



印后设备恢复性好转，云印刷步入良性循环轨道

——长荣股份（300195）调研快报

关注 1：印后设备：下游观望气氛减弱，订单恢复性好转

公司印后设备主要下游需求是烟包和以酒包代表的社会包装，整体受到经济形势的负面影响，下游客户提货速度放缓，导致发货量下降、收入下滑，但整体订单仍然保持正增长。其中，烫金机今年下滑幅度较大，主要受烟标企业改版预期影响，烟标印刷行业整体观望气氛浓厚，延迟提货现象比较普遍。随着政策预期的明朗，烟标印刷行业信心有所恢复，公司客户提货从10月开始逐渐恢复常态，销售出现回升。预计未来烫金机需求将保持平稳，此外，烟草行业设备更新期大约5-8年，从15年开始，存量市场的更新替换需求将显现，也为公司烫金机业务提供了支撑。

关注 2：海外市场：携手巨头，共铸成长

公司与世界印刷设备领域的领军企业海德堡深度合作，引进海德堡的中国区首席执行官蔡总做总经理，大力开拓海外市场。公司收购海德堡的高端模切机和糊盒机资产并与海德堡签订代销协议，将极大提升公司的技术实力，实现向高端印包设备的拓展，并利用海德堡庞大的渠道资源加快长荣产品在欧美市场的渗透。海德堡印后设备收入接近4000万欧元，预计16年中可完成模切机和糊盒机的技术转移，并维持目前的销量。通过发挥公司的成本优势，预计收入端可维持在2亿元人民币左右的规模，利润空间则大幅提升。此外，双方还将于今年上半年成立一家合资公司，生产用于海德堡高端印刷机的零部件和公司自有高端产品零部件，将进一步增收并提升盈利空间。预计公司15年海外销售增长将超过50%，出口的印包设备占比将从14年的20%提升至30%以上。

关注 3：新产品：检品机冉冉升起，自动化物流系统蓄势待发

1) 检品机目前主要用于高端烟草、食品行业的包装检测环节。包装检测是人工比较密集的环节，近两年印刷行业“机器换人”的意愿强烈，而一台检品机至少可替代6个人工，性价比优势使得市场快速铺开。预计公司的离线检品机14年销售100台左右，实现销售收入约1亿元。未来3年市场仍处在快速增长期。此外，公司还将推出连线检品机，即在印刷机的后端安装连线检品机，之后再模切、烫金等环节，而不是在烫金环节结束后再检测。因此相比离线检测而言，连线检测优化了生产流程，可以节省材料、提高效率，潜在需求庞大。

2015年01月09日

推荐/首次

长荣股份

调研快报

张雷

010-66555445

zhang-lei@dxzq.net.cn

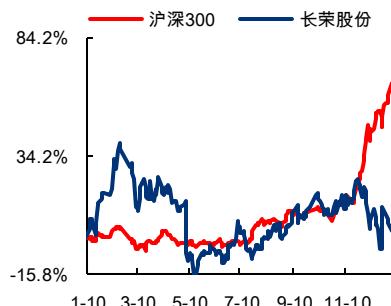
执业证书编号：

S1480514040001

交易数据

| | |
|--------------|-------------|
| 52周股价区间（元） | 30.12-32.63 |
| 总市值（亿元） | 51.33 |
| 流通市值（亿元） | 9.23 |
| 总股本/流通A股(万股) | 17043/3064 |
| 流通B股H股(万股) | / |
| 52周日均换手率 | 2.53 |

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

2) 喷码机也是公司重点关注的一个产品,主要应用于药品包装电子监管码领域,虽然作为后来者的长荣要面对海外巨头和国内北大方正的竞争,但凭借公司在印包设备领域的技术积淀,已成功推出产品,有望快速抢占市场。

3) 自动化物流系统是公司在与下游客户的深度合作中孕育而生的,该系统从承接订单到生产控制到产品自动入库形成一个整体的自动化解决方案,可以为印刷包装企业提升效率、降低成本,迎合了印包行业产业升级、降本增效的诉求,潜在市场空间广阔。公司已经完成了一个项目的交付,项目的成功有望带来示范效应,从而加速推广。

关注 4: 烟标印刷: 深圳力群将超额完成业绩承诺

公司在14年4月完成对烟标印刷企业深圳利群85%股权的收购。根据业绩承诺,14-16年净利润不低于1.26亿、1.32亿、1.39亿,收购之后,公司在内部管理和费用开支方面加强了内控,14年前三季度实现收入3.66亿元,净利润1.13亿元,我们预计全年净利润有望达到1.5亿元,远高于业绩承诺。预计未来两年利群的业绩将基本保持在目前的水平。

关注 5: 云印刷: 步入良性循环轨道

公司14年云印刷业务进展低于预期,主要是生产环节需要磨合和调试,因为气候、湿度等外部条件的变化会影响纸张、油墨的稳定性。为了保证产品质量,公司需要将生产环节调试到最佳状态。由于长荣健豪是复制业已成功的台湾健豪模式,因此线上、线下的流程没有问题,但软件则需要根据大陆市场的特点和市场规模做改版,耗费时间较长。多方面的因素使得业务的进展慢于市场预期。但从产业发展规律角度,目前的进展亦属合理。打好基础、练好内功对云印刷业务走上良性循环的发展轨道至关重要。

从目前来看,各环节已经基本理顺,加盟经销商从50家扩展到了162家,直营旗舰店也开张在即;产品品类方面,早先公司仅试投放了8种产品,目前已经给京津地区的七八家经销商投放了近300种产品,预计很快会向更多的经销商放开产品品类,到年中的时候更将投放三四千种产品品类。因此15年全年来看云印刷业务规模将呈现“台阶式上升”的态势。预计一季度平均日流水可达10多万元,整个一季度营收将超过1000万元。

按照公司产品品类投放和经销商放开的节奏,我们预计15年收入可达到或超过1亿元,在此规模下,预计净利率在10%左右,即15年可贡献约1000万净利润。由于云印刷的优势之一是通过大规模网络接单产生规模效应进而摊低成本,且在初期大规模固定资产投入之后,后续产能的提升仅需增加部分印刷设备投入,因此上规模后利润率也将快速提升,预计在2亿收入规模下净利率可提升至15%,5亿收入规模以上情况下净利率可提升至25-30%。公司目前的云印刷ERP架构按照20亿收入规模打造,超过此规模后亦可平行复制。预计公司云印刷业务通过B2B+B2C模式实现区域深耕和无边界扩张,在未来三五年有望快速增长。

结论:

公司印后设备恢复性好转,海外业务和新产品支撑主业增长,云印刷步入良性循环轨道。我们预计公司2014-2016年的每股收益分别为1.08元、1.51元、1.84元,对应动态市盈率分别为30倍、22倍、18倍,给予公司“推荐”的投资评级。

公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|---------------|-------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 流动资产合计 | 1,078 | 1,185 | 1,699 | 2,113 | 2,573 | 营业收入 | 575 | 616 | 877 | 1,263 | 1,554 |
| 货币资金 | 598 | 567 | 886 | 1,011 | 1,244 | 营业成本 | 309 | 346 | 480 | 693 | 853 |
| 应收账款 | 117 | 218 | 312 | 433 | 532 | 营业税金及附加 | 7 | 5 | 8 | 11 | 14 |
| 其他应收款 | 81 | 7 | 10 | 14 | 18 | 营业费用 | 40 | 54 | 79 | 114 | 140 |
| 预付款项 | 30 | 109 | 109 | 109 | 109 | 管理费用 | 58 | 72 | 105 | 152 | 187 |
| 存货 | 173 | 207 | 276 | 399 | 491 | 财务费用 | -17 | -13 | -7 | -5 | -5 |
| 其他流动资产 | 0 | 6 | 6 | 6 | 6 | 资产减值损失 | 4 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产合计 | 336 | 372 | 465 | 539 | 552 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 4 | 3 | 3 | 3 | 3 | 投资净收益 | -1 | -1 | 3 | 3 | 3 |
| 固定资产 | 229 | 300 | 372 | 435 | 442 | 营业利润 | 173 | 149 | 215 | 302 | 369 |
| 无形资产 | 44 | 43 | 41 | 39 | 38 | 营业外收入 | 8 | 27 | 9 | 9 | 9 |
| 其他非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业外支出 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 资产总计 | 1,415 | 1,557 | 2,164 | 2,652 | 3,125 | 利润总额 | 180 | 175 | 223 | 310 | 377 |
| 流动负债合计 | 104 | 137 | 223 | 261 | 301 | 所得税 | 30 | 30 | 38 | 53 | 64 |
| 短期借款 | 0 | 5 | 75 | 50 | 50 | 净利润 | 150 | 145 | 185 | 257 | 313 |
| 应付账款 | 65 | 91 | 105 | 152 | 187 | 少数股东损益 | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 预收款项 | 19 | 18 | 18 | 18 | 18 | 归属母公司净利润 | 148 | 143 | 185 | 257 | 313 |
| 一年内到期的非 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 174 | 159 | 237 | 335 | 409 |
| 非流动负债合计 | 23 | 28 | 20 | 20 | 20 | 20BPS (元) | 1.05 | 1.01 | 1.08 | 1.51 | 1.84 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 负债合计 | 127 | 165 | 243 | 280 | 321 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 17 | 50 | 50 | 50 | 50 | 营业收入增长 | 4.28% | 7.09% | 42.45% | 44.04% | 23.04% |
| 实收资本 (或股 | 140 | 142 | 170 | 143 | 170 | 营业利润增长 | -5.19% | -13.54% | 43.55% | 40.58% | 22.49% |
| 资本公积 | 879 | 905 | 1,680 | 1,680 | 1,680 | 归属母公司净利润 | -6.52% | -3.18% | 29.16% | 39.12% | 21.90% |
| 未分配利润 | 205 | 237 | 330 | 458 | 583 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东 | 1,271 | 1,342 | 2,258 | 2,384 | 2,569 | 毛利率 (%) | 46.33% | 43.80% | 45.22% | 45.14% | 45.15% |
| 负债和所有者权 | 1,415 | 1,557 | 2,164 | 2,652 | 3,125 | 净利率 (%) | 26.07% | 23.52% | 21.06% | 20.34% | 20.15% |
| 现金流量表 | | | | | 单位:百万元 | 总资产净利润 (%) | 10.44% | 9.18% | 8.53% | 9.69% | 10.02% |
| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | ROE (%) | 11.62% | 10.65% | 8.18% | 10.78% | 12.20% |
| 经营活动现金流 | 71 | 43 | 98 | 155 | 200 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 150 | 145 | 185 | 257 | 313 | 资产负债率 (%) | 9% | 11% | 10% | 10% | 11% |
| 折旧摊销 | 18 | 22 | 29 | 39 | 45 | 流动比率 | 10.39 | 8.65 | 7.61 | 8.10 | 8.55 |
| 财务费用 | -17 | -13 | -7 | -5 | -5 | 速动比率 | 8.72 | 7.14 | 6.38 | 6.57 | 6.92 |
| 应收账款减少 | -46 | -101 | -94 | -120 | -100 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款增加 | -21 | -1 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.40 | 0.41 | 0.43 | 0.48 | 0.55 |
| 投资活动现金流 | -22 | -51 | -510 | -145 | -88 | 应收账款周转率 | 6.13 | 3.68 | 3.31 | 3.39 | 3.22 |
| 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 6.78 | 7.88 | 8.93 | 9.82 | 9.18 |
| 长期股权投资减 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 投资收益 | -1 | -1 | 3 | 3 | 3 | 每股收益 (最新摊薄) | 1.05 | 1.01 | 1.08 | 1.51 | 1.84 |
| 筹资活动现金流 | -157 | -34 | 326 | 67 | 53 | 每股净现金流 (最新 | -0.77 | -0.29 | -0.50 | 0.54 | 0.97 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产 (最新摊 | 9.08 | 9.44 | 13.25 | 16.73 | 15.07 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 2 | 28 | -28 | 28 | P/E | 31.08 | 32.31 | 30.11 | 21.64 | 17.75 |
| 资本公积增加 | 0 | 26 | 775 | 0 | 0 | P/B | 3.60 | 3.46 | 2.46 | 1.95 | 2.17 |
| 现金净增加额 | -108 | -42 | -86 | 77 | 165 | EV/EBITDA | 22.84 | 25.65 | 20.08 | 11.00 | 10.67 |

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张雷

2008年获得对外经济贸易大学工商管理硕士学位,具有3年实业经验和6年行业研究经验。2014年加盟东兴证券研究所,现从事机械行业研究,重点覆盖油气设备、节能环保机械、自动化设备等细分行业。

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，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本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：

看好评好：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。