

乐通股份(002319)新股定价

定价区间
20.00—25.00 元

原材料 / 包装印刷

2009 年 12 月 10 日

投资要点:

- 乐通股份是国内包装印刷油墨行业的龙头企业之一，是我国珠三角地区唯一同时拥有省名牌产品、省著名商标的油墨厂家，为美国 Pantone 公司的特许印刷油墨生产商，公司具有十余年研究开发、生产经营包装印刷油墨的历史，产品以中高档凹印油墨为主，类别涵盖印刷油墨的全部领域，产品主要应用于饮料包装、食品包装和卷烟包装的印刷，少量产品用于电子制品、建筑装潢等行业。
- 凹印油墨的特点是印刷速度快，印品立体感强，层次清晰，图像逼真，印刷效果精美，印刷设备价格和制版成本中等，非常适合多品种、大批量的快速生产，因此凹印油墨主要被大量使用于以塑料为基材的食品包装、饮料包装和以纸张为基材的烟草包装印刷。
- 公司产品市场占有率高，行业地位突出，主要客户均为国内知名企业。随着未来行业需求稳步增长，公司产能按计划扩张，公司将保持目前的竞争优势。
- 预计公司 A 股上市后的合理价格区间应在 20—25 元之间。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益 率(%)
2008	30,041	14.51	3,010	-8.67	0.30			
2009E	36,000	19.84	4,130	37.19	0.41			
2010E	41,400	15.00	4,855	17.57	0.49			
2011E	49,680	20.00	5,432	11.88	0.54			

发行数据	2008 年
发行前股本(万股)	7,500
发行数量(万股)	2,500
发行价格(元)	13.70
发行前 EPS(元)	0.41
发行后 EPS(元)	0.30
发行每股净资产(元)	2.02
发行日期	2009-12-1
上市日期	2009-12-11
主承销商	光大证券

分析师: 邵振华

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: shao_zhenhua@hotmail.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

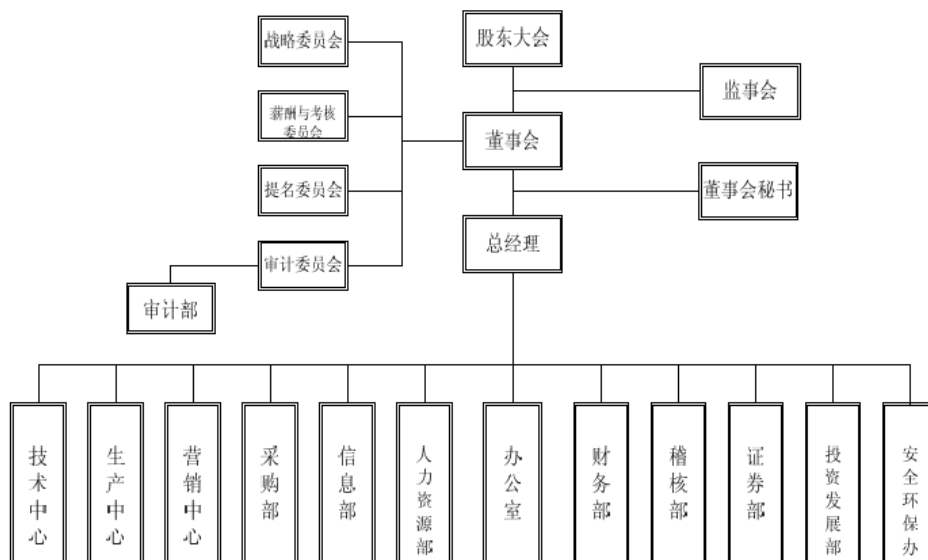
邮 编: 200002

公司概况

乐通股份是国内包装印刷油墨行业的龙头企业之一，是我国珠三角地区唯一同时拥有省名牌产品、省著名商标的油墨厂家，为美国 Pantone 公司的特许印刷油墨生产商，公司具有十余年研究开发、生产经营包装印刷油墨的历史，产品以中高档凹印油墨为主，类别涵盖印刷油墨的全部领域，产品主要应用于饮料包装、食品包装和卷烟包装的印刷，少量产品用于电子制品、建筑装潢等行业，目前现有油墨产品 5 大类，近 50 个系列，细分品种约 1000 个，其中 PVC 收缩膜油墨和珍珠膜凹印油墨为采用国际标准产品，属国家级新产品。

公司现拥有 1.4 万吨包装印刷油墨的产销能力，其中 2008 年主导产品凹印油墨销售达 1.3 万吨，根据中国包装联合会统计，2006 年-2008 年公司凹印油墨产量、销售量及销售额在国内排名第二，在本土凹印油墨企业中位居第一，公司主要终端客户为“可口可乐”、“百事可乐”等知名饮料企业，目前国内生产的可口可乐和百事可乐及其系列饮料塑料瓶，其标签所用油墨主要为乐通所提供，此外公司还是“达能”、“联合利华”、“康师傅”、“统一”、“农夫山泉”、“旺旺”、“娃哈哈”、“汇源”、“达利园”等食品饮料、日用品包装和“芙蓉王”、“云烟”、“红河”、“双喜”等知名卷烟包装的主要油墨供应商。

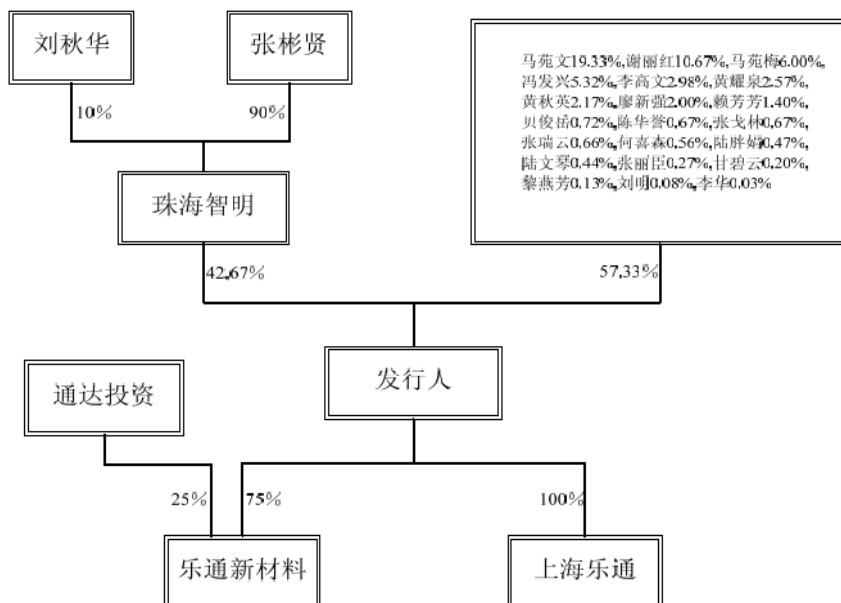
图 1 公司组织结构图



数据来源：招股说明书

本次发行前，珠海市智明有限公司持有 3,200 万股股份，占发行前总股本的 42.67%，是公司的控股股东，珠海智明系张彬贤、刘秋华夫妇 100%控股的公司，张彬贤、刘秋华夫妇为公司的实际控制人。

图 2 发行前股权结构图



数据来源：招股说明书

行业概况

乐通股份专业从事以凹印油墨为主的各类印刷油墨的技术开发、生产与销售，产品主要印刷于饮料包装、食品包装和卷烟包装，少量产品应用于电子产品、建筑装潢等行业。

油墨是一种由颜料微粒均匀分散在连接料中并具有一定黏性的流体物质。作为一种通过印刷手段在承印物表面上实现复制或再现的专用材料，油墨与印刷互为依存、密不可分，被广泛应用于出版物印刷和包装印刷，近年来在电子光盘和建筑装饰材料等领域也得到应用，属于技术密集型的精细化工产品。油墨主要由颜料、连接料和助剂构成。颜料是颗粒极细的有色物质，决定油墨的颜色、着色力、色度，以及耐酸、耐碱、耐光、耐水等性能；连接料是油墨的流体组成部分，主要由各种树脂和溶剂制成，用于作为颜料的载体，调节油墨的黏度、流动性、干燥性和转印性能，并使油墨在承印物表面干燥、固着并成膜。连接料是油墨的重要成分，直接决定油墨的品质；助剂则是在油墨制造及印刷过程中用以改善油墨性能、调节油墨适印性而加入的少量辅助材料。

油墨的种类很多，不同类型的油墨组成差异较大，性能也各不相同。按照印刷版式、承印物材料、溶剂和干燥方式的不同，油墨主要可分为以下几类：

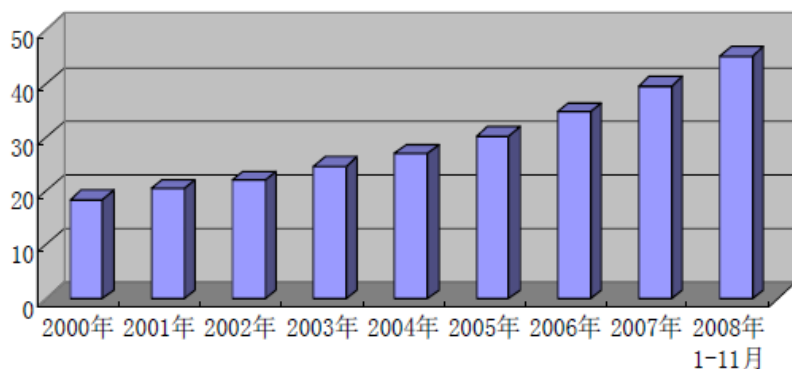
图 3 油墨的分类

按印刷版式分类	按承印物材料分类	按溶剂类型分类	按干燥方式分类
胶印油墨	纸张印刷油墨	含苯类溶剂油墨	渗透干燥型油墨
凹印油墨	塑料印刷油墨	醇类溶剂油墨	挥发干燥型油墨
柔印油墨	织物印花油墨	酮类溶剂油墨	氧化结膜干燥型油墨
网印油墨	金属、玻璃、陶瓷、搪瓷印刷油墨	酯类溶剂油墨	辐射干燥型油墨
		水性油墨	其他干燥型油墨

数据来源：招股说明书

上世纪 80 年代后期，我国油墨产量开始快速增长，年均增速保持在 11% 以上。自 2002 年起，我国成为继美国、日本和德国之后的全球第四大油墨市场，年产量约占世界总产量的 6%。截止 2008 年 11 月末，当年全国油墨总产量约 45.10 万吨，预计年销售额在 90 亿元以上。近年来我国油墨产品逐渐丰富，各类花色品种已有千余个，质量和档次提升较快，中、高档产品所占份额进一步扩大，部分产品质量已接近或达到国外同类产品水平。

图 4 全国油墨产量 万吨



数据来源：招股说明书

凹印油墨的特点是印刷速度快，印品立体感强，层次清晰，图像逼真，印刷效果精美，印刷设备价格和制版成本中等，非常适合多品种、大批量的快速生产，因此凹印油墨主要被大量使用于以塑料为基材的食品包装、饮料包装和以纸张为基材的烟草包装印刷。

20 世纪 90 年代初期以来，随着塑料薄膜被大量广泛应用于包装印刷，我国凹印油墨行业得到了快速发展，近几年国产凹印设备的普及更促进了对凹印油墨的大量需求，目前国内凹印油墨约占至油墨总产值的 30%，年产值额约在 27 亿元以上，其中行业内的领先企

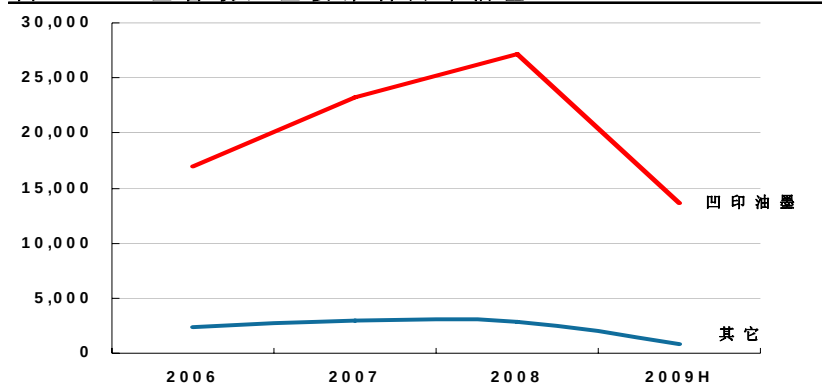
业主要以乐通股份和叶氏油墨为代表。

随着国民经济的持续增长，人们消费水平和生活品味的不断提高，我国对食品饮料和烟酒等日用消费品的需求将稳步上升，对其包装的精美程度也将提出更高的要求，同时由于具有牢固、轻质和低成本的特点，软包装替换金属罐或玻璃等瓶装容器将逐渐成为趋势，因此作为国内行业公认的最具发展潜力的油墨领域之一，凹印油墨的市场前景极为广阔，预计占油墨市场的比重将持续增加。

公司经营分析

乐通股份主导产品凹印油墨主要应用于饮料包装和食品包装印刷，近三年及一期公司油墨销量达 0.88 万吨、1.19 万吨、1.37 万吨和 0.71 万吨，其中凹印油墨销量 0.84 万吨、1.15 万吨、1.34 万吨和 0.70 万吨，年均增长约 25%，因而报告期内公司营业收入主要来自凹印油墨，其销售占营业收入比重为 87.68%、88.70%、90.42%和 93.96%，呈逐年上升的态势。

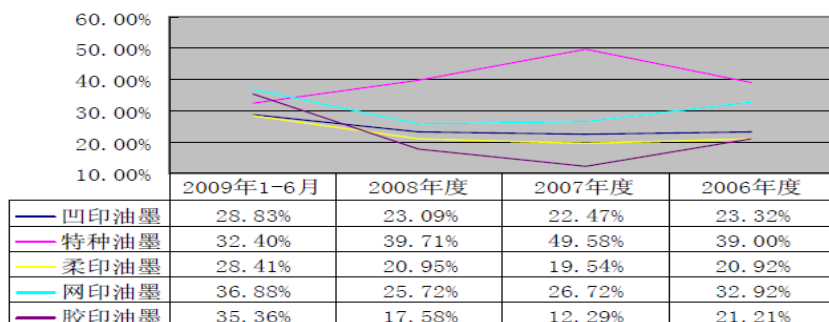
图 5 主营收入主要来自凹印油墨



数据来源：招股说明书

公司主导产品凹印油墨毛利率相对稳定，其余产品皆有不同程度波动，各类产品之间毛利率差异较大，按毛利率高低依次为特种油墨、网印油墨、凹印油墨、柔印油墨和胶印油墨。

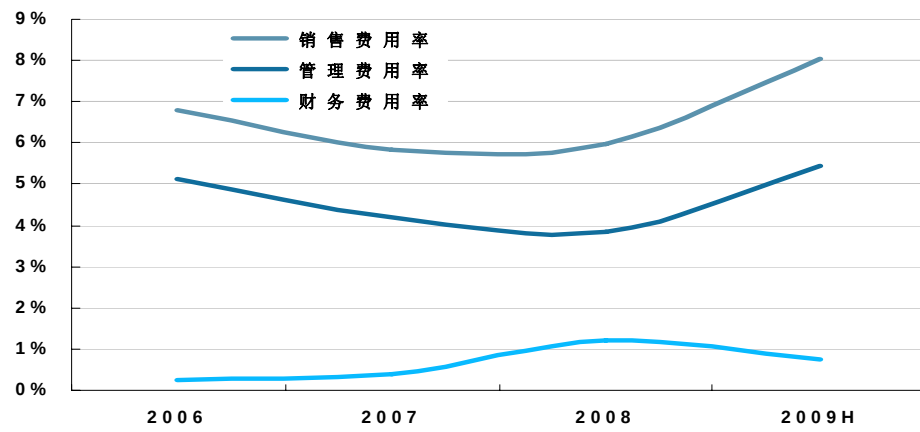
图 6 分产品毛利率情况



数据来源：招股说明书

2006 年-2008 年，随着公司经营规模扩大，三项期间费用占营业收入比重有所降低，尤其销售费用和管理费用占比逐年下降。2009 年上半年，期间费用比重有一定上升，主要是上半年公司在环渤海地区的销售取得成效，销售费用中的运输费增长较快所致。

图 7 期间费用



数据来源：招股说明书

公司竞争力分析

市场占有率高，行业地位突出。我国油墨企业数量较多，全国约有 400 余家，年产 5,000 吨以上的仅有十余家，且多为具有外资背景的油墨企业，其他多数企业普遍小而散，无法形成规模效益。公司经过多年的快速发展，产量、销售收入和利润逐年稳步增长，现已具备年产各类油墨 1.4 万吨的产销能力，在国内以凹印油墨为主导产品的油墨企业中，公司销售额仅次于叶氏油墨，位居第二，在本凹印油墨企业中则排名第一，因此公司在国内同业中规模优势明显，具有较高的行业地位。

技术实力处于国内前列。公司技术中心为省级企业技术中心和省工程技术研发中心，现拥有 50 余

名专业技术人员从事油墨生产配方的研发和应用服务，是本土油墨企业中人员规模最大的企业技术队伍之一。目前技术中心每年均有一批有较高科技含量和附加值的新产品开发成功，其中烟酒包装用醇溶性凹印油墨、食品包装用水性复合油墨、木纹纸水性凹印油墨等产品均属于国内较早推向市场的环保型产品。2004 年公司自主开发出配套于卷烟包装的特种光变凹印油墨，成为国内少数能规模生产该类产品的油墨厂商之一。在新产品开发上，公司现已储备了一定规模的前沿技术项目，如耐蒸煮水性复合油墨、改性成膜高分子阻燃水性涂料及高耐性聚氨酯柔感涂料等项目，这些科研项目已分别被列入财政部包装行业高新技术研发项目、广东省重点技术改造项目等政府扶持计划。

主要客户均为国内知名企业。公司主要直接客户包括珠海中富、紫泉标签、江苏申乾和梅州嘉应万达等大型企业，其中珠海中富是我国 PET 瓶的主要生产商，在国内 PET

瓶行业具有垄断性地位，是目前可口可乐、百事可乐两公司在东南亚的主要 PET 瓶和标签供应商。紫泉标签为紫江企业的下属企业，主要生产各类薄膜标签、啤酒标签、卫生用品包袋以及 PE 热收缩薄膜等，为全国最大的标签产销商之一。江苏申乾是彩色 PVC 热收缩膜标签、PP/PE 塑料和食品软包装的专业生产厂家，是目前国内彩色 PVC 热收缩膜标签印刷行业的龙头企业。梅州嘉应万达则为国内大型软件光盘的生产厂家，软件光盘年产量在国内同行中位居前列。

盈利预测和估值

乐通股份是国内包装印刷油墨行业的龙头企业之一，产品集中在凹印油墨这一细分行业。未来几年行业需求平稳增长，公司产能稳步扩张。

根据我们的模型预测，公司 2009-2011 年的摊薄后的每股收益将分别达到 0.41 元和 0.51 元和 0.51 元。预计公司 A 股上市后的合理价格区间应在 20—25 元之间。

项 目	2008	2009	2010	2011
一、营业收入	300,410,017	360,000,000	432,000,000	518,400,000
减：营业成本	227,924,112	255,600,000	311,040,000	378,432,000
营业税金及附加	1,237,324	1,774,800	2,056,320	2,379,456
销售费用	17,892,959	28,800,000	30,240,000	36,288,000
管理费用	11,499,541	19,800,000	21,600,000	25,920,000
财务费用	3,611,009	2,880,000	4,320,000	5,184,000
资产减值损失	4,209,965	0	0	0
二、营业利润	34,035,107	51,145,200	62,743,680	70,196,544
加：营业外收入	2,471,337	0	0	0
减：营业外支出	151,137	0	0	0
其中：非流动资产处置损失	107	0	0	0
三、利润总额	36,355,307	51,145,200	62,743,680	70,196,544
减：所得税费用	5,422,188	7,671,780	9,411,552	16,847,171
四、净利润	30,933,119	43,473,420	53,332,128	53,349,373
归属于母公司所有者的净利润	30,104,242	41,299,749	50,665,522	50,681,905
少数股东损益	828,877	2,173,671	2,666,606	2,667,469

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。