

分析师： 刘俊、李兴 021-63299573 liujun5@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

经营状况逐季转好

事件描述

近日，我们与公司高管就近期行业运行状况及公司经营情况进行了调研。并到岳阳当地的木材交易市场进行了草根调研。

- 2008 年四季度是最困难的时期。
- 目前湖南地区的木材价格较最高点出现了 20% 左右的下滑。

事件评论

第一，2008 年四季度应是公司最困难的时期

行业在 2008 年二季度达到景气高点后，由于宏观经济低迷导致的需求萎缩及产能增加的影响，行业景气度快速下行。受此影响，公司的经营压力开始显现。根据公司前期公告及我们此次调研所了解到，四季度公司预计单季亏损 3000 万~5000 万。

公司目前的产能约 60 万吨，其中岳阳本部生产 40 万吨，基本上为文化纸；湘纸 20 万吨，为包装纸。从产品结构来看，文化纸的需求应该较为稳定，之前市场对文化纸的景气预期较高。从本次调研所了解的情况来看，用于书本、教辅材料印刷的文化纸的总需求并不会出现大幅下滑，但是由于去年奥运之前纸价上涨及下游印厂担心奥运对交通运输、环保限产能担忧而加大囤货，导致三季度之后文化纸的表观需求大幅放缓。在纸价下跌的过程中，“买涨不买跌”的心态进一步加大下游的观望气氛，使得价格信号失灵。在这样的背景下，三、四季度表现出来的量减价跌对公司造成了巨大的经营压力，从而导致亏损。

另一个导致公司在四季度亏损的原因是由于公司在高价采购了较多的原材料，在废纸价格、纸浆价格快速下跌的下半年，公司将计提存货跌价准备。

上述两个原因比较来看，因为经营状况不理想是导致公司四季度亏损的主要原因。我们认为今年一季度的经营困境有望逐渐扭转。主要原因有两点：

- 1、下游前期库存的纸品经过 4~5 个月的消化之后，社会库存的去库存化已经基本完成。而 3~5 月份一般为秋季学生教辅材料的备货期和开印期，行业将回归供需的正常的的基本面状态；
- 2、公司前期采购的高价库存已基本被消化。08 年 1~3 季度公司的平均毛利率为 20% 左右；而四季度的毛利率仅为 10% 左右。在目前纸价并未明显反弹的情况下，公司预计一季度有望回升至 14%，并且回到盈亏平衡。

表 1: 各种纸销售淡旺季一览

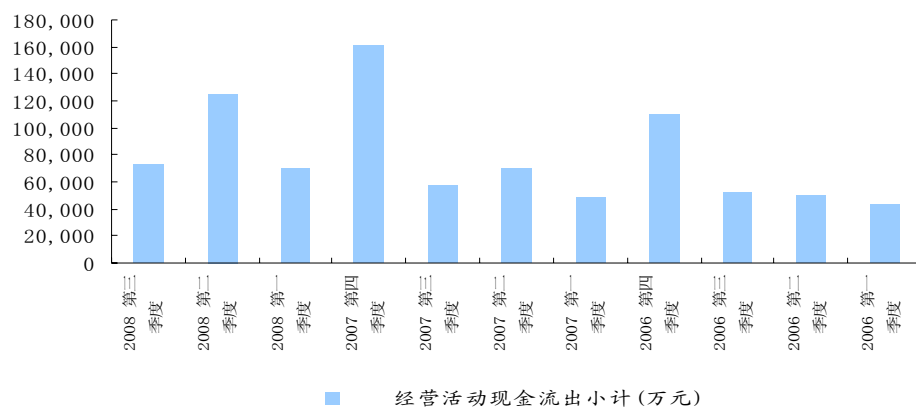
份\月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月			
单铜 (酒标)	平	平	旺季	旺季	旺季	旺季	前旺后平	平	平	趋旺	旺	平			
	春节期间印刷厂放假;年底薪资发放且忙于收款结帐,经销商印厂可用资金较紧。					5-9月为啤酒旺季,经销商均提前备货。				由于经销商提前备货,印刷厂均已开印,故7-9月酒标单铜市场需求一般。				接近年底春节,白酒消耗量增加,10-11月为白酒标的小高潮;碗盖单铜用量自11月至次年1月较大。	
单铜 (烟包)	平	平	旺季	旺季	趋淡	淡季	淡季	平	平	旺季	旺季	旺季			
	春节期间印刷厂放假;年底薪资发放,经销商可用资金较紧。		因节日香烟消耗较大,3-5月产量趋大,烟包用量亦然。			从5月下旬至8月因雨季来临,天气潮湿不利于烟的贮藏。		从8月下旬烟包用纸开始启动。		从10月起至次年1月上旬,为各节日香烟供货,烟单铜全面启动,并进入采购、印刷旺季。					
挂历铜	淡季	淡季	淡季	淡季	淡季	淡季	淡季	趋旺	旺季	旺季	旺季	趋淡			
	2-4月份为挂历的择纸及选版期				开始打样、购买书号			基本订单	从8月上半月开始大量进货印年历一直到11月上旬			自11月下旬至12月为追补尾单阶段。			
双铜	旺季	淡季	旺季	旺季	平	平趋淡	淡季	平	旺季	旺季	旺季	旺季			
	节日宣传画促销单价格单用量较大。	春节	年后为保证印厂正常运转,大量进货;春季展销会较多,宣传样册多。			5-7月因初夏农忙而使大部份印刷厂工人放假。			从9月开始因商品销售及年前促销大量印制广告及传单;春季教材封面备货及印刷。						
双胶纸	平	淡季	旺季	旺季	旺季	平	平	淡季	旺季	旺季	旺季	前旺后平			
	节日期间,双胶用量较平常减少。		从3-5月为秋季学生教辅材料备货、及开印期;复印纸、簿本、不干胶底纸等需求加大。				教辅材扫尾期。		9-12月为学生春季教材备货及开印期;另接近年底,各类统计报表增多。信封信纸市场启动。			春季教材及报表印制扫尾期。			
轻涂纸	轻涂纸主要印杂志、广告、低档酒标,并且无明显淡旺区分,节日较平常用量较大点。														
PPC	旺季	趋淡	前淡后旺	旺季	旺季	前旺后淡	淡季	淡季	趋旺	旺季	旺季	旺季			
	节前复印量大	春节期间,单位放假。	年后正常上班,复印量提高,且经销商开始大量订货。			6月下旬学校放假	学生放假,天气炎热使办公、打印设备使用频率减少。		学校开学,天气转凉,办公纸大量使用一直到年底			因各企业、机关做大量的年终报表从12月到1月底。			

资料来源:长江证券研究部

第二, 开工率始终维持较高, 但产品库存目前较大

与行业内的部分其他企业不一样,公司在行业景气低迷的时候并未减产或停产,基本都保持了 100%的开工率。我们认为其主要原因在于,由于公司的自产浆比例较大,木材或芦苇的储存时间、占地、及防火防盗的管理成本均较浆板更为严格。在高开工率和下游降低采购的情况下,我们认为其结果主要有以下两个方面:

- 1、公司的产成品库存不可避免加大。调研中我们了解到,最高峰时公司的产成品库存接近两个月的产量,达到近 6 万吨。1 月份以来的销售情况有回暖,但目前的产成品库存仍有 4 万吨左右。
- 2、较长时间的产销不匹配对公司经营的现金流造成较大的压力。从公司三季报的资产负债表显示,三季度末公司的账面现金仅为 5.88 亿,而在四季度其现金流出往往会单季放大,因此我们预计公司未来的负债率还将提高,未来的财务成本有可能继续上升。

图 1: 公司经营活动现金流出变化情况


资料来源:国家统计局

但对于公司经营情况的预判，我们倾向于维持上文的观点，即较高库存在下游加大采购及销售旺季到来之后会被逐渐消化，企业的经营状况将逐渐好转。

第三，目前湖南地区的木材价格基本下跌 20% 左右，公司的采伐计划预计进一步推迟

公司目前外购木材的价格为杨木 450~550 元/方，较前期最高 650~700 元/方的价格下降了 20% 左右。此外，通过我们在岳阳当地的木材交易市场的草根调研得到的信息来看，基本上也保持类似的跌幅。根据我们所了解到的 3M×12CM 的杉木的价格，目前为 12~13 元/根，前期高点为 15~16 元/根，跌幅差不多也为 20%。

在木材价格下跌的情况下，我们预计公司不会在 09 年进行大规模的轮伐。杨木最适宜采伐的年份为 8~9 年左右，因此对于公司林业经营带来的收益在目前我们仍然无法形成明确的预期。

表 2：公司现有林业资产状况

树种	面积（亩）								合计
	2000 年以前	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	
桉树						714.50			714.50
桉木			713.00	4598.46	28140.61	26493.10			59945.17
松树	115111.15	2515.65	5555.50	8609.95	14368.85	62749.85	454.80	4009.50	213375.25
苏柳					249.30	1200.00			1449.30
杨树	384.90	4948.90	16060.02	203413.4	266865.5	198862.4	18619.77	1221.00	710376.04
合计	115496.05	7464.55	22328.52	216621.8	309624.3	290019.8	19074.57	5230.50	985860.26

资料来源：公司公告 注：大规模种植

第四，40 万吨高级复印纸项目预计于 09 年下半年投产，但难以在今年贡献业绩

公司目前正在建的 40 万吨复印纸项目分两条纸机，预计 09 年 8 月投产一期，10 月投产二期。项目预计投资 24 亿左右，每万吨纸投资 6000 万元，基本符合行业平均水平。对于高档文化纸的需求我们认为出现大幅下滑的可能性在所有纸种中是最小的，而且随着未来环保力度加大后，低档小纸厂被关停会联动带来高档文化纸的需求增加。对于项目前景我们认为值得期待。但是由于 09 年的经济形势并不明朗，且公司在下半年建成后还需调试及客户拓展，我们在盈利预测中不考虑该项目对 09 年的盈利贡献。

预计公司 2008~2010 年的 EPS 分别为 0.23 元、0.179 元和 0.42 元。

短期来看，如我们前期报告的观点，随着造纸行业经营状况环比逐渐好转，去库存化进展符合预期，行业将在一季度扭亏，二季度有望盈利。虽然同比业绩下滑较快，但趋势的转好能够提升板块估值，行业能够取得超过大盘的正收益。

长期来看，造纸行业未来的竞争将倾向于资源的竞争，由于公司在一体化上已经取得先行优势，也积累了较丰富的林业运作经验，给予其长期“推荐”的投资评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	2965	3161	3111	4987	货币资金	1150	632	622	997
营业成本	2427	2496	2450	3889	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	538	665	661	1098	应收账款	336	358	352	565
% 营业收入	18.2%	21.0%	21.3%	22.0%	存货	1488	2174	2134	3387
营业税金及附加	15	17	16	26	预付账款	213	219	215	341
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	4	4	4	7
销售费用	120	126	124	199	流动资产合计	3445	3658	3593	5723
% 营业收入	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	142	158	156	249	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	115	163	209	254	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.9%	5.2%	6.7%	5.1%	固定资产合计	3190	3975	4947	4638
资产减值损失	-4	0	0	4	无形资产	134	128	121	115
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	11	0	0	1
营业利润	149	200	156	365	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	5.0%	6.3%	5.0%	7.3%	资产总计	6781	7761	8662	10478
营业外收支	3	0	0	0	短期贷款	1817	2621	3445	4550
利润总额	152	200	156	365	应付款项	449	476	467	741
% 营业收入	5.1%	6.3%	5.0%	7.3%	预收账款	87	93	91	146
所得税费用	38	50	39	91	应付职工薪酬	17	17	17	26
净利润	115	150	117	274	应交税费	40	51	42	89
归属于母公司所有者的净利润	114.9	150.1	116.7	273.9	其他流动负债	152	157	154	245
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	2562	3414	4216	5798
EPS (元/股)	0.18	0.23	0.18	0.42	长期借款	1172	1172	1172	1172
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2007A	2008E	2009E	2010E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	101	96	924	-85	其他非流动负债	241	241	241	241
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	3974	4826	5628	7211
收回现金					归属于母公司	2807	2935	3034	3267
长期股权投资	-319	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-455	-1232	-1531	-350	股东权益	2807	2935	3034	3267
其他	22	0	0	0	负债及股东权益	6781	7761	8662	10478
投资活动现金流净额	-752	-1232	-1531	-350	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2007A	2008E	2009E	2010E
股权融资	1785	0	0	0	EPS	0.176	0.230	0.179	0.420
银行贷款增加 (减少)	-40	803	824	1105	BVPS	6.46	6.75	6.98	7.51
筹资成本	230	-186	-227	-295	PE	33.28	25.46	32.75	13.95
其他	-450	0	0	0	PEG	0.99	0.76	0.97	0.42
筹资活动现金流净额	1526	617	597	810	PB	0.91	0.87	0.84	0.78
现金净流量	875	-518	-10	375	EV/EBITDA	12.39	8.55	8.40	6.65
					ROE	4.1%	5.1%	3.8%	8.4%

分析师介绍

刘俊，同济大学技术经济专业毕业，从事造纸印刷行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。