



模切烫金机有望持续高增长

——长荣股份（300195）调研快报

2011年8月29日

强烈推荐/维持

长荣股份 调研快报

银国宏
联系人：史成波

执业证书编号：S1480207120048

电话：010-6655 4022 邮件：shicb@dxzq.net.cn

事件：

实地调研了解公司生产经营情况。

观点：

1、模切、烫金机的高增长驱动因素来源于三个方面。

从2007年开始模切烫金机的市场就出现了年均30-40%左右需求增速。特别从2009年下半年，国内市场对全自动模切烫印设备的需求有了一个爆发式的增长。这种井喷式、成倍的需求增长主要有三个方面的原因。

➤ 自动化装备升级，替代劳动力。

我国包装印刷企业往往比较重视印刷环节的自动化程度，纷纷斥资引进国际知名品牌的印刷设备，却忽视了印后环节的设备投入。以折页工序来说，目前机械刀的混合折页机在国内还有相当大的市场存量，几十万家印刷企业中，很难找到一台全自动折页机，半自动的也屈指可数。特别是在模切烫金领域，除利润丰厚的烟包印刷企业较早引进了自动化程度较高的模切烫印设备外，在一般的包装印刷企业中，手工或半自动模切烫印设备仍然较为常见，其中以素有“老虎嘴”之称的立式模切压痕机最具代表性，这类设备不但生产效率低下，而且在使用过程中稍有不慎印刷检测，就很容易发生安全事故。

➤ 终端用户的改变：非烟标市场需求爆发。

目前很多印刷品的终端用户在选择包装供应商时，也会将设备的自动化程度视作该供应商的实力象征之一，因此，包装印刷企业要想争取到更多订单，尤其是附加值高的CTP（计算机机制版）订单，全自动模切烫印设备已成为十分必要的设备配置。以往自动化程度较高的模切、烫金机往往在利润较高的烟标生产企业中应用较多，但近年来，在非烟标印刷领域，自动化模切烫金机的需求出现了爆发式增长。如很多酒品企业为了获得更好的货架效果，酒品包装对纸盒印后加工环节的要求也非常高；另一方面随着医药企业通过GMP认证后，联机全自动装盒机在医药生产企业的应用也越来越普遍，对高精度模切烫金机的需求也随之提高。

➤ 终端用户的改变：烟标市场的结构调整。

1) 烟草市场结构的内在调整。总体来看，我国对卷烟产业实施严格的专卖管理制度，对每年产品的总量进行严格的控制，并通过对卷烟产品进行分类管理，不同类别采取不同的税收制度也鼓励我国卷烟产业的结构性调整。并且国家通过不断提高中高端卷烟产品（一类、二类及三类卷烟）的不含税调拨价以鼓励整个卷烟产业向中高端方向发展。2007年标准实施以来，我国中高端卷烟产量不断提高，在整体卷烟产量中的比重不断扩大。而高端卷烟产品对烟标的印刷要求更加苛刻，被纳入烟草制造企业中的印刷厂不得已对技术和设备加大投入升级。

2) 烟标生产企业间竞争激烈。中国烟草制造商每生产1万支香烟要花掉567.04元人民币（82美元）的成本，其中有119.37元或21%的成本要花在包装上（中国烟草市场）。烟标市场带给印刷企业丰厚的利润，印刷企业为了防止外部印刷企业侵占自己的地盘，企业对设备的投资也将进一步加大。整个烟标市场往往也是各种高端印刷设备最早使用的地方。

2、新产品储备充足。

公司目前新产品主要有已经推向市场正在接受市场检验的产品有：检品机、数码喷墨印刷机等；即将推向市场的有瓦楞纸烫金机等；中长期储备的有纸电池等。

检品机已经推向市场，以往印刷企业在印刷产业的最后一个环节质量检查时，往往是采取人工肉眼识别的方式，这种方式销量低、次品率高、效率低；公司推出该项产品能够实现劳动力替代，市场接受的程度将会越来越高。目前该产品在试用阶段，公司正在加大科研，尽快解决烫金部分反光的问题。

数码喷墨印刷已经有销售记录，相对国内最大的竞争对手北大方正，公司在实力上有一定资本差距。这一印刷技术主要适用于短版印刷、可变码印刷，对于塑胶、电子、五金、有机玻璃等行业样品打样及产品批量生产起到了快速出样，加工成倍降低的特点，这一产品正在培育阶段。

瓦楞纸烫金机未来即将推向市场，纸电池产品也正在研发改进阶段。

3、扬帆海外，主攻欧美日市场。

由于模切、烫金机等主要应用于包装印刷领域，往往与社会发展程度正相关。公司在日本、美国相继准备成立海外分公司，公司全清废模切机得到了日本凸印公司的认可。今年1季度海外销售1,800万，上半年海外销售3,000万，我们预计公司全年海外销售可能达到7,000万，未来海外销售目标国内外各占50%。

风险提示：

1、行业内竞争加剧；2、经济剧烈变动，下游客户订单减少。

结论：

公司模切烫金机的爆发性高增长来源于印刷产业印后调整发展迎头赶上，以及烟标企业快速产品升级的行业特性，还有社会产品印刷包装的高档化需求，因此，我们认为模切烫金机市场的高增长仍有望持续。预计公司2011-13年EPS分别为1.51、2.14、2.56元，对应当前股价PE分别为31.7X、22.3X、18.6X。维持“强烈推荐”评级。

表1：公司盈利预测

	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	178.94	241.97	285.57
EBITDA增长率	30.01%	20.99%	84.35%	35.23%	18.02%
净利润（百万元）	60.67	80.09	150.64	213.83	255.77
净利润增长率	27.43%	32.02%	88.07%	41.95%	19.61%
ROE	43.34%	36.42%	11.62%	14.40%	14.96%
EPS（元）	0.607	0.801	1.506	2.138	2.558
P/E	78.61	59.54	31.66	22.30	18.65
P/B	25.55	16.27	3.68	3.21	2.79
EV/EBITDA	44.50	36.79	20.74	14.49	11.23

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

相关报告：

- 1、《印刷机械行业深度报告：突破从印后设备开始》
- 2、《印中设备再制造、国际化布局加速》

2011年5月17日

2011年8月15日

资产负债表 (百万元)		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产		239	310	1527	1875	2265	营业收入	246	322	595	824	957	
货币资金		90	105	1152	1357	1655	营业成本	121	167	313	427	492	
交易性金融资产		0	0	0	0	0	营业税金及附加	2	1	3	4	4	
应收票据		21	9	17	23	27	营业费用	17	26	48	66	77	
应收账款		26	41	75	104	121	管理费用	30	36	67	98	111	
其他应收款		6	3	6	8	9	财务费用	2	1	(8)	(20)	(25)	
预付款项		16	23	35	51	71	资产减值损失	1	1	1	1	1	
存货		81	130	243	331	382	公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
非流动资产		70	157	142	128	113	投资收益	(0)	0	0	0	0	
长期股权投资		0	0	0	0	0	营业利润	72	90	172	248	296	
固定资产		40	66	122	109	97	营业外收入	2	7	8	5	5	
无形资产		21	20	18	16	14	营业外支出	2	1	1	0	0	
其他		0	0	0	0	0	利润总额	72	96	179	252	301	
资产总计		309	467	1669	2003	2378	所得税	11	14	27	38	45	
流动负债		112	119	240	382	530	净利润	61	82	152	215	256	
短期借款		49	5	0	0	0	少数股东损益	1	2	2	1	1	
应付帐款		25	45	83	113	131	母公司所有者净利	61	80	151	214	256	
预收款项		21	65	146	259	389	财务比率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	
其他		0	0	0	0	0	盈利能力						
非流动负债		51	120	123	125	126	毛利率	50.63%	48.12%	47.49%	48.15%	48.54%	
长期借款		34	94	94	94	94	营业利润率	29.31%	27.83%	28.87%	30.08%	30.97%	
其他		0	1	4	6	7	净利率	24.65%	24.87%	25.30%	25.97%	26.73%	
负债合计		163	239	362	507	656	净资产收益率	43.34%	36.42%	11.62%	14.40%	14.96%	
实收资本		75	75	100	100	100	偿债能力						
资本公积		0	0	919	919	919	流动比率	2.14	2.61	6.37	4.91	4.27	
未分配利润		54	126	245	414	616	速动比率	1.41	1.52	5.36	4.04	3.55	
少数股东权益		7	8	10	11	11	资产负债率	52.57%	51.15%	21.72%	25.33%	27.60%	
母公司股东权益		140	220	1297	1485	1710	成长能力						
负债及权益合计		309	467	1669	2003	2378	营业收入增长率	19.50%	30.87%	84.85%	38.33%	16.20%	
现金流量表 (百万元)		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	营业利润增长率	35.32%	24.25%	91.79%	44.10%	19.65%	
经营活动产生现金流		42	74	116	210	302	净利润增长率	27.43%	32.02%	88.07%	41.95%	19.61%	
净利润		61	82	152	215	256	净资产增长率	27.95%	57.08%	489.70%	14.51%	15.16%	
折旧摊销		6	6	0	15	15	营运能力						
财务费用				(8)	(20)	(25)	应收帐款周转率	12.99	9.67	10.26	9.17	8.49	
投资收益				0	0	0	存货周转率	1.67	1.58	1.68	1.49	1.38	
公允价值变动损失				0	0	0	总资产周转率	0.90	0.83	0.56	0.45	0.44	
净营运资金增加		80	63	1096	206	242	每股指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	
投资损失				0	0	0	EPS	0.61	0.80	1.51	2.14	2.56	
投资活动产生现金流		(18)	(64)	(1)	(1)	(1)	每股红利	0.47	0.12	0.12	0.12	0.12	
资本支出				(3)	(2)	(1)	每股经营现金流	0.57	0.98	1.16	2.10	3.02	
其他				0	0	0	每股净现金流	0.03	0.32	10.47	2.06	2.97	
融资活动产生现金流		(23)	14	932	(3)	(4)	每股净资产	1.87	2.93	12.97	14.85	17.10	
长期贷款				0	0	0	价值比率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	
普通股增加				25	0	0	P/E	78.61	59.54	31.66	22.30	18.65	
资本公积增加				919	0	0	P/B	25.55	16.27	3.68	3.21	2.79	
支付股利、利息				0	0	0	EV / EBITDA	44.50	36.79	20.74	14.49	11.23	
其他				10	23	27							
现金净增(减)		2	24	1047	206	297							

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。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

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。