



**CICC**  
中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

首次关注

研究报告

2010年4月23日

小盘股（包装主题）

研究部

曾令波

分析师，SAC 执业证书编号：S0080200010008

zenglb@cicc.com.cn

刘青松

分析师，SAC 执业证书编号：S0080208120090

liuqs@cicc.com.cn

大行业小公司，快速复制者胜出

包装行业主题报告之一

### 投资提示：

从国际经验看，包装行业能够孕育巨型企业，而我国包装企业普遍规模较小。在这个巨大行业中，拥有核心竞争优势、能够快速复制商业模式的小公司，面临着持续成长的机会，值得投资者关注。

### 理由：

我国包装行业市场容量巨大，并且持续快速成长。09 年我国包装行业市场规模约 1,260 亿美元，占全球 22.5%。02-09 年行业年均增速 21.9%，保守估计未来仍将保持 15% 左右的增速。

我国包装企业规模较小，行业集中度将逐步提升。发达国家包装行业集中度高，大型包装企业深度参与到客户的产品研发、设计、物流等各个环节，为客户提供全面解决方案。国际经验来看，包装行业能够孕育巨型企业。我国包装行业极为分散，例如瓦楞包装行业前 10 大企业市场占有率不足 8%。我们判断，我国包装行业市场集中度将逐步提升，基于以下理由：（1）包装产业规模效应突出，大企业的规模优势将不断强化；（2）人民币升值、人工成本上升将使我国制造业升级加速，为其配套的包装产业也将升级，中小型包装厂将被迫退出市场；（3）消费升级对产品包装的要求也在升级，中小包装企业份额也将受挤压；（4）环保要求提高导致包装材料和工艺不断进步，比如饮料包装的轻量化趋势，部分企业将在技术和设备进步的过程中被淘汰；（5）在中国独特的金融体制下，小企业很难获得外部融资来扩张产能，大企业，尤其是上市公司则更容易获得低成本资金进行快速扩张，尤其是近期上市的公司能凭借超募巨额资金，为快速扩张打开通道。

拥有独特竞争优势、商业模式容易复制的企业可持续成长。行业集中度提升的趋势已经开始，在这一过程中，已在某些细分领域形成较强竞争优势，且商业模式容易复制的企业具备迅速扩张的潜质，饮料包装机械行业的达意隆和瓦楞包装行业的美盈森、合兴包装增长潜力较大。

### 重点覆盖公司：

**达意隆(002209, 推荐)：**公司是国内饮料包装机械行业龙头，产品线扩张和进口替代将推动现有机电业务稳定增长；公司凭借与可口可乐合作开发新品的机会，介入下游饮料包装代工业务，成为新的增长点。预计 2010-2012 年累计投产代工线分别为 2 条、9 条和 12 条。2010-2012 年收入和利润 CAGR40%/56.6%，EPS 0.42/0.74/1.02 元，PE 43.4/24.5/17.7 倍。按 2011 年 30x 目标市盈率给予 6~12 个月目标价 22.2 元，上涨空间 22%，首次关注给予“推荐”评级。

**美盈森(002303, 审慎推荐)：**公司是我国瓦楞包装行业包装一体化服务能力最强的企业，拥有富士康、IBM、艾默生等电子行业高端客户。公司凭借 IPO 募集资金 11 亿元（超募 5.8 亿）迅速扩张，未来产能将在目前 8,000 万平方米基础上新增 4.3 亿平，约提升 5 倍。预计 2010-2012 年收入和利润 CAGR 为 64.6% 和 53.2%，EPS0.94/1.52/2.20 元，PE39.3/24.1/16.8 倍，按 2011 年 28x 目标市盈率给予 6~12 个月目标价 42.6 元，上涨空间 16%，首次关注给予“审慎推荐”评级。

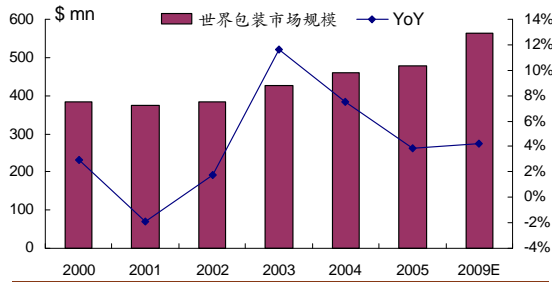
**合兴包装(002228, 中性)：**公司是福建省瓦楞包装行业龙头，即将成为全国布点最完善的内资企业。公司利用“标准化工厂”模式在全国 10 个重点省市迅速布局，2010 年底总产能将达 9.4 亿平，是 2009 年销量的 3.4 倍。预计 2010-2012 年收入和利润 CAGR 为 37.6%、42.7%；EPS0.42/0.61/0.85 元，PE38.0/25.8/18.6 倍。按 2011 年 28x 目标市盈率给予 6~12 个月目标价 17.2 元，上涨空间 8.4%，首次关注给予“中性”评级。

### 风险：

**业绩风险：**1、2010 年 1-4 月瓦楞纸和箱板纸均价同比上涨 42.3%、10.9%，尽管美盈森和合兴包装可将大部分原料涨价成本转嫁给客户，但产品提价滞后于原料涨价，1 季度毛利率存在低于市场预期可能；2、重要客户流失风险；3、迅速扩张带来的管理风险。**估值风险：**小盘股估值溢价缩小带来系统性的估值修正。

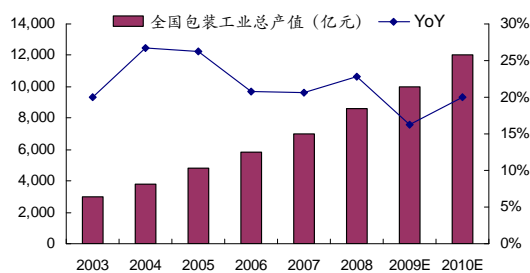
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图1：全球包装行业历年增速及预测



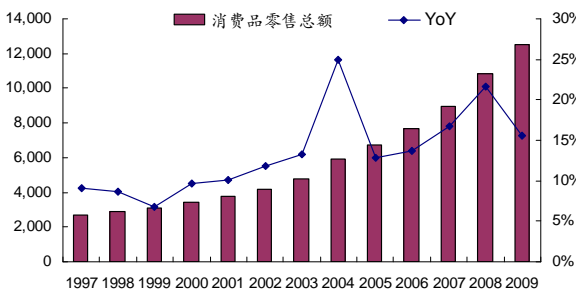
资料来源：WPO，中金公司研究部

图2：我国包装行业增速及预测



资料来源：中国包装联合会，中金公司研究部

图3：我国消费品零售总额持续增长



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图4：世界主要包装巨头

公司	简介	销售收入 (\$ mn)
Tetra Pak	全球最大的软包装供应商,提供设备、生产线,及相关设计方案	11,963
Amcor	澳大利亚包装巨头,提供塑料、玻璃、金属等包装产品及相关服务	8,851
Crown Holdings	全球领先的金属包装产品供应商	8,305
Toyo Seikan Group	日本最大包装企业,提供包装容器、包装机械及相关服务	7,855
Rexam	全球领先的消费品包装公司,提供整套包装服务和方案	7,431
Ball Corporation	全球领先的金属、塑料包装产品、服务提供商	7,345
Owens-Illinois	全球最大玻璃容器生产商	7,066

资料来源：公开资料，中金公司研究部

### 我国包装行业市场庞大，集中度将逐步提高 我国包装行业将保持年均15%的增长速度

包装品是商品流通中不可或缺的一部分，下游涉及食品饮料、电子、家电、机电等各行各业。按照体量划分，可分为微型包装、轻型包装、重型包装等；按照包装材料划分，可分为纸包装、塑料包装、金属包装、玻璃包装和其他包装，占比分别为39%、30%、18%、7%和6%。根据世界包装组织统计，09年全球包装行业市场规模5,600亿美元左右，02-09年复合增长率5.7%。

中国作为制造业大国，09年包装行业市场规模约为1,260亿美元（世界包装协会统计口径），占全球22.5%。消费品是包装行业最大下游，因此包装行业与社会消费品零售总额关联度较大。02-09年我国消费品零售总额年均增速16.9%，包装行业增速为21.9%。预计我国消费品零售总额仍将延续较快增速，保守估计包装行业可维持15%左右的增长速度。

#### 我国包装行业发展趋势

- 1、“简单包装”向“创新包装”转变。随着经济和消费水平的提升，包装不再是产品的简单附属物。消费者对包装品质、材料、款式等的要求都在提高。具有创新能力的包装企业将越来越受到客户的青睐。
- 2、“绿色包装”。随着“低碳经济”受到更为广泛的关注，政府对包装品的环保要求日趋严格。
- 3、包装一体化专业服务。经济发展，产业链分工精细化的必然趋势。越来越多的制造企业倾向于将包装环节整套外包，这样可提升管理效率、节约成本。但我国包装行业能够为下游提供专业的包装全面解决方案的企业依然不多。

#### 包装行业集中度将逐步提升

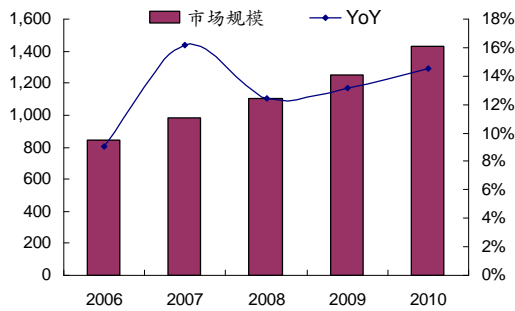
我国包装行业极为分散，地方中小企业众多，具有全国影响力的企业极少。例如瓦楞包装行业前10大企业市场占有率不足8%。我们判断，我国包装行业市场集中度将逐步提升，基于以下理由：(1)包装产业是规模效应突出的制造业，大企业随着规模不断扩大，在原材料采购成本、生产成本、物流成本等方面的优势不断强化，从而抢占中小企业的市场份额；(2)人民币升值、人工成本上升将使我国制造业升级加速，而“中国制造”的产业升级要求配套的包装产业升级，传统落后的小型包装厂将被迫退出市场；(3)随着中国人均GDP的增长和人民生活水平的提高，消费者对产品包装的需求也在升级，对包装物的监管标准在继续提高，缺乏研发实力和质量保证的小包装企业将无法生存；(4)环保要求提高导致包装材料和工艺不断进步，比如饮料包装的轻量化趋势，部分企业将在技术和设备进步的过程中被淘汰；(5)在中国独特的金融体制下，小企业很难获得外部融资来扩张产能，大企业，尤其是上市公司则更容易获得低成本资金进行快速扩张，尤其是近期上市的公司能凭借超募巨额资金，为快速扩张打开通道。

#### 国际经验来看，包装行业可孕育巨型企业

一国包装行业的先进程度与该国外经济发展阶段密切相关，决定因素包括下游的集中程度、制造业整体水平、环保要求执行情况等。发展中国家包装产业比较落后，大部分企业只是简单地为客户提供盒子、瓶子、箱子等包装产品。发达国家包装产业集中度高，大型包装企业深度参与到下游制造业供应链系统的产品设计制造、材料研发、物流等各个环节，体现的是全面服务的高附加值。在这一模式下，各包装子

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供,及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者,有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act 第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询,新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图 5: 瓦楞纸包装产品市场规模及预测 (亿元)



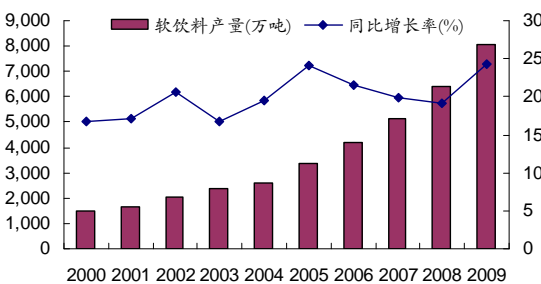
资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图 6: 主要瓦楞包装企业基本情况

主要企业	简介
浙江大学包装集团有限公司	总资产 3 亿多元, 占地面积 20 万平方米, 主要经营区域为上海、江苏、浙江等地。
华侨城 (亚洲) 控股有限公司	2008 年营业收入约为 7.4 亿元, 客户网络覆盖珠江三角洲、长江三角洲等区域, 目标市场涵盖家电、食品等行业
东莞正隆纸制品有限公司	投资总额 3,000 万美元, 厂区面积 80,196 平方米, 主要产品有纸板、纸箱、彩盒等。
宁波亚洲纸管纸箱有限公司	总投资近 6,530 万美元, 其产品主要有: 工业纸管、瓦楞纸板、瓦楞纸箱、彩印纸箱、单卡纸盒、淋膜纸、纸杯、纸盘及一次性纸制餐具等
合兴包装	2009 年销售收入 8.86 亿元, 增长 39%。主要业务区域为福建等地区, 并迅速向全国布局, 生产基地数量将位列内资企业首位。
美盈森	2009 年收入 7 亿元, 增长 10.7%。主要业务区域为珠三角, 主要客户为电子企业。借助 IPO 募投资金, 拟向长三角和重庆扩张。

资料来源: 美盈森招股书, 中金公司研究部

图 7: 我国饮料行业快速增长



资料来源: WIND, 中金公司研究部

行业均有全球布局的大型企业。例如, 全球最大软包装供应商利乐公司收入达 119 亿美元; 澳大利亚包装巨头 Amcor 公司收入达 88.5 亿美元; 国际纸业 09 年包装产品销售额 89 亿美元; 欧洲最大瓦楞纸板制造商爱生雅 08 年包装收入 51 亿美元。

### 瓦楞包装行业概览

**瓦楞包装行业将保持年均 10% 左右的增速。**瓦楞纸包装被誉为“绿色包装”, 具有可循环利用、对环境无污染、经济实用等特点。目前行业规模约为 1,400 亿元。06 年以来瓦楞包装行业产值复合增长率 14%, 略低于消费品零售总额增速 1-2 个百分点。保守预计未来几年瓦楞包装行业将保持 10% 左右的增速。长期来看, 瓦楞纸包装在我国有进一步替代金属、木材、塑料等其他材料的空间, 发达国家瓦楞包装占包装行业的比重普遍在 30% 左右, 而我国仅为 10%。

**行业集中度提升为大势所趋, 优势企业的增长前景乐观。**我国瓦楞包装行业虽然市场庞大, 但集中度低, 前 10 大企业市场份额不到 8%, 而发达国家前五大企业市场份额达 70-80%。行业低端产品过剩的局面已经较为严重。全国大约有纸箱厂 16,000-20,000 家, 大多数为地方中小企业, 平均每家产量只有 100-125 万平。目前全国有 4,000 多条瓦楞纸板生产线, 约 40% 为速度 50 米左右的低速线, 约 45% 为 80-150 米的中速线, 而在 150 米以上的高速线约只占 15%, 全国单机占比超过 50%。此外, 随着制造业的升级, 对瓦楞包装产品的要求也在提升, 轻量化、低克重、高强度是主要发展趋势。大部分中小企业无法生产满足以上要求的产品。

未来几年中小企业和低端生产线逐步遭淘汰的趋势将更加明显。危机以来, 中小瓦楞包装企业开工率严重不足, 一些小型生产线甚至停产, 而美盈森、合兴包装等大型企业依然能够维持稳定增长。大型企业在规模、成本、客户资源、产品结构、物流能力、综合服务能力等方面具有明显的优势, 将通过跨行业、跨地域的扩张持续挤占中小企业市场份额。行业内比较大的企业包括华侨城 (亚洲) 控股有限公司、国际纸业、爱生雅、永丰余 (台湾)、美盈森、合兴包装几家企业。除了地域上有销售半径的限制以外, 各企业侧重的行业、客户和产品也有一定区别, 因此在大型企业之间尚未出现白热化竞争局面。

### 饮料包装行业概览

**饮料包装行业仍将保持 15%-20% 的增速。**我国是饮料消费大国, 09 年我国软饮料产量近 8,100 万吨, 产值达 2,670 亿元, 同比增长 19.6%。其中碳酸饮料产量增长 7.1%, 包装用水增长 24.6%, 果蔬汁增长 37.7%。2002 年以来我国软饮料产量年均增速为 21.9%。长期来看, 我国饮料行业仍有较大增长空间, 尤其是农村地区消费能力的提升将拉动饮料消费。我国人均饮料消费量仅为世界平均水平的 1/5, 为西欧国家的 1/24。预计饮料行业未来仍将保持 15%-20% 的增速。饮料包装是指从容器制造、到灌装、到二次包装的饮料生产过程, 与饮料产量直接相关, 因此也将保持 15%-20% 的增速。按照包装成本占饮料行业产值的 30%-40% 测算, 软饮料包装行业 09 年市场规模为 801-1,068 亿元。

**预计国内 PET 瓶灌装线年新增需求量为 91-145 条。**按照材料不同, 饮料包装可分为塑料、玻璃、纸和金属包装, 约分别占比 30%、30%、10% 和 30%。其中塑料包装以 PET 聚酯瓶为主, 其主要特点为强度大、质量轻、成本低、无毒等。

我国 09 年 PET 瓶年需求量约为 600 亿瓶, 假设 2010 年增长 15%, 则新增需求 90 亿支。按照平均每条生产线灌装效率 25,000-30,000 瓶/小时, 日开工时间 8-12 小时, 全年开工天数 310-330 天测算, 则 2010 年需新增生产线 91-145 条。

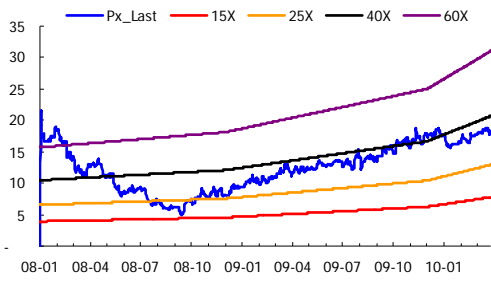
本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由 (1) 中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及 (2) 中国国际金融 (新加坡) 有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 8：可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 10-4-22	总市值 (亿元)	EPS			盈利增长(%)			CAGR		PE			PB		
				09A	10E	11E	09A	10E	11E	09-11	09A	10E	11E	09A	10E	11E	
达意隆	002209.SZ	18.12	24	0.30	0.42	0.74	17.1%	38.2%	76.9%	56.3%	59.9	43.4	24.5	3.9	3.7	3.3	
美盈森	002303.SZ	36.80	66	0.74	0.94	1.52	30.1%	26.1%	63.0%	43.4%	49.6	39.3	24.1	3.3	2.9	2.5	
合兴包装	002228.SZ	15.86	30	0.31	0.42	0.61	31.6%	35.6%	46.9%	41.1%	51.5	38.0	25.8	6.9	3.5	3.0	
珠海中富	000659.SZ	8.76	60	0.24	0.28	0.32	255.2%	16.8%	16.1%	16.4%	36.6	31.4	27.0	n.a.	n.a.	n.a.	
紫江企业	600210.SH	7.37	106	0.42	0.47	0.53	222.9%	13.7%	13.0%	13.3%	17.7	15.6	13.8	2.9	2.5	2.2	
山东药玻	600529.SH	18.71	48	0.62	0.78	0.95	17.2%	26.8%	21.2%	24.0%	30.4	24.0	19.8	3.0	2.7	2.4	
通产丽星	002243.SZ	12.51	32	0.25	0.29	0.41	38.1%	14.9%	39.8%	26.7%	49.4	43.0	30.7	n.a.	6.0	5.3	
永新股份	002014.SZ	19.83	28	0.63	0.88	1.04	28.2%	40.4%	18.3%	28.9%	31.7	22.5	19.1	4.1	3.6	3.2	
中值							30.8%	26.4%	30.5%	27.8%	43.0	34.7	24.3	3.6	3.5	3.0	

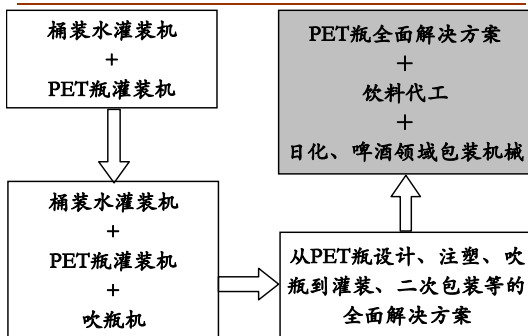
资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司

图 9: 历史股价表现和市盈率区间



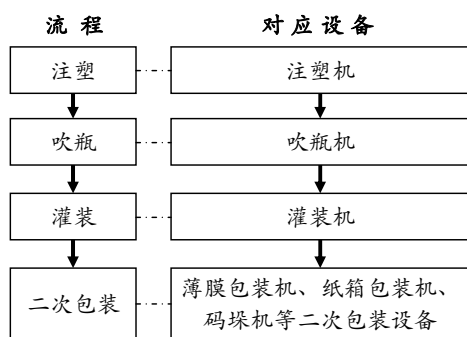
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图 10: 公司业务扩张路径



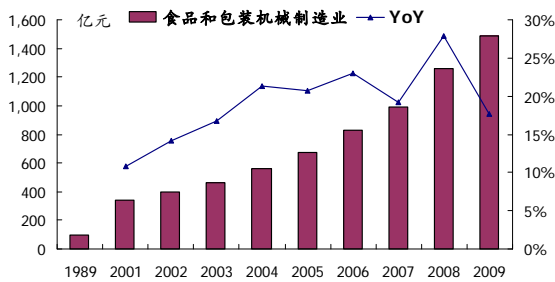
资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图 11: 饮料包装流程及所需设备



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部;

图 12: 我国食品和包装机械历年增速



资料来源: 中国食品和包装机械工业协会, 中金公司研究部;

## 达意隆(002209.CH): 推荐

### 包装机械小巨人, 掘金包装代工大市场

#### 投资提示:

按 2011 年 30x 目标市盈率给予 6~12 个月目标价 22.2 元, 上涨空间 22%, 首次关注给予“推荐”评级。建议积极介入, 长线持有。

#### 理由:

公司凭借与可口可乐合作开发新品的机会, 向下游饮料代工大市场延伸, 空间巨大。预计 2010-2012 年收入和利润 CAGR 为 40%、56.6%。2010~2012 年 EPS 0.42/0.74/1.02 元, 对应市盈率 43.4/24.5/17.7 倍。

#### 公司质地: 包装机械小巨人, 饮料包装全面解决方案提供商

公司是我国饮料包装机械龙头企业, 连续数年在饮料包装机械领域市场 (尤其是全自动高速 PET 瓶吹瓶机和 PET 瓶灌装生产线) 占有率全国第一, 并对进口产品产生一定替代作用。公司从桶装水灌装生产线起家, 产品线不断延伸至 PET 瓶全套设备。公司于 2002 年研制出国内首台 PET 吹瓶机, 销售额从 04 年的 3,900 万提升至 09 年的 1.42 亿元; 于 2006 年成功研制出国内最先进的高黏度流体高速灌装设备, 灌装速度高达 20,000 瓶/每小时。同时公司也正积极培育日化和啤酒产品灌装设备, 产品线持续延伸。

#### 成长动力:

##### 1、产品线延伸+进口替代带来饮料包装机械业务稳健增长

公司流体灌装设备、二次包装设备募投项目将于 2010~2011 年陆续达产, 预计两项新增产品(二次包装设备和流体灌装机)凭借突出的性价比优势仍将延续公司产品对进口替代的进程; 鉴于国内饮料包装机械总体需求未来两年仍将保持 10-15% 的适度增速, 我们预计公司募投项目将能实现规划中的盈利贡献, 达产后合计带来年收入增量 1.35 亿元, 利润总额增量 2,520 万元。除募投项目外, 公司参股 38% 子公司广州一道注塑机业务经过 2-3 年研发, 09 年已步入收获期, 盈利约 700 万元, 预计 2010、2011 年将同比增长 40% 和 30%。

##### 2、掘金包装代工大市场

公司与可口可乐合作开发的新型包装机械已成功, 并与太古可口可乐签订了两条矿泉水生产线的代工协议, 由公司在对方厂投资生产线, 负责从 PET 瓶制造到灌装到二次包装的整套来料加工。我们看好公司包装代工业务的前景。1) 公司作为设备企业, 具有成本和技术优势, 因此有能力在这一庞大市场中获得一定份额; 2) 投资回报率高, 每条线投资额 3000 万元, 考虑到产量季节波动等因素后, 每年可实现代工收入 1,600 万元, 净利润约 380 万元, EPS 3 分钱, 投资回报率为 12.6%; 3) 可迅速复制 (半年左右即可投产); 4) 包装代工和设备销售将相互促进。预计公司 2010-2012 年累计投产代工线分别为 2 条、9 条和 12 条, 贡献利润分别为 380 万、1520 万和 3420 万元, 合 EPS 0.03/0.12/0.26 元 (假设投产当年贡献半年利润)。敏感性分析显示, 如果 2011 年累计投产代工线达到 10、12 条, 公司 2011 年 EPS 分别为 0.75/0.78 元。

#### 股价催化剂:

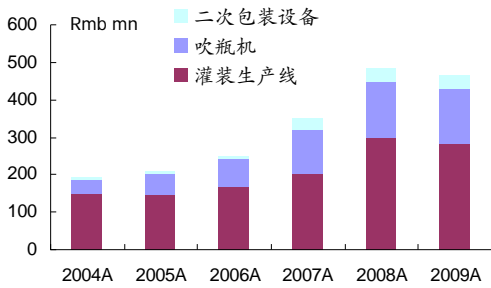
为可口可乐代工的产品上市, 将提升市场对公司新业务的信心。

#### 风险:

饮料代工业务发展慢于预期; 钢价大幅上涨。

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供,及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图 13：公司收入构成明细



资料来源：公司资料，中金公司研究部

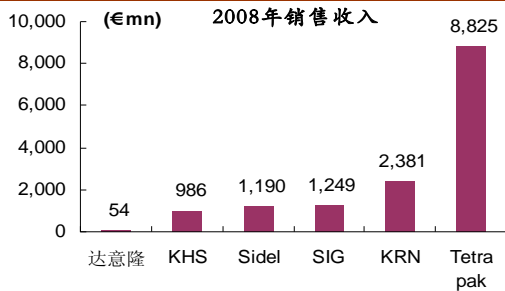
图 14：公司代工业务具有成本优势

按照设备价值占总投资3,000万的75%，公司自产设备占比75%测算，单条生产线公司自产设备1,688万元，进口设备价格约为公司设备2倍，约3,376万元

(万元)	达意隆自产设备	竞争对手进口设备
设备价值	1,688	3,376
折旧年限	10	10
年折旧费用	169	338
维护费用占设备价值比重	2.0%	3.0%
维护费用	34	101
折旧和维护费用合计	203	439
达意隆费用节约	236	
单条生产线代工收入	1600	
费用节约占收入比重	14.8%	

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图 15：全球饮料包装机械行业巨头销售情况



资料来源：公开资料，中金公司研究部

图 16：公司主要产品与竞争对手比较

产品	竞争对手	国外	国内
全自动高速PET瓶吹灌一体机	KRONES, SIDEL, KHS	国外产品平均价格800万元以上，公司产品价格约360万。	仅有少数企业具备中高端产品生产领域的领先地位
高粘度流体灌装机	KRONES, RONCHI	代表最高水平，灌装速度达45,000瓶/小时，价格仅为国外产品的约30%。	广州广富包装机械 最高时速度10,000瓶/小时 技术水平国内领先，最高时速度20,000瓶/小时
高速PET瓶吹瓶机	KRONES, SIDEL	价格仅为国外产品的约40%。	国内主要竞争对手 公司具备确立国内领先地位
数控全自动薄膜包装机	SMI, 科特	代表最高水平	广州万源德包装机械、空鸣新科机械 专门生产后段包装设备 公司具有整机配套优势

资料来源：公开资料，中金公司研究部

成长持续性：

饮料包装代工业务前景广阔

**1、公司成本优势明显。**国内大型代工厂多采用进口设备，价格是公司设备的2倍左右，而公司利用自有设备可明显节约成本。经我们测算，公司已签的两条生产线，每条线可节省初始投资1,688万元，每年可节省折旧和维护费用236万元，占代工收入1,600万的14.8% (图14)。同时，公司作为设备厂商，较外购设备的代工企业技术更强，包装品质将不逊于竞争对手。因此公司有能力在这一庞大市场中获得一定份额。

**2、市场空间大。**公司已于09年末增发募集资金1.8亿元，扣除二次包装设备项目所需6,000万元，剩余1.2亿元，再加上债务融资，可满足额外4~12条代工线的投资需求。经我们测算，我国2010年需新增PET瓶灌装线91-145条，市场规模庞大。国际上瑞典利乐公司是设备企业向下游包装领域延伸的成功典范。该公司起初主营液体包装设备，后来凭借设备和资本优势向下游包装和包装材料领域渗透，后成为全球最大的软包装供应商，占据全球75%软包装市场份额，08年销售额88亿欧元。

饮料包装机械业务：长期成长空间广阔，短期年均增速约25%。

**1、长期。**目前我国饮料包装机械年需求110亿元左右，其中约40%依赖进口，公司09年内销金额2.3亿元，市场占有率仅3.5%；目前全球饮料包装机械市场规模约90亿美元左右，公司09年出口金额为2.43亿元，中国以外市场占有率仅0.5%。全球大型饮料包装机械同行中，KRN公司08年收入23.8亿欧元；西得乐公司08年仅海外市场销售就达11.9亿欧元。因此公司长期成长空间较大。

**2、短期。**国内饮料包装机械需求将保持10-15%的增速，由于进口替代的促进，内资企业将保持15%-20%的增速。公司作为行业龙头，在产品线扩张、进口替代推动下，年均增速有望保持25%左右。公司目前主力产品灌装机和吹瓶机合计占收入的90%左右，未来注塑机、二次包装设备和流体灌装机将放量，成为新的增长点。流体灌装设备项目将于2010年达产，按规划将新增收入7,000万元，利润总额1,167元；增发项目“二次包装设备”预计2010年底投产，达产后新增收入6,460万元，利润总额1,353万元；广州一道（公司参股38%）的注塑机经过2-3年的研发已步入收获期，09年实现盈利约700万元，未来将高速增长。

财务分析：

- 09年受危机影响，饮料企业采购设备极为谨慎，导致公司主营业务收入下降3.4%。目前公司订单已从底部复苏。
- 09年公司内销同比下降13.98%，但积极开发东南亚、中东等海外市场，出口同比上涨6.44%，从而使总收入仅下降4.37%。公司出口市场主要面对饮料行业增长较快的发展中国家，因此出口业务仍将稳定增长。
- 零部件自产比例将进一步提升。09年外购机械加工件占比从08年的50.3%下降至38.7%，毛利率因此提升2.17个百分点。伴随产能释放，预计零部件自给率将继续提升。
- 毛利率小幅下降。假设2010年钢材均价上涨25%，公司外购机械件占比下降5个百分点，综合正负两种因素，预计2010年灌装设备、吹瓶机和二次包装设备毛利率分别下降0.8、0.7和0.6个百分点。

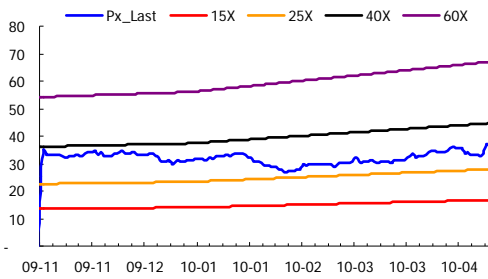
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 17: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

达意隆 损益表(人民币百万)							历史股价表现						
002209	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	(%)	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
销售收入	354	493	477	640	980	1,254		-3%	4%	3%	16%	47%	63%
销售成本	-255	-363	-340	-462	-707	-899	行业板块	制造业		二级行业		专用设备制造业	
营业费用	-36	-60	-59	-72	-100	-124	第一大股东	张颂明		持股比例		42.33%	
管理费用	-24	-30	-31	-38	-54	-68	总市值(百万元)	2,359		流通市值(百万元)		1,028	
EBIT	37	37	42	63	111	154	发行股数(百万股)	130		股票现价(元)		18.12	
EBITDA	44	46	56	83	137	185	<b>成长性分析</b>						
财务费用	-2	-3	-3	-3	-3	-3	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
投资收益	0	0	-1	0	3	3	销售收入	39.7%	39.3%	-3.4%	34.3%	53.1%	28.0%
其他损益项	0	0	0	0	0	0	销售毛利	26.7%	31.4%	3.9%	30.7%	53.1%	30.4%
所得税	-8	-5	-6	-8	-15	-20	EBITDA	15.4%	4.3%	21.5%	49.3%	65.0%	34.8%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	EBIT	15.3%	1.0%	12.3%	50.4%	76.4%	38.6%
归属于股东的净利润	31	34	39	54	96	133	净利润	22.1%	8.8%	17.1%	38.2%	76.9%	38.7%
<b>达意隆 资产负债表(人民币百万)</b>							<b>盈利能力分析</b>						
002209	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
现金	81	105	278	126	124	161	毛利率	27.4%	25.9%	27.8%	27.1%	27.1%	27.6%
应收帐款	101	127	143	192	294	377	营业费用率	10.2%	12.2%	12.5%	11.3%	10.2%	9.9%
预付帐款	25	26	18	24	37	47	管理费用率	6.8%	6.1%	6.6%	5.9%	5.5%	5.4%
存货	169	215	170	231	353	449	EBITDA利润率	12.4%	9.3%	11.7%	13.0%	14.0%	14.7%
其他流动资产	-	-	-	-	-	-	EBIT利润率	10.4%	7.6%	8.8%	9.8%	11.3%	12.3%
流动资产	383	487	618	585	827	1,057	净利润率	8.7%	6.8%	8.3%	8.5%	9.8%	10.6%
固定资产	163	260	277	443	469	489	<b>偿债能力分析</b>						
长期投资	3	3	6	9	11	14	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
其他长期资产	-	-	-	-	-	-	流动比率	1.12	1.28	1.73	1.28	1.25	1.28
长期资产	169	270	291	459	487	510	速动比率	0.63	0.72	1.26	0.78	0.72	0.74
资产总额	552	758	909	1,045	1,314	1,567	现金比率	15%	14%	31%	12%	9%	10%
短期借款	71	62	90	90	90	90	资产负债率	68%	59%	42%	46%	52%	54%
各项应付款	164	195	174	236	361	459	债务/权益	212%	142%	73%	86%	110%	119%
应交税费	6	-1	2	3	4	6	净债务/权益	2%	3%	-36%	-6%	-5%	-10%
应付职工薪酬	1	1	4	5	8	11	利息覆盖倍数	22	15	17	28	46	61
其他流动负债	100	123	87	121	197	259	<b>杜邦分析</b>						
流动负债	342	380	356	455	661	824	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
长期借款	14	40	-	-	-	-	税后利润/EBIT	84%	90%	94%	86%	87%	87%
其他长期负债	20	25	27	27	27	27	xEBIT利润率	10.4%	7.6%	8.8%	9.8%	11.3%	12.3%
长期负债	33	65	27	27	27	27	=销售净利润率	8.7%	6.8%	8.3%	8.5%	9.8%	10.6%
负债总额	375	445	383	482	687	851	x资产周转率	0.64	0.65	0.52	0.61	0.75	0.80
少数股东权益	-	-	-	-	-	-	=总资产收益率	6.0%	5.1%	4.7%	5.6%	8.2%	9.3%
股本	85	114	130	130	130	130	x总资产/净资产	3.12	2.42	1.73	1.86	2.10	2.19
公积金及未分配利润	92	198	396	432	497	586	=净资产收益率	17.5%	10.8%	7.5%	9.7%	15.3%	18.6%
股东权益	177	312	526	563	627	716	<b>回报率分析</b>						
负债及股东权益	552	758	909	1,045	1,314	1,567	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
<b>达意隆 现金流量表(人民币百万)</b>							<b>每股指标分析</b>						
002209	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
净利润	31	34	39	54	96	133	摊薄每股收益	0.24	0.26	0.30	0.42	0.74	1.02
折旧/摊销	7	8	14	20	26	31	每股经营性现金流	0.41	-0.14	0.46	0.38	0.54	0.94
运营资本变化	-14	-45	4	-25	-52	-42	每股股息	0.03	0.04	0.10	0.14	0.24	0.34
其他项	11	-13	3	0	0	0	每股净资产	1.55	2.74	4.61	4.93	5.50	6.28
经营活动现金流	35	-16	59	50	70	122	<b>估值分析</b>						
固定资产投资	-20	-87	-31	-186	-52	-52	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		
其他投资活动	-2	0	0	1	1	1	市盈率	70.2	59.9	43.4	24.5	17.7	
投资活动现金流	-22	-86	-30	-185	-51	-51	市净率	6.6	3.9	3.7	3.3	2.9	
股权融资	-	113	185	-	-	-	股价/每股经营性现金流	-128.5	39.8	47.5	33.6	19.3	
借款变动	11	22	-31	-	-	-	红利收益率	0.2%	0.6%	0.8%	1.3%	1.9%	
其他融资活动	-2	-7	-9	-16	-21	-35	<b>DCF估值(RMB)</b>						
融资活动现金流	9	128	144	-16	-21	-35	目标股价(RMB)	22.2	预期收益率		22%		
现金(等价物)变化	21	25	173	-152	-2	37	目标市盈率			53	30	22	
							目标市净率			4	4	4	

资料来源: 彭博资讯, 公司资料, 中金公司

图 18：历史股价表现和市盈率区间



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图 19：公司产品产能及产量预测

(万平方米)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
原厂区产能	3,200	5,800	6,500	7,400	7,400	7,400	7,400	7,400
新型包装投资项目(原厂区)					1,000	1,000	1,000	1,000
设计产能					15,000	15,000	15,000	15,000
达产产能					3,000	9,750	15,000	15,000
产量					500	4,500	9,000	11,000
产能利用率					17%	46%	60%	73%
设计产能					15,000	15,000	15,000	15,000
达产产能					-	9,750	15,000	15,000
产量					-	3,500	8,000	11,000
产能利用率					-	36%	53%	73%
设计产能					13,000	13,000	13,000	13,000
达产产能					-	8,450	13,000	13,000
产量					-	2,000	5,500	9,000
产能利用率					-	24%	42%	69%
总产能	3,200	5,800	6,500	7,400	11,400	36,350	51,400	51,400
同比增长	81.3%	12.1%	13.8%	54.1%	218.9%	41.4%	0.0%	
总产量	3,200	5,800	6,500	7,400	8,900	18,400	30,900	39,400
同比增长	81.3%	12.1%	13.8%	20.3%	106.7%	67.9%	27.5%	
产能利用率	100%	100%	100%	78%	51%	60%	77%	

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图 20：公司现有主要客户及正在洽谈主要客户

现有客户	
富士康	全球3C代工领域规模最大、成长最快的国际集团
IBM	全球最大的信息技术和业务解决方案公司
艾默生	技术与工程领域的全球领袖，在各环节为全世界的客户开发并提供创新的解决方案
芬兰赛尔康	全球手机充电器行业的第二大制造商
韩国三星	集电子、机械、化工、金融及贸易服务为一体的韩国特大型集团
纬创资通	全球专业的信息、通信产品之代工设计与制造商
乐采商贸	LG集团成立的专业采购代理公司
山东城电子	大型港资电子商贸集团嘉城集团旗下子公司
正在洽谈潜在客户	
华润怡宝	拟向公司采购瓦楞包装产品共计1,000万件(套)
广东太古可口	随初期打样及试产阶段的完成，未来将为公司带来较多的订单
安利(中国)	成为安利的供应商，目前已开始进行打样及小批量生产
微软	已达成初步合作意向并签订初步协议
嘉利国际	已通过其认证并将陆续提供产品与服务
美国全宝通	达成合作意向，已通过其对公司包装样品的认证
优仪半导体	达成合作意向，已通过其对公司包装样品的认证
其他包括AVC公司、佛山普立华、美国杜邦、飞控、旭电、腾讯、鑫茂科技、苹果、美的、索尼等	

资料来源：公司招股书，中金公司研究部

## 美盈森(002303.CH)：审慎推荐

### 超募资金助跑瓦楞包装一体化龙头

#### 投资提示：

按 2011 年 28x 目标市盈率给予 6~12 个月目标价 42.6 元，上涨空间 16%，首次关注给予“审慎推荐”评级。

#### 理由：

利用 IPO 募集资金 11 亿元（其中超募 5.8 亿元）迅速扩张，产能将从 09 年底的约 8,000 万平米提升到 2012 年底的 5.1 亿平米，增加超过 5 倍。伴随产能的释放，预计未来 3 年收入和利润 CAGR 为 64.6%、53.5%。2010-2012 年 EPS0.94/1.52/2.20 元，对应市盈率 39.3/24.1/16.8 倍。

#### 公司质地：“优质客户+先进模式+雄厚资本”构成核心优势。

1、优质客户：公司是我国瓦楞包装行业龙头之一，拥有富士康、IBM、艾默生、三星、赛尔康等通讯电子行业高端客户；同时正积极开拓军品、医疗、家电、食品等包装需求较大的行业。在军品领域，公司已于 2007 年获得军品包装定点生产企业资质。

2、先进模式：公司拥有行业领先的包装一体化模式，与传统的只销售箱子不同，公司的包装品开发与客户产品研发同步，与客户的产品信息交换及时，并参与到客户物流、包装优化、第三方采购、库存管理等各个环节。通过全面的解决方案最终能为客户带来降低成本、提高效率。公司毛利率水平达 30% 左右，高于行业平均 20% 以下的水平。

3、雄厚资本：IPO 募集资金将使公司进一步提升产能和设备先进性。公司拟引进国际先进纸板生产线，能够为客户批量提供国内厂家无法批量生产的瓦楞包装产品，如 3A 纸箱等，替代进口。

#### 成长动力：

产能提升超 5 倍。凭借 IPO 募集资金 11 亿元（超募 5.8 亿），公司已迅速启动东莞、苏州和重庆三个项目，未来产能将在目前 8,000 万平基础上新增 4.3 亿平，增加约 5 倍。考虑到新增项目产能利用率需逐步提升，预计 2010-2012 年三个新增项目将合计贡献产量为 500/10,000/22,500 万平方米。

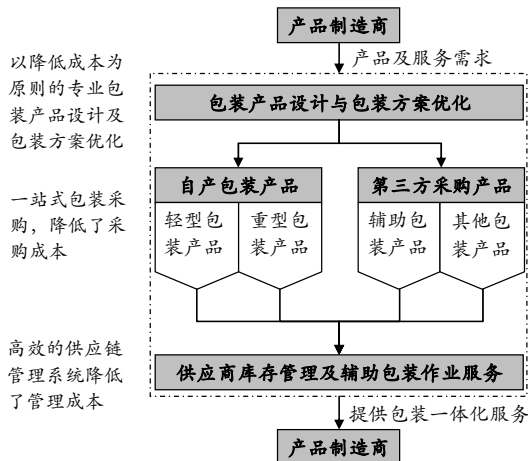
“现有客户渗透率提升+新客户开发”提升市场份额。公司珠江三角洲和全国市场占有率仅为 2.2% 和 0.5%，提升空间巨大：1、现有优质客户渗透率的提升。随着产能的提升，公司将深度挖掘现有优质客户更多型号产品、更多区域生产基地的包装需求。公司重庆项目将为惠普和其代工商富士康的重庆基地提供包装服务，该基地规划笔记本电脑产能 2,000 万台，1 季度产品已下线，预计下半年可批量生产；公司与全球第二大手机充电器企业赛尔康下属深圳公司正在洽谈新的框架协议，未来有望由只向对方销售纸箱升级为包装解决方案整体服务；公司在与惠州三星合作基础上，将进一步与三星集团成员企业合作缓冲纸衬垫替代塑料缓冲包材的项目，已进入小批量试产阶段。2、潜在优质客户的开拓。公司正与多家潜在客户进行洽谈、样品试制、综合考评等业务接触。与苹果和微软的合作正积极洽谈中，目前两家企业的包装品主要依赖进口；与安利(中国)和太古可乐的合作已进入小批量供货阶段。

#### 股价催化剂：

获得新的大型优质客户的供货合同；产能释放快于预期。



图 21: 公司包装一体化经营模式示意图



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图 22: 包装一体化模式的高附加值属性

同步设计	包装设计与客户产品开发设计同步, 缩短客户产品的设计周期
整体规划	提供最优最省设计组合, 规避单件设计易出现不配的情况
统一采购	通过大批量集中采购为客户节约采购成本和供应商管理成本
全面辅助	提供配套产品供货/辅助包装服务, 提高客户生产效率/减少生产过程中的浪费
库存管理	实行供应商库存管理, 确保供货的及时性及降低客户的仓储风险和成本

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图 23: 主要包装产品与包装对象

类型	包装标的对象
轻型包装产品	网络电话机、路由器、液晶显示器、手机、打印机及耗材、小型服务器、台式电脑、家庭影院、空调、相机、DVD等
重型瓦楞包装产品	高端服务器、风力发电机、电源服务器、交换机、精密机电产品等
重型复合包装产品	大型超重服务器、中央空调、医疗设备、大型控制机柜等
第三方采购产品	具备缓冲、防潮、防震、防静电、绝缘等性能的辅助包装产品及其他包装产品

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

成长持续性:

短期: 超过 5 倍的新增产能将满足 2013 年以前的高速增长

预计 2011-2013 年三个新增项目的有效产能将分别达到设计产能的 60%/100%/100%, 公司总产能将分别达到 3.64/5.14/5.14 亿平, 同比增长 219%/41%/0%。产量的增长将伴随市场开拓步伐而更为平滑, 预计 2011-2013 年产量将分别达到 1.84/3.09/3.94 亿平, 同比增长 107%/68%/28%。新增产能将足以满足公司 2013 年以前的快速扩张。

长期: 市场份额提升空间较大

1、布局电子信息制造业三大优势区域, 跨区域扩张刚刚开始。深圳和东莞基地、苏州基地、重庆基地将分别辐射珠三角、长三角和重庆市场。珠三角是全国最大的电子信息产业区, 产值约占全国 1/3, 该地区在人工成本上升压力下, 计划大力发展以电子信息产业为首的高新技术产业; 苏州 2009 年电子信息产业总产值占全国的 15%, 聚集了飞利浦、明基、佳能、索尼、松下、华硕等大型企业, 规划到 2011 年实现产值 10130 亿元, 年均增长 12%。重庆 2009 年电子信息产业产值仅 868 亿元, 但增长迅猛, 计划在 3 年内达到 5000 亿元, 年复合增长率达 79%, 有望成为中西部最重要增长极。目前重庆已在笔记本电脑领域积极展开布局, 规划到 2015 年形成笔记本电脑垂直整合配套体系及产业集群, 完成总投资 1000 亿元, 实现销售产值 2000 亿元, 惠普、富士康、广达、英业达等大型企业已相继落户投资, 其中仅惠普、富士康项目到 2012 年就将形成年产 2000 万台笔记本能力。

2、行业规模庞大, 公司市场份额依然较低。瓦楞包装行业规模约 1,400 亿, 前十大企业份额不到 8%, 每个省都有数百家瓦楞纸包装企业, 但销售上亿的企业极少。市场集中度提升已经开始, A 股两家上市公司美盈森和合兴包装过去几年增长率远快于行业增速。长期看, 大型包装企业将凭借规模、成本、研发、物流、服务等优势, 将持续扩张。公司在珠江三角洲地区市场占有率仅为 2.2% 和 0.5%, 提升空间大。

财务分析:

- 2010 年收入增量主要来自: 深圳本部技改项目新增产能 1000 万平; 东莞厂释放产量 500 万平; 部分生产任务转包给其他企业; 毛利率高达 40% 左右的重型产品占比提升。
- 折旧影响: 假设三个项目 2010-2012 年转固率分别为东莞 (20%/80%/100%)、重庆 (10%/80%/100%)、苏州 (10%/80%/100%), 则 2010-2012 年新增折旧费用为 0.10/0.54/0.70 亿元。
- 材料涨价影响: 瓦楞纸和箱板纸成本合计占轻型包装产品主营业务成本的 75% 左右。历史上公司毛利率较为稳定, 可将大部分材料涨价成本转嫁给下游客户。我们假设 2010 年瓦楞纸、箱板纸均价上涨 40%、18%, 轻型产品毛利率因此下降 1.9 个百分点。
- 毛利率: 综合考虑折旧、材料涨价等因素, 我们假设公司轻型产品 2010-2011 年毛利率分别下降 3ppt、1.5ppt。
- 费用率: 2010 年处于公司项目建设期, 且产能没有释放, 因此假设销售和管理费用率分别下降 0.2 和 0.3 个百分点。

风险:

2010 年 1-4 月瓦楞纸和箱板纸均价同比上涨 42.3%、10.9%, 环比 09 年 4 季度均价上涨 34.6%、21.3%, 因此 1 季度毛利率存在低于市场预期的可能; 新建项目市场开拓速度慢于预期; 大客户流失风险; 快速扩张带来的管理风险。

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 24：财务分析、盈利预测与估值分析摘要

美盈森 损益表 (人民币百万)						
002303	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	455	634	702	955	1,803	2,589
销售成本	-334	-449	-477	-667	-1,296	-1,871
营业费用	-23	-34	-42	-59	-110	-148
管理费用	-17	-25	-32	-46	-83	-111
EBIT	79	123	149	181	309	453
EBITDA	86	133	160	200	366	536
财务费用	0	1	4	15	11	8
投资收益	0	0	0	0	0	0
其他损益项	0	0	0	0	0	0
所得税	-6	-22	-23	-29	-47	-68
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于股东的净利润	71	102	133	167	273	393

美盈森 资产负债表 (人民币百万)						
002303	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
现金	54	149	1,424	1,052	760	1,069
应收帐款	114	143	179	251	504	723
预付帐款	2	3	0	0	1	1
存货	60	52	51	75	195	282
其他流动资产	-	-	-	-	-	-
流动资产	251	349	1,656	1,382	1,466	2,084
固定资产	63	58	82	630	1,128	1,075
长期投资	-	-	-	-	-	-
其他长期资产	4	-	-	-	-	-
长期资产	69	118	139	686	1,183	1,128
资产总额	320	466	1,795	2,068	2,649	3,213
短期借款	-	0	-	-	-	-
各项应付款	137	157	249	347	634	794
应交税费	1	11	13	18	34	41
应付职工薪酬	3	5	4	5	11	15
其他流动负债	4	16	1	4	5	6
流动负债	144	189	266	374	684	857
长期借款	-	-	21	19	17	15
其他长期负债	-	-	-	-	-	-
长期负债	-	-	21	19	17	15
负债总额	144	189	287	393	701	872
少数股东权益	-	-	-	-	-	-
股本	134	134	179	179	179	179
公积金及未分配利润	41	143	1,329	1,496	1,769	2,162
股东权益	175	277	1,508	1,675	1,948	2,340
负债及股东权益	320	466	1,795	2,068	2,649	3,213

美盈森 现金流量表 (人民币百万)						
002303	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	71	102	133	167	273	393
折旧/摊销	7	9	10	19	57	83
运营资本变化	-23	41	45	8	-66	-137
其他项	18	-17	-2	-15	-11	-8
经营活动现金流	72	135	186	179	252	331
固定资产投资	-18	-60	-34	-566	-556	-34
其他投资活动	-20	-	1	23	2	5
投资活动现金流	-38	-60	-33	-544	-554	-28
股权融资	-	-	1,105	-	-	-
借款变动	-0	-1	-10	-	-2	-2
其他融资活动	0	1	4	15	11	8
融资活动现金流	-	0	1,100	15	9	6
现金(等价物)变化	34	74	1,253	-349	-292	309

历史股价表现						
(%)	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
行业板块	11%	13%	20%	N/A	N/A	N/A
制造业			二级行业			其他制造业
第一大股东	王海鹏		持股比率			49.54%
总市值(百万元)	6,580		流通市值(百万元)			1,656
发行股数(百万股)	179		股票现价(元)			36.80

成长性分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	78.9%	39.4%	10.7%	36.1%	88.7%	43.6%
销售毛利	84.0%	53.4%	21.9%	28.4%	75.3%	41.9%
EBITDA	86.7%	53.3%	20.4%	25.4%	82.6%	46.5%
EBIT	95.4%	55.3%	21.0%	21.4%	70.6%	46.6%
净利润	111.9%	43.8%	30.1%	26.1%	63.0%	44.0%

盈利能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率	26.2%	28.9%	31.8%	30.0%	27.8%	27.5%
营业费用率	5.1%	5.4%	6.0%	6.2%	6.1%	5.7%
管理费用率	3.7%	4.0%	4.5%	4.8%	4.6%	4.3%
EBITDA利润率	19.0%	20.9%	22.7%	21.0%	20.3%	20.7%
EBIT利润率	17.5%	19.5%	21.3%	19.0%	17.1%	17.5%
净利润率	15.6%	16.1%	18.9%	17.5%	15.1%	15.2%

偿债能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动比率	1.74	1.84	6.22	3.69	2.14	2.43
速动比率	1.32	1.57	6.03	3.49	1.86	2.10
现金比率	17%	32%	79%	51%	29%	33%
资产负债率	45%	41%	16%	19%	26%	27%
债务/权益	82%	68%	19%	23%	36%	37%
净债务/权益	-31%	-54%	-93%	-62%	-38%	-45%
利息覆盖倍数	-871	-204	-36	-13	-33	-67

杜邦分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
税后利润/EBIT	89%	83%	89%	92%	88%	87%
xEBIT利润率	17.5%	19.5%	21.3%	19.0%	17.1%	17.5%
= 销售净利润率	15.6%	16.1%	18.9%	17.5%	15.1%	15.2%
x资产周转率	1.42	1.36	0.39	0.46	0.68	0.81
= 总资产收益率	26.4%	25.9%	11.7%	8.7%	11.6%	13.4%
x总资产/净资产	1.82	1.68	1.19	1.23	1.36	1.37
= 净资产收益率	40.5%	36.8%	8.8%	10.0%	14.0%	16.8%

回报率分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
投入资本回报率	50.7%	45.1%	14.7%	10.4%	14.9%	18.2%
平均资本回报率	22.2%	21.9%	7.4%	8.1%	10.3%	12.2%

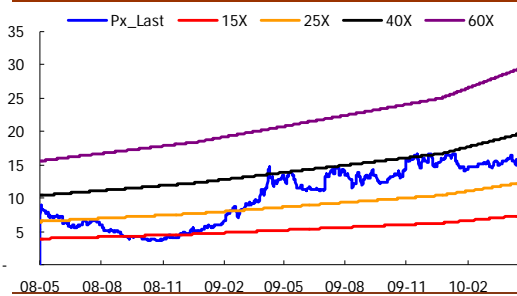
每股指标分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益	0.40	0.57	0.74	0.94	1.52	2.20
每股经营性现金	0.54	1.01	1.04	1.00	1.41	1.85
每股股息	-	-	-	-	-	-
每股净资产	1.31	2.07	11.27	12.52	14.56	17.49

估值分析					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
市盈率	64.5	49.6	39.3	24.1	16.8
市净率	17.8	3.3	2.9	2.5	2.1
股价/每股经营性现金流	36.4	35.3	36.7	26.1	19.9
红利收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
DCF估值(RMB)					
目标股价(RMB)	42.6		预期收益率		16%
目标市盈率			46	28	19
目标市净率			3	3	2

资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司

图 25: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 26: 公司主要子公司产能

运营项目	投产日期	产能 (万平方米)
厦门本部		4,000
福建长信	2006年2月、2007年7月	8,000
南京合兴	2006年10月	4,000
湖北合兴	2006年11月	4,000
武汉华艺	2008年10月	4,000
成都合兴	2009年2月	4,000
重庆合信	2009年初	4,000
青岛合兴	2009年6月	5,000
佛山纸箱厂	2009年9月	5,000
郑州纸箱厂	2009年10月	5,000
湖北合兴新建产能	2010年1月	10,000
<b>合计</b>		<b>57,000</b>
在建项目	投产日期	产能 (万平方米)
厦门本部	2010年下半年	9,000
合肥肥西子公司		8,000
浙江绍兴海宁和兴	2010年下半年	10,000
天津世凯威	2010年下半年	10,000
<b>合计</b>		<b>37,000</b>

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图 27: 产量预测

(万平方米)	2009	2010E	2011E	2012E
厦门本部	7,000	9,500	13,000	
福建长信	6,000	7,000	8,000	
南京合兴	4,000	4,000	4,000	
湖北合兴	8,000	10,000	12,000	
<b>武汉华艺</b>	3,300	4,000	4,500	
成都合兴	2,000	3,000	4,000	
重庆合信	2,300	3,200	4,000	
青岛合兴	2,500	3,500	5,000	
佛山纸箱厂	2,200	3,000	4,000	
郑州纸箱厂	2,000	3,000	4,000	
合肥肥西子公司	1,500	3,000	6,000	
(浙江绍兴) 海宁和兴			3,000	6,000
天津世凯威			3,000	6,000
产量合计	28,013	40,800	59,200	80,500
同比增长	48.3%	45.6%	45.1%	36.0%

资料来源: 中金公司研究部

图 28: 各业务板块收入和毛利率预测

收入(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>纸箱</b>	495	678	1,103	1,530	2,078
YoY	69%	37%	63%	39%	36%
<b>纸板</b>	106	128	210	303	436
YoY	-9%	21%	64%	44%	44%
<b>缓冲包装材料</b>	20	67	90	117	153
YoY	25%	229%	35%	30%	30%
<b>毛利率</b>					
纸箱	19.7%	20.8%	18.5%	18.2%	18.2%
纸板	15.8%	14.0%	13.7%	13.4%	13.4%
缓冲包装材料	19.7%	23.4%	22.5%	22.5%	22.5%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

## 合兴包装(002228.CH): 中性

### “标准化工厂”跨区域快速复制

#### 投资提示:

按 2011 年 28x 目标市盈率给予 6~12 个月目标价 17.2 元, 上涨空间 8.4%, 首次关注给予“中性”评级。

#### 理由:

公司已初步完成生产基地的全国布局, 规划总产能 9.4 亿平, 是 09 年销量 2.8 亿平的 3.4 倍。伴随产能的释放, 预计 2010-2012 年收入和利润 CAGR 为 37.6%、42.7%; EPS0.42/0.61/0.85 元, 对应市盈率 38.0/25.8/18.6 倍。

#### 公司质地:

公司是福建省最大瓦楞包装企业, 省内市场占有率 10%。公司凭借“标准化工厂”模式的快速复制, 2010 年底将初步完成全国 10 个重点省市的生产布局, 将完成由区域龙头向全国布局的行业龙头转变。在异地扩张推动下, 2005-2009 年收入和利润 CAGR 分别为 49.6% 和 52.8%, 即便在 08、09 年金融危机期间, 依然保持了 37% 和 39% 的收入增长。公司拥有青岛海尔、戴尔(中国)、美的集团、统一食品等一批大型优质客户, 下游涉足家电、电子、食品饮料、日化、家具等, 几乎涵盖了消费和轻工制造业所有领域。

#### 成长动力:

**1、厦门本部、福建长信 2010 年底部复苏。**由于金融危机对下游出口型企业影响较大, 公司厦门本部和福建长信两个老厂 09 年收入和利润出现下滑。其中福建长信收入、利润分别为 1.46 亿、1,344 万元, 下降 8%、24.4%; 母公司(厦门本部)收入和利润分别为 1.77 亿、824 万元, **下降 12.4%、67.3%**。两厂合计占 09 年收入、利润的 36.5% 和 32.3%。随着经济和出口的恢复, 两家企业已明显恢复, 预计 2010 年收入增长 25% 左右。

**2、新投产项目设计产能是 09 年销量的 1.18 倍, 将于 2010 年开始放量。**公司已投产但尚未贡献利润的子公司合计设计产能 3.3 亿平方米, 是 09 年销量 2.8 亿平的 1.18 倍。(图 26) 青岛合兴于 09 年 6 月投产, 09 年亏损 256 万元; 佛山合信 09 年 9 月投产, 09 年亏损 81 万元; 郑州合兴 09 年亏损 25 万元; 成都合兴和重庆合信 09 年也未产生实质贡献; 武汉合兴扩建项目今年 1 月刚刚投产。上述新增产能将于 2010 年开始贡献业绩, 2011 年继续放量。

**3、在建项目设计产能是 09 年销量的 1.32 倍, 将于 2011 年开始贡献业绩。**厦门本部扩产项目和合肥肥西子公司项目将于 2010 年中期投产, 拟增发募投的海宁合兴和天津世凯威项目有望于 2010 年底投产, 4 个项目合计产能 3.7 亿平, 是 09 年销量 2.8 亿平的 1.32 倍。预计上述项目 2011 年上半年达到盈亏平衡, 下半年开始贡献利润, 2012 年放量增长。

#### 股价催化剂:

进一步签订大型优质客户; 新建子公司销售进度快于预期。

#### 风险:

瓦楞纸和箱板纸价格涨幅过快, 1 季度毛利率存在低于市场预期的可能; 新建子公司销售进度慢于预期风险; 迅速扩张带来的管理风险; 大客户流失风险。

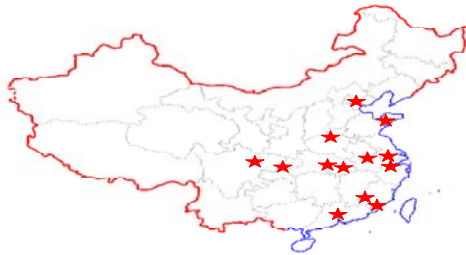
本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图 29: 主要子公司业绩情况

(百万元)	营业收入			净利润		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
福建长信	107	159	146	8	18	13
YoY		48%	-8%		114%	-24%
湖北合兴	75	150	175	6	17	26
YoY		100%	16%		177%	56%
南京合兴	65	94	110	2	6	8
YoY		45%	17%		160%	50%
武汉华艺	N.A.	3	81	N.A.	-1	7
YoY		N.A.	2856%		N.A.	803%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图 30: 全国布局已展开



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图 31: 跨区域市场布局领先企业

公司	简介
国际纸业	世界上最大的纸制品和森林产品公司。09年工业包装产品销量达1,371万吨，销售额88.9亿美元，亚太地区销售额3.25亿美元。公司目前在中国的20多个城市设有生产及销售基地，共有11个包装厂。
爱生雅	欧洲最大的瓦楞纸板制造商，牛皮纸板年产量超过270万吨，瓦楞纸板年产量240万吨。2008年包装收入51.3亿美元。在中国共有12家工厂。
永丰余纸业	台湾三大瓦楞纸箱企业之一，08年收入14.5亿美元。目前大陆地区已有十二座纸器厂、一座纸厂及二座家纸厂。

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图 32: 公司业务分地区构成情况

区域	简述
闽南地区	拥有瓦楞纸板生产线及配套设备的瓦楞纸箱企业约45家，瓦楞纸板生产线约70条，其中年产值1亿元以上的企业不到10家，大型企业有永丰余、华源发纸业、合兴包装
南京地区	拥有瓦楞纸板生产线及配套设备的瓦楞纸箱企业有20家左右，产值在1亿元以上的5家左右，南京合兴位居前列；另外有300多家瓦楞纸箱企业是专业纸箱加工企业，没有瓦楞纸板生产线。该地区内公司的主要竞争对手包括永丰余、景兴纸业、爱生雅。
武汉地区	拥有瓦楞纸板生产线及配套设备的瓦楞纸箱企业有36家左右，年产值超过1亿元的很少，湖北合兴位居前列；其余300多家瓦楞纸箱企业是专业纸箱加工企业，没有瓦楞纸板生产线。
四川地区	拥有瓦楞纸箱生产线的企业60余家，生产线70余条，但综合型企业仅有约6家，且大部分生产线均较落后。该地区主要竞争对手包括四川丰泰，康利纸业，国际纸业。

资料来源：公司资料，中金公司研究部

成长持续性：

“标准化工厂”跨区域复制模式已经成功

公司“标准化工厂”模式是指将工厂建设和运营的所有环节都标准化的工厂管理模式（包括厂房建设、生产线配置、仓库设计、人员培训、产品设计、生产工艺、流程控制、原料采购等所有环节）。该模式下，每个工厂只需6个月建设期便可投产，可快速复制。各分厂在领用原材料当天即可完成纸板生产，在1~2天内可完成纸箱生产，生产周期仅2~3天，可高效满足客户零库存管理的需求。公司该模式的生命力已得到充分验证。06年投产的福建长信、南京合兴、湖北合兴三家“标准化工厂”均实现了当年建设、当年投产，且投产后第6个月实现月度盈亏平衡；08年10月投产的武汉华艺当年亏损81万元，09年便盈利728万元。公司的快速复制能力已达到充分验证（图29）。

全国布局的网络优势，将提升市场份额

1、全国布局雏形已成，居行业首位。2010年底公司将完成对福建、广东、江苏、浙江、河南、安徽等10省市的战略布局，规划总产能达9.4亿平，是09年销量的3.4倍，届时将拥有13家综合纸箱厂，居内资企业首位。目前国内拥有10家以上综合纸箱厂的企业只有台资企业永丰余和欧洲第二大瓦楞纸箱企业爱生雅，分别拥有14家和13家综合纸箱厂。

2、全国布局将提升公司竞争力。受制于100-150公里的运输半径限制，大型制造企业倾向于选择具有全国供货能力的大型包装企业为其各生产基地贴身服务。国际大型包装企业如国际企业和爱生雅往往具备为跨国企业提供全球包装配套的能力。我国目前具备全国供货能力的企业极少，公司领先的网络优势将有助于提升市场份额。例如，青岛海尔08年下半年与公司签订了框架协议，09年便成为公司第一大客户，占收入比重10.3%。未来公司将继续向海尔各主要基地渗透。

3、行业集中度低，跨区域扩张空间巨大。各省瓦楞包装行业集中度依然不高，公司凭借全国供货能力和优质客户资源，将有能力在各地获得一定份额。以公司已进入的南京、武汉市场为例，以上地区均有数百家瓦楞包装企业，但产值上亿的企业极少，公司进入1年半左右市场份额便进入当地前三名（图32）。跨区域扩张是公司收入增长的主要动力，闽南以外地区收入贡献从06年的3%提升至09年的36%。

财务分析：

1、原材料价格对毛利率的影响：瓦楞纸、箱板纸约分别占公司纸箱和纸板业务合计主营业务成本的25%、50%。公司历史毛利率基本稳定，可将大部分材料上涨成本转嫁给下游客户，但纸价波动较大时也会受到一定影响。08年瓦楞纸、箱板纸均价分别上涨41%、24%，纸箱业务毛利率下降2.4个百分点；09年瓦楞纸、箱板纸均价分别下降26%、16%，纸箱毛利率提升1.1个百分点。我们假设：2010年瓦楞纸、箱板纸价格分别上涨40%、18%，公司纸箱毛利率下降2.3个百分点。

2、费用率假设：因新设子公司较多，员工数量较08年增加82%，09年管理和销售费用率各增加1个百分点。2010年新设子公司数量将少于09年，但考虑到异地扩张初期经营效率和费用控制面临一定考验，我们保守预计两项费用率与09年持平。

3、增发摊薄影响：公司拟增发不超过5,000万股，募集资金上限3.43亿元用于海宁和天津项目建设。预计增发可在2010年上半年完成，假增发2800万股，摊薄每股收益13%。2010-2012年摊薄前EPS 0.48/0.70/0.98元，摊薄后EPS为0.42/0.61/0.85元。

图表 33: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

合兴包装 损益表(人民币百万)						
002228	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	464	638	886	1,417	1,965	2,682
销售成本	-375	-518	-707	-1,160	-1,615	-2,206
营业费用	-17	-26	-46	-72	-94	-126
管理费用	-22	-29	-49	-77	-98	-129
EBIT	50	65	83	107	156	219
EBITDA	63	82	108	145	209	287
财务费用	-8	-7	-9	-13	-14	-17
投资收益	0	0	0	0	0	0
其他损益项	0	0	0	0	0	0
所得税	-2	-4	-5	-8	-13	-21
少数股东损益	-4	-6	0	0	0	0
归属于股东的净利润	35	51	67	91	134	186

合兴包装 资产负债表(人民币百万)						
002228	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
现金	61	190	238	259	101	199
应收帐款	117	156	246	375	519	709
预付帐款	7	56	35	58	81	110
存货	56	91	183	300	418	571
其他流动资产	-	1	8	8	8	8
流动资产	246	501	720	1,015	1,148	1,626
固定资产	136	153	333	671	860	805
长期投资	-	-	-	0	0	0
其他长期资产	-	-	-	-	-	-
长期资产	147	191	415	752	940	885
资产总额	394	692	1,135	1,767	2,089	2,511
短期借款	47	120	426	456	486	516
各项应付款	122	131	233	398	554	757
应交税费	6	3	-4	-7	-9	-13
应付职工薪酬	0	1	2	3	4	5
其他流动负债	30	41	10	18	23	30
流动负债	206	297	667	868	1,058	1,296
长期借款	46	-	20	18	16	15
其他长期负债	-	-	-	-	-	-
长期负债	46	-	20	18	16	15
负债总额	251	297	687	886	1,074	1,310
少数股东权益	26	2	12	12	12	12
股本	75	100	190	218	218	218
公积金及未分配利润	42	293	245	651	785	970
股东权益	117	393	435	869	1,003	1,188
负债及股东权益	394	692	1,135	1,767	2,089	2,511

合兴包装 现金流量表(人民币百万)						
002228	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	35	51	67	91	134	186
折旧/摊销	13	18	25	38	53	69
运营资本变化	-20	-100	-89	-105	-131	-172
其他项	-5	47	-28	13	13	17
经营活动现金流	23	17	-24	37	69	99
固定资产投资	-34	-107	-191	-379	-246	-20
其他投资活动	15	-22	-14	23	5	7
投资活动现金流	-19	-129	-205	-355	-241	-13
股权融资	-	240	-	343	-	-
借款变动	-5	4	260	30	28	28
其他融资活动	-1	-7	-2	-13	-14	-17
融资活动现金流	-6	237	258	360	14	11
现金(等价物)变化	-2	125	28	41	-158	97

历史股价表现						
(%)	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
行业板块	0%	3%	4%	18%	36%	N/A
制造业			二级行业			造纸、印刷
中国钢研科技集团有持股比例						42.57%
总市值(百万元)	3,013		流通市值(百万元)			753
发行股数(百万股)	190		股票现价(元)			15.86

成长性分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	82.6%	37.5%	39.0%	60.0%	38.6%	36.5%
销售毛利	72.6%	34.8%	49.0%	43.8%	36.2%	36.0%
EBITDA	76.1%	31.4%	31.1%	34.4%	44.0%	37.7%
EBIT	75.9%	30.3%	28.6%	28.8%	45.6%	40.5%
净利润	72.9%	45.5%	31.6%	35.6%	46.9%	38.7%

盈利能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率	19.1%	18.7%	20.1%	18.0%	17.7%	17.7%
营业费用率	3.6%	4.1%	5.2%	5.1%	4.8%	4.7%
管理费用率	4.8%	4.5%	5.5%	5.4%	5.0%	4.8%
EBITDA利润率	13.5%	12.9%	12.2%	10.2%	10.6%	10.7%
EBIT利润率	10.7%	10.1%	9.4%	7.5%	7.9%	8.2%
净利润率	7.6%	8.0%	7.6%	6.4%	6.8%	6.9%

偿债能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动比率	1.20	1.69	1.08	1.17	1.09	1.25
速动比率	0.93	1.38	0.81	0.82	0.69	0.81
现金比率	16%	27%	21%	15%	5%	8%
资产负债率	64%	43%	61%	50%	51%	52%
债务/权益	215%	76%	158%	102%	107%	110%
净债务/权益	50%	-13%	48%	25%	40%	28%
利息覆盖倍数	8	13	11	11	15	17

杜邦分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
税后利润/EBIT	71%	79%	81%	85%	86%	85%
xEBIT利润率	10.7%	10.1%	9.4%	7.5%	7.9%	8.2%
=销售净利润率	7.6%	8.0%	7.6%	6.4%	6.8%	6.9%
x资产周转率	1.18	0.92	0.78	0.80	0.94	1.07
=总资产收益率	9.4%	9.4%	7.4%	6.3%	6.9%	8.1%
x总资产/净资产	3.37	1.76	2.61	2.03	2.08	2.11
=净资产收益率	30.0%	13.0%	15.4%	10.5%	13.3%	15.6%

回报率分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
投入资本回报率	23.6%	17.5%	15.6%	13.3%	13.9%	16.5%
平均资本回报率	8.9%	7.4%	5.9%	5.2%	6.4%	7.4%

每股指标分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益	0.16	0.23	0.31	0.42	0.61	0.85
每股经营性现金流	0.31	0.17	-0.13	0.17	0.32	0.46
每股股息	-	-	-	-	-	-
每股净资产	0.62	2.07	2.29	4.57	5.28	6.26

估值分析						
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
市盈率	67.7	51.5	38.0	25.8	18.6	
市净率	7.7	6.9	3.5	3.0	2.5	
股价/每股经营性现金流	95.5	-123.3	94.5	50.2	34.8	
红利收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
DCF估值(RMB)						
目标股价(RMB)	17.2	预期收益率			8.4%	
目标市盈率			41	28	20	
目标市净率			4	3	3	

资料来源: 彭博资讯, 公司资料, 中金公司

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供,及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 北京

**中国国际金融有限公司**  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (8610) 6505-1166  
传真: (8610) 6505-1156

## 上海

**中国国际金融有限公司上海分公司**  
上海市陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5888-8976

## 香港

**中国国际金融香港证券有限公司**  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 香港

**中国国际金融香港资产管理有限公司**  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 新加坡

**中国国际金融(新加坡)有限公司**  
新加坡百得利路6号39层4号  
邮编: 049909  
电话: (65) 6572-1999  
传真: (65) 6327-1278

## 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (8610) 8567-9238  
传真: (8610) 8567-9235

## 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B  
邮编: 200020  
电话: (8621) 6386-1195  
传真: (8621) 6386-1180

## 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼107、201  
邮编: 518048  
电话: (86755) 8832-2388  
传真: (86755) 8254-8243

## 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城  
欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86571) 8849-8000  
传真: (86571) 8735-7743

## 南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号  
绿地广场2层  
邮编: 210008  
电话: (8625) 8316-8988  
传真: (8625) 8316-8397

## 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (8620) 8396-3968  
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。