

造纸行业 2012 年年度报告

评级：增持 维持评级

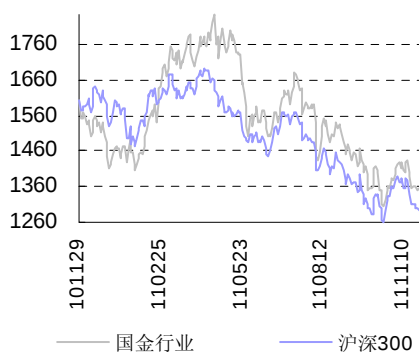
行业研究

长期竞争力评级：等于行业均值

分享成本红利，寻找确定性收益

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	20.88
市场优化平均市盈率	22.26
国金造纸指数	1358.40
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19
深证成指	11568.17
中小板指数	5831.45



相关报告

1. 《纸业淘汰产能名单公布,供给变量有望超预期》, 2011.7.12
2. 《淘汰是最大的变量,等待量变到质变》, 2011.6.20
3. 《又一次的纸业落后产能淘汰有何不同?》, 2011.5.11

投资建议

- **行业策略：**我们预计 2012 年浆价、纸价将维持低位，在此背景下，我们 2012 年的策略是寻找能够获得成本红利，且具有确定性收益的行业及公司，我们看好下游需求稳定、受经济波动影响小，价格稳定或具有粘性的烟草包装、票证印刷业及造纸行业的生活用纸、装饰原纸行业。
- **推荐组合：**票证印刷&IC 卡业：东港股份；烟草包装业：劲嘉股份、上海绿新；纸业推荐股票：中顺洁柔、齐峰股份。

行业观点

- **浆价将呈“L”型走势：**我们对未来几年中国市场木浆价格的判断：2011Q4-2012Q1 震荡下降，构筑底部；2012Q2-2012Q3 开始反弹，但幅度不高；2012Q4-2015 年期间，全球浆市受新增产能持续压制，价格难有较好表现。
- **纸张景气难好转，纸价将维持低位：**2012 年纸张供给压力依然非常大，而需求增速很可能因国内经济增速的放缓而低于 2011 年，预计整个行业景气难以改善，纸价将维持低位，行业景气的改变主要靠外在政策推动。
- **烟草包装：需求稳定增长&具备事件型推动。**烟草包装业需求非常稳定，受经济波动影响小，纸价下跌会受益。而且近几年政府一直积极推进烟草产业结构调整，我们认为烟草产业结构调整有望推动国内中高档卷烟以 8%-10% 增长。此外，我们预计烟草企业资产整合速度将加快，这将给烟标生产及包装企业带来较大机会。
- **金融 IC 卡加速。**我们预计我国即将全面展开 EMV 迁移，未来 5 年我国金融 IC 卡市场将呈现爆发式增长。预计到 2014 年我国金融 IC 卡年出货量将达到 3.35 亿张，年复合增长 76%；年销售额将达到 35 亿元，年复合增长 56%。同时社保金融卡发行进程加快将使整个社保金融卡产业链受益，在央行与社保部门的联合推动下将有效克服之前由金融系统单一主导的 EMV 迁移进程缓慢的局面。按照政府规划“十二五”末将达到 8 亿张，市场容量增加 3 倍多，这将给国内银行卡、社保卡制造、印刷企业带来较大的机遇。

风险提示

- 经济波动风险；市场竞争风险；业务拓展风险

周文波 联系人
(8621)61038290
zhouwb@gjzq.com.cn

万友林 分析师 SAC 执业编号：S1130511030016
(8621)61038259
wanyl@gjzq.com.cn

内容目录

投资逻辑	5
2012 浆价在低位	5
木浆上升周期陨落	5
2012 年木浆价格：先反弹、后下跌	6
供求难改善，纸价维持低位	12
2012 年纸张消费可能重演 2011 年弱势	12
供给略有下降，但仍处于高位	14
2012 年纸业景气维持低位	14
浆、纸价下跌谁受益	18
浆价下跌生活用纸受益最大	18
烟草包装、票证印刷受益纸价下跌	19
烟草包装业：需求稳定增长，外延扩张是催化剂	20
产业结构调整推动高档烟标高速增长	20
烟标行业格局分散，整合空间大	21
需求稳定& 受益成本下降	22
金融 IC 卡前景光明	22
EMV 迁移带来金融 IC 卡需求未来爆发式增长	22
社会保障卡金融化进程加快	24
选股策略及重点公司业绩预测	25
重点公司介绍	25
东港股份：转型初见成效，金融服务商雏形已现	25
劲嘉股份：龙头再出发	27
上海绿新：真空镀铝纸龙头	27

图表目录

图表 1：全球漂白针叶浆报价（美元/吨）	5
图表 2：全球漂白阔叶浆报价（美元/吨）	5
图表 3：中国木浆进口量（万吨）	6
图表 4：欧美商品浆进口增速%	6
图表 5：全球商品浆区域消费结构	6
图表 6：重点区域季度木浆进口（万吨）	6
图表 7：巴西雷亚尔、加币兑美元汇率变化	7
图表 8：加拿大漂白针叶浆成本（美元/吨）	7
图表 9：巴西桉木浆成本（美元/吨）	7

图表 10: 中国国内市场原料价格 (元/吨)	8
图表 11: 漂白针叶浆内外盘倒挂 (元/吨)	8
图表 12: 漂白阔叶浆内外盘倒挂 (元/吨)	8
图表 13: 木浆价格 VS 中国 GDP 增速%	9
图表 14: 09 年的历史不会在 12 年重演	9
图表 15: 中国木浆进口净增加预测	9
图表 16: 商品浆发运产能比预测	12
图表 17: 全球木浆供求关系测算表 (以 20 国数据为基础+俄罗斯, 总产能约占全球 80%)	12
图表 18: 中国纸和纸板消费量及增速 (万吨)	13
图表 19: 纸张消费增速 VS GDP 增速%	13
图表 20: 瓦楞纸箱销售增速 VS 消费品零售增速%	13
图表 21: 铜版纸销售 VS PMI 指数	13
图表 22: 万美元 GDP 耗纸量 (吨)	14
图表 23: 2012 年纸张出口前景不乐观	14
图表 24: 国内纸张新增产能	14
图表 25: 造纸业固定资产投资额及增速	14
图表 27: 纸业行业开工率预测	15
图表 28: 箱板/瓦楞纸新增产能 (万吨)	15
图表 29: 白卡纸新增产能 (万吨)	15
图表 30: 箱板瓦楞纸开工预测	15
图表 31: 白卡纸开工预测	15
图表 32: 包装纸板价格预测	16
图表 33: 书写印刷纸新增产能 (万吨)	17
图表 34: 铜版纸开工预测	17
图表 35: 未涂布书写印刷纸开工预测	17
图表 36: 文化纸价格预测	17
图表 37: 生活用纸开工预测	18
图表 38: 生活用纸新增产能	18
图表 39: 文化纸吨纸毛利测算 (元/吨)	18
图表 40: 包装纸板吨纸毛利测算 (元/吨)	18
图表 41: 生活用纸毛利率预测	19
图表 42: 装饰原纸毛利率预测	19
图表 43: 重点公司自制浆产能及外购浆比例 (万吨、%)	19
图表 44: 中顺洁柔成本结构	19
图表 45: 齐峰股份成本结构	19
图表 46: 烟草包装成本结构	20
图表 47: 票证印刷成本结构	20
图表 48: 卷烟产量结构变化	21

图表 49: 卷烟结构调整-单箱利税额变化.....	21
图表 50: 烟草包装真空镀铝纸消费量预测.....	21
图表 51: 中国卷烟产量.....	22
图表 52: 真空镀铝纸毛利率预测.....	22
图表 53: 磁卡和 IC 卡的性能比较.....	23
图表 54: 央行提出的国内 EMV 迁移时间表.....	23
图表 55: 我国银行卡发行量预测 (亿张).....	24
图表 56: 我国金融 IC 卡出货量预测 (亿张).....	24
图表 57: 社保金融 IC 卡产业链.....	24
图表 58: 社保金融卡产业链各环节主要公司.....	24
图表 59: 金融社保卡市场容量预测.....	25
图表 60: 公司盈利预测.....	25
图表 61: 金融服务商是公司发展目标.....	26
图表 62: 公司营业收入及增速.....	26
图表 63: 公司收入结构.....	26
图表 64: 公司营业利润结构.....	26
图表 65: 公司营业收入.....	27
图表 66: 公司收入结构.....	27
图表 67: 公司主营业务收入.....	28
图表 68: 公司收入结构.....	28

投资逻辑

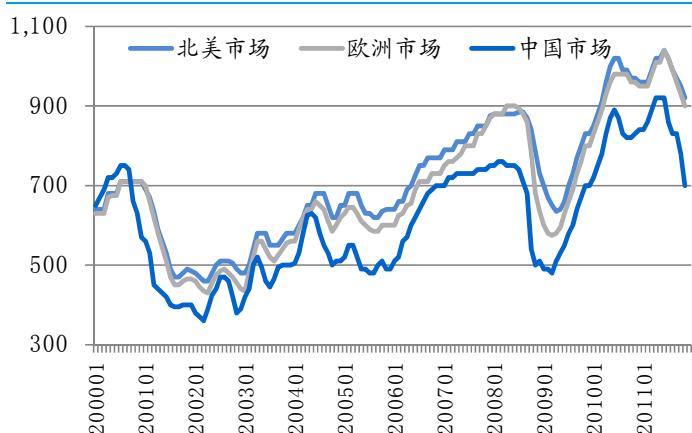
- 2012 年纸业轻工投资逻辑：浆价低位——纸价低位——成本下降带来的投资机会；在成本下降的基础上细分子行业具有确定向好的趋势是我们的首选。
- 我们看好：1) 受益于浆价下跌、同时产品价格具有粘性或下游需求较好的生活用纸、装饰原纸；2) 受益于纸价下跌、下游需求受经济影响小且有事件推动的烟草包装及票证印刷业。

2012 浆价在低位

木浆上升周期陨落

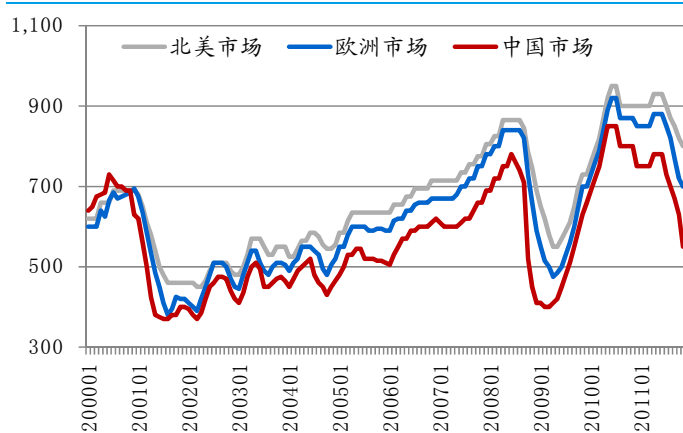
- 自 2011 年 7 月以来，我们一直看空国际/国内木浆市场，市场发展与我们预期相符。但由于欧债危机的恶化以及国内经济的走弱，市场调整的剧烈程度要略超过我们预期。
- 我们认为需求恶化是木浆牛市终结的主要原因。
 - 经济疲软、新媒体替代，欧美纸张消费低迷。欧美经济在 2011 年再次走弱，尤其是欧洲，由于债务危机的恶化，西欧木浆消费自 6 月份后开始跳水，同比下降 5%-10%；而美国市场同样受制于经济的低迷，传统媒体广告收入减少，纸张消费量持续下降；此外由于原料价格上涨，工厂持续提高纸张价格，对纸张消费也产生一定负面影响。
 - 中国木浆内盘价格下跌对全球浆市形成拖累。国内市场由于纸张价格低迷，加上溶解浆刺激因素的消失（棉花价格下跌，溶解浆盈利能力下降，进口漂白化学浆生产溶解浆的量减少），木浆内盘价格从 2011 年二季度开始下跌。加上国内经济从三季度开始明显转弱，纸张下游需求下降，国内工厂开工率普遍较低，木浆消费量减少。而从 2011 年 5 月份以来国内市场一直存在的内外盘倒挂情况也影响木浆进口量。
 - 消费量的下降，打破了木浆原本供应偏紧的局面，全球木浆库存持续上升，供应商压力加大，从三季度下调价格。
- 小结：与我们年初报告相比，欧美市场木浆进口量低于我们预期近 140 万吨；中国市场与我们预期基本相符，但进口量不均衡分布，尤其是二、三季度相对低量对全球浆市产生一定负面影响。综合来看，需求面的恶化是全球浆市逆转的主要原因。

图表1：全球漂白针叶浆报价（美元/吨）

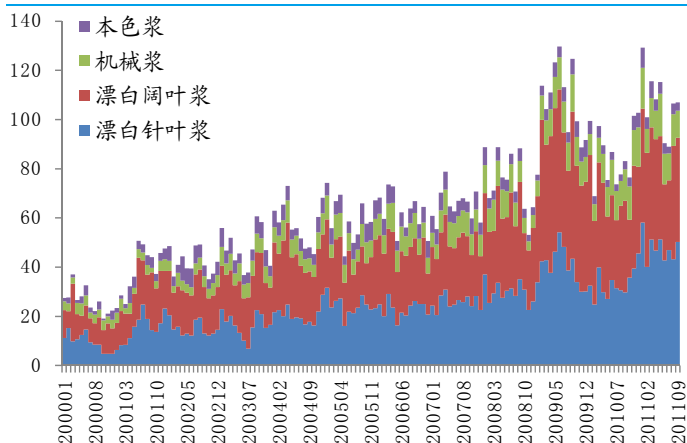


来源：国金证券研究所

图表2：全球漂白阔叶浆报价（美元/吨）

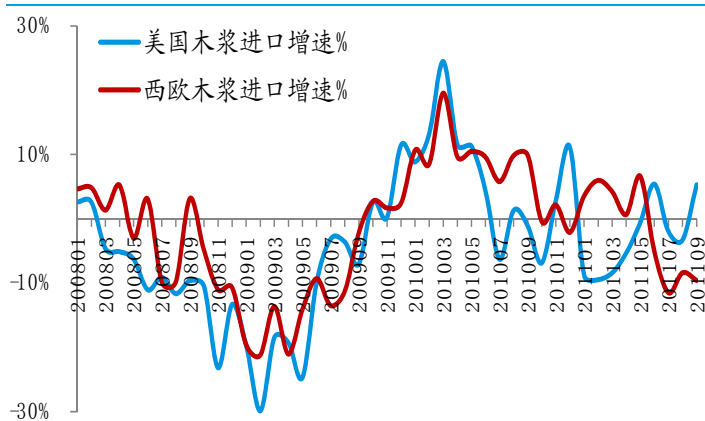


图表3：中国木浆进口量（万吨）

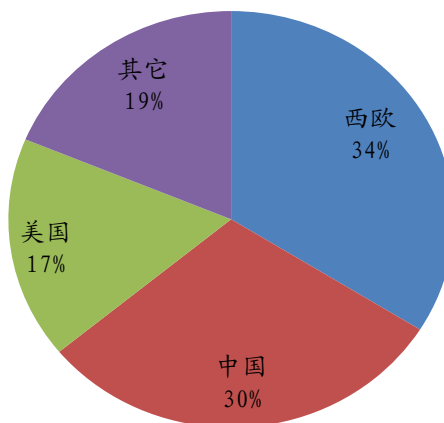


来源：国金证券研究所

图表4：欧美商品浆进口增速%



图表5：全球商品浆区域消费结构



来源：国金证券研究所

图表6：重点区域季度木浆进口（万吨）

	2009Q 1	2009Q 2	2009Q 3	2009Q 4	2010Q 1	2010Q 2	2010Q 3	2010Q 4	2011Q 1	2011Q 2	2011Q 3	2011Q 4
西欧	328	338	343	364	371	366	381	362	383	373	343	338
YOY%					13.0%	8.3%	10.9%	-0.5%	3.3%	1.8%	-9.8%	-6.7%
中国	296	364	333	280	266	256	262	252	346	308	303	328
YOY%					-10.1%	-29.7%	-21.2%	-10.0%	30.1%	20.4%	15.3%	30.3%
美国	168	171	191	190	194	192	185	189	180	190	184	180
YOY%					15.5%	12.3%	-3.3%	-0.3%	-7.2%	-1.3%	-0.3%	-4.9%

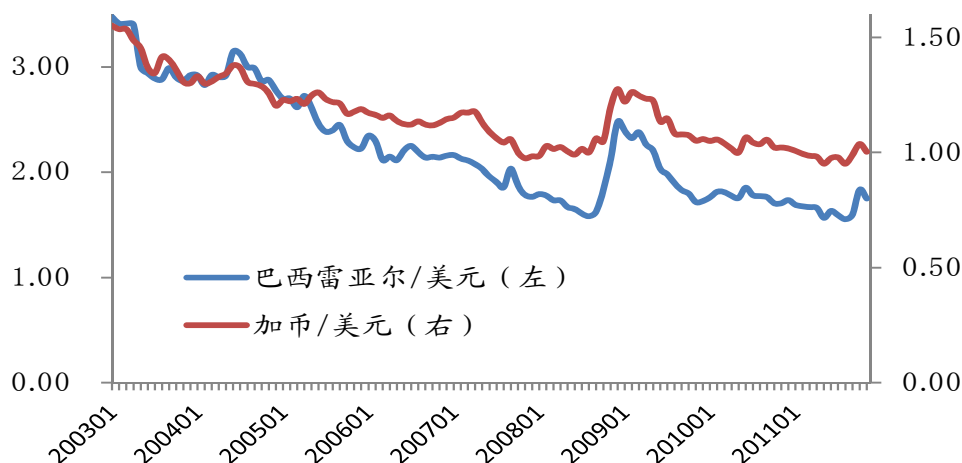
来源：国金证券研究所

2012 年木浆价格：先反弹、后下跌

- 我们对未来几年中国市场木浆价格的判断：2011Q4-2012Q1 震荡构筑底部（价格区间：NBSK 650-700 美元/吨；BEKP 500-550 美元/吨）；2012Q2-2012Q3 开始反弹，但幅度不高（价格区间：NBSK 700-750 美元/吨；BEKP 600-650 美元/吨）；2012Q4-2015 年期间，全球浆市受新增产能持续压制，价格难有较好表现。

- 我们对浆价的判断主要根据基本面研究，未考虑欧美、中国货币政策变动，如大量释放流动性等情况，也未考虑汇率变动情况，尤其是巴西兑美元、加币兑美元变动。
- 汇率因素对浆价的影响：当行业景气下滑时，若产浆国货币对美元贬值，可能加速浆价下跌，相反同理。

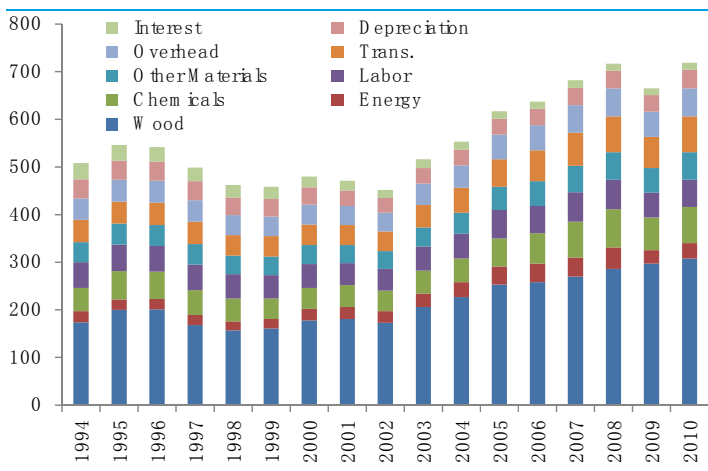
图表7：巴西雷亚尔、加币兑美元汇率变化



来源：国金证券研究所

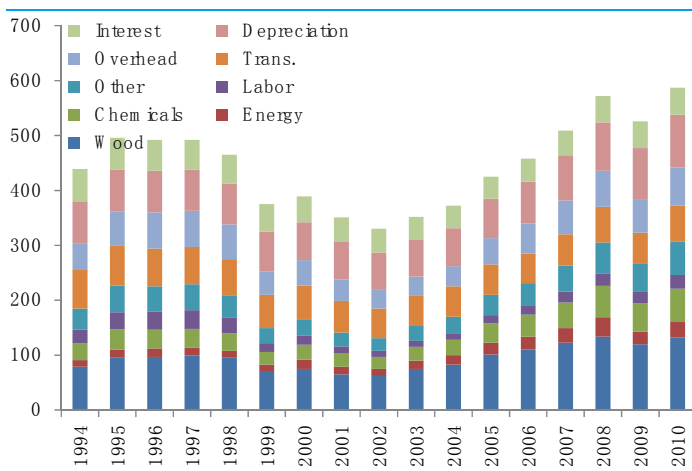
- 基于对成本、内外盘倒挂情况的分析以及对进口浆、国产浆、非木浆价格的比较，我们认为木浆价格已进入底部区域。
- 目前加拿大针叶浆吨浆成本近 720 美元（制造成本 570+运输费用 75+其它管理费用/利息费用 74）、巴西桉木浆吨浆成本近 590 美元（制造成本 403+运输费用 65+其它管理费用/利息费用 119），因此供应商报价已低于或与成本相当。

图表8：加拿大漂白针叶浆成本（美元/吨）



来源：国金证券研究所

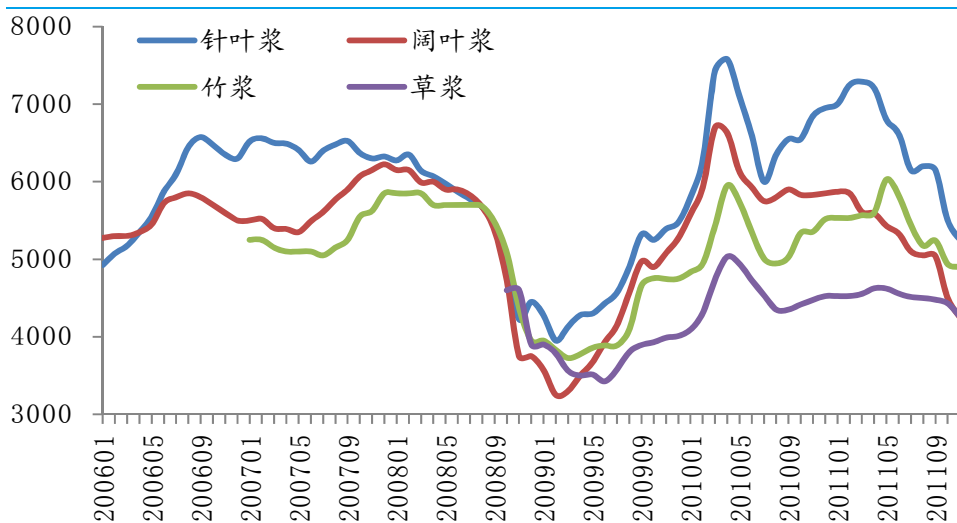
图表9：巴西桉木浆成本（美元/吨）



- 加拿大供应商、巴西供应商对中国市场 11 月份报价已分别跌至 700 美元/吨、550 美元/吨，较二季度高点分别下跌 25%、30%，在这一价格水平上，内外盘倒挂现象已基本消失。同时进口浆国内现货价也已低于非木浆价格，一些小企业也开始采购木浆生产高档纸，市场需求扩大。此外国产浆价格也已接近企业成本价，如果继续下跌，部分拥有自产浆的企业将停产以采购木浆替代，因此我们认为海外供应商报价虽然存在继续下降可能性，但空间已有限。

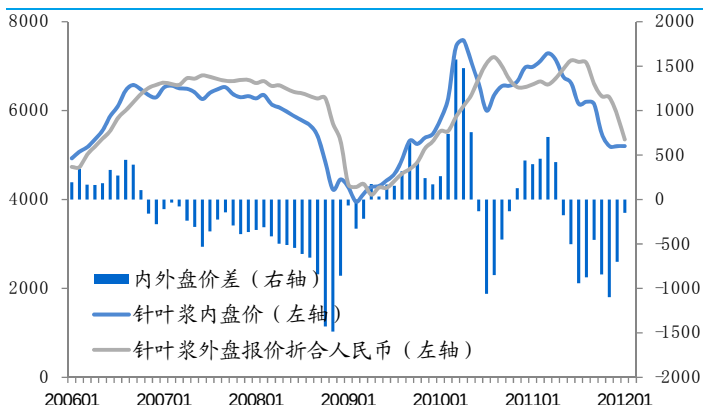
- 从宏观经济来看，政府已开始对前期政策进行调整，信贷额度开始放松，政策调整有望熨平经济波动，促进经济增长软着陆，纸张消费也有望逐渐企稳。

图表10：中国国内市场原料价格（元/吨）



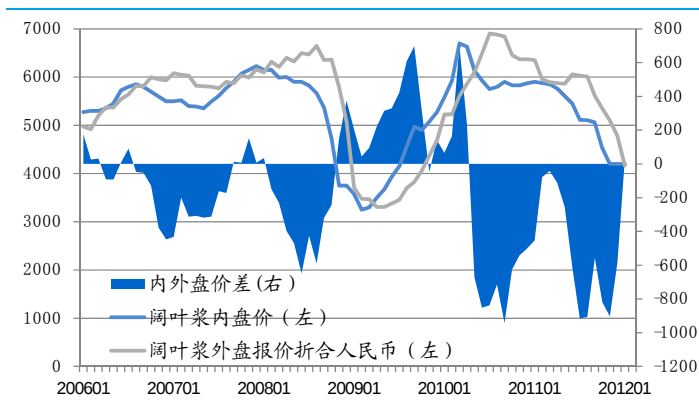
来源：国金证券研究所

图表11：漂白针叶浆内外盘倒挂（元/吨）



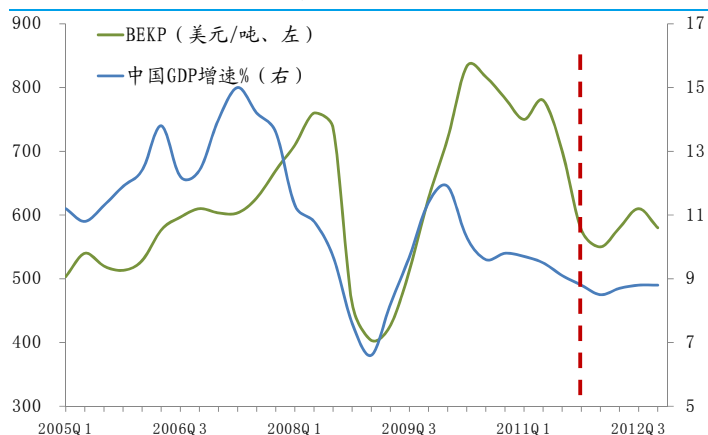
来源：国金证券研究所

图表12：漂白阔叶浆内外盘倒挂（元/吨）



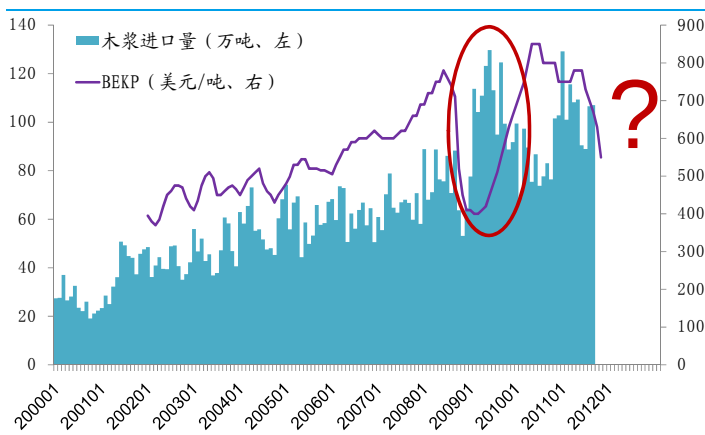
- 我们认为 2012 年浆价将反弹，但高度有限。
- 中国市场：预计中国木浆进口量将在 2012 年 Q1 大幅增加，全年进口净增加 180 万吨左右。
 - 首先根据国金宏观组判断，2012 年 Q1-Q4，国内 GDP 增速 8.5%、8.7%、8.8%、8.8%，总体呈现 L 形态，我们判断明年国内纸张消费很可能重复 2011 年弱势；其次 2011-2012 年国内新增了大量书写印刷纸产能，产能过剩现状未能改变，因此纸张价格难以显著反弹，将压制木浆价格反弹高度。
 - 我们综合分析国内纸张新增产能及开工率情况，我们预计 2012 年中国市场木浆新增需求量 160-180 万吨，但由于木浆价格处于低位，国内企业可能会增加备库，如 09 年发生的情况，因此实际增加进口量可能高于我们预测值。

图表13: 木浆价格 VS 中国 GDP 增速%

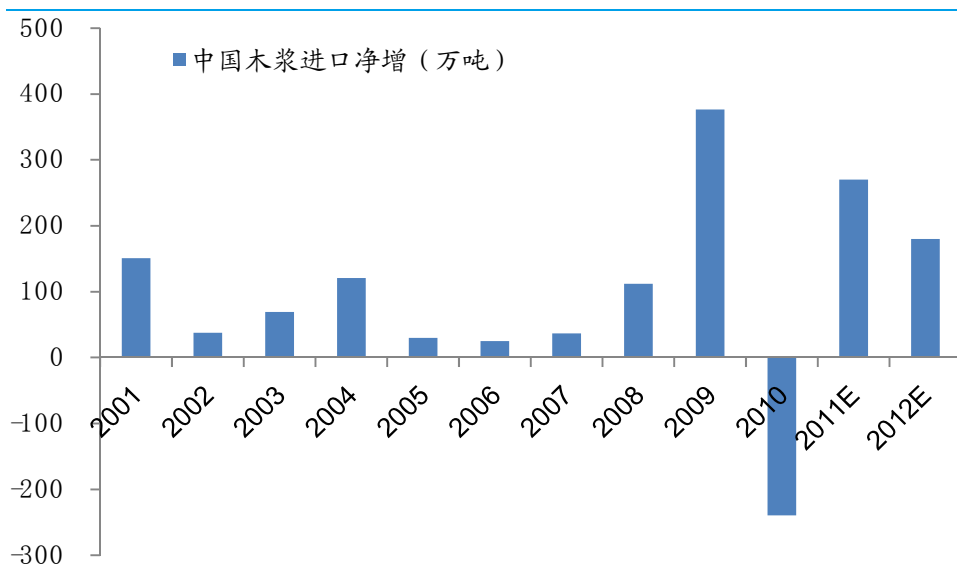


来源: 国金证券研究所

图表14: 09 年的历史不会在 12 年重演



图表15: 中国木浆进口净增加预测

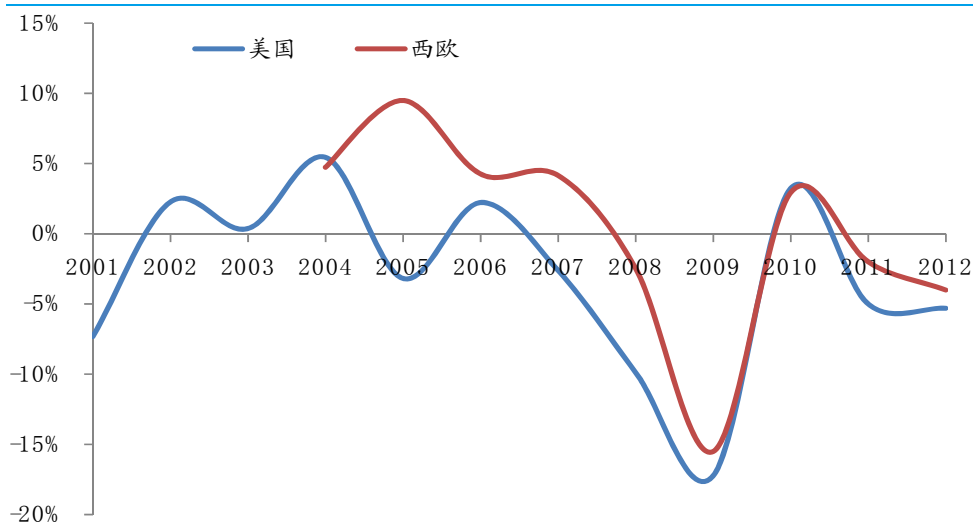


来源: 国金证券研究所

■ 欧美市场: 木浆消费量继续下降。

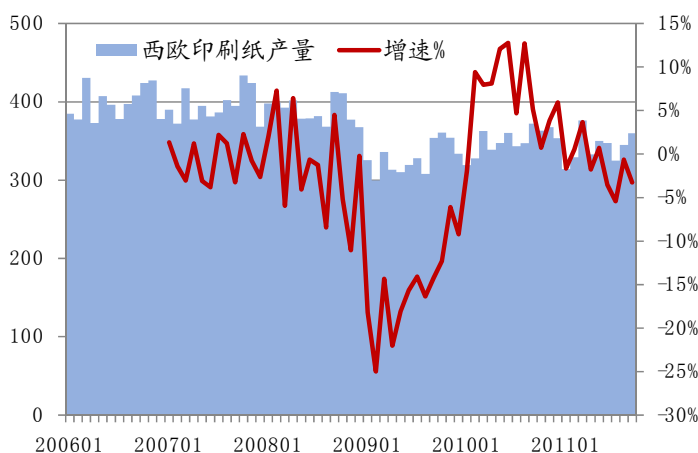
- 据 IMF 预测: 2012 年美国 GDP 增速 1.8% (2011 年 1.5%)、西欧 GDP 增速 1.1% (2011 年 1.6%)。
- 我们预计经济的低迷将继续拖累欧美纸张消费, 预计西欧、美国 2012 年书写印刷纸消费量分别下降 4%、5%, 折合木浆消费增速下降 3%、4%, 合计减少约 80 万吨左右。(如果欧债危机继续恶化, 不排除西欧木浆消费低于预期可能性)

图表 11: 欧美书写印刷纸消费增速%



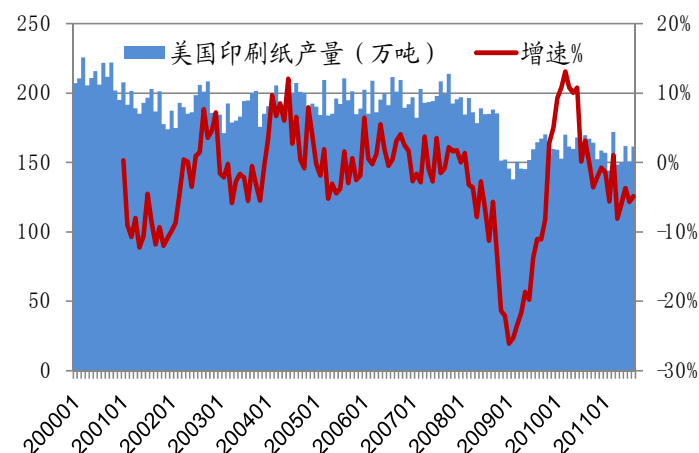
来源: 国金证券研究所

图表 12: 西欧书写印刷纸产量 (万吨)



来源: 国金证券研究所

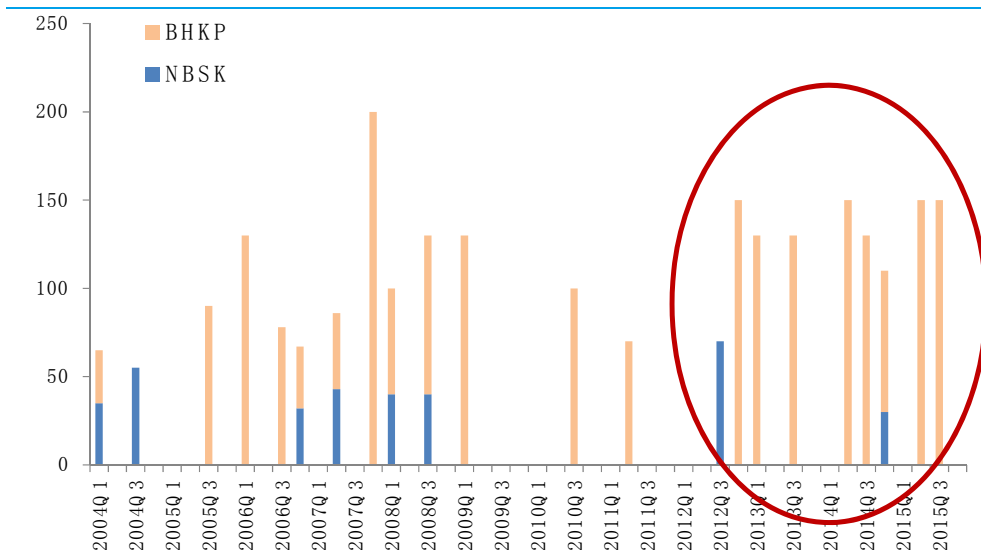
图表 13: 美国书写印刷纸产量 (万吨)



■ 木浆供给: 即将进入大规模释放期。

- 2009 年金融危机后, 一些原本暂停的木浆项目开始重启, 新产能将于 2012 年下半年陆续进入释放期, 2012H2-2015 年全球除中国外大型木浆将投产 1320 万吨新产能。其中 2012 年将投产 2 台大型设备, 分别是 ILIM PULP 公司 70 万吨漂白针叶浆、Eldorado 公司 150 万吨漂白桉木浆, 合计约 220 万吨。
- 未来几年新增产能主要集中在南美市场, 欧美地区几乎无新增产能, 相反欧美地区仍存在大量高风险浆厂, 如果浆价持续低迷, 全球浆市将再次经历再平衡过程, 欧美浆厂可能重复 2004-2007 年期间大规模倒闭潮。
- 中国市场目前在建的大型木浆项目: 华泰股份安徽项目—30 万吨, 投产时间 2012Q1; 太阳纸业广西项目—30 万吨, 投产时间 2012 年; 王子南通—70 万吨, 投产时间 2013 年; 博汇纸业盐城项目—40 万吨, 投产期 2013 年; 泰格林纸 20 万吨 APMP 项目。此外, 晨鸣湛江木浆项目也将于 2012 年完全释放产能。

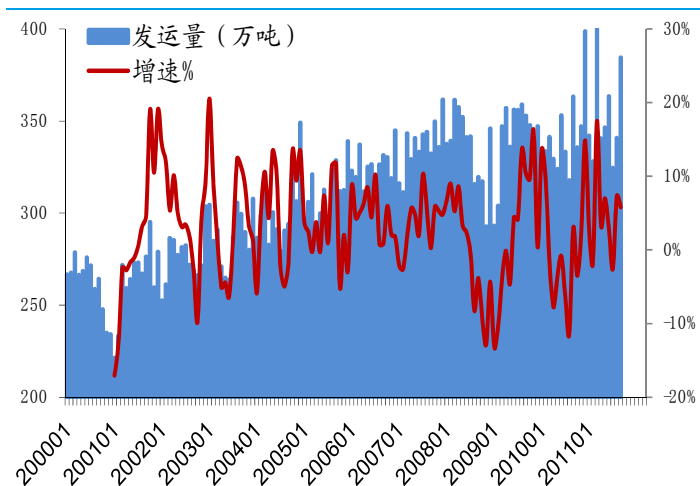
图表 14：木浆产能自 2012H2 进入持续释放期



来源：国金证券研究所

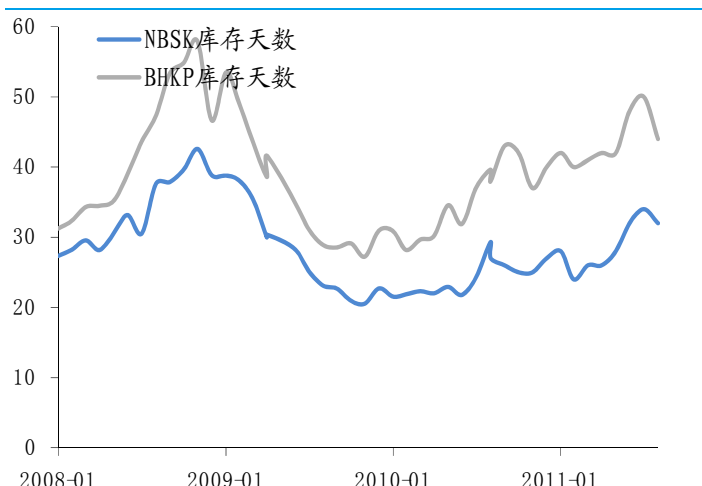
- 基于供给与需求分析，我们预计全球商品浆在未来几年将持续处于产能过剩状态，木浆价格难有较好表现。但不排除因流动性、汇率或其它意外因素刺激，价格飙涨。

图表 15：全球木浆发运状况

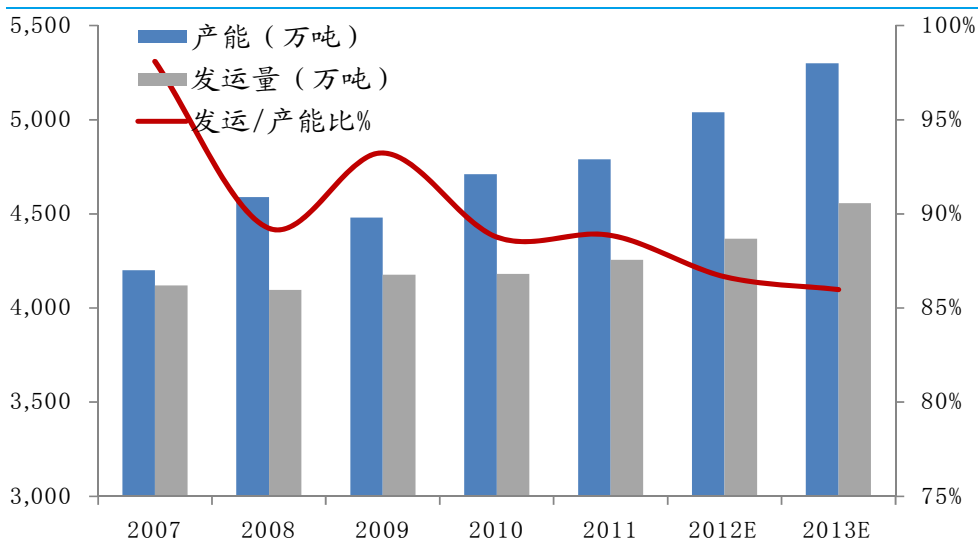


来源：国金证券研究所

图表 16：全球木浆库存天数



图表16: 商品浆发运产能比预测



来源: 国金证券研究所

图表17: 全球木浆供求关系测算表 (以 20 国数据为基础+俄罗斯, 总产能约占全球 80%)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
产能 (万吨)	4,200	4,590	4,480	4,710	4,790	5,040	5,300
新增产能 (万吨)		390	-110	230	80	250	260
发运量 (万吨)	4,120	4,096	4,177	4,181	4,256	4,368	4,557
YOY%		-0.6%	2.0%	0.1%	1.8%	2.6%	4.3%
发运/产能比%	98.1%	89.2%	93.2%	88.8%	88.9%	86.7%	86.0%
各地区发运量:							
西欧 (万吨)	1,569	1,532	1,374	1,480	1,438	1,395	1,409
YOY%		-2.4%	-10.3%	7.8%	-2.9%	-3.0%	1.0%
中国 (万吨)	784	896	1,272	1,033	1,285	1,465	1,625
YOY%		14.3%	42.0%	-18.8%	24.4%	14.0%	10.9%
美国 (万吨)	882	809	721	761	735	705	712
YOY%		-8.3%	-10.9%	5.6%	-3.5%	-4.0%	1.0%
其它 (万吨)	884	859	811	907	799	803	811
YOY%		-2.9%	-5.7%	11.9%	-11.9%	0.5%	1.0%

来源: 国金证券研究所

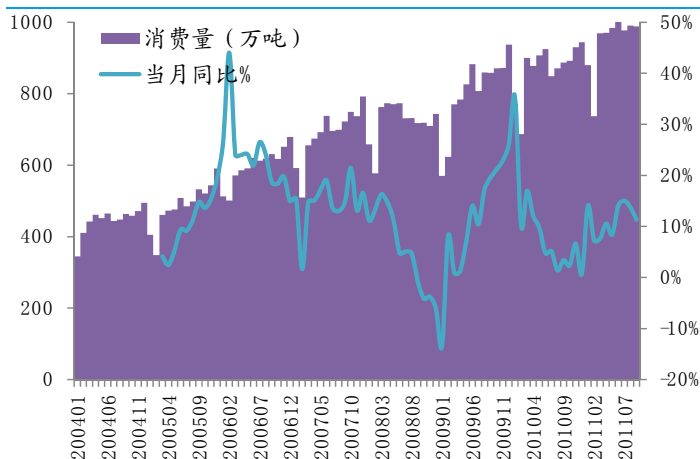
供求难改善, 纸价维持低位

2012 年纸张消费可能重演 2011 年弱势

- 2011 年纸张消费上半年平淡, 下半年惨淡。
 - 虽然统计局数据显示, 2011 年国内纸张消费非常强劲, 前三季度累计同比增长 15%, 但这一数据与我们对企业及市场调研差别较大, 而且造纸协会以往也未采用统计局数据。
 - 根据企业及经销商反馈: 2011 年上半年纸张消费旺季不旺、淡季更淡, 而 2011 年下半年由于经济增速的下降, 纸张销售增速下降明显。
 - 从社会消费品零售总额 (箱板纸、瓦楞纸下游)、PMI 指数 (铜版纸、胶版纸跟 PMI 指数相关度较高) 来看, 也基本反映这一情况, 我们预计 2011 年国内纸张消费增速 6.5%。
- 根据国金宏观组对国内经济 GDP 增速预测, 我们预计 2012 年纸张消费增速 6% 左右。

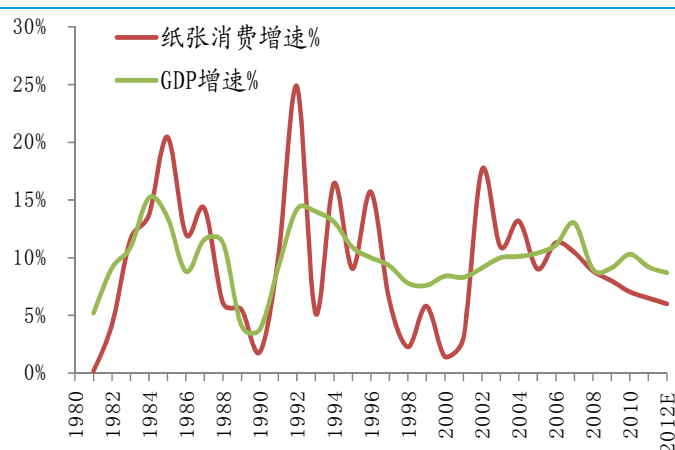
- 据国金宏观组预测：2012 国内 GDP 增速 8.7% VS 2011 年 GDP 增速 9.2%，2012 年社会消费品零售增速 15.2% VS 2011 年 16.8%。二者增速均较 2011 年下降。从历史数据看，纸张消费增速与 GDP 增速基本相当，因此 GDP 增速下降，预计纸张消费增速下降是大概率事件。而且我们认为随着国内经济转型，产业结构的变化，单位 GDP 对纸张耗用呈下降趋势，对纸张消费也产生一定负面影响。
- 海外经济疲弱，预计 2012 纸张出口压力将大于 2011 年，出口量很可能低于今年。

图表18：中国纸和纸板消费量及增速（万吨）

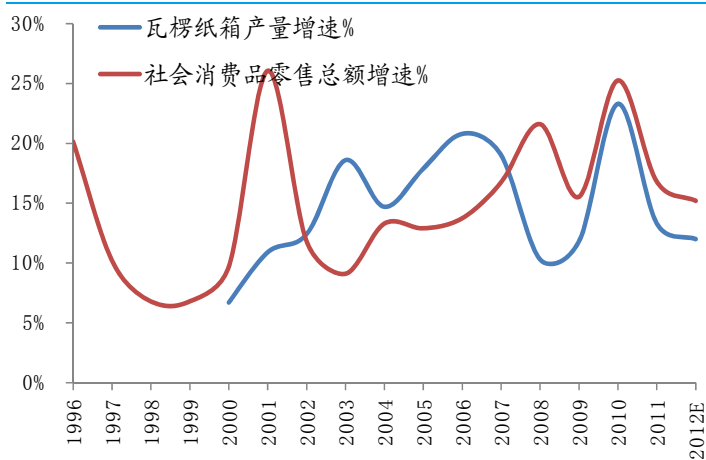


来源：国金证券研究所、统计局

图表19：纸张消费增速 VS GDP 增速%

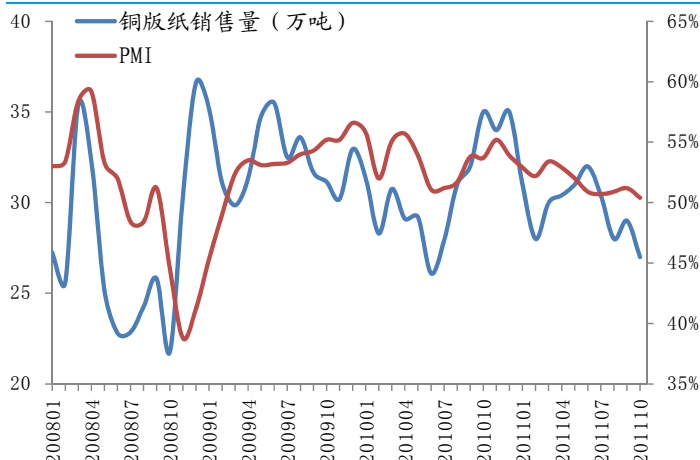


图表20：瓦楞纸箱销售增速 VS 消费品零售增速%

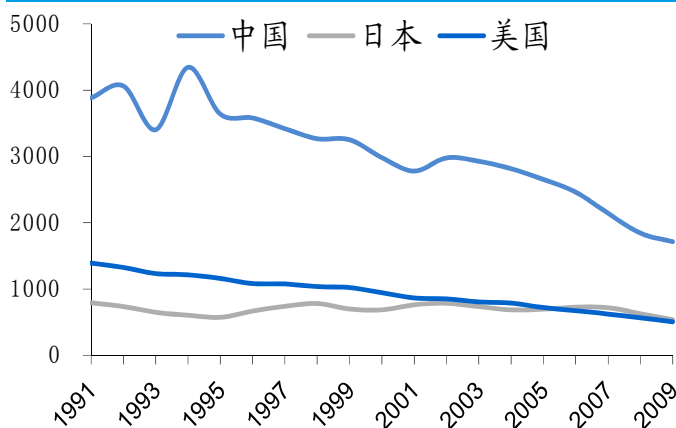


来源：国金证券研究所、WIND

图表21：铜版纸销售 VS PMI 指数

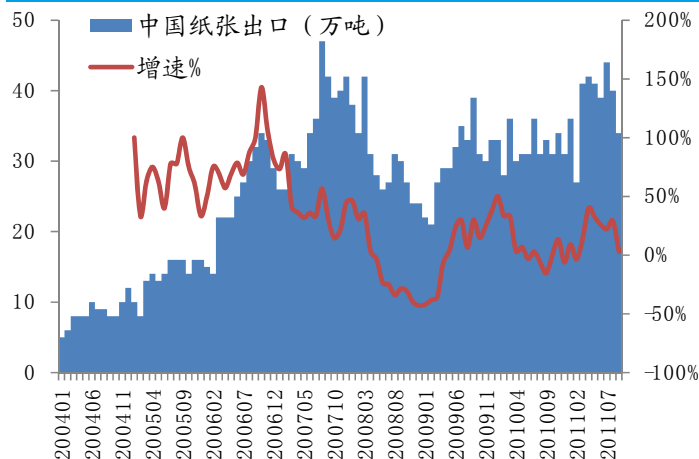


图表22: 万美元 GDP 耗纸量 (吨)



来源: 国金证券研究所

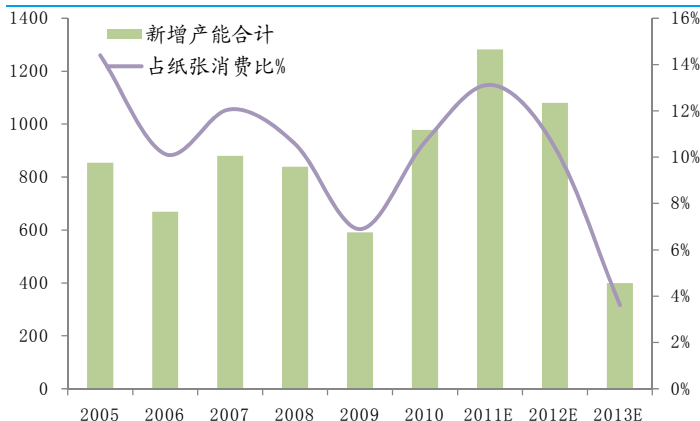
图表23: 2012 年纸张出口前景不乐观



供给略有下降, 但仍处于高位

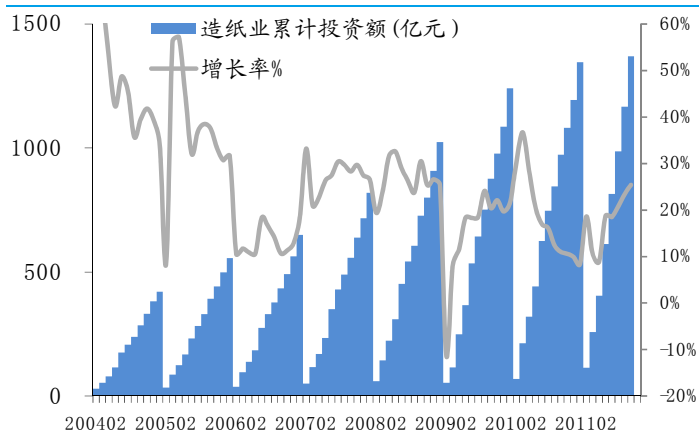
- 2009 年行业低迷之际, 设备金额大幅下跌, 各龙头企业纷纷进行低成本扩张, 2010-2012 年是产能释放期, 近三年每年新增产能 980 万吨、1280 万吨、1080 万吨, 是我们统计以来, 新增产能最多的三年, 年增产能是当年市场容量的 11%-13%。
- 2012 年虽然新增产能略小于 2011 年, 但由于 2011 年许多新增产能开工率较低, 产能并未完全释放, 因此 2012 年市场压力依然非常大。
- 我们预计 2012 年以后中国纸张产能扩张的速度将大为放缓。
 - 2011-2012 年新增较多有其特殊原因, 即设备投资额大幅下降。
 - 2008 年后由于行业需求不振、以及产能过剩问题, 纸张盈利性下降, 大部分中小企业扩张能力大幅下降, 而大型企业的资金压力也越来越大 (从几家上市公司看, 财务费用占公司利润近半)。
 - 区域限批&以新替旧政策将限制产能扩张增速。

图表24: 国内纸张新增产能



来源: 国金证券研究所、统计局

图表25: 造纸业固定资产投资额及增速

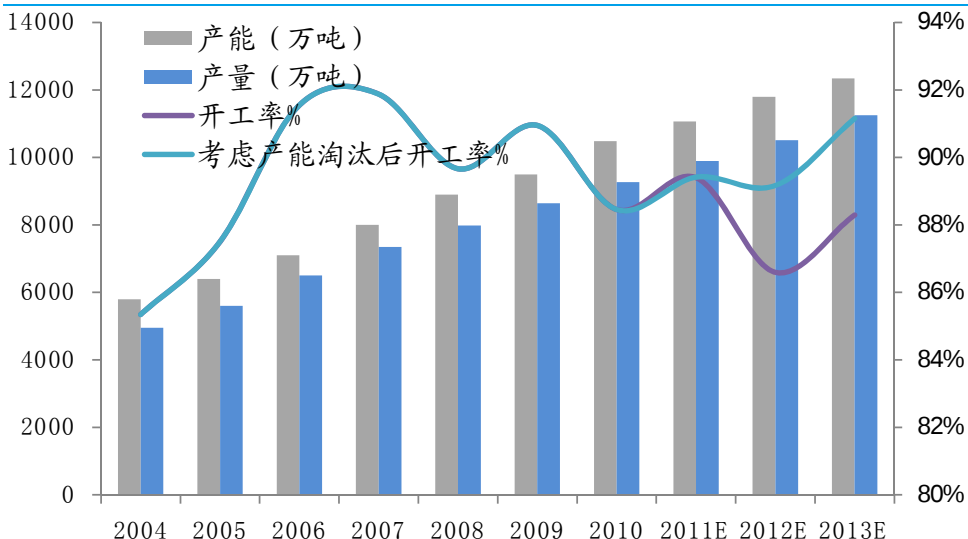


- 从造纸行业供求关系来看, 2012 年行业供给方面的压力依然非常大, 通过行业自身净化功能, 改变行业过剩状态的难度较大, 行业景气的改变主要靠外在力量, 如政策等。这需要观察。

2012 年纸业景气维持低位

- 根据纸张消费增速，我们预计 2012-2013 年纸张产量增速 6.5%、7%，并假设产能淘汰 350 万吨、250 万吨情况下，测算了行业开工率情况，我们认为 2012 年行业整体仍处于弱势格局，行业景气难有较大改善。
- 从季度来看，预计行业景气 Q2 好于 Q3 好于 Q4 好于 Q1。

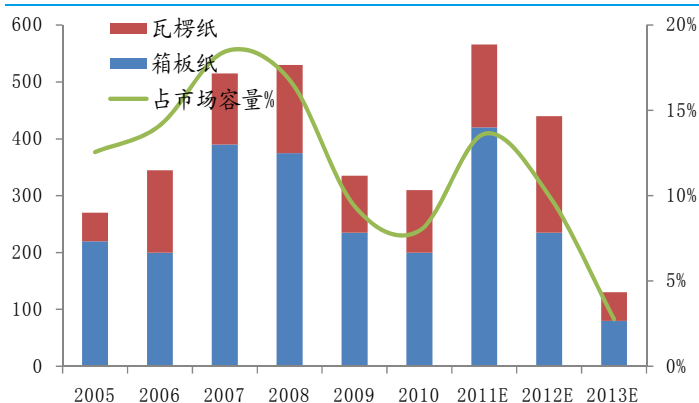
图表26：纸业行业开工率预测



来源：国金证券研究所

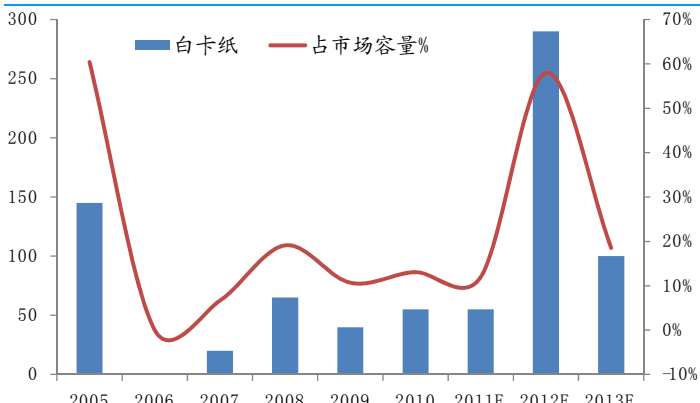
- 我们对 2012 年各纸种的景气排序是箱板瓦楞纸、灰底白纸板、生活用纸、新闻纸、文化纸、铜版纸。
- 包装纸板是我们 2012 年相对看好的品种。
 - 看好箱板瓦楞纸主要基于四点：1) 行业集中度提升，企业具备一定定价权及成本转嫁能力的提升；2) 新增产能放缓，行业供求关系向好；3) 落后产能淘汰受益者，箱板瓦楞纸 2010 年淘汰近 450 万吨；4) 产品价格抗跌，受益于原料成本下跌。我们预计 2012 年箱板纸价格下跌 4%，但吨纸盈利将上升。
 - 白面包装纸板如白卡纸，由于 2012 年新增产能较多，预计难有较好表现，我们预计 2012 年白卡纸价格下跌 10% 左右。

图表27：箱板/瓦楞纸新增产能 (万吨)

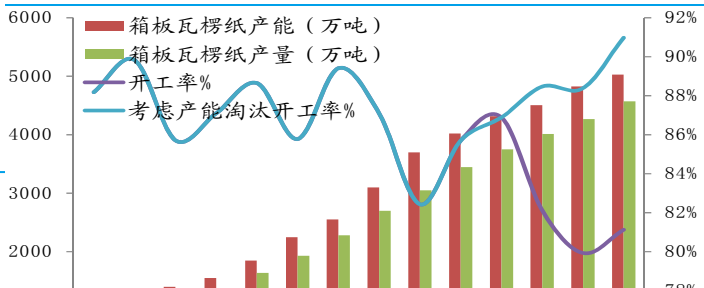


来源：国金证券研究所

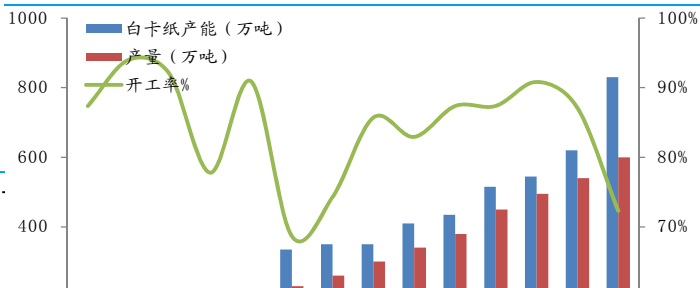
图表28：白卡纸新增产能 (万吨)



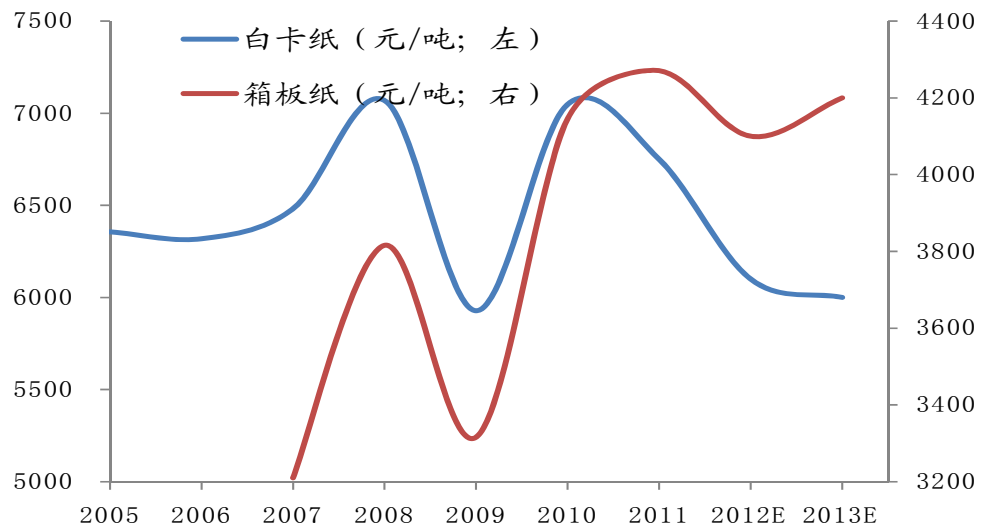
图表29：箱板瓦楞纸开工预测



图表30：白卡纸开工预测



图表31：包装纸板价格预测

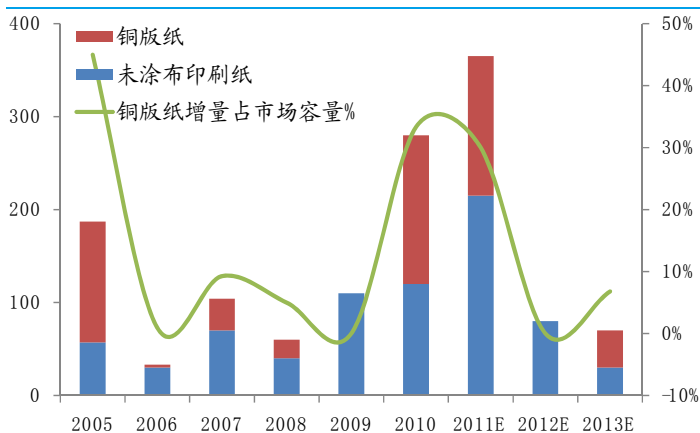


来源：国金证券研究所

■ 书写印刷纸仍处于产能消化期。

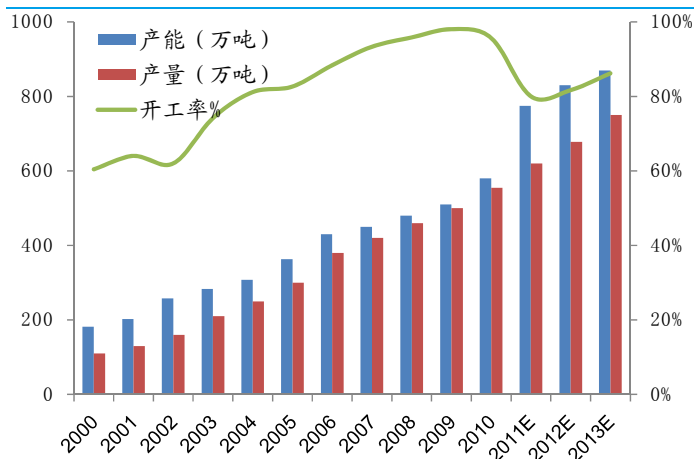
- 铜版纸：2011 年投产了 150 万吨新产能（晨鸣 80 万吨、华泰 70 万吨），加上 2010 年投产的 160 万吨产能（APP 金海 120 万吨、王子 40 万吨），两年新增产能占市场容量 65% 左右，虽然预计我国铜版纸消费增速依然可维持 8%-10%，但每年增加 50 万吨市场容量短期内难以改变行业供过于求状况，市场仍需要时间去消化新增产能。
- 我们预计 2012 年铜版纸较 2011 年下跌 12% 左右。
- 胶版纸市场同样受制于新增产能压制，虽然我们根据新增产能及市场需求测算 2012 年供求关系可能较 2011 年稍好，但由于较多铜版纸机器可转产胶版纸，因此预计 2012 年胶版纸也将维持弱势格局，难有较好表现。
- 我们预计 2012 年胶版纸价格较 2011 年下跌 10% 左右。

图表32：书写印刷纸新增产能（万吨）

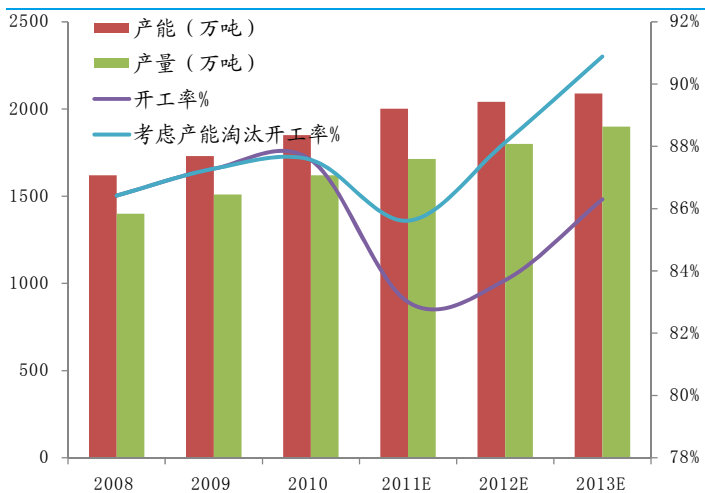


来源：国金证券研究所

图表33：铜版纸开工预测

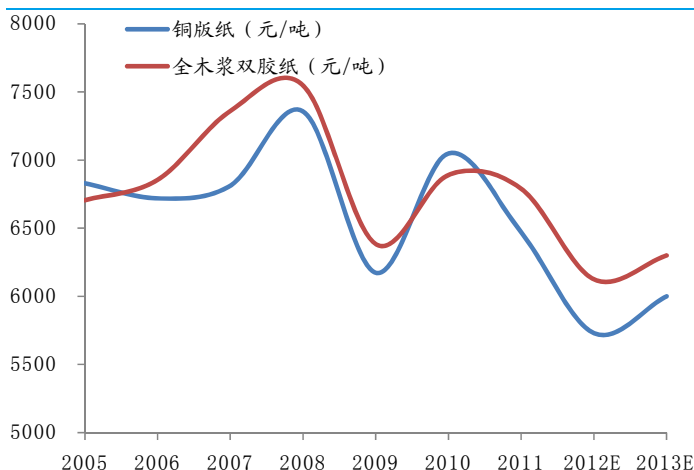


图表34：未涂布书写印刷纸开工预测



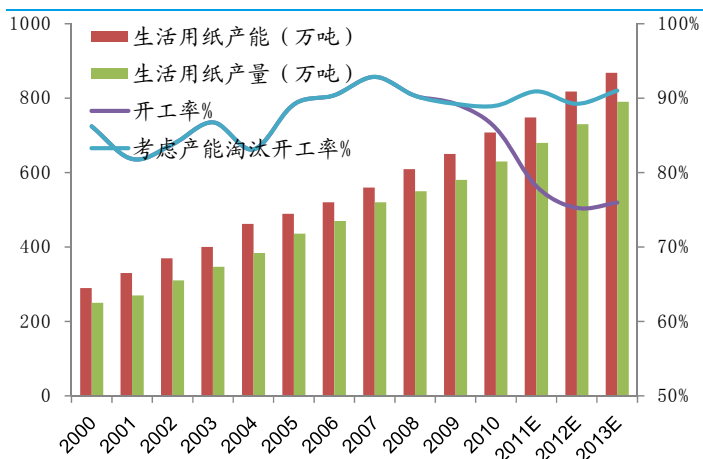
来源：国金证券研究所

图表35：文化纸价格预测



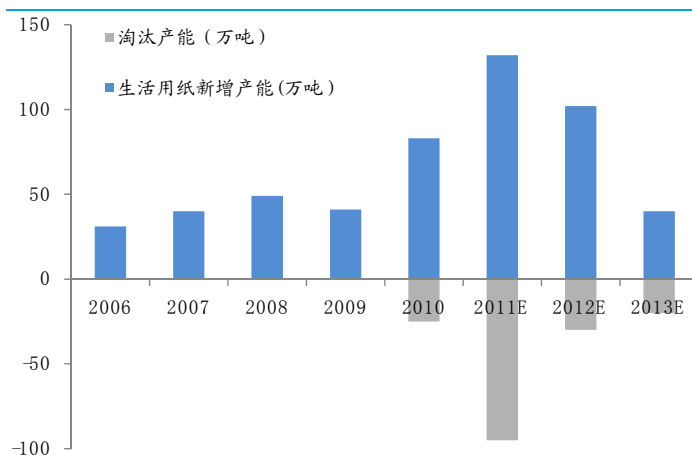
- 生活用纸竞争趋于激烈，但景气可维持高位。虽然生活用纸新增产能较多，市场竞争肯定比前几年激烈，但我们认为行业景气依然会维持相对高位。
- 首先，生活用纸由于体积大，重量轻，存在一定的销售半径区间，一般是 500 公里。由于存在区域市场分割，因此行业竞争可能与直观印象区别较大。而且目前新建的产能较多是在内地城市，属于覆盖性新增产能，这些地区原本基本无全木浆生活用纸生产企业。
- 其次，国内依然存在大量落后生活用纸产能，我们粗略估算规模大概 150-200 万吨。近几年政府加大对落后产能的淘汰，2010 年淘汰近 95 万吨落后生活用纸产能，我们预计“十二五”期间，淘汰仍将继续。综合考虑落后产能淘汰及新建产能，我们预测未来两年生活用纸的开工依然可维持 90% 左右，行业景气很可能维持高位。

图表36：生活用纸开工预测



来源：国金证券研究所

图表37：生活用纸新增产能

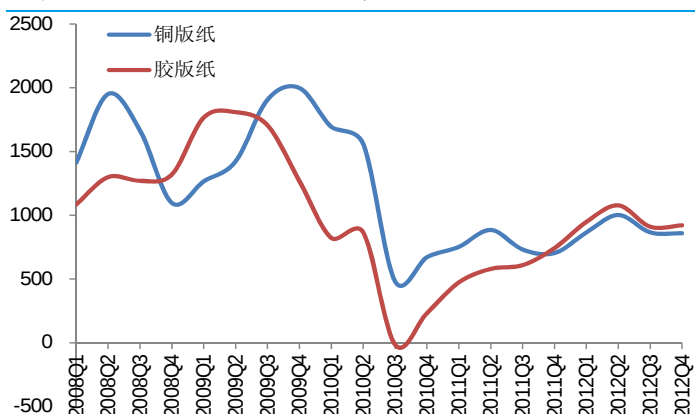


浆、纸价下跌谁受益

浆价下跌生活用纸受益最大

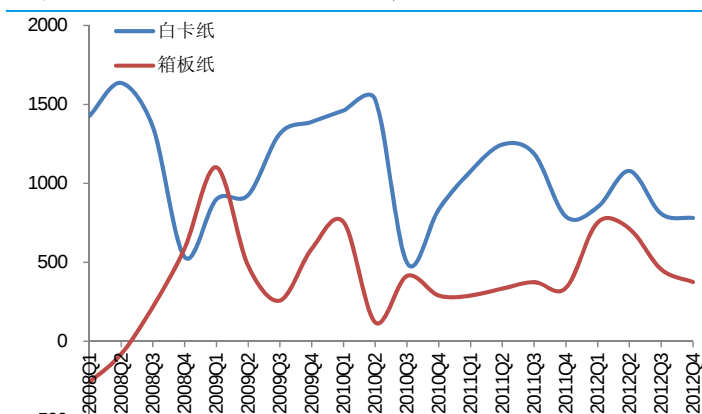
- 从纸张来看，根据吨纸耗浆量测算，木浆价格下跌，各纸种受益程度从高到低依次是生活用纸、全木浆胶版纸、铜版纸、白卡纸。
- 生活用纸是木浆价格下跌的最大受益者。木浆占生活用纸生产成本近60%，全木浆生活用纸吨纸耗浆达1.02-1.05吨，而且生活用纸作为生活必需品，价格具有粘性，产品价格下降的幅度要远低于成本下降幅度，因此我们预计生活用纸毛利率将大幅上升，我们看好生活用纸2012年表现。
- 其它如铜版纸、胶版纸以及白卡纸虽然也是木浆价格受益者，但這些子行业产品价格的决定因素是供求关系，而且价格传导链条短，在行业产能过剩及需求疲软的背景下，成本下降很容易导致产品价格跟随下跌，因此受益程度小。

图表38：文化纸吨纸毛利测算（元/吨）

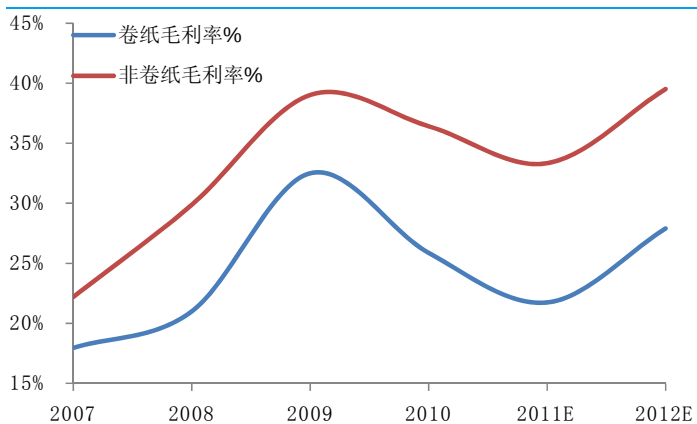


来源：国金证券研究所

图表39：包装纸板吨纸毛利测算（元/吨）

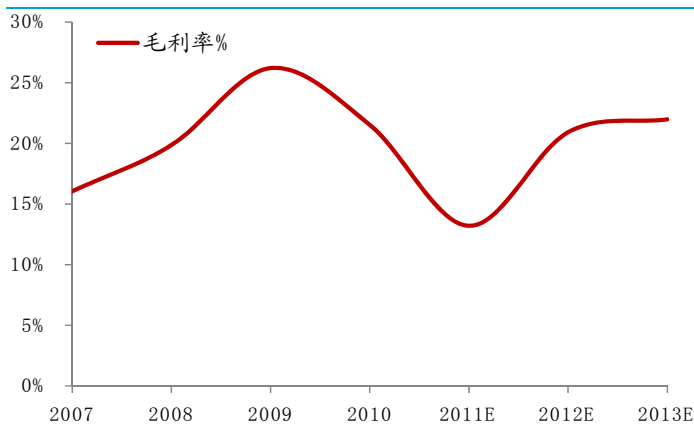


图表40：生活用纸毛利率预测



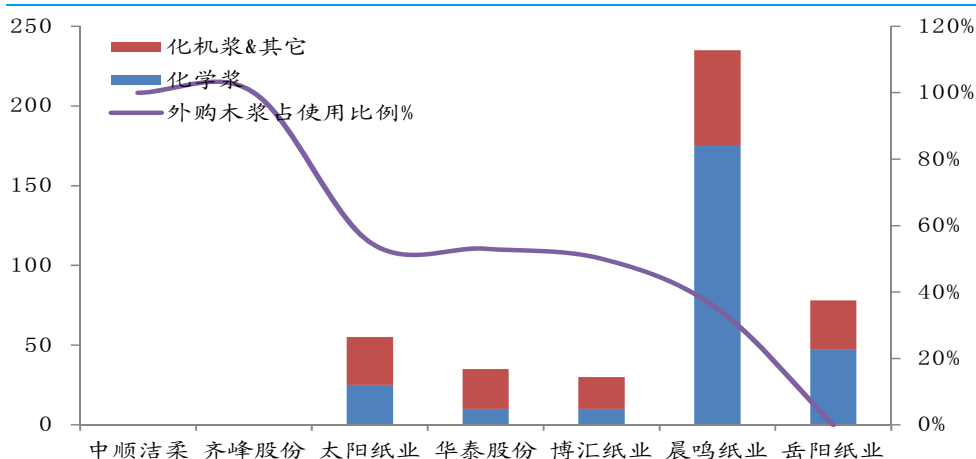
来源：国金证券研究所

图表41：装饰原纸毛利率预测



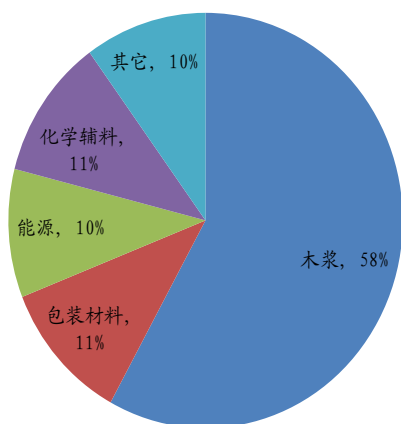
■ 从公司来看，浆价下跌受益者主要是自产浆比例低的企业，如中顺洁柔、齐峰股份等。

图表42：重点公司自制浆产能及外购浆比例（万吨、%）



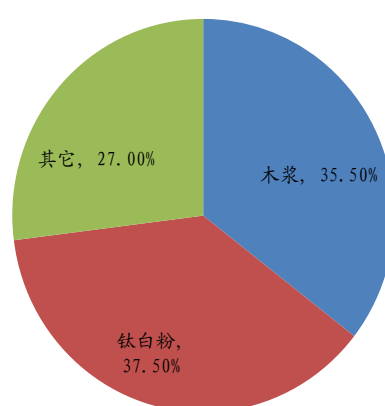
来源：国金证券研究所

图表43：中顺洁柔成本结构



来源：国金证券研究所

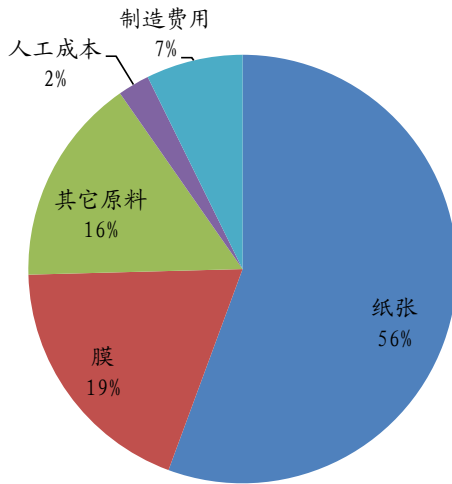
图表44：齐峰股份成本结构



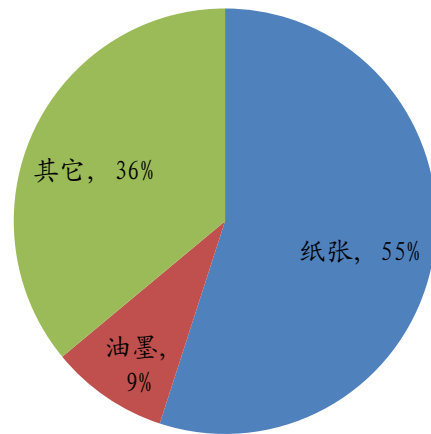
烟草包装、票证印刷受益纸价下跌

- 在纸价下跌的大背景下，我们看好纸张下游的烟草包装业及票证印刷业。一方面这两个行业受经济波动影响较小，需求比较稳定，而且价格波动也较小；其次纸张作为烟草包装及票证印刷最主要的原料成本，占成本 55% 左右，纸价下跌，利好这两大行业。

图表45：烟草包装成本结构



图表46：票证印刷成本结构



来源：国金证券研究所

- 综合来看，在浆价、纸价低位的背景下，我们看好的行业依次是烟草包装业、票证印刷及 IC 卡（东港股份）、生活用纸行业、装饰原纸。其中烟草包装、票证印刷及 IC 卡业（东港股份）是我们认为具有确定性机会的行业及公司。

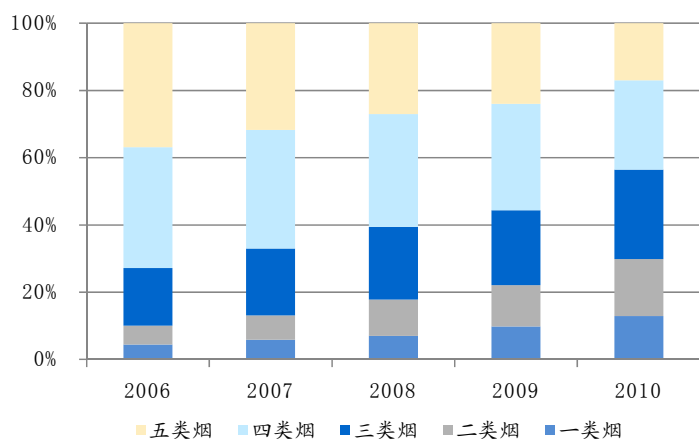
烟草包装业：需求稳定增长，外延扩张是催化剂

产业结构调整推动高档烟标高速增长

- 烟草结构调整包括三方面内容：企业整合、大品牌战略、以及企业产品结构调整。
 - 企业整合。近十年政府一直大力推动烟草企业跨省整合，着力培育重点品牌。2006 年国家烟草专卖局提出培育 10 多个重点骨干企业和 10 多个名优卷烟品牌战略。目前国内烟草企业已从上世纪末的 180 家，整合到现在的 30 家左右，大多数省份都完成了省内联合重组，跨省重组又成了新的趋势。在烟草业“十二五”规划中，明确表示将继续推进卷烟工业企业跨省联合重组。
 - 大品牌战略。国家烟草专卖局 2010 公布了被简称为“532”、“461”的行业品牌发展战略蓝图，即争取用五年或更长一段时间，着力培育 2 个年产量在 500 万箱、3 个 300 万箱、5 个 200 万箱以上的品牌；培育 12 个销售收入超过 400 亿元的品牌，其中 6 个超过 600 亿元、1 个超过 1000 亿元，强烈推动品牌做大做强，优化卷烟产品结构，推动烟草产业结构优化升级。
 - 减害降焦&限产不限税政策，推动企业产品结构调整。2010 年底国家烟草专卖局规定自 2011 年 1 月 1 日起，不得生产与进口烟盒标焦油量在 12 毫克/支以上的卷烟产品，否则将被判定为不合格产品。本次调整，是自 2009 年国家烟草专卖局限定烟盒标焦油量在 13 毫克/支后，再一次降低卷烟盒标焦油最高限量。据统计，虽然低焦油卷烟在国内市场的发展速度很快，但就我国卷烟市场整体来看，2009 年低焦油卷烟 57 万箱的销量仅占全国卷烟销售总量的 1.26%，120 亿元的销售收入仅占全国卷烟销售收入的 1.64%，低焦油卷烟还未成为卷烟市场的“主流”，因此后市空间非常大。

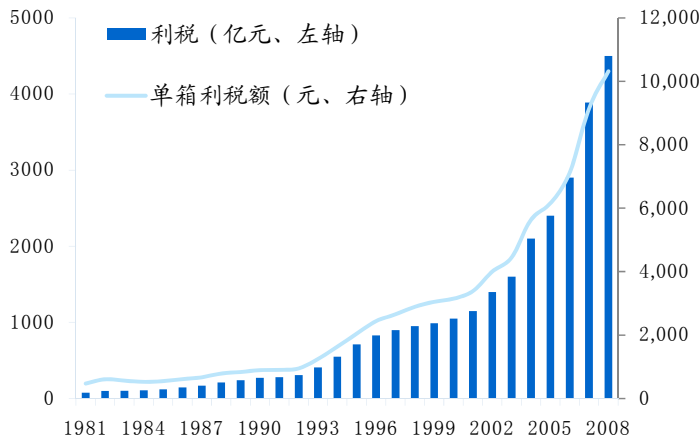
- 限产不限税政策，指烟草总局限制各大烟厂卷烟产量，但对税收不限额。目前我国烟草税收总额为 5000 亿元左右，而政府的目标是达到 10000 亿元左右，因此减害降焦&限产不限税政策一方面从政策要求企业减少低档烟产量，另一方面，对企业来说，在控量的背景下，企业增收唯有加大调整产品结构，增加中高档卷烟的产量。
- 我们认为烟草产业结构调整有望推动国内中高档卷烟以 8%-10%速度增长，远高于卷烟总量增速。劲嘉股份、上海绿新所产烟标产品主要用于高档卷烟市场，将显著受益行业高增长。

图表47：卷烟产量结构变化



来源：国金证券研究所

图表48：卷烟结构调整-单箱利税额变化



图表49：烟草包装真空镀铝纸消费量预测

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
卷烟产量 (万箱)	3857.9	4044.2	4251.4	4411.8	4548.6	4821.5	4999.9	5149.9	5304.4	5463.5	5627.4
YOY%		4.8%	5.1%	3.8%	3.1%	6.0%	3.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
前三类卷烟产量 (万箱)	898.9	1099.2	1394.5	1738.2	2019.6	2719.3	2999.9	3244.4	3500.9	3769.8	4051.7
YOY%		22.3%	26.9%	24.7%	16.2%	34.6%	10.3%	8.1%	7.9%	7.7%	7.5%
前三类占比	23.3%	27.2%	32.8%	39.4%	44.4%	56.4%	60.0%	63.0%	66.0%	69.0%	72.0%
每万大箱硬盒小包耗纸量 (吨)	157.0	157.0	157.0	157.0	157.0	157.0	157.0	157.0	157.0	157.0	157.0
每万大箱软盒小包耗纸量 (吨)	66.0	66.0	66.0	66.0	66.0	66.0	66.0	66.0	66.0	66.0	66.0
硬盒包装占比	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
每万箱条盒耗纸量	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5
前三类卷烟包装耗纸量 (万吨)	17.7	21.7	27.5	34.3	39.8	53.6	59.2	64.0	69.0	74.3	79.9
烟草真空镀铝纸消费量 (万吨)	19.1	21.7	24.8	28.1	32.9	38.0	45.0	50.3	56.0	62.2	68.9
YOY%		13.5%	14.2%	13.4%	17.0%	15.5%	11.9%	11.8%	11.4%	11.0%	10.7%

来源：国金证券研究所

烟标行业格局分散，整合空间大

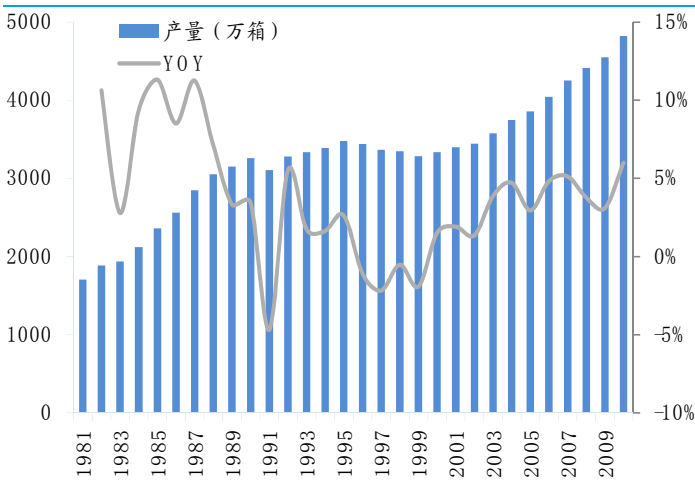
- 2008 年初国家烟草专卖局要求：烟草行业多元化投资经营要“严控总量、盘活存量、加强管理、提高效益”。具体而言，省级以下烟草公司原则上不进行新的多元化项目的投资。通过关停并转、整合重组多元化企业，剥离不良资产，保值增值。2008 年 4 月，国家烟草专卖局又发文要求全面剥离和主业密切相关度低的企业。
- 烟标行业分散，具备较大整合空间。目前国内烟标包装行业非常分散，大部分行业市场份额被小企业以及卷烟厂下属的包装印刷企业所占据。我们认为未来卷烟企业将从包装印刷领域逐步退出，这将给烟标龙头企业提供整合行业的历史机遇。
- 高护城河，先发企业优势明显。烟标生产企业除了必须满足下游烟草企业“高质量、大批量”的要求外，行业“人脉”及与烟草企业的关系是企业能否拿到订单的核心关键因素，因此行业具有较高的护城河，外部企业很

难进入该行业，企业先发优势明显。因此，我们预计行业整合者只会由现有龙头企业担当，劲嘉机会、上海绿新在各自领域机会较大。

需求稳定& 受益成本下降

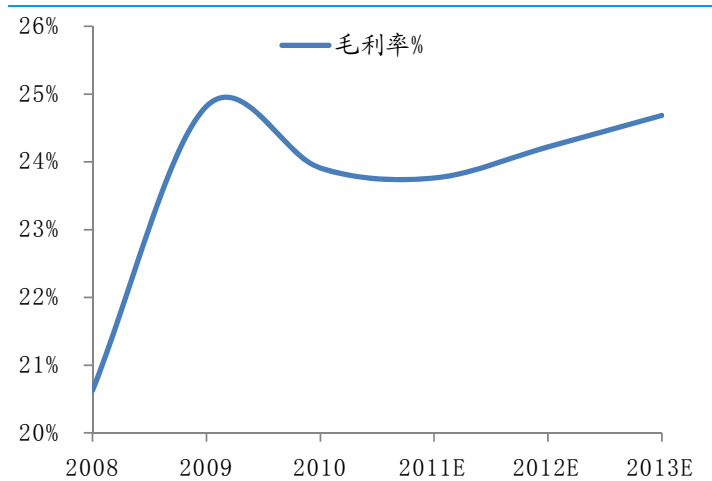
- 烟草业需求稳定，受经济波动影响小。最近几年我国烟草产量增速基本保持 4% 左右，非常稳定。虽然我国于 2006 年 1 月实施《烟草控制框架公约》，但近五年我国卷烟产量不降反增，2010 年卷烟产量达到 4820 万箱，较 2006 增长 19%。烟草作为政府的纳税大户，已形成比较强势的利益共同体，在政府内部拥有较强的话语权，因此我们预计短期内国内烟草产量仍有望维持 3% 左右速度增长。
- 成本下降，毛利率将有所提升。烟草包装的原料主要是烟用白卡纸，以上海绿新为例，烟用白卡纸占其真空镀铝纸成本近 60%。根据我们前面分析，由于下游需求疲软，目前烟用白卡纸较高点已下跌 7% 左右，而且我们预计由于 2012 年新增产能较多，白卡纸弱势可能将延续至 2013 年，烟草包装业的毛利率将持续改善。

图表50：中国卷烟产量



来源：国金证券研究所

图表51：真空镀铝纸毛利率预测



金融 IC 卡前景光明

EMV 迁移带来金融 IC 卡需求未来爆发式增长

- 银行卡从磁条卡升级为金融 IC 卡，即 EMV 迁移，已成为全球趋势。EMV 卡自身所具有的高安全性、多应用性等特征，以及国际银行卡组织强有力的推动是最主要的动力。
- 金融 IC 卡可以有效防范金融犯罪：银行卡犯罪日益增多，关键原因在于磁条卡资料易盗取、复制；而金融 IC 卡增加了读写保护和数据加密保护，并且在使用保护上采取个人密码、卡与读写器双向认证，使得复制与伪造变得困难，安全性大大提高。
- 金融 IC 卡可以支持支付业务创新：相比磁条卡需要联机操作，金融 IC 卡可以脱机操作，交易通信费用大大降低；同时，金融 IC 卡多功能扩展空间大，可与手机支付、网络支付、机顶盒等创新业务相结合，完善创新支付应用。
- 国际银行卡组织强有力推动加速了 EMV 迁移：国际银行卡组织坚定不移推行 EMV 迁移，一是为了有效降低整个行业的风险、维护银行卡的安全支付；另则是为进一步提高银行卡在世界范围内的通用性，巩固其在国际支付领域内的权威地位，防止其他机构向支付行业渗透。

图表52：磁卡和IC卡的性能比较

性能	磁卡	IC卡
存储量	几百字节	1M字节
安全加密	顺序和机械式读取技术，被动存储	随机读取技术，内部数据可进行读写擦除控制，但需要密码
防伪造	容易伪造	逻辑加密集成电路，伪造率几乎为零
网络依赖	强，操作需要保证终端和主机之间的实时性	弱，终端可独立完成所有操作
使用寿命	几千次	十万次
数据保存	几年	100年
抗干扰	防磁防水抗静电较差	防磁防水抗静电较强
当前成本	1元	15元左右
应用扩展	无	一卡多用，多领域扩展兼容交通卡、行业卡等

来源：国金证券研究所整理

- 国际银行卡组织和中国央行纷纷制定明确的 EMV 迁移时间表，目前全球已经实施或计划实施 EMV 迁移的国家和地区超过 30 个，发行符合 EMV 标准的金融 IC 卡近 2 亿张。
- 我国 EMV 迁移在中国人民银行的统一部署下稳步推进，已被《国家金卡工程全国 IC 卡应用(2008-2013 年)发展规划》列为主要任务和发展重点。目前，国内各家商业银行都制订了各自的 EMV 迁移时间表，其中工行进展最快，已完成收单、发卡等基础设施改造。

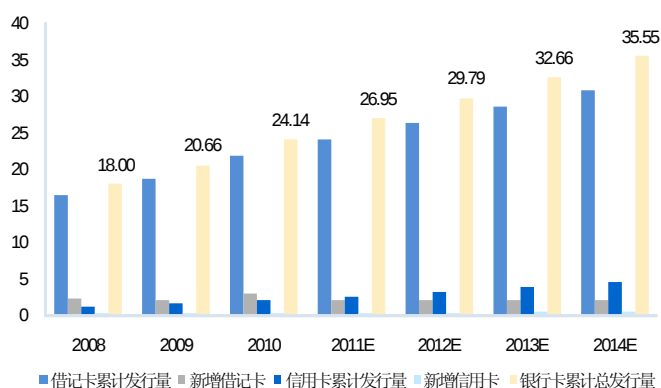
图表53：央行提出的国内 EMV 迁移时间表

类别	时间	目标
银行卡迁移	2011年7月起	工、农、建、中、交和招行、邮政储蓄银行为主的国有商业银行全面开始发行IC卡
	2013年1月起	全国性商业银行全面发行金融IC卡
	2015年1月起	所有经济发达地区和重点合作行业领域，商业银行发行的、以人民币为结算账户的银行卡须为金融IC卡
终端	2010年7月起	新投放的POS和ATM终端应具备金融IC卡受理功能
	2011年起	直联存量POS完成受理IC卡功能改造
	2012年起	间接存量POS完成受理IC卡功能改造
	2013年起	ATM机和非现金自助终端完成受理IC卡功能改造
试点计划	2012年起	上海、重庆、深圳等13个首批重点试点城市完成试点
	2013年起	天津、哈尔滨、厦门等30个扩大试点城市完成试点

来源：国金证券研究所整理

- 我国即将全面展开 EMV 迁移，未来 5 年我国金融 IC 卡市场将呈现爆发式增长。预计到 2014 年我国金融 IC 卡年出货量将达到 3.35 亿张，年复合增长 76%；年销售额将达到 35 亿元，年复合增长 56%。
- 首先银行卡总发行量将稳定增长：据中国人民银行的统计，截至 2010 年末，全国累计发行银行卡 24 亿张，近几年发卡量同比增速均在 16%左右，未来随着银行卡普及率的提升，银行卡发行量还将持续稳定增长，预计到 2014 年银行卡累计发行量将达到 35.5 亿张，年发行量复合增长 10%，其中借记卡累计发行 30.8 亿张，年发行量复合增长 9%；信用卡累计发行 4.7 亿张，年发行量复合增长 19.6%。
- 其次金融 IC 卡的渗透率将加速提升：目前我国金融 IC 卡的渗透率还很低，不到 1.5%，未来随着我国 EMV 迁移全面展开，金融 IC 卡的渗透率将加速提升，预计至 2014 年我国金融 IC 卡的渗透率有望超过 20%，其中借记卡的 EMV 渗透将达到 20%，信用卡的 EMV 渗透率将达到 30%。
- 最后金融 IC 卡销售额年复合增长可达 56%：预计至 2014 年我国金融 IC 卡年出货量将达到 3.35 亿张，年复合增长 76%；假设金融 IC 卡价格每年下降 11.3%，按这种速度，至 2014 年金融 IC 卡年销售额将达到 35 亿元，年复合增长 56%。

图表54：我国银行卡发行量预测（亿张）



来源：国金证券研究所

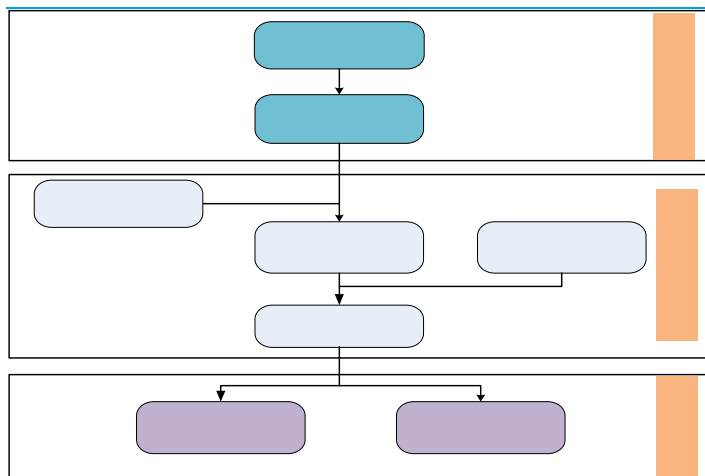
图表55：我国金融IC卡出货量预测（亿张）

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
EMV替换借记卡		0.66	0.55	0.98	2.18
EMV新增借记卡		0.12	0.23	0.45	0.65
EMV替换信用卡		0.11	0.11	0.23	0.23
EMV新增信用卡		0.05	0.11	0.19	0.29
金融IC卡出货量	0.35	0.59	1.00	1.85	3.35
累计出货量	0.35	0.94	1.94	3.79	7.14
渗透率	1.45%	3.47%	6.50%	11.59%	20.08%
IC卡价格（元/张）	17.00	15.08	13.38	11.87	10.53
金融IC卡市场规模	5.95	8.83	13.39	21.95	35.32

社会保障卡金融化进程加快

- 2011年8月30日，人社部联合央行发布了《关于社会保障卡加载金融功能的通知》，要求统一在社保卡上加载金融功能。
 - 社会保障卡加载金融功能主要通过和社会保障卡上加载银行业务应用实现。加载金融功能后的社会保障卡，作为持卡人享有社会保障和公共就业服务权益的电子凭证，具有信息记录、信息查询、业务办理等社会保障卡基本功能的同时，可作为银行卡使用，具有现金存取、转账、消费等金融功能。
 - 通知规定 2011年至2012年为试点阶段，2013年起开始全面推广，所有地区新发卡均采用单一芯片卡。单一芯片卡全面推广后，对于已处于使用中的复合卡，采用自然淘汰的方式进行更换。
- 社保金融卡发行进程加快将使整个社保金融卡产业链受益，在央行与社保部门的联合推动下将有效克服之前由金融系统单一主导的 EMV 迁移进程缓慢的局面。
- 社保金融 IC 卡产业链可以分为芯片开发、IC 卡制造和 IC 卡应用三大环节。芯片开发包括芯片设计、制造和封测；IC 卡制造包括 COS 软件开发、模块封装、卡基制造、IC 卡封装；IC 卡应用包括读取机具、系统集成、运营商。

图表56：社保金融IC卡产业链



来源：国金证券研究所

图表57：社保金融卡产业链各环节主要公司

芯片制造	设计	大唐微电子、中电华大、上海华虹、复旦微电子、国民技术、同方微电子（晶源电子）
	封测	华虹 NEC、通富微电、长电科技
IC卡制造	COS	东信和平、恒宝股份、天喻信息、中电华大、大唐微电子、复旦微电子、握奇数据、上海柯斯、中钞信用卡、捷德万达、同方股份、达华智能等
	模块及卡	东信和平、恒宝股份、天喻信息、航天金卡、易联众、金雅拓、握奇数据、中钞信用卡、上海柯斯、捷德万达、德生科技、华大智宝、北京华大电子、东港股份
IC卡应用	POS机	新国都、证通电子、百富环球、福建联迪、新大陆、南天信息
	系统集成	易联众、东软集团、四川久远银海、广州华南资讯

图表58：金融社保卡市场容量预测

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
存量卡（亿张）	1.9	3.12	4.34	5.56	6.78	8
年新增社保卡（亿张）		1.22	1.22	1.22	1.22	1.22
年新增金融社保卡		0.244	0.244	1.605	1.605	1.605
金融社保卡累计		0.244	0.488	2.093	3.698	5.304
单张金融社保卡价格（元/吨）		22	21	20	19	18
金融社保卡市场总额（亿元）		5.37	10.25	41.86	70.27	95.46
市场容量增速%			90.9%	308.5%	67.9%	35.9%

来源：国金证券研究所

选股策略及重点公司业绩预测

- 我们预计 2012 年浆价、纸价将维持低位，在此背景下，市场机会主要来自受益于原料成本下跌，且下游需求稳定、受经济波动影响小，价格稳定或具有粘性的行业及公司。我们看好：1）烟草包装业的劲嘉股份、上海绿新；2）票证印刷及金融 IC 卡业的东港股份；3）生活用纸行业的中顺洁柔以及装饰原纸行业的齐峰股份。

图表59：公司盈利预测及投资评级

股票代码	股票名称	EPS			PE			股价 (11.11.25)	投资评级
		2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E		
002117	东港股份	0.71	0.95	1.15	27.0	20.2	16.7	19.15	买入
002191	劲嘉股份	0.54	0.68	0.83	18.8	14.9	12.2	10.15	买入
002565	上海绿新	0.65	1.01	1.26	27.7	17.8	14.3	18.02	买入
002511	中顺洁柔	0.51	1.16	1.68	50.3	22.1	15.3	25.63	买入
002521	齐峰股份	0.34	1.11	1.31	53.3	16.3	13.8	18.11	买入
002571	德力股份	0.68	1.35	1.85	37.9	19.1	13.9	25.74	买入
002572	索菲亚	1.3	1.86	2.44	30.7	21.4	16.3	39.87	买入
300043	星辉车模	0.56	0.83	1.08	31.9	21.5	16.5	17.85	买入

来源：国金证券研究所

重点公司介绍

东港股份：转型初见成效，金融服务商雏形已现

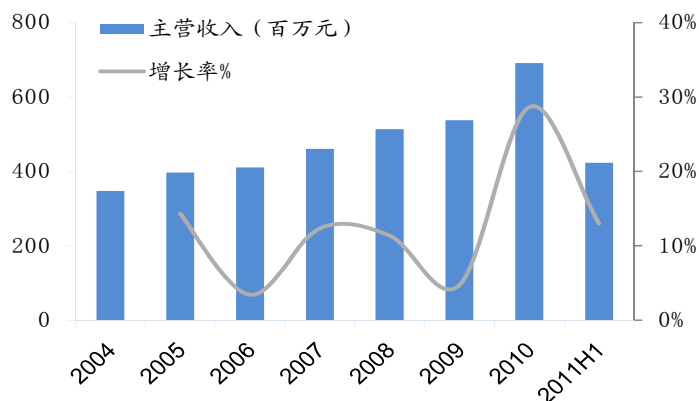
- 公司上市伊始以商业票据印刷为主要业务，涵盖金融票据、财税票据，福利彩票、办公用纸加工等领域。因传统票据印刷增长缓慢，最近几年公司一直在转型，积极开发新业务领域，寻找新的增长点。2007-2010 年期间重点开拓了数字印刷和智能标签业务，2010 年通过增发又新增了银行 IC 卡和个性化彩印业务。
- 目前公司已初步搭建了以传统票据印刷为核心业务，以数据产品、智能标签及银行卡等新兴业务为补充的业务结构。公司已从传统的普通印刷商转型成为综合一体化的金融服务商，可为客户提供更全面的产品解决方案和多项增值服务。

图表60：金融服务商是公司发展目标

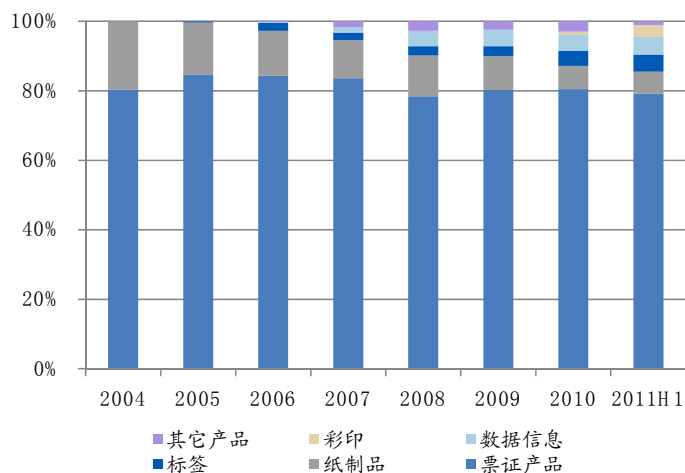


来源：国金证券研究所

图表61：公司营业收入及增速

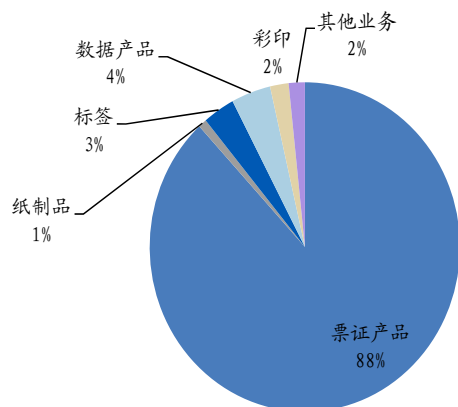


图表62：公司收入结构



来源：国金证券研究所

图表63：公司营业利润结构



■ 传统业务稳定增长，受益成本下降。

- 公司是国内最大的票据印刷企业，产能全国布局，票据印刷占公司总收入 8 成。票据印刷下游主要是政府部门及金融企业，受经济波动影响小，需求稳定增长，同时行业门槛较高，客户对产品价格不敏感。
- 直邮、标签业务渐入佳境：与美国相比，我国直邮函件数量很低，直邮作为较好的宣传方式，未来我国直邮业务发展空间巨大。随着电信、邮政、银行、保险等行业的服务水平与国际接轨，账单打印、广告函件等直邮业务增长可维持 20% 以上。RFID 技术可替代条形码等传统的标签，可大幅提高管理效率，降低成本，我们认为随着 RFID 生产成本的降低，需求有望进入爆发式增长期。

■ 新业务：银行 IC 卡业务空间广阔。

- 2010 年东港股份通过增发成为银行卡制造商，从事银行卡制造、印刷及个性化服务。我们看好公司银行卡业务发展前景，公司与银行合作多年，与多家银行保持良好的合作关系，同时公司可经常接触到银行客户一些核心数据，银行也倾向于将金融服务外包给同一家企业。因此公司具有的渠道优势，可使公司迅速切入市场，成为未来银行卡市场主要制造商之一。
- 公司银行卡业务有望于 2012 年贡献业绩。公司于 2011 年 9 月 24 日公司获得银联资质认证，VISA、MASTER 资质认证也在积极申请

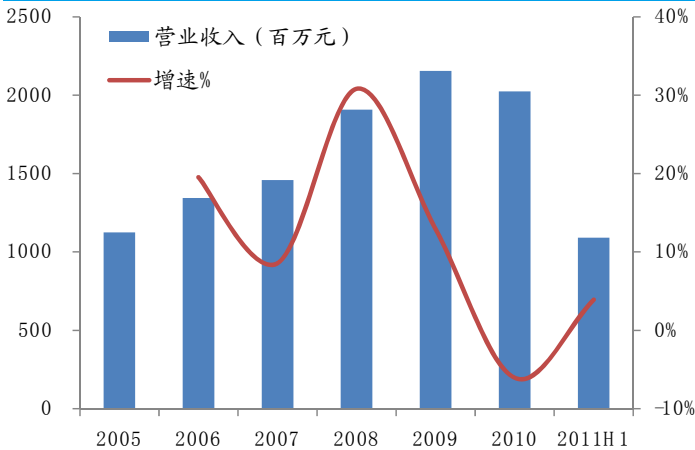
中。公司银行卡项目一期总产能 1.3 亿张，其中 1.2 亿磁条卡、0.1 亿 IC 卡，预计年底正式投产。

- 我们认为金融 IC 卡行业的快速发展有望给公司带来历史机遇，公司新业务的发展也有望带来较大的业绩弹性。

劲嘉股份：龙头再出发

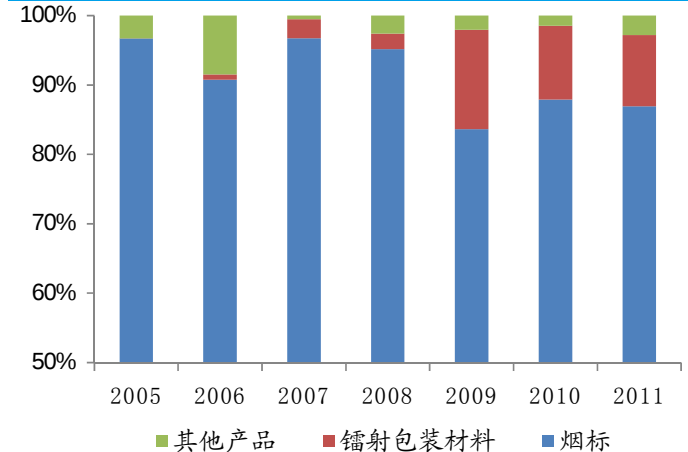
- 公司从事烟标印刷行业经营 10 多年，是烟标印刷行业内的龙头企业，其客户已覆盖 16 家中烟公司的 13 家，与多家烟草企业建立了良好的合作关系，具有市场领先优势。公司的目标客户在烟草中属于中高档，毛利率较高。

图表64：公司营业收入



来源：国金证券研究所

图表65：公司收入结构

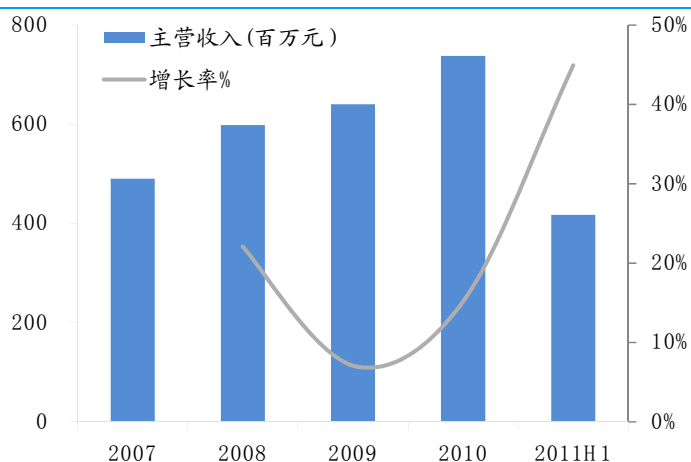


- 烟草行业整合，烟标企业机遇显现。在国家整合烟草行业和三产剥离的背景下，烟标印刷企业并购的机会大大增加。我们预计烟标印刷行业并购行为在未来 2 年将逐渐增多。公司在行业中的竞争优势使我们有理由相信在未来的行业市场份额争夺中能够获得更多的机会。
- 国内烟标包装行业非常分散，大部分行业市场份额被小企业以及卷烟厂下属的包装印刷企业所占据。烟草行业的变革，将使得行业集中度的提升，规模较小的烟标企业很可能大量退出市场。
- 行业龙头，先发企业优势明显。烟标生产企业除了必须满足下游烟草企业“高质量、大批量”的要求外，行业“人脉”及与烟草企业的关系是企业能否拿到订单的核心关键因素，因此行业具有较高的护城河。公司作为烟标行业龙头，拥有较好的先发优势，预计将在行业并购占据先机。

上海绿新：真空镀铝纸龙头

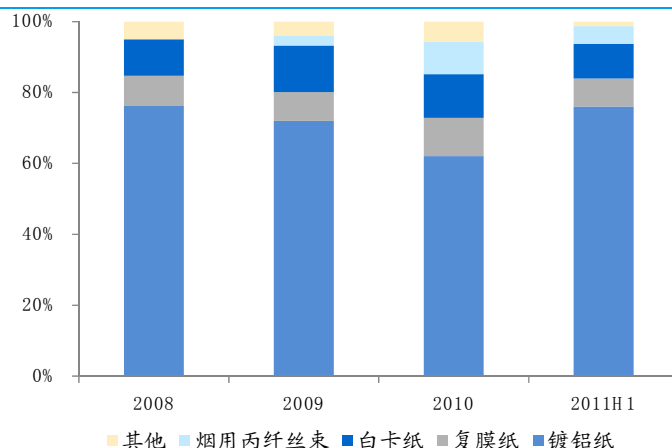
- 公司主营生产真空镀铝纸，属于包装印刷产业链上的一环。公司产品包括真空镀铝纸、覆膜纸、白卡纸和烟用丙纤丝束四大类。
- 公司目前拥有 6 家控股子公司和一家联营公司，相继在广东深圳、湖北荆州、安徽蚌埠、云南玉溪等地投资建设生产基地，实现跨区域生产和销售。
- 公司客户多为知名企业，包括上海烟草、安徽中烟、浙江中烟、江苏中烟、湖北中烟、云南中烟等，优质客户资源的不断积累、产品领域的不断拓宽为公司的长远发展提供有力的市场保障。

图表66：公司主营业务收入



来源：国金证券研究所

图表67：公司收入结构



- 真空镀铝纸由于性能较好、外形美观、易于印刷，且具有成本优势，正逐步替代传统的铝箔复合纸、复膜纸，被广泛应用在烟草、酒类及日化包装，其中烟草约占85%以上。
- 公司是真空镀铝纸龙头，受益行业快速发展。公司现有真空镀铝纸规模4万吨，市场份额约9%。受益于国内高档烟标需求的高速增长，2011年公司订单充足，产能已难以满足市场需求。
- 外延增长预期强烈。公司募投项目预计2013年才会释放，在此之前，公司有望借烟草业整合之风，通过收购兼并方式扩张，以满足订单快速增长的需求。而且公司拥有成功的资本运作经验，曾有过多次成功的兼并收购案例。
- 公司未来发展方向是烟包材料一体化供应商。我们认为公司拥有优质客户资源、先进的研发技术、人才、市场区位优势，公司有望凭借多年行业经验，和下游客户间形成稳定密切的合作关系，向烟包材料的其它领域快速扩张，我们看好公司的长期发展前景。
- 公司未来有可能通过收购方式进军封口花、水松原纸市场。据了解，封口花、水松原纸行业毛利率达60%，有望提高公司综合毛利率。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B