

造纸轻工行业四季度投资策略

造纸缺乏高速增长动力，轻工把握产业转型契机

熊峰 研究员 电话: 0755-82083888-816
eMail: xf@gf.com.cn

李音临 研究助理 电话: 020-87555888-690
eMail: ly19@gf.com.cn

产能过剩导致造纸缺乏大行情，产业博弈带来交易性机会
造纸企业的盈利增长模式并没有发生革命性的改变，仍然依赖扩产和纸品景气回升。由于各类纸品产能过剩的现实依旧，行业整体性机会难觅。

不过，造纸行业上中下游的博弈却带来若干交易性的机会。当原料因为意外因素（比如智利 227 大地震）上涨时，龙头纸企往往借机推高纸品价格，下游经销商积极增加库存，终端客户则处于恐慌心理加快采购，这就为造纸企业带来了短期盈利提升，资本市场上也将出现一波昙花一现的行情。

轻工机会在于转型，转型亮点在于渠道、服务与附加值

轻工行业的技术壁垒并非高不可攀，因此目前许多企业产品同质化严重，陷入价格战的恶性竞争；同时不少出口型企业过度依赖海外订单，导致现在面临人民币升值、原料人工成本上升与海外市场保护主义的三重冲击。

然而轻工行业的优质企业还是能凭借着资金、服务、渠道、授权等一系列非技术壁垒，取得了比竞争对手更大的优势。随着原料人工成本上升与国内消费升级的大趋势，我们认为轻工行业未来的看点，就在于这些优质企业如何建渠道、做服务、树品牌，把握转型契机。

第四季度投资策略：重点关注转型类轻工

造纸行业虽然能凭借题材和事件（智利大地震、人民币升值）等迎来短暂的交易性机会，但产能过剩与经营模式陈旧导致整个行业基本面缺乏亮点。而轻工行业虽然正经历多重冲击，但那些拥有创意设计、创新渠道的企业却正好借机成为转型期最大的受益者。齐心文具与美克股份正是其中的代表。

我们预测齐心文具今年摊薄后 EPS 0.4 元，11 年和 12 年 EPS 预计为 0.56 元、0.67 元。我们看好公司未来发展潜力，给予“买入”评级，目标价 20 元。

我们预测美克股份今年 EPS 0.22 元，11 年和 12 年 EPS 预计为 0.34 元、0.53 元。鉴于公司未来爆发式增长的潜力，给予“买入”评级，目标价 15 元。

行业评级

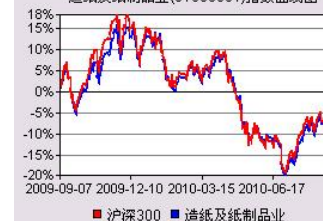
持有

前次评级

持有

行业走势

造纸及纸制品业(01030301)指数走势图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	2.07%	6.47%	-4.82%
沪深 300	0.78%	6.41%	-5.10%

目录索引

一、造纸行业前三季度回顾：略微跑赢大盘	4
二、造纸第四季度缺乏行业性机会	5
（一）成本上升推动纸价上涨，去库存化导致浆纸齐跌	5
（二）偶然因素诱发交易机会，产能过剩吞噬行业机会	7
三、轻工行业前三季度回顾：明显跑赢大盘	9
四、传统轻工危机重重	10
（一）传统轻工制造业遭遇巨大的成本压力	10
（二）门槛偏低与渠道缺乏导致传统轻工业缺乏议价能力	12
（三）交期也成为了传统轻工行业面临的困难之一	12
五、轻工转型亮点在于品牌、服务与渠道	12
（一）上游成本难以控制，但创意设计可带动品牌效应	13
（二）出口渠道创新，打破传统桎梏	13
（三）发展内销渠道，把握消费市场特点	15
六、第四季度投资策略：重点关注转型类轻工	15
（一）齐心文具与客户资源共享实现共赢	15
（二）美克股份看点在于智能化零售与服务型生产	17

图表索引

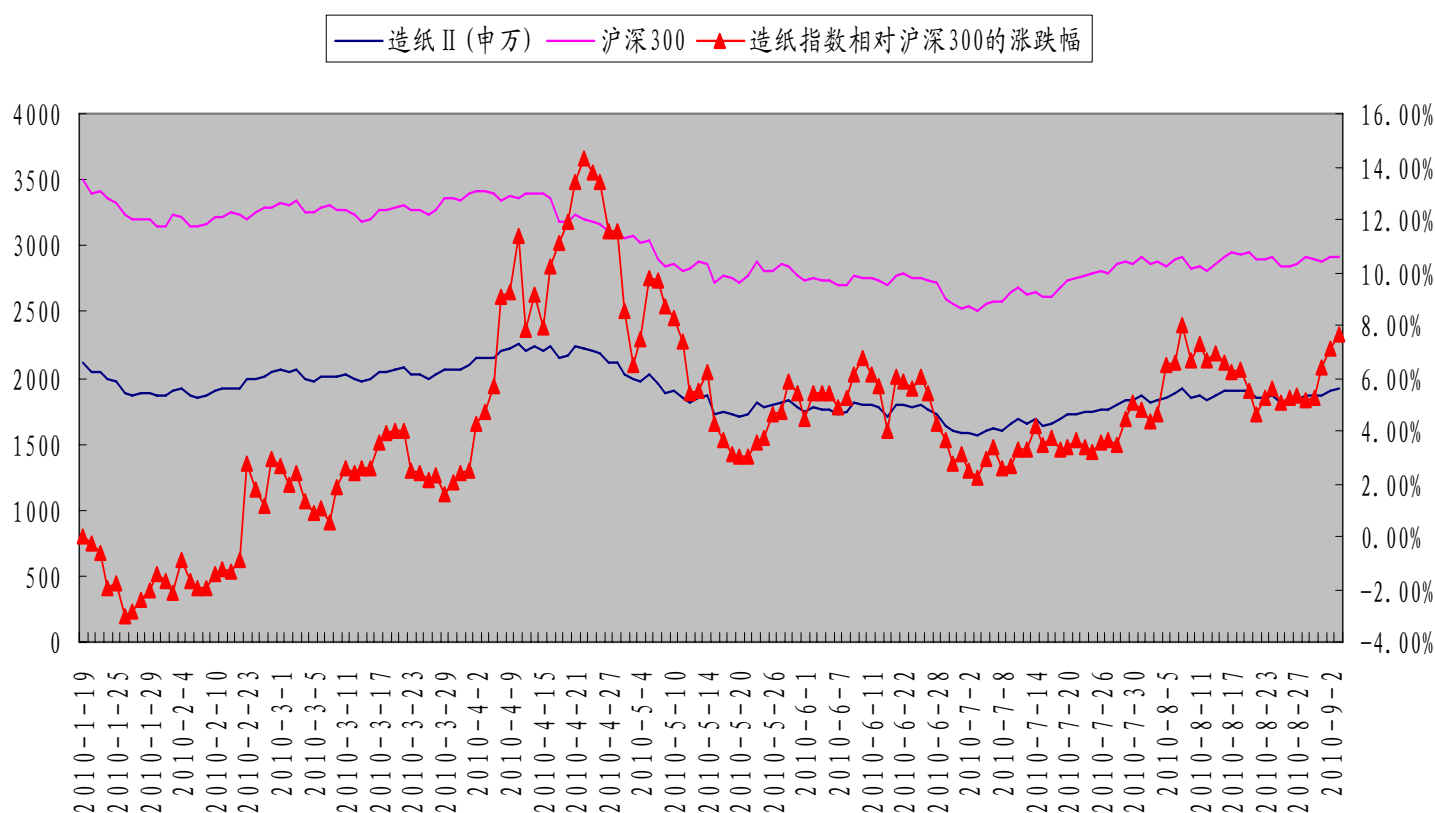
图 1 申万造纸二级指数与沪深 300 指数	4
图 2 造纸行业产业链简介	5
图 3 三种代表性木浆的价格波动	5
图 4 三种代表性木浆型成品纸的价格波动	6
图 5 成本驱动下纸价上涨，去库存化导致浆纸齐跌	7
图 6 各类木浆型成品纸供求关系	8
图 6 投资机会与价格波动趋势的关系	8
图 11 除纸制品外的轻工制造指数与沪深 300 指数	9
图 9 传统轻工行业产业链	10
图 10 塑料原料价格上升	11
图 11 人工成本上涨	11
图 12 传统贴牌出口模式	13
图 13 自主品牌出口的两种创新模式	14
图 14 齐心文具凭借资源整合与经销商实现共赢发展	16

表 1 除纸制品外的轻工制造分类	9
表 2 齐心文具未来盈利预测表（单位：百万元）	16
表 3 美克股份未来盈利预测表（单位：百万元）	17
表 4 重点跟踪公司 2010-2012 年盈利预测与投资评级	18

一、造纸行业前三季度回顾：略微跑赢大盘

前三季度申万造纸二级指数相对沪深300指数的涨跌幅呈现震荡趋势。一季度造纸行业相对大盘涨幅震荡于-4%~2%之间。而进入二季度后，4月份造纸行业相对于大盘实现了8%~14%的较高涨幅，5、6月份造纸行业指数明显回落，震荡于2%~8%的区间。三季度造纸板块前低后高，相对大盘实现了8%的涨幅。总体来看，前三季度造纸行业整体运行情况略微跑赢大盘。

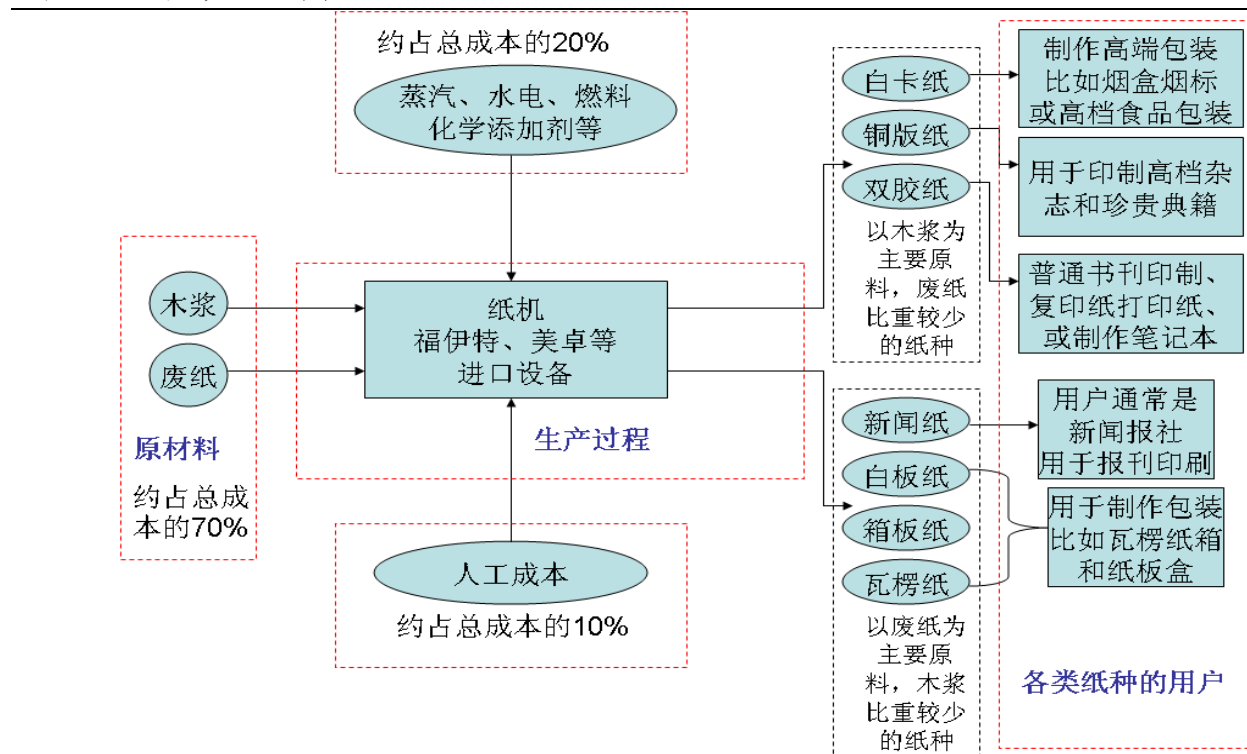
图 1 申万造纸二级指数与沪深 300 指数



数据来源：Wind 资讯、广发证券发展研究中心

正如我们在中期策略中所指出，造纸企业中 70% 的成本来自原料环节，原材料价格的波动对于企业利润的影响关系重大。目前国内，各大造纸厂家在生产设备和生产工艺技术上虽各有专利和独特之处，但并没有革命性突破。因此技术改良虽然是企业竞争力的基础，但并不能给造纸企业带来差异化的核心竞争力。这一点可以由人工成本所占比重（只有 10% 左右）得到论证。接下来我们就将通过分析上游原料价格与产品价格波动的联系，来预测第四季度造纸行业的投资机会。造纸行业产业链简介图如下所示。

图 2 造纸行业产业链简介

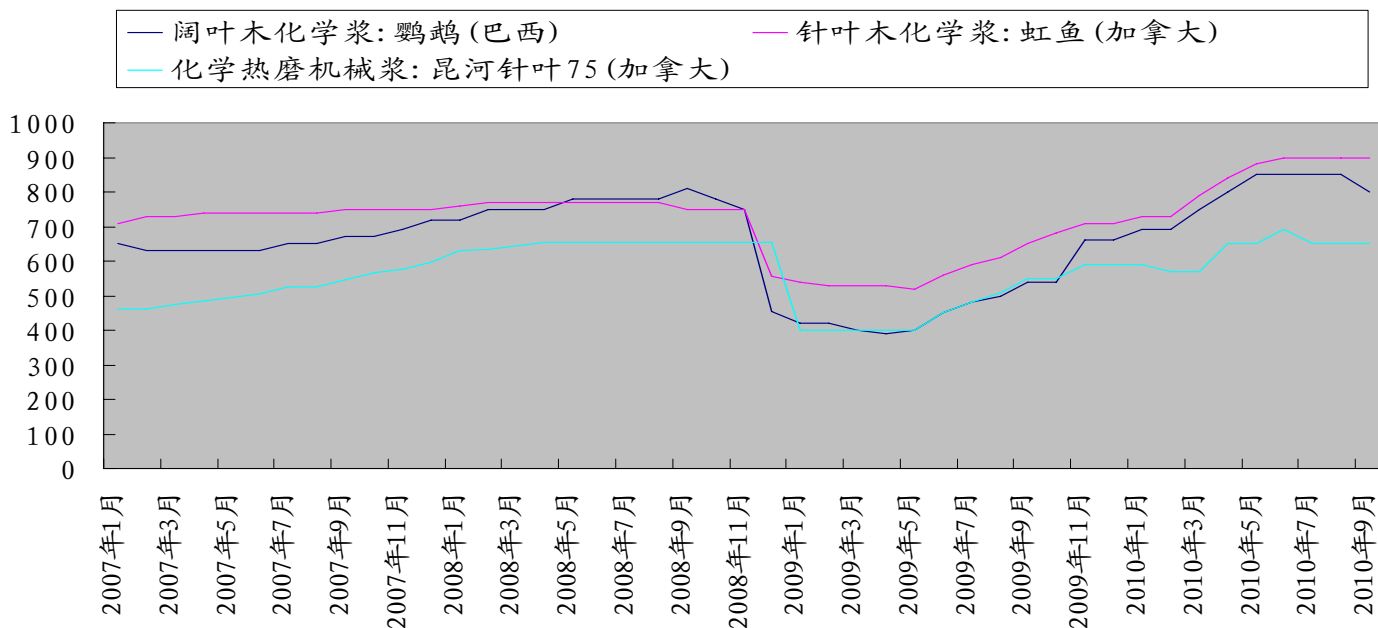


数据来源：广发证券发展研究中心

二、造纸第四季度缺乏行业性机会

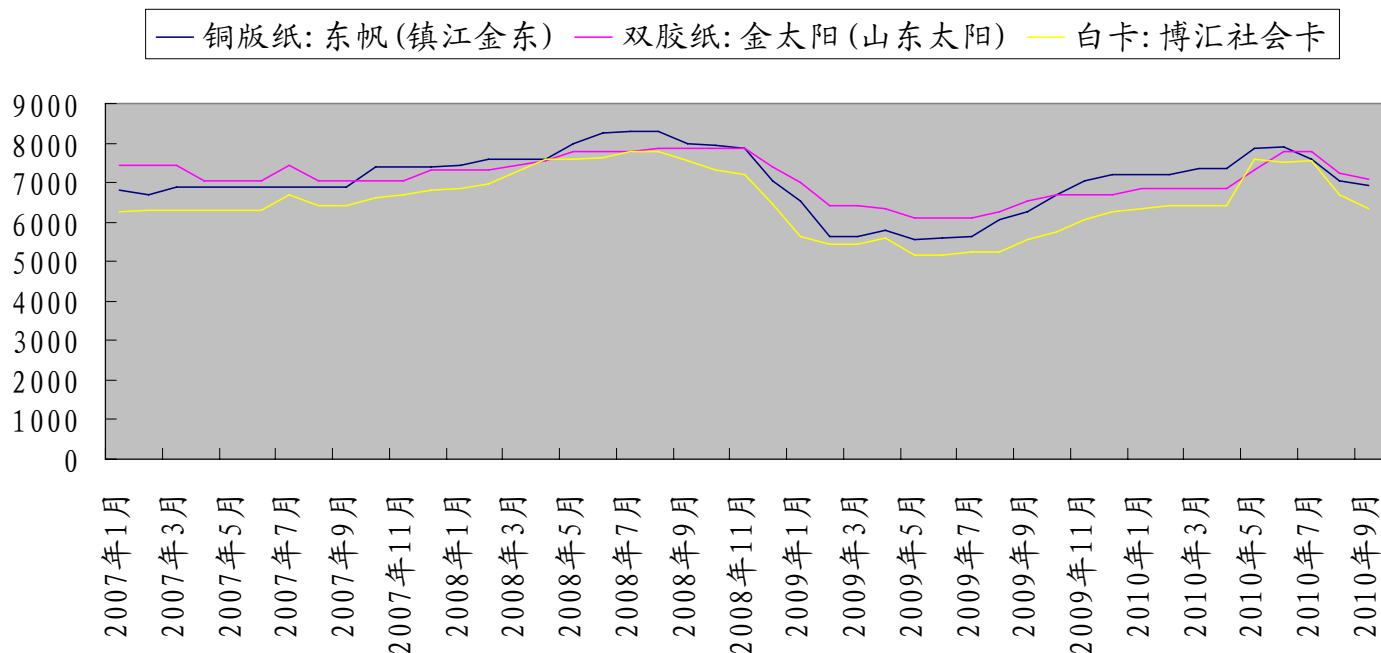
（一）成本上升推动纸价上涨，去库存化导致浆纸齐跌

图 3 三种代表性木浆的价格波动



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

图 4 三种代表性木浆型成品纸的价格波动



数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

造纸企业调整两大原料(木浆和废纸)的不同配比,生产出多种用途的成品纸。我们根据原料占比的不同,将这些产品分成两大类:第一类是以木浆为主要原料(60%以上),废纸比重较少,包括白卡纸、铜版纸和双胶纸;第二类是以废纸为主要原料(60%以上),木浆比重较少,包括新闻纸、白板纸、箱板纸和瓦楞纸。

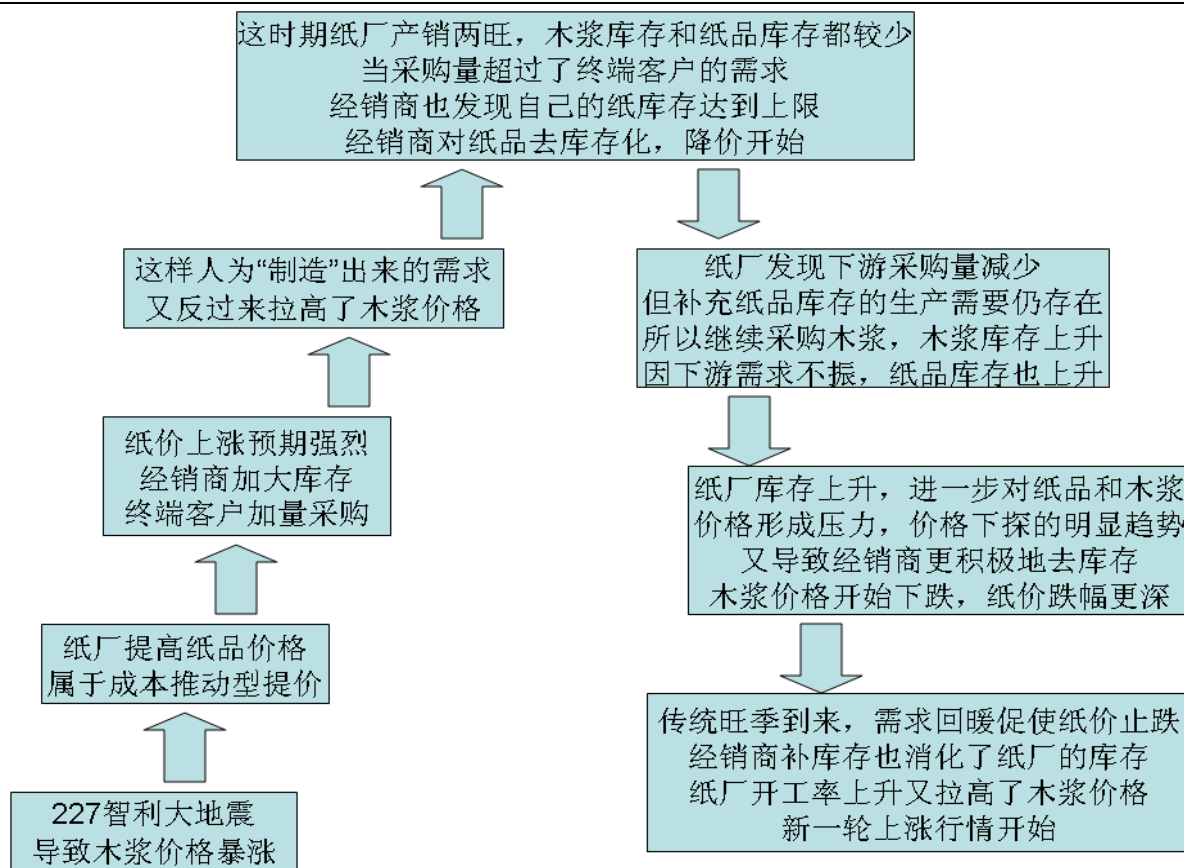
我们考察三年来(2007年初至今),木浆价格与相关成品纸价格的波动。在各类木浆中,我们挑选出三个品牌,用来代表三大类木浆:阔叶木化学浆、针叶木化学浆和化学机械浆(化机浆)。同样,我们也挑选了铜版纸、双胶纸和白卡纸中的代表性品牌进行比较。

我们注意到,在2008年9月金融危机全面爆发之前,木浆价格和木浆型成品纸价格都出现了上涨;2008年9月危机爆发后至2009年5月,木浆价格和成品纸价格都跌至谷底;2009年5月经济开始复苏后,木浆价格和木浆型成品纸价格又一次进入上升通道。其中2010年3月后,由于227智利大地震影响了全球8%的木浆产能,木浆价格迅猛上升,强力推高了纸品价格。而7月份至今,纸品价格回落明显,但木浆价格仅仅是在高位企稳后略有下降。

可以说在定性分析方面,前期木浆价格和木浆型成品纸价格是正向相关的。但7月初纸价就下行而浆价下滑滞后该如何解释呢?这主要是由于产业链的传导效应所形成的。上半年木浆价格飞涨推高纸价,传导效应从木浆原料开始,因此木浆先于纸价上涨。当时下游客户(经销商与终端用户)认为未来价格上涨趋势明显,大力储备纸品库存;同期纸厂也加大自产及外购木浆力度;这个时期纸厂产销量旺,木浆纸品库存都不高。但是当采购量超过终端客户的需求,下游经销商库

存就达到了顶点；这个时期经销商将降价去库存；而纸厂虽然发现客户采购力度开始减弱，但为了补充纸品库存，仍然采购木浆进行生产，这种需求支撑了木浆价格，出现了纸价下跌但木浆企稳的形势。整个过程如下图所示：

图 5 成本驱动下纸价上涨，去库存化导致浆纸齐跌



数据来源：广发证券发展研究中心

（二）偶然因素诱发交易机会，产能过剩吞噬行业机会

上一节的结论，意味着造纸行业上中下游的博弈将带来若干交易性的机会。当原料因意外因素（比如智利227大地震）上涨时，龙头纸企往往借机推高纸品价格，下游经销商积极增加库存，终端客户则出于恐慌心理加快采购，这就为造纸企业带来了短期盈利提升，资本市场上也将出现一波昙花一现的行情。这正是图1中3、4月份造纸板块加速上涨的原因。

但是目前市场上，各类木浆型成品纸供过于求，未来两年还将有更多新增产能投放，形成新的供给压力。虽然最近数周以来，双胶纸与白卡纸的价格开始回升，但我们认为，参考近期木浆价格在旺季下行的罕见行情，正说明造纸企业对原料需求的减少和库存的偏高。今年的9、10月份传统旺季，将不太可能出现去年纸价暴涨的火热局面，双胶纸与铜版纸的价格估计上升不超过5%。因此我们预计今年第四季度不太可能出现行业性的上行趋势

图 6 各类木浆型成品纸供求关系

单位: 万吨		2009	2010	2011
铜版纸	供给	550	655	900
	需求	300	330~350	360~400
双胶纸	供给	1500	1800	2200
	需求	1400	1500~1600	1700~1800
白卡纸	供给	330	386	461
	需求	320	365	420

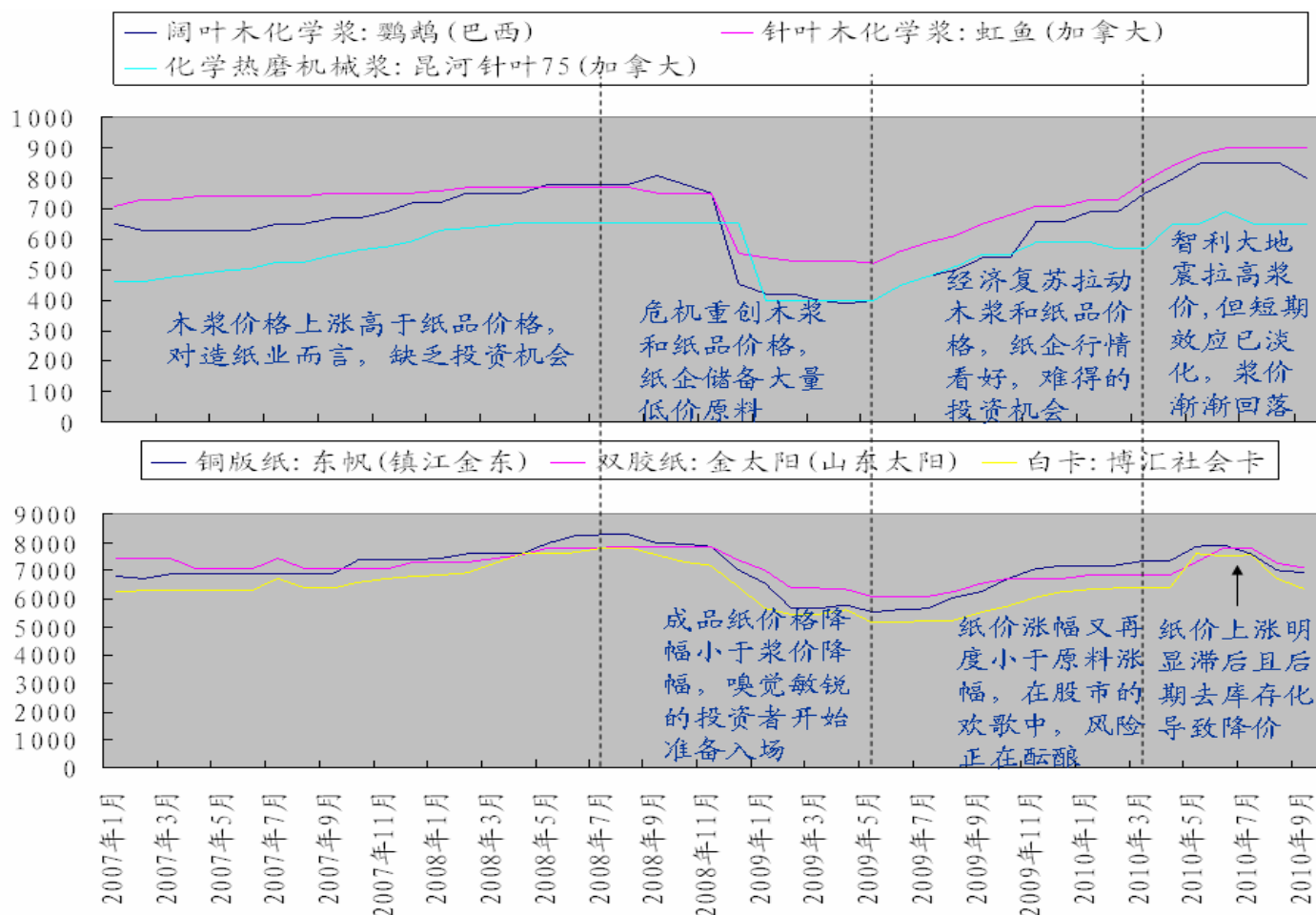
供过于求10%以上的纸品

供求状况健康的纸品

数据来源: 中国造纸协会、广发证券发展研究中心

那么, 造纸行业的投资机会究竟何在呢? 我们认为, 当木浆价格剧烈下滑时, 木浆生产企业将渐渐削减产量, 而造纸企业常常低价储备原材料; 当造纸企业原材料库存达到历史最高点时, 木浆和纸价下降的幅度开始减缓。这个时候就是良好的投资机会。具体如下所示:

图 7 投资机会与价格波动趋势的关系

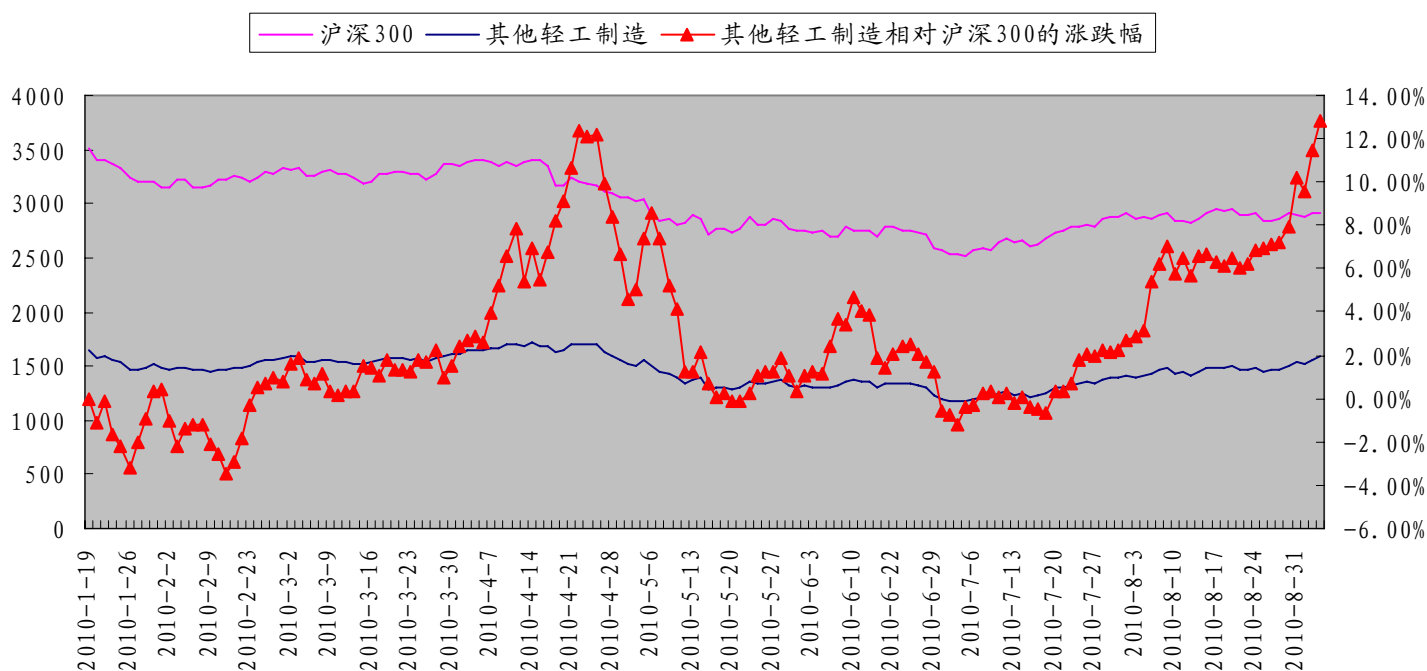


数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

三、轻工行业前三季度回顾：明显跑赢大盘

前三季度轻工行业相对大盘的走势更为震荡。一季度轻工业表现平淡，普遍低于大盘涨幅。而进入二季度后，4月份行业指数明显上扬，跑赢大盘约12%；5、6月份有所回落。7月份前三旬轻工业行情低迷，但从7月下旬开始迅猛回升，直至9月中旬，成功跑赢大盘13%以上。

图 8 除纸制品外的轻工制造指数与沪深 300 指数



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

为了预测轻工行业的未来走势，我们需要细查该行业内的企业构成情况。根据申万其他轻工制造业指数成份股，我们把该行业分成三大子类，具体类别和代表上市企业如下表所示：

表 1 除纸制品外的轻工制造分类

家用器具类 (包括家具、装饰用品等)	办公用品类	娱乐用品类
美克股份、海鸥卫浴、大亚科技等	广博股份、齐心文具等	星辉车模、高乐股份等

数据来源：广发证券发展研究中心

我们了解到，这三类行业的技术门槛并非高不可攀，行业需求也非刚性，目前许多企业产品同质化严重，陷入价格战的恶性竞争；同时

不少出口型企业过度依赖海外订单，导致现在面临人民币升值、原料人工成本上升与海外市场保护主义的三重冲击。

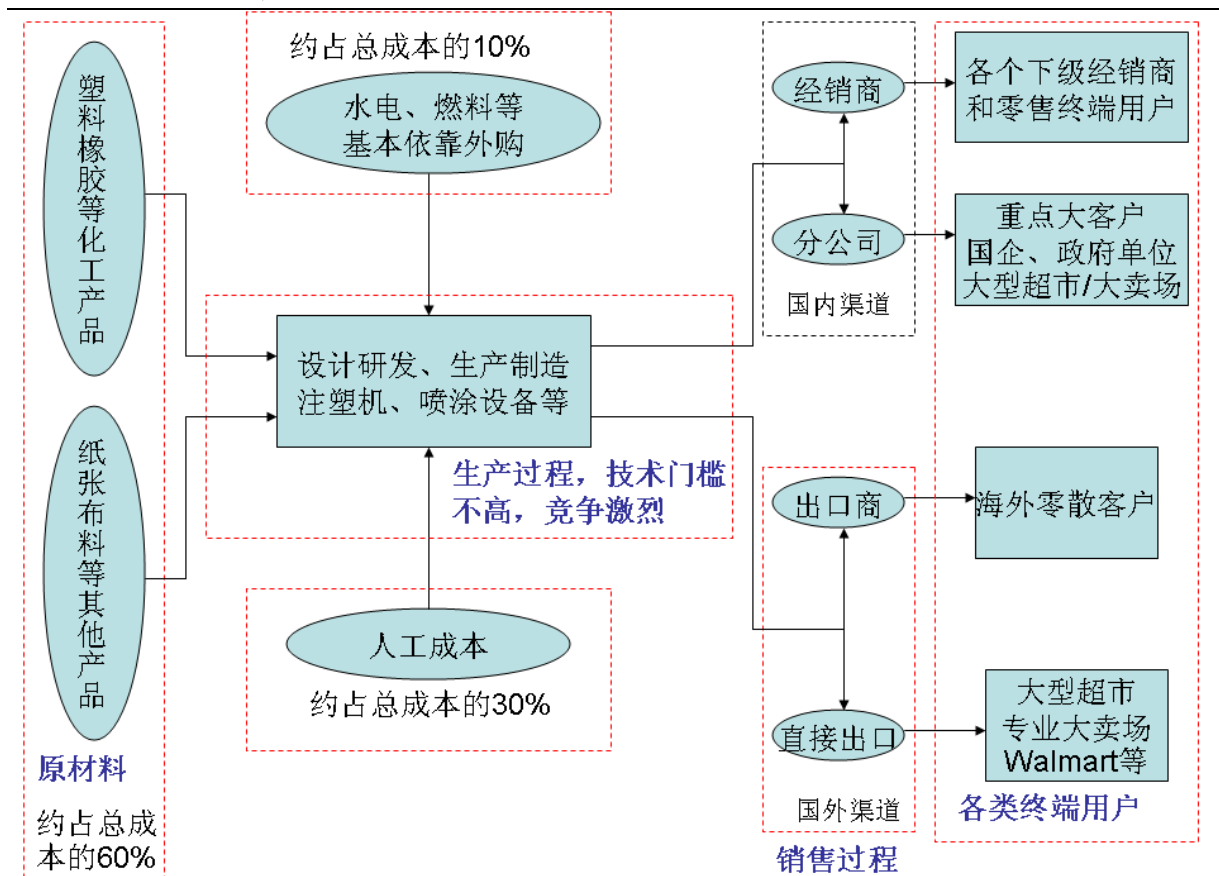
不过，轻工行业的优质企业还是能凭借着资金、服务、渠道、授权等一系列非技术壁垒，取得了比竞争对手更大的优势。随着原料人工成本上升与国内消费升级的大趋势，我们认为轻工行业未来的看点，就在于这些优质企业如何把握住产业转型的契机。

四、传统轻工危机重重

（一）传统轻工制造业遭遇巨大的成本压力

尽管细分子行业有如恒河沙数，但传统的轻工制造企业却有若干相同的特点：先拿到客户订单（传统玩具文具家具等订单大多来自海外），再从上游采购原材料，自己负责生产制造，随后发货给国内国外的客户。这个过程中，国内销售主要依靠传统经销商的“批发→零售”模式，而国外销售则鲜有自主渠道。

图 9 传统轻工行业产业链



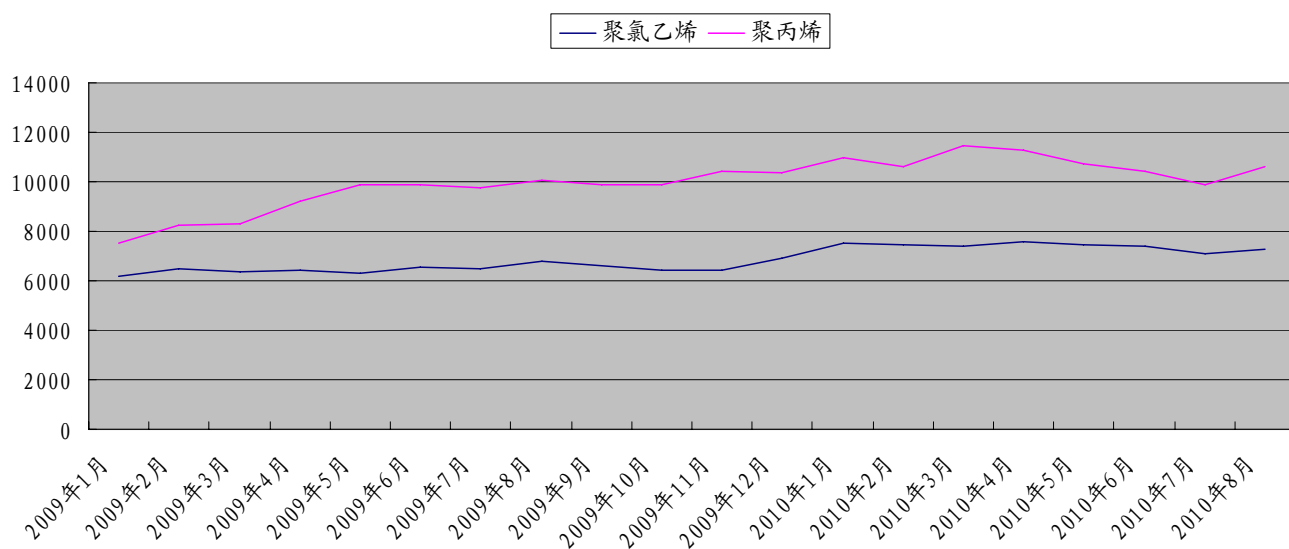
数据来源：广发证券发展研究中心

这样的模式，导致了轻工企业的成本将因为原材料人工涨价和节能政策难以控制，同时传统销售渠道与产品技术门槛不高的现实，也使得轻工企业在与客户的议价中处于弱势。

从去年的低点至今,轻工行业原材料和劳动力成本上涨已经接近两成,外加近期人民币汇率等变化因素,各类传统轻工企业的净利润率已经降至2%~3%的低谷。

轻工行业最主要的原料是聚氯乙烯与聚丙烯,我们考察了近年来这两类原料的价格走势,发现今年这两者上涨幅度已达20%左右

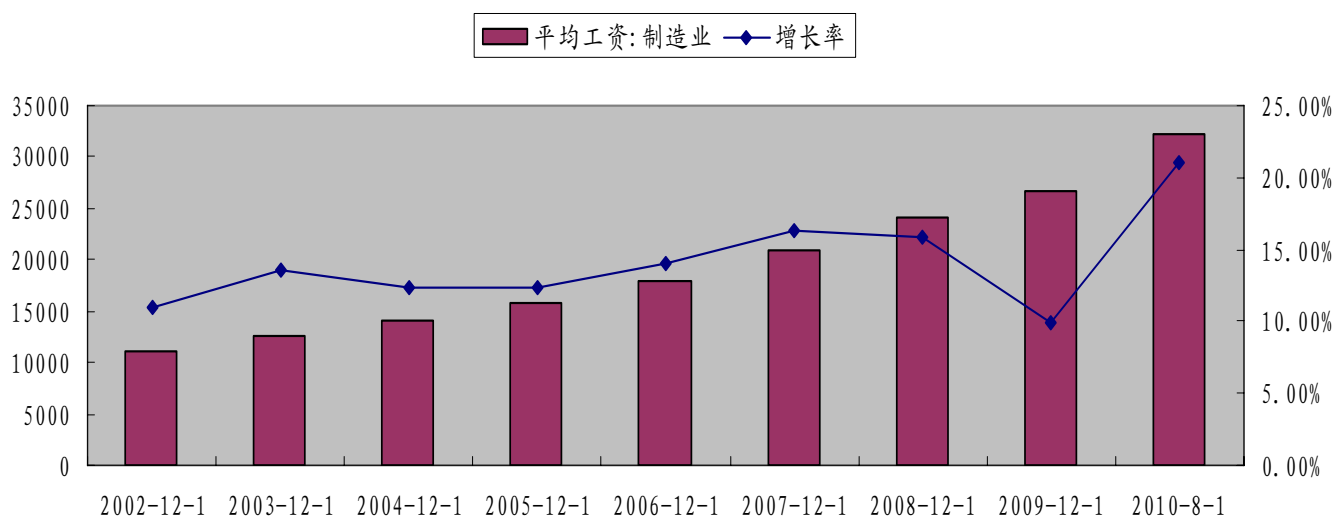
图 10 塑料原料价格上升



数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

作为成本的重要构成,工人工资水平近年来也不断上涨,今年已同比增长22%左右。

图 11 人工成本上涨



数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

仅仅是原料和人工的涨幅,就给传统轻工行业增加了18%左右的成本压力,而该行业向下游转嫁成本的能力如何呢?

(二) 门槛偏低与渠道缺乏导致传统轻工业缺乏议价能力

为了考察传统轻工行业的议价能力,我们选取了该行业的代表—玩具产业,进行研究。

我国的玩具产业大多以出口为主,根据海关总署数据,我国今年1~7月玩具出口47.5亿美元,增长30%,玩具出口额已基本恢复到2008年金融危机爆发前的水平。今年上半年,“三轮车、踏板车和类似的带轮玩具,玩偶车”出口值为3.01亿美元,与去年同期相比上涨52.05%;“智力玩具”出口值为2.29亿美元,与去年同期相比上涨42.74%;“电动火车”出口值为1084.03万美元,与去年同期相比上涨38.98%。这三类玩具也是上半年我玩具出口的涨幅前三位。

出口贸易量上升,并不意味着玩具企业的日子好起来了。我国玩具制造业对外依存度高,门槛低,竞争激烈。最近玩具厂商对客户的提价不超过8%,根据上述统计,玩具制造厂商靠欧美授权加工的利润同比下降了10%。利润越来越小,玩具制造业已产生“鸡肋”效应,部分企业对出口玩具生产已信心不足。

(三) 交期也成为了传统轻工行业面临的困难之一

目前传统轻工行业除了议价能力脆弱外,交期也成了一大困难。人工成本上升导致了缺工现象,这和原料价格上涨一起,不仅影响到轻工企业的利润,还影响到上游企业供应原材料的顺畅。例如,电子玩具上游的电路板供应商为控制成本而减少库存,往往等玩具厂下订单后再生产,现货不够而影响到玩具生产进程。原先海外采购商下单后,中国玩具企业一般50~60天就可以交货,最快的20~30天即可,但现在这个生产周期延长到80~90天。

一方面,出口玩具利润微薄,招工难;另一方面,要达到欧盟REACH法规和2011年7月20日正式实施的《欧盟新玩具安全指令》必然增加成本,欧美玩具采购商要求不断提高,价格却没有相应上涨。这些因素又进一步延长了交货期。现在玩具厂家与采购商洽谈时不仅要提价,在交货期限上也极力争取放宽,太急的订单只能放弃,否则,微薄的利润远不抵延迟交货的违约金。可以说,越来越多的中国玩具出口企业将会被逼到生死边缘。

五、轻工转型亮点在于品牌、服务与渠道

从上述的分析可以看出,传统轻工行业的经营模式单一,工艺技术偏低,品牌辐射乏力,恶性竞争密集。固步自封无疑于坐以待毙,转型势在必行。

问题在于如何转型?图9中轻工行业上下游产业链大致可分为上游成本、中游制造以及下游销售三个环节。我们将根据这些环节的特点进行分析。

（一）上游成本难以控制，但创意设计可带动品牌效应

首先，原料、人工和能耗等成本属于刚性需求，相关价格完全由原油以及宏观经济影响，未来继续上升趋势明显，轻工行业难以掌控。

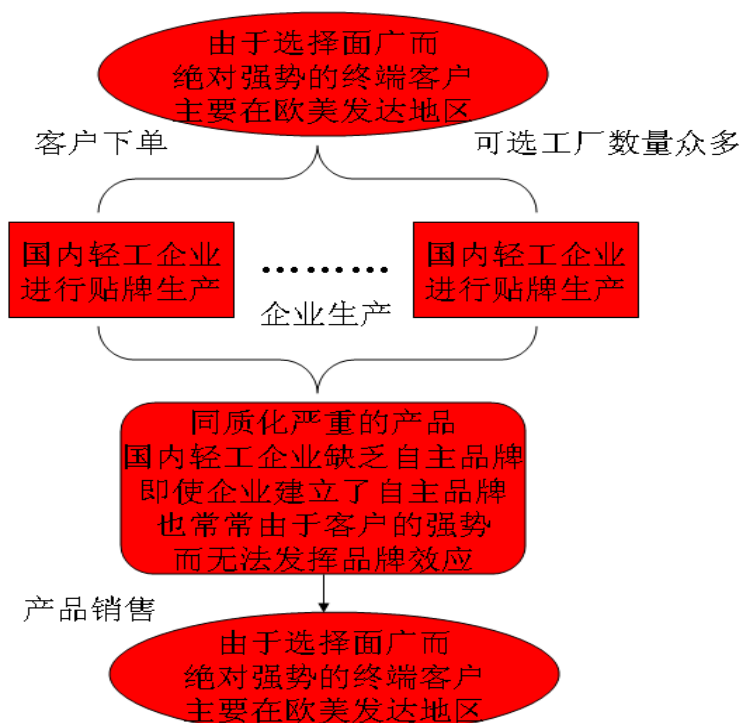
其次，设计生产环节，物理制造的工艺技术虽然可以通过技改提升，不过在整体行业技术含量有限的大背景下，无法凭借生产技术取得压倒性的优势；这并不是说技术实力不重要，是由于行业内激烈的竞争，使得过硬的技术成为在竞争生存的基础，技术是竞争胜利的必要条件而非充分条件。

但是设计环节却是一大突破口。传统轻工企业依照海外客户的要求设计制造产品，客户是创意的提供方，也因此拿走了大部分的利润。反观迪斯尼的运作方式，以深入人心的创意卡通形象为先导，推动了名下各类周边产品（皆是轻工制造产品）的热销，获取超高利润的同时，也进一步强化了迪斯尼的品牌辐射，达到了创意设计与品牌效应的良性互动。这给我国轻工企业转型带来了启迪。

经过多年的积累，大陆轻工制造企业在设计环节的硬件设备上已经不逊于海外客户。而我国许多文化传媒企业则在创意理念方面贡献出诸如《喜羊羊与灰太狼》等本土热播作品。如果轻工制造企业能引入强有力的设计资源，就能依托文化要素构筑吸引入气的产品线和知名品牌，高利润将让成本上升的负面影响微乎其微。

（二）出口渠道创新，打破传统桎梏

图 12 传统贴牌出口模式



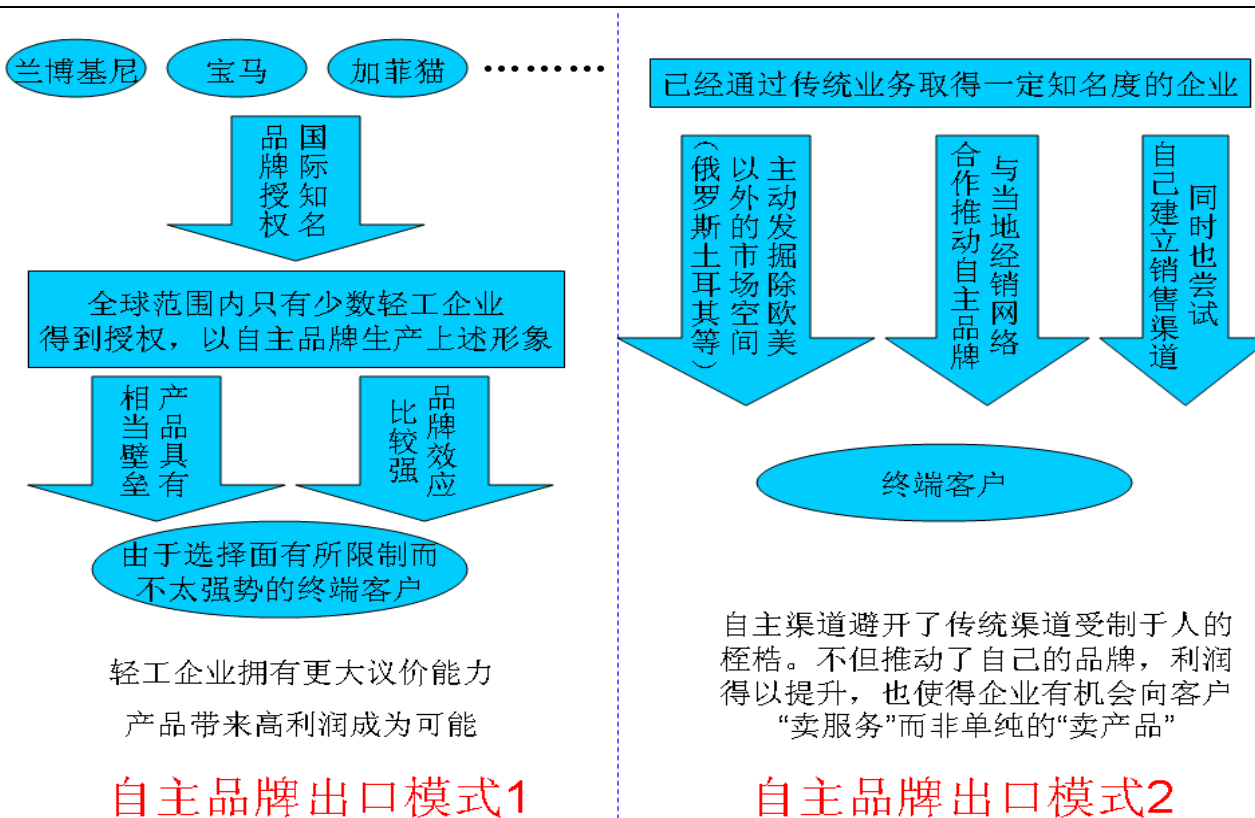
传统贴牌生产出口模式

数据来源：广发证券发展研究中心

除了创意设计带动品牌，轻工行业销售渠道也大有可创新之处。出口方面，传统的模式是“海外客户下单→出口商协调生产企业接单→OEM/ODM生产→发货交单”，这样的模式导致许多轻工企业订单完全依赖客户，也无法在海外市场打出自己的品牌，同时企业能给客户提供的，仅仅是“产品”而已。这导致传统出口型轻工企业的净利率难以超过5%

但是另一些轻工企业，则避免了全OEM/ODM的经营模式，坚持自主品牌出口，成功打响了品牌在国际市场的知名度，例如星辉车模、高乐股份、齐心文具等。然而自主品牌出口并非心想事成的创新，经过深入研究后，我们发现成功企业普遍具备两个特点：①拥有世界知名品牌的授权，位列数量有限的被授权厂商（比如星辉车模得到兰博基尼的授权）②主动发掘还存在空间的海外市场，与当地经销网络合作，以自主品牌打入该市场（比如齐心文具以自主品牌打入俄罗斯、土耳其和南美市场）。下图具体说明了这两类自主品牌出口创新。

图 13 自主品牌出口的创新模式



数据来源：广发证券发展研究中心

而创新的出口模式带来的效果如何呢？我们发现星辉车模、高乐股份、齐心文具在出口业务方面的净利率分别为12.9%、24.9%和10.1%，远远高于传统出口型轻工企业5%的上限。

（三）发展内销渠道，把握消费市场特点

除了在出口业务方面拓展新渠道，轻工行业转型的另一大方向就是发展国内销售渠道。轻工产品与消费密切相关，而目前国内的消费市场出现了两个明显特点：一是大型企事业单位的集成采购与个人消费者零散购买并存；二是各类买家对产品的要求已经不局限于产品本身，更延伸到了个性化、一体化、智能化的服务层面。

内需市场的两大特点，带来了轻工企业转型升级的契机：谁能率先建立起迎合多元化消费群体的渠道，更灵活地提供服务，谁就能成为转型时期最大的受益者。在这方面已有若干企业透露出巨大的潜力，其中代表公司是齐心文具和美克股份。在下一章中，我们就将具体介绍这两家的经营模式。

六、第四季度投资策略：重点关注转型类轻工

如上所述，造纸行业虽然能凭借题材和事件（智利大地震、人民币升值）等迎来短暂的交易性机会，但产能过剩与经营模式陈旧导致整个行业基本面缺乏亮点。

而轻工行业虽然正经历多重冲击，但那些拥有创意设计、创新渠道的企业却正好借机成为转型期最大的受益者。齐心文具与美克股份正是其中的代表。

（一）齐心文具与客户资源共享实现共赢

齐心文具看到，目前我国文具行业有三个特点：一是市场集中度低，各大厂家和经销巨头都未拥有绝对优势的市场份额；二是需求已呈双向发展趋势，高端大型企业单位的集成采购与中小客户分散购买并存；三是企业务必确保销售网络的忠诚合作，才能实现产品销量旺盛。

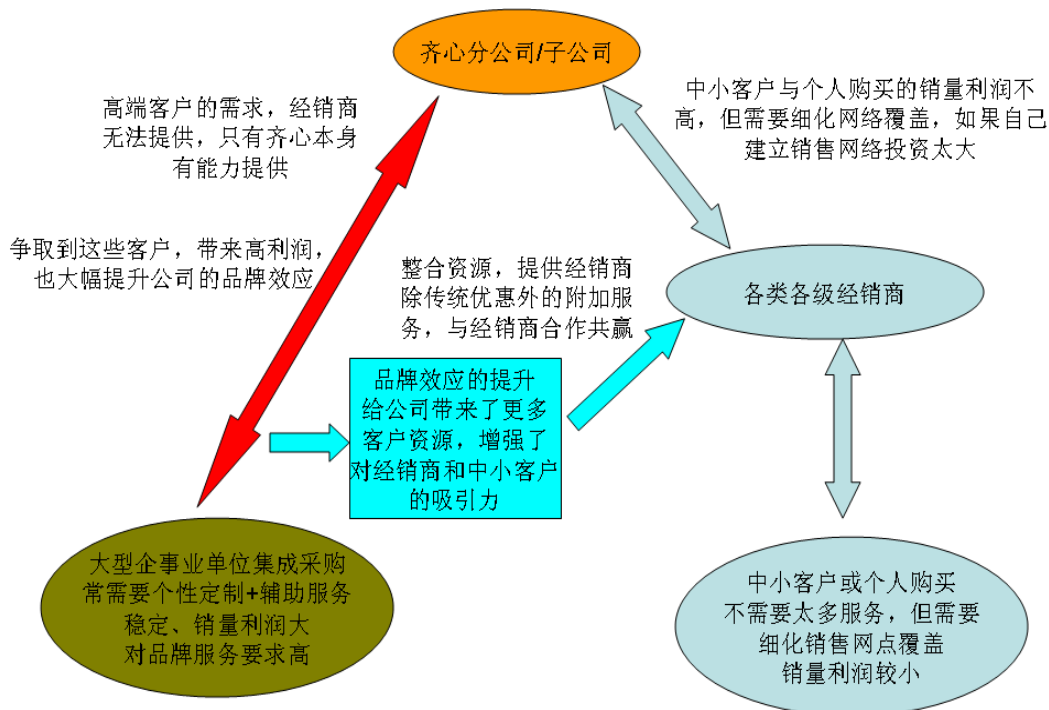
所谓需求的双向发展趋势是指，一方面市政府机关和大型企业的采购普遍趋向于集成采购（同时采购整个“大办公”周期的全系列文件），对于任何一个文具企业来说，如果能提供更广泛品类的产品，不仅能提升自己的产品销路，也减少了客户的采购难度；同时高端客户利润稳定丰厚，但通常带有个性定制、办公解决方案等服务要求，一般传统经销商无法提供。此外，文具产品虽具备一定的品牌效应，但各大品牌之间并没有绝对的不可替代性，而办公用品企业拥有越广泛的营销渠道，就能越及时地反馈这些高端客户的采购需求。

而另一方面，大量分散的中小客户（小企业，个人等等）往往不太购买高端服务，却需要有细化到区或街道的网点辐射，如果办公用品企业完全以自建网点全方位覆盖到这些中小客户，将需要较大的投资和较长的时间。

据上述情况，齐心文具针对高端客户，齐心以“直销+服务”模式直接争取；针对分散的中小客户，则授权各级各类经销商细化渗透。前者为齐心直接带来稳定高利润的客户，并大幅提升了公司的品牌效应；后者则让齐心以较少的投资（不用自建太细的销售网络），就能覆盖分散的中小客户，而品牌效应与品类齐全的优势，也反过来让经

销商愿意忠诚地与齐心长久合作。正是这种合理的资源整合，让齐心文具得以低成本高速度地扩张自己的销售网络。

图 14 齐心文具凭借资源整合与经销商实现共赢发展



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

综合来说，齐心文具发展规划重点，是依托自己齐全的产品种类，在保证自有品牌产品的产能和质量控制基础上，巩固各级各地分公司的管理与信息交流，低成本地加速扩张各类营销渠道。

表 2 齐心文具未来盈利预测表（单位：百万元）

	2010E	2011E	2012E
营业收入	802.8	904.1	1006.8
营业成本	611.7	682.4	744.3
营业税金及附加	1.1	1.2	1.4
销售费用	69.1	71.5	77.5
管理费用	48.2	42.8	54.4
财务费用	(15.5)	(14.7)	(14.1)
营业利润	87.7	120.2	142.5
净利润	78.5	109.7	130.9
归属于母公司净利润	74.5	104.6	124.9
EPS(元)	0.40	0.56	0.67

数据来源：广发证券发展研究中心

由于今年齐心文具募投项目的新建产能还未能释放，我们预计今年

公司在内销方面的外协产能比重将有所上升。同时新产能与营销渠道的建设将增加公司的销售费用与管理费用，净利润增长速度可能也将低于往年。

出口方面，受欧洲债务危机影响，人民币对欧元显著升值，对公司出口欧洲的业务有所影响，我们预计公司今年海外销售收入同比依旧稳定增长。根据上述假设，我们预测出齐心文具未来三年的业绩如上表所示。考虑到公司领先同业竞争对手的经营模式以及与下游经销商的良性合作，我们看好公司未来发展潜力，给予“买入”评级，目标价20元。

（二）美克股份看点在于智能化零售与服务型生产

美克股份从2009年开始转型寻求与对手的差异化，积极推行智能化零售模式。公司旗下的生活方式店（美克美家）及其子品牌家居用品店（馨赏家）将经营重点从“向顾客推销产品”转向了“为顾客营造温馨的家居环境和生活方式”。具体来说，美克美家与馨赏家为顾客提供家具家饰的解决方案，顾客只需要提出自己的要求，公司门店负责从家具选购到居室摆设的“一体化”服务全部过程。在服务过程中，公司加强了数据积累与信息反馈，促使销售环节与研发设计制造环节之间更密切的交流，以实现“设计生产→服务销售→反馈改进”的良性循环。可以说，美克股份的销售网络已经从“卖产品”转型为“卖服务”，公司的生产环节也实现了“服务型制造”。

去年美克股份在全国拥有美克美家门店35家，馨赏家门店25家；而目前公司上述两类门店数量已达到了39家与36家。同时计划在今明年再新开4家标准店、7家概念店、2-3家子品牌店、8家馨赏家家居用品店。我们认为随着公司门店数量的扩张，这种日益成熟的创新经营模式将为公司业绩带来爆发式的增长。

而美克股份对施纳迪克为公司的收购，带来声誉卓越的海外销售网络与适应海外市场的研发销售人才，突破了我国一般家具出口企业的桎梏，是未来深化海外市场的良性战略。

表 3 美克股份未来盈利预测表（单位：百万元）

	2010E	2011E	2012E
营业收入	2147.9	2706.4	3147.5
营业成本	1331.4	1664.3	1913.9
营业税金及附加	8.9	11.1	12.8
销售费用	372.3	465.4	535.2
管理费用	205.4	256.8	295.3
财务费用	59.3	74.1	85.2
营业利润	162.5	223.6	293.4
净利润	135.6	183.2	283.4
归属于母公司净利润	110.7	174.9	273.1
EPS(元)	0.22	0.34	0.53

数据来源：广发证券发展研究中心

公司09年底拥有的门店面积大约72000万平方米，平均每1万平方米产生了1.2亿元的营业收入；考虑到已进行的市场营销推广和新增门店，我们预测公司未来三年的盈利如上表所示。

今明两年公司将历经新经营模式发展成熟的阶段，而目前国内还没有竞争对手采用与美克股份相同的经营模式，因此我们认为这两年将是公司完善销售和服务的关键时期。鉴于公司未来爆发式增长的潜力，给予“买入”评级，目标价15元。

表 4 重点跟踪公司 2010-2012 年盈利预测与投资评级

公司类型与名称	EPS (元)			PE			目标价格	投资评级
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E		
造纸及纸制品类								
002228 合兴包装	0.38	0.53	0.74	43.2	30.9	22.2	22	买入
002117 东港股份	0.79	1.04	1.42	39.6	30.1	22	34	持有
600308 华泰股份	0.63	0.87	1.12	16.3	11.8	9.2	11	持有
002078 太阳纸业	0.72	0.85	0.98	16.7	14.2	12.3	14	买入
000488 晨鸣纸业	0.5	0.66	0.82	15.6	11.8	9.5	8.5	持有
其他轻工制造类								
002301 齐心文具	0.4	0.56	0.72	42.8	30.6	23.5	20	买入
600337 美克股份	0.22	0.34	0.53	46.7	30.2	19.4	15	买入
300043 星辉车模	0.73	0.97	1.32	39.7	29.9	22.1	30	持有

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

造纸及纸制品业(01030301)行情走势



相关研究报告

造纸及纸制品业 2010 年中期投资策略_行业跟踪分析报告

李音临

2010-06-21

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。