

分析师： 刘俊、李兴 021-63299573 liujun5@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

快速成长，行之有效

事件描述

近日，我们对公司进行了调研：

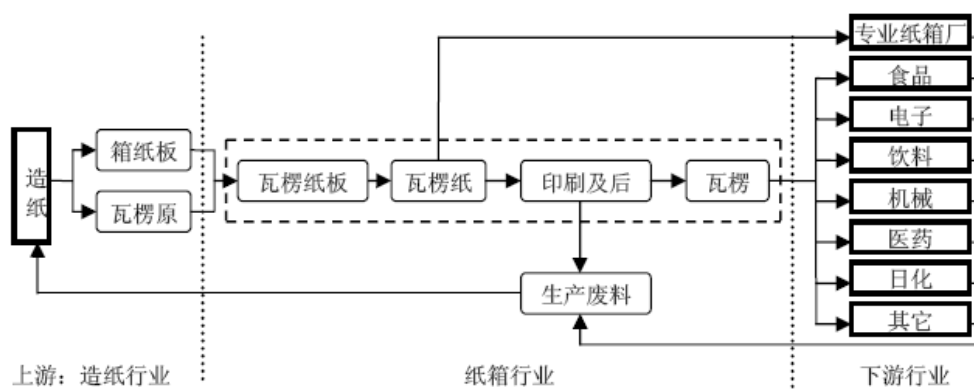
- 公司目前经营状况良好。在前期订单在短期内有所下滑后，经过客户结构优化及新订单签订，目前的开工饱满。
- 去年签订海尔供货框架之后，公司的募投项目以外的产能增加有望加速推进。
- 厦门标准化工厂的募投项目进展低于预期。

事件评论

第一，经济下滑对公司订单略有影响，但公司应对能力较强

瓦楞纸箱行业属于下游需求广泛，与宏观经济相关度很大的行业。在目前宏观经济并不景气的情况下，对行业内企业或多或少都造成了一定的经营压力。尤其在去年四季度经济下滑最明显的时期，这种经营压力尤为显著。

图 1：纸箱包装产业下游需求非常广泛



资料来源：长江证券研究部

本次调研我们了解到，公司在去年 10 月、11 月也经历了订单下滑的阶段。尤其是来自福建的客户，因为外向型经济受到的冲击较大，订单出现了下滑。但是公司通过客户结构的及时调整以及新客户的开拓，很快在 12 月份就恢复了较为饱满的开工率。

上述的调研信息也基本上符合我们之前在 2008 年 9 月 1 日发出的深度报告（《合兴包装：内外兼修》）中的观点：在一般情况下，瓦楞纸箱包装行业由于向下游的渗透力强，下游的需求非常广泛，其需求较为刚性。

从这一点来看，我们认为除非未来经济出现深幅的衰退，公司能够凭借丰富的客户拓展经验和过人的产品品质，结合公司在业内已经取得的地位和品牌效应，最大程度的克服宏观经济下滑带来的风险。

第二，产能增加成为未来业绩增长点

公司目前已经成熟的生产线为厦门同安老厂（4000 万平米）、福建长信标准厂（8000 万平米）、武汉合兴（4000 万平米）、南京合兴（4000 万平米）。目前这些生产线基本上都满产生产，因此未来贡献业绩增长的空间有限。

未来公司的业绩增长点在于新产能的扩张。而标准化工厂的生产模式使得这种产能扩张的速度加快，并能降低前期决策的风险。我们在前次调研中了解的情况是 IPO 募投项目的两个生产线将在今年投产，分别是成都标准厂（4000 万平米）和厦门标准厂（9000 万平米）。本次调研中，我们了解到，公司的项目进展与我们之前的预期可能有所差别。

成都标准厂在 2009 年 1 月已经建成，目前正在试产。厦门标准厂的建设进度因为土地证的关系大大低于我们的预期。至此，对于厦门标准厂的建设进度我们在目前还无法形成一个比较准确的预期。

除了上述募投项目外，公司有望因为成功通过海尔主要供应商资格认证而积极扩张其他地区的产能。从公司的现金流量表来看，公司在 2008 年持续有较大的投资活动现金流出。同时根据公司近期的公告，在合肥、重庆、遵义均已成立了分公司。我们认为，公司在上述三地均将建设生产线，并乐观估计建成时间在 2009 年一季度。其中合肥和重庆建设标准厂的可能性较大；而遵义有可能建设蜂窝纸板（主要用作缓冲材料），其规模较小。

如果上述我们的预测符合公司的实际情况，那么即便在厦门标准化厂建设时间不确定的情况下，公司在 2009 年及 2010 年的产能增加储备仍将较为符合我们之前报告中的预测数据。我们对公司近年的业绩增长表示乐观。

第三，杰出的管理水平及自行开发的 ERP 系统是构成公司核心竞争力的关键

我们在前期的报告中曾反复强调，瓦楞纸箱生产并非标准件的生产。客户对纸箱产品的要求（包含印刷的文字和图案）是千变万化的。一方面是每天的销售订单数量多（公司每天需处理 300~500 张订单），客户需求的品种规格也很多，但大多数订单的订货数量却很少。而且这个行业对快速响应的要求非常高，每个订单对应的生产一般都在 2~3 天内完成，因此企业必须具备能快速核算成本以方便报价、快速制定生产计划，同时又能够迅速安排插单生产和灵活的生产计划重新编排的能力。

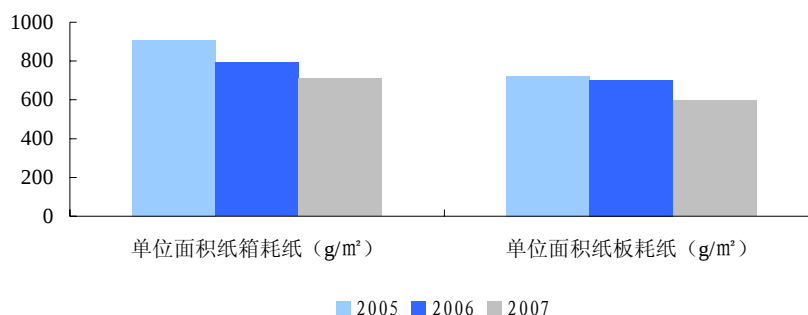
公司之所以能保持杰出的管理水平，除了拥有稳定的高水平的管理团队之外，公司自行研发的 ERP 系统也是关键因素之一。纸箱行业相对于一般行业的 ERP 选型，不仅要求 ERP 厂商有专业的计算机技术力量，还需要有丰富的纸箱行业经验。纸箱企业在产品设计、订单管理、生产排程（瓦楞机排程和后道插单排程）、纸卷管理等方面的特殊性是一般通用软件很难满足的。

一般情况下，纸箱企业往往将软件开发外包给专业的软件提供商，但是对于一般的 ERP 软件在处理生产排程、裁纸分析及插单生产时，往往无能为力。而公司在 2000 年左右的时候就开始自行研发 ERP 系统，到目前为止已经不断开发到了第四版，并有一个 5~6 人的 IT 团队持续维护流程管理软件。在信息化管理的支持下，公司能够很方便的进行自身的成本分析和库存管理，并能有效的保证产品质量和响应客户的需求。

从实际效果来看，公司能够将原纸损耗率控制在 3~5% 以内，而行业的平均水平在 8~10% 左右。近年来，单位纸板的耗纸量也曾逐年下降的趋势。

综合来看，我们认为公司杰出的管理水平及 ERP 系统支持公司能够取得高于同行的核心竞争力。这也有效的保证了公司未来业务的持续扩张。

图 2: 单位纸板原纸消耗量逐年下降



资料来源: 长江证券研究部

第四, 看好公司未来的成长空间, 但目前的股价基本反映了估值

公司通过标准化工厂的模式新建产能, 通过服务导向的方式不断争夺客户资源和市场份额, 并且作为国内唯一一家纸箱行业的上市公司, 拥有资金和规模的优势, 我们认为公司进入了快速成长的通道。

更重要的是, 公司所倡导的业务拓展的理念和模式, 目前均已经看到了成功的案例, 我们有理由相信公司未来能够较为顺利的复制现有模式, 取得高速的增长。

我们预计, 公司 2008~2010 年的 EPS 分别为 0.51 元、0.67 元、0.77 元。对应 2009 年 25 倍 PE, 合理股价为 16.75 元。目前的股价基本反映了公司的合理价值。我们建议投资者在股价下跌后买入。

对于价值型投资者而言, 我们建议继续持有: 在一个下游需求能保证稳定增长的行业, 公司凭借强大的竞争力快速复制现有成熟的生产和经营模式, 抢占市场份额。而且, 这个行业经历充分竞争多年, 竞争进一步恶化的可能性不存在。

需要特别提示的是, 公司近期投产的项目可能会在短期内对公司的业绩带来一定的压力。从公司以往经验来看, 当产能利用率达到 50% 后, 即能达到盈亏平衡点, 一年之后实现满产。这意味着, 在今年上半年, 新建项目实际上是亏损经营。因此, 我们提示短期业绩波动对股价造成影响的风险。

表 3: 标准化工厂投产后产能利用率变化情况

	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
产能利用率	25%	50%	75%	100%

资料来源: 长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	464	638	837	1040	货币资金	61	64	84	104
营业成本	375	515	673	835	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	89	124	165	205	应收账款	122	170	223	278
% 营业收入	19.2%	19.4%	19.7%	19.7%	存货	56	70	92	114
营业税金及附加	0	0	1	1	预付账款	7	10	13	17
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	17	26	33	42	流动资产合计	246	321	421	523
% 营业收入	3.6%	4.0%	4.0%	4.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	22	26	33	42	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.8%	4.0%	4.0%	4.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	8	7	15	26	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.6%	1.0%	1.8%	2.5%	固定资产合计	136	512	856	1067
资产减值损失	1	4	3	3	无形资产	10	9	9	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	1
营业利润	41	62	78	92	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	8.9%	9.7%	9.4%	8.8%	资产总计	394	843	1286	1599
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	74	154	476	657
利润总额	41	62	78	92	应付款项	122	172	225	279
% 营业收入	8.9%	9.7%	9.4%	8.8%	预收账款	1	0	0	0
所得税费用	2	7	11	15	应付职工薪酬	0	3	3	4
净利润	39	54	67	77	应交税费	6	19	29	38
归属于母公司所有者					其他流动负债	2	6	7	9
的净利润	35.1	51.2	67.3	77.0	流动负债合计	206	354	740	988
少数股东损益	4	3	0	0	长期借款	46	46	46	46
EPS (元/股)	0.35	0.51	0.67	0.77	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2007A	2008E	2009E	2010E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	23	89	132	187	负债合计	251	400	786	1034
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	117	414	472	537
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-11	0	0	0	少数股东权益	26	29	29	29
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	142	443	500	566
固定资产投资	-34	-406	-408	-310	负债及股东权益	394	843	1286	1599
其他	26	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-19	-406	-408	-310		2007A	2008E	2009E	2010E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.351	0.512	0.673	0.770
股权融资	7	254	0	0	BVPS	1.56	5.53	6.29	7.16
银行贷款增加 (减少)	7	81	322	181	PE	43.91	30.10	22.89	20.01
筹资成本	10	-14	-25	-38	PEG	1.47	1.01	0.76	0.67
其他	-29	0	0	0	PB	9.89	2.79	2.45	2.15
筹资活动现金流净额	-6	320	296	143	EV/EBITDA	25.92	16.79	12.52	9.84
现金净流量	-2	3	20	20	ROE	30.0%	12.4%	14.3%	14.3%

分析师介绍

刘俊，同济大学技术经济专业毕业，从事造纸行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

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

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。