

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2020年08月27日
市场数据

目前股价	11.42
总市值（亿元）	84.72
流通市值（亿元）	52.46
总股本（万股）	74,188
流通股本（万股）	45,941
12个月最高/最低	12.30/6.58

分析师

分析师：于夕朦 S1070520030003

☎ 010-88366060-8831

✉ yuximeng@cgws.com

分析师：周迪 S1070520080003

☎ 010-88366060-8756

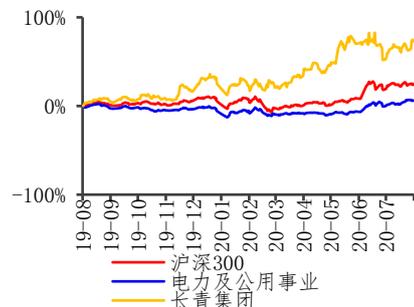
✉ zhoudiyjs@cgws.com

联系人（研究助理）：金欣欣

S1070120040017

☎ 010-88366060-8013

✉ jinxinxin@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<年报一季报业绩高增长，第二轮投产高峰进行时，商业模式更优，未来可期>>

2020-04-28

<<双轮驱动高成长>> 2015-06-25

<<利好不断，成长逻辑获验证>> 2015-06-02

新项目投产带动业绩高增长，政策支持行业景气度提升
——长青集团（002616）公司中报点评
盈利预测

单位：百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2007	2498	3497	4826	5550
(+/-%)	6.0%	24.5%	40.0%	38.0%	15.0%
净利润	167	295	446	705	826
(+/-%)	90.5%	77.0%	51.0%	58.1%	17.2%
摊薄 EPS	0.22	0.40	0.60	0.95	1.11
PE	51	29	19	12	10

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **上半年公司业绩同比增 53%，毛利率提升至 32.7%。**上半年公司营业收入 12.14 亿元，同比增加 22.39%；营业成本同比增加 15.62%，毛利率提升至 32.7%；归母净利润 1.46 亿元，同比增加 53%；EPS 约为 0.2 元/股，同比增加 53.06%。公司业绩高增长的主要原因为：（1）新项目投产带动业绩增长；（2）去年新增投产的垃圾发电项目增加了本期业绩（2019 年上半年属于建设期）；（3）园区集中供热项目增加规模，增加了公司业绩。
- **热电联产项目投产带动营收增长，期待公司业绩持续提升。**上半年公司环保产业营收合计约 9.21 亿元，同比增加 53.7%；制造业受疫情影响较为严重，营收合计约 2.93 亿元，同比减少 25.34%。其中，环保产业毛利率约 34.42%，同比增加 3.31 个百分点；制造业毛利率约 27.34%，同比增加约 2.14 个百分点。环保产业营收高增长，主要原因是新的生物质项目投产及园区集中供热项目增加规模所致，公司第二轮扩张过程中，满城项目投产以来稳定运行、负荷持续提升，中山三期项目持续满负荷运行，铁岭、永城项目上半年投产，茂名项目已在试运行，曲江项目 8 月投产；已披露的单个项目盈利稳定提升，上半年中山长青净利润 3337 万元，满城项目净利润 6158 万元，铁岭项目净利润 1561 万元。未来随着新项目的持续投产，公司业绩有望持续增长。
- **国家接连出台政策促进农林生物质综合利用，行业景气度提升。**今年上半年国家接连出台政策促进农林生物质综合利用行业，一方面明确新项目“以收定支”延续补贴，给予行业发展信心；此外发布政策促进地方秸秆储运体系的建立、减少生物质电厂运营成本。我国作为农林业大国，每年农作物秸秆产量数十亿吨，合理的处理方式对于新农村建设有重要意义，相关支持政策的出台有利于行业景气度提升，促进行业良性发展。
- **盈利预测：**预计公司 2020-2022 年归母净利润为 4.46、7.05、8.26 亿元。
- **风险提示：**项目投产不及预期，燃料价格上涨，行业政策变化，宏观经济下行。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2007.17	2498.16	3497.42	4826.44	5550.40	成长性					
营业成本	1567.31	1713.93	2378.24	3185.45	3663.27	营业收入增长	6.0%	24.5%	40.0%	38.0%	15.0%
销售费用	68.31	80.94	111.92	154.45	177.61	营业成本增长	4.2%	9.4%	38.8%	33.9%	15.0%
管理费用	190.03	229.51	314.77	390.94	438.48	营业利润增长	74.3%	90.2%	46.2%	57.9%	17.2%
研发费用	16.12	20.38	24.48	28.96	27.75	利润总额增长	72.4%	89.5%	46.9%	58.1%	17.2%
财务费用	47.72	64.85	100.24	134.03	139.15	净利润增长	90.5%	77.0%	51.0%	58.1%	17.2%
其他收益	126.35	83.98	80.00	80.00	80.00	盈利能力					
投资净收益	-18.59	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	21.9%	31.4%	32.0%	34.0%	34.0%
营业利润	214.52	407.95	596.37	941.61	1103.62	销售净利率	8.2%	12.0%	12.7%	14.6%	14.9%
营业外收支	-1.08	-3.47	-2.05	-2.00	-2.00	ROE	7.8%	12.3%	16.4%	21.0%	20.3%
利润总额	213.43	404.48	594.32	939.61	1101.62	ROIC	5.8%	7.3%	6.4%	8.9%	9.6%
所得税	48.88	105.06	148.58	234.90	275.40	营运效率					
少数股东损益	-2.26	4.21	0.00	0.00	0.00	销售费用/营业收入	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
净利润	166.81	295.22	445.74	704.71	826.21	管理费用/营业收入	9.5%	9.2%	9.0%	8.1%	7.9%
资产负债表 (百万)						研发费用/营业收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%
流动资产	1160.01	1532.31	1985.31	2065.48	2231.06	财务费用/营业收入	2.4%	2.6%	2.9%	2.8%	2.5%
货币资金	339.65	372.56	257.26	210.95	160.92	投资收益/营业利润	-8.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据及应收账款	224.18	543.74	742.83	847.87	859.07	所得税/利润总额	22.9%	26.0%	25.0%	25.0%	25.0%
其他应收款	109.83	87.15	188.62	191.94	245.71	应收账款周转率	5.95	6.51	6.51	6.51	6.51
存货	310.40	276.63	537.93	553.11	701.58	存货周转率	4.82	5.84	5.84	5.84	5.84
非流动资产	3848.18	5412.35	7991.60	8731.17	9072.60	流动资产周转率	1.74	1.86	1.99	2.38	2.58
固定资产	1764.56	2117.68	5680.47	6504.98	6503.07	总资产周转率	0.44	0.42	0.41	0.46	0.50
资产总计	5008.19	6944.66	9976.91	10796.65	11303.66	偿债能力					
流动负债	1737.41	2531.97	2212.63	2307.62	2335.47	资产负债率	57.8%	65.0%	72.7%	68.9%	64.0%
短期借款	586.54	947.58	600.00	610.00	620.00	流动比率	0.67	0.61	0.90	0.90	0.96
应付款项	380.20	428.30	500.00	500.00	500.00	速动比率	0.39	0.40	0.54	0.54	0.54
非流动负债	1155.80	1985.13	5039.36	5133.59	4897.82	每股指标 (元)					
长期借款	1037.60	1757.71	4011.94	4106.17	3870.40	EPS	0.22	0.40	0.60	0.95	1.11
负债合计	2893.21	4517.10	7251.99	7441.21	7233.29	每股净资产	2.85	3.25	3.65	4.50	5.46
股东权益	2114.98	2427.56	2724.92	3355.44	4070.37	每股经营现金流	0.99	0.70	0.65	1.74	1.86
股本	741.88	741.88	741.88	741.88	741.88	每股经营现金/EPS	4.42	1.77	1.08	1.83	1.67
留存收益	533.60	828.82	1274.57	1770.33	2269.92	估值					
少数股东权益	0.00	18.91	18.91	18.91	18.91	PE	51.41	29.05	19.24	12.17	10.38
负债和权益总计	5008.19	6944.66	9976.91	10796.65	11303.66	PEG	3.70	1.29	0.27	0.20	0.26
现金流量表 (百万)						PB	4.05	3.56	3.17	2.57	2.12
经营活动现金流	699.99	529.59	481.76	1292.10	1379.61	EV/EBITDA	23.32	15.82	12.42	8.80	7.58
其中营运资本减少	358.02	-34.06	-498.18	-101.49	-227.76	EV/SALES	5.15	4.66	4.12	3.03	2.61
投资活动现金流	-955.29	-1592.83	-3013.22	-1294.42	-983.44	EV/IC	2.45	2.00	1.64	1.53	1.43
其中资本支出	967.57	1606.01	2579.26	739.57	341.43	ROIC/WACC	0.99	1.24	1.10	1.45	1.48
融资活动现金流	453.38	1126.95	2416.15	-43.99	-446.21	REP	2.48	1.61	1.49	1.05	0.97
净现金总变化	198.08	63.71	-115.30	-46.30	-50.03						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>