



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。

中小市值上市公司研究组

造纸及纸制品行业

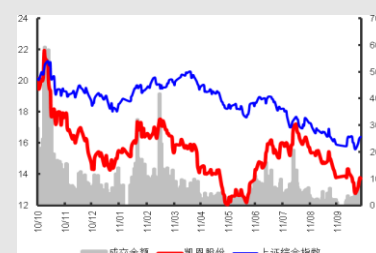
分析师：

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

主要经营指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入 (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
增长率 (%)	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

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率，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
一、营业总收入	820	983	1,471	1,838
减：营业成本	546	659	990	1,231
营业税金及附加	5	6	9	11
销售费用	35	49	66	83
管理费用	75	105	162	202
财务费用	27	8	13	18
资产减值损失	0	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	121	156	231	293
加：营业外收支净额	0	6	5	5
三、利润总额	126	162	236	298
减：所得税费用	11	15	21	27
四、净利润	114	147	215	271
归属于母公司的利润	106	135	198	249
五、基本每股收益 (元)	0.54	0.69	1.02	1.28

主要财务指标

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	18.8	14.6	11.9	

成长能力：

营业收入同比	44.1%	19.9%	49.6%	24.9%
营业利润同比	55.3%	29.0%	48.7%	26.5%
净利润同比	50.1%	28.8%	46.3%	25.9%

营运能力：

应收账款周转率	3.95	3.39	4.00	3.70
存货周转率	1.37	1.28	1.41	1.30
总资产周转率	0.81	0.77	0.80	0.71

盈利能力与收益质量：

毛利率	33.4%	33.0%	32.7%	33.0%
净利率	12.9%	13.8%	13.5%	13.6%
总资产净利率ROA	9.1%	9.6%	8.7%	8.6%
净资产收益率ROE	29.3%	25.5%	26.9%	25.1%

资本结构与偿债能力：

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%
长期借款/总负债	0.0%	12.9%	6.9%	5.6%

每股指标：

每股收益	0.54	0.69	1.02	1.28
每股经营现金流量		0.83	(0.42)	0.30
每股净资产		2.73	3.78	5.10

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	192	246	368	460
应收票据	22	20	29	37
应收账款	286	295	441	551
预付账款	19	20	29	37
其他应收款	21	28	41	51
存货	470	560	841	1,047
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1,009	1,167	1,751	2,183
长期股权投资	6	6	6	6
固定资产	58	54	143	320
在建工程	46	146	346	346
无形资产	37	35	32	30
其他非流动资产	2	2	2	2
非流动资产合计	149	242	529	703
资产总计	1,158	1,410	2,280	2,886
短期借款	361	267	793	1,056
应付票据	76	105	168	197
应付账款	89	151	228	283
预收账款	124	145	145	145
其他应付款	4	3	3	3
应交税费	6	6	6	6
其他流动负债	6	0	0	0
流动负债合计	666	678	1,343	1,690
长期借款	0	100	100	100
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	100	100	100
负债合计	666	778	1,443	1,790
股本	165	195	195	195
资本公积	172	172	172	172
留存收益	21	150	338	575
少数股东权益	3	15	32	54
所有者权益合计	361	531	737	995
负债和股东权益合计	1,158	1,309	2,179	2,785

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	128	163	(81)	59
投资活动现金流量	(96)	(100)	(300)	(200)
筹资活动现金流量	(22)	(9)	503	233
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:

王风华: 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

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	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
重点机构	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。