

东风股份 (601515.SH)

包装印刷行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

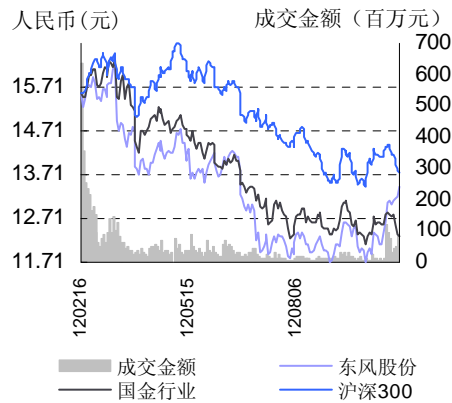
市价(人民币): 13.43元

## 经营稳健, 外延扩张能力强

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	56.00
总市值(百万元)	74.67
年内股价最高最低(元)	16.16/11.71
沪深300指数	2235.85
上证指数	2058.94



## 相关报告

1. 《进可攻,退可守的一体化烟标龙头》, 2012.9.12

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

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.914	0.982	1.158	1.335	1.494
每股净资产(元)	1.47	2.33	3.25	4.59	6.08
每股经营性现金流(元)	1.03	0.72	1.38	1.28	1.54
市盈率(倍)	N/A	N/A	11.60	10.06	8.99
行业优化市盈率(倍)	41.86	12.09	9.79	9.79	9.79
净利润增长率(%)	0.28%	7.48%	17.91%	15.32%	11.90%
净资产收益率(%)	69.04%	46.82%	35.59%	29.10%	24.56%
总股本(百万股)	500.00	500.00	556.00	556.00	556.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 东风股份前三季度营业收入 13 亿元, 增长 14.6%; 归属上市公司股东净利润 4.15 亿元, 增长 10%, EPS 0.76 元。其中三季度单季营业收入 4.28 亿元, 增长 17.8%; 归属上市公司股东净利润 1.29 元, 增长 0.2%, EPS 0.23 元。

## 经营分析

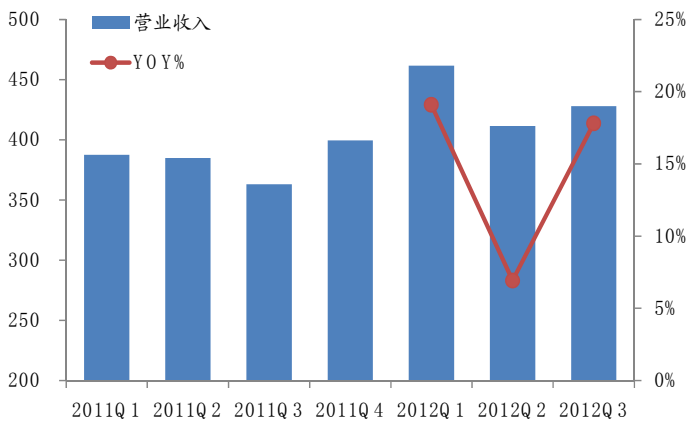
- **行业制约内生增长速度, 非烟标领域拓展有望加快:** 公司主营烟标印刷, 主要为下游烟草业配套包装, 烟草业每年相对较低的产量增速制约了产业链上企业的内生增长速度。但近几年由于烟草结构的调整, 而东风等龙头企业的主要客户是中高档卷烟品牌, 增速相对较快。公司 Q1-Q3 收入增速 14.6%, 其中三季度增速 17.8%, 增速比二季度上升 11 p.c, 这主要是因为公司客户贵州西牛王三季度订单开始增多(客户会季节性分配订单)。此外考虑到烟标行业较低的增长, 公司也加快拓展非烟标包装领域, 如酒类包装、药盒包装以及真空镀铝纸/转移纸等领域, 我们预计非烟标业务贡献度将逐步加大。
- **招投标政策, 客户/产品结构季节性变化致使毛利率有所下滑:** 公司三季度单季毛利率 50.4%, 较二季度下滑近 4 p.c, 同比下滑 2.6 p.c, 与我们预期略有偏差。原因主要有三个方面: 1、去年开始执行的招投标政策对公司产品价格产生一定负面影响; 2、客户/产品结构季节性变化。公司主导产品为烟标, 但不同客户的毛利率&同一客户不同档次的产品毛利率有所不同, 烟草企业会根据实际情况分配每个烟标企业季度订单量, 公司三季度毛利率较低的订单量相对较多, 对整体盈利产生负面影响; 3、原料烟卡价格仍维持高位, 下滑幅度低于预期。目前公司烟卡采购成本高达 7000 元/吨左右, 三季度基本平稳。这三方面的原因使得公司三季度毛利率与我们预期产生一定偏差。但当前毛利率已基本是低位, 四季度将确定回升。四季度是烟草消费旺季, 开工率将上升, 摊低固定费用。此外我们预计社会卡价格的下跌将拖累烟卡, 烟卡后市将跟随下跌(一般来说烟卡价格波动具有滞后性)。
- **现金流较好, 外延扩张能力强:** 公司前三季度经营性现金流 4.31 亿元, 同比增长 53.7%, 现金流情况较好。此外无论是从货币资金还是企业净利润来看, 公司具有较强的外延扩张能力, 完全可通过内生发展来实现收购兼并的目的。

- **外延扩张是烟标龙头企业的趋势，这将增强其弹性：**2010 年国内烟标印刷业市场规模近 300 亿元，前五家企业合计市场份额仅约 27%左右，国内烟标业 70%左右的市场份额仍被烟厂下属的配套烟标企业所拥有。未来烟标业最大的看点仍是行业的整合，烟标龙头企业可通过收购兼并实现快速发展。行业整合核心驱动因素：一、在政府大力推进烟草业做大做强的背景下，烟草业主辅分离已形成趋势；二、随着国家烟草总局持续推进“大企业、大品牌战略”，国内卷烟企业及品牌数量迅速减少，品牌集中度的上升对烟标供应商有了更高的要求，高质量、大批量的供应需求也客观上驱动烟标龙头企业做大做强。众多中小烟标企业市场份额逐渐被大型烟标企业逐渐抢食；三、中烟总公司在全行业中广泛推行“招标对标”制度，规范烟标采购流程，将进一步加剧烟标企业的市场竞争，挤压中小型烟标生产企业的生存空间，提高烟标行业的市场集中度。

### 盈利预测及投资建议

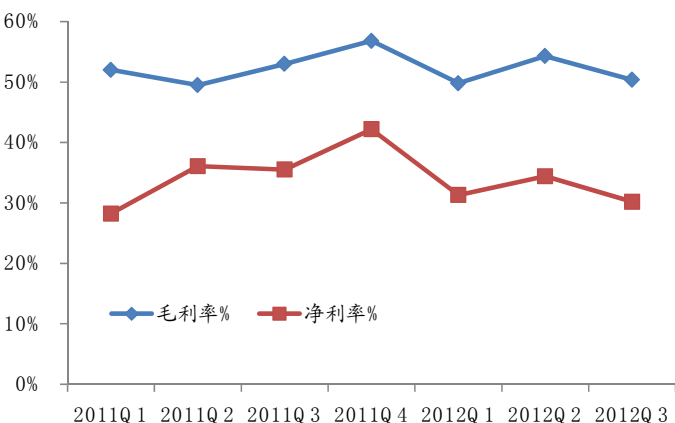
- 我们维持公司业绩预测，预计 2012-2014 年公司归属于母公司的净利润分别为 6.44 亿元、7.42 亿元、8.31 亿元，分别增长 17.8%、15.3%、11.9%；实现全面摊薄 EPS 分别为 1.16 元、1.34 元、1.49 元。
- 公司承诺未来三年每年分红 35%，股息收益有保证。同时公司目前估值也具有一定优势，维持公司“买入”评级。

图表1：公司营业收入（百万元）



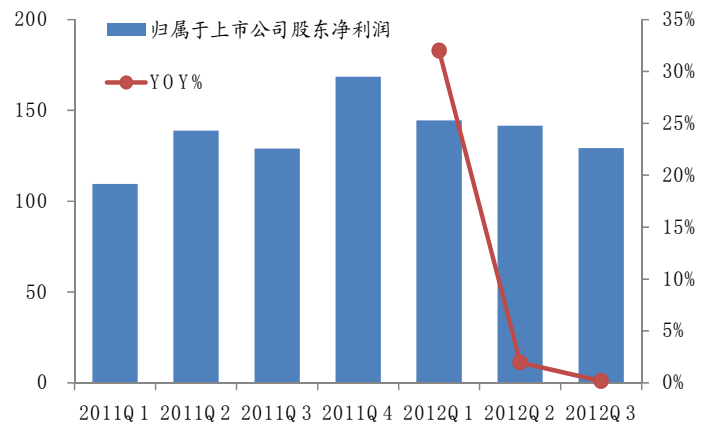
来源：公司财报、国金证券研究所

图表3：公司盈利能力

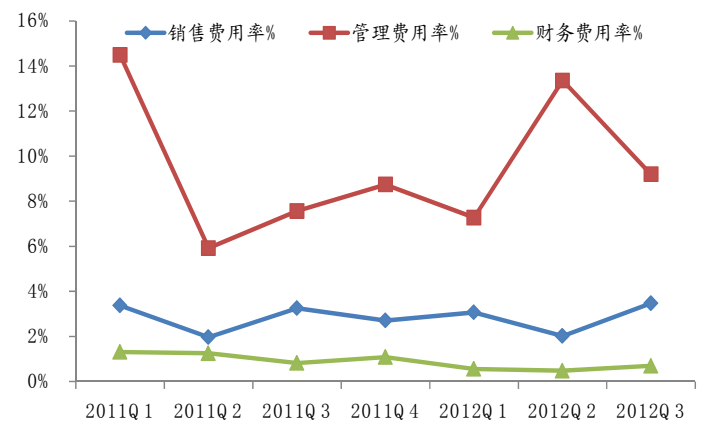


来源：公司财报、国金证券研究所

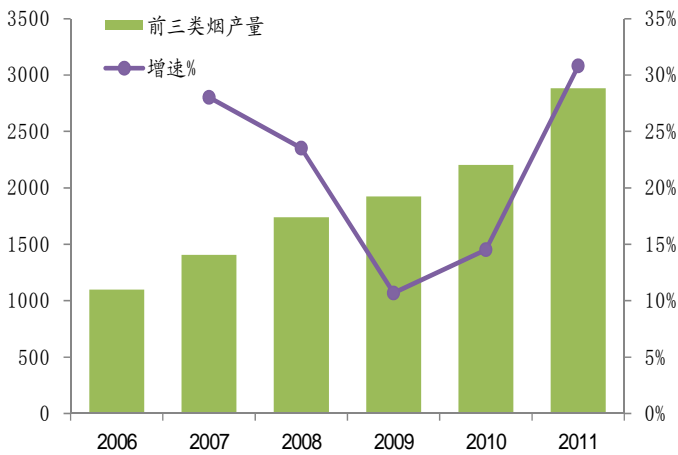
图表2：公司净利润（百万元）



图表4：公司期间费用率

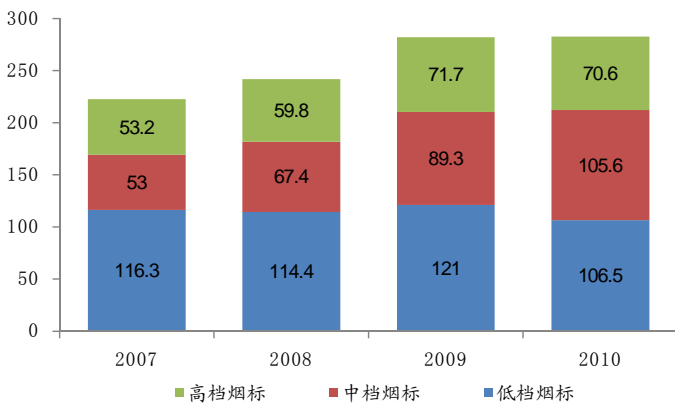


图表5: 高档卷烟产量增速较快



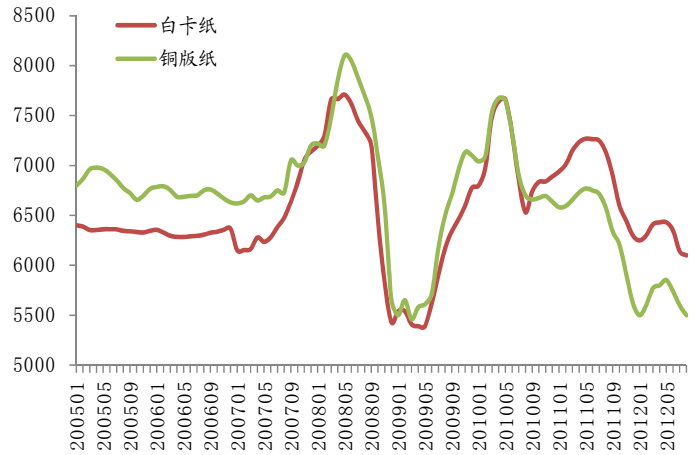
来源: 烟草在线、WIND、国金证券研究所

图表7: 烟标行业市场容量 (亿元)

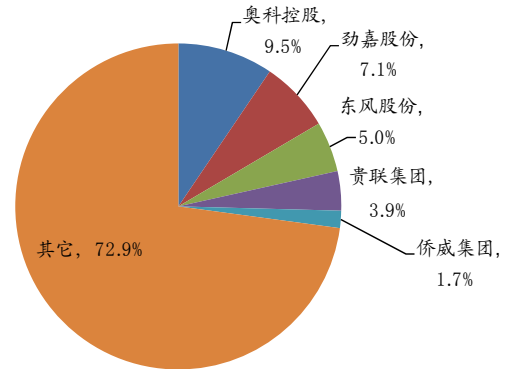


来源: 公司招股书、国金证券研究所

图表6: 白卡纸价格走势 (元/吨)



图表8: 烟标行业市场份额 (收入)



图表9: 三张报表简表

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,278</b>	<b>1,357</b>	<b>1,535</b>	<b>1,737</b>	<b>1,969</b>	<b>2,211</b>
增长率		6.2%	13.1%	13.1%	13.4%	12.3%
主营业务成本	-612	-668	-724	-801	-904	-1,022
<b>%销售收入</b>	<b>47.9%</b>	<b>49.2%</b>	<b>47.1%</b>	<b>46.1%</b>	<b>45.9%</b>	<b>46.2%</b>
毛利	666	689	812	936	1,064	1,189
%销售收入	52.1%	50.8%	52.9%	53.9%	54.1%	53.8%
营业税金及附加	0	-1	-17	-9	-10	-11
%销售收入	0.0%	0.1%	1.1%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-31	-28	-43	-43	-49	-55
%销售收入	2.4%	2.1%	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	-81	-79	-141	-165	-187	-210
%销售收入	6.4%	5.8%	9.2%	9.5%	9.5%	9.5%
息税前利润 (EBIT)	554	581	610	719	818	912
%销售收入	43.4%	42.8%	39.7%	41.4%	41.6%	41.3%
财务费用	-10	-21	-17	-1	16	28
%销售收入	0.8%	1.6%	1.1%	0.1%	-0.8%	-1.3%
资产减值损失	3	-6	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	71	56	65	65	65	65
%税前利润	11.6%	9.3%	10.1%	8.3%	7.2%	6.5%
营业利润	619	610	656	783	900	1,005
营业利润率	48.4%	45.0%	42.7%	45.1%	45.7%	45.5%
营业外收支	-7	-3	-11	0	0	0
税前利润	612	607	645	783	900	1,005
利润率	47.9%	44.7%	42.0%	45.1%	45.7%	45.5%
所得税	-68	-80	-79	-117	-135	-151
所得税率	11.1%	13.1%	12.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	544	527	566	665	765	854
少数股东损益	37	19	20	21	23	24
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>506</b>	<b>508</b>	<b>546</b>	<b>644</b>	<b>742</b>	<b>831</b>
净利率	39.6%	37.4%	35.6%	37.1%	37.7%	37.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	544	527	566	665	765	854
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	60	75	77	68	81	136
非经营收益	-60	-37	-50	-48	-63	-65
营运资金变动	-21	-48	-234	81	-69	-72
<b>经营活动现金净流</b>	<b>523</b>	<b>517</b>	<b>360</b>	<b>765</b>	<b>714</b>	<b>854</b>
资本开支	-111	-88	-50	-83	-379	-340
投资	-191	401	-12	-1	0	0
其他	87	-174	3	65	65	65
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-216</b>	<b>139</b>	<b>-59</b>	<b>-19</b>	<b>-314</b>	<b>-275</b>
股权募资	0	215	0	0	0	0
债权募资	63	175	-148	-212	-50	1
其他	-348	-1,090	-185	-11	-2	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-285</b>	<b>-700</b>	<b>-333</b>	<b>-224</b>	<b>-51</b>	<b>1</b>
<b>现金净流量</b>	<b>22</b>	<b>-44</b>	<b>-33</b>	<b>523</b>	<b>349</b>	<b>580</b>

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	254	210	177	700	1,049	1,629
应收款项	184	289	447	490	556	624
存货	250	287	441	373	421	476
其他流动资产	147	92	97	94	104	116
流动资产	835	877	1,162	1,657	2,131	2,845
%总资产	54.4%	57.3%	62.5%	70.1%	68.0%	70.2%
长期投资	159	148	161	162	161	161
固定资产	505	473	442	457	758	964
%总资产	32.9%	30.9%	23.8%	19.3%	24.2%	23.8%
无形资产	30	29	88	85	83	81
非流动资产	699	655	697	706	1,003	1,207
%总资产	45.6%	42.7%	37.5%	29.9%	32.0%	29.8%
<b>资产总计</b>	<b>1,533</b>	<b>1,532</b>	<b>1,859</b>	<b>2,363</b>	<b>3,134</b>	<b>4,052</b>
短期借款	235	410	262	50	0	0
应付款项	221	290	342	387	437	494
其他流动负债	57	45	35	41	47	53
流动负债	513	745	639	478	484	547
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
<b>负债</b>	<b>513</b>	<b>745</b>	<b>639</b>	<b>478</b>	<b>484</b>	<b>548</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>974</b>	<b>736</b>	<b>1,166</b>	<b>1,809</b>	<b>2,551</b>	<b>3,382</b>
少数股东权益	47	51	55	76	99	123
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,533</b>	<b>1,532</b>	<b>1,859</b>	<b>2,363</b>	<b>3,134</b>	<b>4,052</b>

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.911	0.914	0.982	1.158	1.335	1.494
每股净资产	14.978	1.471	2.332	3.253	4.588	6.082
每股经营现金净流	8.044	1.034	0.719	1.377	1.285	1.535
每股股利	0.000	0.000	0.360	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	52.02%	69.04%	46.82%	35.59%	29.10%	24.56%
总资产收益率	33.03%	33.16%	29.36%	27.24%	23.69%	20.50%
投入资本收益率	39.25%	42.14%	36.11%	31.58%	26.25%	22.13%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	7.12%	6.19%	13.13%	13.14%	13.35%	12.28%
EBIT增长率	24.16%	4.75%	5.05%	17.80%	13.86%	11.49%
净利润增长率	-0.26%	0.28%	7.48%	17.91%	15.32%	11.90%
总资产增长率	9.97%	-0.10%	21.39%	27.10%	32.61%	29.29%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	45.2	54.1	66.7	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	137.1	146.7	183.6	170.0	170.0	170.0
应付账款周转天数	47.9	43.9	53.8	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	139.3	127.1	104.4	78.4	87.8	146.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-12.16%	25.47%	5.98%	-35.14%	-40.05%	-46.79%
EBIT利息保障倍数	53.6	27.6	35.4	621.1	-49.7	-33.0
资产负债率	33.44%	48.62%	34.34%	20.23%	15.44%	13.52%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	2	3
增持	0	0	0	1	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.25	1.40

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-09-12	买入	12.63	17.40 ~ 17.40

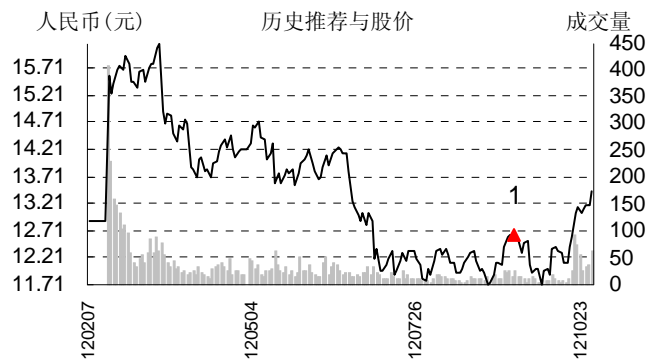
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



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。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

**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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B