

2011年2月18日

# 万顺股份

## 净利微增，拟10转10派1.8元

**A**
**买入**

300057.SZ - 人民币 28.11

目标价格: 人民币 34.44

倪晓曼\*

(8621) 68604866-8503

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(%)	(5)	(8)	(27)	-
相对新华富时A50指数(%)	(1)	(1)	(25)	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	211
流通股(%)	25.1
流通股市值(人民币 百万)	1,489
3个月日均交易额(人民币 百万)	50
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
杜成城	51.8

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*项晓晓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**

万顺股份公告2010年净利润同比上升1.4%至8,177万元人民币,收入同比下降11.4%至6.28亿人民币。公司拟向全体股东每10股派发1.8元(含税)并转增10股。在公司自身产能尚未增加和烟草行业整合背景下,作为转移纸、复合纸的行业龙头,公司通过产品结构的优化和对酒标及日化品的新市场开发,确保了公司的业绩稳定。在2011年,随着公司IPO募投项目产能的释放以及公司外延式扩张,万顺股份业绩增长值得期待。我们维持该股目标价格34.44元人民币和买入评级。

### 支撑评级的要点

- 公司积极拓展烟标以外的包装市场,如酒标、知名产品包装等。与此同时,公司另一项拳头产品——高光纸已经赢得了客户的持续订单,预计将在未来3年将有效消化募投项目所释放的新产能并带动公司整体业绩增长。
- 双零铝箔产品依旧是万顺股份最大的看点和公司未来发展的核心竞争力。我们预计今年一季度末完成此次收购交割。
- 我们预计2011年的公司销售收入同比增长266%,销售额达到22.98亿元,预计2011年净利润同比增长196%,净利润达到2.42亿元,每股收益0.57元(未摊薄每股收益1.148元)。

### 评级面临的主要风险

- 江苏中基产品主要以销售海外为主,大约占到60%左右,容易受到国际市场需求变化的影响。同时,其产品价格会随着市场竞争产生一定的波动,这些将会对其业绩产生影响。

### 估值

- 公司在募投产能释放以及外延式扩张的背景下,我们预计公司完全有能力实现利润大幅增长。参考30倍2011年预测市盈率,我们维持该股目标价格34.44元人民币。对该股维持**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	2,298	3,455	3,631
变动(%)	24	(11)	266	50	5
净利润(人民币百万)	81	82	242	329	398
全面摊薄每股收益(人民币)	0.512	0.391	0.574	0.780	0.943
变动(%)	35.8	(23.6)	46.8	35.9	20.9
市盈率(倍)	54.9	71.9	49.0	36.0	29.8
每股现金流量(人民币)	0.67	0.61	0.53	0.40	1.50
价格/每股现金流量(倍)	41.8	46.2	50.6	69.6	18.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	37.7	48.8	28.0	21.6	17.6
每股股息(人民币)	0.114	0.094	0.047	0.047	0.047
股息率(%)	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 估值

随着万顺股份募投产能的释放，以及对江苏中基收购的完成，我们预计公司将实现利润大幅增长。预计 2011 年净利润同比增长 196%，净利润达到 2.42 亿元，每股收益 0.57 元（未摊薄每股收益 1.148 元）。参考 30 倍 2011 年预测市盈率，我们维持该股目标价格 34.44 元人民币。对该股维持**买入**评级。

## 年报点评

万顺股份 2010 年净利润同比上升 1.41% 至 8,177 万元人民币，收入同比下降 11.41% 至 6.28 亿人民币。公司拟向全体股东每 10 股派发 1.8 元（含税）并转增 10 股。

万顺股份自 2010 年初创业板上市后，即充分利用资本市场优势，同时调整公司的战略目标，对公司现有的产品进行优化整合，逐步淘汰毛利低、环保差的产品或订单，因此对本期的整体订单产生一定的影响，使得本期的收入较上期略有下降。但公司通过前期对中高档包装材料（复合纸和转移纸）的优化整合，总的订单量虽略有下降，至期末优化整合的效果已突显出来，使得公司的产品毛利率由 2009 年的 21.13% 提高到本期的 20.03%，并预计将在 2011 年及以后更加突出。

**图表 2. 2010 年业绩摘要**

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变动%
经营收入	708.71	627.88	(11.41)
销售成本	(558.92)	(483.28)	(13.53)
毛利润	149.79	144.60	(3.46)
销售费用	(23.94)	(23.96)	0.08
管理费用	(20.49)	(31.49)	53.68
经营利润	101.45	85.09	(16.13)
财务成本	(3.92)	12.69	
投资及其它收益	0.75	1.55	106.67
税前利润	94.95	95.76	0.85
净利润	80.63	81.77	1.41
<b>盈利能力(%)</b>			
毛利率	21.14	23.03	
净利率	11.38	13.02	

资料来源：公司数据

报告期内公司管理费用同比增长 53%，主要是管理人员薪酬增加、加大研发费用投入力度以及上市费用增加所致。报告期内，财务费用同比下降了 423%，主要系本期募集资金到位后利息收入增加以及归还银行贷款减少利息支出所致。

在当前宏观经济环境及公司所服务行业的发展趋势下，万顺股份未来业务的三驾马车将并驾齐驱：一是在中高档包装材料业务方面，中国绿色环保包装产业起飞，市场需求转型，行业稳定持续发展；二是在铝箔包装业务方面，随着中国铝箔行业的崛起，国际订单纷纷向中国转移，产业集中度逐步提高，行业技术向低损耗、高效率方向发展；三是在导电膜业务方面，导电膜产业向中国的战略性转移。公司将利用导电膜产业向中国战略性转移的历史契机，加强与供应商的合作，加快项目实施，力争迅速占领市场，早日产生效益，形成新的利润增长点。

### 预计今年 4 月底完成对江苏中基的收购

公司所收购“江苏中基铝业”的母公司“上海亚洲”（新加坡上市公司）于 2011 年 1 月 29 日发布公告，向新加坡市场披露此次被收购的进度。按照上市公司收购资产的流程，我们预计随着近期新加坡证券交易所对此次交易审批完毕，万顺股份将召开股东大会，进行此项目公司内部的决议流程。之后就将等待中国商务部和证监会的审批。我们预计万顺股份将最晚于今年 4 月前完成此次收购交割。

万顺股份的此次收购是我国创业板上市公司首次收购境内业务的海外上市公司，具有一定的里程碑意义。

### 烟草行业整合催生顶级的烟草包装供应商诞生

在最新召开的全国烟草工作会上，国家烟草专卖局公布了被简称为“532”、“461”的行业品牌发展战略蓝图：争取在“十二五”期间，着力培育 2 个年产量在 500 万箱、3 个 300 万箱、5 个 200 万箱以上的品牌；培育 12 个销售收入超过 400 亿元的品牌，其中 6 个超过 600 亿元、1 个超过 1,000 亿元。

当前全国共有约 80 余家烟草公司，烟草总局计划将其进一步整合至约 10 家。其实，早在“十一五”期间，国家烟草总局就提出烟草行业“百牌号”概念，其执行力度十分坚决，在短短数年内便将烟草品牌从 300 多个收缩至 100 多个，原有的 123 家法人企业到 2006 年骤减至 34 家。

目前万顺在全国 28 家重点烟草公司均设有成熟的营销渠道。下游烟草公司的集中度的提高，将催生顶级的烟草包装供应商的诞生。我们预计集生产、研发、资本和客户资源优势为一身的万顺股份将受益于此次烟草行业整合，我们看好公司未来 5 年的纸加工业务发展。

另一方面公司近期通过某全球领先不干胶制造企业的产品认证，成为其中国区高光纸的正式供应商，我们保守估计，该客户的订单将消化万顺股份约 1 万吨新增产能。

### 未来公司业绩增长引擎-ITO film

公司已经与国内三家企业达成合作意向，计划今年 6 月分别向客户提供小试样品。目前公司新建厂房已经全部到位，如一切顺利，今年四季度公司将达产约 25 万平米 ITO film。2012 年产能预计约达到 80 万平米至 100 万平米。

长期以来，我国触屏制造商一直依赖日本及台湾地区的进口 ITO film 产品。在德国供应商 Advanced Material 的设备与技术支持下，我们十分看好万顺股份 ITO film 的业务发展。

图表 3. 收入预测

销量 (吨, 平米)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
转移纸	27,113	22,312	37,000	59,000	68,000
复合纸	21,303	17,000	16,000	10,000	10,000
高光纸	NA	NA	4,000	7,000	9,000
铝箔	NA	NA	58,000	80,000	80,000
ITO Film	NA	NA	NA	800,000	800,000
平均价格 (元/吨, 元/平米)					
转移纸	15,096	16,000	17,100	16,500	16,500
复合纸	13,454	14,705	13,700	14,300	14,300
高光纸	NA	13,000	13,500	14,000	14,000
铝箔	NA	NA	24,000	25,000	25,000
ITO Film	NA	NA	NA	300	300
收入 (百万元)					
转移纸	409	357	633	974	1,122
复合纸	287	250	219	143	143
高光纸	NA	21	54	98	126
铝箔	NA	NA	1,392	2,000	2,000
ITO Film	NA	NA	NA	240	240
<b>合计</b>	<b>696</b>	<b>628</b>	<b>2,298</b>	<b>3,455</b>	<b>3,631</b>

资料来源：公司公告，中银国际研究

**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	2,298	3,455	3,631
销售成本	(559)	(483)	(1,659)	(2,622)	(2,646)
经营费用	(32)	(41)	(234)	(299)	(341)
息税折旧前利润	118	104	405	534	644
折旧及摊销	(16)	(18)	(20)	(17)	(18)
经营利润(息税前利润)	101	85	385	516	626
净利息收入(费用)	(4)	13	(3)	4	2
其他收益/(损失)	(3)	(2)	(2)	(3)	(3)
税前利润	95	96	380	517	624
所得税	(14)	(14)	(57)	(77)	(94)
少数股东权益	0	0	(81)	(110)	(133)
净利润	81	82	242	329	398
核心净利润	83	85	244	332	401
每股收益(港币)	0.512	0.391	0.574	0.780	0.943
核心每股收益(港币)	0.527	0.402	0.579	0.787	0.950
每股股息(港币)	0.114	0.094	0.047	0.047	0.047
收入增长(%)	24	(11)	266	50	5
息税前利润增长(%)	24	(16)	353	34	21
息税折旧前利润增长(%)	23	(12)	292	32	21
每股收益增长(%)	36	(24)	85	36	21
核心每股收益增长(%)	36	(24)	80	36	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	583	508	884
应收帐款	189	246	891	1,394	1,334
库存	135	100	345	545	550
其他流动资产	63	64	69	73	73
流动资产总计	487	1,288	1,888	2,520	2,842
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
长期资产总计	176	235	473	683	902
总资产	663	1,523	2,361	3,203	3,743
应付帐款	202	198	679	1,073	1,083
短期债务	98	5	5	6	7
其他流动负债	21	19	73	100	119
流动负债总计	322	221	756	1,179	1,209
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	1,102	1,411	1,789
股东权益	341	1,301	1,524	1,833	2,211
少数股东权益	0	0	81	191	323
总负债及权益	663	1,523	2,361	3,203	3,743
每股帐面价值(港币)	2.16	6.17	3.61	4.34	5.24
每股有形资产(港币)	1.78	5.89	3.40	4.09	4.94
每股净负债(现金)	(0.02)	(4.14)	(1.37)	(1.19)	(2.08)

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	380	517	624
折旧与摊销	16	18	20	17	18
净利息费用	4	(13)	3	(4)	(2)
运营资本变动	1	22	(360)	(285)	83
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(10)	5	(55)	(74)	(91)
经营活动产生的现金流	106	128	120	170	633
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
投资活动产生的现金流	(56)	(137)	(260)	(230)	(240)
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)	4	2
融资活动产生的现金流	(37)	786	(23)	(15)	(17)
现金变动	13	777	(95)	(75)	376
期初现金	89	101	878	583	508
公司自由现金流	50	(10)	(170)	(48)	403
权益自由现金流	33	(105)	(175)	(55)	396

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	17.6	15.4	17.7
息税前利润率	14.3	13.6	16.8	14.9	17.2
税前利润率	13.4	15.4	16.5	15.0	17.2
净利率	11.4	13.1	10.5	9.5	11.0
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.5	5.8	2.5	2.1	2.4
利息覆盖率(倍)	19.0	41.4	77.1	64.6	78.2
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	2.0	1.7	1.9
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	54.9	71.9	49.0	36.0	29.8
核心业务市盈率	53.3	70.0	48.6	35.7	29.6
目标价对应核心业务	65.3	85.8	59.5	43.8	36.3
市盈率					
市净率	13.0	4.6	7.8	6.5	5.4
价格/现金流	41.8	46.2	50.6	69.6	18.7
企业价值/息税折旧前	37.7	48.8	28.0	21.6	17.6
利润					
<b>周转率</b>					
存货周转天数	102.6	88.9	49.0	61.9	75.5
应收帐款周转天数	81.8	126.2	90.3	120.7	137.1
应付帐款周转天数	92.3	116.3	69.6	92.5	108.4
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	22.3	24.0	8.3	6.1	5.0
净资产收益率	26.0	10.0	17.1	19.6	19.7
资产收益率	14.1	6.7	16.9	15.8	15.3
已运用资本收益率	24.9	11.5	26.6	29.0	27.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2) 因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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

英国伦敦嘉能街 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