

优势纸种保证了业绩的相对稳定

报告关键点：

- 新增产能的投放是今后业绩增长的保证；
- 受益于相关政策以及新环境标准的实施；
- 给予增持-A的投资评级，三个月目标价9.00元。

报告摘要：

- 公司主要产品是文化纸（书写纸、双胶纸等）和白卡纸，合计占总收入约70%的比例。合计产能为82.5万吨，其中卡纸为25万吨，文化纸为25万吨，箱板纸15万吨，瓦楞原纸2.5万吨，石膏护面纸板15万吨。
- 原材料方面，公司目前共有20万吨化机浆、10万吨草浆生产能力和9.5万吨化学浆。08年的下半年以来，国际浆价经历了大幅的下跌，随着目前国际原材料价格的企稳和逐步反弹，公司产业链延伸的优势将体现出来。
- 文化纸产品中以低档文化纸为主，将会充分受益于国家节能减排的政策和新环境污染标准的实施。根据我们中期策略的分析，文化纸是景气程度最好的细分纸种。
- 公司所建设的35万吨白卡纸项目是未来主要的利润增长点，预计2010年达产。目前，白卡纸已经逐步成为公司利润的重要来源。涂布白卡纸主要用于卷烟、化妆品和医药等产品的包装，预计未来几年消费年增长率为10%至15%。
- 公司08年下半年在业内首家实施限产，避免了大幅存货跌价的出现，是业内受到冲击最小的公司。目前公司开工率在90%以上，当月能够实现产销平衡；尽管高价原材料早已消化完毕，但从数量上看，库存仍然处于较高的水平。由于纸种结构相对较好，部分产品已经开始涨价，显示良好的复苏迹象。
- 预计公司09、10年的每股收益分别是0.40元和0.55元。尽管行业景气好转的迹象还不明显，但是考虑到公司受益于国家相关政策以及新环境标准的实施，以及明年有前景较好的新增产能的投放，因此给予公司增持-A的投资评级，三个月的目标价为9.00元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,167.6	3,310.7	2,939.9	3,386.7	3,945.6
Growth(%)	19.6%	4.5%	-11.2%	15.2%	16.5%
净利润	210.8	288.8	221.1	297.5	355.7
Growth(%)	34.7%	28.2%	-19.8%	35.3%	20.2%
毛利率(%)	18.5%	19.8%	16.5%	18.2%	18.2%
净利润率(%)	6.2%	7.7%	6.9%	8.1%	8.4%
每股收益(元)	0.39	0.50	0.40	0.55	0.66
每股净资产(元)	4.86	5.37	5.73	6.22	6.81
市盈率	19.8	15.5	19.3	14.2	11.9
市净率	1.6	1.4	1.4	1.2	1.1
净资产收益率(%)	8.6%	10.7%	7.6%	9.5%	10.4%
ROIC(%)	9.2%	10.5%	7.1%	9.2%	10.4%
EV/EBITDA	6.8	8.6	11.0	8.9	7.7
股息收益率	0.4%	0.8%	0.6%	0.8%	1.0%

评级：
增持-A

上次评级：

目标价格：
9.00 元

期限： 3 个月 上次预测：

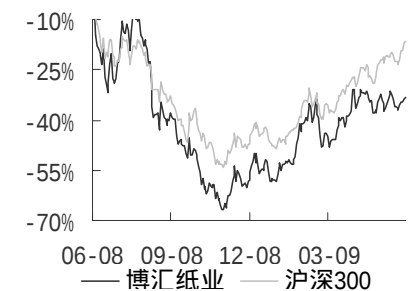
现价： 7.86 元

报告日期：
2009-06-04

市场数据

总市值(百万元)	3,965.97
流通市值(百万元)	2,904.42
总股本(百万股)	504.58
流通股本(百万股)	369.52
12 个月最高/最低	3.90/11.96 元
十大流通股(%)	31.10%
股东户数	54,851

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(6.21)	(10.31)	(16.44)
绝对收益	2.61	18.95	(33.16)

研究员

郭振举
行业分析师

010-66581621

guozj@essence.com.cn

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-6-4

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,167.6	3,310.7	2,939.9	3,386.7	3,945.6	成长性					
减: 营业成本	2,581.9	2,654.1	2,454.8	2,770.4	3,227.5	营业收入增长率	19.6%	4.5%	-11.2%	15.2%	16.5%
营业税费	7.6	10.5	7.3	8.5	9.9	营业利润增长率	24.4%	24.4%	-23.4%	35.4%	19.0%
销售费用	134.9	128.1	114.7	135.5	157.8	净利润增长率	34.7%	28.2%	-19.8%	35.3%	20.2%
管理费用	58.8	69.9	58.8	67.7	78.9	EBITDA 增长率	18.6%	15.3%	-26.1%	19.9%	11.9%
财务费用	102.1	84.0	57.6	50.4	43.9	EBIT 增长率	22.4%	13.1%	-24.9%	26.9%	15.0%
资产减值损失	3.8	17.7	-18.8	-5.2	-	NOPLAT 增长率	39.1%	24.2%	-25.0%	26.2%	15.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.9%	11.9%	-3.1%	2.2%	3.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	67.4%	10.5%	6.8%	8.6%	9.4%
营业利润	278.4	346.4	265.4	359.5	427.6	利润率					
加: 营业外净收支	-2.7	0.8	1.0	-1.0	1.0	毛利率	18.5%	19.8%	16.5%	18.2%	18.2%
利润总额	275.7	347.1	266.4	358.5	428.6	营业利润率	8.8%	10.5%	9.0%	10.6%	10.8%
减: 所得税	65.0	58.3	45.3	60.9	72.9	净利率	6.2%	7.7%	6.9%	8.1%	8.4%
净利润	210.8	288.8	221.1	297.5	355.7	EBITDA/营业收入	16.7%	18.5%	15.4%	16.0%	15.4%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	12.0%	13.0%	11.0%	12.1%	12.0%
货币资金	759.7	518.2	782.5	976.6	1,189.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	217	238	286	242	201
应收帐款	332.7	263.9	245.7	283.0	329.7	流动营业资本周转天数	109	118	140	129	128
应收票据	116.0	164.9	145.0	167.0	194.6	流动资产周转天数	173	197	230	233	238
预付帐款	110.3	287.3	336.4	391.8	456.3	应收帐款周转天数	41	32	31	28	27
存货	542.1	528.1	512.7	584.4	680.9	存货周转天数	58	60	65	59	58
其他流动资产	-0.0	-0.0	-23.8	-23.8	-23.8	总资产周转天数	436	470	548	500	458
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	372	392	459	396	349
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	8.6%	10.7%	7.6%	9.5%	10.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.0%	6.6%	4.9%	6.1%	6.8%
固定资产	2,005.6	2,369.2	2,309.6	2,239.8	2,160.1	ROIC	9.2%	10.5%	7.1%	9.2%	10.4%
在建工程	161.6	77.0	46.8	28.7	17.8	费用率					
无形资产	184.2	180.3	180.4	180.4	180.5	销售费用率	4.3%	3.9%	3.9%	4.0%	4.0%
其他非流动资产	33.7	16.2	17.7	18.0	18.2	管理费用率	1.9%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
资产总额	4,246.1	4,405.0	4,552.8	4,845.9	5,203.9	财务费用率	3.2%	2.5%	2.0%	1.5%	1.1%
短期债务	645.3	645.7	639.9	632.5	623.3	三费/营业收入	9.3%	8.5%	7.9%	7.5%	7.1%
应付帐款	194.3	160.0	158.0	178.4	207.8	偿债能力					
应付票据	87.4	111.5	80.7	91.1	106.1	资产负债率	42.3%	38.5%	36.5%	35.2%	34.0%
其他流动负债	108.0	137.6	139.9	162.4	189.4	负债权益比	73.3%	62.7%	57.5%	54.4%	51.5%
长期借款	761.0	643.0	643.0	643.0	643.0	流动比率	1.80	1.67	1.96	2.24	2.51
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.27	1.15	1.45	1.69	1.91
负债总额	1,796.0	1,697.7	1,661.6	1,707.3	1,769.6	利息保障倍数	3.73	5.12	5.60	8.13	10.74
少数股东权益	189.8	224.9	240.0	258.9	280.1	分红指标					
股本	315.4	504.6	504.6	504.6	504.6	DPS(元)	0.03	0.06	0.05	0.07	0.08
留存收益	1,944.9	1,977.8	2,146.7	2,375.1	2,649.7	分红比率	7.1%	12.4%	12.0%	12.0%	12.0%
股东权益	2,450.1	2,707.3	2,891.2	3,138.6	3,434.3	股息收益率	0.4%	0.8%	0.6%	0.8%	1.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	210.8	288.8	221.1	297.5	355.7	EPS(元)	0.39	0.50	0.40	0.55	0.66
加: 折旧和摊销	155.1	185.5	128.5	131.6	134.3	BVPS(元)	4.86	5.37	5.73	6.22	6.81
资产减值准备	3.8	17.7	-18.8	-5.2	-	PE(X)	19.8	15.5	19.3	14.2	11.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.6	1.4	1.4	1.2	1.1
财务费用	94.1	126.0	104.0	57.6	50.4	P/FCF	-	-15.3	12.5	21.1	19.3
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	1.2	1.2	1.3	1.2	1.0
少数股东损益	12.9	35.1	17.7	22.3	24.9	EV/EBITDA	6.8	8.6	11.0	8.9	7.7
营运资金的变动	-207.1	-88.3	-1.2	-128.2	-163.8	PEG	12.2%	7.2%	25.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	301.7	484.4	404.9	368.5	395.1	CAGR(%)	1.6	2.1	0.8	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-40.3	-544.4	-32.1	-32.1	-32.1	ROIC/WACC	1.1	1.2	0.8	1.1	1.2
融资活动产生现金流量	334.4	-274.6	-89.8	-90.9	-92.8	REP	1.0	1.1	1.6	1.2	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

郭振举，北大金融学硕士，在读经济学博士，具有基金、投资咨询的工作背景，证券从业经历 6 年。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

王远洋

0755-82558087

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王昊文

0755-82558069

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wanghw@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京