

技改投入加大，产能扩张加快

买入首次
目标价格：20.4 元

投资要点：

- 三季度盈利增长稳定，表现符合市场预期。
- 生产线技改投入加大，预计很快贡献产能。
- 拟增发项目市场前景广阔，提高公司的盈利能力。

报告摘要：

- **三季度盈利增长稳定，表现符合市场预期。**公司 2011 年第三季度内实现营业收入 2.60 亿元，比上年同期增长 26.74%，归属于上市公司股东的净利润为 3649.16 万元，比上年同期增长 62.92%；公司 1—9 月实现营业收入 7.34 亿元，比上年同期增长 24.57%，实现净利润 9852.64 万元，比上年同期增长 30.07%，销售收入增长带来盈利增加。公司 1—9 月的 EPS 为 0.51 元，增长 30.77%。预计公司全年的净利润增长小于 50%，随着公司加强市场的开拓，第四季度的销售情况预计比较稳定，全年净利润的增长将保持在 10%-40%。
- **生产线技改投入加大，预计很快贡献产能。**公司前三季度的在建工程 6800 万，比上年同期增长 170.38%，比中报也增加了 900 万，主要是电解纸和其他特种纸产品生产线技术改造项目，预计这些项目四季度或者明年就能够完成，到时候将大大提高公司的产能。目前公司的管理费用也因为技术研发增长等原因，比上年同期增长了 39.32%。公司的研发和生产能力不断增强，保证未来盈利快速增长。
- **盈利预测和估值。**根据我们的业绩估值模型，预测公司 2011-2013 年公司的 EPS 分别为 0.69 元、1.02 元、1.28 元，按 10 月 27 日的公司收盘价为 13.72 元计算，对应的市盈率分别为 19.77 倍、13.51 倍、10.73 倍，按 2012 年 20 倍市盈率估值，未来 6 个月的目标价格为 20.4 元，首次给予“买入”评级。

主要经营指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万）	820	983	1471	1838
增长率（%）	44.1	19.9	49.6	24.9
归属母公司股东的净利润（百万）	106	135	198	249
增长 rate (%)	50.1	28.8	46.3	25.9
每股收益-摊薄	0.54	0.69	1.02	1.28
市盈率	25.41	19.77	13.51	10.73

中小市值上市公司研究组

造纸及纸制品行业

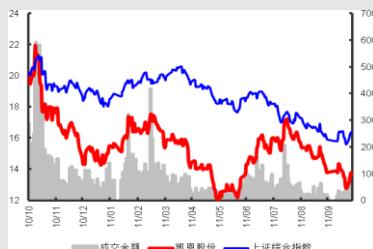
分析师：

王凤华 (S1180511010001)

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

市场表现



数据来源：Wind

公司 2011 三季报数据

基本每股收益	0.51
摊薄每股收益	0.51
净资产收益率	7.29%
总股本 (百万)	195
流通股 (百万)	195
流通股市值 (百万)	2675.4
10 月 27 日收盘价 (元)	13.72

数据来源：Wind

拟增发项目市场前景广，盈利好，巩固公司的优势地位

根据公司的增发公告，募集资金约 84%用于特种纸业务方面的技改，另外 16%用于锂离子动力电池生产，具体项目包括：

(1) 年产 1.1 万吨电气用纸生产线技术改造项目。对公司原有电气用纸生产线进行全面技术改造，规划投产后电解电容器纸产能为 5000 吨/年，电缆纸产能达到 6000 吨/年。预计项目完全达产后，正常年份可实现年销售收入 31500 万元，年利润总额 6767 万元。

从市场来看，预计全球铝电解电容器行业在 2010-2012 年市场规模将保持 5-9%的增长速度，2012 年将达到约 58 亿美元，必将带动下游产业电解电容器纸的快速发展。另外目前我国的电缆制造行业也处于快速扩张阶段，对原材料电缆纸的需求也加快增长。

(2) 年产 1.4 万吨滤纸系列特种纸技术改造项目。达产后将实现年产茶叶和咖啡滤纸 2000 吨，吸尘器滤纸 300 吨，无纺壁纸、高透成型纸 9000 吨。项目完全达产后，正常年份预计可实现年销售收入 38800 万元，年利润总额 8326 万元。

目前这些特种滤纸在国外的市场需求非常大并逐年增加，但是在中国市场才刚起步，随着消费水平的提高，装修用壁纸和茶叶咖啡滤纸、吸尘器滤纸等消费需求也将不断增加。公司在这些产品的生产和销售方面具有较强竞争力，能够稳定的扩大市场份额。

(3) 车用锂离子动力电池新建项目。预计项目达产后将达到年产 50 万套车用锂离子动力电池产能。主要用于电动工具、电动自行车和电动摩托车，未来可应用于新能源汽车电源领域。预计项目达产后可实现年销售收入 27000 万元，年利润总额 3987 万元。

我们认为公司通过特种纸生产线的技术改造，可以解决以前生产上的产能瓶颈和设备工艺制约等问题，进一步做大做强电解电容器纸产品和滤纸系列产品，扩大特种纸市场占有份额，巩固公司的龙头地位。

车用锂离子电池项目主要是利用公司在镍氢动力电池领域的经验和在锂离子动力电池的技术储备，快速切入锂离子动力电池领域。锂离子动力电池是二次电池和新能源汽车发展的重要方向，具有广阔的发展前景，而在目前重视节能减排和清洁能源的大环境下，锂离子电池市场更是迎来难得的发展时机。项目达产后能够帮助公司优化产品结构，扩展业务范围，成为公司新的盈利增长点。

利润表

项目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	项目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	820	983	1,471	1,838	货币资金	192	246	368	460
减：营业成本	546	659	990	1,231	应收票据	22	20	29	37
营业税金及附加	5	6	9	11	应收账款	286	295	441	551
销售费用	35	49	66	83	预付账款	19	20	29	37
管理费用	75	105	162	202	其他应收款	21	28	41	51
财务费用	27	8	13	18	存货	470	560	841	1,047
资产减值损失	0	0	0	0	其他流动资产	0	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0	流动资产合计	1,009	1,167	1,751	2,183
二、营业利润	121	156	231	293	长期股权投资	6	6	6	6
加：营业外收支净额	0	6	5	5	固定资产	58	54	143	320
三、利润总额	126	162	236	298	在建工程	46	146	346	346
减：所得税费用	11	15	21	27	无形资产	37	35	32	30
四、净利润	114	147	215	271	其他非流动资产	2	2	2	2
归属于母公司的利润	106	135	198	249	非流动资产合计	149	242	529	703
五、基本每股收益(元	0.54	0.69	1.02	1.28	资产总计	1,158	1,410	2,280	2,886

主要财务指标

项目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E					
BV/EBITDA	18.8	14.6	11.9		短期借款	361	267	793	1,056
成长能力:					应付票据	76	105	168	197
营业收入同比	44.1%	19.9%	49.6%	24.9%	应付账款	89	151	228	283
营业利润同比	55.3%	29.0%	48.7%	26.5%	预收账款	124	145	145	145
净利润同比	50.1%	28.8%	46.3%	25.9%	流动负债合计	666	678	1,343	1,690
营运能力:					其他应付款	4	3	3	3
应收账款周转率	3.95	3.39	4.00	3.70	应交税费	6	6	6	6
存货周转率	1.37	1.28	1.41	1.30	其他流动负债	6	0	0	0
总资产周转率	0.81	0.77	0.80	0.71	非流动负债合计	0	100	100	100
盈利能力与收益质量:					长期借款	666	778	1,443	1,790
毛利率	33.4%	33.0%	32.7%	33.0%	应付账款	165	195	195	195
净利率	12.9%	13.8%	13.5%	13.6%	资本公积	172	172	172	172
总资产净利率ROA	9.1%	9.6%	8.7%	8.6%	留存收益	21	150	338	575
净资产收益率ROE	29.3%	25.5%	26.9%	25.1%	所有者权益合计	361	531	737	995
资本结构与偿债能力:					负债和股东权益合计	1,158	1,309	2,179	2,785
流动比率	1.51	1.72	1.30	1.29					
资产负债率	57.5%	55.2%	63.3%	62.0%	现金流量表				
长期借款/总负债	0.0%	12.9%	6.9%	5.6%	项目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
每股指标:					经营活动现金流量	128	163	(81)	59
每股收益	0.54	0.69	1.02	1.28	投资活动现金流量	(96)	(100)	(300)	(200)
每股经营现金流量					筹资活动现金流量	(22)	(9)	503	233
每股净资产					现金及等价物净增加	9	53	122	92

资料来源：公司公告、宏源证券研究所

分析师简介:

王凤华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员、高级策略分析师，中国人民大学硕士研究生，14年从业经历，曾在多家券商任职，曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职，2010年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖：宏观策略研究、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司：光线传媒、超华科技、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、富安娜、罗莱家纺、希努尔、航民股份、森马服饰、美邦服饰、报喜鸟、九牧王、嘉麟杰、七匹狼、探路者、凯撒股份、搜于特等。

机构销售团队

华北区域

郭振举

010-88085798

guozhenju@hysec.com

牟晓凤

010-88085111

muxiaofeng@hysec.com

孙利群

010-88085756

sunliqun@hysec.com

华东区域

张璐

010-88085978

zhangjun3@hysec.com

王俊伟

021-51782236

wangjunwei@hysec.com

赵佳

010-88085291

zhaojia@hysec.com

奚曦

021-51782067

xixi@hysec.com

华南区域

崔秀红

010-88085788

cuixiuHong@hysec.com

贾浩森

010-88085279

jiahaosen@hysec.com

雷增明

010-88085989

leizengming@hysec.com

罗云

010-88085760

luoyun@hysec.com

曾利洁

010-88085991

zenglijie@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。