

节日旺季到来，订单提升可期

什么发生了改变

- **季节性需求旺季即将来临，企业订单增长可期。**历史上看（图 1）1、2 月份是烟草消费的传统旺季，消费增长环比均有 100% 以上幅度的提升，基于烟草旺销，企业下游烟草企业都有意愿备足存货，因此我们认为即将到来的节日旺季将直接导致企业订单的增长。从以往的经验来看，劲嘉股份在 10~12 月期间均保持满负荷生产，产品供不应求。
- **成本维持在低位，贵州项目 9 月开工，销量提升带来盈利增长。**我们注意到企业主要成本烟卡今年以来一直处于下行趋势（见图 2），即便当前社会卡价格有所上升，但烟卡依然维持在稳定水平上。因此企业上半年稳定的毛利率水平将保持，而订单提升带来企业盈利的增长。此外，企业今年 9 月份 40 万大箱贵州项目开始试生产，明年将完全达产，为当地“黄果树”、“贵烟”等品牌提供产品，这将成为明年的增长点。
- **订单驱动和收购项目预期是股价催化剂。**我们认为企业四季度订单大幅增长将成为股价的推动力，从 2007、2008 年历史来看，公司 10~12 月的市场表现远远领先于大市水平，我们认为预期四季度的订单增长将使得企业市场表现较往年有所提前；此外，承接我们劲嘉股份调研报告的思路，我们认为企业收购项目仍是其股价的催化剂，我们预计企业本年自由现金流 2.9 亿元，完全可以支持企业下半年至少一个项目的收购资金需要。以上两点均有利于提升企业市场表现。
- **维持增持，建议在订单驱动的预期下增加配置。**前期公司股价随大市有所下滑，当前估值已经达到 09 年 PE22 倍，2010 年 17 倍，我们给予稳定增长的高端包装类 2010 年 25PE 水平，目标价为 15 元，继续维持增持评级。

有别市场的观点

- 市场有认为公司是收购驱动型企业，预期不明将使得股价上涨乏力。我们认为市场忽视了四季度企业订单大幅增长的预期，而下半年确定性是投资的一个重要方法，如果说收购预期不明并不能带来确定性的收益，那么确定的四季度订单增长是一个良好的投资出发点，我们重申下游订单的爆发性是企业股价的催化剂。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

造纸、轻工行业高级分析师

63325888×6079

zhengkai@orientsec.com.cn

杨春燕

造纸、轻工行业资深分析师

8621-63325888×6080

yangy@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持（维持）

股价 11.25 元

目标价格（12 个月） 15 元

总股本/A 股（万股） 64200 / 64200

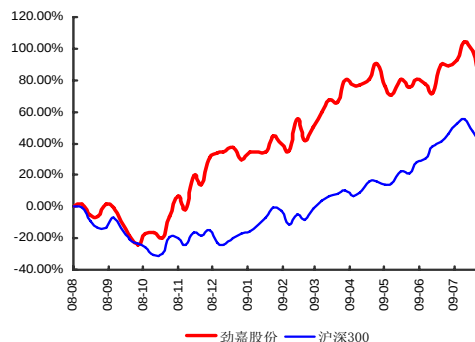
A 股市值（亿元） 72

国家/地区 中国

行业 轻工

报告日期 2009 年 8 月 18 日

股价表现



财务预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1907.83	2377.27	3027.92	3272.02
同比(%)	30.81%	24.61%	27.37%	8.06%
归属母公司净利润	224.17	313.70	389.43	410.39
同比(%)	35.41%	39.94%	24.14%	5.38%
毛利率(%)	31.74%	35.48%	34.33%	34.28%
ROE(%)	12.87%	15.74%	16.90%	15.59%
每股收益(元)	0.35	0.49	0.61	0.64
P/E	32.22	23.02	18.55	17.60

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

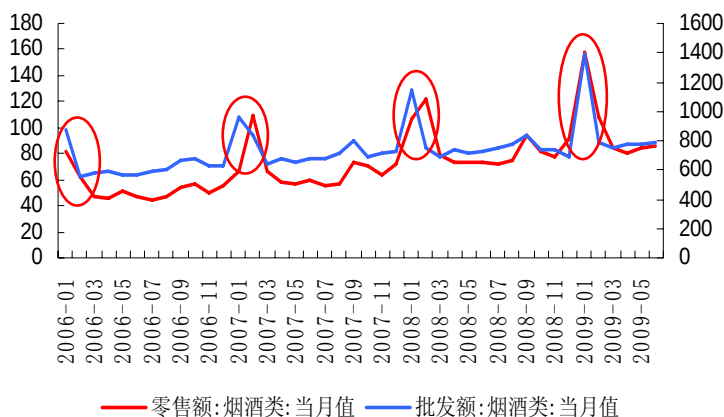
相关研究报告

《收购成长是未来看点》	2009.3.10
《盈利持续向上、收购整合市场》	2009.4.12
《收购贡献大部分盈利》	2009.4.27

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

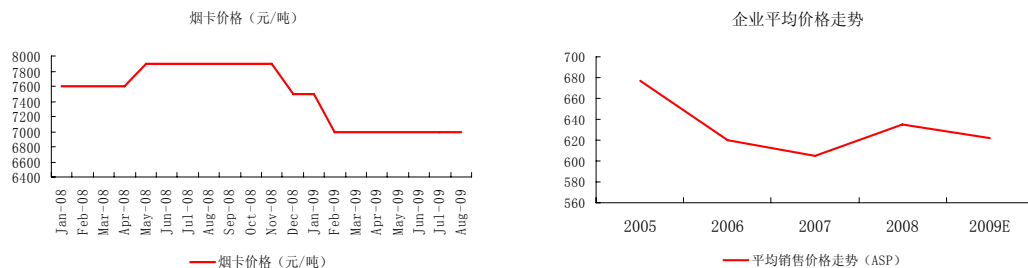
图 1 烟酒产品消费一季度是传统旺季，四季度企业订单将有增长



资料来源：东方证券研究所

图 2 烟卡价格稳中有降

烟标价格较为稳定，未来企业毛利率稳定



资料来源：东方证券研究所

表 1 2009 年新增白卡产能较多，烟卡价格将稳定为主

纸品分类	企业名称	能力 (万吨/年)	建设地点	计划投产时间(年)	品种
白卡白板纸	金桂浆纸	60	广西钦州	2008 或 2009	食品级白卡纸板
	宏远纸业	12	河南新密	2009	白板纸、箱板纸
	恒兴纸业	10	河南商丘	2009	液体食品复合软包装材料原纸
	太阳纸业	40	山东兖州	2008	液体包装纸板及白卡纸
	博汇纸业	35	山东淄博	2009 年底	烟卡纸

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析
财务和估值数据摘要

单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1343.45	1458.46	1907.83	2377.27	3027.92	3272.02
增长率(%)	19.53%	8.56%	30.81%	24.61%	27.37%	8.06%
归属母公司股东净利润	162.78	165.54	224.17	313.70	389.43	410.39
增长率(%)	5.68%	1.70%	35.41%	39.94%	24.14%	5.38%
每股收益(EPS)	0.25	0.26	0.35	0.49	0.61	0.64
每股股利(DPS)	0.00	0.00	0.04	0.10	0.12	0.13
销售毛利率	24.69%	27.28%	31.74%	35.48%	34.33%	34.28%
销售净利率	14.12%	15.23%	17.55%	19.12%	18.37%	17.92%
净资产收益率(ROE)	35.97%	9.34%	12.87%	15.74%	16.90%	15.59%
市盈率(P/E)	44.37	43.63	32.22	23.02	18.55	17.60
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.004	0.009	0.011	0.011

报表预测

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1343.45	1458.46	1907.83	2377.27	3027.92	3272.02
减: 营业成本	1011.70	1060.62	1302.37	1533.75	1988.57	2150.37
营业税金及附加	0.94	1.01	2.77	3.45	4.40	4.75
营业费用	38.24	40.71	61.46	68.94	96.89	107.98
管理费用	64.55	95.24	155.60	216.33	254.35	284.67
财务费用	25.78	24.66	3.19	-3.00	-6.47	-11.95
资产减值损失	3.15	-2.79	9.74	3.37	3.37	3.37
加: 投资收益	1.47	0.00	0.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	200.54	239.02	372.92	554.43	686.82	732.84
加: 其他非经营损益	8.52	8.28	24.19	0.00	0.00	0.00
利润总额	209.06	247.31	397.12	554.43	686.82	732.84
减: 所得税	19.34	25.12	62.29	99.80	130.50	146.57
净利润	189.72	222.19	334.82	454.63	556.32	586.27
减: 少数股东损益	26.94	56.64	110.66	140.94	166.90	175.88
归属母公司股东净利润	162.78	165.54	224.17	313.70	389.43	410.39
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	190.15	1236.07	849.99	400.49	285.36	887.70
应收和预付款项	349.24	268.97	524.57	500.79	791.30	605.01
存货	305.77	300.95	462.14	437.71	728.98	532.64

其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.15	1.24	1.24	1.24	1.24
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	637.75	701.54	1372.64	1852.92	2083.03	2263.14
无形资产和开发支出	79.87	222.18	424.29	392.30	360.32	328.34
其他非流动资产	2.36	0.00	3.54	1.77	0.00	0.00
资产总计	1565.15	2729.87	3638.42	3587.24	4250.23	4618.06
短期借款	218.00	213.00	369.80	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	564.10	378.66	605.99	689.32	940.88	804.52
长期借款	176.11	177.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	10.00	243.61	87.00	20.00	20.00
负债合计	958.21	778.66	1219.39	776.32	960.88	824.52
股本	200.00	267.50	428.00	428.00	428.00	428.00
资本公积	10.20	1094.57	709.05	709.05	709.05	709.05
留存收益	242.27	410.86	605.24	856.19	1167.73	1496.05
归属母公司股东权益	452.47	1772.94	1742.29	1993.24	2304.78	2633.10
少数股东权益	154.46	178.27	676.74	817.67	984.57	1160.45
股东权益合计	606.93	1951.20	2419.02	2810.91	3289.35	3793.54
负债和股东权益合计	1565.15	2729.87	3638.42	3587.24	4250.23	4618.06
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	372.02	192.25	471.72	719.45	522.04	1171.22
投资性现金净流量	-155.24	-255.85	-682.17	-681.98	-500.00	-500.00
筹资性现金净流量	-252.53	1169.96	-178.16	-486.98	-137.17	-68.88
现金流量净额	-35.86	1104.49	-387.84	-449.50	-115.13	602.34

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

杨春燕：造纸、轻工行业资深分析师

郑 恺：造纸、轻工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：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在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn