



齐敏华
021-53519888-1913
qiminhua@sigchina.com

四季度业绩滑坡显著

基本数据 (Y08)

报告日股价 (元)	6.74
12mth A 股价格区间 (元)	3.90/15.98
总股本 (百万股)	504.58
无限售 A 股/总股本	68.78%
流通市值 (百万元)	2490.56
每股净资产 (元)	4.92
PBR (X)	1.37

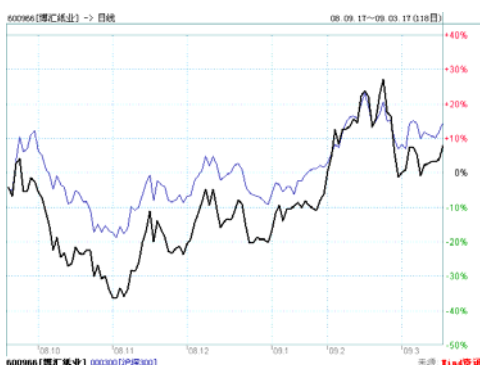
主要股东 (Y08)

山东博汇集团有限公司	33.77%
青岛海光生物工程技术有限公司	4.67%
全国社保基金一零六组合	1.79%

收入结构 (Y08)

卡纸	31.35%
书写纸	38.77%
箱板纸	14.48%
其他	15.40%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: QMH09-CT03

■ 动态事项:

公司 2008 年业绩: 实现营业收入 331,067.43 万元, 同比增长 4.5%; 营业利润 34,637.43 万元, 同比增长 24.39%; 归属于母公司的净利润 25,371.22 万元, 同比增长 28.23%, 实现每股收益 0.50 元。其中四季度滑坡显著, 营业收入同比下降 33.54%, 净利润同比下降 98.98%, 季度亏损 0.0088 元。

■ 主要观点

四季度收入降幅大, 全年产销基本实现平衡

受经济大环境影响, 公司四季度销售收入同比下降 33.54%, 全年业绩受到影响: 书写纸实现收入 10.38 亿元, 同比下降 3.5%; 白卡纸实现收入 12.84 亿元, 同比下降 1.5%。15 万吨石膏护面纸项目贡献 3.12 亿销售收入, 使公司全年营业收入同比实现增长。公司通过减产应对市场剧变, 全年生产机制纸 72.89 万吨, 销售 70.72 万吨, 产销率 97.02%, 基本实现产销平衡。

毛利水平四季度骤降, 全年有所上升

由于 08 年四季度纸价出现较大跌幅, 公司四季度毛利水平由第三季度的 20.36% 骤降至 10.56%。但由于上半年主要产品提价效应显著, 全年的毛利水平还是由上年的 18.49% 提升 1.34 个百分点达到 19.83%, 其中书写纸毛利水平较上年增加 3.33 个百分点达到 23.08%, 白卡纸的毛利水平较上年同期增加 0.23 个百分点达到 21.86%。

表 1: 公司主要产品情况表

	08 年销售收入 (百万元)	收入同比 增长 (%)	毛利率 (%)	毛利率比 上年同期 增减 (%)
书写纸	1038.11	-3.50	23.08	1.34
白卡纸	1283.58	-1.50	21.86	0.23
箱板纸	479.54	-8.75	9.96	0.50

数据来源: 公司定期报告

募投项目贡献新收益

收入、毛利水平大幅下降，加上计提存货跌价准备，公司四季度亏损，业绩滑坡显著。但由于上半年产品价格大幅提升、新项目投产以及受益于新税法（公司执行的企业所得税率由33%下降为25%，有效税率由上年的23.56%下降至16.81%），公司全年业绩还是实现了28.23%的增长。其中07年募集资金项目完工投产带来了新增收益：15万吨石膏护面纸项目产生收益6444万元，但下半年受影响较大，仅2217万元。9.5万吨化学木浆项目由于受浆价大幅下跌的影响仅产生收益2722万元，远低于计划水平。

■ 投资建议：

维持“大势同步”投资评级

目前产品市场呈现走稳态势，预计在消化完库存后，企业盈利状况有望较08年四季度有所好转。但行业的转暖还取决于整体经济形势好转，企业盈利的完全恢复还待时日，相对于08年前三季较高的盈利及收益水平，09年在无新产能贡献新收益的情况下（公司年产35万吨高档包装纸板项目尚在基础工程建设中），我们预计公司业绩将较08年有所下降。我们维持“大势同步”的投资评级。

■ 数据预测与估值：

至12月31日（¥.百万元）	2008A	2009E	2010E
营业收入	3310.67	2988.93	3425.78
年增长率（%）	4.52	-9.72	14.62
归属于母公司的净利润	253.70	210.67	257.89
年增长率（%）	28.22	-16.96	22.41
每股收益（元）	0.503	0.418	0.511
PER（X）	13.41	16.14	13.19

注：有关指标按最新总股本为504.58百万股计算

附表：公司损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2008 A	2009 E	2010E
一、营业收入	3,310.67	2,988.93	3,425.78
增长率 (%)	4.52%	-9.72	14.62
减：营业成本	2,654.08	2,444.43	2,784.80
营业税金及附加	10.48	10.46	11.99
销售费用	128.08	113.58	128.47
管理费用	69.90	62.77	70.23
财务费用	84.02	74.72	83.93
资产减值变动损失	17.74	2.00	2.00
加：公允价值变动损益			
投资收益			
其中：对联、合营企业投资收益			
二、营业利润	346.37	280.97	344.36
加：营业外收入	3.05	3.00	3.00
减：营业外支出	2.29	2.00	2.00
其中：非流动资产处置损失	0.31		
三、利润总额	347.13	281.97	345.36
减：所得税费用	58.35	42.30	51.80
四、净利润	288.78	239.67	293.55
归属于母公司所有者的净利润	253.70	210.67	257.89
增长率 (%)	28.22	-16.96	22.41
少数股东损益	35.08	29.00	35.67
总股本（百万股）	504.58	504.58	504.58
每股收益（元）	0.503	0.418	0.511

数据来源：公司报告、上海证券研究所

分析师承诺

分析师 齐敏华

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。