

长城集团 300089.SZ



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

长城集团新股分析报告

投资要点:

■ 公司主要从事创意艺术陶瓷的研发设计、生产和销售，是国内艺术陶瓷行业的龙头企业。2007-2009 年度艺术陶瓷销售收入分别为 16768.27 万元、23581.87 万元和 28645.28 万元，年均增长 31.05%，其中 2008 年度艺术陶瓷产品出口金额位居行业第二名。

■ 艺术陶瓷的物理价值并不高，产品本身被赋予的特定艺术内涵和独特的文化故事才是价值的重要组成部分，附加值较高，不同档次的艺术陶瓷产品价格差异也很大。艺术陶瓷具有高延展性、高附加值、高技术性和高成长性特点。

■ 我国陶瓷发展的起源地和原材料区域特征，决定了我国艺术陶瓷区域发展的分布格局。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，此外，艺术陶瓷行业的发展也与区域经济发展水平相关，一般的，发达国家或者发展中国家的经济发达地区市场需求较大，反之则较低。目前行业前列的公司主要有唐山亚利陶瓷、广东长城集团、广东四通集团、景德镇法蓝瓷和重庆锦晖陶瓷等，但并没有出现垄断或寡头垄断的竞争格局。

■ 根据国外经验，当人均 GDP 达 6000 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 8000 美元时，此类产品的需求将迎来高速发展的阶段。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。

■ 公司相对于行业同类企业的竞争优势体现：创意设计优势；工艺技术优势；自主品牌和营销渠道优势。

■ 公司募集资金将主要用于四大项目：1、创意产品设计中心项目；2、国内营销体系建设项目；3、骨质瓷生产线建设项目；4、废弃陶瓷循环利用建设项目。

■ 公司 2010 年、2011 年每股收益约为 0.58 元、0.74 元。根据比较，我们认为给予公司 10 年 35-40 倍左右的市盈率相对合理，大体上可以得出公司二级市场上的合理价格大概为 20.30 元 - 23.20 元。

财务摘要	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万元)	260.83	320.32	418.27	538.48
收入同比	43.84%	22.80%	30.58%	28.74%
净利润(百万元)	27.24	44.65	58.55	74.51
净利同比	14.59%	63.91%	31.13%	27.36%
EPS(元)	0.27	0.44	0.58	0.74
EPS 同比	14.59%	63.91%	31.13%	27.36%
PE(倍)	-	-	-	-

注：每股收益发行后总股本摊薄后计算

数据来源：公司公告

建筑建材

评级:	无评级
合理价格区间:	20.30-23.20
上市首日价格预测:	28.27-31.53

发行价格:	--
	2010.6.9

基础数据

总市值(百万元)	
发行后总股本/发行规模(百万股)	100/25
资产负债率(%)	33.75
净资产收益率(%)	20.08
每股净资产(元)	2.97

解文杰	行业研究员
执业证书编号	S0820208110015
电话	021-32229888*3506
邮箱	xiewenjie@ajzq.com

相关报告

请务必阅读正文之后的重要声明

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.cn

一、公司概况

1.1、公司基本情况

公司位于“中国瓷都”——广东省潮州市，潮州是目前国内主要的陶瓷产区之一。公司充分利用潮州质地优良的瓷土矿资源和成熟完整的陶瓷产业配套等产业区位优势，主要从事创意艺术陶瓷的研发设计、生产和销售，是国内艺术陶瓷行业的龙头企业。2007-2009 年度艺术陶瓷销售收入分别为 16768.27 万元、23581.87 万元和 28645.28 万元，年均增长 31.05%，其中 2008 年度艺术陶瓷产品出口金额位居行业第二名，仅次于唐山亚利陶瓷有限公司。

表 1：公司业务结构

产品	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）
艺术陶瓷	28645.28	89.43	23581.87	90.41	16768.27	92.56
其他陶瓷	3386.28	10.57	2501.47	9.59	1348.25	7.44
合计	32031.56	100.00	26083.34	100.00	18116.52	100.00

资料来源：公司招股意向书

1.2、行业及公司经营模式

在经营模式上，国内陶瓷企业的传统模式是以海外市场开发为主，通过外贸公司或自营，以参加展览会获取订单后生产或委托生产。受自身能力限制以及出于经营策略考虑，陶瓷行业主要有以下五种主要经营模式，如表 2。公司则通过自主品牌、ODM、OEM 三种方式生产销售产品，其中以自主品牌销售为主。公司通过挑选优秀经销商作为代理，将品牌推广作为渠道发展和维护的重点工作，不断扩大产品销售额，提高自主品牌产品销售收入占公司主营业务收入的比例。近几年来，公司自主品牌产品实现的销售收入占比达 60%左右，并呈逐年增加的趋势，而 OEM 产品实现的销售收入占比仅为 10%左右，且呈逐年下降的趋势。

表 2：公司经营模式各主要环节

序号	经营模式	主要经营特点
1	生产外包的品牌运营商	注重品牌建设、研发设计、销售渠道拓展；经营自主性和盈利能力强
2	设计及生产外包的品牌运营商	注重品牌建设、销售渠道拓展；经营自主性和盈利能力强。
3	一体化经营的品牌运营商	对品牌、研发、生产和销售的各经营环节均重视；经营自主性和盈利能力强
4	ODM 厂商	注重生产、研发设计；经营自主性和盈利能力较弱
5	OEM 厂商	只注重生产；经营自主性和盈利能力最弱。

资料来源：公司招股意向书

1.3、公司股权结构图

公司本次拟向社会公众发行 2500 万股普通股，发行前后公司股本结构如下表所示：

表 3：公司本次发行前后股本变化

股东	发行前		发行后	
	持股数（万股）	持股比例（%）	持股数（万股）	持股比例（%）
蔡廷祥	3825.00	51.00	3825.00	38.25
深港产学研	750.00	10.00	750.00	7.50
吴淡珠	528.00	7.04	528.00	5.28
陈素芳	528.00	7.04	528.00	5.28
中证投资	408.00	5.44	408.00	4.08
西域投资	262.50	3.50	262.50	2.625
陈得光	229.80	3.064	229.80	2.298
盈峰投资	225.00	3.00	225.00	2.25
本次拟发行流通股	——	——	2500.00	25.00
合计	7500.00	100.00	10000.00	100.00

资料来源：公司招股意向书

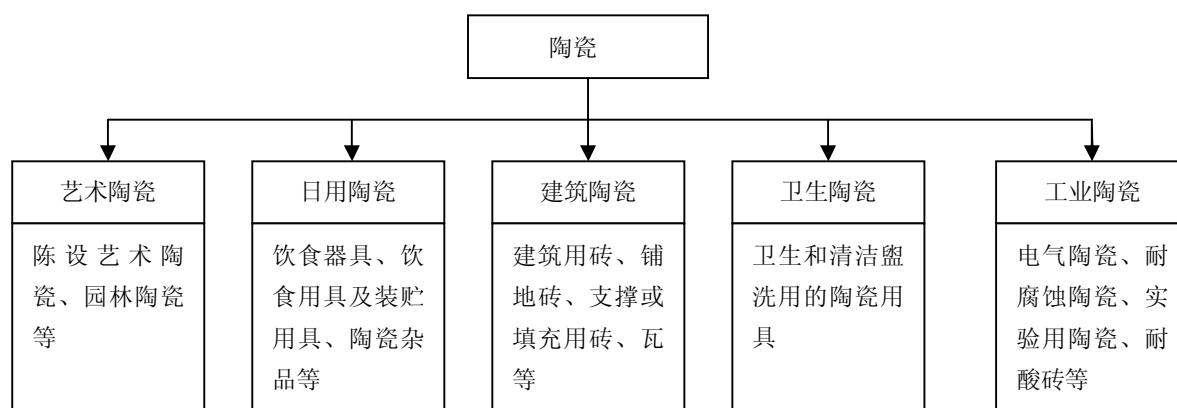
二、行业及公司分析

2.1、艺术陶瓷分类及特征

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。

艺术陶瓷的物理价值并不高，产品本身被赋予的特定艺术内涵和独特的文化故事才是价值的重要组成部分，附加值较高，不同档次的艺术陶瓷产品价格差异也很大。同时，艺术陶瓷的功能化，即给传统观赏性艺术陶瓷赋予实用功能，改变以往传统艺术陶瓷作为单一陈设用瓷的特点，也是未来的发展趋势。

图 1：2007 年我国的艺术陶瓷市场区域结构



资料来源：公司招股意向书，爱建证券研究总部

艺术陶瓷行业的特征：艺术陶瓷作为陶瓷行业最具创意性和成长性的子行业，与其他类别的陶瓷产业相比具有显著的差异，具体表现在以下几个方面：

1、高延展性：艺术陶瓷的核心产品价值在于其文化底蕴和艺术创意。该核心价值脱离物理属性限制，因此较容易与相关行业匹配。所以，艺术陶瓷行业延展性丰富，通过与其他传统行业的巧妙结合，能够创造巨大的商业价值。

2、高附加值：艺术陶瓷承载中国数千年陶瓷文化底蕴，与书法、绘画、篆刻、雕塑等古典和现代文化表现形式相结合，集创意内涵和材料科技一体，

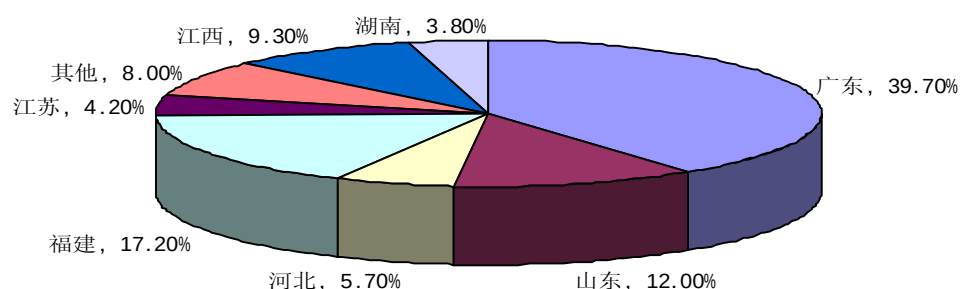
3、高技术性：艺术陶瓷的高创意性决定了个性化需求高、造型复杂多变，难以实现标准化，在产品设计中难以快速成型、在烧成过程容易因为重心不对称等问题而造成开裂。因此，艺术陶瓷的研发设计和生产需要较高的工艺技术水平。

4、高成长性：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，因此中国的艺术陶瓷品牌必将在未来的国际竞争中扮演更为重要的角色。国力的昌盛和中国文化在国际更广泛的传播，都将有利于国内艺术陶瓷品牌参与国际竞争。

2.2、艺术陶瓷行业竞争格局

我国陶瓷发展的起源地和原材料区域特征，决定了我国艺术陶瓷区域发展的分布格局。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，此外，艺术陶瓷行业的发展也与区域经济发展水平相关，一般的，发达国家或者发展中国的经济发达地区市场需求较大，反之则较低。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，是世界第一艺术陶瓷制造大国。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，几大产区均有企业上榜，广东 23 家企业入围，是出口最活跃的艺术陶瓷产区，其中潮州独揽 10 家。目前国内艺术陶瓷行业内规模较大的企业为如下几家，但并没有垄断或寡头垄断的竞争格局。

图 2：2007 年我国的艺术陶瓷市场区域结构



资料来源：公司招股意向书，爱建证券研究总部

请务必阅读正文之后的重要声明

表 4： 艺术陶瓷行业主要企业一览

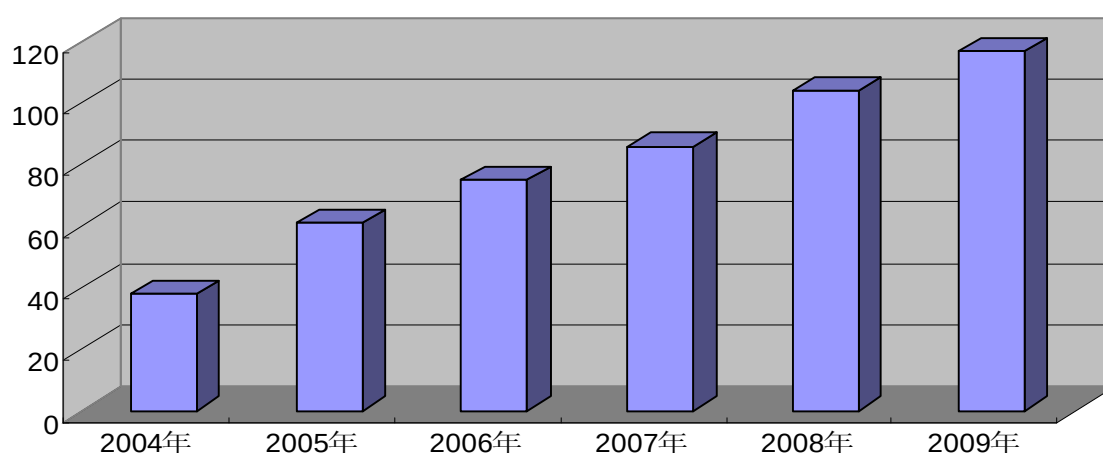
企业名称	销售收入（亿元）	生产能力（万件）	市场地位
唐山亚利陶瓷有限公司	4	-	意大利独资企业，产品全部出口，2008 年艺术陶瓷出口排名第一
广东长城集团股份有限公司	3	1500	本土艺术陶瓷企业的出口第一品牌
广东四通集团有限公司	3	2000	工艺瓷与日用瓷出口企业
景德镇法蓝瓷实业有限公司	2	60	国内艺术陶瓷高端品牌及渠道具有较高的市场影响力
重庆锦晖陶瓷有限公司	2	8000	国内酒水包装工艺瓷领先企业

资料来源：公司招股意向书，爱建证券研究总部

2.3、艺术陶瓷行业容量巨大，发展前景广阔 —— 受益消费升级

我国目前已是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%。应该说，随着我国国民经济快速发展、人民生活水平不断提高、公众审美情绪逐步提高，与此同时艺术陶瓷重视依靠现代先进技术，在瓷土配方、外观造型上加以研究开发和创意设计，提高工艺水平，增加艺术内涵，使得艺术陶瓷市场不断升温，其中在建筑、装潢、家居、收藏、礼品等行业艺术陶瓷表现出强劲的增长趋势。

图 3： 2004 年-2009 年我国艺术陶瓷行业销售收入（亿元）



数据来源：Wind 资讯经济数据库，公司招股意向书

根据国外经验，当人均 GDP 达 6000 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 8000 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 8000

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 6000 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。根据预测，2010 年国内艺术陶瓷的市场规模约在 75 亿元左右。

随着经济发展和社会进步，人们的生活水平和家居品位也在逐步提高，消费者对居家环境和装饰的需求不断加大，而对高档艺术陶瓷的收藏和礼品馈赠的需求也不断增加，艺术陶瓷市场潜力巨大。

三、公司相对于行业同类企业的竞争优势体现

3.1、创意设计优势

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：1、公司拥有面积约 7000 平方米的艺术陶瓷展厅，艺术陶瓷种类已累积超过 70000 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，形成业内领先的“创意研发数据库”，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；2、为保证自主创新的持续进行，公司每年用于研发的投入占营业收入的比重约为 3%，公司坚持走产、学、研相结合的设计开发道路，与国内外著名院校和设计事务所、工作室建立长期稳定合作关系；3、公司自主研发的“宫廷式特种工艺陶瓷系列产品”和“镶嵌式抗菌陶瓷编制工艺制品”等产品在国内处于领先地位。

3.2、工艺技术优势

公司将传统陶瓷文化与现代工艺技术相结合，在工艺技术等方面不断创新，从而降低生产成本，提高产品科技含量。公司是国家高新技术企业，拥有占地 6000 多平方米的“广东省陶瓷装饰材料工程技术研究中心”和“省级企业技术中心”。公司善于将新技术新设备引入到艺术陶瓷领域，例如公司在陶瓷行业最早订制“精雕 CNC 数控雕刻机”，使得模具从设计到成型制作均能实现信息化和机械化，缩短产品的设计周期、有效降低成本。而针对原材料占陶瓷生产成本比例较高的问题，公司自主研发的废瓷回收再生利用技术，可稳定公司和外协配套厂家的瓷泥供应，有利于生产成本节约和资源循环利用。

3.3、自主品牌和营销渠道优势

公司致力于创建民族艺术陶瓷领军品牌，并不断加强营销渠道的建设，在自主品牌和营销渠道方面具备明显优势：1、公司目前已拥有覆盖 68 个国家和地区的 400 多个客户，其中业务往来较频繁的客户达 120 多个，并与国外多个知名经销商如美国的 LOWE'S、ROSS、HOBBY LOBBY 等建立了长期稳定的供销合作关系。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。2、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平均约为 60%。

四、募集资金投向项目

本次募集资金投资项目及核准情况如下：

表 5：公司发行募集资金投入项目及投入时间进度表

单位：万元

序号	项目名称	募集资金使用计划			
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	合计
1	创意产品设计中心项目	1277.50	722.50	—	2000.00

2	国内营销体系建设项目	3614.38	1645.00	705.00	5964.38
3	骨质瓷生产线建设项目	1043.00	3696.60	1474.07	6213.67
4	废弃陶瓷循环利用建设项目	798.00	1059.05	—	1857.05

资料来源：公司招股意向书

此次募投项目将对公司产生以下方面影响：创意产品设计中心项目的实施能够进一步提升产品设计和研发实力；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；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；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。应该说，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“主抓研发营销、做精高端制造、外包低端加工”经营模式的重要基础，增强公司的核心竞争力。

五、盈利预测及估值

5.1、盈利预测

表 4：建研集团盈利预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	181.33	260.83	320.32	418.27	538.48
减：营业成本	138.44	200.26	235.37	310.02	402.46
营业税金及附加	2.15	2.19	1.83	2.40	3.08
营业费用	7.28	7.81	8.20	13.34	17.18
管理费用	4.25	6.42	17.09	22.32	28.73
财务费用	7.34	7.85	6.92	1.30	-0.63
资产减值损失	0.68	1.59	-0.43	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	21.19	34.71	51.33	68.89	87.66
加：其他非经营损益	6.75	1.77	2.15	0.00	0.00
利润总额	27.94	36.48	53.48	68.89	87.66
减：所得税	4.18	9.24	8.82	10.33	13.15
净利润	23.77	27.24	44.65	58.55	74.51
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	23.77	27.24	44.65	58.55	74.51

资料来源：爱建证券研究总部

5.2、估值

请务必阅读正文之后的重要声明

根据上面盈利预测给出的业绩预测，公司 2009 年、2010 年、2011 年每股收益（按此次发行后总股本摊薄计算）约为 0.44 元、0.58 元、0.74 元。按照公司 09 年、10 年的业绩以及中小板上市公司的市盈率水平情况，基于公司未来的盈利增长情况及相对谨慎的态度，我们给予公司 10 年 35-40 倍左右的市盈率相对合理，大体上可以得出公司级市场上的合理价格大概为 20.30 元 - 23.20 元。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上;

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%;

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内;

卖出: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上。

I 行业评级

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。