

评级：谨慎推荐（维持）

造纸印刷行业

点评报告

第一创业研究所

分析师：秦燕

电话：0755-25831799

邮件：qinyan@fcsc.cn

美利纸业（000815）

——西部纸业龙头，后期想象空间强大

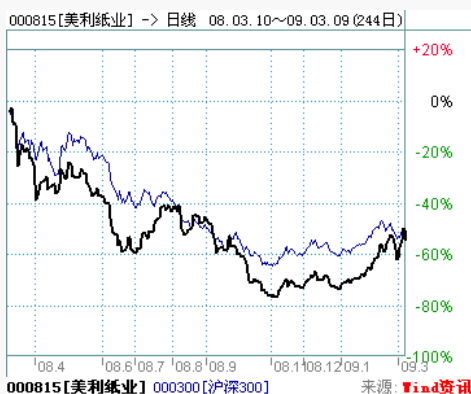
交易数据

52 周内股价区间(元):	4.8-20.88
总市值(百万元):	1,504.80
流通股本(百万股):	114.11
流通股比率(%):	72.0%

资产负债表摘要

股东权益(百万元):	953.70
每股净资产:	6.02
市净率:	1.58
资产负债率:	69.7%

公司股价近一年走势



相关报告

投资要点:

- 美利纸业今日公布 2008 年年报，2008 年公司实现营业收入 1,232,409,609.06 元，比去年同期增长 14.34%，实现营业利润 63,949,017.60 元，比去年同期增长 28.16%；实现净利润 68,832,425.40 元，比去年同期增长 7.64%；每股收益 0.43 元，同比增长 7.5%。
- 文化纸仍是公司主要收入和利润来源 公司 2008 年全年，共生产各种机制纸 25.15 万吨，同比增长 7.61%，其中中高档文化用纸 22.95 万吨，同比增长 4.94%，板纸 2.20 万吨，同比下降 28.8%。
- 白卡纸成为后起之秀 公司参股 45.17% 的中冶美利浆纸有限公司所属涂布白卡纸项目已于 2008 年建成投产，实现主营业务收入 960,287,266.47 元，净利润 99,604,823.09 元，美利纸业公司实现投资收益 25,549,062.80 元。
- 期间费用大幅上升 公司 2008 年各项费用同比大幅上升，其中销售费用上升 12.10%，管理费用大幅上升 44.60%，财务费用增加值最大，增长 99.2%。
- 后期还有想象空间 中冶集团除中冶美利外，尚有四川莱山、贵州黔东南、河北香河等地的浆纸企业，同时还有控股的中冶美利浆纸公司的“林浆纸一体化”项目除中冶美利纸业之外的股权，该项目有 30 万吨白卡纸和 50 万亩速生林，所有资产有望注入上市公司，从而整合集团旗下所有的造纸业务。
- 预计公司 09、10 年的 EPS 分别为 0.56 及 0.63 元，对应的动态 PE 分别为 17 倍和 15.1 倍，给予“谨慎买入”的投资评级。

单位：万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	107,782	123,241	140,353	157,897	176,845
同比(%)	18.4%	14.3%	13.9%	12.5%	12.0%
营业毛利	13,838	18,944	21,690	23,624	24,688
同比(%)	15.3%	36.9%	14.5%	8.9%	4.5%
归属母公司净利润	6,394	6,883	8,877	9,941	10,286
同比(%)	89.5%	7.6%	29.0%	12.0%	3.5%
每股收益(元)	0.40	0.43	0.56	0.63	0.65
ROE	7.23%	7.22%	8.52%	8.71%	8.26%
P/E(倍)	23.5	21.9	17.0	15.1	14.6



美利纸业今日公布 2008 年年报，2008 年公司实现营业收入 1,232,409,609.06 元，比去年同期增长 14.34%，实现营业利润 63,949,017.60 元，比去年同期增长 28.16%；实现净利润 68,832,425.40 元，比去年同期增长 7.64%；每股收益 0.43 元，同比增长 7.5%。

1、文化纸仍是主要收入及利润来源

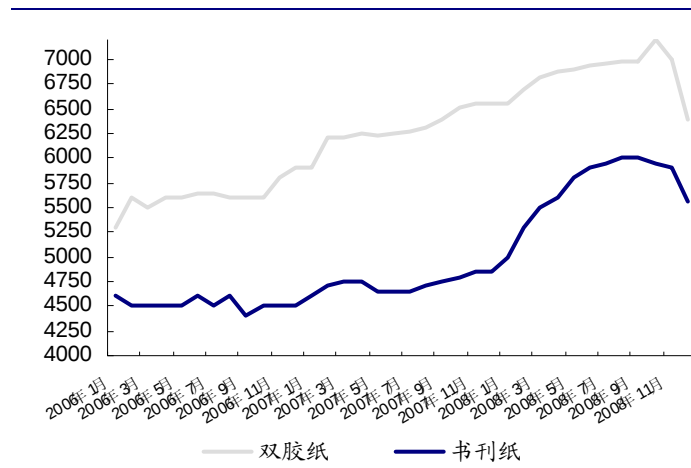
2007 年的节能减排政策造成文化纸子行业的供求缺口，使得文化纸销售情况良好，08 年前 3 季度公司产品供不应求。08 年 4 季度由于受全球金融危机的影响，公司产品生产、销售情况受到影响，个别生产线甚至出现限产情况，综合公司 2008 年全年，共生产各种机制纸 25.15 万吨，同比增长 7.61%，其中中高档文化用纸 22.95 万吨，同比增长 4.94%，板纸 2.20 万吨，同比下降 28.8%。而文化纸的毛利率 4 季度虽然有所下降，但是相比其他业务而言，仍然是利润率最高的项目。

表1：公司今年主要产品毛利率情况

	08	08H	07	07H
双胶纸	16.88%	14.63%	14.25%	12.69%
书刊纸	15.63%	15.35%	11.95%	
箱板纸	8.39%	13.12%	7.91%	6.61%
总体	15.52%	14.90%	12.84%	12.37%

数据来源：公司报表 第一创业证券研究所

图1：文化纸2006 - 2008年价格走势



数据来源：中国纸网 第一创业证券研究所

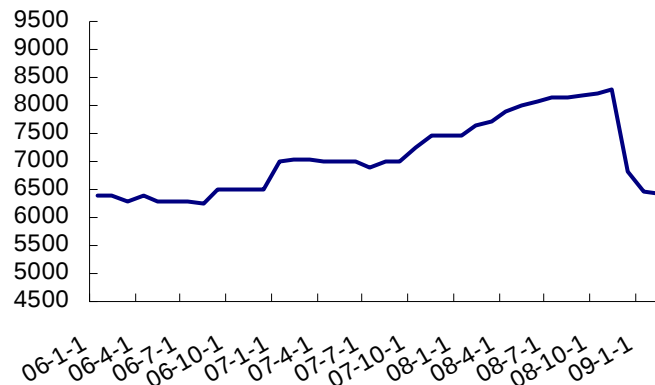
2、白卡纸成为后起之秀

公司参股公司中冶美利浆纸有限公司所属涂布白卡纸项目已于2008年建成投产，08年前3季白卡纸价格节节攀高，第4季由于受金融危机影响，价格大幅下挫，但是09年随着金融危机的慢慢缓解，预计白卡纸价格在09年下半年将有



所抬头。

图2: 白卡纸价格走势



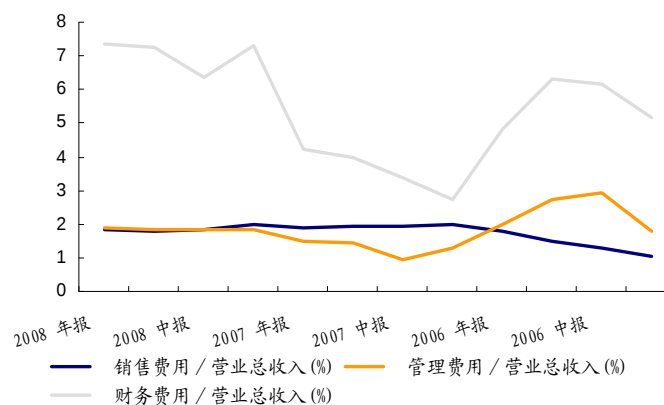
数据来源: 中国纸网 第一创业证券研究所

2008年中冶美利浆纸公司实现主营业务收入960,287,266.47元,净利润99,604,823.09元,美利纸业公司实现投资收益25,549,062.80元。虽然目前公司参股中冶美利浆纸公司的股权只有45.17%,但是不排除将来进一步扩大股权的可能,届时公司的盈利能力将进一步增强。

3、3 项费用大幅上升

公司2008年各项费用同比大幅上升,其中销售费用上升12.10%,主要由于运输成本上涨的原因;管理费用大幅上升44.60%,据公司介绍是由于新准则冲抵了不能支付的福利费,造成该项费用差额较大;财务费用增加值最大,增长99.2%,但是是由于公司在建工程竣工,资本化利息减少,同时归还部分贷款,资本化利息冲销贷款利息减少,导致费用大幅上涨,不过随着竣工项目的投产以及贷款利息的减少,预计该项支出2009年将有所减少,公司的盈利能力将进一步加强。

图3: 3项费用占营业收入占比 %



数据来源: 公司报表 第一创业证券研究所



4、后期还有想象空间

中冶集团除中冶美利外，尚有很多浆纸业务，集团一直希望通过公司整合旗下的浆纸业务，所以关于美利纸业即将资产注入的传闻一直没有停歇。据统计，中冶集团现在还有四川莱山、贵州黔东南、河北香河等地的浆纸企业，同时还有控股的中冶美利浆纸公司的“林浆纸一体化”项目除中冶美利纸业之外的股权，该项目有30万吨白卡纸和50万亩速生林（其中31万亩为公司自有林，19万亩为农民合作林），所有资产注入后有望达到200万吨的总产能，将大大扩充公司的生产规模。

近期推出的轻工振兴规划对于造纸的发展规划主要在于加快节能减排和推进技术革新，振兴的前提以及根本目标是推动促进“全行业的达标排放”，公司是西部最大的造纸企业，具有绝对垄断的区域优势，各项指标处于行业领先，2009年5月1日起环保标准将再次提高，制浆造纸企业将执行新的污水排放标准，新标准的排放要求与原有标准相比大幅提高，并取消了对非木浆制浆造纸企业宽松的排放政策，届时行业又将淘汰一部分不合规产能，公司有望进一步扩大市场份额，迅速作大作强企业。

5、盈利预测

预计公司09、10年的EPS分别为0.56及0.63元，对应的动态PE分别为17倍和15.1倍，给予“谨慎买入”的投资评级。

单位：万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	107,782	123,241	140,353	157,897	176,845
同比（%）	18.4%	14.3%	13.9%	12.5%	12.0%
营业毛利	13,838	18,944	21,690	23,624	24,688
同比（%）	15.3%	36.9%	14.5%	8.9%	4.5%
归属母公司净利润	6,394	6,883	8,877	9,941	10,286
同比（%）	89.5%	7.6%	29.0%	12.0%	3.5%
每股收益（元）	0.40	0.43	0.56	0.63	0.65
ROE	7.23%	7.22%	8.52%	8.71%	8.26%
P/E（倍）	23.5	21.9	17.0	15.1	14.6

6、风险提示

以上预测是基于对造纸行业特别是公司主要产品下半年即将回暖的预期基础作出的预测，假如造纸行业下半年仍然处于下降周期，则将影响公司的各项财务指标。同时假设原料价格处于低位区域运行，假如原料价格大幅提高，则与预测公司生产成本产生较大出入。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料，我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。

我们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，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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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，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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级:

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL:010-68059588 FAX:010-68059099

P.R.China:100045

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120