

最差时期已过， 步入有限复苏

投资要点：

- 公司 08 年经营业绩显著下滑，实现营业收入 60.06 亿元、营业利润 3.26 亿元、净利润约 3.65 亿元，同比分别下降 0.43%、51% 和 26.5%，摊薄 EPS 约 0.66 元。全面摊薄 ROE 仅 9.75%。
- 新闻纸业务显著滑坡是公司业绩的下降的最主要原因。08 年新闻纸的销量和毛利率都呈现下滑的态势。而且，剔除会计处理因素，新闻纸的实际盈利能力要低于公告的水平。
- 由于公司本部被政府认定为 08 年第一批高新技术企业，按 15% 的优惠税率征收企业所得税，08 年实际税率大幅下降至 -0.4%。剔除所得税的影响，08 年净利润的下降幅度有望超过五成。
- 08 年公司仅计提了约 3800 万元的存货跌价损失，与我们的预期差距较大，主要是由于新闻纸价格从 12 月份开始下跌，至年底成本高于可变现净值的存货数量远低于我们预测的数量。
- 预计 08 年 4 季度或 12 月份是公司最差时刻，随着公司高价废纸的消耗和产品销量的复苏，09 年 1-2 季度公司的盈利将保持环比好转。
- 预计公司 09-11 年营业收入分别为 50.77 亿元、57.63 亿元和 61.38 亿元，净利润分别为 3.13 亿元、4.07 亿元和 4.83 亿元，EPS 分别为 0.57 元、0.74 元和 0.88 元，3 年 CAGR 约为 9.8%。
- 09-11 年的动态 PE 分别为 18.8x、14.4x 和 12.2x，维持“谨慎推荐”评级。

主要财务指标

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	6032.1	6006.3	5077.1	5763.5	6138.4
收入增长率%	42.17%	-0.43%	-15.47%	13.52%	6.51%
EBITDA(百万元)	1436.2	1243.5	1274.0	1393.0	1554.3
净利润(百万元)	496.3	364.6	312.8	407.3	482.7
摊薄 EPS(元)	0.90	0.66	0.57	0.74	0.88
PE	11.8	16.1	18.8	14.4	12.2
EV/EBITDA(X)	6.2	7.7	7.2	6.5	5.6
PB	1.67	1.57	1.45	1.35	1.24
ROIC	8.3%	7.8%	6.5%	7.0%	7.6%
总资产周转率	0.68	0.63	0.53	0.60	0.62

资料来源：中国银河证券研究所

谨慎推荐 维持评级

分析师

叶云燕，CFA

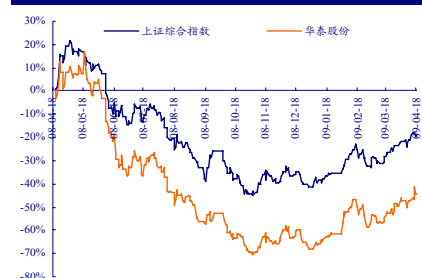
✉: yeyunyan@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8028

市场数据 时间 2009.04.17

A 股收盘价(元)	10.71
A 股一年内最高价(元)	23.00
A 股一年内最低价(元)	5.60
上证指数	2,503.94
市净率	1.57
总股本(万股)	54865
实际流通 A 股(万股)	37042
限售的流通 A 股(万股)	17823
流通 A 股市值(亿元)	39.67

相对上证指数



资料来源：中国银河证券研究所

相关研究

1. 《产业链价格体系趋于稳定，关注事件性投资机会——2009 年二季度造纸业投资报告》，2009.3.30

公司于4月18日发布年度报告。2008年共实现营业收入60.06亿元，同比微降0.43%；营业利润约3.26亿元，比上一年大幅减少51%；归属于母公司净利润约3.65亿元，同比下降了26.5%，摊薄EPS约0.66元。全面摊薄ROE仅9.75%，大幅低于公司历史水平。

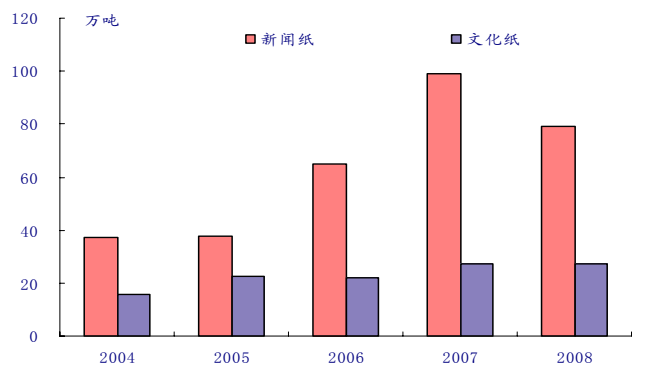
针对公司2008年的经营业绩，我们作如下评价：

一、新闻纸生产效益下滑拖累公司业绩

新闻纸业务显著滑坡是公司收入和利润的下降的最主要原因。2008年，受国内新闻纸市场饱和、出口减少的双重影响，公司新闻纸销量同比下降了17-20万吨（公司未公布具体数据，此结果为我们测算值）。销量下降的同时，新闻纸的毛利率也下降了2个百分点。虽然吨毛利水平保持与上年持平，但是由于销量下滑过大，新闻纸业务的销售毛利仍比上年减少了1.16亿元。

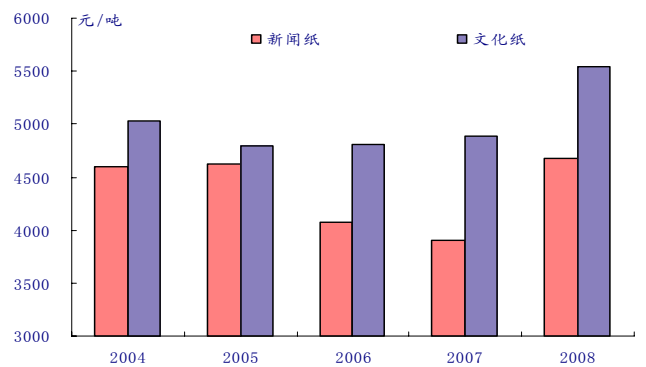
另外，公司将上半年新闻纸停产检修过程中所计提的折旧费用作为管理费用处理（该项金额约有1亿多元），我们认为该项金额计入生产成本或许会更合理，因而照此测算的毛利率水平可能会更低（图3红色虚线所示），吨纸毛利的实际水平仅有约650元，同比下降90-100元/吨。

图1：主要纸品销量



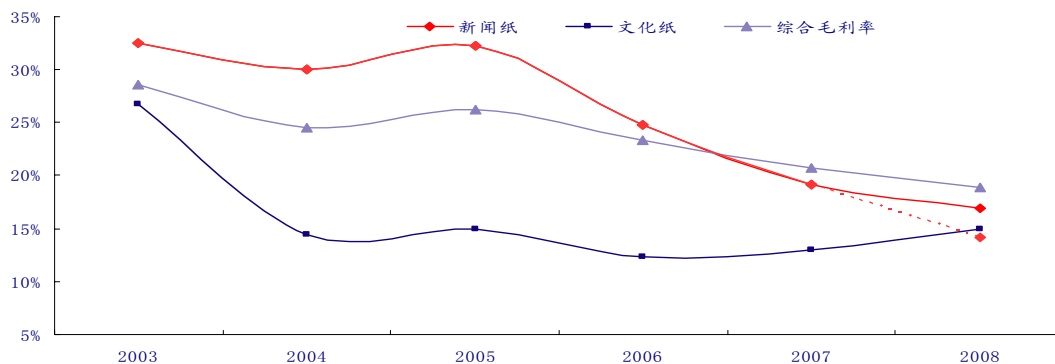
资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

图2：主要纸品出厂价格走势



资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

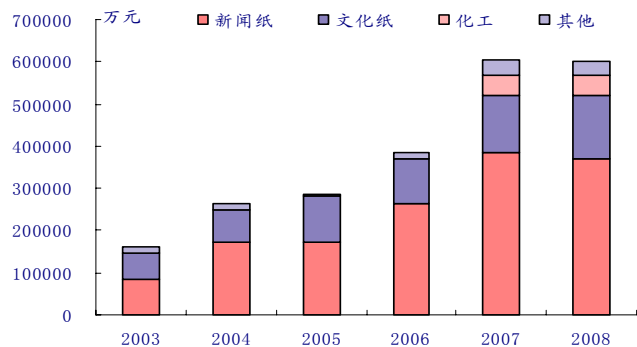
图3：主要产品毛利率



资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

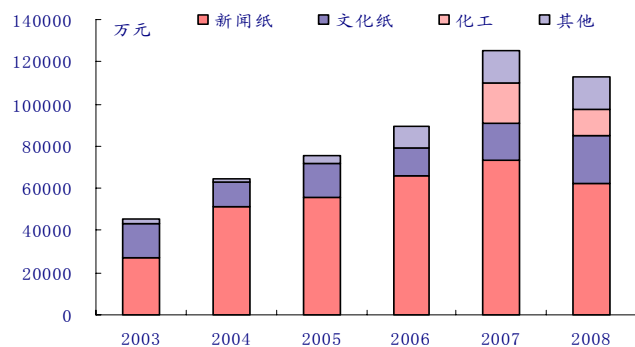
受益于 08 年上半年的高景气，文化纸业务在收入和利润方面均有所增长。化工业务受经济调整的影响，收入和利润则略有下滑（图 4、5）。

图 4：公司业务收入构成



资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

图 5：新闻纸营业利润下滑显著



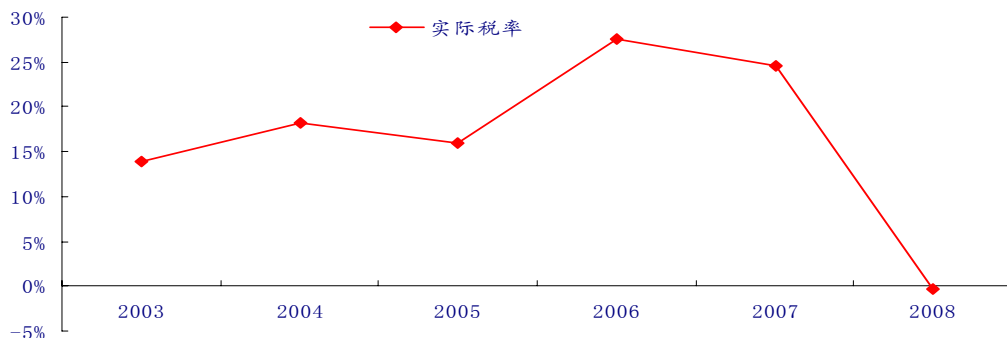
资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

二、剔除税率影响，盈利下降超五成

公司本部被政府认定为 08 年第一批高新技术企业，按 15% 的优惠税率征收企业所得税，有效期 3 年。受此影响，08 年实际税率大幅下降至 -0.4%（图 6），其中公司本部固定资产加速折旧期末按由 25% 变更为 15% 转回递延所得税负债 7403.53 万元。

剔除所得税的影响，公司 08 年净利润的下降幅度超过五成。未来两年，公司实际税率有望保持在 15% 左右的水平。

图 6：公司实际税率变化情况



资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

表 1：公司 08 年所得税费用构成

项目	08 年发生额 (万元)	09 年发生额 (万元)
本期所得税费用	7268.38	15048.84
递延所得税费用	-7418.46	1642.87
合计	-150.08	16691.71

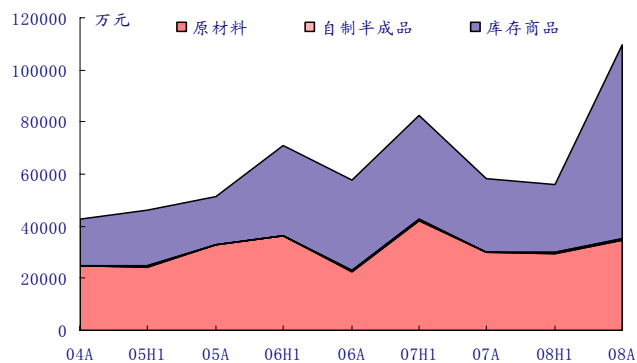
资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

三、存货规模高企，去库存的任务持续至 09 年一季度

08 年末，公司库存水平大幅上升。存货净额达到 10.99 亿元，比 07 年末增加了 88%。存货在总资产中的比重则由 07 年的 6.4% 上升至 08 年的 11.2%。在存货的构成中，产成品金额和比重都大幅增加。这使得公司去库存任务一直持续至 09 年的一季度。

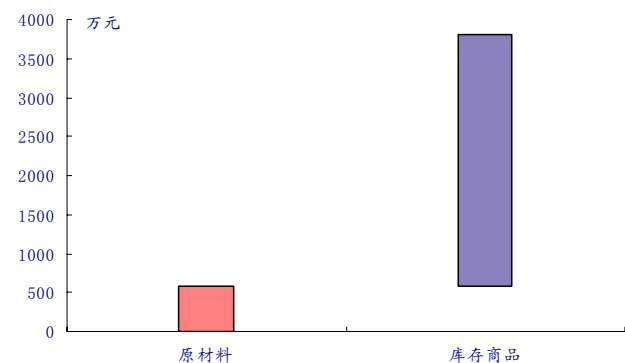
08 年公司仅计提了约 3800 万元的存货跌价损失，与我们的预期差距较大，主要是由于新闻纸价格从 12 月份开始下跌，至年底成本高于可变现净值的存货数量远低于我们预测的数量。

图 7：公司库存规模及结构的变动趋势



资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

图 8：存货跌价损失的构成



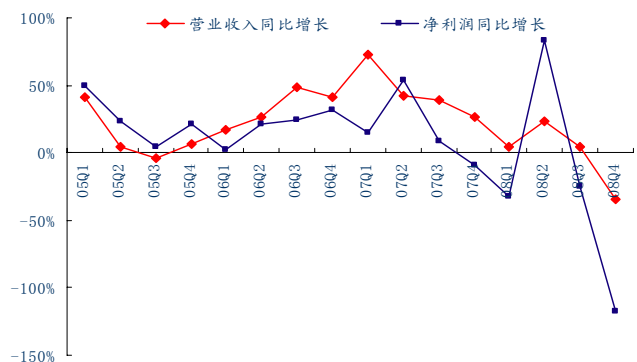
资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

四、09 年前两个季度盈利将有限复苏

预计 08 年 4 季度或 12 月份是公司最差时刻（图 9、10），与我们在多篇行业报告中所分析的情景相符。随着公司高价废纸的消耗和产品销量的复苏，09 年 1-2 季度公司的盈利将保持环比好转。

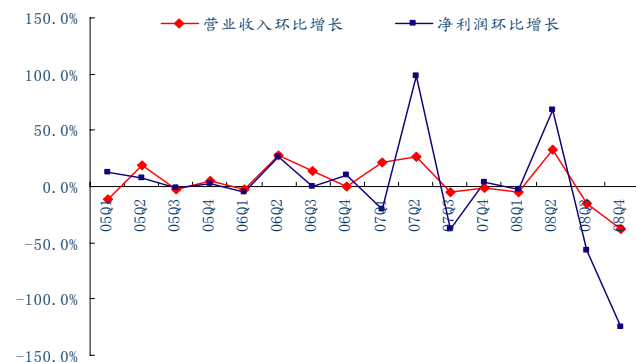
但是这种环比好转反映的仅是触底后的有限复苏。按照当前约 4300 元/吨的新闻纸出厂价和 130 美元/吨的废纸价格测算，每吨新闻纸毛利约为 700-800 元，恢复至 07 年水平。但是，盈利能力要恢复至历史平均水平仍需要较长的时间来消化过剩产能。

图 9：单季度业绩环比增长情况



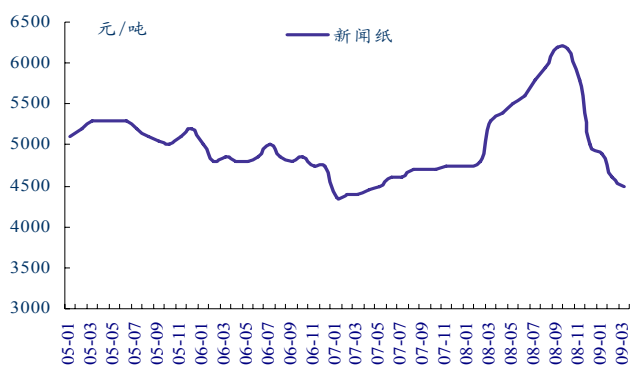
资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

图 10：单季度业绩同比增长情况



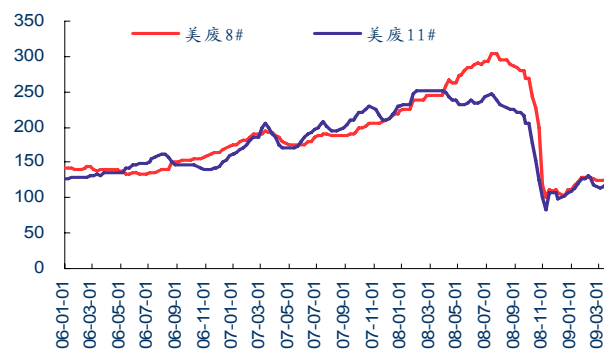
资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

图 11: 新闻纸价格大幅下跌后逐渐企稳



资料来源: 中国银河证券研究所

图 12: 美废价格企稳



资料来源: 中国银河证券研究所

五、业绩预测及投资评级

1、主要假设

根据当前的市场状况和公司的经营计划, 我们的假设前提设定为: (1) 新闻纸市场 09 年处于低迷和缓慢修复的阶段, 均价约 4300 元/吨; (2) 美废纸均价 130 美元/吨; (3) 25 万吨离子膜烧碱项目 09 年 6 月份投产, 化工业务毛利率 15% (具体参见表 2、3)。

表 2: 公司主要业务假设

营业收入预测		2007	2008	2009E	2010E	2011E
新闻纸	销量(万吨)	98.88	79	80	85	90
	平均售价(元)	3899	4673	3675	3900	4100
	销售收入(万元)	385559	369195	294017	331500	369000
	毛利率	19.1%	16.9%	21.1%	20.5%	22.0%
文化纸	销量(万吨)	27.40	27	28	30	30
	平均售价(元)	4890	5582	4700	4800	4800
	销售收入(万元)	133992	150717	131600	144000	144000
	毛利率	12.99%	14.91%	14.89%	13.54%	13.54%
化工产品	销售收入(万元)	49143	48390	49632	68390	68390
	毛利率	38.0%	26.5%	15.0%	20.0%	22.0%

资料来源: 中国银河证券研究所

表 3: 主要比率假设

相关比率	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业税率	0.51%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
销售费用 /营业收入	3.51%	3.25%	3.50%	3.50%	3.50%
管理费用 /营业收入	2.76%	4.34%	3.50%	3.50%	3.50%
实际税率	24.58%	-0.40%	15.00%	15.00%	20.00%
少数股东损益/税前利润	2.34%	3.62%	3.62%	3.62%	3.62%

资料来源: 中国银河证券研究所

2、09-11 年盈利复合增长 9.8%，维持谨慎推荐

预计公司 09-11 年营业收入分别为 50.77 亿元、57.63 亿元和 61.38 亿元，净利润分别为 3.13 亿元、4.07 亿元和 4.83 亿元，EPS 分别为 0.57 元、0.74 元和 0.88 元，3 年 CAGR 约 9.8%。

09-10 年的动态 PE 分别为 18.8x、14.4x 和 12.2x。我们认为新闻纸行业及公司经营已度过最差时刻，但是未来 6 个月行业仍将处于有限复苏的低潮期。因此维持“谨慎推荐”的评级。

六、风险因素

主要的风险因素包括：（1）新闻纸市场持续低迷，公司销量进一步下滑，新闻纸价格继续下跌；（2）汇率波动导致进口废纸价格的波动，不利于公司控制成本；（3）化工业务受经济影响继续恶化的风险。

公司财务报表预测

资产负债表	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	798.2	660.0	749.3	798.0	营业收入	6006.3	5077.1	5763.5	6138.4
应收票据	68.3	153.0	173.7	185.0	营业成本	4875.1	4081.3	4646.5	4877.8
应收账款	850.1	625.9	710.6	756.8	营业税金及附加	24.1	20.4	23.2	24.7
预付款项	79.6	59.2	36.0	11.6	销售费用	195.4	177.7	201.7	214.8
其他应收款	175.5	148.4	168.4	179.4	管理费用	260.9	177.7	201.7	214.8
存货	1099.0	894.5	1018.4	1069.1	财务费用	238.8	180.6	166.9	156.3
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	42.7	20.0	18.0	18.0
长期股权投资	136.5	136.5	136.5	136.5	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	5473.3	5668.1	5803.2	5837.4	投资收益	-43.3	-35.0	-5.0	0.0
在建工程	844.3	822.2	811.1	755.5	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	326.0	384.4	500.4	632.0
无形资产	266.7	240.0	213.3	186.7	营业外收支净额	50.8	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	376.8	384.4	500.4	632.0
资产总计	9822.4	9438.7	9851.2	9946.7	减：所得税	-1.5	57.7	75.1	126.4
短期借款	2348.6	1929.7	1557.8	1103.6	净利润	378.3	326.7	425.4	505.6
应付票据	506.0	391.4	445.6	467.7	归属于母公司的净利润	364.6	312.8	407.3	482.7
应付账款	763.5	670.9	763.8	801.8	少数股东损益	13.6	13.9	18.1	22.9
预收款项	72.7	77.8	83.6	89.7	基本每股收益	0.66	0.57	0.74	0.88
应付职工薪酬	35.9	35.9	35.9	35.9	稀释每股收益	0.66	0.57	0.74	0.88
应交税费	-41.5	-41.5	-41.5	-41.5	财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
其他应付款	115.9	115.9	115.9	115.9	成长性				
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	-0.4%	-15.5%	13.5%	6.5%
长期借款	1267.7	1367.7	1667.7	1767.7	EBIT 增长率	-22.7%	-4.7%	11.3%	16.8%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	-26.5%	-14.2%	30.2%	18.5%
负债合计	5805.8	5095.4	5176.4	4888.5	盈利性				
股东权益合计	4016.6	4343.3	4674.8	5058.2	销售毛利率	18.8%	19.6%	19.4%	20.5%
现金流量表	2008A	2009E	2010E	2011E	销售净利率	6.1%	6.2%	7.1%	7.9%
净利润	378.3	326.7	425.4	505.6	ROE	9.7%	7.7%	9.3%	10.2%
折旧与摊销	592.7	654.0	702.7	748.0	ROIC	7.8%	6.5%	7.0%	7.6%
经营活动现金流	615.6	1373.0	1226.8	1381.4	估值倍数				
投资活动现金流	-905.2	-835.0	-805.0	-700.0	PE	16.1	18.8	14.4	12.2
融资活动现金流	100.2	-676.2	-332.6	-632.7	P/S	1.0	1.2	1.0	1.0
现金净变动	-189.4	-138.2	89.2	48.7	P/B	1.6	1.4	1.3	1.2
期初现金余额	898.0	798.2	660.0	749.3	股息收益率	4.6%	0.0%	1.6%	2.1%
期末现金余额	708.5	660.0	749.3	798.0	EV/EBITDA	7.7	7.2	6.5	5.6

资料来源：中国银河证券研究所

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

造纸印刷行业分析师覆盖股票范围：

A 股：晨鸣纸业（000488.SZ）、华泰股份（600308.SH）、太阳纸业（002078.SZ）、景兴纸业（002067.SZ）、博汇纸业（600966.SH）、银鸽投资（600069.SH）、合兴包装（002228）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908