

## 大陆与香港 — 消息快报

### 万顺股份第三季度营业收入和净利润同比增速均超过 40%

倪晓曼

万顺股份(300057.SZ/人民币 8.35, 买入)公布三季报, 符合我们的预期。公司 7-9 月实现营业收入 1.59 亿元, 同比增长 40.82%; 实现净利润 1,794 万元, 同比增长 43.35%; 每股收益 0.04 元。公司 1-9 月份实现营业收入 4.21 亿元, 同比下降 5.08%; 实现净利润 5,182 万元, 同比增长 1.17%; 每股收益 0.30 元。

图表 1. 2011 年三季报业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年 7-9 月	2011 年 7-9 月 7-9 月	同比 变动(%)	2010 年 1-9 月	2011 年 1-9 月	同比 变动(%)
营业收入	113.2	159.4	40.8	443.5	420.9	(5.1)
营业成本	86.2	126.8	47.1	339.5	328.0	(3.4)
毛利润	27.0	32.6	20.7	104.0	92.9	(10.6)
营业税及附加	0.5	0.9	88.5	2.9	2.5	(15.7)
销售费用	4.9	5.5	11.2	20.3	19.2	(5.6)
管理费用	8.5	7.5	(12.2)	21.1	20.6	(2.0)
财务费用	(0.9)	(2.1)	125.5	(0.5)	(6.7)	1,326.6
资产减值	(0.3)	0.3	(182.3)	1.7	(0.1)	(105.4)
营业利润	14.4	20.6	43.2	58.4	57.4	(1.6)
营业外收入	0.2	0.3	59.5	1.7	3.4	104.2
营业外支出	0.0	0.0		0.0	0.0	
税前利润	14.5	20.8	43.4	60.0	60.8	1.3
所得税	2.0	2.9	44.0	8.8	9.0	2.1
少数股东损益	0.0	0.0		0.0	0.0	
归属于母公司的净利润	12.5	17.9	43.4	51.2	51.8	1.2
主要比率 (%)						
毛利率	23.9	20.4		23.4	22.1	
经营利润率	12.7	12.9		13.2	13.6	
净利率	11.1	11.3		11.5	12.3	

资料来源: 公司数据

**包装材料业务重返增长轨道。**2011 年上半年, 公司为确保现有资源的合理使用, 积极推进产品结构调整, 逐步淘汰毛利低、环保差的产品或订单、拓展高端市场。受前期产品结构调整影响, 公司前三季度订单总量有所减少, 营业总收入同比略有下降。

在经历了上半年订单减少的低迷后, 公司产品结构调整的成果在第三季度已初步显现, 订单总量逐步恢复, 第三季度营业收入同比和环比均有较大增幅。随着第四季度传统生产旺季的到来, 下游烟酒生产厂家将会大量备货, 公司汕头生产基地的新建产能也将逐渐释放, 我们预计公司第四季度业绩同比和环比将继续保持高速增长。

\*姚万里为本报告重要贡献者

**铝箔业务收购完成进入倒计时。**本次重大资产购买交易对手方的审核程序已全部履行完毕，公司正在履行证监会、商务主管部门的核准程序。公司于9月21日发布公告，中国证监会已经对公司提交的《汕头万顺包装材料股份有限公司重大资产重组核准》行政许可申请予以受理。我们预计公司有望在2011年内完成此次收购的所有程序，成为创业板第一个完成重大资产重组的上市公司，但尚存一定的不确定性。

根据交易双方签署的协议，“标的资产在过渡期间内，净资产增加的部分均由万顺股份享有”。因此在收购完成后，铝箔业务将很可能在2011年实现全年并表。在扣除25%的少数股东损益后，我们预计铝箔业务将有望为公司在2011年和2012年贡献净利润1.1亿元和1.5亿元。

**ITO 导电膜生产设备初步验收完成。**公司近期已于德国设备供应商处完成了对生产设备的初步验收工作，目前设备正在由海路运回汕头生产基地的途中。如果进展顺利，待设备安装完成和样品通过下游客户的认证后，ITO 导电膜项目将有望从2012年上半年开始为公司贡献业绩。

**盈利预测。**公司打造以中高档包装材料为基础，以铝箔包装、导电膜为增长点的战略发展方向已确定，将在以后逐步发挥效益，带动公司快速、良性地向前发展。假设公司铝箔业务在2011年能完成收购，并实现全年并表，我们维持公司2011-2013年每股收益预测为0.545元、0.768元和0.931元，对应市盈率分别为15.3倍、10.9倍和9.0倍。基于2012年22倍的市盈率，维持目标价17.00元，维持**买入**评级。

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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