

林纸产品/原材料

美利纸业 (000815)

期待具体重组方案的出台

——美利纸业 2009 年年报点评

	王峰	徐琳
	0755-23976228	021-38676644
	wangfeng@gtjas.com	xulin@gtjas.com
	S0880200010288	S0880108023061

本报告导读:

由于当地原材料与销售市场的约束,公司在本部的进一步发展受到限制,其前景在于中冶纸业集团对其的重组。

投资要点:

- 2009 年公司共销售机制纸 17.66 万吨,其中中高档文化用纸 15.27 万吨,板纸 2.39 万吨。实现营业收入 10.01 亿元,同比-18.75%;利润总额 1535 万元,同比-78.58%; 归属股东净利 635 万元,同比-81.35%。EPS0.05 元,每 10 股送红股 9 股(含税)并派现金股利 1.10 元(含税),由资本公积金向股东每 10 股转增 1 股。
- 尽管 09 年行业乃至公司逐步从危机的低谷恢复,但仍出现了明显的订单、销量锐减,销售数量以及单位售价的下滑引起收入下降。大修理费用的增加、社保费用基数的提高和子公司税率的提升影响了盈利水平,导致业绩低于预期。
- 公司现有 25 万吨的文化纸产能,其中部分胶版纸生产线现改产特种纸,现正处于起步阶段,特种纸业务的成熟是 10 年重要的业绩增长点。我们判断随着经营状况的恢复,以及特种纸产品的增加,公司收入、盈利水平都将得到提升。
- 就公司本身而言乏善可陈,可以说与业内许多公司相比其规模或盈利增长并不显著,其前景还在于重组或者说只有中冶纸业集团对其进行资产注入或收购借壳才不至于浪费这个壳资源。无论注资还是借壳,重组后的美利纸业必将在上下游产业链完善上、规模上、纸的品种档次等方面发生巨大的变化。
- 但由于重组在时间上存在不确定性,具体的重组方式和具体内容也不明确,我们在做估值预测时未将其考虑在内。我们预测公司 10 年、11 年每股收益分别为 0.13 元、0.24 元(当前股本数),估值已偏高是显而易见的,但考虑到对公司重组的预期,我们继续维持“谨慎增持”的投资评级。

财务摘要(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,232	1,001	1,201	1,357	1,376
(+/-)%	14%	-19%	20%	13%	1%
经营利润(EBIT)	134	99	91	113	117
(+/-)%	43%	-26%	-8%	23%	4%
净利润	69	8	21	38	43
(+/-)%	8%	-88%	157%	83%	14%
每股净收益(元)	0.43	0.05	0.13	0.24	0.27
每股股利(元)	0.00	0.11	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	10.9%	9.9%	7.6%	8.3%	8.5%
净资产收益率(%)	7.2%	0.8%	2.1%	3.7%	4.1%
投入资本回报率(%)	7.7%	3.7%	4.1%	4.6%	5.6%
EV/EBITDA	8.4	13.8	16.2	14.7	12.3
市盈率	12.7	195.8	100.5	55.0	48.4
股息率(%)	0.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 13.00

上次预测: 10.00

当前价格: 13.70

2010.03.19

交易数据

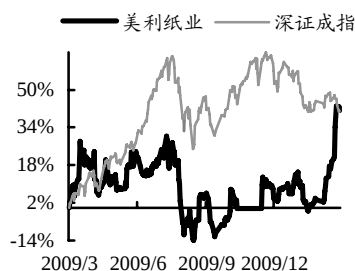
52 周内股价区间(元)	7.85-13.67
总市值(百万元)	2,070
总股本/流通 A 股(百万股)	158/158
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	6
日均成交值(百万元)	69

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	962
每股净资产	6.07
市净率	2.2
净负债率	140%

EPS(元)	2009A	2010E
Q1	0.01	0.02
Q2	0.02	0.03
Q3	0.01	0.04
Q4	0.02	0.04
全年	0.05	0.13

52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	36%	31%	42%
相对指数	39%	43%	0%

相关报告

继续看好业绩高增长的优势公司

2010.02.10

《基本面较平淡 希望或在重组》

2009.08.17

《公司重组与参股公司变化值得关注》

2009.03.13

模型更新时间: 2010.03.19

股票研究

原材料
林纸产品

美利纸业 (000815)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 13.00

上次预测: 10.00

当前价格: 13.7

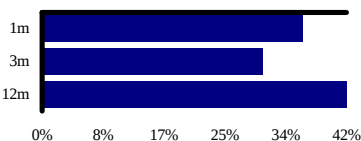
公司网址

www.china-meili.com

公司简介

公司是我国西部地区重要的造纸企业,中国冶金科工集团公司的控股子公司,公司产品以书写纸、胶版纸等中高档文化纸为主。产能约 25 万吨,在国内造纸行业排名 20 位附近。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

7.85-13.67

市值 (百万)

2,070

财务预测 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
损益表							
营业总收入	1,232	1,001	1,201	1,357	1,376	1,513	1,714
营业成本	1,043	854	1,045	1,174	1,186	1,308	1,483
税金及附加	10	11	12	14	14	16	18
销售费用	23	10	20	20	22	24	27
管理费用	23	27	31	36	36	40	46
EBIT	134	99	91	113	117	124	141
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	26	1	3	5	5	5	5
财务费用	90	74	65	71	66	32	28
营业利润	64	15	24	49	61	88	122
所得税	1	5	6	11	17	23	32
少数股东损益	2	3	3	7	8	0	16
净利润	69	8	21	38	43	70	80
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	161	127	443	587	604	585	673
其他流动资产	0	1	0	0	0	0	0
长期投资	328	328	328	328	328	328	328
固定资产合计	1,552	1,556	1,579	1,490	1,466	1,406	1,349
无形及其他资产	1	249	248	248	248	248	248
资产合计	3,204	3,456	4,090	4,256	4,195	4,464	4,586
流动负债	1,596	1,674	2,314	2,434	2,321	2,518	2,541
非流动负债	638	801	770	770	771	773	776
股东权益	954	962	983	1,021	1,064	1,134	1,215
投入资本(IC)	1,721	1,869	1,765	1,939	1,550	1,945	1,474
现金流量表							
NOPLAT	133	70	73	90	88	93	106
折旧与摊销	100	105	106	113	118	122	127
流动资金增量	169	66	149	-260	370	-464	417
资本支出	-44	-197	-123	-16	-86	-56	-64
自由现金流	356	43	205	-73	489	-304	586
经营现金流	121	2	349	-38	595	-232	662
投资现金流	-44	-197	-120	-11	-81	-51	-59
融资现金流	-67	199	87	193	-497	264	-515
现金流净增加额	9	4	316	143	18	-19	88
财务指标							
成长性							
收入增长率	14.3%	-18.7%	19.9%	13.0%	1.4%	9.9%	13.3%
EBIT 增长率	43.3%	-26.0%	-7.7%	23.3%	3.7%	6.2%	14.0%
净利润增长率	7.6%	-88.2%	156.7%	82.7%	13.7%	62.0%	14.5%
利润率							
毛利率	15.4%	14.7%	12.9%	13.5%	13.8%	13.5%	13.5%
EBIT 率	10.9%	9.9%	7.6%	8.3%	8.5%	8.2%	8.2%
净利率	5.6%	0.8%	1.7%	2.8%	3.1%	4.6%	4.7%
收益率							
净资产收益率(ROE)	7.2%	0.8%	2.1%	3.7%	4.1%	6.2%	6.6%
总资产收益率(ROA)	2.1%	0.2%	0.5%	0.9%	1.0%	1.6%	1.8%
投入资本回报率(ROIC)	7.7%	3.7%	4.1%	4.6%	5.6%	4.8%	7.2%
运营能力							
存货周转天数	246	289	267	278	273	275	274
应收账款周转天数	40	71	71	71	71	71	71
总资产周转天数	924	1214	1147	22	(8)	32	13
净利润现金含量	1.76	0.20	16.73	-1.00	13.73	-3.31	8.24
资本支出/收入	-4%	-20%	-10%	-1%	-6%	-4%	-4%
偿债能力							
资产负债率	69.7%	71.6%	75.4%	75.3%	73.7%	73.7%	72.3%
净负债率	113.1%	126.4%	110.7%	119.1%	72.9%	97.0%	43.9%
估值比率							
PE	12.7	195.8	100.5	55.0	48.4	29.9	26.1
PB	0.9	1.7	2.1	2.1	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	8.4	13.8	16.2	14.7	12.3	13.0	9.8
P/S	0.7	1.6	1.7	1.5	1.5	1.4	1.2
股息率	0.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

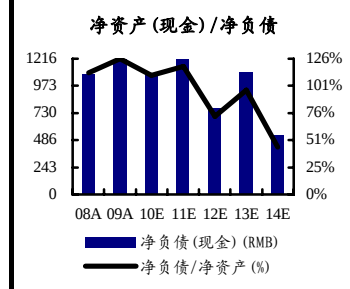
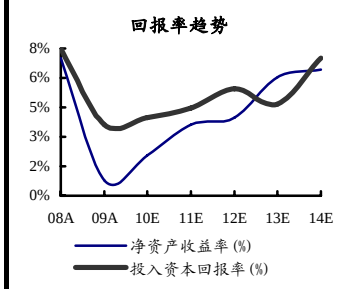
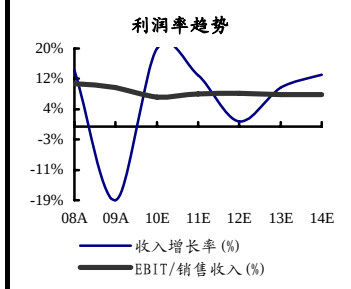
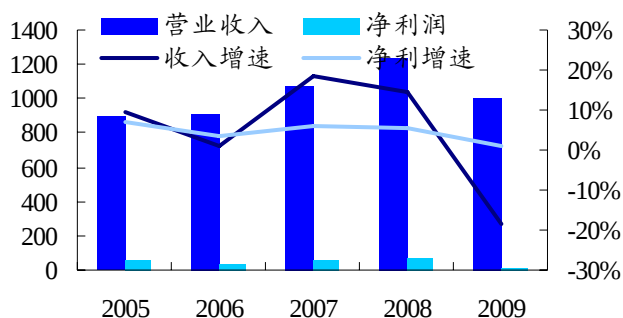


表 1: 09 年报利润表分析 (单位: 亿元)

	2008	2009
营业收入	12.32	10.01
增长率 (YOY)	14.34%	-18.75%
营业成本	10.43	8.54
毛利率	15.37%	14.70%
营业税金及附加	0.10	0.11
营业税金/收入	0.80%	1.07%
销售费用	0.23	0.10
销售费用/收入	1.84%	1.00%
管理费用	0.23	0.27
管理费用/收入	1.89%	2.74%
财务费用	0.90	0.74
财务费用/收入	7.33%	7.36%
期间费用率	11.06%	11.11%
资产减值损失	0.05	0.11
营业利润	0.64	0.15
增长率 (YOY)	28.16%	-76.67%
营业外收支	0.08	0.00
利润总额	0.72	0.15
税前利润率	5.81%	1.53%
所得税	0.01	0.05
实际税率	0.76%	29.62%
净利润	0.71	0.11
增长率 (YOY)	4.45%	-84.81%
净利润率	5.77%	1.08%
归属于母公司的净利润	0.69	0.08
增长率 (YOY)	7.64%	-88.19%
基本每股收益	0.43	0.05
稀释每股收益	0.22	0.03

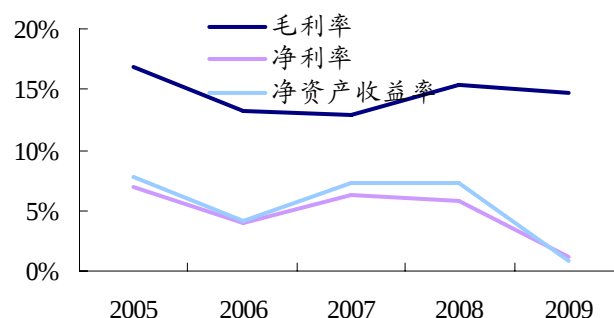
数据来源: 国泰君安证券研究

图 1: 近 5 年经营状况



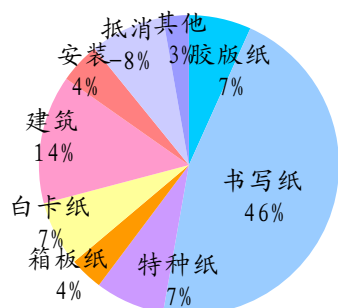
数据来源: 国泰君安证券研究

图 2: 近 5 年盈利水平趋势



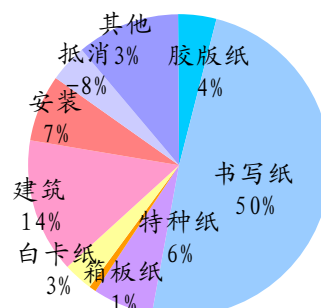
数据来源: 国泰君安证券研究

图 3: 09 年经营收入构成



数据来源: 国泰君安证券研究

图 4: 09 年经营毛利构成



数据来源: 国泰君安证券研究

附表: 分季度经营状况

	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009
营业收入	298.58	388.34	301.33	244.15	206.97	228.27	269.86	296.26
同比 (%)	20.72%	46.51%	14.77%	-19.39%	-30.68%	-41.22%	-10.44%	21.34%
环比 (%)	-1.42%	30.06%	-22.40%	-18.98%	-15.23%	10.29%	18.22%	9.78%
营业成本	250.35	333.74	256.19	202.69	173.84	194.47	240.77	245.10
毛利率 (%)	16.15%	14.06%	14.98%	16.98%	16.01%	14.81%	10.78%	17.27%
销售费用	5.87	6.69	5.01	5.08	2.60	1.86	2.78	2.81
% 营业收入	1.97%	1.72%	1.66%	2.08%	1.26%	0.82%	1.03%	0.95%
管理费用	5.46	7.19	5.43	5.16	7.38	9.77	6.29	4.03
% 营业收入	1.83%	1.85%	1.80%	2.11%	3.56%	4.28%	2.33%	1.36%
EBITDA	34.54	87.12	-17.02	128.61	21.74	70.71	-33.43	144.59
同比 (%)	-16.25%	81.98%	20.78%	15.95%	-37.07%	-18.84%	-96.48%	12.42%
环比 (%)	-68.86%	152.22%	-119.53%	855.83%	-83.10%	225.26%	-147.28%	532.49%
财务费用	21.75	22.00	28.04	18.60	19.77	16.96	14.59	22.37
% 营业收入	7.28%	5.66%	9.30%	7.62%	9.55%	7.43%	5.41%	7.55%
投资收益	0.00	23.72	1.49	0.36	0.00	0.09	0.00	0.82
营业利润	12.79	37.82	5.91	7.42	1.96	2.58	2.48	7.90
同比 (%)	-13.01%	175.46%	-30.95%	-42.48%	-84.65%	-93.18%	-57.97%	6.36%
环比 (%)	-0.86%	195.63%	-84.39%	25.70%	-73.55%	31.39%	-3.78%	218.07%
利润总额	12.33	37.33	4.94	17.04	1.72	3.18	2.87	7.58
同比 (%)	-14.46%	179.12%	-38.46%	-47.51%	-86.06%	-91.47%	-41.88%	-55.55%
环比 (%)	-62.04%	202.82%	-86.76%	244.97%	-89.92%	85.25%	-9.77%	163.84%
所得税费用	0.25	0.20	0.39	-0.30	0.49	0.67	0.75	2.64
% 实际税率	2.02%	0.54%	7.98%	-1.75%	28.79%	20.91%	26.11%	34.80%
归属母公司净利	11.75	36.57	3.87	16.64	0.91	2.40	1.58	3.24
同比 (%)	-11.08%	212.74%	-44.52%	-48.08%	-92.22%	-93.44%	-59.30%	-80.54%
环比 (%)	-63.35%	211.24%	-89.41%	329.86%	-94.51%	162.55%	-34.35%	105.60%
单季 EPS	0.07	0.23	0.02	0.11	0.01	0.02	0.01	0.02

数据来源: 国泰君安证券研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		