

长城集团 (300089)

走艺术陶瓷品牌化之路

——长城集团 IPO 询价定价分析报告

	韩其成	白晓兰
	021-38676162	021-38674660
	hanqicheng@gtjas.com	baixiaolan008216@gtjas.com
	S0880208070351	S0880110030026

本报告导读:

建议询价 20.54~23.47 元, 首日定价 24.65~28.17 元

投资要点:

- **主营业务:** 公司是以“文化创意、科技创新”为理念, 致力于创意艺术陶瓷的研发设计、生产和销售的现代化艺术陶瓷企业, 2007-2009 年度艺术陶瓷销售收入分别为 1.7 亿元、2.4 亿元、2.9 亿元, 年均增长 31.05%。艺术陶瓷占公司收入的 89%, 国外是公司的主要市场, 占收入的 56%, 国内市场仅为 12%。
- **公司发展:** 公司的发展可以分为三个阶段: 初创阶段、积累阶段和拓展阶段。2008 年奥运会前夕, 公司开发了共 23 种花面、29 种姿态大小各异的奥运会限量珍藏礼品“国娃”。
- **行业地位:** 公司 2008 年艺术陶瓷产品出口金额位居行业第二名, 仅次于意大利独资企业唐山亚利陶瓷有限公司。在国内艺术陶瓷企业中, 公司的“长城”艺术陶瓷具有较强的品牌影响力。
- **技术水平:** 公司拥有占地 6,000 多平方米的“广东省陶瓷装饰材料工程技术研究开发中心”和“省级企业技术中心”。公司拥有 90 人的研发团队。自主申请获得国家专利 26 项, 拥有 11 项专有技术, 另外还有 3 项发明专利正在申请之中。
- **增长路径与驱动因素:** 国内收入水平提高带来的对美的追求, 2008 年, 人均 GDP 大于 8000 美元的地级市有 23 个城市, 人均 GDP 在 6000~8000 美元之间的地级市有 21 个。根据预测, 2010 年国内艺术陶瓷的市场规模约在 75 亿元左右。全球陶瓷市场在今后两年将保持 5% 左右的增长率。
- **盈利预测:** 根据对行业与公司的分析, 我们预测公司 2010~2012 年实现的净利润为 4.09 亿元、5.44 亿元、7.64 亿元。对应的每股收益分别为 0.59 元、0.81 元、1.27 元。
- **估值:** 2010 年类比公司的平均市盈率为 53 倍, 最近发行的 10 只创业板股票的发行市盈率为 46 倍, 所以, 我们认为长城集团的合理市盈率约为 46~53 倍。基于目前的市场环境和考虑谨慎性原则, 我们认为合理的发行市盈率在 35~40 倍, 建议询价区间为 20.54~23.47 元。根据最近中小板上市公司首日涨幅 14%, 我们预测公司上市首日涨幅可达 20%, 对应股价为 24.65~28.17 元。

建议询价区间

20.54-23.47

上市首日定价区间

24.65-28.17

2010.06.08

发行上市资料

总股本 (万股)	7,500
发行量 (万股)	2,500
发行日期	2010.06.10
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	广发证券
预计上市日期	尽快

发行前财务数据

每股净资产 (元)	2.97
净资产收益率 (%)	20.1%
资产负债率 (%)	33.6%

主要股东和持股比例

蔡廷祥	38.25%
深港产学研	7.50%
吴淡珠	5.28%
陈素芳	5.28%
中证投资	4.08%
西域投资	2.63%
陈得光	2.30%
盈峰投资	2.25%
任锋	2.00%
肖少强	1.58%

财务摘要 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	261	320	409	544	764
(+/-)%	44%	23%	28%	33%	40%
经营利润 (EBIT)	35	51	69	96	149
(+/-)%	64%	48%	35%	39%	56%
净利润	27	45	59	81	127
(+/-)%	15%	64%	31%	39%	56%
每股净收益 (元)	0.27	0.45	0.59	0.81	1.27
每股股利 (元)	-	-	0.06	0.08	0.13

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

1. 盈利模式与行业地位：出口第二的艺术陶瓷制造商	4
1.1. 历史演变与股权结构：15 年发展、逐渐成熟.....	4
1.2. 盈利模式与行业地位：出口量本土第一	5
1.2.1. 盈利模式：艺术陶瓷的研发设计、生产和销售	5
1.2.2. 经营情况：出口为主，综合毛利率 27%.....	6
1.2.3. 行业地位：08 年度艺术陶瓷产品出口金额居行业第二	7
1.2.4. 创意设计优势：具有业内领先的“创意研发数据库”	8
1.2.5. 工艺技术优势：26 项专利、11 项专有技术	8
1.2.6. 营销渠道优势：覆盖 68 个国家和地区的 400 多个客户	9
1.2.7. 自主品牌优势：自主品牌的产品销售占比 60%左右	9
1.2.8. 人力资源：90 名专门技术研发人员	9
2. 增长路径与驱动因素：国内收入水平提高，全球保持 5%左右的增长率.....	9
2.1. 国内收入水平提高带来的对美的追求	10
2.2. 全球市场保持 5%左右的增长率	10
3. 行业特点：陶瓷大国缺品牌	12
3.1. 我国是世界上陶瓷生产制造第一大国	12
3.2. 艺术陶瓷厂商众多，规模偏小，蕴含集约化规模化趋势.....	12
4. 募投项目介绍	12
5. 风险提示	13
5.1. 设计被模仿风险	13
5.2. 海外市场依存度高的风险	13
5.3. 汇率变动风险	14
5.4. 拓展国内市场开设新店风险	14
6. 财务指标与盈利预测	14
6.1. 财务指标：偿债能力强，盈利水平突出	14
6.2. 盈利预测：2010~2011 年 EPS 为 0.59、0.81 元.....	14
7. 估值及定价：询价区间 20.54~23.47 元	15

图表目录

图 1：长城集团的历史演变	4
图 2：长城集团的历史演变	4
图 3：长城集团的股权结构	5
图 4：长城集团的所处行业的行业分类.....	6
图 5：2009 年主营业务收入分类别情况.....	6
图 6：主营业务收入分项目情况	6
图 7：公司收入与净利润情况	7
图 8：公司毛利率、净利率情况	7
图 9：公司国内、国外、OEM&ODM 毛利率水平	7
图 10：2009 年公司成本结构	7
图 11：长城集团的创意研发数据库.....	8
图 12：2009 年员工分岗位占比	9
图 13：2009 年员工学历水平占比.....	9
图 14：国内艺术陶瓷销售收入与增长率.....	10
图 15：2007 年我国的艺术陶瓷市场区域结构.....	10

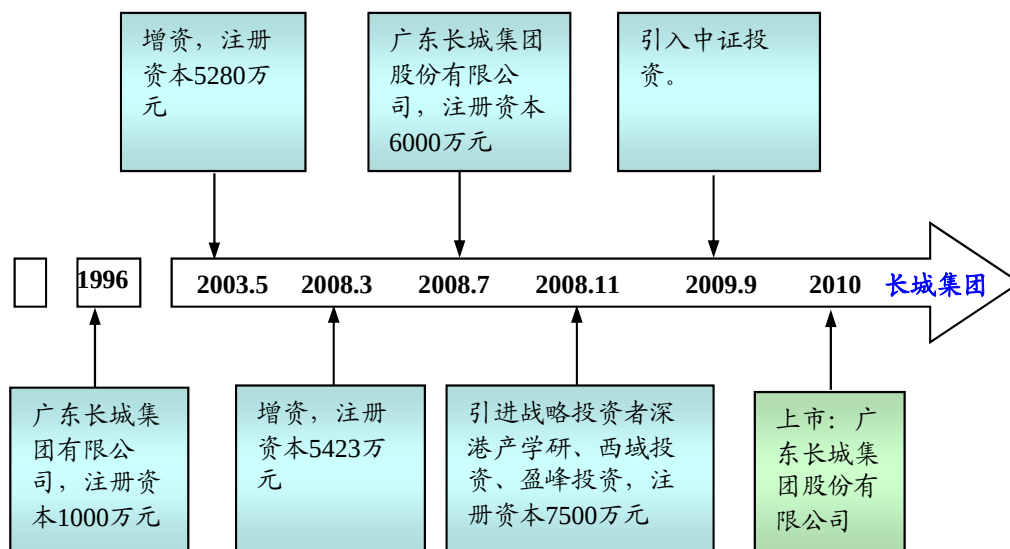
图 16: 全球陶瓷市场规模与增长率.....	11
图 17: 2006 年全球陶瓷市场规模区域分布.....	11
图 18: 08 年我国陶瓷产品出口按产品类别分类情况.....	11
图 19: 2008 年我国艺术陶瓷出口国家占比.....	11
图 20: 长城集团国内营销体系	13
表 1: 同行业竞争企业情况	7
表 2: 城市人均 GDP 情况	10
表 3: 募投项目（单位：万元）	12
表 4: 主要财务指标分析	13
表 5: 主要财务指标分析	14
表 6: 盈利预测表摘要（单位：百万元）	15
表 7: 市场估值比较	16
表 8: 近期中小板上市公司发行状况.....	16

1. 盈利模式与行业地位: 出口第二的艺术陶瓷制造商

1.1. 历史演变与股权结构: 15 年发展、逐渐成熟

公司前身长城有限成立于 1996 年 2 月 1 日, 注册资本为 1,000 万元。公司几经增资与变更, 目前注册资本为 7500 万元。战略投资者有深港产学研、中证投资、西域投资、盈峰投资。

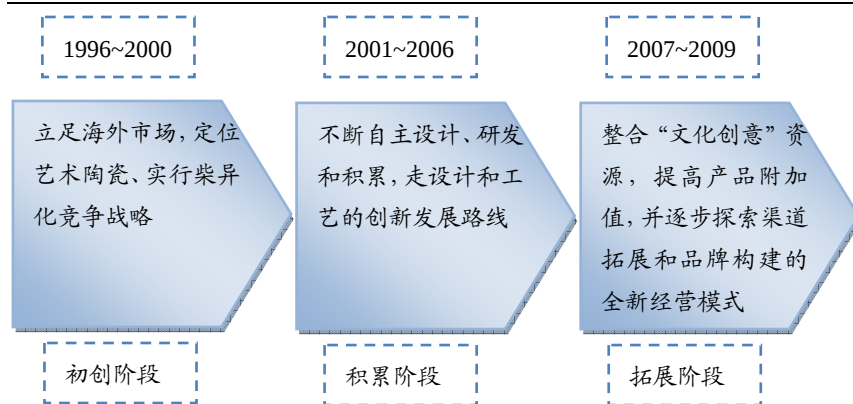
图 1: 长城集团的历史演变



数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券研究

公司的发展可以分为三个阶段: 初创阶段、积累阶段和拓展阶段。2008 年奥运会前夕, 公司开发了共 23 种花面、29 种姿态大小各异的奥运会限量珍藏礼品“国娃”。在凤凰卫视举行的一次国娃瓷品拍卖中单件拍卖价值高达 38 万元。09 年 3 月, 公司为“水立方”茅台酒提供酒瓶, 为公司进入高端酒水包装领域提供了经验, 使公司在市场开拓与品牌构建方面获得了新的发展空间。

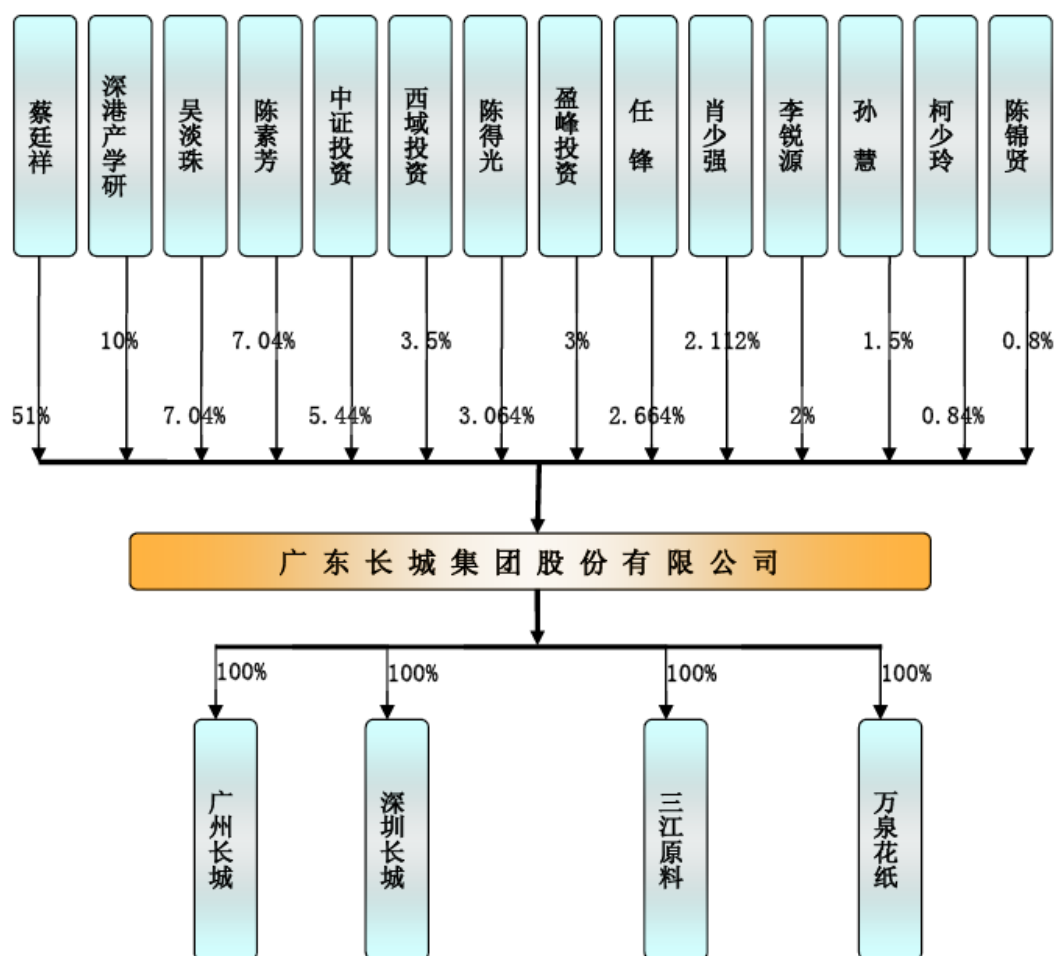
图 2: 长城集团的历史演变



数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券研究

公司大股东为蔡廷祥, 发行前的持股比例为 51%, 其妻吴淡珠持股比例 7.04%, 合计 58.04%。发行后, 蔡廷祥和吴淡珠持股比例为 43.53%。

图 3: 长城集团的股权结构



数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券研究

1.2. 盈利模式与行业地位: 出口量本土第一

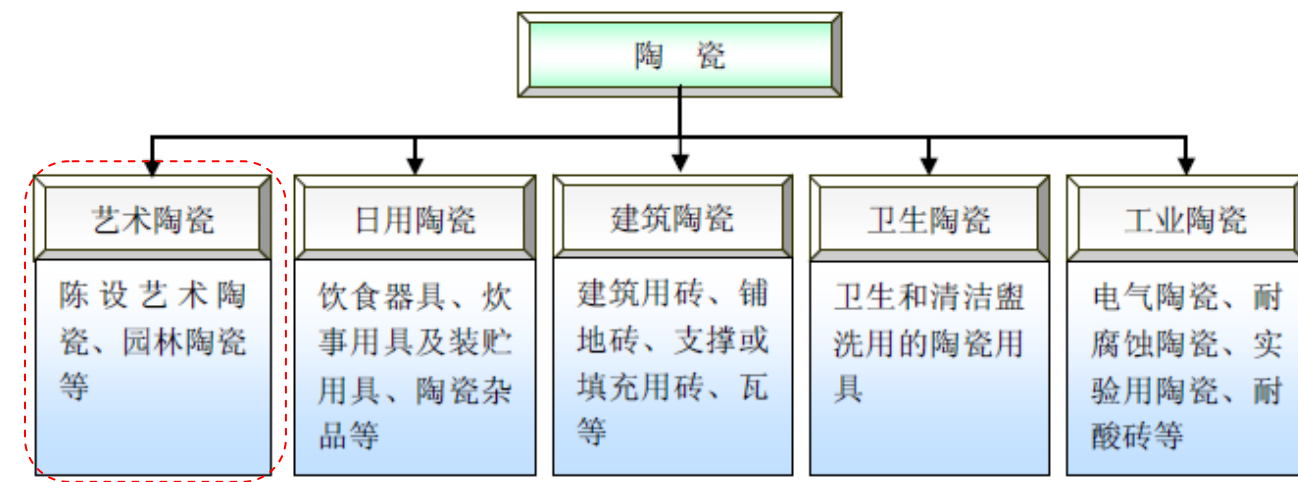
1.2.1. 盈利模式: 艺术陶瓷的研发设计、生产和销售

公司是以“文化创意、科技创新”为理念, 致力于创意艺术陶瓷的研发设计、生产和销售的现代化艺术陶瓷企业, 2007-2009 年度艺术陶瓷销售收入分别为 16,768.27 万元、23,581.87 万元和 28,645.28 万元, 年均增长 31.05%。

公司在行业内率先提出并推广创意艺术陶瓷, 并采用信息化技术, 将创意资源、工艺技术资源、市场营销资源进行了有效整合, 以创意设计引领市场需求, 提升产品品位和附加值; 以先进的工艺技术提升产品品质 and 实现产业化, 推动国内艺术陶瓷行业的产业升级。

艺术陶瓷也称陈设艺术陶瓷, 如花瓶、雕塑品、园林陶瓷、陈设品、灯具等。艺术陶瓷产品造型生动、传神, 具有较高的艺术价值, 款式及规格多样, 主要用于陈设装饰、鉴赏收藏、人文礼品等。与其它陶瓷产品不同的是, 艺术陶瓷具有较高的艺术观赏和收藏价值, 附加值较高, 不同档次的艺术陶瓷产品价格差异也很大。

图 4: 长城集团的所处行业的行业分类

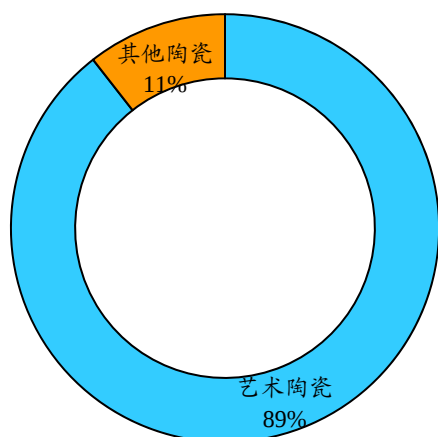


数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券研究

1.2.2. 经营情况: 出口为主, 综合毛利率 27%

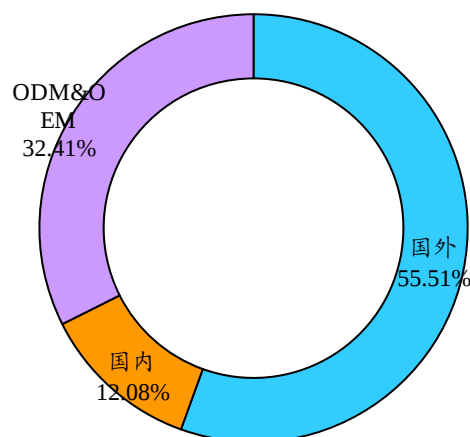
公司的主营业务艺术陶瓷占公司收入的 89%, 国外是公司的主要市场, 占收入的 56%, 国内市场仅为 12%。

图 5: 2009 年主营业务收入分类别情况



数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券研究

图 6: 主营业务收入分项目情况



数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券研究

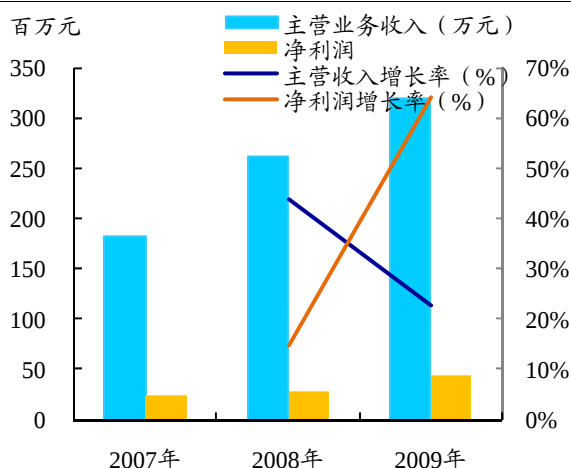
2008 年, 在全球金融危机的背景下, 公司收入大幅增长, 增速达 44%, 09 年公司收入增速在 08 年的基础上有所下降, 为 23%, 但是公司的净利润增速却有了大幅上扬, 09 年净利润增速达 64%。08 年公司收入虽然大幅增长, 净利率、毛利率却是有所下降的, 09 年的净利率、毛利率提高, 分别为 14%、27%。

2007 年, 公司的内销毛利率低于出口与 OEM&ODM, 但 2008 年以后, 公司内销的毛利率大幅上升, 09 年内销的毛利率大 36%, 比出口高出 11 个百分点。

公司最主要的成本是石油气, 2009 年的成本结构中, 石油气占比为 31%, 瓷泥占成本的 14%。公司自 2008 年以后提高了高端瓷泥的采购, 提高产品品质, 正是这样造成了 2008 年公司产品毛利率的下降。

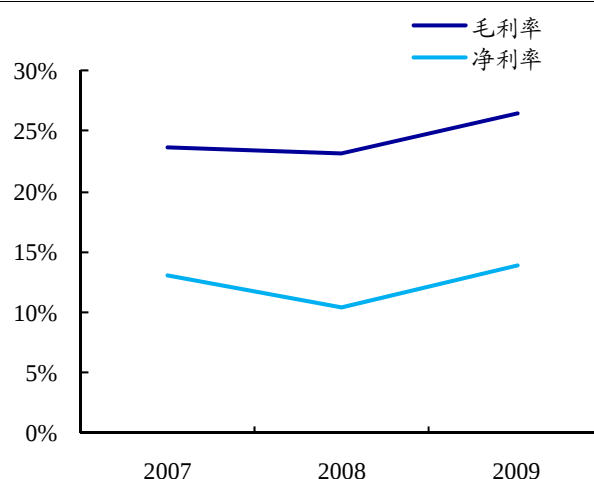
2009 年，公司享受的出口退税率提高（从 2008 年 11 月 1 日起，由 5%→11%，2009 年 4 月 1 日由 11%→13%），有效降低了公司产品的成本，毛利率又得以提高。另外，09 年公司与茅台合作，提供水立方酒瓶，我们根据招股书，计算得出单价为 21 元/件。

图 7：公司收入与净利润情况



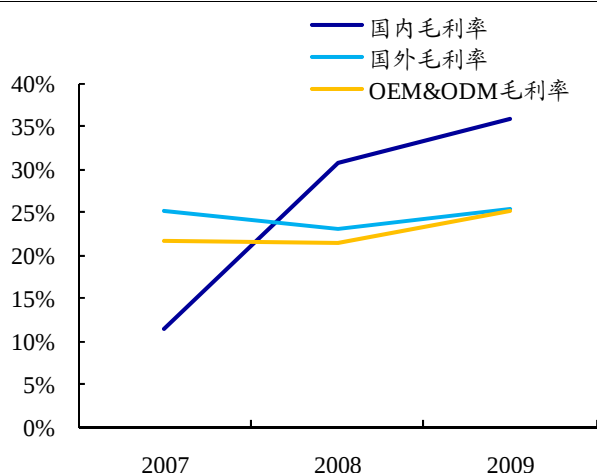
数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

图 8：公司毛利率、净利率情况



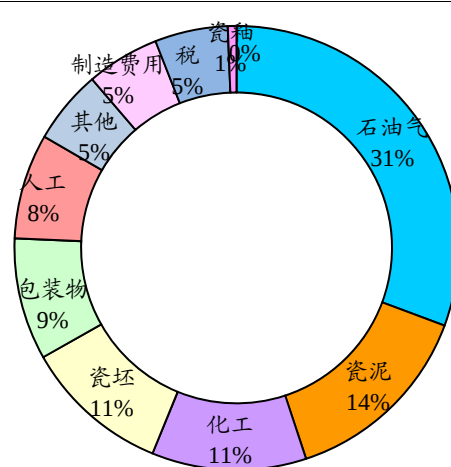
数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

图 9：公司国内、国外、OEM&ODM 毛利率水平



数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

图 10：2009 年公司成本结构



数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

1.2.3. 行业地位：08 年度艺术陶瓷产品出口金额居行业第二

据中国海关、中国轻工工艺品进出口商会统计的“2008 年中国艺术陶瓷企业出口情况表”显示，公司 2008 年艺术陶瓷产品出口金额位居行业第二名，仅次于意大利独资企业唐山亚利陶瓷有限公司。

在国内艺术陶瓷企业中，公司的“长城”艺术陶瓷具有较强的品牌影响力，公司是行业中极少数同时拥有“中国驰名商标”、“中国名牌产品”、“国家免检产品”和“出口名牌产品”等称号的企业。

表 1：同行业竞争企业情况

企业名称	销售收入 (亿元)	生产能力 (万件)	市场地位
------	--------------	--------------	------

唐山亚利陶瓷有限公司	4	-	意大利独资企业，产品全部出口，2008 年艺术陶瓷出口排名第一
广东长城集团股份有限公司	3	1,500	本土艺术陶瓷企业的出口第一品牌
广东四通集团有限公司	3	2,000	工艺瓷与日用瓷出口企业
景德镇法蓝瓷实业有限公司	2	60	国内艺术陶瓷高端品牌及渠道具有较高的市场影响力
重庆锦晖陶瓷有限公司	2	8,000	国内酒水包装工艺瓷领先企业

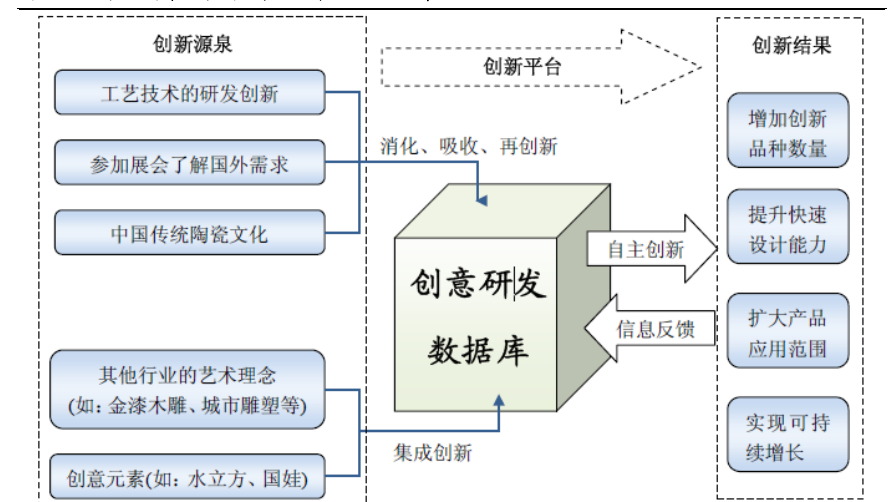
数据来源：招股意向书、国泰君安证券研究

1.2.4. 创意设计优势：具有业内领先的“创意研发数据库”

公司拥有面积约 7,000 平方米的艺术陶瓷展厅，艺术陶瓷种类已累积超过 70,000 件，其中包含了 68 个国家和地区的设计风格与文化理念，公司将其按属性和地区分类后加以信息化管理，形成业内领先的“创意研发数据库”，通过该数据库可以极大提升公司快速设计能力、大幅缩短公司产品的设计周期。

2007-2009 年，在“创意研发数据库”这一创新平台的基础上，公司推出新产品分别为 978 款、1260 款、1470 款。

图 11：长城集团的创意研发数据库



数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

公司每年用于研发的投入占营业收入的比重约为 3%。

公司与清华大学美术学院、广州美术学院等研究机构建立了长期稳定的合作关系，与澳大利亚国立大学陶瓷工作室、德国 Solveig 陶瓷工作室合作研发设计产品，每年此类创新设计产品占公司全部艺术陶瓷新品类的比重约为 35%。

1.2.5. 工艺技术优势：26 项专利、11 项专有技术

公司拥有占地 6,000 多平方米的“广东省陶瓷装饰材料工程技术研究开发中心”和“省级企业技术中心”。研发中心拥有大量先进生产设备和仪器，可开展陶瓷行业相关的理化检测项目，能承担国家、省、市各级科研开发项目。

公司借助自身的研发平台，经过多年摸索与积累，已打造一支近 90 人的高水平研发团队，其中包括曾参与陶瓷行业标准制订并享受国务院特殊津贴的技术专家。近年来，公司技术研发成果显著，自主申请获得国家专利 26 项，拥有 11 项专有技术，另外还有 3 项发明专利正在申请之中。

1.2.6. 营销渠道优势：覆盖 68 个国家和地区的 400 多个客户

公司已拥有覆盖 68 个国家和地区的 400 多个客户，其中业务来往较频繁的客户达 120 多个，并与国外多个知名经销商建立了长期稳定的供销合作关系，如美国的 LOWE' S、ROSS、HOBBY LOBBY 等。同时，公司已在广州设立长城世家直营店，并着手筹建深圳长城世家旗舰店等国内直营渠道。另外，公司也正在探索新型海外销售合作模式，积极建立海外直销渠道。

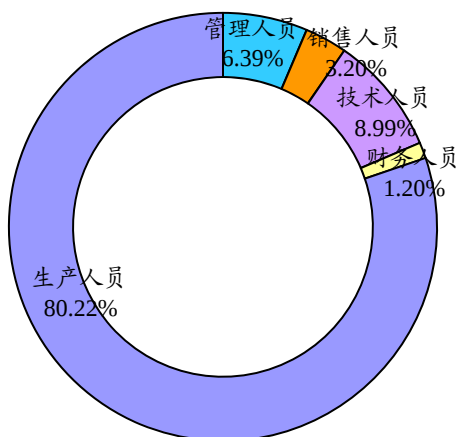
1.2.7. 自主品牌优势：自主品牌的产品销售占比 60%左右

公司产品在国内外市场具有较高的市场知名度和良好口碑。报告期内，公司自主品牌的产品销售占比一直维持在 60%左右。公司品牌先后获得“中国驰名商标”、“中国名牌”、“国家免检”、“出口免验”、“出口名牌”等荣誉称号。

1.2.8. 人力资源：90 名专门技术研发人员

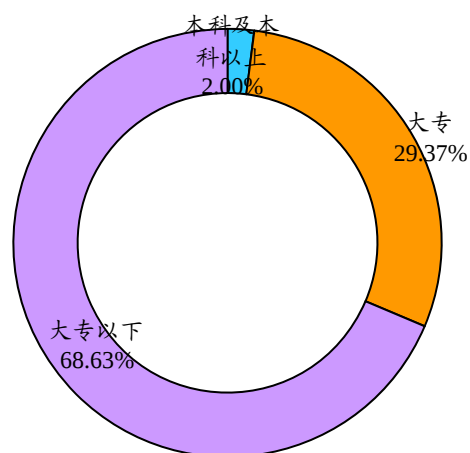
从长城集团的人员来看，公司主要的员工为生产人员。2009 年，公司员工一共为 1001，其中生产人员为 803 人。公司高学历人员较少，09 年本科及以上学历的人员共为 20 人。这主要由公司的行业特点所决定，我国的陶瓷行业的专业知识主要是在工作的工程中，通过师徒传授与经验积累成就，与学历没有显著的关系，公司目前有 90 位经验丰富的专门从事产品开发的研究人员。另外，公司与三位艺术大师有合作关系。

图 12：2009 年员工分岗位占比



数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

图 13：2009 年员工学历水平占比



数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

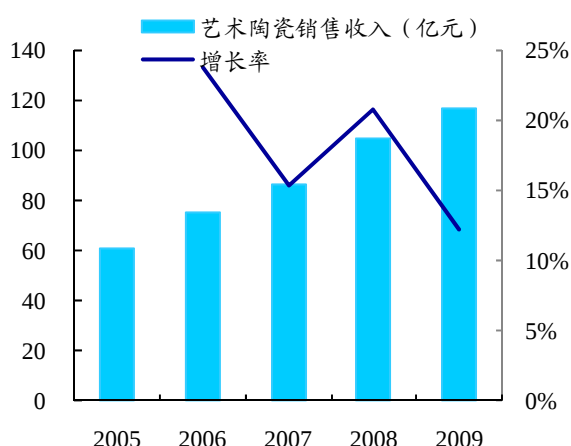
2. 增长路径与驱动因素：国内收入水平提高，全球保持 5%左右的增长率

2.1. 国内收入水平提高带来的对美的追求

随着我国经济的发展,人均收入的提高,国民财富的增加,公众对美的追求也逐步显现。我国已成为世界艺术陶瓷的生产和消费大国,产量与出口量都跃居世界第一。2004~2008年我国艺术陶瓷行业销售收入分别为38亿元、61亿元、75亿元、86亿元、104亿元,近5年的年均复合增长率为28.60%。

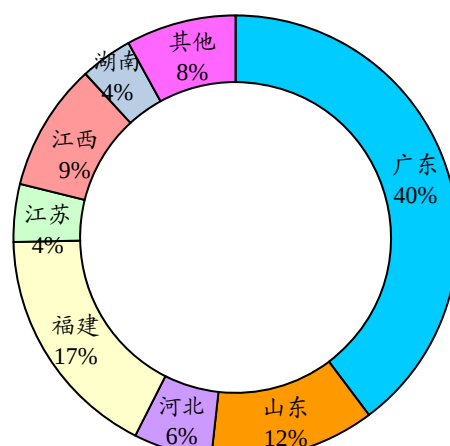
根据国外经验,当人均GDP达6,000美元时,对艺术陶瓷这种具有一定艺术价值又能满足人们个性化需求的产品消费意识开始觉醒,当人均GDP达到8,000美元时,此类产品的需求将迎来高速发展的阶段。

图 14: 国内艺术陶瓷销售收入与增长率



数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券研究

图 15: 2007 年我国的艺术陶瓷市场区域结构



数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券研究

我们用今天(2010年6月7日的汇率)换算,2008年,人均GDP大于8000美元的地级市有23个城市,人均GDP在6000~8000美元之间的地级市有21个。因此,在未来几年,国内大众艺术陶瓷市场即将迎来快速发展的时期。根据预测,2010年国内艺术陶瓷的市场规模约在75亿元左右。

与此同时,随着经济发展和国民财富日益增加,国内的艺术陶瓷市场也不断升温,在家居、礼品、装潢、收藏等领域表现出强劲的增长趋势。

表 2: 城市人均 GDP 情况

2008 人均 GDP	8000 美元以上	6000~8000 美元
城市	23 个城市: 苏州、东营、鄂尔多斯、克拉玛依、无锡、深圳、广州、大庆、上海、佛山、杭州、包头、宁波、嘉峪关、珠海、威海、大连、北京、厦门、常州、南京、中山、天津	21 个城市: 沈阳、东莞、青岛、镇江、淄博、盘锦、绍兴、舟山、乌海、马鞍山、呼和浩特、烟台、唐山、长沙、鞍山、济南、武汉、铜陵、嘉兴、太原、金昌

数据来源: 国泰君安证券研究

2.2. 全球市场保持 5% 左右的增长率

在审美不断变化和消费不断升级的国际背景下,国际陶瓷消费市场已逐渐向中高档产品市场转移,一些集艺术性、装饰性、观赏性和实用性于一体的中、高档艺术陶瓷正越来越受到市场的欢迎。在市场需求方面,

欧洲、中东、北美和亚洲是主要的陶瓷需求区域。

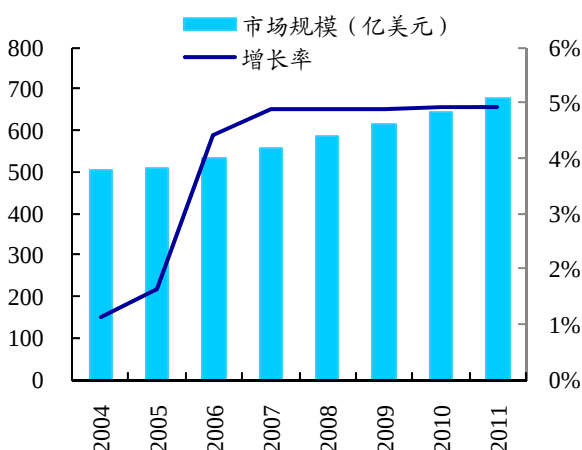
根据艾肯策略集团(ICON Group)的预测,全球陶瓷市场在今后两年将保持 5%左右的增长率。

美国是全球陶瓷产品最大进口国,从世界上 144 个国家和地区进口陶瓷。美国海关数据显示,2008 年美国从意大利、西班牙、泰国、巴西、英国等国家进口陶瓷大幅下降,而中国、墨西哥和德国在美国陶瓷进口中所占比重还有扩大的趋势。

2008 年,欧盟 27 国作为一个地区整体超过美国成为世界上最大的陶瓷市场。欧盟从世界 171 个国家和地区进口陶瓷,中国是欧盟最大的陶瓷进口来源国,中国陶瓷在欧盟进口陶瓷中所占的比例逐年提高。

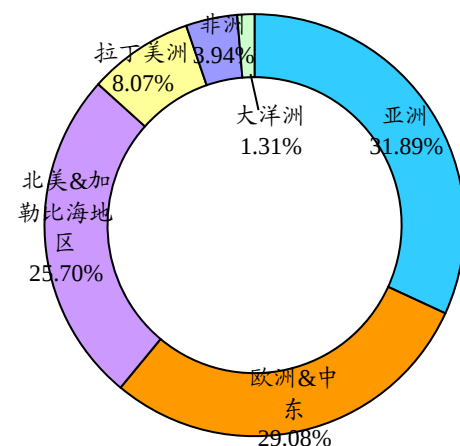
日本从全球 81 个国家和地区进口陶瓷产品,中国是日本最大的陶瓷进口来源国,中国陶瓷在日本进口陶瓷中所占的比例逐年提高。

图 16: 全球陶瓷市场规模与增长率



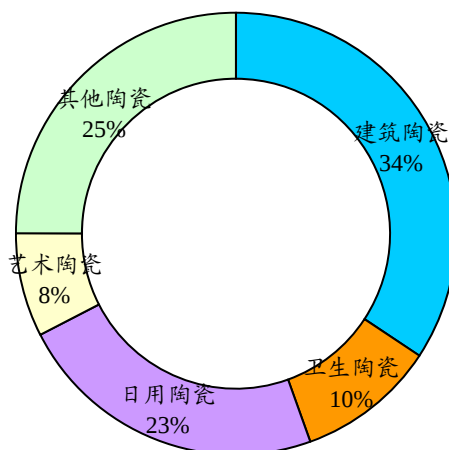
数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券研究

图 17: 2006 年全球陶瓷市场规模区域分布



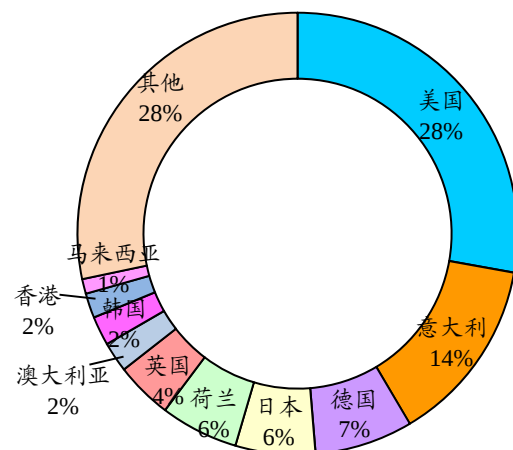
数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券研究

图 18: 08 年我国陶瓷产品出口按产品类别分类情况



数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券研究

图 19: 2008 年我国艺术陶瓷出口国家占比



数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券研究

公司产品销往全球 68 个国家和地区，其中美国、中国香港、中东、欧盟等发达国家和地区是公司产品的主要出口地，报告期内，公司产品销往美国、中国香港、中东、欧盟地区的比例稳定在 70%以上。

3. 行业特点：陶瓷大国缺品牌

3.1. 我国是世界上陶瓷生产制造第一大国

我国是世界上艺术陶瓷生产制造第一大国，但不是艺术陶瓷强国，国内大多数企业只是国外知名陶瓷品牌企业的 OEM 或 ODM 代工厂商，产品主要以出口为主。

目前全国已形成江西景德镇、湖南醴陵、广东潮州、江苏宜兴、河北唐山和邯郸、山东淄博等几大艺术陶瓷产区。2006 年全球艺术陶瓷产量为 70 亿件，中国产量为 59.4 亿件，47%的艺术陶瓷用于出口，是世界上公认产量最大的出口大国。

3.2. 艺术陶瓷厂商众多，规模偏小，蕴含集约化规模化趋势

中国轻工工艺品进出口商会陶瓷分会于 2007 年 8 月份公布的“2007 年上半年全国出口艺术陶瓷产品企业前 50 名”排名中，广东 23 家企业入围，其中潮州就有 10 家。

目前，我国的艺术陶瓷厂商虽多但规模偏小，难以实现集约化与规模化，不具备瓷器产品系列化、配套化的竞争优势，也难以形成品牌效应。

陶瓷本来发源于中国，但是我国的陶瓷生产大多为作坊式生产，不注重品牌化和机械化，不注重商标名牌战略的研究与适应，对创名牌、保名牌的紧迫性认识不足，特别缺少在国际上对商标的注册和保护推广的意识。所以目前，陶瓷的大品牌为国外企业所垄断。

但是，随着我国企业的发展壮大，开始逐步意识到品牌对一个公司产品附加值的重要性。我们相信行业将逐渐向拥有自主品牌并具有较高品牌知名度和影响力的企业集中。

4. 募投项目介绍

公司本次募集资金投资项目全部围绕主营业务展开，是实现强化公司经营模式的重要基础。创意产品设计中心项目的实施正是为了进一步提升产品设计和研发实力；国内营销体系建设项目是在公司原有国外营销网络的基础上，进一步完善国内的营销网络体系；骨质瓷生产线建设项目拟生产的骨质瓷属于高端瓷器，将成为公司创意设计和研发能力的高端载体，有利于提高公司的产品档次和打造长城创意陶瓷品牌；废弃陶瓷循环利用建设项目可稳定公司和外协配套厂家的瓷泥供应，也是公司应用节能环保技术进行成本控制的重要举措。

表 3：募投项目（单位：万元）

项目	第 1 年	第 2 年	第 3 年	合计	项目投资总额
1 创意产品设计中心项目	1,277.50	722.50	-	2,000.00	2,000.00

2	国内营销体系建设项目	3,614.38	1,645.00	705.00	5,964.38	5,964.38
3	骨质瓷生产线建设项目	1,043.00	3,696.60	1,474.07	6,213.67	7,795.00
4	废弃陶瓷循环利用建设项目	798.00	1,059.05	-	1,857.05	1,978.96
5	其他与主营业务相关的营运资金	-	-	-	-	-
合计						17,738.34

数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

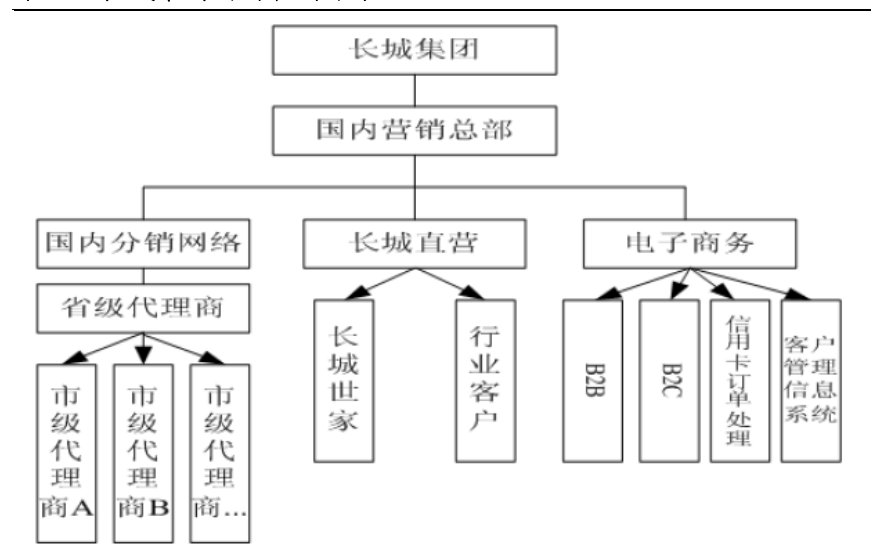
公司目前的主要市场在海外，而自有品牌与 OEM&ODM 各占 50%左右，但是毛利率低于国内销售。公司意欲大力拓展国内市场，争取在未来 3 年国外与国内为 6: 4，因此公司准备构件国内营销体系。

表 4：主要财务指标分析

项目	2010	2011	2012	2013
坪效（元/平方米/年）	600	960	1,200	1,200
销售收入（万元）	180	288	360	360

数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

图 20：长城集团国内营销体系



数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

5. 风险提示

5.1. 设计被模仿风险

近年来中国艺术陶瓷仿制仿冒的现象较多，国内一些中小规模企业通过设计模仿、低价竞争、以次充好等不正当手段抢占市场份额。

公司客观上面临新产品上市不久就被他人仿制的风险。如果公司在创意设计方面不能持续创新，无法迅速推出适销的新产品，持续盈利能力将受到影响。

5.2. 海外市场依存度高的风险

2009 年公司产品出口销售收入达到了 28,161.42 万元，占营业收入比重为 87.92%，未来一段时间内对海外市场依存度仍较高。虽然公司积累了全球范围内的 400 多个合作伙伴，并积极拓展国内市场营销渠道，但如

果海外市场发生波动，或部分产品进口国政策发生不利变化，公司将面临销量下滑的风险。

5.3. 汇率变动风险

公司的主要市场是海外市场，如果未来人民币大幅升值，公司可能产生大量的汇兑损失，影响公司的盈利水平。

5.4. 拓展国内市场开设新店风险

公司目前在国内只有广州一个店，但是公司计划在未来三年要在 8 个城市开设旗舰店，未来 3~5 年计算吸收 160 个加盟店。公司在开设旗舰店、吸收加盟店方面相对经验不足，快速扩张发展可能存在潜在风险。

6. 财务指标与盈利预测

6.1. 财务指标：偿债能力强，盈利水平突出

偿债能力来说：2009 年，公司的流动比率、速动比率都极大好转，资产负债率 41%，也属于低负债率公司。偿债风险较小。

经营效率：公司各项资产周转率指标相对稳定，资产周转情况良好。存货周转率较高，主要是公司采取以销定产的方式生产。

盈利能力：公司毛利率净利率比较稳定，09 年该指标有所提高。但是由于公司从事艺术类产品的生产，其净利率毛利率要低于我们的预想。

现金流：每股盈利带来的现金流不够好，08 年出现了负现金流现象。09 年每股盈利 0.45，每股现金流 0.33，每元收益带来的现金流是 0.73 元。

表 5：主要财务指标分析

	财务指标	2009 年度	2008 年度	2007 年度
偿债能力	流动比率	2.40	1.65	1.15
	速动比率	1.86	1.25	0.71
	资产负债率（合并报表）	41%	38%	34%
	资产负债率（母公司）	34%	38%	41%
经营效率	利息保障倍数	9.33	9.50	9.75
	存货周转率（次）	5.38	5.29	3.96
	应收账款周转率（次）	4.62	4.85	5.89
	综合毛利率	14%	10%	13%
盈利能力	净利率	27%	23%	24%
	净资产收益率（加权平均）	20.08	15.33	22.37
	息税折旧摊销前利润（万元）	6,521.15	4,536.83	3,496.16
现金流	每股经营性现金净流量（元）	0.31	-0.02	0.47
	每股净现金流量（元）	0.33	0.39	-0.01
每股收益	发行前基本每股收益（元）	0.60	0.45	0.41
	发行后基本每股收益（元）	0.45	0.27	0.24

数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

6.2. 盈利预测：2010~2011 年 EPS 为 0.59、0.81 元

我们将公司的收入分成国内销售、国外销售与 OEM&ODM 三块业务来考虑，由于公司准备做大国内市场，树立自己的品牌，我们认为公司 10~12 年的毛利率会有所上升，但是公司建立自己的营销体系与新建生产线、研发中心等也将大大增大公司的营业费用与管理费用。

表 6: 盈利预测表摘要 (单位: 百万元)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	181.33	260.83	320.32	409.36	544.29	763.94
增长%		43.85%	22.80%	27.80%	32.96%	40.36%
营业总成本	140.60	202.46	237.21	299.28	392.24	538.02
营业成本	138.44	200.26	235.37	295.74	388.10	532.42
营业税金及附加	2.15	2.19	1.83	3.55	4.14	5.60
销售费用	7.28	7.81	8.20	14.65	26.06	31.22
管理费用	4.25	6.42	17.09	25.94	37.21	52.60
财务费用	7.34	7.85	6.92	(3.56)	(8.67)	(9.42)
资产减值损失	0.68	1.59	(0.43)	4.01	1.77	2.24
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	21.19	34.71	51.33	69.04	95.68	149.27
加: 营业外收入	7.41	1.92	2.22	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.65	0.15	0.07	0.00	0.00	0.00
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	27.94	36.48	53.48	69.04	95.68	149.27
减: 所得税费用	4.18	9.24	8.82	10.36	14.35	22.39
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	23.77	27.24	44.65	58.69	81.33	126.88
EPS	0.24	0.27	0.45	0.59	0.81	1.27
扣除非经常损益 EPS	0.17	0.25	0.43	0.59	0.81	1.27

数据来源: 国泰君安证券研究

7. 估值及定价: 询价区间 20.54~23.47 元

(1) 询价区间。公司的主营业务在 A 股上市公司中同类公司为陶瓷生产企业，目前只有斯米克一家为正收益公司，由于艺术陶瓷有一部分用于家装，具有美与设计的元素，我们认为与建筑装饰行业具有一定的可比性。因此选取亚厦股份、洪涛股份、金螳螂做了类比。

同类公司 2010 年的平均市盈率 53 倍，选取最近上市的 10 个创业板公司，这 10 个公司主要是科技类公司，它们的平均发行市盈率为 46 倍。

所以，我们认为公司的合理市盈率为 46~53 倍左右，基于目前的市场环境和考虑谨慎性原则，我们认为发行市盈率以 35~40 倍为宜，对应的股价为 20.54~23.47。

表 7: 市场估值比较

项目	2010-6-7	2009PE	2010PE	2011PE	总股本 (百万股)	流通 A 股(百万股)
同类公司						
斯米克	11.45	174.28	100.40	84.33	418.00	115.90
洪涛股份	25.56	61.21	38.55	26.90	150.00	37.50
亚厦股份	43.04	51.40	40.37	25.98	211.00	42.40
金螳螂	32.60	56.95	34.34	25.98	319.19	284.25
平均值		85.96	53.41	40.80		
相关市场						
A 股		23.65	15.32	12.78		
创业板		71.33	55.34	39.87		
SW 建筑 装饰		68.54	36.89	25.87		

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

(2) 上市首日定价区间。近期创业板上市公司的首日涨幅平均值为 14%，我们估计长城集团上市的涨幅可以达到 20%，首日价格在 24.65~28.17 元之间，对应的 2010 年的市盈率为 42~48 倍。

表 8: 近期创业板上市公司发行状况

股票	代码	上市日期	发行数量 (万股)	发行价格	发行市盈率 (摊薄, 10EPS)	首日涨跌幅 (%)
银之杰	300085.SZ	2010-05-26	1500	28.00	44.02	10.43
康芝药业	300086.SZ	2010-05-26	2500	60.00	44.23	-5.62
荃银高科	300087.SZ	2010-05-26	1320	35.60	45.98	8.99
长信科技	300088.SZ	2010-05-26	3150	24.00	34.49	50.50
恒信移动	300081.SZ	2010-05-20	1700	38.78	43.19	1.29
奥克股份	300082.SZ	2010-05-20	2700	85.00	45.13	-9.91
劲胜股份	300083.SZ	2010-05-20	2500	36.00	36.09	-5.67
海默科技	300084.SZ	2010-05-20	1600	33.00	57.35	12.67
宁波 GQY	300076.SZ	2010-04-30	1364	65.00	48.72	5.02
国民技术	300077.SZ	2010-04-30	2720	87.50	59.86	79.78
平均					45.92	14.36

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

作者简介:**韩其成:**

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008、2009 年新财富最佳分析师非金属建材第三名，2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2008、2009 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

白晓兰:

建材、建筑行业助理研究员，复旦大学世界经济专业硕士，CPA。2007 年-2009 年就职于安永华明会计师事务所，高级审计师。2009 年 11 月加入国泰君安证券。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		