

2011 年 5 月 3 日

A

未有评级

000812.SZ - 人民币 7.53

倪晓曼*

(8621) 6860 4866-8503

xiaoman.ni@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206070221

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	20	8	33	6
相对新华富时 A50 指数 (%)	14	7	26	8

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	373
流通股(%)	83
流通股市值(人民币 百万)	2,331
3 个月日均交易额(人民币 百万)	56
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
万裕文化产业有限公司	99.99

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*项晓曼为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

陕西金叶

春风吹渭水, 金叶满长安

陕西金叶是我国西部印刷包装行业的龙头企业, 主营烟酒、药品食品的包装制品、高档画册的印刷。公司拥有世界先进水平的意大利赛露蒂公司 R940 型六色凹印生产线、法国小森尚帮公司 NL650 型七色轮转凹印生产线二条及相应配套设备, 年生产能力达到 75 万色令。目前, 公司的印刷业务占有陕西省市场份额 30% 以上, 并已拓展到四川、河南、安徽、江苏、湖北、新疆、甘肃等十余个省、自治区的印刷市场。另一方面, 市场对公司存在一定的大股东资产注入的预期。我们看好公司未来发展, 业绩增长值得期待。

主要发现

- “巩固烟草配套产业、提升民办教育产业、培育房地产业”已成为公司主体的战略目标。三驾马车并驾齐驱也为公司的业绩增长提供了广阔的空间。目前三产业在公司营业收入贡献占比分别为 62%、9% 和 20%。“资产清晰, 业绩向好”是公司的最大特点。
- 民办教育是公司未来业绩增长的重要引擎。按照我国“教育优先发展”战略和结构调整部署, 高等教育积极的宏观政策对公司的教育产业提供了一定的发展机遇, 依托西北工业大学的优势品牌, 学院可望持续发展。
- 公司烟草配套业务发展迅猛, 目前成为湖北地区唯一的烟用丝束定点生产企业, 与湖北三峡烟草有限公司、武汉烟草集团关系密切。值得一提的是, 公司依托第二大股东中国烟草总公司陕西分公司烟草专营背景, 取得了全国烟草专卖权, 其“陕西金叶”专卖店遍布全国大中城市。
- 公司控股股东香港万裕集团是一家综合性财团, 在云南玉溪、昆明、楚雄及江苏徐州等地先后成功投资了较多烟草配套企业。香港万裕集团长期与国内烟草企业打交道, 在国内包装防伪领域处于领先地位。陕西金叶是万裕集团唯一的上市公司平台, 不排除万裕在合适时机将其旗下的优质烟草包装及配套资产整合并注入上市公司。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	511.59	463.72	-	-	-
变动(%)	(4.96)	(9.36)	-	-	-
净利润(人民币百万)	50.09	63.15	-	-	-
变动(%)	114.2	26.07	-	-	-
全面摊薄每股收益(人民币)	0.12	0.13	-	-	-
全面摊薄市盈率(倍)	62.75	57.92	-	-	-
每股现金流量(人民币)	0.46	0.56	-	-	-

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

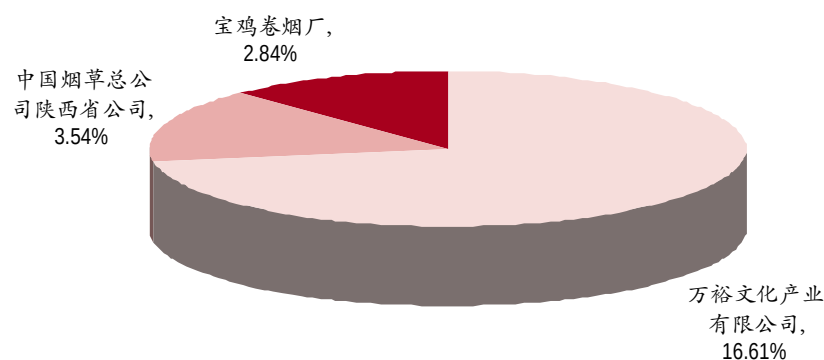
中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

公司概况

陕西金叶是我国西部印刷包装行业的龙头企业，主营烟酒、药品食品的包装制品、高档画册的印刷。公司拥有世界先进水平的意大利赛露蒂公司 R940 型六色凹印生产线、法国小森尚帮公司 NL650 型七色轮转凹印生产线二条及相应配套设备，年生产能力达到 75 万色令。目前，公司的印刷业务占有陕西省市场份额 30% 以上，并已拓展到四川、河南、安徽、江苏、湖北、新疆、甘肃等十余个省、自治区的印刷市场。

图表 2. 公司主要流通股东

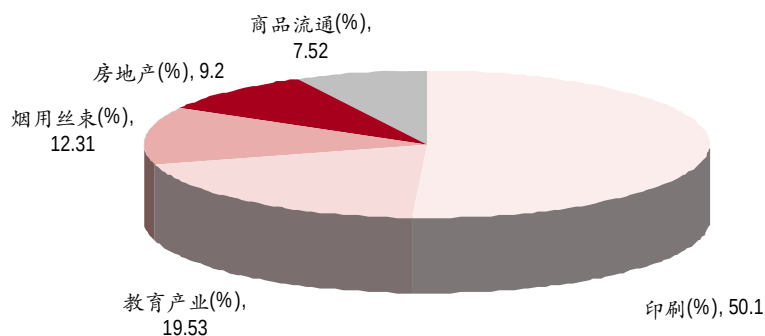


资料来源：公司公告，中银国际研究

公司控股股东香港万裕集团于上世纪 90 年起步于云南，通过与楚雄、昆明、玉溪等地的烟草企业合作，逐渐壮大。万裕集团在中国的投资有 60% 集中在云南。香港万裕集团长期与国内烟草企业打交道，生产防伪包装，通过与德国库尔兹公司合资，引进德国库尔兹公司独家研究开发的鉴信防伪技术，在包装防伪领域方面处于国内领先地位，在各类名烟名酒的防伪包装有极广阔的市场。此外，万裕集团旗下产业还包括出版、音像、影视传媒等。

陕西金叶是万裕集团唯一的上市公司平台，不排除万裕在合适时机将其旗下的优质烟草包装及配套资产整合并注入上市公司。

图表 3. 2010 年报公司收入构成



资料来源：公司公告，中银国际研究

2010 年，烟草配套产业全年实现营业收入 29,799.57 万元，较上年同期下降 11.86%，实现归属于母公司净利润 2,870.59 万元，较上年同期下降 3.48%。

报告期内，教育产业实现收入 9,186.75 万元，实现归属于母公司净利润 1,540.71 万元，较上年同期增长 33.37%。

报告期内，房地产业实现营业收入 4,463.79 万元，较上年同期下降 36.51%，实现归属于母公司净利润 631.3 万元，较上年同期增长 711.08%。

公司业务简介

(1) 烟草配套行业

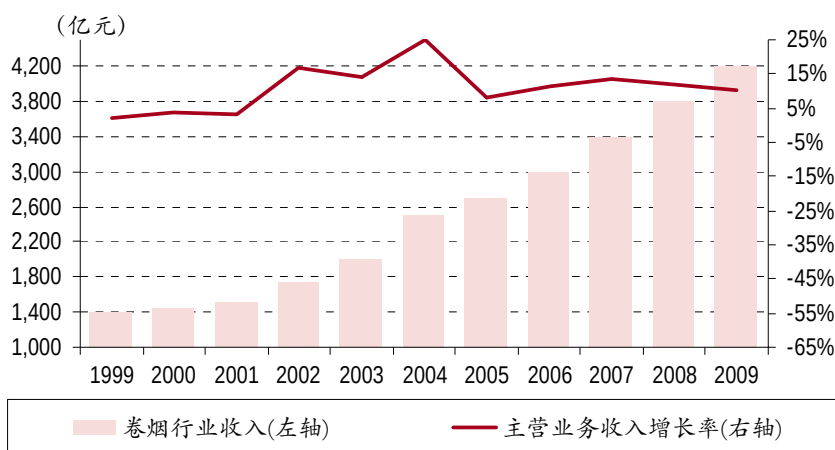
公司 2010 年烟草配套产业全年实现营业收入 29,799.57 万元，较上年同期下降 11.86%，实现归属于母公司净利润 2,870.59 万元，较上年同期下降 3.48%。其中，印刷加工和烟用丝束滤咀棒销售收入分别为 2.32 亿元和 5,700 万元。鉴于公司当前产能并无大幅扩张，以及公司下游发展较为稳定的烟草行业，我们预计 2011 年公司烟草配套的业绩贡献与 2010 年基本持平。

烟草配套是卷烟生产的附属行业，卷烟工业的发展对烟草配套企业具有重要的影响。卷烟是一种替代性较弱的消费品，卷烟产品的需求近年来持续增长，决定了烟草配套行业的整体增长趋势亦将保持平稳。

由于烟草行业的特殊性，其行业的增速不高，但增长率十分稳定。2009 年中国卷烟产量 4,800 万大箱，比上年增长 5.8%；卷烟销量约 4,480 万大箱，增长 3.5%。

近些年来，国民经济高速发展，人均可支配收入不断提高，消费者对卷烟的消费需求的提升导致卷烟整体价格不断攀升。从年鉴数据上可以看到，烟草制品销售额持续增长。从 2000 年以来，我国卷烟制造行业的营业收入从 2000 年 1,490 亿元迅速增长到 2009 年的 4,239 亿元，平均增长率为 16% 左右。我们预计未来 5 年烟标行业产值将保持 10% 左右增速。

图表 4. 卷烟行业收入及增长率

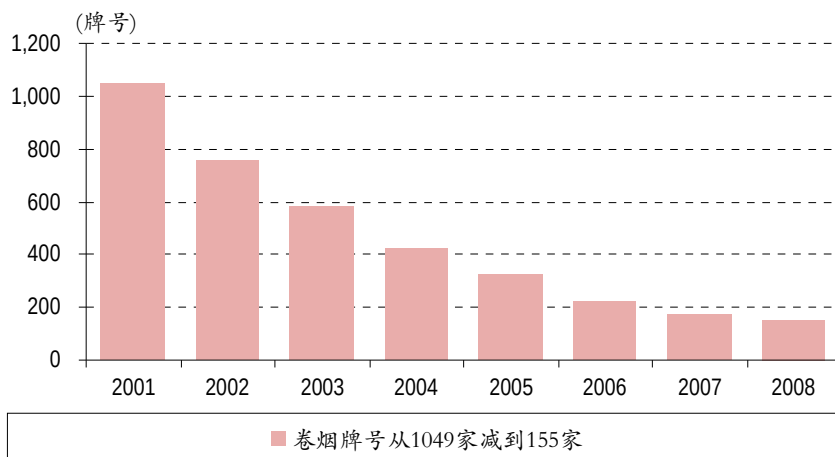


资料来源：万得、中银国际研究

集优秀的研发生产技术、完备的生产线、充沛资金支持、优良客户关系于一身的陕西金叶必将受益于此次行业整合

当前烟草行业的整合提升了烟标市场的集中度。整个烟草企业来看，行业大整合打破了原有区域企业垄断的格局，为烟标公司在区域间进行客户渗透创造了空间。国家在整合烟草市场的同时必然逐渐提升烟草行业的集中度。

图表 5. 卷烟牌号减少

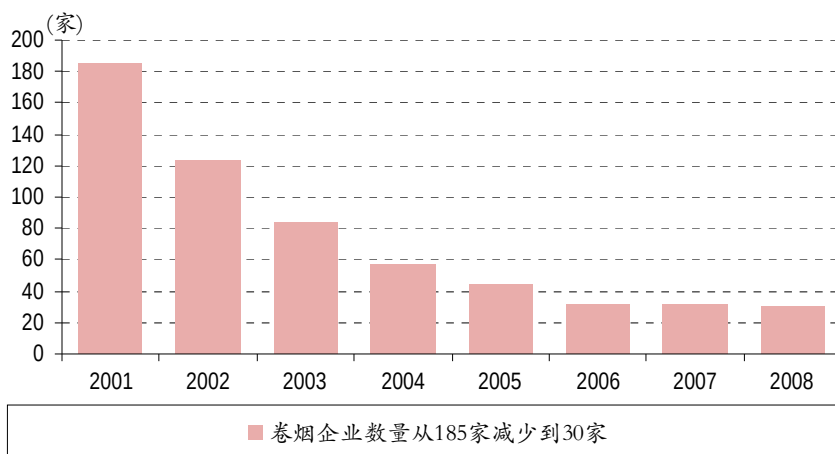


资料来源：万得、中银国际研究

当前烟草行业整合将提升烟标市场的集中度

我们认为，在未来三到五年中，我国的烟标行业将经历大整合。随着烟标行业大规模洗牌，整合加速，陕西金叶必会受益其中。金叶先进的研发生产技术、完备生产线、充沛资金支持、优良客户关系必使其在此次行业整合中脱颖而出。

图表 6. 卷烟企业减少



资料来源：万得、中银国际研究

(2) 民办教育

公司 2010 年教育产业实现收入 9,186.75 万元，实现归属于母公司净利润 1,540.71 万元，较上年同期增长 33.37%。其中，学生食宿等教育辅助产业实现扭亏为盈。

2010 年明德学院的招生人数约 9,000 人，收入约 9,000 万元。今年学校将扩招至 11,000 人。但考虑到教学相应成本的提高，今年此块业绩贡献相较于 2010 年应该变化不大。

教育行业具有长期稳定的发展趋势。学校品牌、基础设施条件和教育资源等已成为择校的重要因素，呈现出一定的竞争性，特别是在优质生源的争取上。目前，公司旗下的明德学院凭借自身优良的教学实力，以及西北工业大学的强大品牌，已连续四年扩大招生规模，目前已经进入了良性的发展轨道。

(3) 房地产

公司 2010 年房地产业实现营业收入 4,463.79 万元，较上年同期下降 36.51%，实现归属于母公司净利润 631.3 万元，较上年同期增长 711.08%。

陕西金叶房地产开发有限责任公司主要经营房地产开发和物业管理。2010 年公司长乐坊项目尾盘销售基本完成，物业经营持续向好，达到了预期目标，销售收入约 4,200 万元。2011 年，公司将积极争取朱宏路项目顺利开发，但短期其业绩贡献很难有大幅增加。

初步结论

陕西金叶是我国西部印刷包装行业的龙头企业，拥有强大品牌和渠道优势。同时，作为烟草配套行业的龙头企业，公司的产品结构、技术水平和市场份额都处于国内领先，而且一直处在不断提升和发展的阶段，我们看好陕西金叶未来长期发展。但短期来看，公司 2011 年并没有大幅产能扩充，加之其下游增长也较为缓慢，如果不考虑大股东的资产注入，短期来看公司投资吸引力不大。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371