

长青集团（002616）重大事项点评



生物质频落地韶关稳步推进 短融定增多渠道融资助发展

中信证券研究部

2016 年 5 月 19 日

王海旭

崔霖

联系人：凌润东

电话：021-20262112

电话：021-20262124 电话：021-20262152

邮件：wanghx@citics.com

邮件：cuil@citics.com 邮件：lingrundong@citics.com

执业证书编号：S1010510120063

执业证书编号：S10105130800026

投资评级

买入（维持）

当前价：19.76 元

目标价：27.00 元

事项：

董事会审议通过《关于对外投资广东省曲江经济开发区集中供热项目的议案》及《关于对外投资河南省永城市生物质热电联产项目的议案》；公司公告收到中国银行间市场交易商协会《接受注册通知书》，短期融资券注册金额为 6.3 亿元。

评论：

生物质项目频频获单，储备优质资源择机建设

董事会审议通过《关于对外投资河南省永城市生物质热电联产项目的议案》，拟新建 2 台 130t/h 高效能生物质锅炉，配 2 台 40MW 汽轮发电机组，总投资 5 亿元，分两期建设。第一期投资 3 亿元，建设规模为新建 1 台 130t/h 高效能生物质锅炉，配 1 台 40MW 汽轮发电机组；二期工程在燃料收储运体系建立完整后，视情况适时启动。

参考同类型生物质发电项目，我们预计永城项目达产后净利润盈利贡献约 2,500 万/年，同时由于热电联产方式热能利用效率更高，供热蒸汽部分能够增加收入，预计项目投产后净利润在 3,000~3,500 万元/年。

公司 2016 年初以来先后签订河南新野、黑龙江宾县、山东汶上、山东蓬莱、河北唐县、辽宁康平及河南遂平等生物质发电或热电联产项目框架协议，签订辽宁铁岭及河南永城生物质项目投资协议书。生物质项目前期燃料收储运体系调研及建立颇为重要，而且项目地面部分建设周期一般在 15 个月左右，全项目建设周期在 20 个月左右。**2016 年初以来签订生物质项目在 2016 年及 2017 年上半年难以贡献收入，更多是公司作为战略项目储备，等待集中供热项目建设高峰过去后（集中在 2016~2018 年），从中择机选取优质项目建设（燃料稳定充足且价格合理，当地电网具备生物质补贴电价支付能力），从而确保业绩持续良好成长性。**

韶关项目彰显稳健态度，限时供热助力加速落地

董事会审议通过《关于对外投资广东省曲江经济开发区集中供热项目的议案》。该项目原计划投资 3 亿元，规模 3×60t/h 中温中压循环流化锅炉+2×3MW 背压式汽轮发电机，**现因经济形势、园区招商情况难以预计，经研究决定将项目分二期建设。其中一期投资概算 13,858 万元，建设 2×60t/h 中温中压循环流化锅炉+1×3MW 背压式汽轮发电机，二期将根据园区蒸汽发展情况适时启动建设 1×60t/h 中温中压循环流化锅炉+1×3MW 背压式汽轮发电机。因项目发电量不大，主要考虑自用，但需省级主管部门审批，所需时间长，为满足政府要求的时限实现供热，一期项目暂考虑集中供热，不发电上网，由“热电联产项目”变更为“集中供热项目”。**

广东韶关曲江产业园成立于 2001 年，2006 年经国家发改委核准为省级经济开发区，规划总面积为 10 平方公里。园区产业定位为食品饮料、电子电器、纺织制衣、新材料新能源、金属加工、机械装备等，下游客户包括娃哈哈、王老吉、康师傅、东江环保、北江纺织、顺昌制衣等诸多企业。受宏观经济情况影响，此次降低投资规模充分体现出公司稳健务实态度。而受制于审批及集中供热限时要求，韶关一期项目由“热电联产”改为“集中供热”，虽然会降低韶关项目盈利能力，但整体依然反映出政府强力治霾态度，后续其他项目加速推进值得期待。

图 1：韶关曲江产业园供热客户示意图



资料来源：曲江产业园官网

按照 120 吨/小时的供热规模及 5,500 利用小时，年供应蒸汽量在 60 万蒸吨左右，按照 190 元/蒸吨的蒸汽价格（广东地区较高），经测算，韶关一期项目年收入约 9,700 万元，净利润约 1,630 万元，项目 ROE 或达 30%以上，盈利能力仍较为突出。

表 1：曲江集中供热项目盈利测算

韶关曲江集中供热	单位	指标
装机	MW	4
利用小时		5,500
发电量	万 kwh	0
上网电价（不含税）	元/kWh	0.39
厂用电率	%	15%
发电收入	万元	0
供热需求量	万吨/年	60
供热价格	元/吨	162
供热收入	万元	9,744
收入合计	万元	9,744
煤炭销售量	万吨/年	8
煤炭价格	吨/元	665
燃料成本	万元	4,650

韶关曲江集中供热	单位	指标
折旧	万元	933
检修等其他费用	万元	700
人工	万元	500
营业成本	万元	6,784
毛利率		30.4%
财务费用	万元	686
管理费用	万元	100
净利润	万元	1,630

资料来源：公司公告，中信证券研究部

定增+短融多渠道资本助力，后续融资值得期待

公司公告收到中国银行间市场交易商协会《接受注册通知书》，短期融资券注册金额为 6.3 亿元，随时可以分期发行。公司 3 月底刚完成去年总额 2.1 亿元定增，并在 4 月下旬公告拟再次定增 6.2 亿元，由实际控制人何总及麦总全额认购，锁定 3 年。截至目前，公司合计在手可用资金为 9.2 亿元（一季报 2.9 亿货币现金+6.3 亿短融），若假设增发 9 月份完成，则下半年可用资金为 15.4 亿元，按照 30% 比例，理论可撬动总投资为 51 亿元。

公司目前待建生物质项目有 12 个（山东鄄城、山东郯城、重庆忠县、山东嘉祥、湖南中方、河南新野、河南永城、黑龙江宾县、山东汶上、山东蓬莱、河南唐河县、辽宁康平及河南遂平），总投资约 36 亿元；除去满城项目，集中供热项目有 6 个（河北雄县、河北蠡县、河南鹤壁、广东韶关、广东茂名及湖北孝感）。综上所述，目前生物质及供热项目合计总投资约 70 亿元，按照 30% 资本金，2016~2018 年合计资本开支约 21 亿元，此次短融及定增料将推动项目加速落地；由于短融为 1 年期需还本付息，公司后续通过资本市场再次直接融资需求仍然较大。

表 2：清洁煤集中供热项目统计

项目名称	下游	状态	一期投资/总投资（亿元）	规模
河北满城县纸制品加工区热电联产项目	生活造纸	建设	9.21	建设 4 台 3.5 万千瓦背压式供热机组，配 5 台 260 吨/小时高温高压循环流化床锅炉（4 用 1 备）。
河北雄县经济开发区热电联产项目	气球、手套、避孕套、PVC 地板	筹建	4.3/5.2	一期拟建设 3×130t/h 高温高压循环流化床锅炉+ 2×15MW 背压汽轮机组及相关辅助设备。远期预留 1×130t/h 高温高压循环流化床锅炉配一台背压汽轮发电机组。
河北蠡县热电联产项目	毛绒、印染、化纤	筹建	4.5/5.3	一期拟建设 3×110t/h 高温高压循环流化床锅炉+2×12MW 背压发电机组及辅助设备。远期预留 1×110t/h 高温高压循环流化床锅炉+1×12MW 背压发电机组。
广东茂名高新技术产业开发区热电联供项目	甲缩醛、溶剂油、沥青石化	筹建	6.63/9.93	第一期拟建设 3×280t/h 高温高压循环流化床锅炉（其中一台为备用）+2×25MW 背压汽轮发电机组及辅助设备。远期预留 2×280t/h 高温高压循环流化床锅炉+2×25MW 背压汽轮发电机组。
广东曲江经济开发区热电联产项目	食品饮料	筹建	3	尚未披露
河南鹤壁市宝山循环经济产业集聚区动力中心项目	化工	筹建	6.67/9.97	一期拟建设 3×280t/h 高温高压循环流化床锅炉+ 2×20MW 背压汽轮机组和辅助设备。远期预留 2×280t/h 高温高压循环流化床锅炉+2×20MW 背压汽轮机组。
湖北孝南经济开发区热电联产项目	造纸	中标	5	项目达产后，年用蒸汽量约 200 万蒸吨
合计			39.3/47.6	

资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 3：公司在建项目进度及盈利预测（万元）

生物质	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	预计投运时间
山东鄄城		1,000	2,000	2,000	2017 年 6 月
山东郯城		700	2,000	2,000	2017 年 9 月
湖南中方		700	2,000	2,000	2017 年 9 月
生物质合计			2,400	6,000	6,000
集中供热	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	预计投运时间
河北满城	6,480	19,439	19,439	19,439	2016 年 8 月

生物质	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	预计投运时间
广东韶关		815	1,630	1,630	2017 年 6 月
河北雄县		2,016	6,019	6,019	2017 年 6 月
河北蠡县		2,016	6,019	6,019	2017 年 6 月
河南鹤壁		2,542	5,085	5,085	2017 年 6 月
广东茂名		2,713	5,426	5,426	2017 年 6 月
湖北孝南			2,172	6,331	2018 年 6 月
供热合计	6,480	29,541	45,789	49,948	
总体合计	6,480	31,941	51,789	55,948	

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

风险因素

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

由于增发及热电联产项目审批滞后，韶关及其他集中供热项目进度略低于预期，维持 2016 年 0.46 元盈利预测不变，下调 2017~2018 年 EPS 预测至 1.08/1.47 元（原为 1.25/1.50 元，假设增发 2016 年底完成），目前股价对应 P/E 为 43/18/13 倍。考虑到公司现有项目储备丰富、盈利能力强等因素有望助推业绩确定性高增（2016~2018 年复合增速 80%），且未来项目持续获取为大概率事件，潜在配售电业务增加盈利有望提升估值，大股东全额认购彰显对公司发展极强信心，给予 2017 年 25 倍，目标价 27 元，维持“买入”评级。

表 4：公司盈利预测及估值

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,386	1,601	2,071	3,525	4,664
增长率 YoY%	24.0	15.5	29.4	70.2	32.3
净利润(百万元)	63	110	190	446	610
增长率 YoY%	14.7	74.6	73.7	134.4	36.6
每股收益 EPS(基本)(元)	0.15	0.26	0.46	1.08	1.47
毛利率%	22.4	25.6	23.9	27.2	27.4
净资产收益率 ROE%	3.8	6.9	7.1	14.8	17.4
PE	131	75	43	18	13
PB	2.1	4.4	3.1	2.7	2.3

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2016 年 5 月 18 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,386	1,601	2,071	3,525	4,664
营业成本	1,075	1,191	1,576	2,564	3,388
毛利率	22.41%	25.61%	23.89%	27.25%	27.35%
营业税金及附加	7	10	12	21	28
营业费用	67	65	79	102	105
营业费用率	4.85%	4.09%	3.80%	2.90%	2.25%
管理费用	123	166	180	190	233
管理费用率	8.84%	10.36%	8.70%	5.40%	5.00%
财务费用	21	26	40	110	168
财务费用率	1.49%	1.63%	1.94%	3.11%	3.60%
投资收益	1	-5	0	0	0
营业利润	73	119	205	530	736
营业利润率	5.30%	7.45%	9.90%	15.04%	15.79%
营业外收入	27	36	52	68	80
营业外支出	4	1	3	3	3
利润总额	96	154	254	595	813
所得税	34	42	63	149	203
所得税率	34.83%	27.57%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	0	2	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	63	110	190	446	610
净利率	4.53%	6.85%	9.20%	12.67%	13.08%
每股收益（元）（基本）	0.15	0.26	0.46	1.08	1.47

现金流量表（百万元）

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	63	110	190	446	610
少数股东损益	0	2	0	0	0
折旧和摊销	82	101	142	326	340
营运资金变动	-68	-118	-81	-171	-130
其他	42	41	19	116	173
经营现金流	118	136	270	719	993
资本支出	-246	-437	-1,125	-2,683	-346
投资收益	0	-4	0	0	0
资产变卖	1	22	0	0	0
其他	-1	0	-6	0	0
投资现金流	-245	-418	-1,131	-2,683	-346
发行股票	547	68	914	0	0
负债变化	764	-107	471	1,896	176
股息支出	-53	-220	-38	-89	-122
其他	-2	-1	-40	-110	-168
融资现金流	1,257	-259	1,307	1,697	-114
现金及现金等价物变动	1,130	-542	446	-267	533

资料来源：中信量化投资分析系统

资产负债表（百万元）

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	716	174	620	352	885
存货	238	249	158	256	339
应收账款	210	318	301	513	679
其他流动资产	63	120	93	142	180
流动资产	1,227	861	1,172	1,263	2,083
固定资产	967	1,135	2,323	4,615	4,855
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	325	591	553	517	483
其他长期资产	333	317	151	251	51
非流动资产	1,625	2,043	3,027	5,384	5,390
资产总计	2,851	2,904	4,199	6,647	7,473
短期借款	233	409	100	134	100
应付账款	172	184	158	256	339
其他流动负债	471	446	230	326	405
流动负债	876	1,039	488	716	844
长期负债	298	234	1,014	2,876	3,086
其他长期负债	15	10	10	10	10
非流动性负债	313	244	1,024	2,886	3,096
负债合计	1,189	1,283	1,511	3,602	3,939
股本	175	359	415	415	415
资本公积	1,108	1,003	1,862	1,862	1,862
股东权益合计	1,662	1,621	2,688	3,045	3,533
少数股东权益	0	24	24	24	24
负债股东权益总计	2,851	2,904	4,199	6,647	7,473

主要财务指标

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
增长率（%）					
营业收入	24.0	15.5	29.4	70.2	32.3
营业利润	31.8	62.3	71.9	158.8	38.9
净利润	57.6	74.6	73.7	134.4	36.6
利润率（%）					
毛利率	22.4	25.6	23.9	27.2	27.4
EBIT Margin	8.2	10.6	10.8	18.3	19.5
EBITDA Margin	14.1	16.8	17.6	27.6	26.8
净利率	4.5	6.8	9.2	12.7	13.1
回报率（%）					
净资产收益率	3.8	6.9	7.1	14.8	17.4
总资产收益率	2.2	3.8	4.5	6.7	8.2
其他（%）					
资产负债率	41.7	44.2	36.0	54.2	52.7
所得税率	34.8	27.6	25.0	25.0	25.0
股息率	0.7	1.5	0.5	1.1	1.5

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
股票评级	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、认可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。

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 2016 版权所有。保留一切权利。