

万顺股份 (300057) 新股申购策略

首次

2010年2月2日 星期二

卢媛媛
 021-50586660-8635
 lyy@longone.com.cn

徐玲玲
 021-50586660-8634
 xll@longone.com.cn

联系人: 顾颖
 021-50586660-8638
 dhresearch@longone.com.cn

投资要点

- 公司的主要业务是环保生态型纸制品印刷材料的研发、生产和销售，直接客户主要是大型印刷企业，终端客户是生产高附加值并对产品包装的环保、美观和防伪有更高要求的企业。
- 目前公司的产品主要应用于烟标和酒标的印刷，少量应用于高档礼品包装印刷。公司主导产品为镭射和非镭射两大系列各规格的转移纸和复合纸等。位于包装行业中包装印刷、纸制品包装子行业的产业链上游环节。
- 包装由于具备产品保护、附加值提升（包括强化视觉冲击力和防伪等）、推广促销等多重功能，在现代社会得到越来越广泛的应用，应用领域涵盖第一产业至第三产业、涵盖物品流通的每一个环节。由此可见，包装行业的发展与人类社会和经济的持续发展息息相关，是现代经济体系中的“朝阳产业”。
- 公司产品的原材料为原纸，占公司营业成本的60%以上。请投资者关注原纸价格波动的风险。我们预计公司09-11年每股收益分别为0.39、0.50、0.71元/股。公司合理价位在15-20元，相对应PE为30-40倍。

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.38	0.39	0.50	0.71
每股净资产	1.77	6.74	7.24	7.95
ROE	21%	6%	7%	9%
毛利率	20%	22%	22%	23%
收入增长率	26%	13%	23%	37%
净利润增长	20%	39%	28%	42%
资产负债率	50%	12%	12%	19%
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	1.1	1.8	1.5	2.2

一、发行基本情况

询价推介日期	2010年1月29日——2010年2月2日
定价公告刊登日期	2010年2月4日
申购日期和缴款日期	2010年2月5日
股票上市日期	

拟发行 5300 万股

发行后总股本 21100 万股

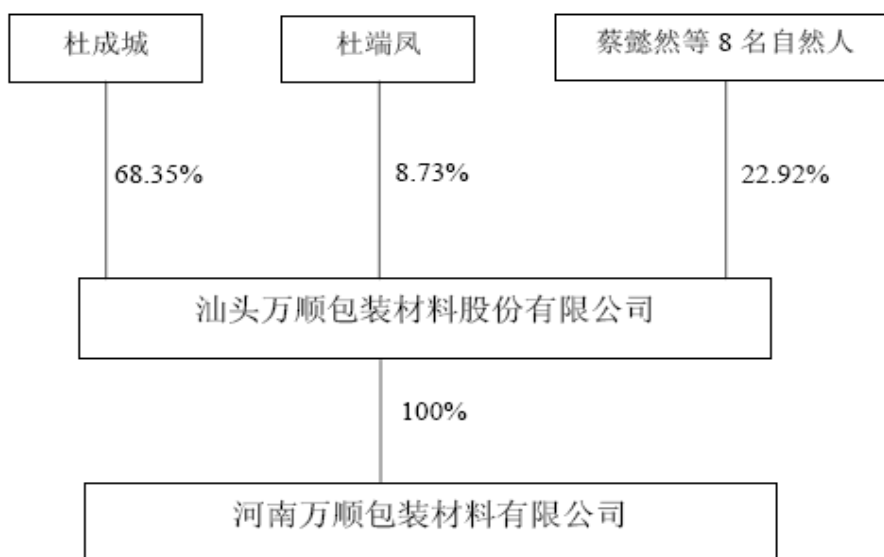
主承销商：渤海证券

二、财务概况

	2009年1-6月	2008年	2007年
毛利率	21.18	20.38	19.31
营业利润率	12.47	12.75	12.69
净利率	9.95	10.40	10.85
净资产收益率-摊薄	11.10	21.22	22.40
资产负债率	52.29	49.83	54.45
发行后每股收益	0.15	0.28	0.23
主营业务增长率	—	25.52	21.83
净利润增长率	—	20.27	141.72

数据来源：公司招股说明书

三、股权结构



数据来源：公司招股说明书

杜成城为本公司的控股股东和实际控制人，占发行前总股本的 68.35%。

四、公司概况

公司的主要业务是环保生态型纸制品印刷材料的研发、生产和销售，直接客户主要是大型印刷企业，终端客户是生产高附加值并对产品包装的环保、美观和防伪有更高要求的企业。

目前公司的产品主要应用于烟标和酒标的印刷，少量应用于高档礼品包装印刷。公司主导产品为镭射和非镭射两大系列各规格的转移纸和复合纸等。位于包装行业中包装印刷、纸制品包装子行业的产业链上游环节。

五、主要产品产能:

1、公司主导产品销售收入及其比例情况

单位: 万元

产品	1H2009		2008		2007		2006	
	金额	比例%	金额	比例%	金额	比例%	金额	比例%
转移纸	17,193.93	53.67	20,101.84	36.53	8,520.03	19.69	2,938.02	8.69
复合纸	14,840.34	46.33	34,923.78	63.47	34,759.50	80.31	30,882.46	91.31

数据来源: 公司招股说明书

2、公司主导产品生产能力情况

类别	2009年1-6月	2008年	2007年	2006年
转移纸(吨)	13,000	13,000	12,500	7,500
复合纸(吨)	26,000	26,000	25,000	15,000

备注: 公司产品产能主要取决于复合机产能, 以上产能估算的假设前提为: 复合机产能的50%用于生产复合纸, 50%用于生产转移纸; 按每日两班、每月开机26天的正常生产时间计算; 全部按生产烟标硬盒计算。

数据来源: 公司招股说明书

3、公司主导产品产量情况

类别	2009年1-6月	2008年	2007年	2006年
转移纸(吨)	11,335.26	13,723.85	5,232.72	1,488.95
复合纸(吨)	11,240.45	25,500.34	27,394.52	23,624.59

数据来源: 公司招股说明书

4、公司主导产品销量情况

类别	2009年1-6月	2008年	2007年	2006年
转移纸(吨)	11,597.58	13,446.33	5,049.79	1,490.08
复合纸(吨)	11,348.58	26,453.91	26,739.14	23,636.95

数据来源: 公司招股说明书

5、公司主导产品产销率情况

类别	2009年1-6月	2008年	2007年	2006年
转移纸	102.31%	97.98%	96.50%	100.08%
复合纸	100.96%	103.74%	97.61%	100.05%

数据来源: 公司招股说明书

六、行业状况和发展前景

包装由于具备产品保护、附加值提升（包括强化视觉冲击力和防伪等）、推广促销等多重功能，在现代社会得到越来越广泛的应用，应用领域涵盖第一产业至第三产业、涵盖物品流通的每一个环节。由此可见，包装行业的发展与人类社会和经济的持续发展息息相关，是现代经济体系中的“朝阳产业”。

据中国包装联合会统计，中国包装工业总产值由 2003 年的 2,806 亿增长至 2008 年的 7,300 亿元，年均增长 21%，其中 2008 年总产值相当于 1,070 亿美元，已经成为世界第二包装大国，约占全球 13% 的份额。广东是我国的包装工业大省，2007 年全省包装工业总产值达 1,115 亿元，占全国的 17.8%，排名全国第一。

公司产品所处行业的供求状况主要从两个方面进行分析：

1、烟标市场

2003-2008 年内销卷烟产销情况如下：

单位：万箱

项目	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
卷烟产量（内销）	3,579	3,715	3,853	4,044	4,283	4,412
增长率（%）	3.89	3.80	3.71	4.96	5.91	3.01
卷烟销量（内销）	3,596	3,725	3,866	4,070	4,279	4,361
增长率（%）	2.77	3.59	3.79	5.28	5.14	1.92

数据来源：公司招股说明书

2、酒标市场

白酒：根据中国食品产业网的统计，我国 2003-2008 年白酒产量年均增长 11.98%。从行业发展趋势来看，自 2005 年行业回暖以来，白酒产量处于高速增长阶段，因此可判断白酒酒标行业尤其是高端防伪酒标供应行业将进入快速发展期。

啤酒：伴随着国民收入水平和消费水平的逐步提高，中国啤酒业处于快速增长期。2003-2008 年我国啤酒产量年均增长 10.25%，2008 年啤酒的产量达 4,103.09 万千升。与卷烟市场类似，伴随着酒消费的逐步升级、酒市场对假冒伪劣产品识别要求的加强，对酒标工艺的要求也越来越高，这为酒标制造企业向中高档酒品提供高端防伪酒标营造了良好的市场机遇，也为高端防伪酒标的上游镭射防伪包装材料市场发展奠定了基础。

项目	产量（万吨/万千升）	瓶装个数（万个）	单位酒瓶的酒标面积（m ² /个）	酒标需求量（m ² ）	中高档酒所占比重	所需印刷纸面积（m ² ）
白酒	569.34	1,140,000	0.016	182,000,000	30%	54,656,640
啤酒	4,103.09	5,470,000	0.016	875,000,000	30%	262,597,760

葡萄酒	69.83	93,100	0.016	14,900,000	30%	4,469,427
合计	---	---	---	---	---	321,723,827

数据来源：公司招股说明书

七、募投项目简介

本次募集资金主要用于以下项目：

序号	项目名称	项目资金预算(单位:万元)		
		建设资金	流动资金	合计
1	环保生态型包装材料生产线扩建项目	34,567	3,000	37,567

数据来源：公司招股说明书

项目总投资合计 3.76 亿元，计算每股 7.09 元。

单位：万元

序号	项目名称	达产后正常年份销售收入	净利润	税后投资回收期	建设期(年)	达产期(年)
1	环保生态型包装材料生产线扩建项目	61,500	7480	4.27	2	2

数据来源：公司招股说明书

募投项目	2010	2011	2012	2013
新增产能	10,000	20,000	10,000	-
形成产能	10,000	30,000	40,000	40,000

数据来源：公司招股说明书

八、申购策略

公司产品的主要原材料为原纸，占公司营业成本的 60%以上。请投资者关注原纸价格波动的风险。我们预计公司 09-11 年每股收益分别为 0.39、0.50、0.71 元/股。公司合理价位在 15-20 元，相对应 PE 为 30-40 倍。

名称	申购代码	申购日期	解冻日期	发行量
万顺股份	300057	2010/2/5	2010/2/10	5300 万股

九、盈利预测

单位：百万元

资产负债表	2008	2009E	2010E	2011E	利润表	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	89	1066	907	894	营业收入	572	645	791	1087
应收款项	129	141	173	238	营业成本	455	505	614	837
存货净额	179	194	231	311	营业税金及附加	2	3	3	4
其他流动资产	26	26	28	33	销售费用	19	23	32	43
流动资产合计	423	1427	1339	1475	管理费用	14	19	24	33
固定资产	112	162	382	466	财务费用	8	1	(3)	(3)
无形资产及其他	22	21	21	20	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	100	其他收入	(2)	0	0	0
资产总计	558	1612	1743	2063	营业利润	73	95	122	174
短期借款及交易性金融负债	102	0	0	0	营业外净收支	(1)	2	2	2
应付款项	151	162	184	246	利润总额	72	97	124	176
其他流动负债	18	19	23	31	所得税费用	12	15	19	26
流动负债合计	270	181	207	277	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	8	8	8	8	归属于母公司净利润	59	82	106	149
其他长期负债	(0)	(0)	(0)	100	现金流量表(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
长期负债合计	8	8	8	108	净利润	59	82	106	149
负债合计	278	189	215	385	资产减值准备	(1)	(1)	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	折旧摊销	14	16	32	56
股东权益	280	1423	1528	1677	公允价值变动损失	(1)	(1)	(1)	(1)
负债和股东权益总计	558	1612	1743	2063	财务费用	8	1	(3)	(3)
关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E	营运资本变动	(40)	(15)	(46)	22
每股收益	0.38	0.39	0.50	0.71	其它	1	1	(0)	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	32	82	91	226
每股净资产	1.77	6.74	7.24	7.95	资本开支	(21)	(63)	(250)	(139)
ROS	10%	13%	13%	14%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	21%	6%	7%	9%	投资活动现金流	(21)	(63)	(250)	(239)
毛利率	20%	22%	22%	23%	权益性融资	0	1060	0	0
EBIT Margin	14%	15%	15%	16%	负债净变化	(20)	0	0	0
EBITDA Margin	17%	17%	19%	21%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	26%	13%	23%	37%	其它融资现金流	31	(102)	0	0
净利润增长	20%	39%	28%	42%	融资活动现金流	206	56	(8)	958
资产负债率	50%	12%	12%	19%	现金净变动	22	65	2	977
息率				0.0%	货币资金的期初余额	0	22	86	89
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	货币资金的期末余额	22	86	89	1066
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	企业自由现金流	0	31	35	19
EV/EBITDA	1.1	1.8	1.5	2.2	权益自由现金流	0	0	46	(83)

附注:**分析师简介及跟踪范围:****一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122