

行业回暖助推主业回升 配股融资再增企业实力

——长园集团(600525)投资价值分析报告

深圳市怀新企业投资顾问有限公司

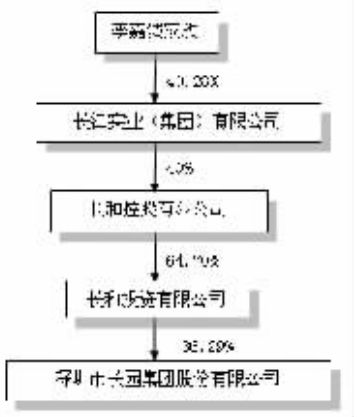
1、公司概况

1.1 公司简介:两大股东实力超群

深圳市长园集团股份有限公司(以下简称长园集团)于1986年由中科院创建,2000年5月整体变更为股份有限公司,2002年12月在上海证券交易所A股上市。

长园集团配股前总股本为166,586,420股,公司系李嘉诚家族在内地的唯一上市平台(如下图)。长和投资持有公司股份60,450,000股,占股份总额的36.29%;另外持有公司10%以上股权的股东还有华润深国投信托有限公司,合计持有公司股份27,576,351股,占股份总额的16.55%。

图1:公司实际控制人控制关系图



资料来源:公司公告

1.2 公司经营模式:主业发展与产业并购齐头并进

公司采用集团控股公司的组织管理架构,主营业务为热缩材料、电网设备,线路防护元器件及保护模块组件;并通过旗下的长园盈佳、香港长园等公司从事股权投资业务。

表1:公司主要下属公司业务概况

业务领域	下属公司	集团持股	主要产品或业务	市场地位
热缩材料	长园电子	100%	热缩套管、汽车细管、铁氟龙套管等。	国内产能最大,世界排名第二。
	长园长通	60%	石油、天然气管道用热缩套管以及通信类热缩套管。	业内三家主要竞争者之一。
电网设备	长园电力	100%	冷缩型电力电缆附件、环网柜、分支箱。	国内最大电缆附件生产商。
	珠海共创	87.45%	研制生产电力系统、发电厂和变电站的微机防误装置等自动化安全防护系统。	在国内电力微机五防系统市场占率排名第二。
	深圳南瑞	38.3334%	生产微机继电保护系统、电力控制自动化系统、变电站微机综合成套保护产品。	国内电力系统继电保护和变电站综合自动化领域的主流供应商之一,产品和技术在国内处于领先地位,国内微机母线保护第一品牌。
	东莞高能	30%	生产高压、超高压硅橡胶合成绝缘子。	合成绝缘子生产企业排名第一。
	珠海成瑞	52%	成为研制组合型光电电子式互感器OPCTC以及罗式线圈、高阻抗低功率铁芯线圈、复合光纤绝缘子及一绝绝缘部件。	产品技术指标达到国际先进水平。
电 路 保 护 元 件	中昊创业	30%	铁路工程用中空锚杆、冷、热轧槽道、高铁轨道综合接地、绝缘卡、轨道板连接器、高性能应力棒、成芯电气设备等。	空锚杆是目前全国规模最大、质量最好的铁路隧道用锚杆产品。
	上海维安	60.83%	高分子PTC电路保护元件。	全球少数掌握PTC防护元件核心技术的供应商之一,也是国内最大的线路防护元器件及保护模块组件供应商。
PE 投资	长园盈佳	100%	创业投资、培育新业务。	投资武汉光迅、和而泰、东莞高能、长园精密等公司。

资料来源:公司公告

1.3 公司经营情况:三大主营业内领先,PE投资硕果累累

目前,长园集团总资产规模已从上市之初的4.36亿元增长到18.61亿元,净资产9.66亿元。成功的产业及资本运作为长园集团的发展提供了广阔的平台,是公司规模化发展的有效动力。目前长园集团已稳居中国热缩材料、高分子PTC、电力电缆附件、合成绝缘子和变电站母线保护五个行业第一,位居中国变电站微机五防行业第二。

■热缩材料领域,长园集团是我国最大的热缩材料生产企业,按销售收入排名居世界第三位,仅次于美国瑞侃公司和日本住友。

■电网设备领域,长园集团是国内最大的电缆附件生产商之一。此外,公司通过收购珠海共创、深圳南瑞、东莞高能的股权,将业务领域延伸至电力系统、发电厂和变电站的微机防误装置等自动化安全操作系统,微机继电保护系统、电力控制自动化系统、变电站微机综合成套保护产品,以及高压、超高压硅橡胶合成绝缘子生产领域。

■在电路保护元件领域,公司控股子公司上海维安,是国内高分子PTC热敏电阻器的领导者。上海维安在2007年100%控股固派电子后,成为国内最大的PTC电路保护元件的生产企业。

■PE投资步入收获期。公司参股公司光迅科技将于近期上市,公司持有光迅科技5.5%的股权,共660万股,初始投资金额1210万元,预计收益不低于9000万元。另外公司投资的和而泰正申报在中小板上市,东莞高能、联创健和、长盈精密和珠海奈电积极准备申报。公司的PE投资将进入收获期,将给公司带来可观收益。

图2:2008年公司三大主业收入占比



资料来源:公司公告

表2:长园集团PE投资参股企业

参股公司	初始投资(万元)	持股比例	主营产品
武汉光迅科技有限责任公司	1,210	5.50%	光子器件
深圳市和而泰电子科技有限公司	1,050	15.00%	电器智能控制系统
东莞市高能电气股份有限公司	387	30.02%	超、特高压复合绝缘子
深圳市联创健和光电股份有限公司	1,766	7.84%	LED显示屏
深圳市长盈精密技术有限公司	6,000	5.00%	手机、数码终端连接器
奈电软性科技电子(珠海)有限公司	1,290	5.00%	软性印刷电路板

资料来源:公司公告

1.4 历年股利分配,注重股东现金回报

长园集团自上市以来,一直注重股东回报,在公司发展资金紧缺的情况下,仍年年现金分红,至今累计现金分红达82,929,182元。公司的复合高增长能力为股东带来良好回报。

■长园集团致力于成为“世界一流的辐照功能材料和电网设备供应商”,公司目前稳居国内热缩材料、高分子PTC、电力电缆附件、合成绝缘子和变电站母线保护五个行业第一,位居中国变电站微机五防行业第二。

■受到金融危机影响,公司盈利增速在08年首次出现负增长,但随着行业回暖,市场需求回升,公司今年第二季度收入和利润呈现井喷式增长,预计全年业绩将有30%的增长。

■公司配股项目:环保型汽车用阻燃热缩套管及特种氟塑料套管项目和智能紧凑型SF6全绝缘环网成套开关设备项目将于今年下半年逐步达产,将有利于公司的盈利增长,并将更大地提升公司的整体竞争力。

■PE投资进入收获期,将为公司带来可观收益。公司目前参股的光迅科技已于本周一公开发售股票,即将登陆中小板;同时,公司旗下控股、参股的企业如和而泰、联创健和、东莞高能、长盈精密、奈电电子都在积极准备申请上市。

■盈利预测及评级。我们预计2009-2011年每股收益(摊薄后)为0.58元、0.73元和0.92元,综合考虑,给予公司21.9元(配股完成摊薄后)的估值,建议投资者积极参与申购,分享公司长远发展。

深圳市怀新企业投资顾问有限公司

投资要点

表3:公司历年股利分配情况

年度	股利分配情况
2003	每10股派现金红利1.00元
2004	每10股派现金红利1.20元
2005	每10股转增1股并派发现金红利1.00元
2006	每10股转增1股并派发现金红利1.00元
2007	每10股转增3股并派发现金红利人民币1.00元
2008	每10股派现金红利1.00元

资料来源:公司公告

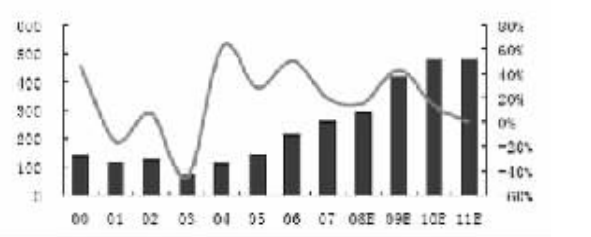
2、行业篇:电网改造和3G网络建设给公司带来发展新机遇

公司所处的行业主要受益于国内电网改造和信息通讯行业发展的影响,国内目前电网投资和3G网络的建设正处于高速增长阶段,未来将给公司提供更广阔的发展空间。

电网改造”是国家4万亿拉动内需项目中的重要组成部分,预计未来三年电网投资有望保持20%左右的年均增速,对于公司电网设备、产品构成利好。铁路电气化改造以及各大城市地铁工程相继进入建设高峰,均将扩大公司的销售规模。

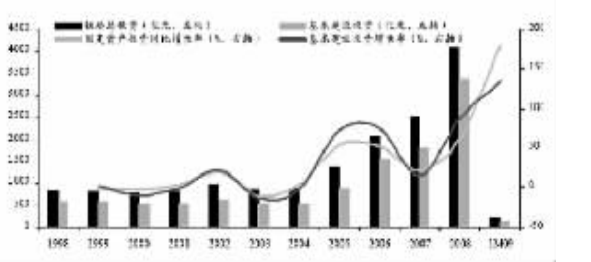
随着3G市场的开放,一方面高端手机销售量将增加,会提升公司现有手机客户的市场份额及销售收入。公司控股公司上海维安主要向三星和LG等手机电池生产厂商提供PTC电路保护元件,目前已经远远超过主要竞争对手美国瑞侃公司,占到了诺基亚手机厂商采购金额的70%,取代美国对手成为诺基亚手机PTC第一供应商。另一方面,3G网络建设需要投资基站等设备,基站内需要保护产品,上海维安在华为和中兴都占有较大份额的销售比例,对于销售也会有拉动作用。

图3:新的电网投资计划再次推高行业景气周期



资料来源:公开资料

图4:1998-1M09铁路总投资及铁路基本建设投资及增长



资料来源:公开资料

2.1 热缩材料行业

热缩材料应用十分广泛,按其用途可分为电子类、电力类、管道防腐类和通信类等,其中电子类产品主要应用于电子信息产业,同时也广泛应用于汽车电子设备、家用电器等行业;电力类产品主要应用于电力行业;管道防腐类产品和通信类产品则分别应用于石油、天然气输送管网和通信网络。

但目前市场主要被国外厂家主导,主要有美国瑞侃、日本住友,国内厂家主要集中于中低端产品市场。长园集团热缩材料业务整体经营规模和销售额居于国内热缩材料行业首位,在世界范围内的热缩材料行业,公司也仅次于美国瑞侃。公司技术水平在部分产品领域,已超过国外厂家水平。

■市场机遇:

公司电子类和电力类产品市场均处在国家投资拉动内需促进增长的领域,政策导向将直接扭转去年三季度全球金融危机下产业投资萎缩的局面,从而有效扩大电力和电子类产品的市场需求,这将直接带动我国热缩材料行业整体市场规模不断增长。

未来几年铁路电气化改造以及各城市地铁工程相继进入建设高峰,也将使电力类产品进入市场需求的高速增长期。公司今年7月公司收购中昊创业”30%的股权,中昊创业先后参加了高速铁路(武广客运专线、京津城际客运专线、京沪客运专线、京武客运专线)、地铁(广州地铁九号线、深圳地铁三号线、北京地铁六号线)等工程建设。高速铁路用热缩材料将是公司今年新的业绩增长点。

随着川气东送工程、西气东输二线工程、兰郑常管道工程以及中俄新疆最大输气管道工程的计划开工,掀起我国石油天然气管道建设的高峰期。管道防腐高端市场容量约3.5亿。

核岛用热缩材料:公司热缩材料博士后工作站正在积极研制核岛用热缩材料。一套核电站的热缩材料采购金额在8000万元左右,目前主要由国外厂商提供,毛利率可达90%左右。公司在突破这一产品的生产技术后,将形成在核电领域的进口替代。

环保型热缩套管取代非环保产品是必然趋势,市场空间巨大,公司的产品性能指标与国外产品相当,在价格上具备明显优势,进口替代空间很大。

2.2 电网设备行业

国内电网设备行业分散,厂家产销规模较小,主要集中在技术含量较低的中低端产品市场,竞争较为激烈无序,高端市场由主要被国外厂家占有。公司电网设备中的部分细分市场中拥有较大的优

势,公司已成为国内最大的电力电缆附件生产厂家,控股子公司珠海市共创有限公司的电力五防国内市场占有率约为35%,行业排名第二。

■市场机遇:

2008年11月,国家出台了4万亿的政府投资计划,其中电网投资是国家加大投资的重要组成部分,两大电网分别增加了投资计划,其中南方电网未来两年的投资计划增加到1800亿元,增幅为50%;国家电网未来三年的投资计划增加到11600亿元,增幅为38%。预计未来2-3年,中国电网投资规模的复合增长率由之前的7%显著加速至21%。这意味着输配电设备行业的景气度被推到新的高点,电力附件企业将明显受益。

根据铁道部《中长期铁路规划》,2005年至2020年期间,我国铁路电气化改造将投资2万亿元。2008-1010年我国铁路基本建设投资将为3199亿元、5982亿元和7494亿元,“十一五”期间年复合增长率为48.22%。另外,“十一五”期间,我国机场、城市地铁等基础设施也将进入建设高峰。因此,上述行业的大规模投资以及电网设备国产化的趋势将为国内输配电设备行业发展提供了广阔的市场空间。

3、公司篇:危机影响逐渐消退 快速成长迈入新天地

众所周知,受2008年全球金融海啸影响,2008年下半年国内外市场普遍呈现低迷现象,民众对消费类电子终端产品的需求萎缩。长园集团08年4季度出现了业绩的大幅下滑,致使全年收益出现上市以来的首次负增长。2008年实现营业收入8.57亿元,同比增长2.17%;实现净利润9,916万元,同比减少28.00%。

但从2009年半年报的数据可以清晰地看到公司利润的下降趋势已经在第2季度成功反转,今年第2季度销售收入显著回升,利润总额和净利润均呈现出井喷增长态势。

表4:近三季收入与利润情况表

	2008年第4季度		2009年第1季度		2009年第2季度	
	金额(万元)	与上一季环比增减	金额(万元)	与上一季环比增减	金额(万元)	与上一季环比增减
营业收入	18850	-18.75%	14713	-20.36%	22013	49.62%
利润总额	2,275	-52.31%	1211	-46.77%	4781	294.80%
归属于母公司所有者的净利润	1,115	-66.56%	814	-27%	3567	338.21%

资料来源:公司公告

公司热缩材料类产品随着高速铁路和汽车市场的突破,5月份起出现强劲上升势头。目前高铁用热缩材料在手订单4000万元,全年计划实现销售收入6000万元。此类产品的毛利率可达50%;汽车细管系列产品已陆续获得世界最大的汽车零部件供应商德爾福公司的订单。电网设备类产品由于国家大力加大对电网发展的力度以及加快国产化的步伐,长园电力的环网柜订单大幅增长,去年全年公司生产环网柜2000单元,2009年1-6月份已超过去年全年产量,有望成为南网公司的主要供应商,毛利率达40%以上。电路保护元件产品长园维安已取代美国竞争对手,成为诺基亚3G手机的第一供应商,6月份起业绩井喷,预计未来的订单数量将稳步提升,全年净利润将实现翻倍增长。

业绩增长的良好势头反映出公司已经成功走出谷底,随着下半年公司配股项目:环保型汽车用阻燃热缩套管及特种氟塑料套管项目和智能紧凑型SF6全绝缘环网成套开关设备项目的逐步达产,将更大地提升公司的整体竞争力,公司全年业绩增长值得期待。

公司之所以能在短暂的低迷之后取得迅速的增长,与公司自身强大的竞争优势密不可分,公司在技术、性价比、品牌和卓越的管理能力等几个方面拥有不可替代的核心竞争力。

■技术优势

公司技术力量雄厚,拥有国家认定企业技术中心和博士后科研工作站,具有很强的自主研发能力。公司研制的64110KV交联电缆硅橡胶干式终端和110KV全冷缩交联电缆附件项目相继被列入国家火炬计划项目,公司研制的4866KV交联聚乙烯电缆硅橡胶干式终端、64110KV交联电缆硅橡胶内插插拔式电缆、CB-HFT无卤环保热缩套管相继获得国家级重点新产品证书。公司研制的35千伏超导电缆附件于2004年3月在云南安装使用,属国内首创。另外,2005年,公司被国家发展和改革委员会授予“国家高新技术产业化示范工程”荣誉称号;2006年,公司被深圳市中小企业发展促进会评为自主创新百强中小企业。

■性能价格比优势

同国外厂家相比,公司产品技术、品牌和质量方面相当或相对较弱,但公司制造成本明显较低,具有明显的价格竞争优势,产品性能价格比明显优于国外厂家;与国内厂家相比,本公司产品价格相对较高,但在产品技术、品牌和质量等方面占有很大的优势,仍具有很强的性能价格比优势。

■品牌优势

公司作为热缩材料行业的领导厂家,凭借产品技术先进、质量可靠等优势,拥有较高的市场占有率,销售额位居行业首位,已在业内形成了良好的品牌知名度和美誉度。2005年,公司“长园新材”品牌被深圳市知名品牌评价委员会评为“最具影响力的深圳知名品牌”;2006年,公司长园商标认定为广东省著名商标,目前正在申请国家驰名商标;2007年公司被中国产品质量协会评为质量信誉AAA等级。

■管理优势

公司的管理优势主要体现在公司扩张性企业发展战略的选择上。公司坚持自我发展与收购兼并相结合的竞争策略,并在相关行业内部利用自身优势适度介入PE投资的发展策略是公司快速成长、

发展壮大的有效手段。通过收购兼并,一方面自身规模快速扩张,同时优化了公司的产业布局,从经营方式来看,长园的成功实际上也是生产经营和资本经营二者的有机结合的必然结果。

4、配股篇:改善公司资产结构 提升公司持续增长能力

近期,长园集团通过配股方案:以总股本166,586,420股为基数,按10:3的比例向全体股东配售,配股价格为8.88元。本次配股所募集资金计划用于以下项目:

表5:长园集团配股项目

项目名称	项目拟投资总额(万元)
环保型汽车用、电子用无卤阻燃热缩套管及特种氟塑料套管产业化项目	16,318
110KV以上电缆附件及智能化紧凑型SF6全绝缘环网成套开关设备研发生产基地建设项目	16,500
合计	32,818

上述公司配股募集资金项目一方面反映了公司巩固热缩材料领域领先优势的发展重心,另一方面也反映了公司加快发展110KV以上高压电缆附件和开关设备领域的战略部署。我们认为上述项目的市场空间广阔,强烈看好这些项目的发展前景。

■环保型无卤阻燃热缩套管及特种氟塑料套管产业化项目

环保型汽车用、电子用无卤阻燃热缩套管及特种氟塑料套管产业化项目,总投资额为1.63亿元,竣工时间预计在2010年。预计达产后可实现年销售收入2亿元,年利润总额3400万元。项目建设采用“边建设、边投产”的项目实施方式,预计项目建设完成后第一年正常达产,形成年产电子用环保型无卤阻燃热缩套管6亿米、汽车用环保型无卤阻燃热缩套管2亿米,特种氟塑料套管1亿米的生产能力。

汽车用环保型无卤阻燃热缩套:汽车用环保型无卤阻燃热缩套管在国外发达国家应用较广,公司作为国内最大的热缩材料生产企业,公司研制的汽车用环保型无卤阻燃热缩套管目前已通过国家汽车质量监督检验中心的测试和深圳市科技局成果鉴定,是国内唯一一家全系列通过美国UL224安全认证和UL环保认证的产品,并与广州本田、东风雪铁龙等国内外知名的汽车生产厂家确定了供货合作关系,市场拓展较为迅速。公司产品的价格是国外产品的一半左右,未来进口替代的空间很大,年需求量在1亿元以上。

电子用环保型无卤阻燃热缩套管:公司的电子用环保型无卤阻燃热缩套管主要应用于电子信息产业各种型号连接线的外包层绝缘保护,集中使用在电子产品行业。我国颁布的《电子信息产品污染防治管理办法》要求自2006年7月1日起执行与欧盟相同的标准。未来环保型热缩套管将逐步取代非环保产品,而公司的电子用环保型无卤阻燃热缩套管也将逐步替代国外产品的市场份额。

特种氟塑料套管:具有良好的耐热、耐磨、耐腐蚀性能,可以在260摄氏度高温下持续使用。该产品目前主要应用于电子变压器,电子变压器主要应用于计算机、音频和视频、办公自动化和通信等电子产品。全球电子变压器现有市场规模基本维持在70亿美元左右,我国是世界最大的电子变压器生产基地,年生产量已超过世界生产总量的20%,对特种氟塑料套管的需求量很大。公司的产品性能指标与国外产品相当,在价格上具备明显优势,进口替代空间很大。

■110KV以上电缆附件及SF6环网成套开关设备生产基地

该项目建设内容包括110KV高压电缆附件和智能化紧凑型SF6全绝缘环网成套开关设备生产线,以及500KV超高压实验大厅。预计项目建成达产后年产5000套110KV以上高压电缆附件和1万套智能化紧凑型SF6全绝缘环网成套开关设备。预计年销售收入可达3亿元,年利润总额为5187万元。

110KV以上电缆附件:公司作为国内最大的电缆附件生产厂家,技术水平国内领先,是国内少数有能力生产110KV预制型电缆附件和全冷缩电缆附件的厂商之一。预制型电缆附件较传统瓷外套充油型电缆附件具有体积小、重量轻、安装方便、过电流时无自爆危险的优点。全冷缩电缆附件是预制型电缆附件的改进型产品,安装速度更快,电气参数更高,是电缆附件的技术发展方向。公司研制的64110KV交联电缆硅橡胶干式终端和110KV全冷缩交联电缆附件项相继被列入国家火炬计划项目,已在国内市场形成了较高的市场占有率。

智能化紧凑型SF6全绝缘环网成套开关设备:俗称SF6环网柜,主要应用于配电网中,根据公司测算,我国环网柜现有市场容量约为200亿元。我国环网柜市场长期为西门子公司、ABB、施耐德等国外品牌垄断,国内企业所占的市场份额较小,但市场需求量增长很快。公司已成功开发了智能化紧凑型SF6全绝缘环网成套开关设备,并于2006年相继通过武汉高压研究院的检测和深圳市科技局组织的科技成果鉴定,产品技术性能已接近国外同类产品的先进水平,成为进入国内环网柜市场的国内厂家之一,并开始批量生产。从2007年开始,公司的环网柜订单快速增长,产能严重不足。因此公司决定在珠海建立生产基地,尽快形成年产1万套的生产规模。

5、估值篇 盈利预测与投资评级

由于长园集团2008年受到金融危机影响,相对基数较低,预计2009年将保持较快的增长,目前金融危机影响已逐步消退,公司所处的经营环境已大为改善,公司的未来的增长有较好的保障。基于谨慎的原则,暂不计入募集项目带来的收益和PE投资带来的收益,保守预计2009-2011年每股收益(摊薄后)为0.58元、0.73元和0.92元。

表6:长园集团盈利预测表

单位:百万元						
名称	2008	2009E	2010E	2011E		
总收入	856.8	1033	1275	1427		
营业利润	118	167	223	269		
净利润	99	125	159	200		
每股收益	0.60	0.76	0.95	1.20		
每股收益(摊薄后)	0.46	0.58	0.73	0.92		
PE	37.37	29.5	23.6	18.68		
PB	4.4	3.8	3.3	2.9		

从上文可以看到,公司未来的募投项目有着很好的盈利前景,而随着创业板的推出,公司的PE投资将进入收获期,综合目前的行业平均市盈率(见下图)因此给予长园集团2010年30倍估值,公司合理股价为21.9元(配股完成摊薄后)。

表7:行业类上市公司市盈率比较

股票名称	EPS			PE		
	2009E	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
荣信股份	0.83	1.16	1.57	37.63	27.29	20.15
平高电气	0.45	0.65	0.79	37.82	26.60	21.68
国电南瑞	0.80	1.00	1.18	44.04	35.06	30.07
深圳惠程	0.26	0.29	0.35	66.30	59.26	48.28
长城电工	0.22	0.25	0.27	54.59	47.26	44.62
思源电气	0.92	1.14	1.35	24.13	19.51	16.44
奥特迅	0.59	0.77	0.84	35.55	26.40	24.26
平均	0.58	0.75	0.91	42.86	34.43	29.35