

建材行业

报告原因：IPO

2010年6月10日

发行上市资料：

发行数量（万股）	2500
发行后总股本（万股）	10000
计划融资金额（万元）	—
发行日期	2010/6/11

基础数据：2009年12月30日

每股净资产（元）	0.45
资产负债率	33%
净资产收益率	20.08
总股本/流通A股（万）	2500/10000

分析师

赵红

zhaohong@sxzq.com

010-82190392

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyj fzb@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

长城集团（300089）

中国艺术陶瓷领域的引领者

估值区间：20.3-23.2元

公司研究/深度报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	主营 收入	增长率 %	净利润	增长率	每股 收益	主营利润率	净资产收益 率
2009A	320.3	22.8	44.65	63.92	0.45	16.02	20.08
2010E	444.5	38.77	59.19	32.58	0.59	15.5	7.57
2011E	554.9	24.85	82.29	39.02	0.82	17.4	9.53
2012E	672.5	21.2	116.23	41.24	1.16	20.4	11.86

注：每股收益是当年业绩除以发行后总股本

投资要点：

- 公司是国内最大的本土艺术陶瓷出口企业。公司位于素有“中国瓷都”之称的广东省潮州市，自1996年成立以来一直专注于艺术陶瓷的设计、生产销售，目前主要市场面向海外，2009年公司出口额2.81亿元，占总收入比重近90%，是我国最大的本土艺术陶瓷产品出口商。
- 艺术陶瓷发展前景被广泛看好。与其他陶瓷产品不同的是，艺术陶瓷具有较高的艺术观赏和收藏价值，附加值较高，随着居民收入提高和消费者品牌意识的加强，消费者更青睐富有高文化附加值的产品，尤其是一些集艺术性、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。
- 我国是艺术陶瓷大国但有影响力的知名品牌企业很少。但我国是世界艺术陶瓷的生产和消费大国，产量与出口量均跃居世界第一。2004~2009年我国艺术陶瓷行业销售收入年均复合增长率为25.2%。2008年，在国际金融危机爆发以及全球经济增速下滑不利因素影响下，我国陶瓷制品进出口依然保持了19.86%的增长。艺术陶瓷目前未像日用陶瓷和卫浴陶瓷行业一样出现较多世界知名品牌，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。
- 优秀的创意设计能力赋予公司较高的品牌价值，代表作不断推陈出新。公司的“长城牌”艺术陶瓷产品先后被授予“中国驰名商标”、“中国名牌产品”、“出口名牌”等荣誉称号；公司研发的“宫廷式特种工艺陶瓷”被推荐为中南海收藏陈列品；“镶嵌式抗菌陶瓷项目”被国家科学技术部列入2004年度国家火炬计划等；2008年公司与有“东方毕加索之称”的关玉良大师合作制作奥运会限量珍藏礼品“国娃”，“国娃”造型复杂，艺术品位高；公司为“水立方”系列贵州茅台酒制作的酒瓶，仿国家游泳馆“水立方”外形，也是难度很高的产品。
- 未来国内销售前景值得看好。公司近几年国内销售额已经从2007年的100万元增加到2009年的3871万元，增长速度很快，本次募投项目——国内营销体系建设项目建成之后，通过在深圳、上海、北京等大城市设立旗舰店、以及与众多经销商合作等方式，国内销售会进一步增加，预计未来三年国内销售占比将从目前的12%提高到40%。
- 盈利预测。我们预计2010年-2012年公司实现净利润5845.76万元、8368.95万元和11848.51万元，每股收益0.58元、0.84元和1.18元。公司是A股首家以生产艺术陶瓷的公司，与上市公司中生产日用陶瓷公司相比，产品结构和销售市场差别很大，艺术陶瓷是创意和艺术结合体，处于出口为主向内销转化的过程中，取奥飞动漫、星辉车模2家上市公司比较，以2010年35-40倍PE计算，按照2010年公司每股收益0.58元计算，合理估值区间20.3元-23.2元。

目 录

一、长城集团——艺术陶瓷领域的引领者	4
二、行业分析	6
艺术陶瓷注重文化内涵	6
个性化和功能性将是艺术陶瓷未来发展的主要趋势	6
全球陶瓷行业未来保持 5%左右增长 中高档艺术陶瓷受青睐	7
我国将由艺术陶瓷大国向强国转变 未来增长还得看中国	8
三、公司竞争优势	9
快速的创意设计能力	9
生产工艺优势。	10
品牌价值赋予了公司产品的高附加值	11
四、募投项目分析	11
五、盈利预测	12
六、估值分析	14
七、风险分析	15

图目录

图：公司组织结构图.....	4
图：公司较具代表性的艺术陶瓷作品.....	4
图：2007-2009 年公司收入和结构变化.....	5
图：公司艺术陶瓷和其他陶瓷毛利率变化.....	5
图：公司自主品牌收入占比逐年提高.....	5
图：陶瓷的分类.....	6
图：2004-2011 年全球陶瓷市场规模及预测.....	7
图：2006 年全球陶瓷规模市场分布.....	7
图：2004-2009 年国内艺术销售收入复合增长率 25.2%.....	9
图：公司创意研发数据库的建立过程.....	10
图：公司募投项目与主营业务的关系.....	11
表：公司利润预测核心假设.....	13

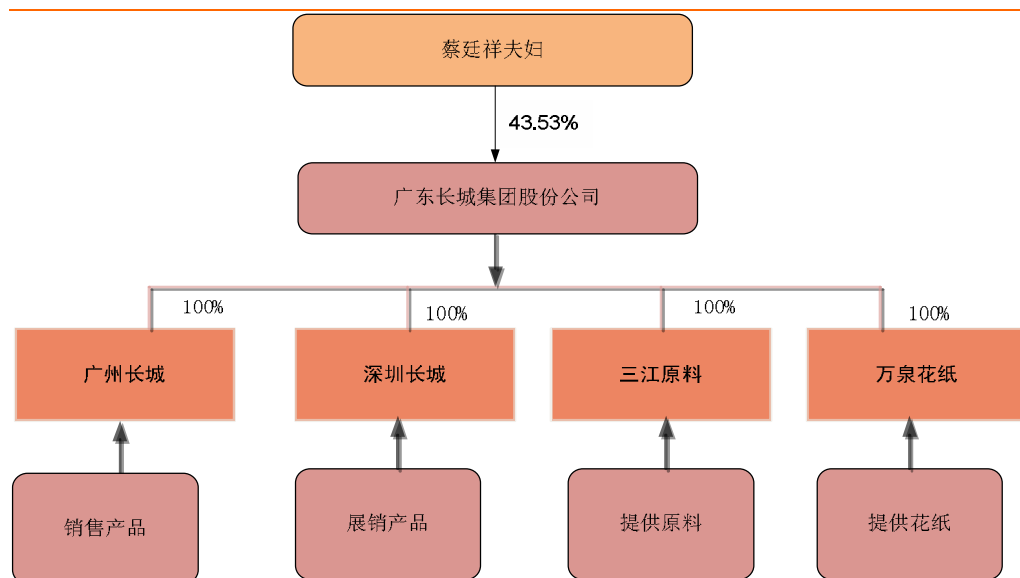
表目录

表：公司积累的主要国家对陶瓷产品的需求特征和消费偏好.....	9
表：公司的首发募投项目（单位：万元）.....	12
表：公司利润预测核心假设.....	13
表：2010-2012 年利润表预测（单位：万元）.....	13
表：可比公司 PE 比较.....	14
表：今年上市的创业板 2010PE 比较.....	14

一、长城集团——艺术陶瓷领域的引领者

公司成立于 1996 年 9 月，位于“中国瓷都”之称的广东潮州市，从事各式高档工艺瓷的研发设计、生产和销售，主要产品为艺术陶瓷，公司的控股股东为自然人蔡廷祥，实际控制人为蔡廷祥夫妇，共同持股 43.53%。公司长期专注于创意艺术陶瓷领域，现已发展成为国内艺术陶瓷行业的龙头企业，自主研发的“宫廷陶瓷系列产品”由国务院办公厅推荐在中南海陈设，“镶嵌式抗菌陶瓷编织工艺制品”项目被列为国家火炬计划，开发的“奥运国娃”、“茅台水立方酒瓶”代表国内顶尖艺术陶瓷水准的最高水平。

图：公司组织结构图



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

图：公司较具代表性的艺术陶瓷作品



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

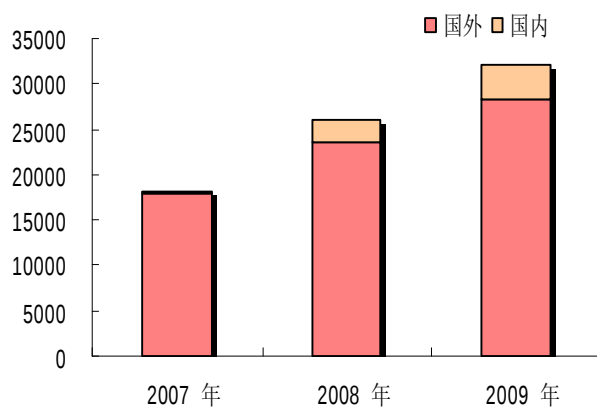
主营业务

公司的主营产品为艺术陶瓷，2007-2009 年艺术陶瓷收入 1.68 亿元、2.36 亿元和 2.86 亿元，复合增长率超过 30%，占当期主营业务收入比例分别为 92.56%、90.41%和 89.43%，毛利率由 24.15%上升到 27.07%。

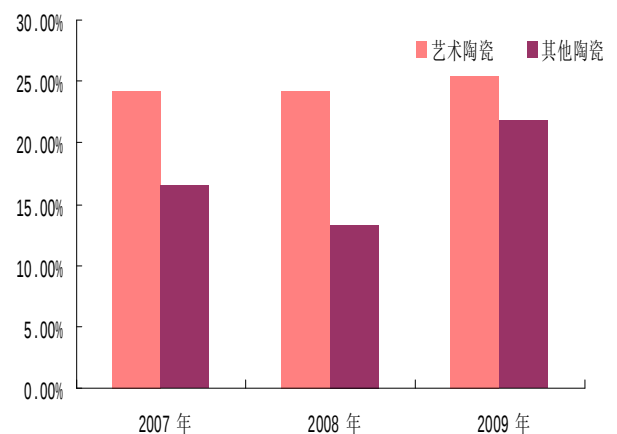
公司产品销售主要通过自主品牌、ODM、OEM 三种方式生产销售，以自主品牌销售为主，自主品牌销售占比已由 2007 年的 57.29%上升到 2009 年的 67.59%，且公司自主品牌的销售毛利率高出 ODM 和 OEM 方式 2-3 个百分点。

公司产品外销产品收入占比接近 90%，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，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。

图：2007-2009 年公司收入和结构变化



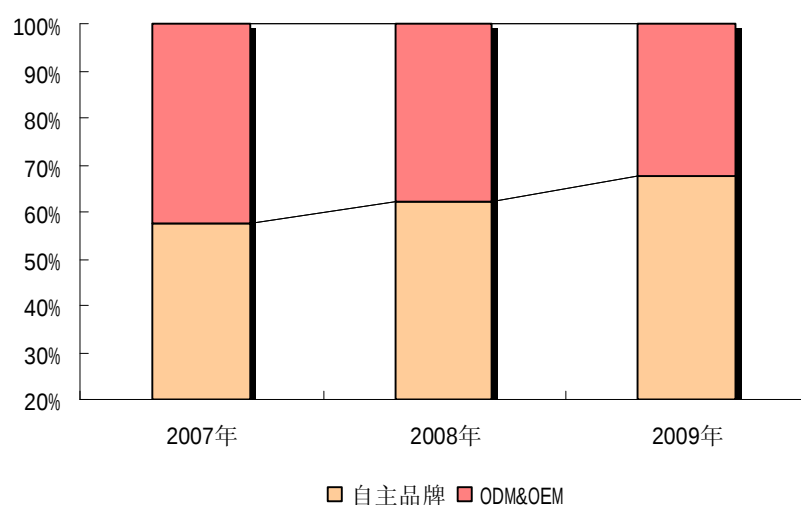
图：公司艺术陶瓷和其他陶瓷毛利率变化



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

图：公司自主品牌收入占比逐年提高



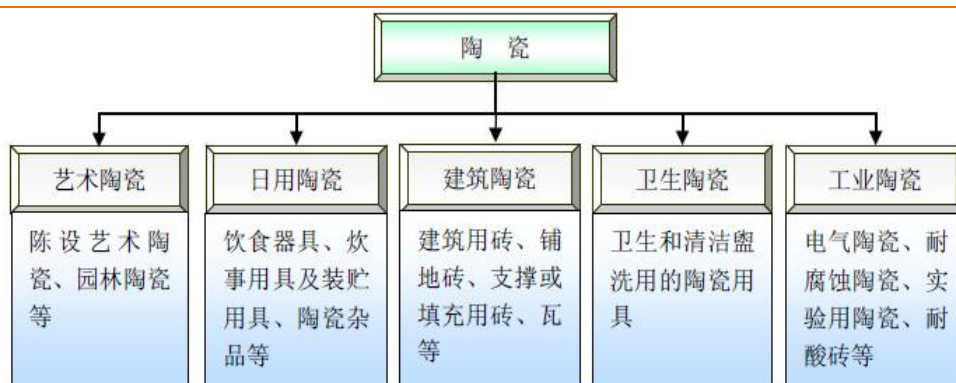
资料来源：招股说明书，山西证券研究所

二、行业分析

艺术陶瓷注重文化内涵

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。艺术陶瓷本身物理价值并不高，但赋予其中的特定艺术内涵和独具的产品文化故事是其价值的重要组成部分。

图：陶瓷的分类



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

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，附加值高，以综合性连锁商场及家居卖场为例，中档日用陶瓷单件零售价格一般在 10-20，中档艺术陶瓷的单件零售价格在 200-800 元不等，高端艺术陶瓷增值空间更大，公司为达芬奇家居生产的艺术台灯，出厂价不到 1000 元，但终端零售价格可卖到 9000 元。

个性化和功能化将是艺术陶瓷未来发展的主要趋势

艺术陶瓷行业已成为一个充分发展和不断创新的行业，由于消费者在生活水平、文化背景、艺术欣赏偏好等方面存在差异，进而对产品的需求也不完全相同，因此，未来艺术陶瓷市场的主要特点表现在档次高、功能全、花色多、造型新颖的产品将越来越受市场欢迎。

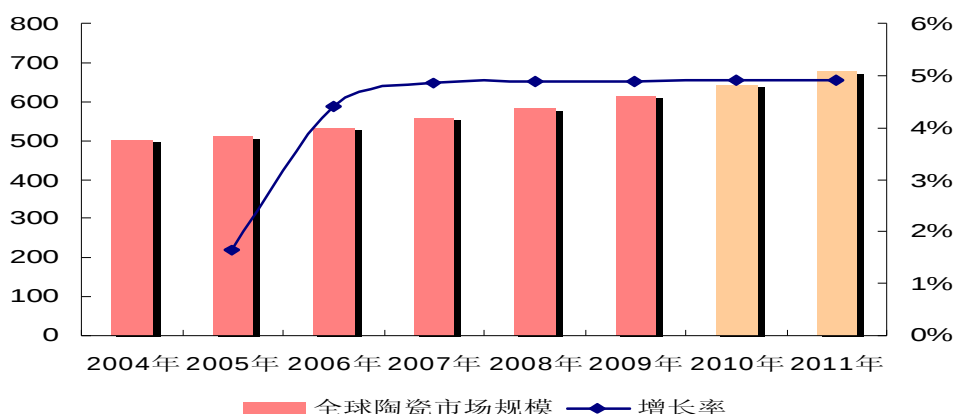
随着艺术陶瓷的不断发展，目前艺术陶瓷已从纯粹的时尚装饰行业中不断创新，也开始向功能化方向发展，其实用价值得到提高，应用范围得到拓展。一方面，它作为独立的艺术品形式具有审美的艺术价值；另一方面，它以实用的形式满足人们的使用需求，例如艺术台灯、艺术坐凳等，不仅具有使用价值，同时起到室内装饰和点缀环境的作用。

全球陶瓷行业未来保持 5%左右增长 中高档艺术陶瓷受青睐

现代陶瓷工艺在秉承以往优良烧制传统的基础上,开始更多采用现代化工艺元素和高科技生产技术,陶瓷行业已成为一个充分发展和不断创新的行业。随着社会的发展和水平的提高,陶瓷制品在生活中的应用范围越来越广。国外陶瓷行业整体工业技术的智能化、自动化程度较高,采用的是较现代化的工艺技术,陶瓷生产专业化分工较强,有标准化、商品化的原料基地,有专业的辅助材料供应商。在开发设计上,国际知名陶瓷企业投入较大,设计的产品个性化强,款式新颖,品种丰富。

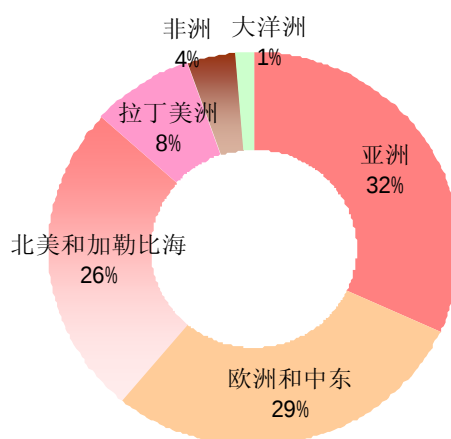
据世界知名市场调研企业艾肯策略集团(ICON Group)的报告显示,预计未来将保持约 4.9%的年增长率。在市场需求方面,欧洲、中东、北美和亚洲是主要的陶瓷需求区域,全球市场结构如下图所示。

图：2004-2011 年全球陶瓷市场规模及预测



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

图：2006 年全球陶瓷规模市场分布



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

目前,世界知名的陶瓷品牌主要集中在英国、德国、日本、意大利、西班牙等,

这些企业的陶瓷品牌知名度、产品质量和档次都较高。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。

我国将由艺术陶瓷大国向强国转变 未来增长还得看中国

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。2004~2009 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 亿元和 116.83 亿元，近 6 年的年均复合增长率为 25.2%。2008 年，在国际金融危机爆发以及全球经济增速下滑不利因素影响下，我国陶瓷制品进出口依然保持了一定的增长。根据海关统计，2008 年我国陶瓷制品进出口总金额 84.8 亿美元，比上年同比增长 19.86%。

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。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，尚未像日用陶瓷和卫浴陶瓷行业一样出现较多世界知名品牌，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，也未形成垄断或寡头垄断的竞争格局。目前国内比较大的艺术陶瓷企业是意大利独资的唐山亚利陶瓷公司，产品全部销往国外，是国内最大的艺术陶瓷出口企业，其次是长城集团股份公司，是本土最大的艺术出口陶瓷企业。

艺术陶瓷是我国的国粹，中国有着五千年文化底蕴、二十多年艺术陶瓷产业化积累和丰富的人力、物流和原材料资源，因此中国具备艺术陶瓷大国向强国转变的优越条件，必将在未来的国际竞争中扮演重要角色。

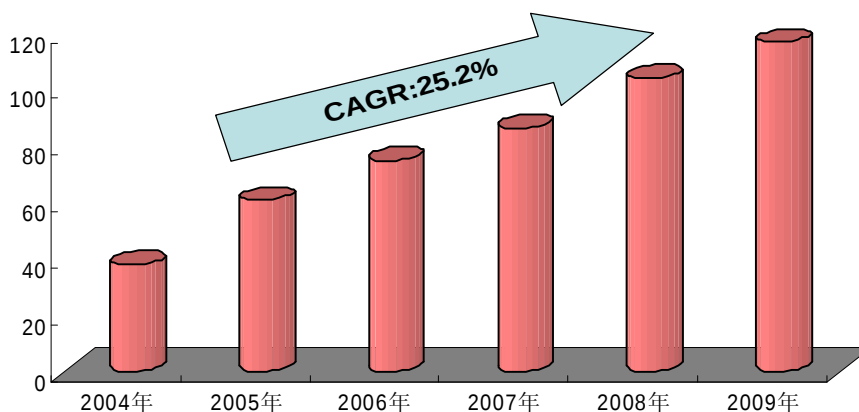
表：国内前五大艺术陶瓷企业

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
广东长城集团股份公司	3	1500	本土艺术陶瓷企业的出口第一品牌
广东四通集团公司	3	2000	工艺瓷与日用瓷出口企业
景德镇法蓝瓷实业公司	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
重庆锦晖陶瓷公司	2	8000	国内酒水包装工艺瓷领先企业

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

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的消费意识开始觉醒，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。目前，我国上海、北京、深圳、广州、苏州、杭州、青岛等一线发达城市人均 GDP 水平已接近或者突破 8,000 美元，国内主要省会城市及沿海发达地区的人均 GDP 也已接近或突破 6,000 美元。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。

图：2004-2009 年国内艺术销售收入复合增长率 25.2%



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

三、公司竞争优势

快速的创意设计能力

公司在传承陶瓷文化的基础上，以“文化创意、科技创新”为理念，在艺术陶瓷创意设计方面逐步形成了独特的竞争优势。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 种，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，共有 70000 件艺术陶瓷单品的设计模式，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。

“创意研发数据库”的建立为公司设计师提供了丰富的设计资源，从而能够激发创作灵感和降低设计难度，大幅度提高创新产品的数量。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。创新产品数量的增多使公司可以充分满足国内外市场的需求，并支撑公司实现销售收入持续高速增长的目标。

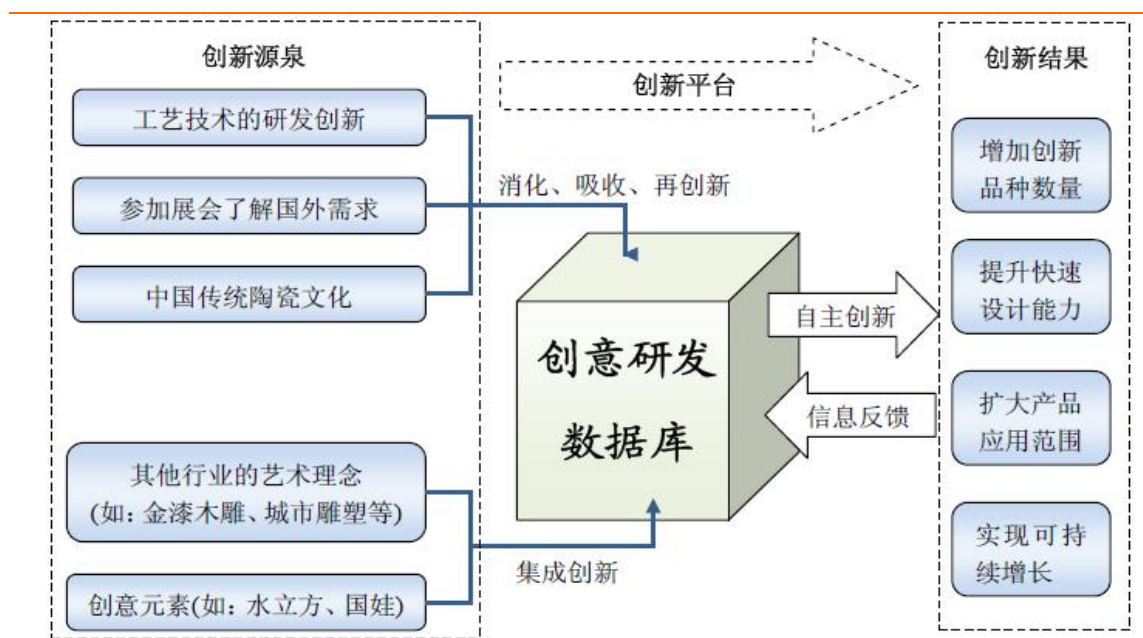
表：公司积累的主要国家对陶瓷产品的需求特征和消费偏好

国别	对陶瓷产品的主要需求特征和消费偏好
德国	仿古瓷和咖啡用具在德国是比较畅销的陶瓷产品。德国消费者大多数人喜欢淡雅的颜色，偏爱明快淡雅、艺术性高的釉下彩艺术陶瓷，喜欢小动物造型的瓷器、细长扁肚瓷瓶，对产品的色彩方面，偏爱东方色彩等花色图案。
法国	法国市场较喜欢仿造欧洲风格的人物、动物、花鸟图案的瓷器、陶瓷。就动物造型的产品而言，小尺寸的比大尺寸的更受欢迎。
美国	美国是世界上最大的陶瓷消费市场，目前我国产品在美市场的占有率不高，但发展潜力很大，茶具、咖啡用具等陶瓷产品较畅销，产品的花色图案要求清淡素雅、线条简洁明快。
西班牙	西班牙偏爱东方特色花面，我国的茶具、咖啡用具及配套产品较适合西班牙人的使用习惯。西班牙对产品的花面要求能反映东方文化特色，如东方的亭台楼阁、龙、凤图案等。特别

	地，我国的青花玲珑瓷、陶瓷花瓶在西班牙较受欢迎。
英国	英国是欧洲生产陶瓷较早的国家，陶瓷在英国使用较普遍。英国除自己大量出口陶瓷之外，也大量进口陶瓷。18 件套和 21 件套的茶具在英国较受欢迎，此外，我国的陶瓷产品瓷质洁白、造型优美、图案富有东方民族特色也颇受欣赏。
意大利	意大利自产的陶瓷中，以原始石瓷居多，大多数是颜色釉或釉下彩。在产品的花面图案上，喜欢人物、花鸟类的图案，山水图案次之。特别地，意大利人喜欢鸭的图案，不喜欢黑色和菊花的图案。在产品造型方面，葫芦瓶和四方瓶较受欢迎，在产品材质方面，偏爱白瓷和紫砂陶壶。
日本	日本人夏季喜欢用瓷器，冬季喜欢用陶器，因冬季使用陶器有暖色调的温暖感觉。家庭、饭店、旅馆喜欢使用陶器的餐茶具、茶壶、茶碗、盘、花盆、瓶、罐等。在产品造型方面，日本喜欢仙鹤、乌龟等图案。
加拿大	加拿大市场的瓷器销售以艺术瓷为主，人物造型的雕塑类陶瓷、花瓶器皿较畅销。喜欢瓷器图案色泽淡雅，以纯朴的底色衬以鲜艳的翠绿、梅红、金色、孔雀蓝等图案花纹。

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

图：公司创意研发数据库的建立过程



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

生产工艺优势。

公司是国家高新技术企业，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”。经过多年摸索与积累，已打造一支 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。

设计造型的成型能力强，可以开发制作造型复杂的产品。2008 年公司与有“东方毕加索之称”的关玉良大师合作制作共 23 种花面、29 种姿态、大小各异的 2008 年奥运会限量珍藏礼品“国娃”，“国娃”造型复杂，艺术品位高，因其其所独具的奥运背景和大师设计内涵而具有较高的鉴赏收藏价值，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。2009 年 3 月公司为“水立方”系列贵州茅台酒制作的酒瓶，仿国家游泳馆“水立方”外形，也是难度很高的产品。

品牌价值赋予了公司产品的高附加值

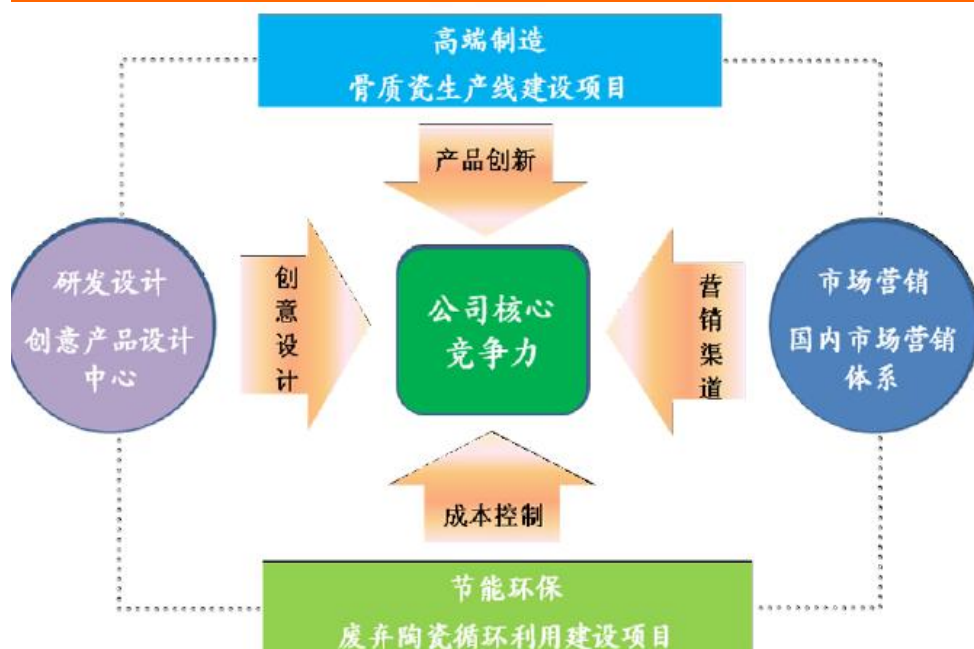
公司的“长城牌”艺术陶瓷产品先后被授予“中国驰名商标”、“中国名牌产品”、“国家免检”、“出口免验”、“出口名牌”等荣誉称号；公司研发的“宫廷式特种工艺陶瓷”被推荐为中南海收藏陈列品；“镶嵌式抗菌陶瓷项目”被国家科学技术部列入 2004 年度国家火炬计划等。

2007 年、2008 年公司艺术陶瓷出口的平均单价分别为 2.52 美元/KG 和 2.08 美元/KG，分别比艺术陶瓷行业产品出口的平均单价高出 117.24%和 50.72%。由于国内出口的陶瓷产品在质量上的差异很小，公司的产品价格超出平均价格水平之上的附加值部分主要来自于产品设计的贡献。

四、募投项目分析

公司拟向社会首次公开发行不超过 2,500 万股 A 股。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。随着募集资金投资项目的顺利实施，公司的品牌影响力将得到进一步加强，“长城”牌艺术陶瓷在国内外的消费认可度也将得到提升。

图：公司募投项目与主营业务的关系



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

创意产品设计中心项目能进一步提升产品设计和研发实力，项目投产后，将增加公司原创设计力度，客户来样（包括提供图标、概念等）设计比例将大幅减小，新产品原创设计比例将提高至 60-70%，每年新设计开发的产品款式超过 3,000 种。

国内营销体系建设项目主要目的是完善公司的国内营销网络，将建立：（1）国内营销总部多功能基地；（2）国内分销网络；（3）直营渠道——长城世家旗舰店，目前公司内销收入占比逐年提高到 12.08%，通过成立旗舰店和与分销商合作方式，摆放统一的有长城标志的醒目的货架和产品，可以充分展示和宣传公司的自主品牌，提高在国内的品牌知名度和内销收入。

骨质瓷生产线建设项目拟生产的骨质瓷属于高端瓷器，预计 2012 年达产，年产能 240 万件，产品内销为主，外销为辅。骨质瓷是世界公认的高档瓷种之一，属于陶瓷中的高端产品，目前我国骨质瓷年产量 1 亿件，仅占中国日用陶瓷的 0.6%，随着居民消费观念的转变，对生活品质的要求逐步提高，对装饰用瓷、陈设艺术瓷、礼品用瓷、绿色环保瓷的需求也在增加，为中高档骨质瓷培育了大量的潜在需求。

废弃陶瓷循环利用建设项目主要是回收利用废瓷、再生制造陶瓷制作原料之一的瓷泥（陶瓷原料之一），项目将于今年投产，2012 年达产，达产后年产 24000 吨瓷泥。我国陶瓷原材料高岭土的人均储量低，开采量大，价格日益上升，项目投产后可减轻公司原材料的成本压力。

表：公司的首发募投项目（单位：万元）

	投资总额	第一年	第二年	第三年
创意产品设计中心项目	2000	1,277.50	722.5	——
国内营销体系建设项目	5964.38	3,614.38	1,645.00	705
骨质瓷生产线建设项目	7795	1,043.00	3,696.60	1,474.07
废弃陶瓷循环利用建设项目	1978.96	798.00	1,059.05	——
其他与主营业务相关的营运资金	——	——	——	——

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

五、盈利预测

假设一：公司募投项目如期投产

假设二：公司建立国内营销渠道初期，预计销售费用率和管理费用率会有所提升，2010-2012 年分别估计 3.8%、4%和 4%和 6.8%、6.5%和 6.5%；过去三年公司资产负债率 33-40%，募集资金后，公司财务费用率降低，预计为 1.2%、1.5%和 1.5%

假设三：公司产品销售国内占比增加，从以往年份看，国内销售毛利率高于外销，加之骨质瓷生产线和废瓷循环利用项目投产后，公司产品综合毛利率将逐步提升，预计 28%、30%和 33%。

假设四：公司 2009 年被评为广东第一批高新技术企业，所得税率为 15%，而子公司收益占比很小，所得税费用按照 15%的预计所得税率计算。

表：公司利润预测核心假设

	2007 A	2008 A	2009A	2010E	2011E	2012E
产量（万件）	831.51	1150.43	1331.68	1481.68	1681.68	1921.68
收入（万元）	18116.52	26083.34	32031.56	44450.4	55495.44	67258.8
价格（元/件）	22	23	24	30	33	35
营业收入增长率	——	43.85%	22.80%	38.77%	24.85%	21.20%
营业利润增长率	——	63.79%	47.87%	34.24%	40.15%	42.09%
净利润增长率	——	14.62%	63.92%	32.58%	39.02%	41.24%
综合毛利率	23.58%	23.22%	26.52%	28.00%	30.00%	33.00%
销售费用率	4.01%	3.00%	2.56%	3.80%	4.00%	4.00%
管理费用率	2.34%	2.46%	5.34%	6.80%	6.50%	6.50%
财务费用率	4.05%	3.01%	2.16%	1.30%	1.50%	1.50%

表：2010-2012 年利润表预测（单位：万元）

	2007 A	2008 A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	18,132.84	26,083.34	32,031.56	44450.4	55495.44	67258.8
二、营业总成本	16,013.73	22,612.38	26,898.94	37649.49	45672.75	53268.97
营业成本	13,844.49	20,026.41	23,537.35	32004.29	38846.81	45063.40
营业税金及附加	215.07	219.45	183.48	266.7024	332.97264	403.5528
营业税金及附加 比率	1.19%	0.84%	0.57%	0.60%	0.60%	0.60%
销售费用	727.57	781.44	820.48	1689.12	2219.82	2690.35
销售费用率	4.01%	3.00%	2.56%	3.80%	4.00%	4.00%
管理费用	424.51	641.51	1,709.09	3022.63	3607.20	4371.82
管理费用率	2.34%	2.46%	5.34%	6.80%	6.50%	6.50%
财务费用	734.05	784.96	691.96	666.76	665.95	739.85
财务费用率	4.05%	3.01%	2.16%	1.50%	1.20%	1.10%
资产减值损失	68.05	158.62	-43.4	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益						
四、营业利润	2,119.11	3,470.97	5,132.62	6800.91	9822.69	13989.83
加：营业外收入	740.65	191.78	222.41	200	200	200
减：营业外支出	65.26	15.15	7.49	0	0	0
五、利润总额	2,794.50	3,647.59	5,347.54	7000.91	10022.69	14189.83
减：所得税	418	923.66	882.47	1155.15	1653.74	2341.32
所得税率	14.96%	25.32%	16.50%	17%	17%	17%
六、净利润	2,376.50	2,723.94	4,465.07	5845.76	8368.95	11848.51
归属于母公司所 有者的净利润	2,376.50	2,723.94	4,465.07	5845.76	8368.95	11848.51
EPS	0.24	0.27	0.45	0.58	0.84	1.18

六、估值分析

我们预计 2010 年-2012 年公司实现收入 44450.4 万元、55495.44 万元和 67258.8 万元，实现净利润 5845.76 万元、8368.95 万元和 11848.51 万元，增长率为 32.58%、39.02%和 41.24%，每股收益 0.58 元、0.84 元和 1.18 元。

公司是 A 股首家以生产艺术陶瓷的公司，与上市公司中生产日用陶瓷的冠福家用，产品结构和销售市场差别很大，由于公司的产品是创意和艺术结合体，处于出口为主向内销转化的过程中，因此选取奥飞动漫、星辉车模 2 家上市公司比较，2010 年平均 PE 值为 40 倍，以 35-40 倍 PE 计算，按照 2010 年公司每股收益 0.58 元计算，合理估值区间 20.3 元-23.2 元。

表：可比公司 PE 比较

证券代码	证券简称	收盘价	EPS				PE			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
002292	奥飞动漫	28.51	0.40	0.54	0.71	0.93	71.80	52.39	40.25	30.77
300043	星辉车模	41.22	0.74	1.04	1.53	2.60	38.53	27.52	18.60	10.95
平均							55.16	39.96	29.42	20.86

表：今年上市的创业板 2010PE 比较

证券代码	证券简称	首发上市日期	首发价格	EPS (2010)	2010PE
300088.SZ	长信科技	2010-05-26	24.00	0.70	34.49
300087.SZ	荃银高科	2010-05-26	35.60	0.77	45.98
300086.SZ	康芝药业	2010-05-26	60.00	1.36	44.23
300085.SZ	银之杰	2010-05-26	28.00	0.64	44.02
300084.SZ	海默科技	2010-05-20	33.00	0.58	57.35
300083.SZ	劲胜股份	2010-05-20	36.00	1.00	36.09
300082.SZ	奥克股份	2010-05-20	85.00	1.88	45.13
300081.SZ	恒信移动	2010-05-20	38.78	0.90	43.19
300079.SZ	数码视讯	2010-04-30	59.90	1.16	51.54
300078.SZ	中瑞思创	2010-04-30	58.00	1.26	46.04
300077.SZ	国民技术	2010-04-30	87.50	1.46	59.86
300076.SZ	宁波 GQY	2010-04-30	65.00	1.33	48.72
300075.SZ	数字政通	2010-04-27	54.00	1.05	51.44
300074.SZ	华平股份	2010-04-27	72.00	1.50	48.13
300073.SZ	当升科技	2010-04-27	36.00	0.87	41.21
300072.SZ	三聚环保	2010-04-27	32.00	0.71	45.25
300071.SZ	华谊嘉信	2010-04-21	25.00	0.70	35.92
300070.SZ	碧水源	2010-04-21	69.00	1.25	55.02
300069.SZ	金利华电	2010-04-21	23.90	0.66	36.36
300068.SZ	南都电源	2010-04-21	33.00	1.04	31.83
300067.SZ	安诺其	2010-04-21	21.20	0.60	35.54

300066.SZ	三川股份	2010-03-26	49.00	1.81	27.12
300065.SZ	海兰信	2010-03-26	32.80	0.77	42.67
300064.SZ	豫金刚石	2010-03-26	21.32	0.46	46.71
300063.SZ	天龙集团	2010-03-26	28.80	0.66	43.60
300062.SZ	中能电气	2010-03-19	24.18	0.77	31.40
300061.SZ	康耐特	2010-03-19	18.00	0.50	35.89
300059.SZ	东方财富	2010-03-19	40.58	0.77	52.96
300058.SZ	蓝色光标	2010-02-26	33.86	0.61	55.79
300057.SZ	万顺股份	2010-02-26	18.38	0.49	37.30
300056.SZ	三维丝	2010-02-26	21.59	0.65	33.29
300055.SZ	万邦达	2010-02-26	65.69	1.46	44.97
300054.SZ	鼎龙股份	2010-02-11	30.55	0.82	37.37
300053.SZ	欧比特	2010-02-11	17.00	0.43	39.27
300052.SZ	中青宝	2010-02-11	30.00	0.58	51.82
300051.SZ	三五互联	2010-02-11	34.00	0.89	38.03
300050.SZ	世纪鼎利	2010-01-20	88.00	2.96	29.78
300049.SZ	福瑞股份	2010-01-20	28.98	0.78	37.09
300048.SZ	合康变频	2010-01-20	34.16	0.92	37.24
300047.SZ	天源迪科	2010-01-20	30.00	0.72	41.63
300046.SZ	台基股份	2010-01-20	41.30	0.80	51.41
300045.SZ	华力创通	2010-01-20	30.70	0.72	42.48
300044.SZ	赛为智能	2010-01-20	22.00	0.43	51.00
300043.SZ	星辉车模	2010-01-20	43.98	1.04	42.46
300042.SZ	朗科科技	2010-01-08	39.00	0.90	43.25
300041.SZ	回天胶业	2010-01-08	36.40	1.04	34.87
300040.SZ	九洲电气	2010-01-08	33.00	0.45	73.60
300039.SZ	上海凯宝	2010-01-08	38.00	0.60	63.78
300038.SZ	梅泰诺	2010-01-08	26.00	0.67	38.82
300037.SZ	新宙邦	2010-01-08	28.99	0.72	40.22
平均值					43.66

七、风险分析

n 创意被模仿的风险



中国艺术陶瓷仿制仿冒的现象较多，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。

n 汇率风险

公司销售以出口为主，出口国币值汇率贬值会带来汇兑损失。

n 核心设计人员流失风险

艺术陶瓷以创意和设计为灵魂，公司核心设计人员流失会引起创意、设计水平的下降。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。