

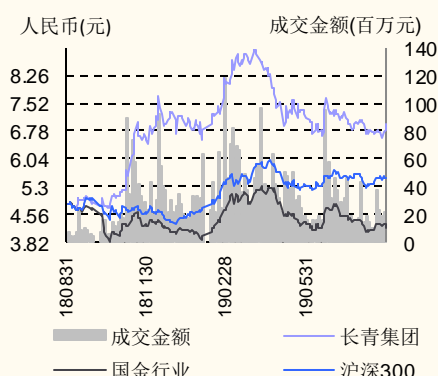
长青集团 (002616.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 6.96 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)	5,163.51
年内股价最高最低(元)	7.09/6.60
沪深 300 指数	3799.59
中小板综	8815.02



相关报告

- 1.《业绩恢复高增长，充满后劲的热电联产新龙头-长青集团年报点评》，2019.2.28
- 2.《上调业绩预期，项目进入密集投运期-长青集团点评报告》，2019.1.27
- 3.《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
- 4.《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

业绩翻番式增长，公司 2019 全面提速

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.118	0.226	0.485	0.713	0.846
每股净资产(元)	2.83	2.85	3.30	3.93	4.68
每股经营性现金流(元)	0.04	0.94	0.24	0.76	0.80
市盈率(倍)	77.81	32.37	14.35	9.75	8.23
净利润增长率(%)	-46.31%	108.87%	96.68%	47.12%	18.59%
净资产收益率(%)	4.17%	8.65%	14.71%	18.15%	18.09%
总股本(百万股)	743.11	741.88	741.88	741.88	741.88

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司近日发布 2019 年半年报，报告期内公司营收 9.92 亿元，同比增长 17.13%；归母净利为 9563 万元，同比增长 208.25%；扣非后归母净利为 9048 万元，同比增长 391.43%。

经营分析

- **满城项目供汽量增加带来业绩新增长，公司毛利率提升 9 个百分点：**公司 2019 年上半年收入同比增长 17.13%，分业务来看：环保业务收入 5.99 亿，同比增长 58.5%，毛利率提升 8 个百分点，主要由于满城项目供汽量增加，上半年营收 2.35 亿，贡献净利润 0.53 亿元；公司制造业务营收 3.93 亿元，同比下滑 16.22%，毛利率提升 8.24 个百分点至 25.20%。报告期内公司期间费用为 1.59 亿元，占营收的比重为 16.03%，同比下降 0.85 个百分点。报告期内公司资产减值损失为 0.08 亿元，同比去年减少 0.21 亿元。
- **营运能力提升，资本开支加大，可转债获批：**公司应收账款和存货周转率均提升，应收账款周转率由去年同期的 1.71 提升至今年上半年的 3.25，存货周转率由 1.96 提升至 2.13。由于公司环保项目进入密集建设期，公司资本开支加大，投资活动现金净流出 5.00 亿元，同比去年同期增加 2.03 亿元。同时，公司公开发行 8 亿元可转债的申请已于 8 月 23 日获得证监会通过，我们认为后期资金到位将加速公司项目进展。
- **项目进入密集投运期，业绩增长后劲十足：**2019 年是公司项目建设全面提速的一年。中心组团垃圾焚烧三期已满足长期稳定运行条件，2018 年投建的鄞城、曲江项目已进入试运行阶段，茂名、铁岭、永城、蠡县等项目已处于建设尾声，预计年底前投产。公司于 2019 年上半年还新开工新野、延津、滑县、阜宁、松原、宾县等优质的生物质热电联产项目。同时，公司制造业务加大内销市场的投入，我们预计 2019 年全年收入贡献将明显提升。

投资建议

- 我们预计公司 2019-2021 年营收为 31.06 亿、40.48 亿和 46.35 亿元，对应的归母净利为 3.60 亿、5.29 亿和 6.28 亿元，对应 PE 为 14X、10X 和 8X，对应 EPS 分别为 0.49、0.71 和 0.85 元/股。公司单体项目盈利能力强，发电效率行业第一，且后续项目充足。给予公司 2019 年 20 倍估值，目标价 9.8 元，“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。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,907	1,893	2,007	3,106	4,048	4,635
增长率		-0.7%	6.0%	54.7%	30.3%	14.5%
主营业务成本	-1,418	-1,504	-1,567	-2,155	-2,757	-3,156
%销售收入	74.3%	79.4%	78.1%	69.4%	68.1%	68.1%
毛利	489	389	440	951	1,291	1,479
%销售收入	25.7%	20.6%	21.9%	30.6%	31.9%	31.9%
营业税金及附加	-19	-26	-30	-37	-49	-56
%销售收入	1.0%	1.4%	1.5%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-89	-79	-68	-127	-162	-176
%销售收入	4.6%	4.2%	3.4%	4.1%	4.0%	3.8%
管理费用	-202	-179	-190	-298	-381	-429
%销售收入	10.6%	9.5%	9.5%	9.6%	9.4%	9.3%
息税前利润 (EBIT)	180	105	151	488	700	818
%销售收入	9.4%	5.6%	7.5%	15.7%	17.3%	17.7%
财务费用	-13	-15	-48	-69	-85	-96
%销售收入	0.7%	0.8%	2.4%	2.2%	2.1%	2.1%
资产减值损失	-3	-30	22	-8	-5	-4
公允价值变动收益	5	0	-1	7	4	9
投资收益	-6	1	-19	3	14	19
%税前利润	n.a	0.4%	n.a	0.6%	2.1%	2.4%
营业利润	162	123	215	421	629	746
营业利润率	8.5%	6.5%	10.7%	13.6%	15.5%	16.1%
营业外收支	53	1	-1	45	50	54
税前利润	216	124	214	466	679	800
利润率	11.3%	6.5%	10.7%	15.0%	16.8%	17.3%
所得税	-53	-36	-49	-106	-149	-172
所得税率	24.4%	29.3%	22.9%	22.8%	22.0%	21.5%
净利润	163	88	165	360	529	628
少数股东损益	0	0	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	163	88	167	360	529	628
净利率	8.6%	4.6%	8.3%	11.6%	13.1%	13.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	163	88	165	360	529	628
少数股东损益	0	0	-2	0	0	0
非现金支出	103	149	132	170	76	82
非经营收益	14	26	44	18	-15	-6
营运资金变动	18	-234	359	-367	-28	-106
经营活动现金净流	298	28	700	180	563	597
资本开支	-617	-720	-958	-774	-654	-617
投资	202	0	3	7	4	9
其他	0	0	0	3	14	19
投资活动现金净流	-415	-720	-955	-764	-636	-589
股权募资	277	0	2	0	0	0
债权募资	-32	679	712	527	286	210
其他	-141	-54	-260	-104	-141	-167
筹资活动现金净流	103	625	453	423	145	43
现金净流量	-14	-67	198	-161	72	51

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	161	103	340	171	238	285
应收账款	421	563	334	637	731	837
存货	269	340	310	490	529	605
其他流动资产	105	136	176	163	309	371
流动资产	955	1,142	1,160	1,461	1,807	2,099
%总资产	29.3%	27.7%	23.2%	24.4%	25.9%	26.6%
长期投资	3	0	0	8	15	18
固定资产	1,915	2,508	3,344	3,809	4,276	4,743
%总资产	58.8%	60.8%	66.8%	63.7%	61.3%	60.2%
无形资产	372	456	480	672	831	954
非流动资产	2,300	2,981	3,848	4,519	5,171	5,782
%总资产	70.7%	72.3%	76.8%	75.6%	74.1%	73.4%
资产总计	3,256	4,123	5,008	5,981	6,978	7,880
短期借款	509	724	946	1,131	1,167	1,227
应付款项	513	573	694	757	961	1,078
其他流动负债	63	78	98	138	184	205
流动负债	1,085	1,375	1,737	2,025	2,311	2,510
长期贷款	182	637	1,038	1,488	1,738	1,888
其他长期负债	10	11	118	23	14	14
负债	1,277	2,023	2,893	3,535	4,062	4,411
普通股股东权益	1,979	2,100	2,115	2,446	2,916	3,469
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,256	4,123	5,008	5,981	6,978	7,880

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.438	0.118	0.226	0.485	0.713	0.846
每股净资产	5.315	2.826	2.851	3.297	3.930	4.676
每股经营现金净流	0.801	0.038	0.944	0.243	0.758	0.805
每股股利	0.120	0.000	0.200	0.050	0.080	0.100
回报率						
净资产收益率	8.24%	4.17%	8.65%	14.71%	18.15%	18.09%
总资产收益率	5.01%	2.12%	3.65%	6.02%	7.59%	7.97%
投入资本收益率	5.09%	2.15%	2.90%	7.42%	9.38%	9.75%
增长率						
主营业务收入增长率	19.12%	-0.74%	6.05%	54.75%	30.33%	14.50%
EBIT增长率	6.47%	-41.56%	43.74%	222.94%	43.53%	16.80%
净利润增长率	48.80%	-46.31%	108.87%	96.68%	47.12%	18.59%
总资产增长率	12.10%	26.63%	21.48%	19.42%	16.68%	12.93%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.7	72.5	57.4	55.0	47.0	47.0
存货周转天数	66.6	73.8	75.7	83.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	53.1	64.5	69.3	60.0	55.0	54.0
固定资产周转天数	209.8	205.5	320.9	191.5	143.9	123.2
偿债能力						
净负债/股东权益	26.76%	59.86%	77.73%	100.07%	91.46%	81.56%
EBIT利息保障倍数	13.7	7.0	3.2	7.1	8.3	8.5
资产负债率	39.21%	49.07%	57.77%	59.11%	58.22%	55.98%

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	0	1	1	1	2
增持	1	1	1	2	3
中性	1	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00

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
2	2018-12-24	买入	6.95	10.00~10.00
3	2019-01-27	买入	6.94	10.00~10.00
4	2019-02-28	买入	8.04	N/A

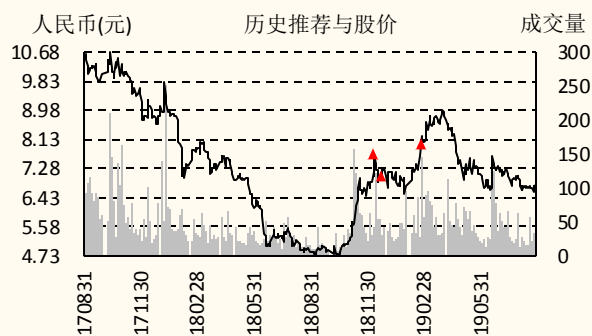
来源：国金证券研究所

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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，不作为或被视为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