

长城集团 (300089.SZ)

家庭用具与器皿行业

评级：买入 首次评级

业绩点评

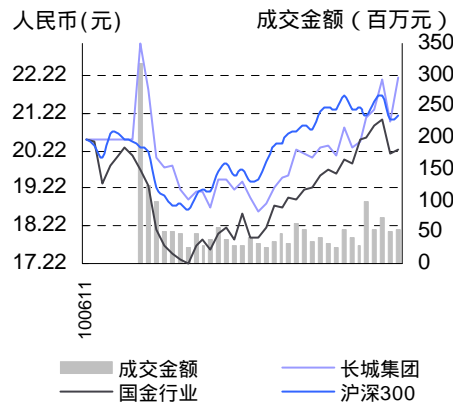
市价(人民币)：22.15元
目标(人民币)：24.05-25.65元

上半年内销 BtoC 业务尚在投入期

长期竞争力评级：等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	20.00
总市值(百万元)	2,215.00
年内股价最高最低(元)	23.08/18.61
沪深 300 指数	2850.21



相关报告

1. 《由外到内的本土艺术陶瓷龙头企业》，2010.6.25

王晓莹 分析师 SAC 执业编号：S1130210040006
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.272	0.447	0.608	0.802	0.968
每股净资产(元)	2.37	2.97	7.86	8.66	9.63
每股经营性现金流(元)	-0.02	0.31	0.36	0.25	0.31
市盈率(倍)	N/A	N/A	36.41	27.63	22.88
行业优化市盈率(倍)	16.78	29.75	29.75	29.75	29.75
净利润增长率(%)	14.62%	63.92%	36.26%	31.76%	20.75%
净资产收益率(%)	15.33%	20.08%	7.74%	9.26%	10.05%
总股本(百万股)	75.00	75.00	100.00	100.00	100.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 长城集团上半年实现收入 1.8 亿元、同比增长 24%；利润总额 3265 万元、增长 37%；EPS 0.36 元。我们对公司全年业绩预期是收入增长 34.5%、净利润增长 36%；考虑下半年上市效应的体现，中报基本符合预期。

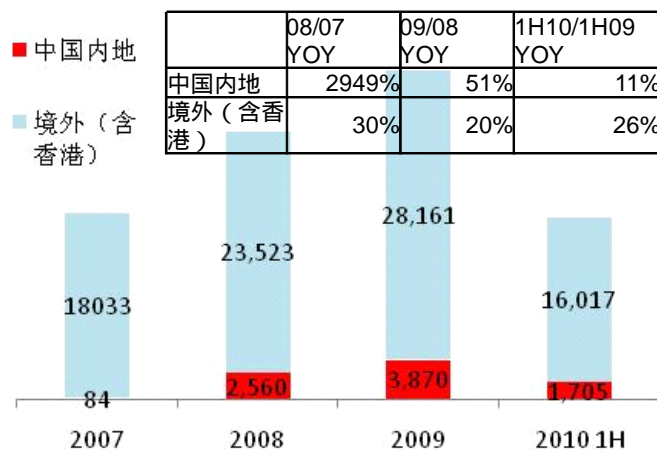
经营分析

- **内销增速下滑明显，待看“国内营销体系建设”募投项目的效果：**我们认为对公司发展最有意义、对投资最有价值的看点都是内销市场的开拓；但从半年报来看，内销仅有 11% 的增长（收入占比 9.6%），低于外销 26% 的增速。主要由于上半年公司在内销方面还仅仅停留在旗舰店装修以及渠道铺设，而这些前期工作增加了费用却并未贡献收入。近期深圳长城世家旗舰店将正式开张，如能带动大客户定制业务以及代理加盟业态的发展，下半年内销增长或有更好表现。不过总体而言我们对于公司初始阶段内销拓展速度仍维持偏谨慎的态度。
- **毛利率上升 3.3 个百分点，成本降低所致：**艺术陶瓷和其他陶瓷毛利率分别提升 3.4 和 3.0 个百分点，因此整体毛利率上升 3.3 个百分点，主要系报告期内通过加强成本控制以及优化工艺流程达到了降低成本的目的。
- **期间费用率上升较快，净利率总体提升 0.9 个百分点：**销售费用率上升 0.7 个百分点是因铺设渠道以及开拓市场导致销售费用上升，而管理费用率提升 2.3 个百分点则是由于研发费用增大以及同期内新增了深圳长城世家商贸公司（即旗舰店）的租赁费用所致。另外公司还获得了 300 万的政府补贴，剔除政府补贴的净利润同比增速为 17.5%。

盈利预测及投资建议

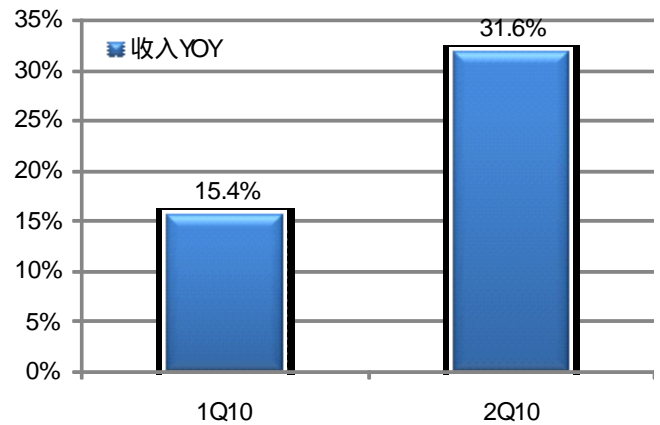
- 维持新股报告中的盈利预测：预计 2010-2012 年收入分别为 4.3、5.5、6.7 亿元，增速 34.5%、27%、22%；EPS 分别 0.608 元、0.801 元、0.967 元，净利润增速 36.3%、31.7%、20.7%，复合增速 26%。
- 目前股价对应 10 年 36X、11 年 28XPE，与瑞贝卡、美克股份、星辉车模、康耐特四家可比公司（同样经营消费品，且经营形态和出口转内销的发展方向公司相类似）的平均估值一致；我们认为 6-12 个月公司估值在 11 年 30-32 倍 PE 合理，即 24.05-25.65 元，距离目前股价空间为 8-16%，给予买入评级。

图表1：上半年内销表现一般，增速不及外销增长快

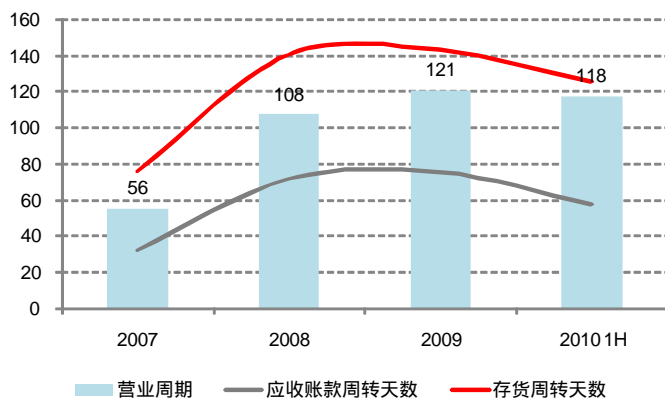


来源：公司财报，国金证券研究所

图表2：2Q 收入增速优于1Q



图表3：营运周期缩短，经营效率略有提升



来源：国金证券研究所

图表4：可比公司估值水平

名称	收盘价 (8-11)	EPS			复合增速	PE		
		10E	11E	12E		10E	11E	12E
瑞贝卡	10.45	0.35	0.48	0.57	28%	30	22	18
美克股份	9.13	0.21	0.34	0.37	33%	43	27	25
星辉车模	43.16	1.14	1.55	2.41	45%	38	28	18
康耐特	21.08	0.47	0.57	0.68	20%	45	37	31
平均						37	25	20
长城集团	22.15	0.61	0.80	0.97	26%	36	28	23

图表5：对利润表的分拆分析

	1H09	1H10	变化(个百分点)	点评
营业收入(百万元)	143	177	24%	
-营业成本	75.6%	72.3%	-3.3	成本控制效果好
=毛利	24.4%	27.7%	3.3	
-营业税金及附加	1.0%	0.6%	-0.3	
-销售费用	1.8%	2.5%	0.7	加强网络营销建设，加大市场推广
-管理费用	3.9%	6.2%	2.3	研发费用增大以及新增深圳长城世家商贸公司(即公司在深圳的旗舰店，兼有展示、贸易功能)的租赁费用所致
-财务费用	2.2%	2.0%	-0.3	现金流充裕
-资产减值损失	-0.7%	-0.3%	0.4	
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.0	
+投资收益	0.0%	0.0%	0.0	
+营业外收支	0.5%	1.7%	1.2	本期内获 300 万政府补助，同比增长 426%
=利润总额	16.7%	18.4%	1.7	
-所得税费用	2.2%	3.0%	0.8	
-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0	
=归属于母公司所有者净利润	14.5%	15.4%	0.9	

来源：国金证券研究所

图表6：分产品盈利预测表

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
I 内销收入						
平均售价 (元/件)	9.28	19.49	32.09	40.00	45.00	50.00
增长率 (YOY)		109.96%	64.65%	24.64%	12.50%	11.11%
销售数量 (千件)	90.45	1,313.65	1,205.97	2,220.00	3,326.67	4,175.40
增长率 (YOY)		1352.28%	-8.20%	84.08%	49.85%	25.51%
销售收入 (百万元)	0.84	25.60	38.70	88.80	149.70	208.77
增长率 (YOY)		2949.21%	51.15%	129.45%	68.58%	39.46%
毛利率	11.48%	30.84%	35.79%	35.00%	35.00%	35.00%
销售成本 (百万元)	0.74	17.71	24.85	57.72	97.31	135.70
增长率 (YOY)		2282.32%	40.33%	132.27%	68.58%	135.10%
毛利 (百万元)	0.10	7.90	13.85	31.08	52.40	73.07
增长率 (YOY)		8091.43%	75.41%	124.38%	68.58%	39.46%
占总销售额比重	0.46%	9.82%	12.08%	20.61%	27.31%	31.12%
占主营业务利润比重	0.23%	13.04%	16.31%	26.66%	34.47%	38.75%
其中：大客户定制收入						
销售收入 (百万元)			10.00	13.00	16.90	21.97
增长率 (YOY)				30.00%	30.00%	30.00%
占内销额比重	0.00%	0.00%	25.84%	14.64%	11.29%	10.52%
其中：旗舰店收入						
单店平均直营收入 (万元/家)			2,500.00	1,500.00	1,000.00	900.00
增长率 (YOY)			#DIV/0!	-40.00%	-33.33%	-10.00%
旗舰店数量 (家)			1.00	3.00	6.00	8.00
增长率 (YOY)			#DIV/0!	200.00%	100.00%	33.33%
销售收入 (百万元)			25.00	45.00	60.00	72.00
增长率 (YOY)			#DIV/0!	80.00%	33.33%	20.00%
占内销额比重			64.60%	50.68%	40.08%	34.49%
其中：代理加盟门店收入						
代理商单店收入 (万元/家)			150.00	140.00	140.00	140.00
增长率 (YOY)			#DIV/0!	-6.67%	0.00%	0.00%
代理店数量 (家)			2.00	22.00	52.00	82.00
增长率 (YOY)			#DIV/0!	1000.00%	136.36%	57.69%
销售收入 (百万元)			3.00	30.80	72.80	114.80
占内销额比重			7.75%	34.68%	48.63%	54.99%
II 外销收入						
平均售价 (元/件)	22.49	23.66	23.22	23.50	23.80	24.00
增长率 (YOY)		5.22%	-1.90%	1.23%	1.28%	0.84%
销售数量 (千件)	8,017.86	9,940.41	12,130.48	14,556.58	16,740.07	19,251.08
增长率 (YOY)		23.98%	22.03%	20.00%	15.00%	15.00%
销售收入 (百万元)	180.33	235.23	281.61	342.08	398.41	462.03
增长率 (YOY)		30.45%	19.72%	21.47%	16.47%	15.97%
毛利率	23.64%	22.39%	25.24%	25.00%	25.00%	25.00%
销售成本 (百万元)	137.70	182.56	210.52	256.56	298.81	346.52
增长率 (YOY)		32.57%	15.32%	21.87%	16.47%	15.97%
毛利 (百万元)	42.62	52.67	71.09	85.52	99.60	115.51
增长率 (YOY)		23.59%	34.96%	20.30%	16.47%	15.97%
占总销售额比重	99.54%	90.18%	87.92%	79.39%	72.69%	68.88%
占主营业务利润比重	99.77%	86.96%	83.69%	73.34%	65.53%	61.25%
销售总收入 (百万元)	181.17	260.83	320.32	430.88	548.11	670.80
销售总成本 (百万元)	138.45	200.26	235.37	314.28	396.12	482.22
毛利 (百万元)	42.72	60.57	84.94	116.60	152.00	188.58
平均毛利率	23.58%	23.22%	26.52%	27.06%	27.73%	28.11%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	181	261	320	431	548	671
增长率		43.8%	22.8%	34.5%	27.2%	22.4%
主营业务成本	-138	-200	-235	-314	-396	-482
% 销售收入	76.4%	76.8%	73.5%	72.9%	72.3%	71.9%
毛利	43	61	85	117	152	189
% 销售收入	23.6%	23.2%	26.5%	27.1%	27.7%	28.1%
营业税金及附加	-2	-2	-2	-2	-3	-3
% 销售收入	1.2%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-7	-8	-8	-15	-25	-35
% 销售收入	4.0%	3.0%	2.6%	3.5%	4.5%	5.2%
管理费用	-4	-6	-17	-30	-38	-44
% 销售收入	2.3%	2.5%	5.3%	7.0%	7.0%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	29	44	58	69	86	107
% 销售收入	16.1%	16.9%	18.0%	16.1%	15.7%	15.9%
财务费用	-7	-8	-7	2	7	7
% 销售收入	4.0%	3.0%	2.2%	-0.4%	-1.3%	-1.0%
资产减值损失	-1	-2	0	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	21	35	51	70	93	113
营业利润率	11.7%	13.3%	16.0%	16.2%	17.0%	16.8%
营业外收支	7	2	2	3	3	3
税前利润	28	36	53	73	96	116
利润率	15.4%	14.0%	16.7%	16.9%	17.5%	17.3%
所得税	-4	-9	-9	-12	-16	-19
所得税率	15.0%	25.3%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%
净利润	24	27	45	61	80	97
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	24	27	45	61	80	97
净利率	13.1%	10.4%	13.9%	14.1%	14.6%	14.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	24	27	45	61	80	97
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	6	5	8	10	13
非经营收益	7	7	7	0	-1	-1
营运资金变动	-11	-42	-33	-32	-64	-77
经营活动现金净流	25	-2	24	36	25	31
资本开支	-7	-31	-18	-68	-56	-47
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-7	-31	-18	-69	-56	-47
股权募资	1	45	0	503	0	0
债权募资	5	22	26	-62	0	1
其他	-25	-5	-7	-4	-2	-2
筹资活动现金净流	-19	62	19	437	-2	-1
现金净流量	-1	29	25	404	-33	-17

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	2	31	56	460	427	410
应收款项	40	71	65	100	145	200
存货	33	43	45	60	81	106
其他流动资产	11	32	33	33	42	50
流动资产	86	177	199	653	695	766
% 总资产	47.6%	62.0%	59.3%	76.4%	73.5%	72.6%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	91	102	129	184	224	253
% 总资产	50.2%	35.8%	38.6%	21.5%	23.7%	24.0%
无形资产	4	5	7	15	25	34
非流动资产	95	108	136	202	251	289
% 总资产	52.4%	38.0%	40.7%	23.6%	26.5%	27.4%
资产总计	181	285	335	855	946	1,055
短期借款	44	66	62	0	0	0
应付款项	22	23	8	21	28	34
其他流动负债	9	18	12	18	22	27
流动负债	75	107	83	39	50	61
长期贷款	0	0	30	30	30	31
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	75	107	113	69	80	92
普通股股东权益	106	178	222	786	866	963
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	181	285	335	855	946	1,055

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.238	0.272	0.447	0.608	0.802	0.968
每股净资产	2.012	2.370	2.965	7.860	8.661	9.629
每股经营现金净流	0.469	-0.021	0.315	0.364	0.253	0.312
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	22.37%	15.33%	20.08%	7.74%	9.26%	10.05%
总资产收益率	13.15%	9.55%	13.33%	7.12%	8.47%	9.17%
投入资本收益率	16.54%	13.53%	15.35%	7.08%	8.03%	8.97%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	43.85%	22.80%	34.52%	27.21%	22.38%
EBIT增长率	N/A	51.12%	30.96%	19.70%	24.60%	23.79%
净利润增长率	N/A	14.62%	63.92%	36.26%	31.76%	20.75%
总资产增长率	N/A	57.75%	17.47%	155.20%	10.71%	11.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.4	71.5	75.1	75.0	80.0	85.0
存货周转天数	43.3	69.0	67.8	70.0	75.0	80.0
应付账款周转天数	19.5	32.4	21.5	22.0	23.0	23.0
固定资产周转天数	182.5	139.8	122.1	127.6	127.5	125.1
偿债能力						
净负债/股东权益	39.33%	19.62%	16.29%	-54.67%	-45.82%	-39.35%
EBIT利息保障倍数	4.0	5.6	8.4	-44.7	-12.1	-16.3
资产负债率	41.22%	37.67%	33.61%	8.05%	8.47%	8.74%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室