

印中设备再制造、国际化布局加速

——长荣股份（300195）半年报点评

2011年8月15日

强烈推荐/维持

长荣股份

财报点评

银国宏	执业证书编号：S1480510120002
联系人：史成波	shicb@dxzq.net.cn 010-66554022

事件：

2011年8月15日长荣股份公布了半年度报告：

报告期内，公司实现营业收入 24,908.15 万元，比去年同期增长 64.5%，利润总额 8,963.40 万元，同比增长 117.36%，实现归属于母公司的净利润 7,489.64 万元，同比增长 120.33%。

评论：

积极因素：

➤ 创新经营，永续发展。

公司重视研发投入，报告期内研发费用增加是由于公司加大了单张纸检测设备及喷码设备的研发，上半年研发占比达到 4.23%。新产品开发进展顺利。

表 1：公司研发费用占比

项目	2011H	去年同期	同比（%）
研发费用（元）	10,544,136.94	6,278,449.88	67.94%
营业收入（元）	249,081,460.26	151,418,852.60	64.50%
占营业收入比重（%）	4.23%	4.15%	2.09%

资料来源：公司报告

表 2：新产品开发进展

设备	进度
卷筒纸平压平系列产品	已基本完成；细节改进
瓦楞纸糊盒设备	已完成样机试制，正在进行测试
瓦楞纸模切设备	完成设计评审，准备开始样机试制
单张纸检测设备及喷码设备	备已完成样机试制，并对目前发现的问题进行整改

资料来源：公司报告，东兴证券研究所

➤ 国际化路线从美、日开始突破。

公司拟使用部分超募资金投资设立天津长荣震德机械有限公司实施印刷设备再制造基地建设项目以及分别在美国、日本设立 MASTERWORK USA LLC 和 MK JAPAN，致力于北美地区和日本地区的销售和售后服务工作，符合公司的主营业务和业务发展规划，有利于公司完善产品结构、扩大市场占有率的需求，在生产技术、销售网络等方面获得提升和拓展，巩固行业地位，提升市场竞争力和盈利水平。

➤ 从再制造切入印中设备大市场。

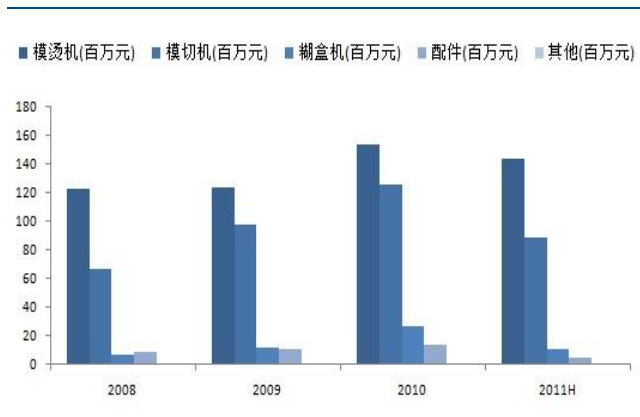
高端印刷设备产品动辄百万元，超过许多小型印刷企业的承受能力。在再制造产品由于充分利用了废旧产品可利用部件，成本要比新品低很多，总体来说，再制造产品的售价范围在新品价格的 40%-80%之间，平均为 60%，这与再制造的成本是一致的，但质量却与新产品不分上下。因此，再制造产品对于资金紧缺的中小印刷企业和更换设备频繁的企业来说是一个最佳的选择。

据印刷装备行业资讯显示，国内印刷装备每年产量大约在 2000 台套左右，废旧设备淘汰更新率约为 20%左右。按此比率估算，国内印刷装备再制造空间大约在 400~500 台套。公司是第一家提出印刷设备行业再制造的企业，公司拟建设年再制造各种印刷装备 120 台/套能够被市场所认可和消化。

➤ 毛利率稳定，期间费用率大幅下降。

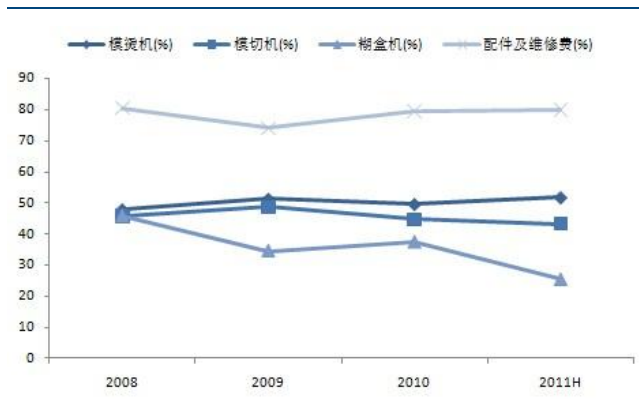
公司模烫机、模切机和糊盒机收入分别为1.4亿、0.88亿、0.11亿元，毛利率分别为51.74%、43.34%、25.40%，除收入占比较小的糊盒机毛利率有所下滑外，其余基本保持稳定。

图 2：细分产品收入情况



资料来源：公司报告，东兴证券整理

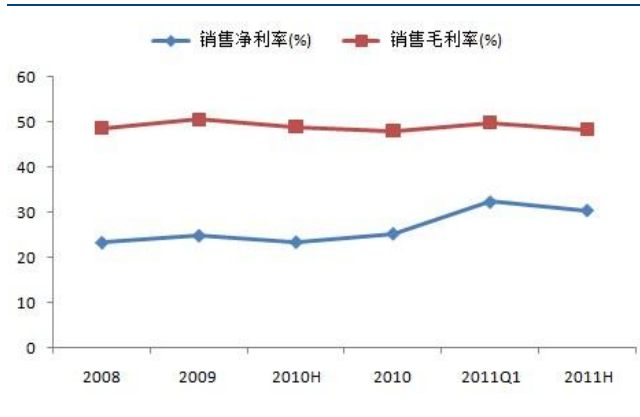
图 3：产品毛利率情况



资料来源：公司报告，东兴证券整理

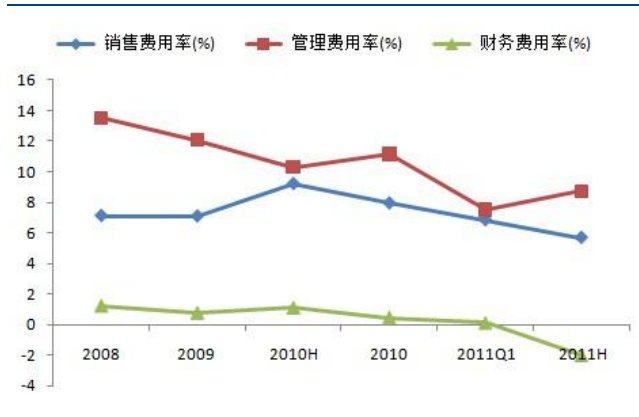
公司期间费用率大幅降至12.4%，销售费用率、管理费用率和财务费用率分别下降3.53、1.58和3.10个百分点。

图 2：公司毛利率和净利率情况



资料来源：公司报告，东兴证券整理

图 3：公司三项费用率情况



资料来源：公司报告，东兴证券整理

消极因素:

- 公司主营业务主要是模烫机、模切机等印后设备，公司招股说明书里数据显示2009印后设备市场规模45亿元，市场空间有限。

业务展望:

- 公司计划进军纸电池业务，纸电池是以纸张或其他薄膜基材为载体的电池，以导电墨水印刷制成的超薄电池，具有轻便、环保等优点。未来纸电池业务发展符合预期，有望成为公司业务增长的重要支撑。
- 印后设备市场空间有限，公司为了避开天花板限制，此次欲跳出印后设备，在印中设备环节开展再制造，印刷机“十二五”末的市场规模约为280亿元（400*70%），有望极大拓展公司的业务空间。

盈利预测

我们小幅下调了模烫机、模切机、糊盒机的毛利率至51%、44%、15%。预计公司2011-13年EPS分别为1.51、2.14、2.56元，对应当前股价的PE分别为31.2X、22.0X、18.4X，考虑2012年的业绩，我们仍维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

- 1) 原材料价格持续上涨; 2) 新产品研发进展低于预期。

表 3: 盈利预测和估值

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	246.09	322.05	595.30	823.50	956.90
主营收入增长率	19.50%	30.87%	84.85%	38.33%	16.20%
EBITDA（百万元）	80.22	97.06	188.17	260.50	304.23
EBITDA 增长率	30.01%	20.99%	93.86%	38.44%	16.79%
净利润（百万元）	60.67	80.09	150.59	213.80	255.84
净利润增长率	27.43%	32.02%	88.01%	41.97%	19.67%
ROE	43.34%	36.42%	39.90%	37.80%	32.35%
EPS（元）	0.607	0.801	1.506	2.138	2.558
P/E	77.39	58.62	31.18	21.96	18.35
P/B	25.15	16.01	12.44	8.30	5.94
EV/EBITDA	43.81	36.21	24.22	16.70	13.32

相关报告:

- 1、《印刷机械行业深度报告：突破从印后设备开始》

2011年5月17日

分析师简介

银国宏

中国社会科学院经济学博士，东兴证券研究所所长，从事投资策略研究，曾在中信建投（华夏）证券研究所从事投资策略研究 7 年，累计从业经历 15 年。

联系人简介

史成波

工学学士，经济学硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用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本公司和作者无关。

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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。