

2012 年将受益于白卡扩产，继续实现高速增长

公司调研简报

◆烟草消费升级驱动行业放量，预计公司全年净利润增长 30%-40%:

前三季度公司收入和净利润分别同比增长 46%、45.2%，导致业绩出现大幅上升的主要原因在于高档烟的市场份额提升，国内高档烟的包装材料基本采用真空镀铝纸，而低档烟的主流包装模式是直接采用白卡纸进行印刷。

据有关资料显示，2010 年低档烟（4-5 类烟）的占比为 50%以上，而今年上半年高档烟（1-3 类）的占比已提升至 50%左右，在香烟总体销量增长有限的情况下，高档烟占比的上升驱动真空镀铝纸放量增长。

进入四季度，受国家改版烟标的影响，烟厂对上游下单量有所减弱，但主要原料白卡纸降价将提振真空镀铝纸毛利率，总体上我们仍对行业四季度持较为乐观的看法。预计公司全年净利润的增速介于 30-40%。

◆行业具备绿色环保属性，行业将延续健康的发展势头:

真空镀铝纸较前两代产品铝箔纸、复膜纸，在铝金属消耗及可降解方面优势突出，具备绿色环保属性，将逐步替代铝箔纸和复膜纸成为主流材料，行业有望延续健康的发展势头。

随着香烟消费结构的变化，预计未来 5 年国内低档烟的占比将被进一步压缩，高档烟的年均份额提升幅度约为 6 个百分点，真空镀铝纸在烟草行业的扩张空间仍然较大。此外，如牙膏盒、化妆品盒、酒盒等其他社会品的增长以及真空镀铝纸应用领域的拓展亦将构成行业的重要驱动因素。

◆2012 年真空镀铝纸行业有望受益于白卡纸巨量扩产:

白卡纸占真空镀铝纸的生产成本比例接近 60%，2010 年国内白板纸新增销量 94 万吨，根据我们的统计，2012 年白卡纸（不含白板纸）的新增产能有望达到 325 万吨，白卡纸巨大的扩产将对其 2012 年的售价构成压力，而真空镀铝纸则将受益于此。

◆对盈利预测、投资评级和估值的修正:

我们预计 2011-2012 年公司的 EPS 为 0.64 元、0.89 元，当前股价对应的 PE 为 28、20 倍，我们给予公司 2012 年 24 倍 PE，目标价 21.36 元，“增持”评级。

◆风险提示：石油价格上涨提高原膜价格。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	699	824	1,035	1,322	1,681
营业收入增长率	2.67%	17.82%	25.59%	27.78%	27.14%
净利润（百万元）	97	104	138	190	237
净利润增长率	23.58%	7.41%	32.42%	38.13%	24.87%
EPS（元）	0.45	0.49	0.64	0.89	1.11
ROE	28.17%	26.15%	9.01%	11.35%	12.81%
P/E	40	37	28	20	16

增持（首次）

当前价/目标价：18.02/21.36 元

目标期限：6 个月

分析师

李婕

证书编号：S0930511010001

联系人

姜浩

021-22169125

jianghao@ebscn.com

市场数据

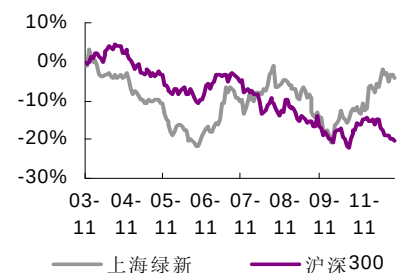
总股本(亿股)：2.14

总市值(亿元)：38.49

一年最低/最高(元)：14.81/31.50

近 3 月换手率：20.20%

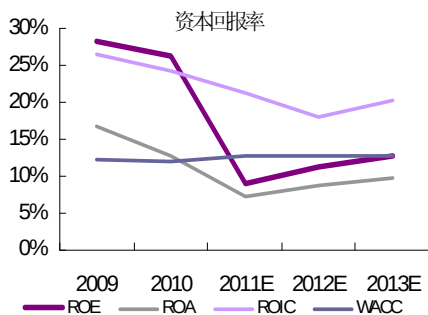
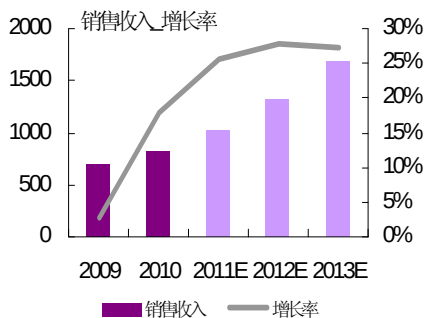
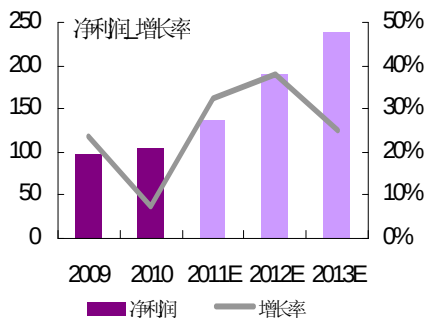
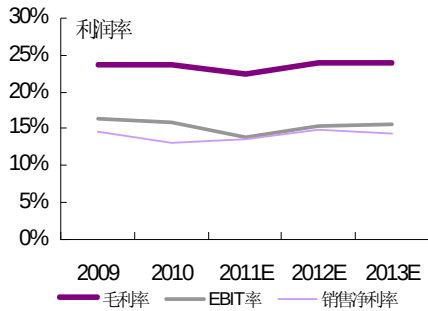
股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	12.42	12.32	0.00
绝对	9.34	0.90	0.00

相关研报



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	699	824	1,035	1,322	1,681
营业成本	534	629	803	1,004	1,279
折旧和摊销	9	15	17	27	36
营业税费	1	1	2	2	3
销售费用	21	24	28	36	45
管理费用	27	39	61	75	89
财务费用	2	5	-8	-13	-12
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	4	3	6	6	6
营业利润	117	129	156	223	282
利润总额	117	132	166	230	286
少数股东损益	5	5	4	5	5
归属母公司净利润	96.76	103.93	137.62	190.09	237.37

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	608	845	1,958	2,203	2,510
流动资产	463	671	1,731	1,683	1,975
货币资金	129	209	1,149	948	1,040
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	168	193	238	303	386
应收票据	15	7	10	13	17
其他应收款	3	4	5	6	8
存货	132	209	265	331	422
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	19	23	23	24	24
固定资产	89	99	141	376	396
无形资产	17	48	45	43	41
总负债	251	430	371	463	586
无息负债	186	295	371	463	586
有息负债	65	135	0	0	0
股东权益	357	414	1,547	1,700	1,884
股本	100	100	214	214	214
公积金	122	130	1,062	1,081	1,105
未分配利润	122	167	251	380	535
少数股东权益	13	17	20	25	30

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	128	66	101	143	183
净利润	97	104	138	190	237
折旧摊销	9	15	17	27	36
净营运资金增加	-1	38	76	103	132
其他	24	-91	-130	-177	-222
投资活动产生现金流	-46	-48	-65	-315	-45
净资本支出	32	48	70	320	50
长期投资变化	19	23	-1	-1	-1
其他资产变化	-97	-118	-134	-634	-94
融资活动现金流	-31	15	904	-30	-47
股本变化	78	0	114	0	0
债务净变化	22	71	-135	0	0
无息负债变化	-20	109	75	93	123
净现金流	51	33	941	-201	92

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	2.67%	17.82%	25.59%	27.78%	27.14%
净利润增长率	23.58%	7.41%	32.42%	38.13%	24.87%
EBITDA 增长率	19.55%	17.21%	9.52%	44.80%	29.95%
EBIT 增长率	18.51%	13.39%	8.81%	43.70%	29.32%
估值指标					
PE	40	37	28	20	16
PB	11	10	3	2	2
EV/EBITDA	15	13	18	14	10
EV/EBIT	16	14	20	15	12
EV/NOPLAT	19	17	24	18	14
EV/Sales	3	2	3	2	2
EV/IC	5	4	5	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	23.58%	23.64%	22.41%	24.03%	23.90%
EBITDA 率	17.79%	17.70%	15.43%	17.49%	17.87%
EBIT 率	16.49%	15.87%	13.75%	15.47%	15.73%
税前净利润率	16.80%	16.07%	16.05%	17.40%	17.02%
税后净利润率 (归属母公司)	13.84%	12.61%	13.30%	14.38%	14.12%
ROA	16.71%	12.87%	7.21%	8.86%	9.66%
ROE (归属母公司) (摊薄)	28.17%	26.15%	9.01%	11.35%	12.81%
经营性 ROIC	26.44%	24.31%	21.23%	17.94%	20.14%
偿债能力					
流动比率	1.85	1.56	4.67	3.63	3.37
速动比率	1.32	1.07	3.96	2.92	2.65
归属母公司权益/有息债务	5.33	2.94	-	-	-
有形资产/有息债务	9.13	5.89	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.45	0.49	0.64	0.89	1.11
每股红利	0.00	0.00	0.20	0.27	0.34
每股经营现金流	0.60	0.31	0.47	0.67	0.86
每股自由现金流(FCFF)	0.37	0.17	-0.04	-1.04	0.37
每股净资产	1.61	1.86	7.15	7.84	8.68
每股销售收入	3.27	3.86	4.84	6.19	7.87

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

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

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，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com