

经营环比转暖，下半年收入保持高增长

事件：

公司 2011 年上半年，公司实现营业收入 92,350.43 万元，同比增长 41.01%，实现归属于上市公司股东的净利润 3,088.78 万元，同比增长 4.58%，基本每股收益 0.09 元。

研究结论

- **业绩略超预期，毛利率环比止跌回稳，公司年报实施 10 送 6 方案，摊薄后业绩为 0.09 元，略超我们前期 0.08 元的预期。**我们注意到公司二季度单季收入环比增长 28%，同比增长 43%，且毛利率水平从一季度 14.9% 底部回升到 15.9% 的水平，显示公司二季度部分子公司已经迈过了盈亏平衡点，在成本上升的背景下依然实现盈利的回升。
- **三季度公司预计增长 0~30% 增长，下半年关注新产能释放进程。**公司三季度预计增长 0~30% 之间，由于上半年合肥和天津子公司刚实现投产，预计下半年公司收入仍将保持环比高增长态势。
- **废纸价格坚挺，导致箱板纸价格高企，公司成本压力不减。**由于美国和日本造纸产能萎缩，未来可供出口中国的废纸数量逐步削减，加之国内箱板纸产能投放有持续性，因此年初以来废纸价格保持强势（见图 3），这也直接推动了箱板纸价格上涨，中长期看，国内箱板纸龙头企业玖龙 2013 年前箱板纸产能没有净增长，同时，国内落后产能淘汰将进一步修复箱板纸产业的供需情况，我们判断箱板纸价格中长期趋于高位稳定，公司成本压力依然较大，需要逐步向下游转嫁。
- **如箱板纸价格如下跌将成为重要盈利催化剂，维持公司增持评级，小幅下调今年 EPS 预测。**结合 2009 年公司股价大幅表现的经验，当时处于金融危机下，箱板纸价格因出口萎缩而大幅下降，公司包装产品有一定价格粘性，且当时公司厦门、重庆等地区产能投产，成本下滑带动收入和毛利大幅增长，业绩进攻性十足，股价也大幅表现，目前公司再次进入产能大量投产的时间窗口，如果成本能够出现下滑将推动公司盈利大幅提升，也是公司的买入时机。由于成本高位运行，我们下调公司 2011、2012 年盈利预测为 0.21、0.27 元（原预测为 0.29、0.37 元），维持公司增持评级。
- **风险因素：**成本持续上涨，公司扩张过程中产能利用率不达预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

轻工制造行业高级分析师

8621-63325888 x 6079

zhengkai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209070189

联系人

陶林杰

8621-63325888 x 8502

taolinjie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价（2011 年 8 月 4 日） 7.41 元

目标价格 10.81 元

总股本/A 股（万股） 34750/ 34750

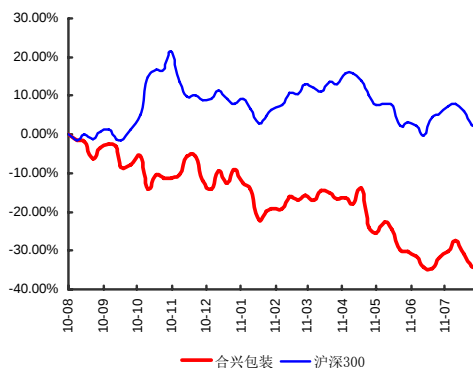
A 股市值（亿元） 26

国家/地区 中国

行业 轻工

报告发布日期 2011 年 8 月 5 日

股价表现



重点公司盈利预测及投资评级

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,521	2,016	2,344	3,530
同比%	71.7%	32.5%	16.3%	50.6%
归属母公司净利润	71	73	95	169
同比%	5.8%	2.6%	30.6%	77.7%
毛利率%	16.9%	15.2%	17.6%	19.5%
ROE%	8.6%	7.3%	9.2%	15.2%
EPS（元）	0.35	0.21	0.27	0.49
PE（倍）	21.2	35.3	27.0	15.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

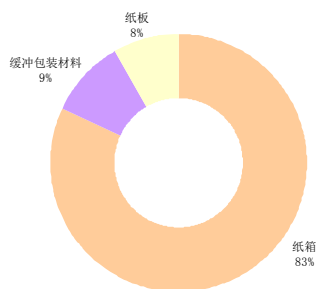
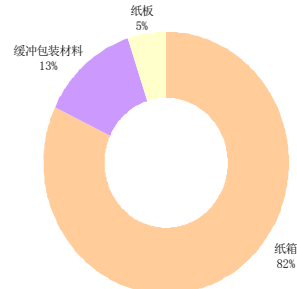
相关研究报告

《异地扩张可复制，资金面决定成长速度》	2010.5.29
《优秀的管理是公司扩张的后援》	2010.6.8
《下半年好于上半年，远景好于现在》	2010.8.8

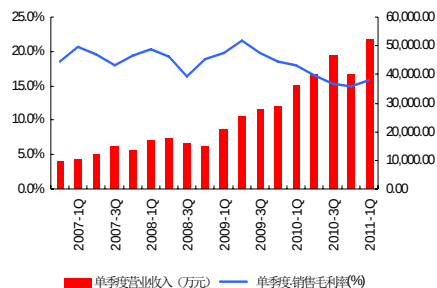
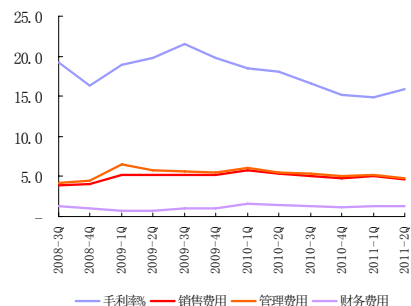
东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

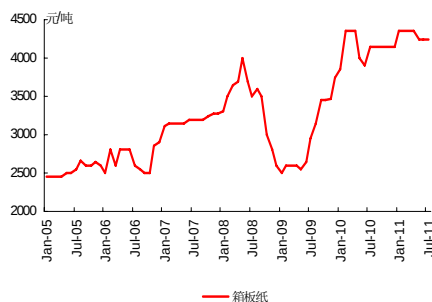
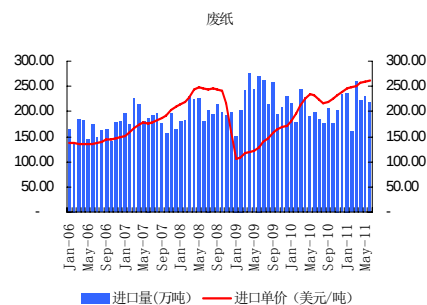
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 1：纸箱收入占比 83%

纸箱占到利润贡献的 82%


资料来源：东方证券研究所

图 2：单季收入创新高

三费控制良好，毛利企稳回升


资料来源：东方证券研究所

图 3：箱板纸价因废纸价格强势而保持高位

废纸进口价格持续走高


资料来源：东方证券研究所

表 1：公司筹建和在建产能一览，2013 年前收入仍将保持高增长

在建产能分布	产能（万平米）	投产时间
合肥	8,000	2011-2Q
天津	10,000	2011-2Q
海宁	10,000	2011-4Q

重庆	10,000	2012-4Q
武汉	5,000	2012-4Q
南京	10,000	2012-4Q

资料来源：东方证券研究所

表 3：三表分析

资产负债表					利润表				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,071	1,086	805	1,406	营业收入	1,521	2,016	2,344	3,530
现金	323	92	-335	-287	营业成本	1,264	1,709	1,931	2,840
应收账款	391	519	603	908	营业税金及附加	2	3	4	5
其他应收款	26	35	41	61	营业费用	72	95	164	247
预付账款	38	52	59	86	管理费用	76	99	115	173
存货	277	374	423	622	财务费用	17	20	20	39
其他	15	15	15	15	资产减值损失	12	16	9	36
非流动资产	555	984	1,463	1,522	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	459	889	1,371	1,431	投资净收益	0	0	0	0
无形资产	85	83	81	80	营业利润	77	74	101	190
其他	11	11	11	11	营业外收入	9	14	14	15
资产总计	1,626	2,070	2,268	2,927	营业外支出	1	0	0	1
流动负债	728	988	1,128	1,661	利润总额	85	88	115	203
短期借款	359	504	586	883	所得税	13	13	17	31
应付账款	182	246	278	409	净利润	73	75	97	173
其他	187	238	264	369	少数股东损益	2	2	2	4
非流动负债	67	88	103	153	归属于母公司净利润	71	73	95	169
长期借款	60	80	93	140	EBITDA	124	188	225	370
其他	7	8	10	13	EPS（元）	0.35	0.21	0.27	0.49
负债合计	796	1,077	1,231	1,814	主要财务比率				
少数股东权益	19	21	23	26	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
股本	217	348	348	348	成长能力				
资本公积	414	414	414	414	营业收入	71.7%	32.5%	16.3%	50.6%
留存收益	180	212	253	325	营业利润	43.8%	19.5%	34.5%	67.2%
归属母公司股东权益	830	994	1,037	1,113	归属于母公司净利润	5.8%	2.6%	30.6%	77.7%
负债和股东权益	1,626	2,070	2,268	2,927	获利能力				
现金流量表					毛利率	16.9%	15.2%	17.6%	19.5%
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	净利率	4.8%	3.7%	4.2%	4.9%
经营活动现金流	-8	46	110	40	ROE	8.6%	7.3%	9.2%	15.2%
净利润	73	75	97	173	ROIC	4.4%	5.1%	5.9%	7.9%
折旧摊销	38	65	69	105	偿债能力				
财务费用	20	20	20	39	资产负债率	48.9%	52.0%	54.3%	62.0%
投资损失	0	0	0	0	负债权益比率	95.8%	108.3%	118.7%	163.0%
营运资金变动	-148	-131	-88	-316	流动比率	1.47	1.10	0.71	0.85
其他	9	18	12	40	速动比率	1.02	0.65	0.27	0.41
					营运能力				

投资活动现金流	-184	-510	-558	-200	总资产周转率	1.10	1.09	1.08	1.36
资本支出	-193	-510	-558	-200	应收账款周转率	4.56	4.15	3.92	4.38
长期投资	1,185	0	0	0	应付账款周转率	4.53	4.47	4.13	4.63
其他	-1,176	0	0	0	每股指标（元）				
筹资活动现金流	265	233	20	208	每股收益	0.35	0.21	0.27	0.49
借款增减	60	164	95	344	每股经营现金流	-0.03	0.13	0.32	0.12
普通股增加	27	130	0	0	每股净资产	3.82	2.86	2.98	3.20
资本公积增加	297	0	0	0	估值比率				
其他	-118	-62	-75	-135	P/E	21.2	35.3	27.0	15.2
现金增加额	74	-231	-427	48	P/B	1.9	2.6	2.5	2.3
					EV/EBITDA	24.6	18.9	18.4	12.6

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1153	1258	1479	1782	营业收入	603	875	1094	1367
现金	833	847	961	1128	营业成本	108	151	188	234
应收账款	146	193	241	306	营业税金及附加	4	6	7	9
其它应收款	3	13	16	20	营业费用	320	455	563	697
预付账款	55	62	81	102	管理费用	54	70	82	96
存货	59	74	93	118	财务费用	-16	-26	-28	-32
其他	57	70	87	109	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	218	296	340	351	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	173	230	253	266	营业利润	129	219	281	364
无形资产	27	47	67	66	营业外收入	18	18	18	18
其他	17	19	20	18	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	1370	1554	1819	2133	利润总额	147	236	298	381
流动负债	119	106	119	138	所得税	24	36	46	59
短期借款	0	0	0	0	净利润	124	199	252	321
应付账款	32	30	41	53	少数股东损益	0	0	0	0
其他	86	76	79	85	归属于母公司净利润	124	199	252	321
非流动负债	15	0	0	0	EBITDA	126	206	272	354
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.76	0.96	1.22
其他	15	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	133	106	119	138	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	175	263	263	263	营业收入	31.5%	45.0%	25.0%	25.0%
资本公积	893	893	893	893	营业利润	96.7%	69.3%	28.5%	29.4%
留存收益	169	298	550	845	归属于母公司净利润	80.1%	61.1%	26.4%	27.6%
归属母公司股东权益合计	1237	1454	1706	2001	获利能力				
负债和股东权益	1370	1560	1825	2139	毛利率	82.2%	82.7%	82.8%	82.9%
现金流量表					净利率	20.5%	22.8%	23.0%	23.5%
单位:百万元					ROE	10.0%	13.7%	14.8%	16.1%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	27.6%	32.1%	34.3%	38.3%
经营活动现金流	20	63	150	195	偿债能力				
净利润	124	199	252	321	资产负债率	9.7%	6.8%	6.5%	6.5%
折旧摊销	13	13	19	23	净负债比率				
财务费用	-16	-26	-28	-32	流动比率	9.72	11.88	12.38	12.91
投资损失	0	0	0	0	速动比率	9.22	11.18	11.60	12.06
营运资金变动	-120	-116	-96	-121	营运能力				
其它	19	-8	3	4	总资产周转率	0.44	0.60	0.65	0.69
投资活动现金流	-51	-93	-64	-34	应收账款周转率	5	5	5	5
资本支出	51	72	43	33	应付账款周转率	5.32	4.84	5.27	4.99
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	0	-21	-21	-1	每股收益	0.35	0.21	0.27	0.49
筹资活动现金流	-150	44	28	6	每股经营现金流	0.08	0.24	0.57	0.74
短期借款	-119	0	0	0	每股净资产	4.70	5.53	6.48	7.61
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	66	88	0	0	P/E	55.95	34.72	27.47	21.53
资本公积增加	-66	0	0	0	P/B	5.59	4.76	4.06	3.46
其他	-31	-44	28	6	EV/EBITDA	30	18	14	11
现金净增加额	-181	14	114	167					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值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行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

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