

云印刷拐点出现，市值具备提升空间

投资要点：

1、事件

公司发布 2014 年报：公司实现营业收入 9.57 亿元，同比增长 55.40%；归属于上市公司股东的净利润 1.75 亿元，同比增长 22.63%。每股收益 1.1。

公司发布 2015 年一季度业绩预告：归属于上市公司股东的净利润 3548.56 万元—4435.70 万元，同比增长 260%—350%。

2、我们的判断与分析

(1) 传统业务：印后设备订单恢复性好转

受印刷行业整体低迷的下行压力，公司 2014 年印后设备营业收入 5.6 亿元，同比下降 8.56%。公司生产各类印刷设备 390 台，销售设备 379 台，均比 2013 年下降 16%，其中出口设备 47 台，较 2013 年下降了 10%。其中，收入较大部分下滑来自于模烫机销量下滑 30.23%，属于公司产品结构的调整。

2014 年公司传统业务先抑后扬，2015 年一季度业绩有较大幅增长。2014 年上半年，整体宏观经济形势趋弱，烟标企业经历改版过程，政策上的不确定性造成企业观望的态势。印刷设备行业下滑明显。客户提货速度降低，导致公司发货量、销售收入同比下降。但相比 2012、2013 年，行业整体下滑趋势已明显放缓，2014 年下半年开始行业资金面恢复性好转，政策逐步明朗，导致印后设备需求企稳回升，公司订单恢复性好转。

(2) 印后设备制造加速向智能化转型

公司通过自主研发或引进技术，完善产品链，同时加强和完成系统集成开发，由单一为客户提供产品，向为客户提供“智能工厂”整体解决方案转变。实现装备制造自动化、智能化、网络化、数字化。通过与塞鲁迪和海德堡等巨头的合作以及新产品的面世，2015 年公司将在烟包及社会包装市场全面推广智能化、自动化产品，加大加装自动物流系统设备的推广力度，同时拓展智能化工厂的业务布局，抢占先机，提高市场占有率和客户满意度。

长荣股份 (300195.SZ)

推荐

首次评级

分析师

杨华超

☎：(8621) 2025 2681

✉：yanghuachao@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512050003

戴卡娜

☎：(8610) 66568028

✉：daikana@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512080002

张熙

☎：(8610) 83574030

✉：zhangxi_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050001

市场数据

时间 2015.3.17

A 股收盘价(元)	41.78
A 股一年内最高价(元)	42.83
A 股一年内最低价(元)	29.3
上证指数	3449.31
总股本(万股)	17,043
实际流通 A 股(万股)	5,426

相关研究

公司与塞鲁迪签订永久性技术许可协议，拓展凹印机业务，实现数字化工厂。塞鲁迪公司是世界上最大的凹版和柔性版印刷机制造中心之一，技术一直处于世界领先水平。此次公司引进的 R983 凹印机在国内目前年需求量约 25-30 台，此前基本被国外设备厂商占有。进口价格 3000 万元，如果公司国产化以后，预计价格为 1800-2500 万元。公司借助合作进一步延伸产品链，目前国内外拥有 1000 多家客户，2015 年有望开始销售设备，将对公司印后设备的业绩有较大促进作用。

公司收购国际巨头海德堡印后包装资产，实现国际化发展战略。公司聘任原海德堡中国有限公司首席执行官蔡连成先生为新任总经理，借助他的资源优势，并利用海德堡在海外的渠道资源，大力拓展海外业务。公司收购印后包装资产包含高端模切机和糊盒机业务，由海德堡在除中国和日本以外的其他区域排他性代理销售该等产品，并提供相应的售后服务。预计 2016 年完成模切机、糊盒机技术的转移。同时，公司将与海德堡设立合资公司，用于生产海德堡高端印刷机零部件及公司自有高端产品零部件，进一步提升利润空间。2014 年公司印后海外销售收入 9270 万元，2015 年海外销售额目标超过 2 亿元人民币。

新产品和全新印后智能化解决方案可代替人工，率先进入印后同步智能化时代。公司成功开发出可替代人工的适用于印刷包装企业的智能化自动模切物流系统、生产过程数据采集系统、电子定位系统以及自动纸堆转换系统等，提高了客户的生产效率，节约了人工成本，得到了客户的充分认同，并拉动了市场需求。全新产品分别是：MK1450ERs 平压平自动全清废模切机、双工位真空送箔圆压圆烫金机 MK2820SW、MK1060V 压纹机、MK21060E 双机组模切机、MK1000QF 检品糊盒机等，将成为公司新的增长点。

图 1：MK1450ER 是中国首台大幅面的全清废模切机



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

图 2：MK1060+压纹模切机



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

图 3: MK21060STE(S)创新一体化设计, 人员成倍减少



资料来源: 公司网站, 中国银河证券研究部

图 4: MK420Q(s)全自动单张纸检品机



资料来源: 公司网站, 中国银河证券研究部

(3) 烟标印刷: 利群超额完成业绩承诺

公司收购烟标印刷企业深圳利群 85%股权, 实现产业链延伸和资源整合。利群主营业务是烟标印刷, 与长荣属于紧密联系的上下游行业, 公司利用利群在烟标印刷领域的丰富经验和客户群, 快速向下延伸公司产业链, 优化资源配置, 形成更具抗风险能力的产业布局。

进入上市公司平台后, 利群业绩加速增长。力群股份承诺 2013 年度、2014 年度、2015 年度、2016 年度经审计的税后净利润分别不低于人民币 12,000 万元、12,600 万元、13,200 万元、13,900 万元。利群进入上市公司后, 公司能够更好地了解客户需求, 更加准确地把握行业趋势, 在内部管理和费用开支方面加强了内控, 业绩有比较大增长, 力群印务实现营业收入 4.98 亿元, 实现净利润 1.49 亿元, 顺利实现其业绩承诺。深圳力群公司自 2014 年 5 月开始并入合并报表, 报告期内实现营业收入 3.68 亿元, 营业成本 2.04 亿元, 净利润 1.07 亿元。

(4) 包装印刷服务: 贵联控股增厚业绩, 进一步推动智能工厂和布局云印刷

购买中国卷烟包装印刷的龙头企业贵联控股 16.9%股权。公司以自有资金购买锐盛投资、云锋投资分别持有的贵联控股股份 (1008.hk) 12.3%和 4.63%的股权, 交易价格应该在 2.4-2.5 港币/股之间。贵联控股成立于 2008 年, 致力于高端消费品包装设计、制版和印刷, 主营烟标印刷, 并兼营卷烟包装纸生产, 具备每年 500 万大箱烟标和 4000 吨环保卷烟包装纸的生产能力。

加速推动智能工厂实施。公司加大了自动化包装印刷工厂的智能管理系统及物流系统的研发力度, 已成功完成在现有设备上加装自动物流系统以及制造信息智能采集和检测系统, 并已在客户处开始使用。通过本次交易, 公司将进一步加强与下游客户的关系, 有利于加强双方在业务方面的合作, 加快推动公司在智能包装印刷工厂的整体解决方案的项目实施, 从而引领包装印刷行业生产效率的提升。

为公司未来云印刷业务启动奠定基础。贵联控股控制下的多家子公司分布在湖

北、湖南、深圳等地，这些区域均为公司云印刷项目未来的重点拓展区域。通过此次交易,将为云印刷在这些区域布局时奠定一定的基础。同时有利于继续扩大云印刷项目在印刷行业的影响力，进一步推动云印刷在大陆地区实现快速发展。

(5) 云印刷：吸收台湾健豪商业模式，抢占大陆市场

台湾健豪：以合版印刷和网络印刷的印业传奇。台湾健豪成立于1997年，最初专注于提供印前制版服务，后转型进入合版印刷领域，并很快爆发出了惊人的成长力。在竞争激烈的台湾印刷市场，健豪从名片业务切入，用几十年的时间成长为台湾合版印刷龙头。如今健豪拥有5个厂区、500多名员工，业务范围覆盖名片、海报、台历、信封/信纸等12大类近百个产品。2013年营业收入超过5.2亿元人民币，在台湾名片和宣传单市场的占有率均超过40%。此外，在规模快速扩张并需应对激烈市场竞争的同时，健豪的毛利率却一直维持在较高水平，目前仍可达28-38%。

图 5：健豪网络打印平台



资料来源：健豪网站，中国银河证券研究部

健豪海纳百川，打破市场细分。印刷公司的客户大部分来自于非印刷行业，并且行业分布比较广泛，每个印刷企业都有自己细分的目标市场。健豪成功利用网络平台，导致细分市场边界模糊化。

多渠道接单，服务灵活性高。健豪的经销商群体打破了地域的限制，无论客户身在何处，只要能够上网就能通过经销商网站或者健豪印刷数位网进行产品制作、下单支付，并可以在不同的地点收货。

健豪云端文件管理，高效处理订单。健豪接受客户订单的方式比较多样，既可以通过直接来稿的方式，面对面拷贝印刷文件，也可以通过FTP上传，还可以尝试用健豪的云端平台来传输自主设计的文件。所有文件都会被上传到健豪的云端平台，每一个客户都有一个专属于自己的空间，里面记录着自己所有的订单和档案信息。

工艺流程标准化、智能化。一般印刷厂的工艺流程均视客户产品而定，有的公司专门成立了工艺研究部，针对不同客户的产品提出个性化工艺方案，这也导致了在印后加工环节经常出现瓶颈工序，货期延误时有发生。而健豪提供的产品则是尽量采用标准化工艺，提供特定种类的产品类型供客户选择。

终止实现合版印刷。合版印刷的好处在于可以用多个订单分摊制版费用，大大

节约成本。

台湾健豪的成功能否复制？台湾健豪一直是内地印刷企业、网络印刷企业的学习对象。自 2008 年，合版印刷的概念和商业模式被引入郑州，众多商务印刷企业进入该市场，并很快摸索出了相对成熟的定价、接单、生产和物流配送体系。但仅 5 年时间，由于竞争加剧，毛利率几乎为零。健豪难以被内地企业复制的原因主要反映在企业内部运营能力上的差距，健豪通过持续不断的设备改造、高附加值产品开发及 IT、网络、物流和标准化体系建设，实现多年毛利率维持高位。

长荣健豪建立云印刷的网络平台，通过引入加盟商把饼做大。长荣健豪将吸收健豪在台湾地区成熟的商业模式经验，第一要使天津“中央工厂”的产能尽快得到释放；第二加大业务拓展，开展加盟商的开发工作，伴随业务在全国范围内的拓展，在国内其他地区开展“中央工厂”或“加盟工厂”的建设；第三加大公司云印刷业务的宣传，培育消费者在印刷品方面的消费习惯，使个性化印刷深入到每个消费者的日常生活中。照搬健豪的模式通过两种方式把饼做大：（1）通过长荣健豪云印刷系统降低成本，从而有更大的利润空间；（2）通过更平易的价格和更多印刷内容的提供，打开新的市场需求，从而提升收入水平。

与加盟商共享成长，进入良性循环。长荣健豪将根据加盟商自身规模和能力，帮助其搭建专属自身的电商网站、产品、品牌、支付平台等，同时包括域名、客户资源等都为加盟商自有加盟商，长荣健豪可以以低于在线平台的价格提供给加盟商。长荣健豪则可以通过加盟商快速搭建起线下营销网络，同时门店亦可作为提货点，降低物流成本，目前在台湾 90%左右的快印店已经成为健豪的加盟商。

（6） 云印刷：公司业务拐点出现，处于爆发前夜

长荣健豪云印刷中央工厂放量在即，2015 年提出明确目标。云印刷公司长荣健豪的厂房、设备重新调试已全面到位，天津旗舰店开始对外营业，经销商布局也已基本完成，加盟经销商从 50 家扩展到了 200 家。公司 2015 年内目标实现经销商达到 500 家，在线有效会员达到 10000 个。利用天津中央工厂的条件，尽快使产品在大陆落地，并开发适合大陆消费习惯的印刷产品；同时在年内要完成 1 家加盟工厂的加盟工作。

随着新产品的逐步推出，云印刷的经营数据将逐月大幅增长，预计二季度开始日均收入将达到 30 万元/天，年底将达到 100 万元/天。公司云印刷业务采用 B2B+B2B2C 模式，有望实现高速增长。预计国内云印刷的市场规模在 800 亿-1000 亿元，且参照合作伙伴健豪在台湾 40%的市场占有率，25%的净利润率，公司未来成长空间非常广阔，业绩弹性巨大。此外按照公司过去跟海内外优势企业不断合作的优良经验，未来不排除公司在云印刷产业链的寻找优秀的企业进行线上线下的全面布局。

3、投资建议

主业业绩恢复性增长，原有印刷装备业务随着订单的逐步回暖，预计一季度同比增速将达 30%以上。传统印刷装备业务+利群印刷服务业务+贵联控股并表+云印

刷业务，保守预计 2015 年公司净利润将达到 2.8 亿元，同比大幅增长 60%。从估值角度，若考虑贵联控股对公司的业绩贡献，预计公司 2015、2016 年 EPS 分别为 1.65 元、2.14 元，当前股价对应 2015 年 PE 为 25x,考虑创业板的平均估值水平及公司的业绩情况，以及云印刷业务的高成长性和巨大空间，我们认为公司估值和市值具备大幅提升空间。

4、风险提示

- 1、市场拓展低于预期；
- 2、云印刷业务不达预期。

表 1: 利润表

利润表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	616	957	1,540	2,080	2,703
营业成本	346	537	884	1,223	1,665
折旧和摊销	23	40	8	12	15
营业税费	5	8	15	19	24
销售费用	54	66	116	160	199
管理费用	72	131	185	260	344
财务费用	(13)	(5)	(10)	(14)	(15)
资产减值损失	1	14	23	5	(1)
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	3	0	0	0
营业利润	149	208	328	427	487
利润总额	175	227	342	444	505
少数股东损益	2	12	2	2	2
归属母公司净利润	143	175	281	365	415
EPS(按最新预测年度股本计算历史 EPS)	0.84	1.03	1.65	2.14	2.43
NOPLAT	113.55	164.78	262.69	340.94	389.54
EBIT	137.32	200.19	317.61	412.91	471.99
EBITDA	159.83	240.31	325.76	425.17	487.45

资料来源：银河证券、上市公司

表 2: 资产负债表

资产负债表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
资产负债表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
总资产	1,557	2,840	4,307	5,549	6,968
流动资产	1,185	1,560	2,938	4,132	5,505
货币资金	567	397	1,220	1,647	2,142
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	218	463	531	818	1,099
应收票据	68	67	149	192	233
其他应收款	7	8	82	50	77
存货	207	301	509	709	953
非流动资产	372	1,280	1,369	1,418	1,463
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	3	0	0	0	0
固定资产	300	468	553	604	651
无形资产	43	110	105	99	94
总负债	165	471	1,654	2,530	3,532

无息负债	160	344	403	583	815
有息负债	5	127	1,251	1,947	2,717
股东权益	1,393	2,369	2,653	3,019	3,436
股本	142	170	170	170	170
公积金	965	1,707	1,719	1,719	1,719
未分配利润	237	360	630	995	1,409
少数股东权益	50	134	135	137	139
归属母公司权益	1,342	2,235	2,518	2,882	3,297
Vd	5	127	1,251	1,947	2,717
Ve	5,513	6,754	6,757	6,760	6,764
EV	5,436	7,241	8,008	8,708	9,481

资料来源：银河证券、上市公司

表 3：现金流量表

现金流量表（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	43	(103)	(237)	(249)	(259)
净利润	143	175	281	365	415
折旧摊销	23	40	8	12	15
净营运资金增加	143	650	981	1,041	1,169
其他	(265)	(968)	(1,507)	(1,666)	(1,859)
投资活动产生现金流	(51)	(475)	(100)	(60)	(60)
净资本支出	(43)	(769)	100	60	60
长期投资变化	3	0	0	0	0
其他资产变化	(11)	295	(200)	(120)	(120)
融资活动现金流	(34)	410	1,160	736	813
股本变化	2	28	0	0	0
债务净变化	5	122	1,124	696	770
无息负债变化	33	184	59	180	232
净现金流	(43)	(170)	823	427	494

资料来源：银河证券、上市公司

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

杨华超，戴卡娜、张熙，中小盘行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn