

2010年7月8日

威华股份

受制于区域景气度下降

A
未有评级

002240.SZ- 人民币 8.97

李攀

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207090249

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(22)	5	(28)	(8)
相对新华富时A50指数(%)	7	6	(5)	20

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	307
流通股(%)	41
流通股市值(人民币 百万)	1,126
3个月日均交易额(人民币 百万)	46
净负债比率(%)	73
主要股东(%)	
李建华	36

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

威华股份是国内居前列的木板一体化企业，近年来受到整体经济和出口影响销售情况并不乐观，同时家具业内迁降低了公司所在的区域需求。公司的产品成本走势也构成了不利影响，但是公司较大量的原材料存储，以及不断升值的速生林基地为公司提供了一定的抵御外部不利环境的能力。

主要发现：

- **行业需求减缓，销售难言乐观。**公司的销售受到整体经济和出口的旺盛水平影响，同时家具业内迁降低了公司所在的区域需求。09年收入虽然较上年有所增长，但是主要是公司自身产能释放的原因，今年上半年的销售并不理想，下半年相对旺季的需求是否能如期释放，仍主要取决于出口复苏的情况和地产调控的进展。
- **公司产品价格有所提高，但成本处于上升通道。**中纤板价格走势在经历09年的低潮之后今年2、3月份回升，2010年一季度的价格较2009年一季度上升了13%左右。原材料方面，2010年二季度，受到雨季的影响枝桠材收购价继续上升，且收购的难度较往年有所加大。
- **短期内具备一定的防御能力。**公司去年年底收购力度较大，枝桠材库存较竞争对手偏大，可以一定程度满足旺季需求，且公司自身有速生林基地，可以满足一部分原材料需求。同时公司与大自然公司形成稳固的合作关系，销售具有一定的保证。

图表 1. 投资摘要（市场一致预期）

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万元)	749	894	1,794	2,207	2,568
增长率(%)	0	19	107	23	16
归属母公司股东净利润(百万元)	68	(50)	174	187	229
增长率(%)	(60)	(174)	449	7	23
摊薄每股收益(元)	0.22	(0.16)	0.57	0.61	0.75
市盈率(倍)	41	(55)	16	15	12
每股经营现金流量(元)	0.20	0.46	--	--	--

资料来源：公司数据及万得资讯

近期行业需求及公司业务进展。2009 年全国纤维板产量在 3,200 万方左右，消费量在 3,000 万方左右，广东的消费量接近 1,000 万方。从历史业绩分析，公司 07 年收入大幅增长，与整体经济和出口的旺盛水平是直接关联的；08 年收入微降，源于旺季遭遇了金融危机带来出口萎缩的影响；09 年收入虽然有超过 10% 的增长，但主要是公司自身产能释放的原因（四个募投项目 08 年底投产），而 09 年的中纤板价格较 08 年是下滑的。另一方面，遗憾的是，近几年原材料，主要是枝桠材的价格，每年都有一定幅度的上涨。且 09 年募投项目集中投放，导致了折旧增加太快（辽宁、湖北、河北项目的折旧增加 90% 以上）。公司 2010 年的销量目标为 144 万方，截止到 5 月份，完成了全年计划的 26% 左右。预计公司第二季度的毛利率较第一季度有所下滑，主要原因还是雨季影响，枝桠材成本上涨。从公司往年规律看，业务一般在二三季度相对淡一些，三四季度相对旺盛一些（尤其是七、八、九、十月份），今年的季节性需求是否能如期释放，主要取决于出口复苏的情况和地产调控的进展。

公司中纤板需求及价格变化趋势。公司中纤板的需求，一方面取决于家具业出口复苏的状况，一方面是国内家具需求的变化。公司卖出的中纤板中来自出口需求和来自内需扩大的比例难以确定。从公司的 CARB 标准出口板材生产来看，目前梅州 7 万方均是 CARB 标准，清远、台山、湖北项目有 25% 生产的也是 CARB 标准板材。目前浙江绿源和大亚科技也有 CARB 标准板材，来自广西的三威和高峰（靠近梧州）是公司目前主要的区域竞争对手。中纤板价格走势来看，2009 年年初以来是一路向下，第三季度有小的反弹，第四季度向下。今年 2、3 月份需求大有起色，2010 年一季度末价格回升，2010 年一季度的价格较 2009 年全年均价高 5% 左右，较 2009 年一季度上升了 13% 左右。之后 5 月价格较 4 月份上涨 1% 左右，6 月份价格环比又降了 2%。

公司现有及未来产能扩张。公司目前产能 150 万方，其中梅州 7 万方，增城 10 万方，清远 15 万方，台山 15 万方，阳春 15 万方，湖北、辽宁、河北、封开这四个项目每个项目各 22 万方。目前投产后，利用率在 85% 左右。公司短期内无后续中纤板产能扩张规划。其他资本开支方面，有约一亿元的两条木地板生产线计划，2011 年将投产。

公司原材料采购现状。从枝桠材收购来看，2007年每吨大约是280元，2008年每吨290元，2009年较2008年上升了8%左右，2010年二季度，受到雨季的影响（砍伐、运输受到限制），枝桠材收购价继续上升，且收购的难度较往年有所加大。幸运的是，公司去年年底收购力度大，枝桠材具备一定的库存，且公司自身有速生林基地，可以作为不时之需。正常年份库存往往是销售总量的8%左右。目前枝桠材收购较难，公司与竞争对手比较，枝桠材和产成品的库存会偏大一些，公司寄望偏大的库存可以更好满足旺季需求。

公司林业基地情况。公司自有加上合作的速生林面积有67万亩，速生林周期6-7年，每亩一个周期的成材量在5-6吨，据此推算，每年如果均匀砍伐，出材量在60万方左右，公司目前中纤板产能150万方，其与枝桠材的配比为1:1.7（甚至1:1.8）。故自身速生林能提供的枝桠材仍然有限，主要仍需外购。速生林早些年每亩成本在几块钱，现在每亩二十多块钱甚至更多。公司速生林作为一种资源，是不断增值的。将来也许可以作为原木出售，毛利率非常高。公司外购枝桠材，在秋、冬季最为频密（广东该季节气候比较干燥），往往准备至少三个月的储备量。

公司的其他信息。各项税收政策与其他同业公司接近。增值税今年返还比例为80%，明年如何尚不确定。募投项目涉及进口设备抵税了，故增值退税金额不大。所得税方面，目前按照25%计征。公司近期几个小的优势在于：速生林基地，协助应对枝桠材收购难；库存大一些，备战三季度比较有利；短期融资券已经实施，有利于财务成本节约。公司与大自然（目前国内强化地板领域排名第三）形成稳固的合作关系（参与的是公司在湖北和辽宁的基地），直接锁定了大的买家。

主要结论。威华股份作为过去受出口经济影响较为明显的公司，目前虽受益内需拉动，但短期前景仍不是太乐观。近期的广东中纤板价格走势不明，预计地产调控带来的影响存在滞后性。作为主要成本的枝桠材，近几年的成本存在长期上升的趋势。威华股份的现状与**国栋建设**(600321.SS/人民币11.95,未有评级)形成了较大反差。国栋建设一方面受益今年以来家具业内迁所增加的区域需求，中纤板价格从每方约1,800元上升至每方约2,000元。另一方面，区域枝桠材资源丰富，枝桠材采购价从年初的每吨420-450元下降至目前的每吨400元左右。对比两家，虽整体中纤板市场产能形势不容乐观，但是区域景气度差异明显。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	09年1季度	10年1季度	同比变动%
营业收入	85	260	204.8
营业成本	(80)	(221)	176.0
营业税金及附加	(1)	(1)	(6.9)
销售费用	(6)	(15)	176.7
管理费用	(26)	(19)	(25.5)
财务费用	(10)	(11)	11.3
资产减值损失	9	0	N.M
公允价值变动	0	0	N.M
投资收益	0	0	N.M
汇兑净收益	0	0	N.M
营业利润	(28)	(7)	(75.0)
营业外收入	8	24	215.3
营业外支出	(0)	(0)	15.6
利润总额	(21)	17	N.M
所得税费用	0	0	N.M
净利润	(21)	17	N.M
少数股东损益	0	(1)	N.M
归属于母公司所有者的净利润	(21)	16	N.M

资料来源：公司数据

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371