

2014-02-20

公司报告(点评报告)

评级 **减持**

长城集团 (300089)

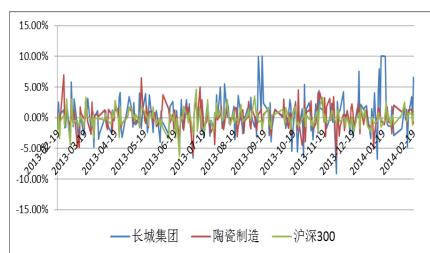
行业内外积极收购整合， 收入放缓盈利大幅下滑。

分析师：白仲发
电话：0533-68889217
地址：济南市经七路证券大厦 2501
齐鲁证券投资银行总部

■ 报告摘要

- **公司基本情况。**公司成立于 1996 年，主要从事各式中高档创意工艺、日用陶瓷的研发、制造和销售，2010 年 6 月 25 日在深圳证券交易所创业板成功挂牌上市，成为国内首家在创业板上市的创意艺术陶瓷企业。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。
- **治理机制逐步完善，较注重投资者回报。**上市以来公司逐步规范，公司治理机制不断完善；公司注重投资者回报和收益，公司制定 2012 年度-2014 年度股东分红回报规划，公司每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润的 10%，且任何三个连续年度内，公司以现金方式累计分配的利润应当不少于该三年公司实现的年均可分配利润的 30%。
- **营业收入增速放缓，盈利能力急剧下降。**公司发布 2013 年三季报，受整个宏观经济形势和行业不景气的影响，公司营业收入增速放缓，同比增长仅 4.86%；受财务费用率急速上升影响（同比增加 407.41%），本期公司费用率提升较快，同比增加 14.91%，公司的经营业绩大幅下滑，同比下降 49.98%，具体如下：

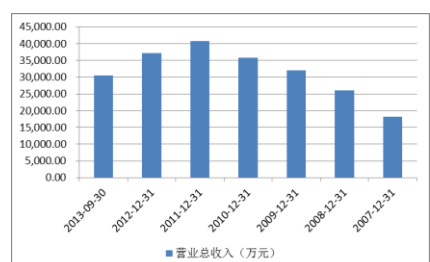
公司近一年来股票表现



资料来源：wind 资讯

单位(万元)	2012/9/30	2013/9/30	同比	Q3环比	Q1同比	Q2同比
营业收入	29,148.49	30,565.07	4.86%	-0.20%	-22.44%	16.15%
毛利率	29.28%	29.02%	-0.89%	-2.29%	5.13%	-2.87%
归属净利润	2,814.43	1,407.68	-49.98%	-22.45%	-24.28%	-71.59%

公司近年来收入情况



资料来源：wind 资讯

- **内外积极整合，未来盈利尚待检验。**近来，公司积极向非相关行业扩张，2014 年 1 月 10 日公告，公司与上海沃势文化传播有限公司实际控制人于 1 月 6 日签署了《投资意向书》，公司拟以 3000 万元投资参股交易对方持有的上海沃势 20% 股权，正式进入手机游戏行业。在陶瓷制造行业内，长城集团拟在河南省投资建设年产 2000 万只陶瓷酒瓶的生产中心，为后续扩产和上下游产业链的发展建设奠定基础，并于 2014 年 1 月 27 日午间公告，公司拟以自有资金 3000 万元收购宜兴市金鱼陶瓷有限公司 10% 股权，成为后者第四大股东。短期的整合对公司未来盈利带来较大挑战。
- **公司盈利预测。**公司持续对文化产业相关公司进行整合，盈利能力受到购入公司管理费用等增加的影响，同时由于自身整合力度增加，公司资金短缺，公司的财务费用将持续增加。我们预计 13、14 和 15 年 EPS 为 0.12、0.15 和 0.16 元，对应 PE 为 5.3、5.4 和 5.5 倍，评级减持。

1、公司概况

1.1 公司发展状况和上市概述

广东长城集团股份有限公司（以下简称“长城集团”）。长城集团前身系广东长城集团有限公司，于1996年2月1日在潮州市工商行政管理局注册成立。2008年7月22日，广东长城集团有限公司实施改制，以原股东作为发起人设立广东长城集团股份有限公司，公司注册资本为人民币6000万元，实收资本为6000万元。2008年11月19日，公司进一步增资扩股，变更后的注册资本为人民币7500万元。2010年6月25日，长城集团在国内创业板挂牌上市（股票代码为300089），成为国内首家在创业板上市的创意艺术陶瓷企业。

1.2 公司主要业务和产品

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。目前，长城集团已发展成为集陶瓷创意、工艺、材料研发、生产制造、贸易与销售、品牌经营于一体的综合性陶瓷企业，是潮州市龙头企业之一，现与多家陶瓷企业建立了紧密配套合作关系，通过“三统一独”（统一设计、统一质检、统一销售、独立运作），形成了以长城集团为主体、配套厂家相互支持的现代化生产协作模式。

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和实现产业化，推动国内艺术陶瓷行业的产业升级。

公司较具代表性的艺术陶瓷产品如下：

表 1：公司主要产品图示

创意艺术骨质瓷	北京奥运国礼“国娃”	长城红 骨质瓷	茅台“水立方”酒瓶
			
“双层通花”系列	手拉鸟巢碗	宫廷艺术系列	创意动物系列
			

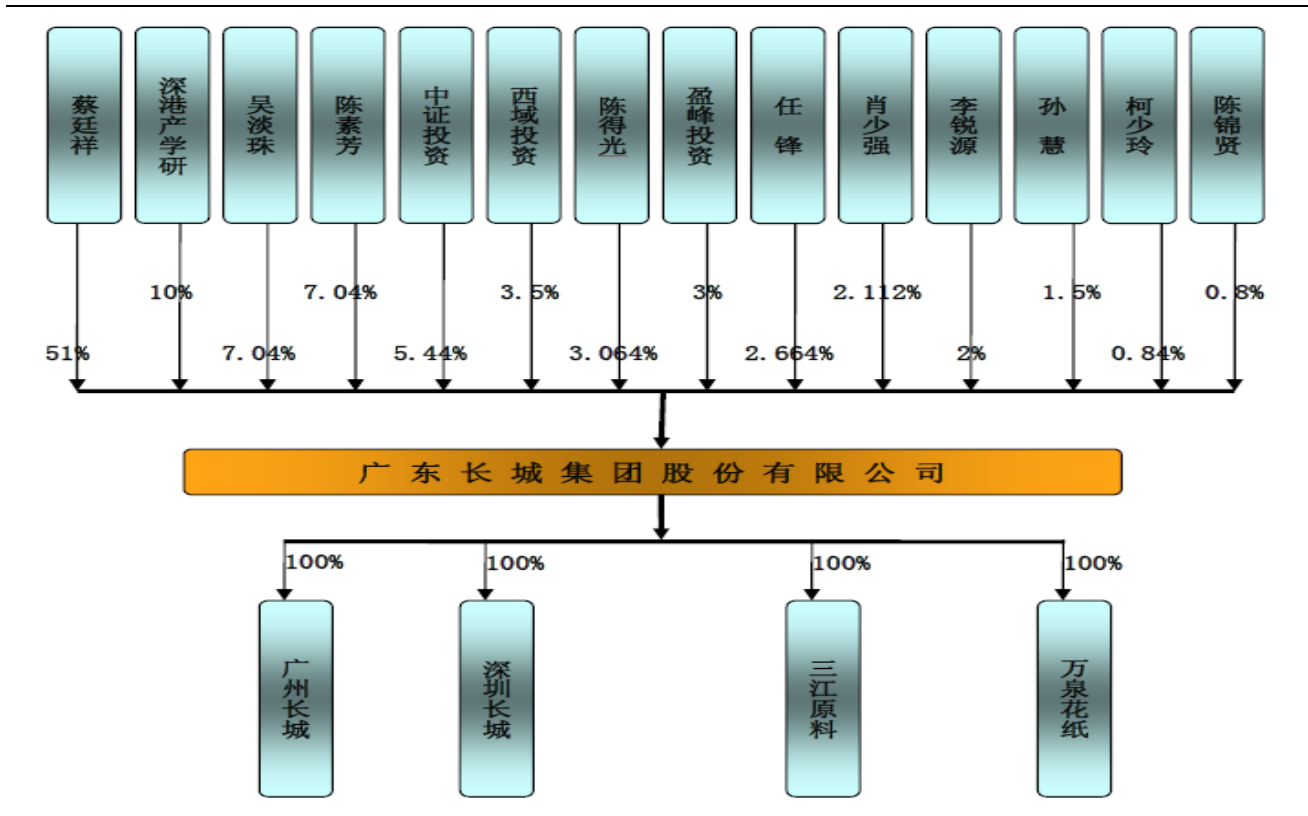
资料来源：长城集团招股说明书。

2、上市后公司股权结构更加合理，较注重投资者回报

2.1 长城集团公司治理机制逐步完善

公司通过上市历程，严格按照《公司法》和《证券法》等相关法律法规的要求，规范公司管理和经营的行为，制定和完善一整套公司治理机制、董事与高管的规范行为、财务控制和经营规范、信息披露和投资者关系管理等制度和规定。公司股东大会、董事会根据《公司章程》及相关制度的规定，认真履行自己的职责，对公司的重大决策事项作出决议，保证公司法人治理机制的有效正常运行。公司监事会将认真履行监管职责，定期召开会议，保证公司治理的合法合规。公司的整个营运更加规范，决策机制更加健全。公司上市前的股权结构图为：

图 2：长城集团上市前股权结构图



资料来源：长城集团招股说明书

截至 2013 年 9 月 30 日，公司前十大股东持股状况为：

表 2：长城集团前十大股东明细

股东名称	持股数量(股)	持股数量变动(股)	持股比例(%)	股本性质
蔡廷祥	57,375,000	0	38.25	限售流通A股,A股流通股
陈素芳	7,920,000	0	5.28	A股流通股
深圳前海硅谷天堂恒嘉股权投资基金合伙企业(有限合伙)	7,000,000	0	4.67	A股流通股
吴淡珠	5,940,000	0	3.96	限售流通A股
江阴海澜投资管理有限公司	5,560,000	0	3.71	A股流通股
任锋	2,997,000	0	2.00	限售流通A股,A股流通股
陈得光	1,947,000	0	1.30	A股流通股
深圳市东方明珠(集团)股份有限公司	1,440,000	0	0.96	A股流通股

李敏	1,100,000	0	0.73	A股流通股
左本俊	1,013,828	0	0.68	A股流通股
合计	92,292,828	-	61.54	-

资料来源: wind 资讯

随着公司上市股份逐渐解禁,公司的股权结构进一步合理,公众的持股比例将进一步提高,更加有利于公司治理机制的完善和公司相关监管,公司的信息更加透明。

2.2 公司分红与派息

2012年4月24日,长城集团召开的2011年年度股东大会审议通过2011年年度权益分派方案,具体为:以公司现有总股本100,000,000股为基数,向全体股东每10股派1.20元人民币现金(含税;扣税后,个人、证券投资基金、QFII、RQFII实际每10股派1.08元;对于QFII、RQFII外的其他非居民企业,公司未代扣代缴所得税,由纳税人在所得发生地缴纳);同时,以资本公积金向全体股东每10股转增5股。

分红前本公司总股本为100,000,000股,分红后总股本增至150,000,000股。

公司自2010年6月25日上市以来,总计分红1次,累计现金分红1200万元,占累计实现净利润的比重为11.43%。

表 3: 长城集团上市以来分红情况

报告期	净利润 (万元)	期末可分配利润 (万元)	现金分红总额 (万元)	期末未分配利润 (万元)	股利支付率 (%)	收益留存率 (%)	ROIC (%)
2013/9/30	1,407.68	-	-	-	-	-	1.39
2012/12/31	2,047.37	-	-	12,045.72	-	-	2.17
2011/12/31	3,774.14	-	1,200.00	11,695.21	31.8	68.2	4.33
2010/12/31	3,267.85	-	-	8,472.94	-	-	5.6

资料来源: wind 资讯

3、公司营业收入增长放缓,经营业绩大幅下滑

3.1 公司营业收入情况

2013年10月28日,长城集团公布了三季度报告,公司营业收入达到30,565.07万元,同比仅增长4.86%。2013Q3营业收入10,764.19万元,同比增长30.64%,比Q2的增幅有所提升。2014年1月20日,公司发布2013年度业绩预告,公告显示,2013年度,公司基本经营情况稳定,销售业务保持稳定增长。公司主要经营收入增长缓慢,与行业整体发展低迷以及宏观经济发展放缓有关。

3.2 公司经营业绩情况

公司三季报的数据显示,公司的毛利率为29.02%,净利率为4.61%,分别同比下降0.89%和52.28%,毛利下降的主要受期间费用率上升的影响,公司总的费用率由2012年9月底的20.73%上升到本季度末的23.82%,同比增长14.91%。2013Q3毛利率环比下降2.29%,净利率环比下降22.17%,费用率水平环比上升6.09%,主要系财务费用大幅增加所致,由于外汇汇率年末变动较大、募投项目的投入使定期存款减少,导致汇兑损失增加、利息收入减少,报告期财务费用同比大幅上涨。本期公司非经常性损益达到753.53万元,占利润的比重达到53.53%,同比增长18.64%,其中主要为政府补助。

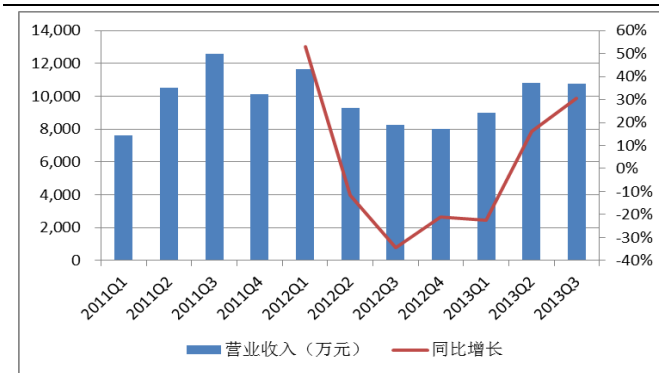
公司发布 2013 年度业绩预告显示，由于报告期内期间费用大幅增长，全年实现的净利润比上年同期下降，归属于上市公司股东的净利润比预计上年同期下降 60%-90%。

表 4：盈利情况分析

单位 (万元)	2012/09/30	2013/09/30	同比	2013Q3
营业收入	29,148.49	30,565.07	4.86%	10,764.19
毛利率	29.28%	29.02%	-0.89%	28.14%
费用率	20.73%	23.82%	14.91%	24.74%
销售费用率	10.95%	9.40%	-14.16%	9.39%
管理费用率	10.86%	11.09%	2.12%	10.77%
财务费用率	-1.08%	3.32%	407.41%	4.58%
其他成本占营收比	0.00%	0.34%	-	0.00%
投资收益	0	0.08	-	0
营业利润	2,248.68	1,246.48	-44.57%	280.22
营业外净收入	1,479.03	881.99	-40.37%	87.52
利润总额	3,727.71	2,128.48	-42.90%	367.74
所得税	913.28	720.80	-21.08%	175.31
净利率	9.66%	4.61%	-52.28%	1.79%
归属净利润	2,814.43	1,407.68	-49.98%	192.43
其中非经常损益	1,269.84	753.53	-40.66%	74.92
非经常损益占比	45.12%	53.53%	18.64%	38.93%

资料来源：公司第三季度报告

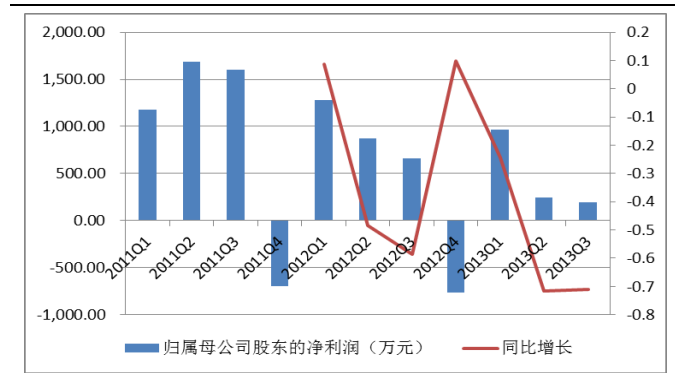
图 3：13Q3 营业收入同比增长 30.64%



资料来源：公司公告，wind 资讯数据整理

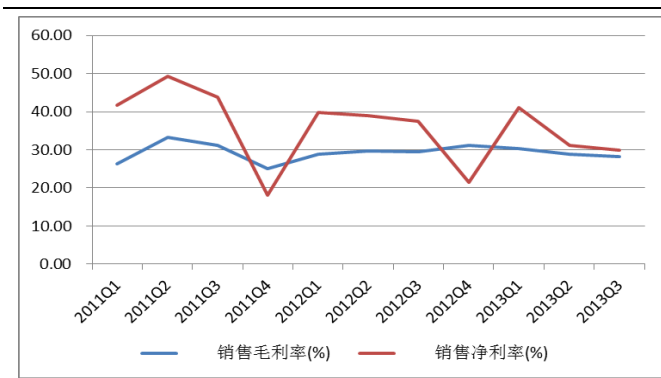
图 5：13Q3 毛利率环比下降 2.29%，净利率环比下降 22.17%

图 4：13Q3 归属净利润增速同比下降 71.01%

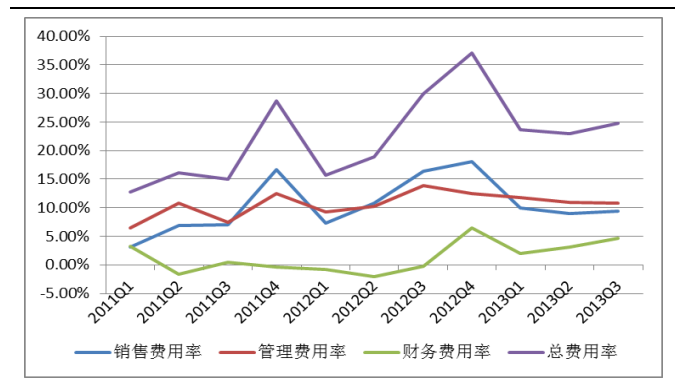


资料来源：公司公告，wind 资讯数据整理

图 6：13Q3 费用率水平环比上升 7.50%



资料来源：公司公告，wind 资讯数据整理



资料来源：公司公告，wind 资讯数据整理

4、公司股票的市场表现

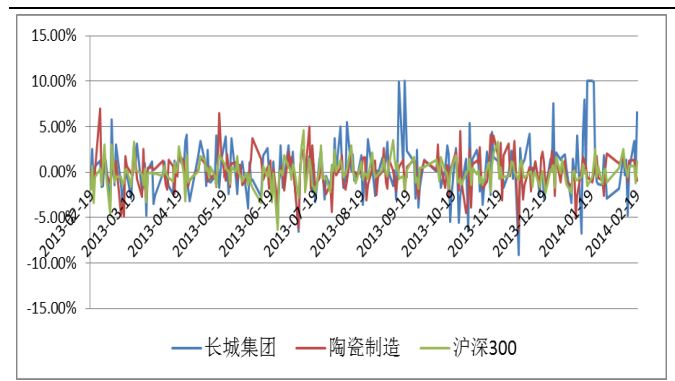
相比陶瓷制造行业和沪深 300 股指，公司股票在二级市场上波动较大，近一年来，受公司业务范围不断拓展的影响，公司股票呈上升趋势，公司上市以来至 2014 年 2 月 21 日，股票交易情况主要为：

图 7：公司股票的 K 线图（周线）



资料来源：wind 资讯

图 8：公司股票近一年在行业中的市场表现



资料来源：wind 资讯

5、行业内外并购整合，未来盈利能力尚需考验

近年来，长城集团在陶瓷制造行业内部积极扩张产能，在原有业务基础上，积极响陶瓷酒瓶制造方向拓展。长城集团拟在河南省投资建设国内最大、产业配套最齐全的创意包装陶瓷绿色产业基地。项目首期将投资建设年产 2000 万只陶瓷酒瓶的生产中心，为后续扩产和上下游产业链的发展建设奠定基础。公司将根据项目首期的运营情况和市场情况展开二、三期项目的规划与建设。与此同时，公司积极参股行业内相关企业。公司于 2014 年 1 月 27 日午间公告，公司拟以自有资金 3000 万元收购宜兴市金鱼陶瓷有限公司（简称“金鱼陶瓷”）10%股权，成为后者第四大股东，而金鱼陶瓷是目前国内较大的陶瓷酒瓶生产企业。

在陶瓷制造行业之外，公司亦在不断寻找发展机会。公司于 2013 年 12 月 25 日公告，公司通过了《关于变更公司经营范围暨修改<公司章程>及授权董事会办理工商备案登记手续的议案》，该议案显示，为更好的实现公司今后在文化产业的布局，形成文化产业链，公司拟对经营范围进行变更，新增手机、计算机软件开发、销售等经营领域。2014 年 1 月 10 日公告，公司与上海沃势文化传播有限公司实际控制人于 1 月 6 日签署了《投资意向书》，公司拟以 3000 万元投资参股交易对方持有的上海沃势 20%股权，正式切入手机游戏领域。

公司加大并购整合力度，短期内对公司管理能力和财务现金承受能力带来很大挑战。在陶瓷制造行业，受“禁酒令”、三公消费下降影响，行业增速下滑，对公司的市场营销和推广带来很大考验；在文化产业，公司跃跃欲试，投资进入手机游戏领域，与公司原有业务差异较大，将对公司的整合能力带来较大挑战。总之，公司未来一段时间的盈利情况仍不明朗。

6、公司盈利预测

公司作为国内最大的艺术陶瓷生产商，文化属性是公司产品的第一属性。公司于2013年12月变更营业范围，新增手机、计算机软件开发、销售等经营领域。今年以来，公司加快行业内外整合脚步，由于部分行业跨度相对较大，整合难度较高，公司盈利能力受此影响明显。同时，公司募投项目投资完毕，以自有资金在河南投资年产2000万只陶瓷酒瓶的生产中心，使得公司存款持续下降，财务费用急剧增长。据此，预测公司未来的主要财务指标如下：

表 5：财务报表及指标预测

单位：百万元

利润表	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	371.31	392.03	413.91	437.01	货币资金	607.18	539.90	464.92	608.59
减：营业成本	261.13	281.05	296.74	313.30	应收和预付款项	152.84	73.51	165.47	86.85
营业税金及附加	3.24	3.27	9	12	存货	90.27	38.74	97.47	46.34
营业费用	46.38	48.97	51.70	54.59	其他流动资产	2.74	2.74	2.74	2.74
管理费用	41.61	43.94	46.39	48.98	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	2.01	-7.06	-11.30	-12.08	投资性房地产	0	0	0	0
资产减值损失	3.41	0	0	0	固定资产和在建工程	137.61	119.41	101.21	83.01
加：投资收益	0	0	0	0	无形资产和开发支出	6.30	5.43	4.56	3.69
营业利润	13.53	21.72	26.78	28.42	其他非流动资产	25.16	12.58	0.00	0.00
加：其他非经营损益	17.57	0	0	0	资产总计	1022.10	792.30	836.38	831.22
利润总额	31.11	21.72	26.78	28.42	短期借款	220	0	0	0
减：所得税	10.64	3.26	4.02	4.26	应付和预收款项	24.24	-0.42	25.34	0.74
净利润	20.47	18.46	22.76	24.15	长期借款	0	0	0	0
减：少数股东损益	0	0	0	0	其他负债	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	20.47	18.46	22.76	24.15	负债合计	244.24	-0.42	25.34	0.74
EPS (元/股)	0.14	0.12	0.15	0.16	股本	150.00	150.00	150.00	150.00
现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E	资本公积	485.89	485.89	485.89	485.89
经营性现金净流量	12.29	149.26	-81.83	136.31	留存收益	141.97	156.83	175.15	194.58
投资性现金净流量	-22.77	0.00	0.00	0.00	归属母公司股东权益	777.87	792.72	811.04	830.48
筹资性现金净流量	76.25	-216.54	6.86	7.36	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量净额	65.65	-67.29	-74.98	143.67	股东权益合计	777.87	792.72	811.04	830.48
					负债和股东权益合计	1022.10	792.30	836.38	831.22

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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，但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对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，本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券”，且不得对本报告进行有违原意的删减或修改。