b>-179</b>	<b>-206</b>	<b>-320</b>	<b>-417</b>	非流动资产	2,043	2,300	2,981	3,709	4,344	4,990
%销售收入	10.4%	10.6%	9.5%	9.3%	9.4%	9.4%	%总资产	70.4%	70.7%	72.3%	76.2%	73.5%	71.4%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>169</b>	<b>180</b>	<b>105</b>	<b>198</b>	<b>481</b>	<b>732</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,904</b>	<b>3,256</b>	<b>4,123</b>	<b>4,867</b>	<b>5,908</b>	<b>6,989</b>
%销售收入	10.6%	9.4%	5.6%	8.9%	14.1%	16.5%	短期借款	484	509	724	818	984	1,139
<b>财务费用</b>	<b>-26</b>	<b>-13</b>	<b>-15</b>	<b>-57</b>	<b>-72</b>	<b>-82</b>	应付款项	488	513	573	587	813	1,018
%销售收入	1.6%	0.7%	0.8%	2.6%	2.1%	1.9%	其他流动负债	68	63	78	86	143	197
<b>资产减值损失</b>	<b>-16</b>	<b>-3</b>	<b>-30</b>	<b>15</b>	<b>-10</b>	<b>-20</b>	流动负债	1,039	1,085	1,375	1,491	1,940	2,354
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-3</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	长期贷款	234	182	637	1,087	1,337	1,487
<b>投资收益</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>1</b>	<b>12</b>	<b>2</b>	<b>8</b>	其他长期负债	10	10	11	9	9	9
%税前利润	n.a	n.a	0.4%	5.3%	0.4%	1.2%	<b>负债</b>	<b>1,283</b>	<b>1,277</b>	<b>2,023</b>	<b>2,587</b>	<b>3,287</b>	<b>3,850</b>
<b>营业利润</b>	<b>119</b>	<b>162</b>	<b>123</b>	<b>175</b>	<b>405</b>	<b>642</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,598</b>	<b>1,979</b>	<b>2,100</b>	<b>2,280</b>	<b>2,621</b>	<b>3,139</b>
营业利润率	7.4%	8.5%	6.5%	7.9%	11.9%	14.5%	少数股东权益	24	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>35</b>	<b>53</b>	<b>1</b>	<b>53</b>	<b>50</b>	<b>48</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,904</b>	<b>3,256</b>	<b>4,123</b>	<b>4,867</b>	<b>5,908</b>	<b>6,989</b>
<b>税前利润</b>	<b>154</b>	<b>216</b>	<b>124</b>	<b>228</b>	<b>455</b>	<b>690</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	9.6%	11.3%	6.5%	10.3%	13.4%	15.6%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>所得税</b>	<b>-42</b>	<b>-53</b>	<b>-36</b>	<b>-56</b>	<b>-114</b>	<b>-173</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	27.6%	24.4%	29.3%	24.5%	25.0%	25.0%	每股收益	0.305	0.438	0.118	0.232	0.460	0.698
<b>净利润</b>	<b>111</b>	<b>163</b>	<b>88</b>	<b>172</b>	<b>341</b>	<b>518</b>	每股净资产	4.446	5.315	2.826	3.068	3.527	4.224
少数股东损益	2	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.377	0.801	0.038	0.434	0.568	0.708
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>110</b>	<b>163</b>	<b>88</b>	<b>172</b>	<b>341</b>	<b>518</b>	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
净利率	6.8%	8.6%	4.6%	7.8%	10.0%	11.7%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	6.86%	8.24%	4.17%	7.54%	13.02%	16.50%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	3.77%	5.01%	2.12%	3.53%	5.78%	7.41%
净利润	111	163	88	172	341	518	投入资本收益率	5.23%	5.09%	2.15%	3.57%	7.29%	9.52%
少数股东损益	2	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	112	103	149	94	129	147	主营业务收入增长率	15.53%	19.12%	-0.74%	16.87%	53.84%	30.33%
非经营收益	25	14	26	-17	7	-8	EBIT增长率	48.67%	6.47%	-41.56%	88.19%	142.95%	52.23%
营运资金变动	-113	18	-234	74	-55	-130	净利润增长率	74.60%	48.80%	-46.31%	96.20%	98.55%	51.78%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>136</b>	<b>298</b>	<b>28</b>	<b>323</b>	<b>422</b>	<b>526</b>	总资产增长率	1.86%	12.10%	26.63%	18.05%	21.39%	18.30%
资本开支	-436	-617	-720	-775	-695	-694	<b>资产管理能力</b>						
投资	18	202	0	7	4	5	应收账款周转天数	60.2	61.7	72.5	65.0	50.0	50.0
其他	0	0	0	12	2	8	存货周转天数	74.6	66.6	73.8	83.0	70.0	70.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-418</b>	<b>-415</b>	<b>-720</b>	<b>-756</b>	<b>-689</b>	<b>-681</b>	应付账款周转天数	54.6	53.1	64.5	60.0	55.0	54.0
股权募资	68	277	0	0	0	0	固定资产周转天数	258.7	209.8	205.5	162.3	96.8	67.6
债权募资	-107	-32	679	544	416	305	<b>偿债能力</b>						
其他	-221	-141	-54	-58	-73	-83	净负债/股东权益	33.49%	26.76%	59.86%	76.05%	79.48%	74.58%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-259</b>	<b>103</b>	<b>625</b>	<b>486</b>	<b>343</b>	<b>222</b>	EBIT利息保障倍数	6.5	13.7	7.0	3.5	6.7	8.9
<b>现金净流量</b>	<b>-542</b>	<b>-14</b>	<b>-67</b>	<b>52</b>	<b>77</b>	<b>67</b>	资产负债率	44.18%	39.21%	49.07%	53.16%	55.64%	55.09%

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					
增持					
中性					
减持					
评分					

来源：朝阳永续

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

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
2	2018-12-24	买入	6.95	10.00~10.00

来源：国金证券研究所



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