

长青集团 (002616) 2015 年中报点评

# 生物质投运助中报靓丽 集中供热利确定性高增

2015 年 8 月 24 日

## 投资要点

- 半年报业绩 0.14 元，符合预期。**上半年实现营业收入 7.22 亿元，同比增 22.9%；营业成本 5.48 亿元，同比增 18.6%；归母净利润 0.50 亿元，同比增 262.0%；EPS 为 0.14 元，符合预期。半年度利润分配预案为每 10 股发现金股利 3.5 元（含税）。此外，预告前三季度盈利同比增 30%~60%。
- 宁安投运及明水扭亏为高增主因。**上半年公司厨电板块收入 4.57 亿元，同比增长 7.7%，保持稳定增长；生物质及垃圾焚烧发电板块收入 2.60 亿元，同比增长 64.0%，为整体收入增长主因。宁安电厂净利润 717 万元（去年同期为零），明水电厂净利润 756 万元（去年同期亏损 775 万元），加之远期锁汇业务公允价值变动收益 630 万元（去年同期亏损 1,654 万元）等因素，共同推动业绩高增。综合毛利率同比升 3.2 个百分点至 24.2%，源于生物质发电收入占比提升（毛利率为 27.3%）。截至半年度公司应收账款增至 2.67 亿元（97%为 1 年期以内），其中大部分为发电收入（源于补贴电价季度性结算因素）。上半年经营性现金流净额 2,038 万元（去年同期为 4,087 万元），主要是宁安生物质电厂未结清补贴电费部分所致。
- 在手项目推进顺利，生物质盈利能力突出，**公司已经投产生物质能发电项目达 5 个（中山垃圾发电、荣成垃圾发电、沂水生物质、明水生物质、宁安生物质、荣成环保），鱼台生物质调试中，预计 2015 年 9 月投产，鄆城公司已在筹建，后续郯城、嘉祥等生物质项目储备充足，发展后劲充足。过往经验看，公司优秀项目甄选及运营管理能力使得生物质发电项目 ROE 达到 20%~30%，盈利能力突出。基于荣成、鱼台、鄆城等多个项目陆续投产，预计 2015~2018 年生物质发电板块有望贡献净利润 0.9/1.3/1.9/2.1 亿元。
- 治霾推动供热确定性高增，介入售电提升估值弹性。**“气十条”明确提出“全面整治燃煤小锅炉，加快推进集中供热，到 2017 年，地级及以上城市基本淘汰 10 蒸吨及以下的燃煤锅炉”；《河北省燃煤锅炉治理实施方案》提出到 2017 年全省小锅炉淘汰量将达到 10.7 万吨（公司所签河北 3 个供热项目规模仅 2,000 多吨），强力治霾催生供热千亿市场，而项目所在京津冀、珠三角地区较强环境治理力度确保其进度确定性高。此外，公司提出在广东茂名热电联产项目尝试介入售电及大用户直供领域（当地上网电价 0.47 元/kWh，供热工业园区企业用电约 1 元/kWh），有望增加项目盈利水平及估值弹性，同时其他热电联产项目售电模式复制也值得期待。
- 风险提示。**政府对环境治理力度减弱；下游景气度波动；国家税收政策变化；原料供给不足及价格波动；增发进度低于预期；项目进度低于预期等。
- 维持“买入”评级。**鉴于业绩符合预期，维持 2015~2017 年 0.26/0.57/1.55 元盈利预测不变（假设 2015 年内完成增发），目前股价对应 P/E 为 110/49/18 倍。综合考虑现有项目储备丰富、进度确定性高、盈利能力强等因素有望助推业绩确定性高增（2015~2017 年复合增速 146%），且未来项目持续获取为大概率事件，给予 2016 年 60 倍 P/E（对应 2017 年 22 倍），目标价 34.2 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	1,118	1,386	1,535	2,331	4,447
增长率 YoY%	6.8	24.0	10.8	51.8	90.8
净利润 (百万元)	40	63	104	231	628
增长率 YoY%	14.7	57.6	65.5	122.5	171.7
每股收益 EPS (基本) (元)	0.27	0.36	0.26	0.57	1.55
净资产收益率 ROE%	3.7	3.8	3.8	7.9	18.3
PE	105	78	110	49	18
PB	3.9	3.0	4.2	3.9	3.3
EV/EBITDA	25	15	27	20	11

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2015 年 8 月 21 日收盘价



## 买入 (维持)

当前价：28.16 元

目标价：34.20 元

## 中信证券研究部

### 王海旭

电话：021-20262112

邮件：wanghx@citics.com

执业证书编号：S1010510120063

### 崔霖

电话：021-20262124

邮件：cuil@citics.com

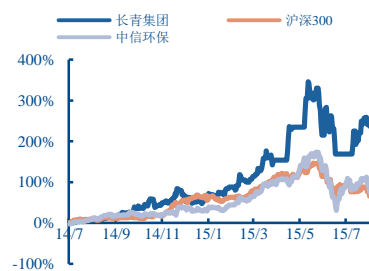
执业证书编号：S1010513080002

### 联系人：凌润东

电话：021-20262152

邮件：lingrundong@citics.com

## 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

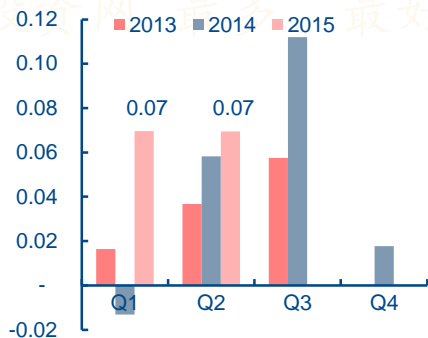
## 主要数据

沪深 300 指数	3589.54 点
总股本/流通股本	359/168 百万股
近 12 月最高/最低价	40.3 元/8.17 元
近 1 月绝对涨幅	-14.6%
近 6 月绝对涨幅	57.3%
今年以来绝对涨幅	77.4%
12 个月日均成交额	62.8 百万元

## 相关研究

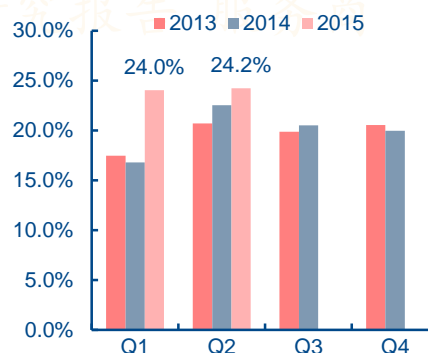
- 长青集团 (002616) 投资价值分析报告—治霾催生集中供热千亿空间项目 & 模式优势助确定性高增(2015-07-31)

图 1: 2013~2015 年单季 EPS 情况



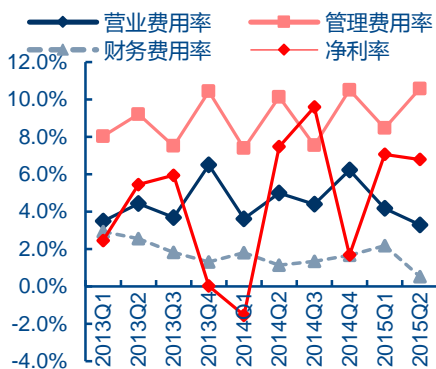
资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

图 2: 2013~2015 年单季毛利率情况



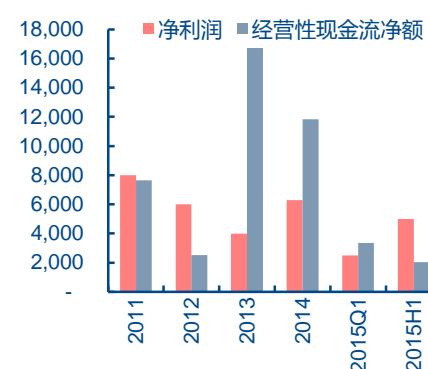
资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

图 3: 2013~2015 年单季期间费用率及净利率



资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

图 4: 2011~2015 年净利润及现金流情况 (万元)



资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

表 1: 公司生物质及垃圾发电项目统计

地区	项目类型	项目名称	状态	投资总额 (亿元)	规模
广东中山	垃圾发电	中心组团垃圾焚烧发电厂一期	投运	3.9	日处理垃圾 1050 吨, 2*12MW
山东荣成	垃圾发电	荣成市生活垃圾焚烧发电厂项目	投运	2.8	日处理生活垃圾 700 吨, 1*15MW
山东沂水	生物质发电	山东沂水秸秆发电项目	投运	6.5	1*30MW
黑龙江明水	生物质发电	明水热电生物质联产项目	投运	3.5	2*18MW
黑龙江宁安	生物质发电	黑龙江宁安市生物质发电项目	投运	3	1*30MW
山东鱼台	生物质发电	生物质发电项目	调试	2.6	1*30MW
山东鄞城	生物质发电	山东省鄞城县生物质发电项目	筹建	2.7	1*30MW
山东郯城	生物质发电	山东省郯城县生物质发电项目	筹建	2.7	1*30MW
新加坡裕廊	生物质发电	新加坡生物质发电项目	暂停	2.3	1*9.9MW
重庆忠县	生物质发电	重庆忠县兔子粪便生物质发电	筹建	2.8	2*15MW
山东嘉祥县	生物质发电	山东省嘉祥县生物质发电项目	筹建	2.7	1*30MW
吉林扶余县	BMF 制造	吉林扶余生物质成型燃料	筹建	0.35	年产 2 万吨 BMF
广东中山	垃圾发电	中心组团垃圾焚烧发电厂一期	筹建	2.2	日处理垃圾 600 吨
湖南中方	生物质热电联产	湖南中方县生物质综合利用项目	框架	2.6	110t/h 锅炉, 1*20MW 汽轮发电机组

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部



表 2：公司生物质及垃圾发电盈利预测（万元）

项目列表	2015E	2016E	2017E	2018E
广东中山垃圾发电	2,221	2,221	2,221	2,221
山东荣成垃圾发电	648	1,429	1,558	1,558
山东沂水生物质发电	3,079	3,079	3,079	3,079
黑龙江明水生物质发电	1,008	1,455	2,084	2,188
黑龙江宁安生物质发电	2,083	2,500	2,500	2,500
山东鱼台生物质发电		1,500	2,500	2,500
山东鄄城生物质发电		900	2,500	2,500
山东郯城县生物质发电			1,500	2,500
嘉祥县生物质发电			1,500	2,500
合计	9,039	13,084	19,441	21,546

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

表 3：公司集中供热项目统计

地区	项目类型	项目名称	状态	投资总额（亿元）	规模（E）
河北满城	集中供热	满城县纸制品加工区热电联产项目	建设	7.3	400 万蒸吨/年
河北雄县	集中供热	雄县经济开发区热电联产项目	筹建	5	200~250 万蒸吨/年
河北蠡县	集中供热	蠡县热电联产项目	筹建	5	200~250 万蒸吨/年
广东茂名	集中供热	茂名高新技术产业开发区热电联供项目	筹建	5	200~250 万蒸吨/年
广东曲江	集中供热	曲江经济开发区热电联产项目	筹建	3	60 万蒸吨/年
河南鹤壁	集中供热	鹤壁市循环经济产业区动力中心项目	筹建	5	200~250 万蒸吨/年
合计				30.3	

资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 4：公司集中供热项目盈利预测（万元）

项目列表	2015E	2016E	2017E	2018E
满城集中供热		6,226	15,565	15,565
鹤壁集中供热		1,550	5,814	5,814
曲江集中供热		903	2,257	2,257
茂名集中供热			5,771	5,771
蠡县集中供热			6,322	6,322
雄县集中供热			6,322	6,322
合计	0	8,679	42,050	42,050

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测



长青集团（002616）2015 年中报点评

www.jztzw.net

利润表 (百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,118	1,386	1,535	2,331	4,447
营业成本	892	1,075	1,207	1,751	3,238
毛利率	20.16%	22.41%	21.36%	24.89%	27.17%
营业税金及附加	6	7	15	23	44
营业费用	51	67	69	82	89
营业费用率	4.53%	4.85%	4.50%	3.50%	2.00%
管理费用	98	123	130	140	178
管理费用率	8.74%	8.84%	8.50%	6.00%	4.00%
财务费用	23	21	22	80	127
财务费用率	2.09%	1.49%	1.46%	3.45%	2.85%
投资收益	5	1	0	0	0
营业利润	56	73	102	251	761
营业利润率	4.99%	5.30%	6.61%	10.78%	17.10%
营业外收入	13	27	40	60	80
营业外支出	3	4	3	3	3
利润总额	66	96	139	308	838
所得税	26	34	35	77	209
所得税率	39.84%	34.83%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	40	63	104	231	628
净利率	3.56%	4.53%	6.77%	9.92%	14.13%
每股收益(元)(摊薄)	0.27	0.36	0.26	0.57	1.55

现金流量表 (百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	40	63	104	231	628
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	74	82	130	268	315
营运资金变动	42	-68	-14	-84	-211
其他	11	42	11	84	136
经营现金流	167	118	231	499	869
资本支出	-270	-246	-1,212	-2,543	-275
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	5	1	0	0	0
其他	0	-1	-3	0	0
投资现金流	-265	-245	-1,215	-2,543	-275
发行股票	0	547	1,000	0	0
负债变化	146	217	667	1,047	253
股息支出	-81	-53	-21	-46	-126
其他	0	-2	-22	-80	-127
融资现金流	66	709	1,624	921	0
现金净增加额	-32	583	640	-1,123	594

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	134	716	1,356	233	827
存货	220	238	121	175	324
应收账款	132	210	223	339	647
其他流动资产	74	63	69	85	129
流动资产	560	1,227	1,768	832	1,927
固定资产	721	967	2,270	3,464	4,643
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	342	325	304	284	266
其他长期资产	350	333	133	1,233	33
非流动资产	1,412	1,625	2,707	4,981	4,941
资产总计	1,973	2,851	4,475	5,814	6,869
短期借款	197	233	100	247	100
应付账款	160	172	121	175	324
其他流动负债	189	471	397	448	599
流动负债	545	876	617	871	1,023
长期负债	346	298	1,098	1,998	2,398
其他长期负债	11	15	15	15	15
非流动性负债	357	313	1,113	2,013	2,413
负债合计	902	1,189	1,730	2,883	3,436
股本	148	175	405	405	405
资本公积	589	1,108	1,877	1,877	1,877
股东权益合计	1,070	1,662	2,745	2,930	3,433
少数股东权益	2	0	0	0	0
负债股东权益总计	1,973	2,851	4,475	5,814	6,869

主要财务指标

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
增长率 (%)	6.8	24.0	10.8	51.8	90.8
营业收入	4.9	31.8	38.2	147.5	202.7
营业利润	-33.6	57.6	65.5	122.5	171.7
净利润					
利润率 (%)	20.2	22.4	21.4	24.9	27.2
毛利率	6.4	8.2	7.4	14.4	20.2
EBITMargin	13.0	14.1	15.8	25.9	27.2
EBITDAMargin	3.6	4.5	6.8	9.9	14.1
净利率					
回报率 (%)	3.7	3.8	3.8	7.9	18.3
净资产收益率	2.0	2.2	2.3	4.0	9.1
总资产收益率					
其他 (%)	45.7	41.7	38.7	49.6	50.0
资产负债率	39.8	34.8	25.0	25.0	25.0
所得税率	0.1	0.7	0.2	0.5	1.4
股利支付率	6.8	24.0	10.8	51.8	90.8

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。