

2010-12-06

纸包装

合兴包装 002228-SZ

2010 过小年，2011 过大年

◇ 报告起因：公司调研

◆ 2010 年利润增长放缓，但 2011 年预计将增长 68%

公司今年前三季度收入增长 72.9%，但净利润仅增长 3.7%，我们预计全年利润将增长 5.1%，导致收入和净利润增速出现背离的原因在于毛利率的下滑和期间费用率的上升。毛利率出现下降的原因有两点：1、瓦楞和箱板纸价格上涨；2、公司新增产能较多。我们认为经过 2010 年的消化，2011 年公司的毛利率将有所提升，于此同时，2010 年前三季度公司的期间费用率已经呈现环比下降的趋势，预计 2011 年在规模效应的作用下将继续降低。我们判断公司 2011 年净利润的同比增速有望达到 68%。

◆ “标准化工厂”和“集团化、大客户”战略能有效降低扩产风险

公司通过长时间的生产管理经验，总结出一套标准化建厂的流程，能够在较短的时间内在异地复制产能，使新增的产能在经营效率上达到已有产能的水准。此外，通过将自身扩张的步伐与已有大客户的布局计划进行匹配，令公司在异地建厂的同时也基本完成了新增产能目标客户的锁定，比如：公司的客户青岛海尔在重庆成立工业园，公司亦在重庆成立子公司，为海尔在重庆提供包装服务。根据历史经验，公司的新增产能在投产后 6 个月即能达到月度盈亏平衡。

随着富士康、戴尔、联想等电子巨头落户成都，我们认为 2011 年公司在成都的子公司有望与这些企业建立合作关系，从而令公司在成都的经营业绩上一个台阶。

◆ 海宁和天津的募投项目将为未来的增长提供充足的动力

通过在海宁和天津建设生产基地，公司基本完成了产能全国性的布局，纸箱包装的经济运输半径将不会对公司争夺国内市场造成任何影响。

此外，通过我们的测算，海宁和天津募投的 2 亿平米产能将使公司在 2013 年之前不会出现产能瓶颈，募投项目为公司后续增长提供了充足的动力。

◆ 预计未来三年利润复合增速将达到 44%，给予“买入”评级

我们认为公司未来三年将逐步完成销售净利率向历史水平回归的过程，预计 2011-2014 年净利润的复合增速将达到 44%，我们给予公司 2011 年 36 倍 PE，对应的合理股价为 19.80 元，结合绝对估值的结果，最终的目标价为 20.51 元，对应公司 2012 年 EPS 的 PE 为 24 倍，给予“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	638	886	1,406	2,029	2,909
营业收入增长率	37.46%	38.96%	58.70%	44.33%	43.34%
净利润（百万元）	51	67	71	118	183
净利润增长率	45.50%	31.60%	5.14%	67.66%	54.17%
EPS（元）	0.24	0.31	0.33	0.55	0.84
ROE（归属母公司）	12.99%	15.43%	8.74%	13.08%	17.37%
P/E	66	50	47	28	18
P/B	9	8	4	4	3
EV/EBITDA	20	33	27	18	13

首次

买入

当前价格	15.40 元
目标价格	20.51 元
目标期限	6 个月

分析师：

李婕

证书编号：F0050108120160

联系人：

姜浩

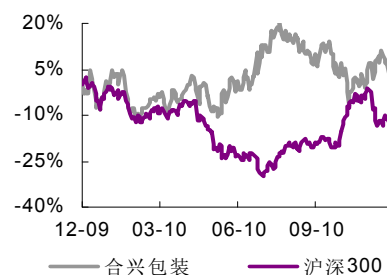
021-22169125

jianghao@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	217
总市值(百万元)	3,432
流通比例(%)	21.87%
12 个月最高/最低(元)	19.15/13.59
近 3 月日均成交量(百万股)	2.16
主要股东	厦门汇信投资管理有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.46	-16.77	16.01
绝对收益	-0.84	-8.62	2.69

相关报告：

光大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。

投资要件

关键假设

1、公司 2010-2012 年整体收入增速分别为 58.7%、44.3%和 43.3%。

其中纸箱业务的收入增速为 56%、43%和 43%；纸板的增速为 52%、38%和 47%；缓冲包装材料的增速为 112%、67%和 46%。我们认为中、西部地区经济的快速发展以及国家促消费政策将带动公司的收入保持持续、快速的增长。

2、我们预计公司 2010-2012 年综合毛利率为 17.7%、18.2%和 18.4%。

其中纸箱的毛利率为 18.0%、18.6%和 18.8%；纸板的毛利率为 13.8%、14.3%和 14.5%；缓冲包装材料为 19.4%、19.8%和 20.2%。我们认为随着新建产能利用率的逐步提高，在规模效应、产品结构和下游客户优化的多重作用下，公司的毛利率有望朝历史水平回归。

3、我们预计公司 2010-2012 年期间费用率为 11.5%、11%和 10.7%。

其中销售费用率分别为 5.1%、5.1%和 5.0%；管理费用率分别为 5.2%、5.1%和 5.0%；财务费用率分别为 1.2%、0.8%和 0.7%。我们认为在规模效应的作用下，期间费用率将逐步降低，而实际上公司今年前三季度的期间费用率的确在环比下降。

我们区别于市场的观点

我们认为公司明年的产能利用率将有不俗的提升，从而带动毛利率的恢复性上升以及期间费用率的降低。

我们做出此判断的依据还是基于包装行业在消费快速发展的背景下，仍将保持较快增长，同时中、西部地区经济飞速发展令区域内的包装行业增长更快，这样的大环境为公司提升中、西部地区的产能利用率创造了良好的外部环境。

此外，公司现有客户在中、西部地区的拓展亦让我们对于其明年产能利用率的提升增添了信心。

股价上涨的催化因素

我们认为公司短期不存在显性的催化因素，明年业绩的良好表现或者能够签订新的大客户将构成股价的催化剂，但鉴于当前公司股价和我们所认为的合理价值有较大的差距，故我们认为当前是介入的良机。

估值和目标价格

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.33、0.55 和 0.84 元，给予 2011 年 36 倍 PE，对应目标价格为 19.80 元，结合绝对估值结果，公司合理股价为 20.51 元，“买入”评级。

投资风险

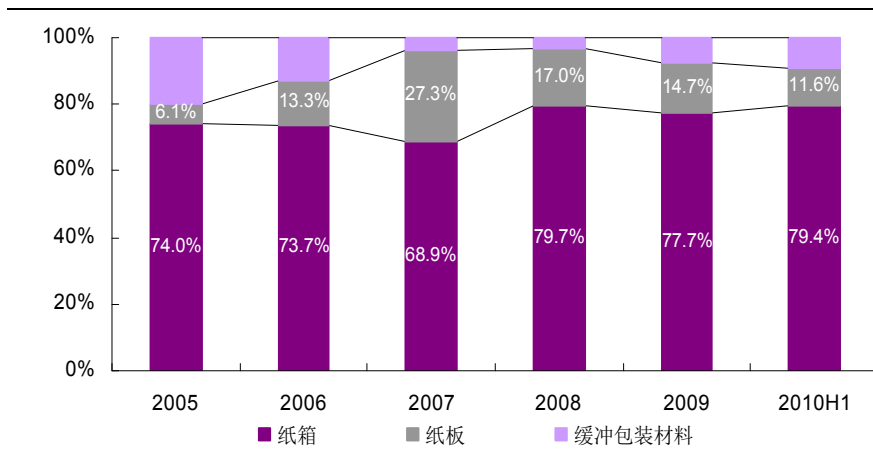
我们认为最大的风险来自于原料价格走势和公司在中、西部地区客户拓展情况。

一、公司是国内领先的瓦楞纸箱包装企业

公司地处厦门，是目前国内领先的瓦楞纸箱包装企业，主要产品为瓦楞包装纸箱、瓦楞纸板和缓冲包装材料。

图 1：公司的主要产品为瓦楞纸箱

2005-2010H1 公司各类产品在收入中的占比情况



资料来源：光大证券研究所

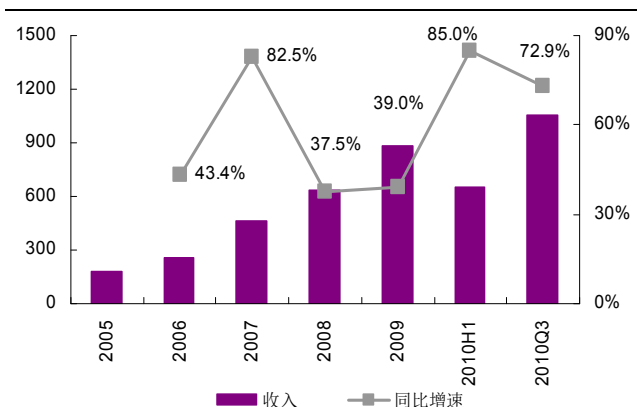
二、扩产是刺激收入大幅增长的主旋律

05-09 年公司的收入实现大幅增长，复合增速达到 49.5%，2010 年前三季度公司收入续写高增长趋势，同比增速达到 72.9%，究其原因主要受益于产能的大幅度扩张。

06 年 2 月子公司福建长信投产，贡献产能 4000 万平米，使得公司总产能达到 8000 万平米，同年 10 月和 11 月南京合兴和湖北合兴分别投产将公司的总产能提升至 1.6 亿平米，2007 年 7 月福建长信第二条生产线投产，将公司的总产能进一步提升至 2 亿平米，截止 2010 年 9 月公司的产能达到 7.4 亿平米，正在建设中的产能达到 2 亿平米。

图 2：公司收入增长迅猛

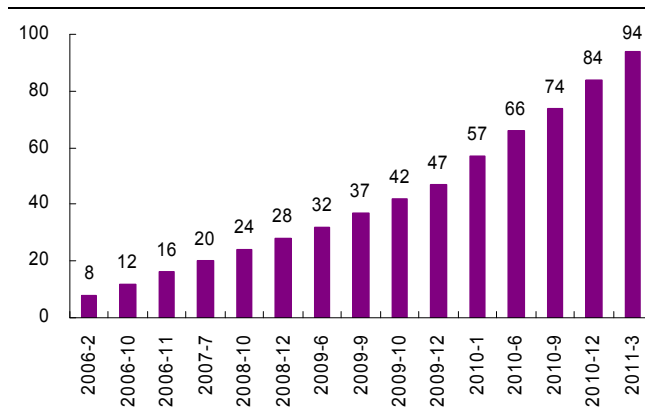
2005-2010Q3 公司收入增长情况（单位：百万元）



资料来源：光大证券研究所

图 3：公司大力扩充自身产能

2006-2010 公司总产能扩充情况（单位：千万平米）



资料来源：光大证券研究所

三、扩产不仅增加自身供给能力，亦提升了成长空间

由于瓦楞纸箱的经济运输半径为 100-150 公里，因此本地企业的市场空间仅限于经济运输半径范围之内。瓦楞纸箱包装行业的竞争格局也是以本地企业服务本地市场为主，少数大企业能够通过异地建厂的模式成为辐射全国的厂商。

公司原先的产能主要分布在闽南地区，受运输半径的制约，收入来源亦是以闽南为主，虽然瓦楞纸箱的市场需求巨大，但公司能够有效触及的部分较小。上市后，公司在华中、西南、华东分别成立了湖北合兴、武汉华艺、郑州合兴、重庆合兴、成都合兴、南京合兴、青岛合兴以及合肥合信等子公司，使得自身能覆盖的市场区域即成长空间有效扩大，考虑在建的海宁合兴以及天津世凯威两个项目，公司全国性的产能布局已基本完成，瓦楞纸箱的经济运输半径对公司的成长不再构成任何制约。

表 1：公司在扩产的同时，亦在不断完善产能区域布局

公司总产能地域分布情况（单位：千万平米）

区域	公司	产能	区域产能汇总
华中	湖北合兴	14	23
	武汉华艺	4	
	郑州合兴	5	
华南	福建长信	8	26
	厦门基地	13	
	佛山合信	5	
西南	重庆合兴	4	8
	成都合兴	4	
华东	南京合兴	4	27
	青岛合兴	5	
	合肥和信	8	
	海宁合兴（在建）	10	
华北	天津世凯威（在建）	10	10

资料来源：光大证券研究所

四、利润增速放缓只是短期现象

我们认为公司 2010 年利润增速放缓主要受毛利率降低以及期间费用率上升所致，我们相信这种放缓只是短期现象。

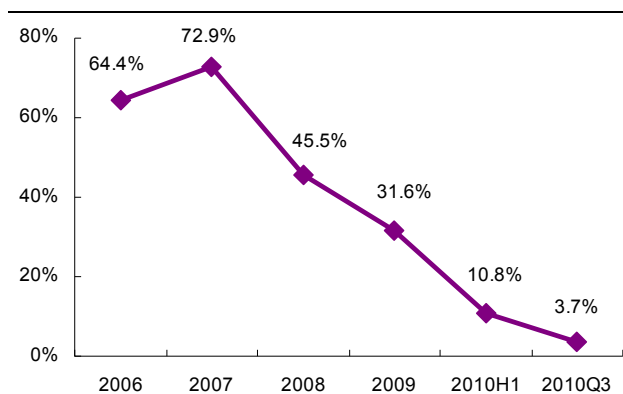
（一）毛利率下滑和期间费用率上升导致利润增速短期放缓

06-09 年伴随着公司产能的大幅度扩充，收入和净利率均保持高增长趋势，但 2010 年前三季度，公司在收入增长 72.9% 的情况下，净利润仅增长 3.7%。

我们注意到，从 05-09 年公司的销售净利率均能保持在 7% 以上，而 2010 年前三季度销售净利率仅为 4.7%，销售净利率的降低令公司增收不增利。

图 4: 2010 年前三季度公司利润增长放缓

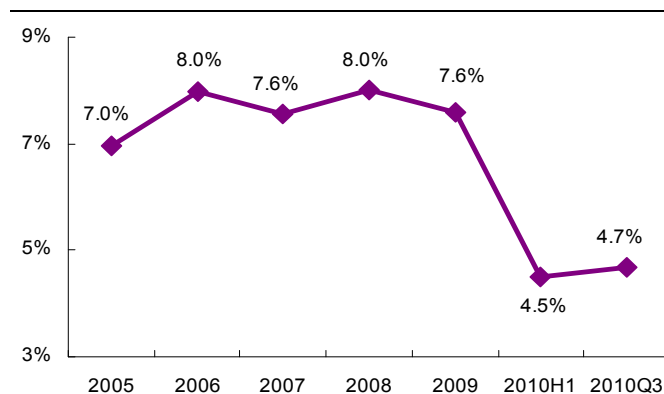
2006-2010Q3 公司利润增长情况



资料来源: 光大证券研究所

图 5: 销售净利率降低使公司增收不增利

2005-2010Q3 公司销售净利率情况

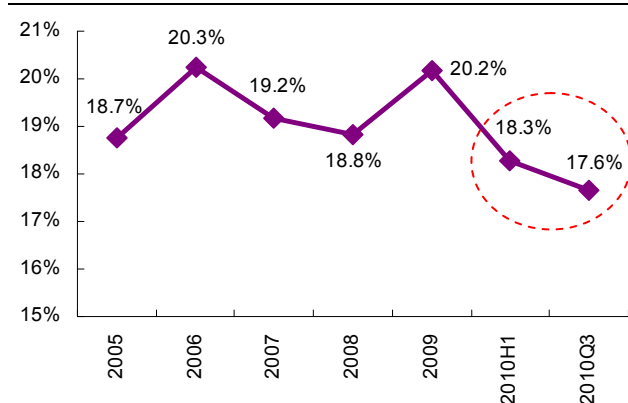


资料来源: 光大证券研究所

仔细研究销售净利率下滑的原因,我们发现是由毛利率的降低和期间费用率的提升共同作用所致。05-09 年公司毛利率处于 18.7%-20.3% 的区间,2010 年前三季度公司的毛利率仅为 17.6%,较前 5 年最低水平相差 1 个百分点,同时公司 05-08 年期间费用率基本维持在 10%-11% 的水平,而 2010 年前三季度的期间费用率达到 11.8%。

图 6: 2010 前三季公司毛利率较往年减少 1 个百分点

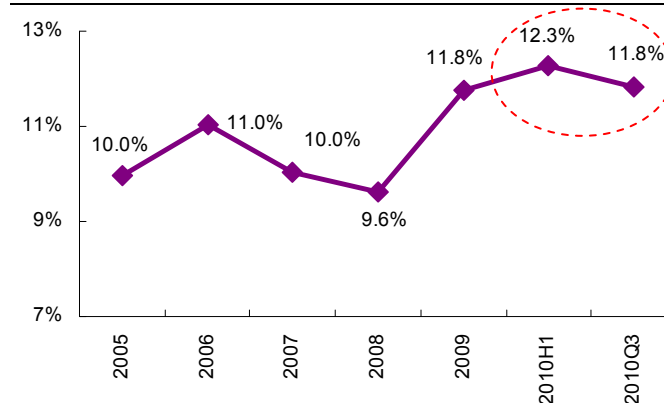
2005-2010Q3 公司毛利率情况



资料来源: 光大证券研究所

图 7: 2010 年前三季期间费用率较往年提升 1 个百分点

2005-2010Q3 公司销售净利率情况



资料来源: 光大证券研究所

(二) 为什么是短期现象? 以史为鉴

导致公司毛利率下滑的主要原因有两点: 1、瓦楞纸和箱板纸价格上升, 2、公司大幅扩充产能。我们认为瓦楞和箱板纸的价格上升难以持续, 同时根据公司历史扩充产能情况看,新设子公司的产能利用率在一年之内均能达到不俗的水平,故毛利率的下滑和期间费用率的上升只是短期现象,我们相信公司的毛利率和期间费用率在 2011 年均会有所改善,使其净利润的增速再度大幅提升。

1、瓦楞和箱板纸价格无法长期攀升

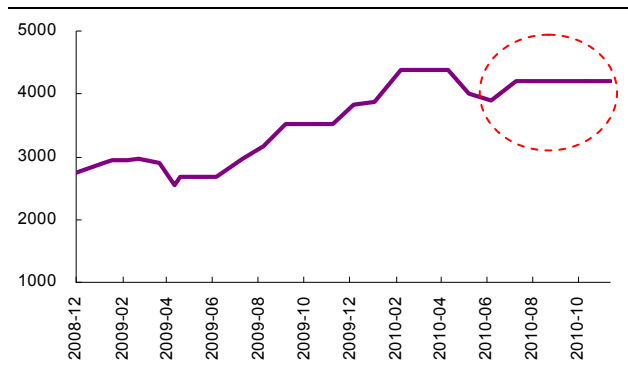
瓦楞和箱板纸在 2010 年 6 月均提价 10%,我们认为这是上游木浆价格上涨以及国家节能减排关闭部分产能两方面共同作用的结果。

随着近期国际木浆库存的上升,浆价应声回落,令瓦楞和箱板纸企业的生产成本压力有所减缓。同时瓦楞纸和箱板纸属技术门槛偏低的细分纸种,

较低的市场准入门槛使得瓦楞纸和箱板纸在盈利空间获得阶段性改善之后，企业扩充产能的动力更足，因此未来供给端不会出现产能瓶颈。我们相信瓦楞和箱板纸价格在后期不仅继续攀升的可能性不大，而且回落是大概率事件。

图 8：浆价上涨和节能减排令箱板纸价格短期攀升

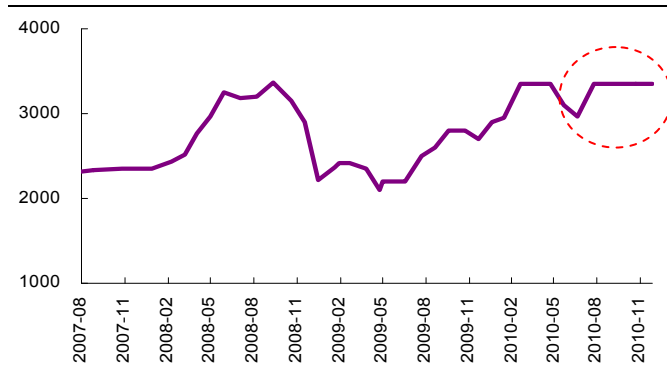
2008/12-2010/11 玖龙/海龙太仓报价情况（单位：元/吨）



资料来源：光大证券研究所

图 9：浆价上涨和节能减排令瓦楞纸价格短期攀升

2007/8-2010/11 A 级高瓦纸报价情况（单位：元/吨）



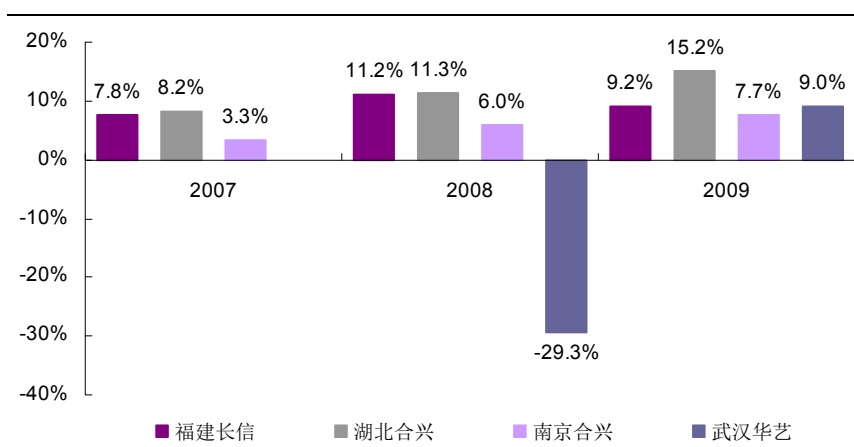
资料来源：光大证券研究所

2、历史经验表明新建的子公司在投产后第三个季度能达到盈亏平衡

根据公司历史经验，湖北合兴、南京合兴在正式投产第三个季度均能达到盈亏平衡。

图 10：各子公司的销售净利率在投产之后均能稳步改善

2007-2009 各子公司销售净利率情况



资料来源：光大证券研究所

公司之所以能够使新建的产能在较短时间内达到不俗的盈利水准，主要源自于“标准化”工厂复制模式和“集团化，大客户”战略。

“标准化”工厂是公司在多年的生产经营中，总结出的一整套标准化的作业模式，对于瓦楞纸箱生产中厂房、生产线、机器设备、仓库的设计和布局，工人的安排及生产都进行量化，从而形成标准化的生产和经营。通过此种模式的不断复制，减少新建工厂和安装生产线的时间，令公司以较快的速度切入新市场，同时运营成本大幅降低。

“集团化、大客户”是公司通过和集团化的大客户合作，利用客户在全国布局的契机，在异地建厂。这样的模式保证了公司在国内各个区域建立子公司时，已为即将建设的产能赢得了订单，确保在新公司投产之后，能在较短的时间内达到盈亏平衡点，于此同时，通过异地建厂，公司亦进一

步加强了与现有大客户的合作关系，提高了客户粘性，故能在一定程度提升公司同客户的谈判地位，保障自身的盈利空间。

公司于 2008 年 7 月与青岛海尔零部件采购有限公司签订了《供货框架协议》，随后其下属控股子公司湖北合兴、南京合兴、重庆合信、遵义合信均开始为海尔提供打样、供货服务。因此我们相信，“标准化”工厂和“集团化、大客户”战略能够令公司新建的产能逐步达到预期的盈利水平。

从今年前三季度公司期间费用率、管理和销售费用率环比下降的情况看，我们认为各个子公司的生产经营情况正逐步好转。而且由于各地子公司获得“纸箱合格供应商”需要一定的周期，故新设立的工厂一般早期以供应纸板为主以提升产能利用率，我们相信在 2011 年公司纸箱出货的占比将有所提升，从而拉动毛利率回归至历史水平。

表 2: 2009 和 2010 年上半年公司产能大幅扩充

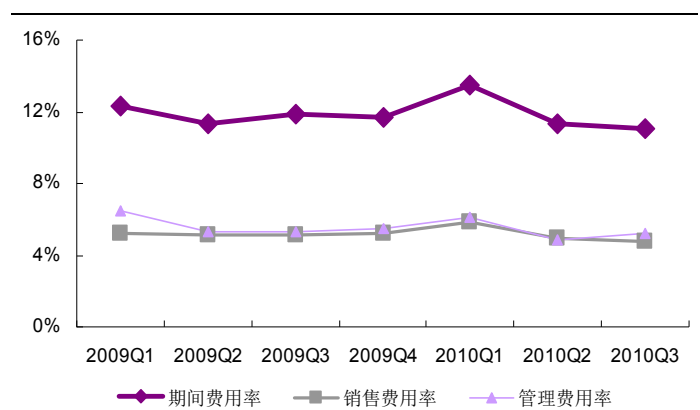
2009-2010/6 公司新增产能和总产能情况（单位：万平米）

子公司	投产时间	新增产能	总产能
成都合兴	2009-2	4,000	32,000
青岛合兴	2009-6	5,000	37,000
佛山合信	2009-9	5,000	42,000
郑州合兴	2009-9	5,000	47,000
湖北合兴	2010-1	10,000	57,000
厦门基地	2010-6	9,000	66,000

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 11: 费用率环比下降表明公司的经营效率在逐步提升

2009Q1-2010Q3 公司期间费用率、销售和管理费用率情况



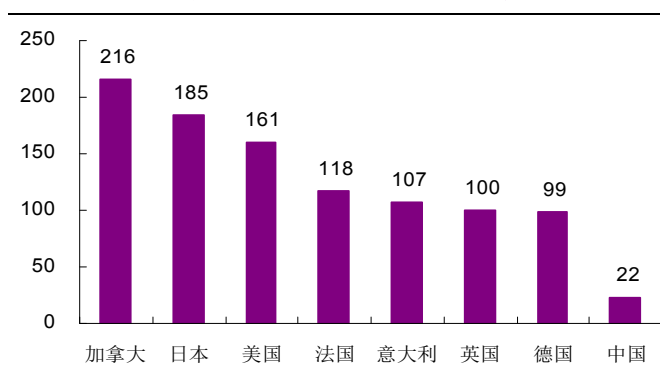
资料来源：光大证券研究所

五、行业成长性依旧看好

根据 Pira International 发布的统计数据，09 年加拿大、日本、美国和法国人均用于纸箱包装的费用为 216 美元、185 美元、161 美元和 118 美元，而国内的人均消费水平为 22 美元，我们认为瓦楞纸箱包装在国内依旧拥有很大的成长空间。09 年国内箱板纸和瓦楞原纸的消费量分别增长 12.7% 和 13.3%，我们预计瓦楞纸箱包装行业未来的增速将不低于 10%。

图 12: 国内人均纸箱包装消费量仍有很大的提升空间

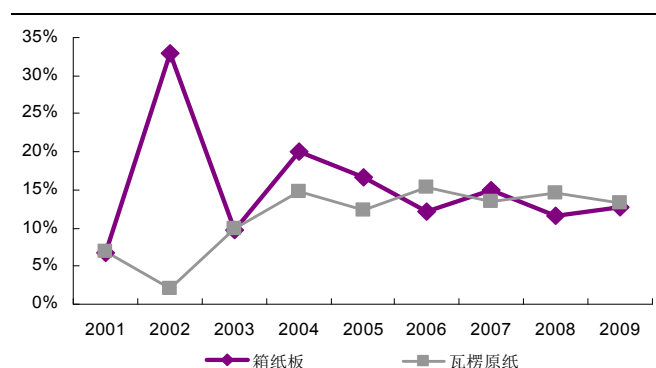
09 年发达国家和中国人均纸箱消费水平对比（单位：美元/人）



资料来源：Pira International、光大证券研究所

图 13: 纸箱包装行业未来的增速仍有望保持 10% 以上

2001-2009 瓦楞纸和箱板纸消费量同比增速情况



资料来源：光大证券研究所

驱动行业后续增长的因素有两点，1、国内调整经济发展模式，促消费利好包装行业；2、“以纸代塑、以纸代铁”令纸包装更受“重用”。

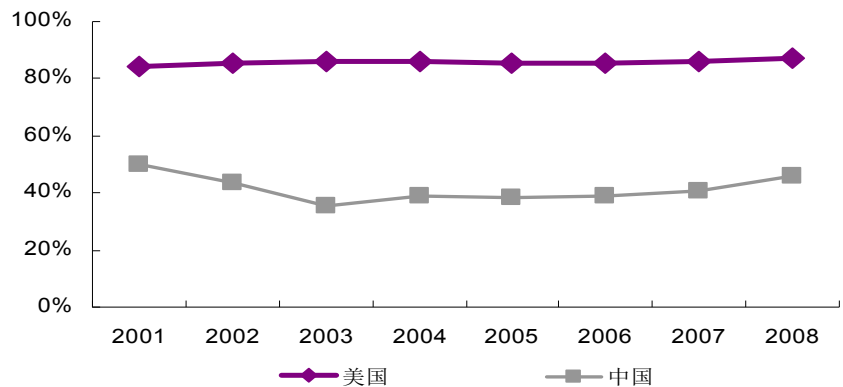
（一）转变经济增长方式，促销费利好包装行业

在“十五、十一五”期间，国内凭借投资和出口的经济发展模式在环保压力和国际贸易争端越演越烈的背景下，难以支撑未来经济的发展，因此转变经济发展方式，提升消费在国民经济发展中的地位是“十二五”期间国家政策的导向。

2008 年消费对美国 GDP 的贡献度达到了 87.2%，而国内当前消费对 GDP 贡献的水平仅达到 45.7%，我们认为在国家促销费以及居民收入不断上升的过程中，未来消费版块的发展潜力巨大，而包装行业亦将受益于此，保持快速增长的趋势。

图 14:国内消费对 GDP 的贡献度依然偏低

2001-2009 消费对国内和美国的 GDP 贡献情况



资料来源：光大证券研究所

（二）“以纸代塑、以纸代铁”令纸包装更受“重用”

瓦楞纸箱作为“无毒、无害、易于降解或者便于回收利用”的绿色环保包装物，较塑料和金属拥有更大的市场潜力，我们认为在环保概念的驱使之下，未来瓦楞纸箱在包装行业中的占比仍将不断提升。

六、扩产有的放矢，募投项目为持续的高增长打下基础

公司目前在国内纸箱包装行业所占据的市场份额仅为 0.7%，经过 2010 年的过渡，我们认为公司 2011 年产能利用情况将进一步获得改善，而海宁、天津募投项目的建设为公司后续的增长提供了充足的动力。

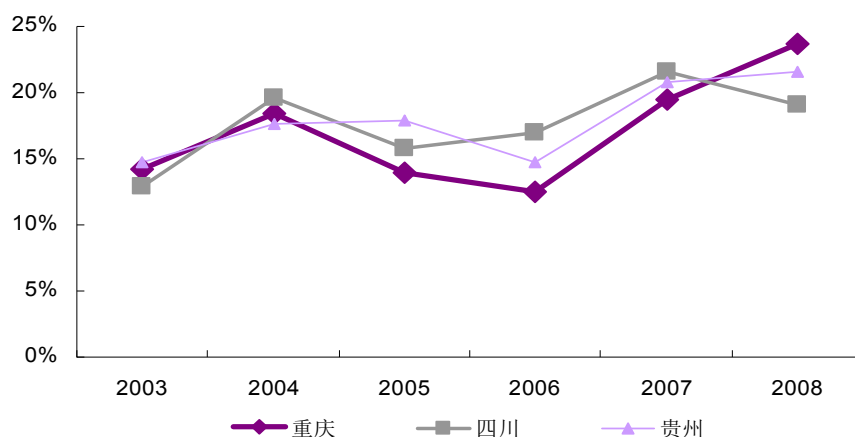
从公司历年异地扩产的历程看，其选择扩产的地点均为经济发展迅猛且能有效利用现有客户资源，这种稳健有序的扩产使得最终项目均能产生较好的经济效益。

西南：重庆和成都合计 8000 万平米的产能

重庆、四川和贵州三地的经济增速一直领先国内 GDP 的增长水平，尤其近两年，三个区域的经济增长速度几乎均高于 20%，迅猛的经济增长为公司在西南地区开疆拓土打下了极好的基础。

图 15: 西南经济的迅猛发展为包装行业创造了良好的产业环境

2003-2008 重庆、四川和贵州三省市经济增长情况



资料来源：光大证券研究所

于此同时，公司现有客户在西南地区的发展以及成都在 2010 年一系列大的招商引资成果令我们对于公司在西南地区的发展增添了更多的信心。

2010 年 4 月，公司的大客户海尔集团宣布扩大其重庆工业园的规模，年产能达 200 万台的海尔冰箱生产基地预计将在年底前投产。

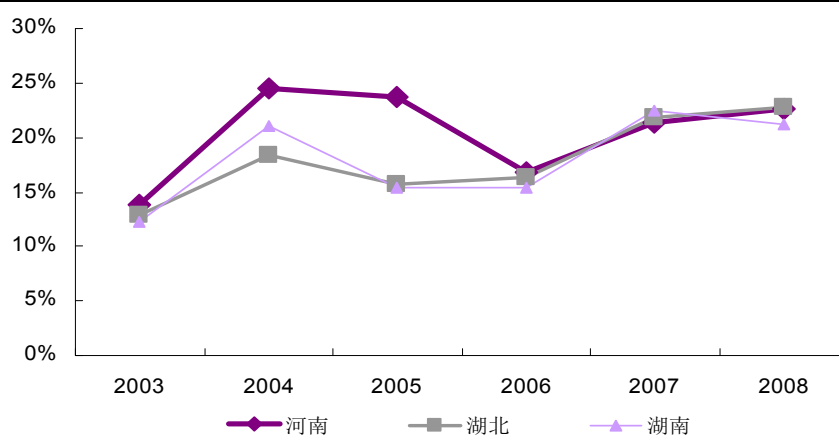
9 月 14 日，戴尔(成都)旗舰基地项目落定成都，在蓉打造戴尔服务全球新“旗舰”；10 月 15 日，德州仪器将其在国内的首个生产制造厂放在高新区；10 月 22 日富士康科技集团旗下的“鸿富锦精密电子(成都)有限公司”宣布正式开业投产；10 月 29 日，集生产、研发、销售运营“三位一体”的联想(西部)产业基地落户；11 月 23 日，全球最大台式电脑 CPU 散热器供应商“台湾奇宏”，将其布局西部的“坐标”放在了成都。

中部：武汉和郑州合计 2.3 亿平米的产能

公司目前在中部发展的势头非常好，主要服务的对象包括海尔、富士康、惠尔康、苏泊尔和达利等中大型客户，随着富士康落户郑州，我们认为 2011 年公司在中部的产能利用情况将较 2010 年进一步提高，从而提振公司在中部的业绩表现。

图 16: 豫、湘、鄂三地 07、08 年经济增速全部超过 20%

2003-2008 河南、湖北和湖南三省经济增长情况



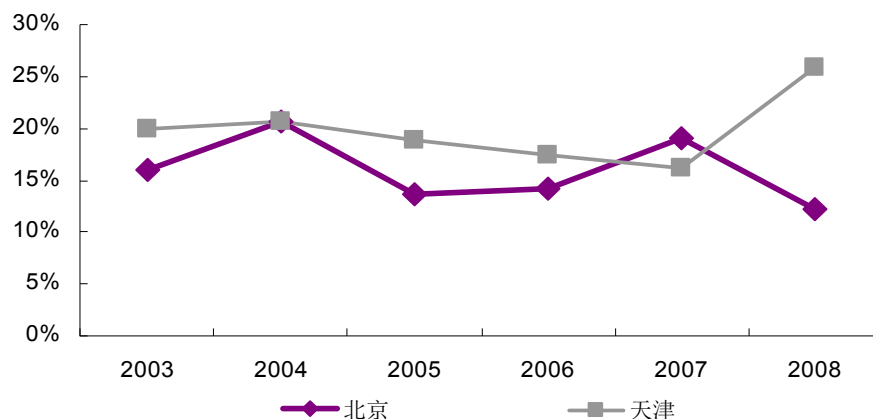
资料来源：光大证券研究所

新募投：海宁和天津各 1 亿平米的产能

我们认为公司在长三角布局产能是必走的一步，长三角地区经济发展迅速，居民消费能力在国内处于领先水平，同时沿海的地理位置亦让整个长三角成为国内出口的重要基地之一，预计海宁的产能将于 2011 年 3 月投产。而天津是公司布局北方市场的开始，公司的产能位于天津的武清区，地处天津和北京交界之处，未来能够有效满足天津和北京两地的纸箱包装需求，我们认为海宁和天津的产能短期无法为公司贡献业绩，但两个生产基地的建设将为公司 2012 年之后的增长提供充足的动力。

图 17: 08 年天津的经济增速达到 25.8%

2003-2008 北京和天津两地的经济增长情况



资料来源：光大证券研究所

七、盈利预测与估值

我们根据以下几个关键假设对公司未来盈利情况进行预测：

	2010E	2011E	2012E
营业收入增速	58.7%	44.3%	43.3%
纸箱	56%	43%	43%
纸板	52%	38%	47%
缓冲包装材料	112%	67%	46%
其它	5%	5%	5%
毛利率	17.7%	18.2%	18.4%
纸箱	18.0%	18.6%	18.8%
纸板	13.8%	14.3%	14.5%
缓冲包装材料	19.4%	19.8%	20.2%
其它	27.0%	20.0%	20.0%
期间费用率	11.5%	11.0%	10.7%
销售费用率	5.1%	5.1%	5.0%
管理费用率	5.2%	5.1%	5.0%
财务费用率	1.2%	0.8%	0.7%

我们预测公司 2010-2012 年净利润分别为 7075 万元、1.18 亿元、1.83 亿元，对应当前股本 2010-2012 年 EPS 为 0.33 元、0.55 元和 0.84 元。

(一) 绝对价值评估

综合考虑 FCFF 和 FCFE, 绝对估值的价格为 21.22 元。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 R_f	3.40%
$\beta(\beta_{levered})$	0.93
$R_m - R_f$	9.12%
$K_e(\text{levered})$	11.89%
税率	13.00%
K_d	4.73%
V_e	1,390.6
V_d	328.4
目标资本结构	19.11%
WACC	10.52%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	-69.90	-1.43%
第二阶段	1,277.66	26.13%
第三阶段 (终值)	3,681.86	75.30%
企业价值 AEV	4,889.63	100.00%
加: 非经营性净资产价值	62.54	1.28%
减: 少数股东权益 (市值)	41.75	-0.85%
减: 债务价值	328.43	-6.72%
总股本价值	4,581.99	93.71%
股本 (百万股)	217.19	-
每股价值 (元)	21.10	-

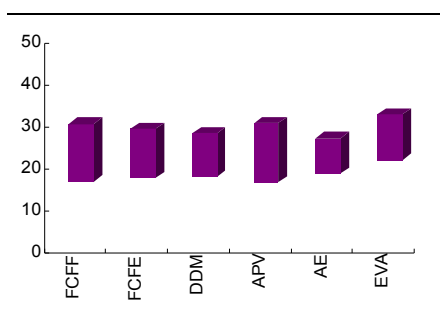
资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
9.52%	23.43	24.69	26.13	27.76	29.65
10.02%	21.16	22.23	23.43	24.80	26.35
10.52%	19.17	20.08	21.10	22.24	23.54
11.02%	17.41	18.19	19.05	20.02	21.11
11.52%	15.84	16.51	17.26	18.08	19.00

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总



资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估 值	敏感度分析区间
FCFF	21.10	15.84 - 29.65	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	21.33	16.72 - 28.34	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	21.20	17.13 - 27.37	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	21.09	15.72 - 29.87	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	21.19	17.82 - 26.23	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	25.34	21.06 - 31.88	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

(二) 相对价值评估

我们选取美盈森、鸿博股份、东港股份、万顺股份四家公司作为可比公司，我们认为可以给予公司 2011 年 36 倍 PE，对应 2011 年 EPS 的价格为 19.80 元。

表 3: 可比样本的估值水平

证券代码	证券简称	2011 PE	2012 PE
002303.SZ	美盈森	27	20
002229.SZ	鸿博股份	32	26
002117.SZ	东港股份	28	21
300057.SZ	万顺股份	31	24
平均		30	23

资料来源：WIND、光大证券研究所

综合考虑绝对估值和相对估值，公司合理的估值区间为 20.51 元，对应 2012 年 EPS 的 PE 为 24 倍。

八、风险分析

公司未来的主要风险有以下几点：箱板原纸价格上升和募投项目产能利用率不足。

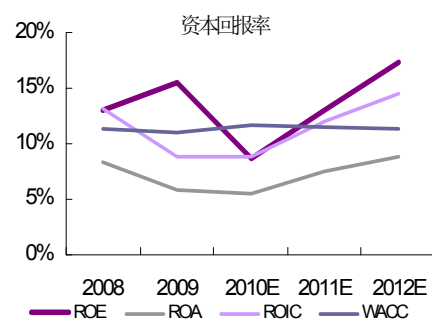
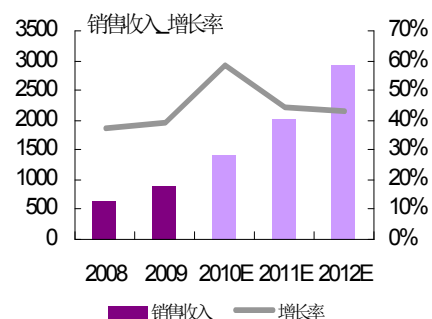
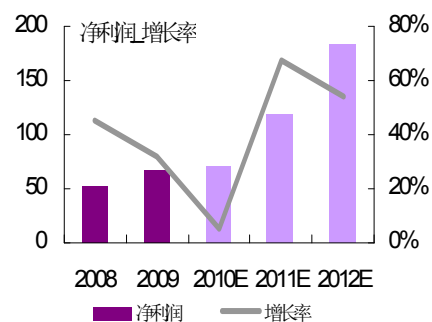
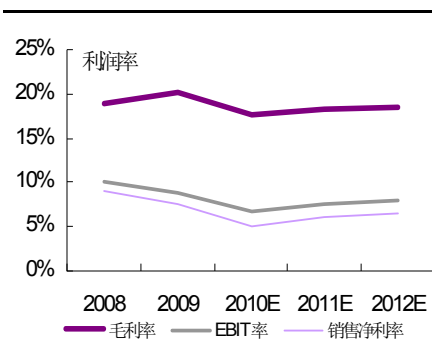
(一) 箱板原纸价格上升风险

由于箱板原纸占公司生产成本比例在 80%以上，原料价格的上升对公司成本构成很大的压力，公司目前处于扩产期，我们认为其对下游的议价能力短期将减弱，故原材料价格的上升将对公司毛利率产生较为严重的不利影响。

(二) 募投项目产能利用率不足风险

公司在海宁和天津的募投项目将于明年投产，如果募投项目的下游客户开发低于预期的进度，导致产能利用率不足，将会短期影响公司的业绩。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	638	886	1,406	2,029	2,909
营业成本	518	707	1,157	1,660	2,373
折旧和摊销	18	25	37	39	41
营业税费	1	1	2	2	3
销售费用	26	46	71	103	145
管理费用	29	49	73	103	145
财务费用	7	9	17	16	19
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	58	68	77	137	215
利润总额	61	72	83	144	220
少数股东损益	6	0	2	5	7
归属母公司净利润	51.06	67.19	70.65	118.45	182.61

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	692	1,135	1,320	1,655	2,158
流动资产	501	720	896	1,241	1,754
货币资金	190	238	253	365	524
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	156	246	347	503	723
应收票据	0	2	2	3	4
其他应收款	7	7	11	16	23
存货	91	183	216	262	353
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	150	296	313	310	304
无形资产	37	77	73	69	66
总负债	297	687	497	731	1,080
无息负债	159	241	396	557	775
有息负债	138	446	101	173	305
股东权益	396	448	823	924	1,077
股本	100	190	217	217	217
公积金	213	123	428	439	458
未分配利润	81	122	164	249	376
少数股东权益	2	12	14	19	26

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	17	-24	124	107	113
净利润	51	67	71	118	183
折旧摊销	18	25	37	39	41
净营运资金增加	131	134	99	183	295
其他	-183	-250	-82	-233	-406
投资活动产生现金流	-129	-205	-50	-30	-30
净资本支出	107	190	50	30	30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-236	-395	-100	-60	-60
融资活动现金流	237	258	-59	35	75
股本变化	25	90	27	0	0
债务净变化	19	308	-345	72	132
无息负债变化	27	82	155	161	218
净现金流	125	28	15	112	158

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	37.46%	38.96%	58.70%	44.33%	43.34%
净利润增长率	45.50%	31.60%	5.14%	67.66%	54.17%
EBITDA 增长率	33.30%	24.10%	27.40%	47.91%	42.83%
EBIT 增长率	32.71%	19.63%	20.55%	64.39%	52.60%
	-	-	-	-	-
估值指标					
PE	66	50	47	28	18
PB	9	8	4	4	3
EV/EBITDA	20	33	27	18	13
EV/EBIT	25	43	37	23	16
EV/NOPLAT	27	46	43	27	18
EV/Sales	3	4	2	2	1
EV/IC	4	4	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	18.82%	20.17%	17.68%	18.18%	18.43%
EBITDA 率	12.90%	11.52%	9.25%	9.48%	9.44%
EBIT 率	10.14%	8.73%	6.63%	7.55%	8.04%
税前净利润率	9.60%	8.16%	5.90%	7.07%	7.58%
税后净利润率 (归属母公司)	8.01%	7.58%	5.02%	5.84%	6.28%
ROA	8.29%	5.91%	5.47%	7.46%	8.79%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.99%	15.43%	8.74%	13.08%	17.37%
经营性 ROIC	13.21%	8.80%	8.78%	12.01%	14.55%
偿债能力					
流动比率	1.69	1.08	1.88	1.75	1.65
速动比率	138.06%	80.52%	142.47%	137.74%	132.09%
归属母公司权益/有息债务	2.85	0.98	8.00	5.22	3.44
有形资产/有息债务	4.74	2.36	12.33	9.14	6.85
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.24	0.31	0.33	0.55	0.84
每股红利	0.25	0.10	0.10	0.17	0.26
每股经营现金流	0.08	-0.11	0.57	0.49	0.52
每股自由现金流(FCFF)	-0.73	-1.02	-0.10	-0.16	-0.35
每股净资产	1.81	2.00	3.72	4.17	4.84
每股销售收入	2.94	4.08	6.47	9.34	13.39

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。