

2013年10月20日



东风股份 (601515.SH)

包装印刷行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

市价(人民币): 24.99元

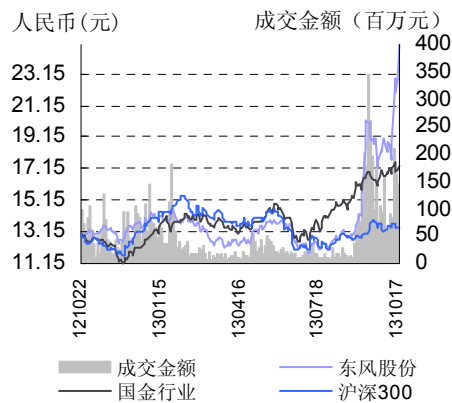
目标(人民币): 30.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

新业务, 新视角, 新空间

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	84.65
总市值(百万元)	138.94
年内股价最高最低(元)	24.99/11.74
沪深300指数	2426.05
上证指数	2193.78



相关报告

1. 《爆发前夕,建议买入》, 2013.9.2
2. 《机会已到,建议买入》, 2013.8.27
3. 《期待外延进展》, 2013.5.2

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.982	1.074	1.302	1.653	1.948
每股净资产(元)	2.33	4.06	4.98	6.24	7.79
每股经营性现金流(元)	0.72	1.24	1.39	1.35	1.74
市盈率(倍)	N/A	13.65	19.97	15.73	13.35
行业优化市盈率(倍)	12.09	9.44	12.41	12.41	12.41
净利润增长率(%)	7.48%	9.40%	21.21%	26.98%	17.81%
净资产收益率(%)	46.82%	26.48%	26.16%	26.49%	25.01%
总股本(百万股)	500.00	556.00	556.00	556.00	556.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **内生&外延并举, 增速有望保持 20%-30%。**公司确立研发驱动订单, 借助招投标政策, 逐步打开湖南中烟、云烟、广东中烟、安徽中烟等传统烟草市场。此外公司资金实力雄厚, 盈利能力强, 且拥有非常好的现金流, 外延并购预期强。而“三产”剥离以及招投标政策带来的压力, 行业可收购标的较多。综合来看, 通过内生及外延等方式, 我们预计公司今明两年业绩增速有望保持 20%-30%
- **功能膜进展顺利, 明年初有望正式投放市场。**公司功能膜设备正在安装, 产能 3000-4000 吨左右, 预计明年初有望正式投产。公司已成功研发出汽车玻璃膜、建筑玻璃膜, 新产品质量指标接近 3M 等一流产品, 将通过价格优势逐步替代进口产品。功能膜将成为公司新的利润增长点, 未来公司有可能通过内生或外延方式进一步向光学膜、电子膜等产品延伸。
- **电子烟业务, 立足出口, 布局国内市场。**公司电子烟业务准备两条腿走路: 含尼古丁类电子烟仍以出口为主, 等待国内政策。由于公司在传统业务方面, 与烟草企业有着稳定的合作关系, 利用先发优势, 有可能成为国内电子烟市场放开的最大受益者之一; 而不含尼古丁也将作为重点业务, 定位时尚消费品, 主打品牌消费, 培育新市场, 具备一定想象空间。

盈利预测及投资建议

- 我们维持公司 13-15 年盈利预测, 预计 13-15 年公司营业收入 18.9 亿元、24.71 亿元、28.96 亿元, 归属于母公司的净利润 7.24 亿元、9.19 亿元、10.83 亿元, 分别增长 21.2%、27%、17.81%; 实现全面摊薄 EPS 分别为 1.3 元、1.65 元、1.95 元。
- 公司作为烟标行业的龙头, 有望通过内生及外延方式保持快速增长, 而随着新业务功能膜、电子烟的拓展, 成长空间将打开。建议买入, 微幅上调公司未来 6-12 个月目标价至 30 元, 对应 13 年 23 倍 PE 和 14 年 18.2 倍 PE。

风险

- 电子烟业务进展缓慢; 膜业务竞争激烈, 盈利能力低于预期;

周文波 分析师 SAC 执业编号: S1130513060001
(8621)61038290
zhouwb@gjzq.com.cn

内生&外延，包装业务今明两年增速有望保持 20%-30%

- **内生有望保持 10%-15%增长。**2012 年卷烟产量达到 4950 万箱，增长 3.1%，过去十年我国烟草产量复合增速 3.9%，我们预计国内烟草产量仍有望维持 2%-3%增长。目前烟草总局正加大烟草结构调整，提高中高档烟占比，预计中高档品牌卷烟增速仍将略快于烟草总体增速。
- 公司原核心客户为吉林中烟、贵州中烟等，在国内烟草中的实力及地位相对较弱。近年确立了研发设计驱动订单战略，利用募投资金成立了佳鹏寰宇设计(深圳)有限公司，公司研发实力得到极大增强。而烟草总局强力推动的招投标政策则为公司打开强势烟草企业铺平了道路（原则上烟草企业每年 70%原辅料采购要进行招标）。2012 年公司对云南中烟、安徽中烟销售额分别增长了 50%、100%左右。今年上半年公司共中标 15 款烟标设计，均属于 26 个重点品牌范围之内，包括玉溪、云烟、黄山、黄鹤楼、砖石等品牌。
- **PET 基膜即将投产，有望降低成本：**围绕烟标印刷核心业务，公司积极向产业链上游 PET 基膜和油墨/电化铝拓展，公司募投项目 PET 基膜预计年初投产，可完全满足自身需求。同时计划逐步提高油墨及电化铝的自给率，此举将进一步提高公司盈利能力，预计公司毛利率仍有提升空间。
- **外延并购预期强。**上海绿新、劲嘉股份在上市后都进行了多次收购兼并，实现了市场份额的扩大。东风股份具有较好的平台，公司资金实力雄厚，盈利能力强，且拥有非常好的现金流，有能力复制劲嘉、绿新之路。目前国内烟标印刷市场容量约 300 多亿元，其中“三产”100 多亿，拥有不少优质标的；中小企业 100 多亿。由于招投标政策带来的压力，小企业退出意愿很强烈，因此可收购的标的较多。通过收购兼并做大做强是公司战略，方式以现金及股权等。因此综合内生增长及外延并购，我们预计公司今明两年业绩增速有望保持 20%-30%

功能膜进展顺利，明年初有望正式投放市场

- **功能膜将构成公司又一核心业务。**为进一步拓展公司产品线，公司子公司鑫瑞纸品聘请海内外技术专家组建功能膜研发团队，为公司储备新的利润增长点，初期以汽车玻璃膜、建筑玻璃膜为主，未来公司有可能通过内生或外延方式进一步向光学膜、电子膜等产品延伸。
- 目前公司功能膜设备正在安装（注：与 PET 基膜同一条生产线，设备是 1 条布鲁克纳生产线，年产能 8000 吨，计划生产 PET 基膜 5000 吨左右，其余生产功能膜，实际功能膜产能可达 3000-4000 吨左右），样品 11 月份将送检，预计明年初有望正式投产。
- 公司已成功研发出汽车玻璃膜、建筑玻璃膜，新产品的透光率、隔热等指标接近 3M 等一流产品（3M、威固、龙膜、雷朋主导国内汽车玻璃膜市场），公司计划通过价格优势即性价比策略打开市场（价格较竞品低 30%），逐步替代进口产品。目前公司已搭建了 40 个人的销售团队，正建设自己的销售体系及渠道，前景值得关注。

电子烟，立足出口，布局国内市场

- **电子烟潜在蛋糕大：**公司前期公告与上海绿新成立合资公司拓展电子烟市场，公司拥有股权 40%。我们在报告《电子烟，搅动一池春水》中，已分析国内电子烟市场现状、存在的问题，未来的可能的发展方式及潜在的市场空间。
- 我们认为未来随着公共场所禁烟政策严格执行以及消费者对自身健康关注导致戒烟需求上升，国内电子烟存在爆发可能性。而考虑到电子烟公司一一如烟被英美烟草收购，为对抗海外巨头，烟草总局可能会考虑将电子烟作为传统卷烟的补充，逐步放开电子烟市场。

- 由于烟草在我国属于垄断行业，同时拥有特有的烟草专卖制度，我们预计国内电子烟的标准制定及未来的游戏主导权在烟草总局及各地方中烟公司，烟草总局可能通过牌照制来规范国内电子烟市场。因此对于国内电子烟参与者而言，核心竞争优势在渠道，尤其是与烟草企业之间的关系和合作的历史。对于目前“尝鲜”的烟草包装类企业，由于在传统业务方面与烟草企业有着稳定的合作关系，因此利用先发优势，有可能成为国内电子烟市场的最大受益者。
- 考虑到当前电子烟价格，预计消费群体主要为一类烟消费者，假设电子烟市场份额占比 10%，国内电子烟市场容量近 300 亿元。若未来随着技术的进步及规模优势导致成本的下降，电子烟的价格逐步回落，消费层级扩大到所有烟民，则国内电子烟市场容量有望达千亿。
- **公司电子烟，立足出口，布局国内市场。**公司电子烟业务准备两条腿走路：含尼古丁类电子烟仍以出口为主，等待国内政策，未来国内市场有可能主要为中烟公司代工；而不含尼古丁也将作为重点业务，**定位时尚消费品**，主打品牌消费，培育新市场，具备一定想象空间。

盈利预测及投资建议

- 我们维持公司 13-15 年盈利预测，预计 13-15 年公司营业收入 18.9 亿元、24.71 亿元、28.96 亿元，归属于母公司的净利润 7.24 亿元、9.19 亿元、10.83 亿元，分别增长 21.2%、27%、17.81%；实现全面摊薄 EPS 分别为 1.3 元、1.65 元、1.95 元。
- 公司作为烟标行业的龙头，有望通过内生及外延方式保持快速增长，而随着新业务功能膜、电子烟的拓展，成长空间将打开。建议买入，**微幅上调公司未来 6-12 个月目标价至 30 元**，对应 13 年 23 倍 PE 和 14 年 18.2 倍 PE。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1,357	1,535	1,765	1,890	2,471	2,896	货币资金	210	177	618	1,533	2,008	2,788
增长率		13.1%	15.0%	7.1%	30.8%	17.2%	应收款项	289	447	476	532	695	815
主营业务成本	-668	-724	-843	-885	-1,184	-1,392	存货	287	441	407	436	584	686
%销售收入	49.2%	47.1%	47.8%	46.8%	47.9%	48.1%	其他流动资产	92	97	167	51	67	79
毛利	689	812	922	1,005	1,287	1,505	流动资产	877	1,162	1,668	2,552	3,355	4,367
%销售收入	50.8%	52.9%	52.2%	53.2%	52.1%	51.9%	%总资产	57.3%	62.5%	59.8%	73.5%	77.3%	82.1%
营业税金及附加	-1	-17	-18	-19	-25	-29	长期投资	148	161	165	166	165	165
%销售收入	0.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	473	442	557	667	732	702
营业费用	-28	-43	-52	-55	-72	-84	%总资产	30.9%	23.8%	20.0%	19.2%	16.9%	13.2%
%销售收入	2.1%	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	无形资产	29	88	94	84	83	82
管理费用	-79	-141	-172	-180	-235	-275	非流动资产	655	697	1,119	919	983	952
%销售收入	5.8%	9.2%	9.7%	9.5%	9.5%	9.5%	%总资产	42.7%	37.5%	40.2%	26.5%	22.7%	17.9%
息税前利润 (EBIT)	581	610	680	752	956	1,116	资产总计	1,532	1,859	2,787	3,471	4,337	5,319
%销售收入	42.8%	39.7%	38.5%	39.8%	38.7%	38.5%	短期借款	410	262	70	0	0	0
财务费用	-21	-17	-7	20	37	50	应付款项	290	342	361	373	499	587
%销售收入	1.6%	1.1%	0.4%	-1.1%	-1.5%	-1.7%	其他流动负债	45	35	45	258	278	293
资产减值损失	-6	-2	1	0	0	0	流动负债	745	639	476	632	777	880
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	56	65	50	100	110	130	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	9.3%	10.1%	6.9%	11.5%	10.0%	10.0%	负债	745	639	476	632	777	880
营业利润	610	656	724	872	1,103	1,296	普通股股东权益	736	1,166	2,256	2,768	3,470	4,331
营业利润率	45.0%	42.7%	41.0%	46.1%	44.6%	44.8%	少数股东权益	51	55	55	72	90	109
营业外收支	-3	-11	-6	0	0	0	负债股东权益合计	1,532	1,859	2,787	3,471	4,337	5,319
税前利润	607	645	718	872	1,103	1,296	比率分析						
利润率	44.7%	42.0%	40.7%	46.1%	44.6%	44.8%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-80	-79	-105	-131	-165	-194	每股指标						
所得税率	13.1%	12.2%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.914	0.982	1.074	1.302	1.653	1.948
净利润	527	566	613	741	937	1,102	每股净资产	1.471	2.332	4.057	4.978	6.241	7.789
少数股东损益	19	20	16	17	18	19	每股经营现金净流	1.034	0.719	1.237	1.391	1.349	1.738
归属于母公司的净利润	508	546	597	724	919	1,083	每股股利	0.000	0.000	0.360	0.380	0.390	0.400
净利率	37.4%	35.6%	33.8%	38.3%	37.2%	37.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	69.04%	46.82%	26.48%	26.16%	26.49%	25.01%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	33.16%	29.36%	21.43%	20.86%	21.19%	20.36%
净利润	0	566	613	741	937	1,102	投入资本收益率	42.14%	36.11%	24.40%	22.50%	22.82%	21.38%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	0	77	66	82	110	131	主营业务收入增长率	6.19%	13.13%	14.97%	7.08%	30.76%	17.19%
非经营收益	0	-50	-34	-96	-110	-130	EBIT增长率	4.75%	5.05%	11.44%	10.57%	27.15%	16.80%
营运资金变动	0	-234	42	46	-187	-137	净利润增长率	0.28%	7.48%	9.40%	21.21%	26.98%	17.81%
经营活动现金净流	0	360	688	773	750	967	总资产增长率	-0.10%	21.39%	49.88%	24.56%	24.95%	22.63%
资本开支	-88	-50	-215	115	-174	-100	资产管理能力						
投资	401	-12	-8	-1	0	0	应收账款周转天数	54.1	66.7	60.3	65.0	65.0	65.0
其他	-174	3	-296	100	110	130	存货周转天数	146.7	183.6	183.5	180.0	180.0	180.0
投资活动现金净流	139	-59	-518	214	-64	30	应付账款周转天数	43.9	53.8	57.6	58.0	58.0	58.0
股权募资	215	0	693	0	0	0	固定资产周转天数	127.1	104.4	99.4	115.8	101.9	83.2
债权募资	175	-148	-192	-70	0	0	偿债能力						
其他	-1,090	-185	-229	-3	-211	-217	净负债/股东权益	25.47%	5.98%	-23.73%	-53.99%	-56.40%	-62.79%
筹资活动现金净流	-700	-333	272	-73	-211	-217	EBIT利息保障倍数	27.6	35.4	97.6	-37.7	-26.1	-22.5
现金净流量	-561	-33	441	915	475	780	资产负债率	48.62%	34.34%	17.09%	18.19%	17.92%	16.54%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	5	6	8
增持	0	0	4	4	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.44	1.42	1.44

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	12.50	17.40 ~ 17.40
2 2012-10-30	买入	13.17	N/A
3 2013-05-02	买入	13.00	N/A
4 2013-08-27	买入	13.57	N/A
5 2013-09-02	买入	15.54	N/A

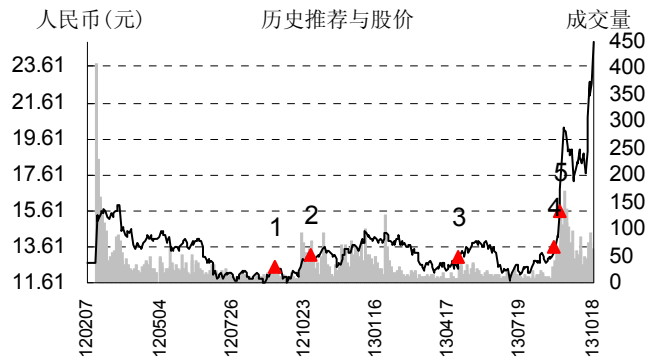
来源：国金证券研究所

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作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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD