

2011年8月26日

# 万顺股份

## 中报业绩符合预期，铝箔收购交易接近完成

**A**
**买入**

 300057.SZ - 人民币 10.86  
 标价格: 人民币 17.00 (↓34.44)

倪晓曼\*

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206070221

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	19	7	2	(16)
相对新华富时A50指数(%)	13	5	(2)	(20)

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	422
流通股(%)	42.27
流通股市值(人民币 百万)	1,937
3个月日均交易额(人民币 百万)	24
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
杜成城	51.18

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*姚万里为本报告重要贡献者

**中银国际证券有限责任公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**

2011年上半年,公司中高端包装材料业务实现营业收入2.62亿元,同比下降20.81%,归属于上市公司股东的净利润3,387万元,同比下降12.47%,全面摊薄每股收益0.08元,基本符合预期。铝箔收购交易接近完成,全年并表后2011年净利润同比将有大幅增长。ITO导电膜项目预计年内将试产。如果不考虑铝箔收购交易对2011年业绩的影响,我们将公司2011-2013年全面摊薄后的每股收益预测小幅下调为0.283元、0.768元和0.931元,将目标价下调至17.00元,维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 受累于产业结构调整,公司上半年包装材料业务收入和净利润均有所下降。随着新业务的开展以及新产能的释放,我们预计公司下半年业绩将有大幅好转。
- 铝箔收购交易的双方近期均已召开股东会,通过了交易方案,只待证监会、商务主管部门核准后即可完成交易。如果能实现2011年全年并表,业绩同比将有大幅增长。
- 预期ITO导电膜项目下半年将开始试生产,如果进展顺利,2012年上半年可开始贡献业绩。

### 评级面临的主要风险

- 包装材料下游需求不稳定;铝箔项目新产能建设速度低于预期;ITO导电膜项目开发及认证进程低于预期。

### 估值

- 铝箔收购交易的完成时间尚存不确定性,如果不考虑收购对2011年业绩的影响,我们将2011-2013年全面摊薄的每股收益预测分别小幅下调为0.283元、0.768元和0.931元。如果收购交易能够在今年内完成,我们对2011年全年并表后的每股收益预测为0.545元。
- 受送股后股本扩大的影响,并基于2012年22倍的市盈率,我们将目标价由34.44元调整至17.00元,维持买入评级。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	709	628	1,025	2,916	3,678
变动(%)	24	(11)	63	184	26
净利润(人民币 百万)	81	82	120	324	393
全面摊薄每股收益(人民币)	0.512	0.391	0.283	0.768	0.931
变动(%)	35.6	(23.7)	(27.5)	171.1	21.3
之前预测每股收益(人民币)			0.574	0.780	0.943
调整幅度(%)			(50.7)	(1.5)	(1.3)
全面摊薄市盈率(倍)	21.2	27.8	38.3	14.1	11.7
每股现金流量(人民币)	0.67	0.61	0.14	(0.19)	0.82
价格/每股现金流量(倍)	16.1	17.9	75.1	(57.0)	13.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.6	13.7	23.7	11.2	8.4
每股股息(人民币)	0.114	0.094	0.047	0.047	0.047
股息率(%)	1.0	0.9	0.4	0.4	0.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

注: 前次预测的2011年每股收益为0.574元,已包含铝箔收购交易完成后一次性增厚的业绩。本次预测的可比每股收益为0.545元,与前次相比下降5%。

## 订单总量减少，营业收入和净利润同比均有下降

2011年上半年，公司中高端包装材料业务实现营业收入2.62亿元，同比下降20.81%，归属于上市公司股东的净利润3,387万元，同比下降12.47%，全面摊薄每股收益0.08元，基本符合预期。

报告期内，公司在中高档包装材料业务方面处于产业结构调整过程中，为确保现有资源的合理使用，在有选择地接受订单的基础上积极拓展高端市场，导致订单总量减少，营业收入下滑。

公司在维持现有烟标酒标业务的同时，积极开拓下游其他客户，新业务的开展将有利于公司维持收入的长期稳定。

随着三季度下游传统淡季的结束，以及公司汕头生产基地新产能的逐渐释放，我们预计公司业绩在下半年会有较大幅度好转，2011年全年净利润将超过1亿元。

图表 2. 2011 年半年报业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年 1-6 月	2011 年 1-6 月	同比变动%
<b>营业额</b>	330.3	261.6	(20.8)
销售税金	(2.5)	(1.6)	(36.1)
净销售额	327.8	260.0	(20.7)
销售成本	(253.3)	(201.2)	(20.6)
毛利润	74.5	58.8	(21.1)
销售费用	(15.4)	(13.7)	(11.0)
管理费用	(12.5)	(13.2)	4.9
<b>经营利润</b>	46.6	31.9	(31.5)
投资收益	0.0	0.0	
财务费用	(0.5)	4.6	(1,081.6)
资产减值	(2.1)	0.4	(118.0)
其它	1.5	3.1	108.9
税前利润	45.5	40.0	(12.1)
所得税	(6.8)	(6.1)	(10.3)
少数股东权益	0.0	0.0	
<b>净利润</b>	38.7	33.9	(12.5)
<b>主要比率 (%)</b>			
毛利率	22.6	22.5	
经营利润率	14.1	12.2	
净利率	11.7	12.9	

资料来源：公司数据

## 铝箔收购交易接近完成，

据公司公告显示，公司拟以人民币 7.5 亿元收购上海亚洲所持有的江苏中基复合材料有限公司 75%股权和江阴中基铝业有限公司 75%股权的交易已接近完成。

- 2011 年 7 月 28 日，此次重大资产购买交易对手方上海亚洲母公司上海亚洲控股有限公司股东大会审议通过了关于此次重大资产购买的议案，交易对手方的核准程序全部履行完毕。
- 2011 年 8 月 1 日，公司 2011 年第三次临时股东大会审议通过了关于此次重大资产购买的议案。
- 目前，公司正在履行中国证监会、商务主管部门的核准程序。我们预计公司有望在 2011 年内完成此次收购的所有程序，但尚存不确定性。

根据双方签署的协议，“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。

江苏中基是国内重要的高端铝箔生产企业，双零铝箔产量在全国排名第二。铝箔产品应用广泛，下游涉及食品、药品、电子等多个领域，预计未来几年铝箔需求量的年增速将可达到 30%。江苏中基在被收购期间利用自有资金新建的产能预计将于 2011 年下半年至 2012 年上半年之间逐渐释放，全部达产后江苏中基的总产能将有望实现翻倍。为了保证铝箔业务的高速发展，预计公司在未来几年还有进一步横向或纵向收购的可能，市场地位和毛利率水平都将有大幅提升。

在扣除 25%的少数股东损益后，我们预计铝箔业务在 2011 年全年将有望为公司贡献超过 1 亿元的净利润，未来 2-3 年将持续保持高速增长。

## ITO 导电膜项目年内有望开始试生产

ITO 导电膜是一种具有导电功能的薄膜，是触摸屏等高科技产品的重要组件。近期据媒体报道，我国新材料产业“十二五”规划有望于 9 月份公布，包括平板显示薄膜在内的功能膜材料将被列入重点扶持专项工程。预计在世界范围内对触控面板的需求未来将呈现爆发式增长，ITO 导电膜等平板显示薄膜的市场前景非常广阔。

公司 ITO 导电膜项目目前还处于开发阶段，我们预计今年下半年将有望开始试生产。如果进展顺利，待产品通过下游客户的认证后，2012 年上半年将开始贡献业绩，形成公司新的利润增长点。

### 盈利预测及目标价

公司目前新产能的建设速度以及 ITO 导电膜产品的开发进度稍低于我们的预期。

公司铝箔收购交易的完成时间尚存不确定行，如果不考虑收购对 2011 年业绩的影响，我们将 2011-2013 年全面摊薄的每股收益预测分别小幅下调为 0.283 元、0.768 元和 0.931 元。如果收购交易能够在今年内完成，我们对全年并表后 2011 年的每股收益预测增加至 0.545 元。

公司于 4 月份向全体股东每 10 股派发 1.8 元现金，并以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股，受股本扩大的影响并基于 2012 年 22 倍的市盈率，我们将目标价由 34.44 元调整至 17.00 元，维持**买入**评级。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	709	628	1,025	2,916	3,678
销售成本	(559)	(483)	(766)	(2,290)	(2,838)
经营费用	(32)	(41)	(93)	(250)	(346)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>118</b>	<b>104</b>	<b>166</b>	<b>377</b>	<b>494</b>
折旧及摊销	(16)	(18)	(20)	(17)	(18)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>101</b>	<b>85</b>	<b>146</b>	<b>359</b>	<b>476</b>
净利息收入(费用)	(4)	13	(3)	92	56
其他收益/(损失)	(3)	(2)	(2)	(3)	(3)
<b>税前利润</b>	<b>95</b>	<b>96</b>	<b>141</b>	<b>448</b>	<b>528</b>
所得税	(14)	(14)	(21)	(67)	(79)
少数股东权益	0	0	0	(57)	(56)
<b>净利润</b>	<b>81</b>	<b>82</b>	<b>120</b>	<b>324</b>	<b>393</b>
<b>核心净利润</b>	<b>83</b>	<b>85</b>	<b>121</b>	<b>327</b>	<b>396</b>
每股收益(人民币)	0.512	0.391	0.283	0.768	0.931
核心每股收益(人民币)	0.527	0.402	0.288	0.774	0.938
每股股息(人民币)	0.114	0.094	0.047	0.047	0.047
收入增长(%)	24	(11)	63	184	26
息税前利润增长(%)	24	(16)	71	146	32
息税折旧前利润增长(%)	23	(12)	60	127	31
每股收益增长(%)	36	(24)	(28)	171	21
核心每股收益增长(%)	36	(24)	(28)	169	21

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	101	878	656	419	562
应收帐款	189	246	393	1,143	1,336
库存	135	100	159	476	590
其他流动资产	63	64	65	72	74
<b>流动资产总计</b>	<b>487</b>	<b>1,288</b>	<b>1,274</b>	<b>2,110</b>	<b>2,562</b>
固定资产	115	175	384	575	775
无形资产	59	58	87	106	125
其他长期资产	1	2	2	2	2
<b>长期资产总计</b>	<b>176</b>	<b>235</b>	<b>473</b>	<b>683</b>	<b>902</b>
<b>总资产</b>	<b>663</b>	<b>1,523</b>	<b>1,747</b>	<b>2,793</b>	<b>3,463</b>
应付帐款	202	198	313	937	1,162
短期债务	98	5	5	6	7
其他流动负债	21	19	28	87	103
<b>流动负债总计</b>	<b>322</b>	<b>221</b>	<b>346</b>	<b>1,030</b>	<b>1,272</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	158	211	422	422	422
储备	183	1,090	979	1,283	1,656
<b>股东权益</b>	<b>341</b>	<b>1,301</b>	<b>1,401</b>	<b>1,705</b>	<b>2,078</b>
少数股东权益	0	0	0	57	113
<b>总负债及权益</b>	<b>663</b>	<b>1,523</b>	<b>1,747</b>	<b>2,793</b>	<b>3,463</b>
每股帐面价值(人民币)	2.16	6.17	3.32	4.04	4.92
每股有形资产(人民币)	1.78	5.89	3.11	3.79	4.63
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.02)	(4.14)	(1.54)	(0.98)	(1.31)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	95	96	141	448	528
折旧与摊销	16	18	20	17	18
净利息费用	4	(13)	3	(92)	(56)
运营资本变动	1	22	(84)	(389)	(69)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(10)	5	(19)	(64)	(76)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>106</b>	<b>128</b>	<b>61</b>	<b>(80)</b>	<b>346</b>
购买固定资产净值	(47)	(87)	(260)	(230)	(240)
投资减少/增加	(10)	0	0	0	0
其他投资现金流	0	(50)	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(56)</b>	<b>(137)</b>	<b>(260)</b>	<b>(230)</b>	<b>(240)</b>
净增权益	0	948	0	0	0
净增债务	(12)	(93)	0	1	1
支付股息	(18)	(18)	(20)	(20)	(20)
其他融资现金流	(8)	(51)	(3)	92	56
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(37)</b>	<b>786</b>	<b>(23)</b>	<b>73</b>	<b>37</b>
现金变动	13	777	(222)	(237)	143
期初现金	89	101	878	656	419
公司自由现金流	50	(10)	(197)	(210)	170
权益自由现金流	33	(105)	(202)	(217)	163

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	16.6	16.5	16.2	12.9	13.4
息税前利润率(%)	14.3	13.6	14.2	12.3	12.9
税前利润率(%)	13.4	15.4	13.7	15.4	14.4
净利率(%)	11.4	13.1	11.7	11.1	10.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.5	5.8	3.7	2.0	2.0
利息覆盖率(倍)	19.0	41.4	29.2	44.9	59.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	5.4	3.2	1.6	1.6
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	21.2	27.8	38.3	14.1	11.7
心业务市盈率(倍)	20.6	27.0	37.7	14.0	11.6
目标价对应该核心业务	32.3	42.3	59.1	22.0	18.1
市盈率(倍)					
市净率(倍)	5.0	1.8	3.3	2.7	2.2
价格/现金流(倍)	16.1	17.9	75.1	(57.0)	13.3
企业价值/息税折旧前	14.6	13.7	23.7	11.2	8.4
利润(倍)					
<b>周转率</b>					
存货周转天数	102.6	88.9	61.9	50.6	68.6
应收帐款周转天数	81.8	126.2	113.7	96.1	123.0
应付帐款周转天数	92.3	116.3	91.0	78.3	104.1
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	22.3	24.0	16.7	6.2	5.1
净资产收益率(%)	26.0	10.0	8.8	20.9	20.8
资产收益率(%)	14.1	6.7	7.6	13.5	12.9
已运用资本收益率(%)	24.9	11.5	10.9	29.0	27.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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

英国伦敦嘉嘉街 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