

## 凯恩股份(002012)：毛利率大幅提升，前三季度净利润预增 30%-50% 增持(上调)

### 造纸包装

当前股价：8.02 元

报告日期：2009 年 8 月 19 日

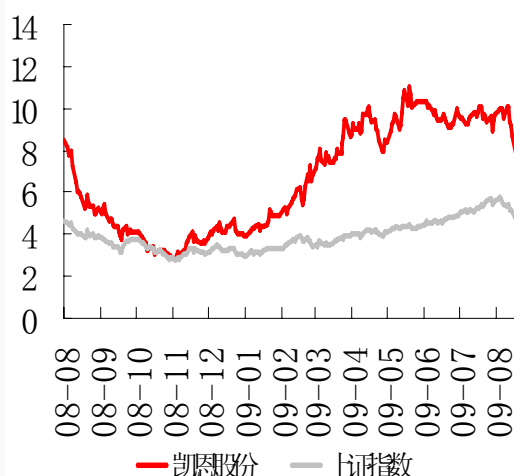
#### 主要财务指标（单位：百万元）

|           | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 385   | 410   | 422   | 439   |
| (+/-)     | 11.6% | 6.4%  | 3.1%  | 3.8%  |
| 营业利润      | 26    | 36    | 44    | 51    |
| (+/-)     | —     | 39.4% | 22.3% | 16.0% |
| 归属母公司的净利润 | 22    | 29    | 35    | 40    |
| (+/-)     | —     | 31.7% | 18.3% | 14.9% |
| 每股收益(元)   | 0.11  | 0.15  | 0.18  | 0.20  |
| 市盈率(倍)    | 72    | 53    | 45    | 40    |

#### 公司基本情况（2009 年 06 月 30 日止）

|                |             |
|----------------|-------------|
| 总股本/非限售流通股(万股) | 19479/19479 |
| 非限售流通市值(亿元)    | 18.84       |
| 每股净资产(元)       | 1.69        |
| 资产负债率(%)       | 62.49%      |

#### 股价表现（最近一年）



联系人一天相造纸包装组

服务热线 010-66045555

服务邮箱 [service@txsec.com](mailto:service@txsec.com)

- 2009半年报显示，2009年1-6月份，公司实现营业总收入2.44亿元，同比增长2.56%；实现营业利润2176.38万元，同比增长6.33%；实现归属于母公司净利润1744.52万元，同比减少2.59%；基本每股收益0.09元。同时公司预计2009年1-9月归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长幅度介于30%-50%之间。
- 公司营业收入稳定增长，产品盈利能力增强：**2009年1-6月份，公司加强产品的渠道建设和市场的推广力度，使公司产品销售保持稳定；同时公司通过加强技术改造，优化产品结构，增强产品竞争力，以及加强内部管理和成本控制使得公司产品的盈利能力得到增强，综合毛利率同比增长了7.80个百分点。
- 受投资收益影响，营业利润与净利润增长幅度放缓：**公司去年同期转让衢州亨宝德纸业有限公司获得投资收益1421万元，2009年1-6月无此收益，削弱了营业利润与净利润的增长幅度。
- 少数股东损益大幅增长导致归属于母公司净利润同比有所减少：**因公司利润增长，所得税费用同比增长355.53%，少数股东损益同比增长77.72%，导致公司归属于母公司净利润与去年同期相比略微减少，但扣除非经常性损益的归属于母公司净利润同比增长1477.12%。
- 新项目成为未来新增利润增长点：**2009年上半年公司完成以现金收购凯恩集团控股的浙江凯恩电池有限公司60%控股权；凯恩电池于2009年上半年实现净利润306万元，随着宏观行业回暖，预计该电池业务可为公司贡献更多收入与利润，且凯恩集团有限公司承诺，除不可抗力外，若浙江凯恩电池有限公司在标的股权转让完成当年以及其后连续两个会计年的实际净利润未能达到股权转让协议约定的净利润预测数，对当期凯恩电池实际净利润数额低于净利润预测数的差额中，就公司因从凯恩集团受让凯恩电池60%的股权对应部分，由凯恩集团以现金方式补偿公司。根据评估预测，凯恩电池2009年4-12月、2010年和2011年税后净利润分别可达1207.12万元、1692.71万元和2195.31万元。

- **盈利预测与评级。**公司作为国内唯一的电解电容器纸系列生产企业，在国内电解电容器纸行业处于相对垄断地位。根据我们的盈利预测，预计公司2009、2010、2011年的EPS分别为0.15元、0.18元和0.20元，对应2009年8月18日收盘价8.02元，动态市盈率分别为53倍、45倍和40倍，随着宏观经济的整体回暖，公司主营业务稳定增长；同时通过加强内部管理控制，毛利率提升7.80个百分点，公司产品竞争力与盈利能力进一步增强；此外公司新项目收益有所保障，亦可成为未来新的利润增长点，因此我们上调公司至“增持”的投资评级。
- **风险提示：**1) 原材料价格不稳定；2) 市场需求量下降与市场竞争加剧，导致的毛利率下降的风险；3) 新项目未能达到预期效益的风险。

附表 1：凯恩股份(002012) 盈利预测（万元）

|                | 2008A       | 2009E       | 2010E       | 2011E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 一、营业收入         | 38,500      | 40,958      | 42,241      | 43,865      |
| 减：营业成本         | 27,984      | 27,425      | 27,777      | 28,438      |
| 营业税金及附加        | 259         | 307         | 325         | 338         |
| 资产减值损失         | 458         | 410         | 422         | 439         |
| 销售费用           | 1,795       | 2,007       | 2,006       | 2,062       |
| 管理费用           | 4,337       | 4,874       | 4,900       | 5,001       |
| 财务费用           | 2,228       | 2,355       | 2,387       | 2,456       |
| 加：公允价值变动净收益    | 2           | 0           | 0           | 0           |
| 投资净收益          | 1,154       | 36          | 0           | 0           |
| 二、营业利润         | 2,594       | 3,616       | 4,424       | 5,132       |
| 加：营业外收入        | 557         | 594         | 570         | 592         |
| 减：营业外支出        | 194         | 102         | 127         | 132         |
| 三、利润总额         | 2,958       | 4,108       | 4,867       | 5,592       |
| 减：所得税          | 49          | 164         | 243         | 280         |
| 四、净利润          | 2,909       | 3,944       | 4,624       | 5,312       |
| 归属母公司所有者的净利润   | 2,227       | 2,933       | 3,468       | 3,984       |
| 少数股东权益         | 682         | 1,011       | 1,156       | 1,328       |
| <b>每股收益(元)</b> | <b>0.11</b> | <b>0.15</b> | <b>0.18</b> | <b>0.20</b> |

资料来源：天相投资顾问有限公司

## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

|   | 投资建议 | 预期个股相对天相流通指数涨幅 |
|---|------|----------------|
| 1 | 买入   | >15%           |
| 2 | 增持   | 5---15%        |
| 3 | 中性   | (-)5%---(+)5%  |
| 4 | 减持   | (-)5%---(-)15% |
| 5 | 卖出   | <(-)15%        |

## 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 天相投资顾问有限公司

|       |                                                                                |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 北京富凯  | 地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室<br>电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140        |
| 北京新盛  | 地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层<br>电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140 |
| 北京德胜园 | 地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层<br>电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088            |
| 上海天相  | 地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座<br>电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120            |
| 深圳天相  | 地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室<br>电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041      |
| 山东天相  | 济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室<br>电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100     |