

日期: 2009 年 3 月 27 日

行业: 轻工制造业



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

四季度滑坡显著，存货压力仍大

■ 动态事项:

公司 2008 年业绩: 营业收入 327,228 万元, 同比增长 10.36%; 营业利润 16,065 万元, 同比增长 8.23%; 净利润 13,963 万元, 同比增长 23.58%, 实现每股收益 0.21 元。

■ 主要观点

四季度滑坡显著

受行业景气下行影响, 公司四季度销售收入同比下降 22.53%, 四季度纸价大幅下跌导致公司毛利水平由第三季度的 20.7% 骤降至 13.8%, 此外单季销售费用及管理费用的大幅增长, 存货减值的计提, 使四季度净利润同比下降 480%, 季度亏损 5258 万元, 每股收益 -0.0806 元。但基于上半年良好的销售及提价, 全年收入实现 10.36% 的增长, 综合毛利水平也较上年增加 1.34 个百分点达到 19.49%, 国产设备投资减免所得税 1259 万元, 林业利润增加使公司净利实现 23.58% 的增长。

收购资产贡献 2/3 净利润

公司收购的资产 08 年对公司净利贡献明显。全资子公司湖南茂源林业有限责任公司报告期采伐木材 26.52 万立方米, 实现营业收入 1.4 亿元, 实现净利润 4726 万元, 净利贡献占比近 34%。全资子公司永州湘江纸业有限责任公司 2008 年生产纸产品 20.31 万吨, 销售 19.5 万吨, 营业收入 9.2 亿元, 净利润 4485 万元, 净利贡献占比 32%。

存货压力仍大，减值计提不足

2008 年末公司存货较年初增加 31.39%, 其中产成品存货账面价值为 2.52 亿元, 较年初增加 1.06 亿元, 原材料存货账面价值 6.15 亿元, 较年初增加 1.71 亿元。公司对产成品存货计提 805 万元的减值准备, 计提比例仅为 3.19%, 原材料本期计提减值准备 285 万元, 跌价准备余额为 523 万, 准备比例为 0.85%。根据年末数据, 公司“去库存化”进程较慢, 因此 09 年一季度仍将面临存货压力, 同时减值准备计提不足, 亦将对 09 年业绩产生一定影响。

基本数据 (Y08)

报告日股价 (元)	7.65
12mth A 股价格区间 (元)	4.38/16.97
总股本 (百万股)	652.20
无限售 A 股/总股本	77.64%
流通市值 (百万元)	3873.88
每股净资产 (元)	4.50
PBR (X)	1.70

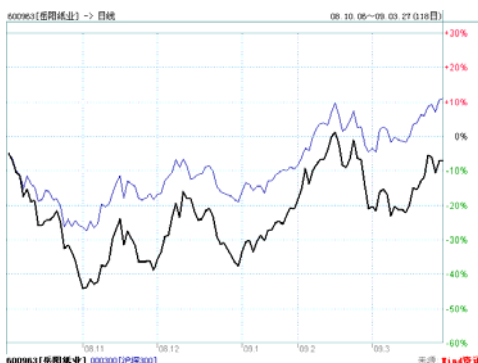
主要股东 (Y08)

湖南泰格林纸集团有限责任公司	22.36%
长信金利趋势证券投资基金	5.15%
富兰克林国海潜力组合投资基金	4.68%

收入结构 (Y08)

颜料饰纸	28.94%
包装纸	25.95%
轻涂纸	24.01%
其他	21.10%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: QMH09-CT07

林业仍是未来看点

公司前期投资的林业资产部分已进入砍伐期，并逐步产生效益。茂源林业08年净利率为33.84%，盈利能力远高于纸业，公司拥有林业面积101 万亩（杨木72 万亩，松木23 万亩，其他6万亩），作为优于纸业的资源类资产，林业仍是公司未来看点。

■ 投资建议：

给予“大市同步”投资评级

由于行业的转暖还取决于整体经济形势好转，企业盈利的恢复还待时日，此外公司年产 40 万吨含机械浆印刷纸项目预计 09 年还难贡献收益；上游方面，基于公司的砍伐计划不明朗，同时作为林浆纸一体化比例最高的上市公司，由于浆价的持续下跌，短期看反成负担（08 年公司制浆毛利率为负）。我们预计公司 09 年业绩将较 08 年有所下降，预计 09-10 的每股收益分别为 0.18 元及 0.27 元，市盈率为 42 倍及 28 倍，短期看估值偏高，我们给予“大市同步”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	3272.29	2985.96	3529.11
年增长率（%）	10.36	-8.75	18.19
归属于母公司的净利润	139.62	119.41	176.54
年增长率（%）	23.57	-14.47	47.84
每股收益（元）	0.214	0.183	0.271
PER（X）	35.74	41.78	28.26

注：有关指标按最新总股本为 652.5 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	3,272.29	2,985.96	3,529.11
增长率 (%)	10.36%	-8.75%	18.19%
减：营业成本	2,634.52	2,452.97	2,870.93
营业税金及附加	19.26	17.62	20.82
销售费用	131.43	119.44	140.46
管理费用	149.45	129.89	146.46
财务费用	153.48	134.37	155.28
资产减值变动损失	23.51		
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	160.64	131.68	195.16
加：营业外收入	2.05	2.00	2.00
减：营业外支出	7.92	1.00	1.00
其中：非流动资产处置损失			
三、利润总额	154.77	132.68	196.16
减：所得税费用	15.15	13.27	19.62
四、净利润	139.62	119.41	176.54
归属于母公司所有者的净利润	139.62	119.41	176.54
增长率 (%)	23.57%	-14.47%	47.84%
少数股东损益			
总股本（百万股）	652.2	652.2	652.2
每股收益（元）	0.214	0.183	0.271

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。