

业绩超预期，受益电子行业爆发

研究结论

- 09 年 EPS0.31 元，业绩超预期，10 年一季度 EPS0.13 元，超预期。公司 09 年实现营业收入 5.57 亿元，较上年同期增长 11.4%，归属于母公司的净利润 6104 万元，较上年同期增长 146%，09 年 EPS 为 0.31 元，2010 年一季度 EPS0.13 元，同比增长 550%。公司 2009 年不分配也不转股。
- 公司业绩超预期主要来自纸品提价和成本控制。公司 09 年取得骄人业绩主要源自销售收入增长和毛利率水平提升。2009 年公司可比销售收入增长 11.4%，同时毛利率因公司产品提价和 09 年木浆成本下滑带来公司毛利率提升 7.95 个百分点，同时，公司去年收购凯恩电池，盈利能力也较前期有 5%左右提升。
- 公司 2010 年盈利惯性十足，预计上半年实现 0.25 元。公司一季报发布对上半年盈利进行了预增，预计增长 170%~220%之间，未来增长主要体现在子公司凯丰纸业新增生产线达产、收购凯恩电池产能利用率提升以及前期对低价木浆的备货上。
- 受益下游电子行业爆发，预计公司未来三年盈利保持 34%左右的复合增长率，维持 16 元目标价。公司主要产品出售给深圳和江苏的电子企业生产电容器，上半年消费型电子的爆发对公司经营影响正面，当前公司经营库存处于历史低位，价格上涨预期浓厚；此外，我们判断公司经营从无壁垒到有壁垒，盈利预期发生了较大的转变，未来公司经营状况应持续好于我们预期，因此适当可以给予高估值，由于上半年业绩好于我们预期，我们小幅上调公司 2010、2011 年 EPS 预测为 0.48、0.59 元，考虑到未来两年公司保持 34%左右增长，给予 34PE 水平，维持公司目标价为 16 元，维持增持评级。
- 主要风险：原材料成本继续上行。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

轻工造纸行业高级分析师

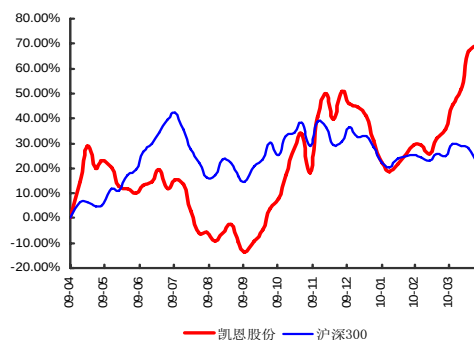
63325888×6079

zhengkai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209070189

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价 (2010 年 4 月 23 日)	14.23				
目标价格	16 元				
总股本/A 股 (万股)	19479 / 19479				
A 股市值(亿元)	28				
国家/地区	中国				
行业	轻工				
报告日期	2010 年 4 月 26 日				

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	22.8%	38.6%	69.4%
相对表现 (%)	28.0%	39.6%	48.5%

资料来源：WIND

财务预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万)	569.20	809.48	967.89	1108.56
同比 %	47.85%	42.21%	19.57%	14.53%
归属母公司净利润 (百)	61.04	93.77	114.92	137.34
同比 %	174.01%	53.62%	22.55%	19.52%
毛利率 %	33.78%	35.50%	34.57%	34.38%
ROE %	16.31%	20.45%	20.87%	20.80%
EPS	0.31	0.48	0.59	0.71
PE	44.19	28.77	23.48	19.64

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

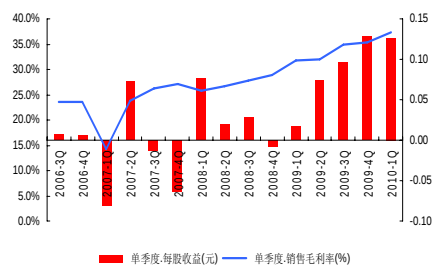
相关研究报告

受益成本下滑，经营回归坦途	2009/3/15
公司经营步入成长轨道	2009/11/11
公司取消增发影响中性	2010/1/11
股东减持近尾声，经营壁垒仍强劲	2010/4/3
一季度突破增长，二季度惯性十足	2010/4/9/

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

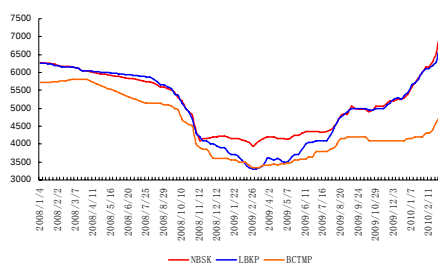
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

图 1：公司盈利预期发生变化，单季度盈利逐季回暖



资料来源：东方证券研究所

图 2 木浆价格回到历史高位



资料来源：东方证券研究所

电容器纸进口价增量缩，公司有价格优势

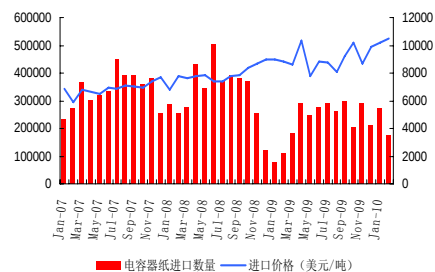


表 1：财务报表预测与比率分析

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	344.94	385.00	569.20	809.48	967.89	1108.56
增长率(%)	4.58%	11.61%	47.85%	42.21%	19.57%	14.53%
归属母公司股东净利润	-16.46	22.28	61.04	93.77	114.92	137.34
增长率(%)	-305.11%	235.33%	174.01%	53.62%	22.55%	19.52%
每股收益(EPS)	-0.08	0.11	0.31	0.48	0.59	0.71
每股股利(DPS)	0.00	0.00	0.00	0.05	0.12	0.14
每股经营现金流	0.34	0.39	0.28	1.01	0.11	1.35
销售毛利率	23.21%	27.31%	33.78%	35.50%	34.57%	34.38%
销售净利率	-3.74%	7.56%	13.37%	14.30%	14.66%	15.30%
净资产收益率(ROE)	-4.95%	6.28%	16.31%	20.45%	20.87%	20.80%
市盈率(P/E)	-163.88	121.10	44.19	28.77	23.48	19.64
市净率(P/B)	8.12	7.61	7.21	5.88	4.90	4.09
股息率(分红/股价)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	344.94	385.00	569.20	809.48	967.89	1108.56
减: 营业成本	264.88	279.84	376.94	522.15	633.29	727.45
营业税金及附加	2.67	2.59	3.36	5.49	6.56	7.52
营业费用	18.92	17.95	28.60	40.47	48.39	55.43
管理费用	61.49	43.37	61.81	80.95	91.95	99.77
财务费用	20.50	22.28	21.31	28.11	24.68	22.80
资产减值损失	4.79	4.58	0.81	3.39	3.39	3.39
加: 投资收益	6.29	11.54	1.31	0.45	0.45	0.45
公允价值变动损益	0.00	0.02	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	-22.02	25.95	77.69	129.37	160.07	192.65
加: 其他非经营损益	9.72	3.63	6.91	6.75	6.75	6.75
利润总额	-12.30	29.59	84.59	136.12	166.83	199.40
减: 所得税	0.62	0.50	8.51	20.35	24.96	29.84
净利润	-12.92	29.09	76.09	115.77	141.87	169.56
减: 少数股东损益	3.54	6.82	15.04	22.00	26.96	32.22
归属母公司股东净利润	-16.46	22.28	61.04	93.77	114.92	137.34
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	35.63	77.20	124.21	161.90	193.58	221.71
应收和预付款项	89.59	92.84	186.29	204.69	263.25	272.80
存货	95.00	108.67	236.69	188.47	327.18	265.13

其他流动资产	0.00	10.61	0.76	0.76	0.76	0.76
长期股权投资	18.09	7.54	0.01	0.46	0.91	1.36
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	410.78	392.44	470.45	489.89	506.34	519.79
无形资产和开发支出	28.96	30.25	32.67	32.67	32.67	32.67
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	678.07	719.55	1051.08	1078.83	1324.69	1314.22
短期借款	168.56	199.81	336.79	227.27	299.35	128.91
应付和预收款项	99.85	98.55	191.59	222.47	277.35	295.24
长期借款	38.00	0.00	87.10	87.10	87.10	87.10
其他负债	20.19	40.63	8.02	8.02	8.02	8.02
负债合计	326.60	338.99	623.50	544.86	671.83	519.27
股本	194.79	194.79	194.79	194.79	194.79	194.79
资本公积	82.70	82.70	43.13	43.13	43.13	43.13
留存收益	54.77	77.05	136.26	220.65	312.59	422.46
归属母公司股东权益	332.26	354.54	374.17	458.57	550.50	660.38
少数股东权益	19.21	26.02	53.41	75.40	102.36	134.57
股东权益合计	351.46	380.56	427.58	533.97	652.86	794.95
负债和股东权益合计	678.07	719.55	1051.08	1078.83	1324.69	1314.22
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	66.93	75.88	55.36	197.62	21.84	262.02
投资性现金净流量	8.15	-12.58	-126.23	-24.26	-24.26	-24.26
筹资性现金净流量	-66.78	-27.46	82.29	-135.68	34.10	-209.63
现金流量净额	8.12	35.04	11.17	37.68	31.68	28.13

资料来源：东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn