

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

## 占据“微笑曲线”的两端

### 事件描述

近日我们对安妮股份进行了调研：

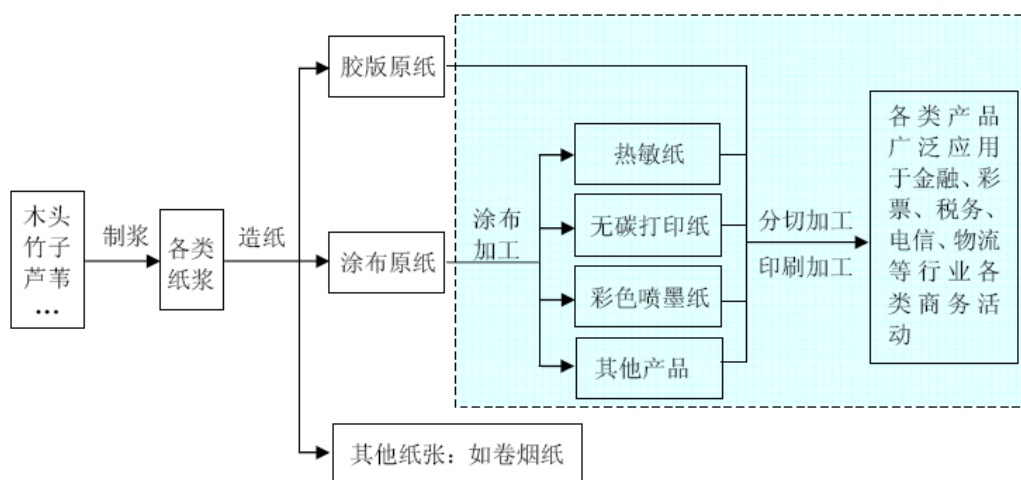
- 公司所在的商务信息用纸行业现有下游需求保持稳定增长，未来随着客户需求的不断挖掘和新品的研发，热敏纸的应用领域有望不断被拓宽。
- 公司倡导的商务信息用纸一体化解决方案是公司未来主要的发展方向。而涂布产能的增加能增加公司的涂布产品品种，也将成为近年来的业绩增长点。
- 公司的渠道客户和大客户数量均有较快的增长。

### 事件评论

#### 第一，公司的主要业务为商务信息用纸

公司主要从事商务信息用纸的研发、生产、销售及综合应用服务，产品包括热敏系列、无碳打印系列、彩喷打印系列和双胶系列。从公司在产业链的位置来看，紧贴下游，终端客户的需求理解和响应成为这个行业的关键。

图 1：公司所处产业链位置（阴影部分为公司涉及的主要业务）



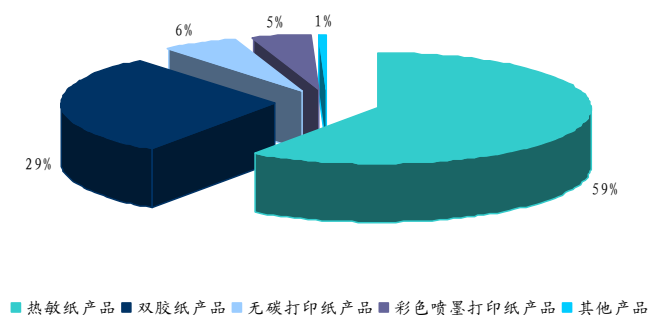
资料来源：公司招股书

商务信息用纸的下游需求相对而言比较稳定，简单的举例，商务信息用纸包括以下一些商务活动：

- 材料准备：标准化的 A4 等复印纸、二联以上等压感打印纸、A3 等彩相纸等
- 乘坐的士：的士票
- 银行办理业务：ATM 机存取款打印单、等候单、收汇水单、信用卡支付单等
- 机场办理业务：多联纸质机票、电子客票行程单、行李标签等
- 超市购物：货物标签、结算单、收银单、购物发票等
- 政府办公：各种申报单据、政务证明等.....

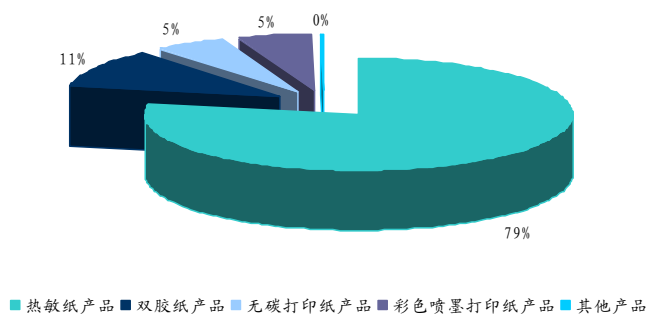
从公司的业务结构来看，热敏纸系列产品占公司收入比重和利润比重最大，且利润比重大于收入比重，这也说明热敏产品为公司盈利能力最强的系列。

图 2：分产品收入结构（2008 年中报）



资料来源：公司公告

图 3：分产品利润结构（2008 年中报）



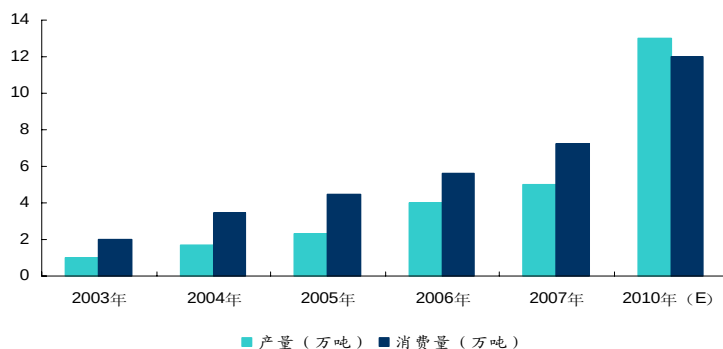
资料来源：公司公告

## 第二，商务信息用纸属于攻守兼备的行业

目前商务信息用纸的市场容量大约在 100 亿人民币左右，而且主要品种的平均增长率大约在 15% 左右。

热敏纸应用领域广泛：如电脑彩票、火车票、登机牌、收银纸、标签纸等。热敏打印机体积小、无需持续更换硒鼓、墨盒等打印耗材，且热敏打印输出速度较快，热敏打印机使用范围越来越广泛，热敏纸各类应用产品消费量持续上升。2006 年国内热敏纸的消费量约 5.6 万吨，其中传真纸用量为 2.2~2.4 万吨，标签和热敏打印用纸为 1.2~1.4 万吨；2007 年消费量约为 7.2 万吨，生产量约为 5 万吨，净进口约 2.2 万吨，供需缺口较大。预计到 2010 年国内消费量可达 12 万吨，生产量约 13 万吨，净出口约 1 万吨。

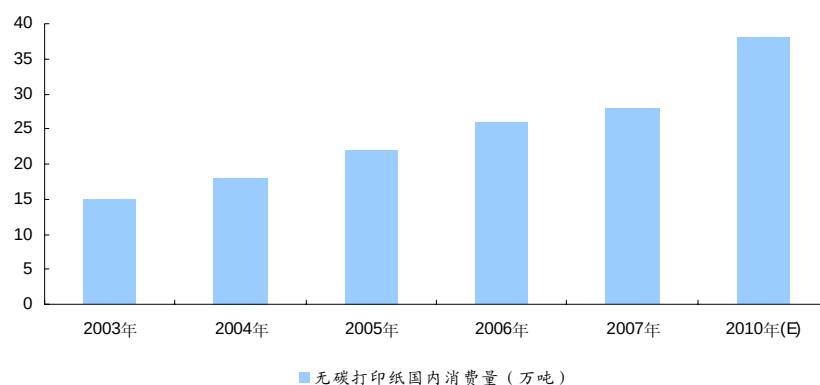
图 4：国内热敏纸产销量变化趋势及预测



资料来源：长江证券研究部

由于无碳打印纸具有自主发色复写的功能，较原有通过有色复写纸进行多页复写的方式更清洁、方便，无碳打印纸被广泛应用于制作税务、邮政、银行、海关、商检、港口、铁路、保险、证券等部门与行业的各类单据、票证。由于无碳打印纸使用方便，字迹清晰，复写份数多，特别适用于电脑打印，因而市场需求量迅速增长，是国内近年消费增长最快的纸张品种之一。2004年国内无碳打印纸的消费量约为18万吨，2006年达26万吨，过去几年保持20%左右的年均增长率。预计2010年国内无碳打印纸消费量将达38万吨。

图 5：无碳打印纸国内消费量



资料来源：长江证券研究部

彩色喷墨打印纸（彩喷打印纸）主要用于照片打印输出、广告制作、影像输出、设计制图等领域。随着电脑、彩喷打印机、扫描仪和数码相机的普及，彩喷打印纸的需求获得了30%以上的年均复合增长，2006年国内需求约10万吨。预计随着广告业和个人数码相机的广泛应用，彩喷打印纸的消费增速仍将获得20%以上的复合增长。2010年达到25万吨的消费规模。

总体来看，由于公司产品的下游需求结构均较为稳定，从客户的性质来看，可以分为政府客户和社会客户。对于政府客户而言，需求稳定增长，并不会因为一般的经济周期的波动而剧烈变动。对于社会客户而言，金融、保险、邮政等客户需求也能保持稳定。我们认为该行业属于防御型极强的行业。

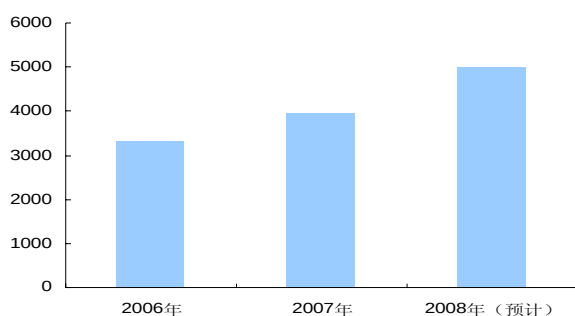
除此之外，这个行业未来仍存在较大的增长空间。关键在于产品应用领域的不断拓展。因为热敏纸具备了输出方便、打印时间快、不需要经常更换耗材等特点，随着热敏涂布技术的不断发展，其打印产品的保存时间由原来的一年左右已经进步到了可以保存10年以上。其应用领域也从原来的传真机用纸发展到了更多的应用领域（见上文），我们认为随着新产品的不断开发以及市场的培育，未来行业具备了超预期发展的空间。

### 第三，渠道客户及大客户拓展引领公司业绩增长

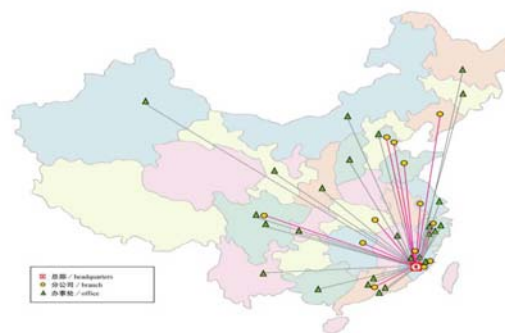
公司倡导的“商务信息用纸一体化解决方案”的经营理念最关键在于贴近市场、理解客户的需求，同时能够为下游客户提供个性化的产品和服务。这其中需要：公司具备丰富的产品线，包括标准产品（如A4打印纸等）和非标准产品；公司具备强大的配送系统能及时响应；公司具备了关键的涂布技术能开发出适应市场和客户需要的新产品；公司具备了分切、涂布、印刷完整的信息用纸产业链。

公司的盈利模式来源于两块：渠道客户及大客户。渠道客户基本上是销售标准产品，如安妮旗下品牌的A4打印纸、标准分卷的热敏传真纸、相片打印纸等。目前公司的渠道客户数量呈现快速增长的态势。

图6显示，公司的渠道客户数量从2006年的3000余家增长到2008年的预计5000家，年增速超过30%。我们认为，随着其渠道客户数量的增加，会提高安妮品牌的市场渗透率，相应带来公司销售收入和利润的增长。

**图 6：公司渠道客户数量快速增长**


资料来源：长江证券研究部

**图 7：公司分销体系布局全国**


资料来源：公司公告

从公司发展的历史沿革来看，渠道客户是公司发展初期的业务主体。其最大的特点在于低毛利、高周转、品牌经营的重要性较大。随着其经营规模的逐渐增大，公司开始逐渐加大了利润率更高的大客户的收入比例。通过我们调研了解到，大客户与渠道客户最主要的区别在于一个是标准化的产品，而另一个是非标准化的产品。这种非标产品一方面对于纸张的特殊需求、另一方面表现为纸张表面印刷的个性化定制。因此，公司的大客户的盈利模式与东港股份和鸿博印刷的业务有重叠的地方。

**表 1：大客户数量及销售收入变化**

|          | 2005     | 2006     | 2007     |
|----------|----------|----------|----------|
| 大客户家数    | 33       | 41       | 54       |
| NCR      | 2,025.71 | 2,527.20 | 2,526.09 |
| 福彩中心     | 3,062.16 | 4,083.22 | 4,880.78 |
| 财政税务系统   | 158.36   | 260.69   | 492.29   |
| 物流系统     | 187.11   | 252.46   | 511.62   |
| 银行系统     | 88.94    | 166.34   | 301.19   |
| 合计       | 5522.28  | 7289.91  | 8,711.97 |
| 占总销售收入比重 | 22.19%   | 23.65%   | 21.66%   |

资料来源：公司公告

我们预计，公司在 2008 年的大客户数量有望上升至 70 家，而到 2010 年公司的大客户数量将升至 100 家。我们预计公司未来两年大客户的数量和收入的增速为 20% 左右。

#### 第四，拥有热敏涂布技术有助于公司未来开拓大客户取得优势

公司最大的看点在于公司拥有热敏涂布技术，我们认为这有助于公司未来在开拓大客户时取得优势。相比一般的纸张涂布技术，热敏纸的涂布技术的最大壁垒在于化学配方。之前，世界上掌握了比较先进的热敏涂布技术的国家主要是日本等发达国家。公司于 2000 年开始着手自行研究涂布技术，经过 4 年的时间的持续投入，逐渐掌握了化学配方和涂布工艺。

公司目前拥有涂布产能 4000 吨/年，但通过技改我们预计能够达到 6000~8000 吨/年。此外，公司 IPO 募集资金将扩充涂布产能，我们预计最终将形成 4 万吨的涂布产能。项目的建设进展我们预计会分二期，2009 年将投入一期 2 万吨，2010 年建成二期，合计 4 万吨。

公司自己拥有涂布能力，可以带来显著的成本节约。我们认为，未来随着涂布产能的逐渐增加，将为公司提供业绩增长。更重要的是，由于热敏产品目前的需求领域还在不断拓宽，而自己拥有先进的涂布技术后，加上公司宽阔的分销渠道以及与下游市场紧密贴近，公司具备了引导产业创造新需求的能力。未来，随着对潜在市场的不断培育，公司开

拓新客户将取得比竞争对手更大的优势。

**表 2：涂布自给带来成本节约显著**

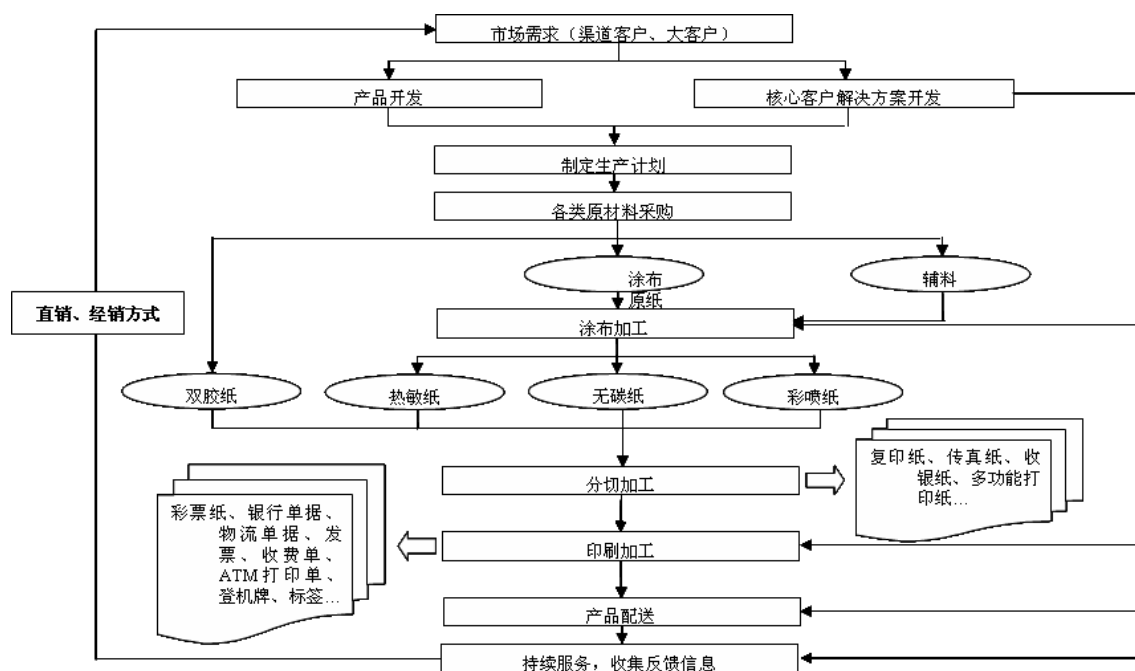
| 主要原纸种类            | 2007   | 2006   | 2005   |
|-------------------|--------|--------|--------|
| 济南安妮涂布纸生产成本（万元/吨） | 0.8    | 0.79   | 0.85   |
| 外购涂布纸平均采购价格（万元/吨） | 1.07   | 1.09   | 1.13   |
| 自产涂布纸成本节约率        | 25.23% | 27.52% | 24.78% |

资料来源：公司公告

#### 第五，品牌、渠道优势和技术研发的优势成为公司的核心竞争力，给予“谨慎推荐”评级

通过以上分析，我们认为公司拥有两大看点，即品牌及渠道的优势使得公司在市场中和客户拓展中取得较强的渗透能力；涂布技术的研发优势使得公司能更迅速的理解客户需求，甚至主动开发出新产品引导客户的潜在需求。从某种意义上来说，公司正是处于“微笑曲线”的两端：一方面拥有品牌和渠道进行市场渗透；另一方面能不断提高高利润产品的市场占比，增强资产的盈利能力。

**图 8：公司的经营模式**



资料来源：长江证券研究部

我们预计，公司 2008~2010 年的 EPS 分别为 0.54 元、0.68 元、0.88 元。具备了年 20%的复合增长率。从目前的估值来看，比较合理，首次关注给予“谨慎推荐”的评级。

**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               | 402   | 490   | 584   | 730   | 货币资金           | 72         | 231        | 186        | 217        |
| 营业成本               | 318   | 386   | 458   | 567   | 交易性金融资产        | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 毛利                 | 84    | 104   | 127   | 163   | 应收账款           | 59         | 70         | 84         | 105        |
| % 营业收入             | 21.0% | 21.1% | 21.7% | 22.3% | 存货             | 68         | 82         | 97         | 120        |
| 营业税金及附加            | 2     | 2     | 2     | 3     | 预付账款           | 40         | 49         | 58         | 72         |
| % 营业收入             | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  | 其他流动资产         | 2          | 2          | 3          | 4          |
| 销售费用               | 17    | 24    | 28    | 35    | <b>流动资产合计</b>  | <b>240</b> | <b>435</b> | <b>430</b> | <b>519</b> |
| % 营业收入             | 4.3%  | 4.8%  | 4.8%  | 4.8%  | 可供出售金融资产       | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 管理费用               | 8     | 15    | 18    | 23    | 持有至到期投资        | 0          | 0          | 0          | 0          |
| % 营业收入             | 2.1%  | 3.1%  | 3.1%  | 3.1%  | 长期股权投资         | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 财务费用               | 5     | -2    | -4    | -4    | 投资性房地产         | 0          | 0          | 0          | 0          |
| % 营业收入             | 1.2%  | -0.4% | -0.6% | -0.5% | 固定资产合计         | 48         | 165        | 255        | 281        |
| 资产减值损失             | 0     | 0     | 1     | 1     | 无形资产           | 5          | 5          | 5          | 5          |
| 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          | 0          |
| 营业利润               | 53    | 64    | 81    | 105   | 其他非流动资产        | 1          | 1          | 1          | 1          |
| % 营业收入             | 13.2% | 13.1% | 13.9% | 14.4% | <b>资产总计</b>    | <b>296</b> | <b>606</b> | <b>691</b> | <b>806</b> |
| 营业外收支              | 0     | 0     | 0     | 0     | 短期贷款           | 34         | 0          | 0          | 0          |
| 利润总额               | 53    | 64    | 81    | 105   | 应付款项           | 76         | 92         | 109        | 135        |
| % 营业收入             | 13.2% | 13.1% | 13.9% | 14.4% | 预收账款           | 17         | 20         | 24         | 30         |
| 所得税费用              | 8     | 10    | 12    | 16    | 应付职工薪酬         | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 净利润                | 46    | 55    | 69    | 90    | 应交税费           | 7          | 9          | 11         | 14         |
| 归属于母公司所有者的净利润      | 45.2  | 54.1  | 68.3  | 88.5  | 其他流动负债         | 9          | 13         | 15         | 19         |
| 少数股东损益             | 0     | 1     | 1     | 1     | <b>流动负债合计</b>  | <b>143</b> | <b>134</b> | <b>159</b> | <b>198</b> |
| EPS (元/股)          | 0.45  | 0.54  | 0.68  | 0.88  | 长期借款           | 2          | 2          | 2          | 2          |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |       |       |       |       | 应付债券           | 0          | 0          | 0          | 0          |
|                    | 2007A | 2008E | 2009E | 2010E | 递延所得税负债        | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 经营活动现金流净额          | 46    | 52    | 68    | 88    | 其他非流动负债        | 3          | 3          | 3          | 3          |
| 取得投资收益             | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>负债合计</b>    | <b>147</b> | <b>138</b> | <b>164</b> | <b>203</b> |
| 收回现金               |       |       |       |       | 归属于母公司         | 149        | 467        | 525        | 601        |
| 长期股权投资             | 0     | 0     | 0     | 0     | 所有者权益          |            |            |            |            |
| 无形资产投资             | 0     | 0     | 0     | 0     | 少数股东权益         | 0          | 1          | 1          | 3          |
| 固定资产投资             | -16   | -125  | -106  | -47   | <b>股东权益</b>    | <b>149</b> | <b>468</b> | <b>527</b> | <b>603</b> |
| 其他                 | 21    | 0     | 0     | 0     | <b>负债及股东权益</b> | <b>296</b> | <b>606</b> | <b>691</b> | <b>806</b> |
| 投资活动现金流净额          | 5     | -125  | -106  | -47   | <b>基本指标</b>    |            |            |            |            |
| 债券融资               | 0     | 0     | 0     | 0     |                | 2007A      | 2008E      | 2009E      | 2010E      |
| 股权融资               | 8     | 273   | 0     | 0     | EPS            | 0.452      | 0.541      | 0.683      | 0.885      |
| 银行贷款增加 (减少)        | 7     | -34   | 0     | 0     | BVPS           | 1.98       | 6.23       | 7.01       | 8.01       |
| 筹资成本               | 5     | -6    | -7    | -10   | PE             | 34.34      | 28.68      | 22.71      | 17.53      |
| 其他                 | -29   | 0     | 0     | 0     | PEG            | 1.37       | 1.14       | 0.90       | 0.70       |
| 筹资活动现金流净额          | -9    | 232   | -7    | -10   | PB             | 7.83       | 2.49       | 2.21       | 1.94       |
| 现金净流量              | 42    | 159   | -44   | 31    | EV/EBITDA      | 23.95      | 18.56      | 14.62      | 10.80      |
|                    |       |       |       |       | ROE            | 30.4%      | 11.6%      | 13.0%      | 14.7%      |



### 分析师介绍

刘俊，同济大学毕业，分别获技术经济专业硕士，环境工程专业学士，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：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>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：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间<br>中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于 -5%<br>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。