

## 受益成本下滑，经营回归坦途

## 研究结论

- 公司主营产品为中长纤维的特种纸，下游需求较为稳定。公司主要产品用于电容器制造，历史上看电容器年均增长 9.9%，随着电子和轻工行业振兴规划出台和终端需求的恢复，家电、计算机、集成电路等产量均有不同程度反弹，我们预计未来对电容器纸的需求有望延续 5% 以上的增速；而公司其他纸种，如茶叶袋滤纸、烟用接装原纸、以及吸尘袋纸等，需求贴近消费端，因此总体增长较为稳定。近期来看，公司去年 12 月份至今的订单情况较好，我们认为公司各类纸种需求复苏进程超出了市场预期。
- 受益于浆价下滑，未来综合毛利率有望回升 5.3 个百分点。公司 2008 年是较为困难的一年，原材料价格上升，日本 NKK 公司低价占领市场，存货减值、以及部分产品产能利用率过低等一系列因素影响，导致其盈利能力大幅下滑，毛利率跌至上市以来的最低水平 25.1%，随着 2009 年 NKK 倾销困难加大，公司经营环境将大幅改善，同时浆价下滑将有利于提升公司毛利率，因此我们预计公司 2009 年综合毛利率有望恢复至 2006 年之前的水平，同比提升 5.3 个百分点。
- 政策扶植成为公司股价催化剂。2007 年商务部颁布了针对国际电解电容器纸进口的反倾销条例，有效遏制了日本企业抢占国内市场的举动，但未能防止其以进料加工贸易方式进口，2009 年 4 月开始，商务部提出将电容器纸列为禁止加工贸易类的条款，这将提高其进口成本，有利于凯恩股份在更加有利的竞争环境下生存发展，改善其盈利能力，并有余力提升其技术实力。
- 我们给予公司中性评级。我们认为公司处于复苏的过程中，政策扶持与成本下滑构成企业盈利反弹的驱动因素，但由于当前公司估值水平较高，2009 年动态 PE 达到 48 倍，透支了盈利回归的预期，因此我们暂时给予中性评级。

## 潜在风险

- 当前公司的股价中已然包含了盈利大幅反弹的因素，如果盈利增长不能持续，对当前高估值将形成压力。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

郑 恺

造纸、轻工行业分析师

63325888×6079

zhengkai@orientsec.com.cn

杨春燕

造纸、轻工行业资深分析师

63325888×6080

yangy@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 **中性** 减持 (首次)

股价 (2009 年 3 月 13 日) 7.40 元

目标价格 (12 个月) 7.50 元

总股本/流通 A 股 (万股) 19479 / 19479

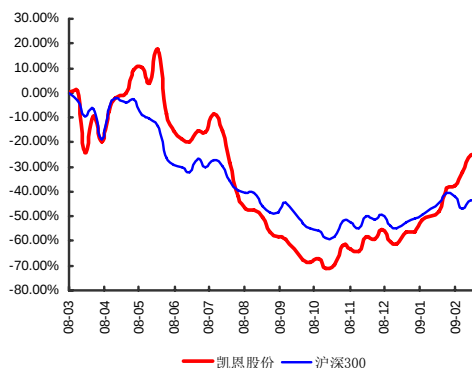
A 股市值 (亿元) 14

国家/地区 中国

行业 造纸

报告日期 2009 年 3 月 15 日

## 股价表现



| 评价周期     | 1 个月 | 3 个月  | 12 个月  |
|----------|------|-------|--------|
| 绝对表现 (%) | 8.8% | 22.1% | -47.0% |
| 相对表现 (%) | 5.8% | 23.8% | 11.7%  |

资料来源: WIND

## 财务预测

| 主要财务指标   | 2007   | 2008E | 2009E | 2010E |
|----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 345    | 385   | 412   | 471   |
| 同比(%)    | 5%     | 12%   | 7%    | 14%   |
| 归属母公司净利润 | -16    | 24    | 32    | 41    |
| 同比(%)    | -305%  | 46%   | 32%   | 28%   |
| 毛利率(%)   | 23.2%  | 23.4% | 28.7% | 31.4% |
| ROE(%)   | -5.0%  | 6.8%  | 8.2%  | 9.5%  |
| 每股收益(元)  | -0.08  | 0.12  | 0.16  | 0.21  |
| P/E      | -93.36 | 63.78 | 48.50 | 37.79 |
| P/B      | 4.63   | 4.31  | 3.96  | 3.58  |

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

## 目 录

|          |                              |          |
|----------|------------------------------|----------|
| <b>1</b> | <b>专注中长纤维特种纸的技术型企业 .....</b> | <b>3</b> |
| <b>2</b> | <b>电解电容纸回归坦途 .....</b>       | <b>4</b> |
| 2.1      | 政策扶植企业盈利恢复 .....             | 4        |
| 2.2      | 电子行业振兴提升行业需求 .....           | 5        |
| <b>3</b> | <b>新产品受益浆价下滑 .....</b>       | <b>6</b> |
| 3.1      | 茶叶袋滤纸：受益浆价下行 .....           | 6        |
| 3.2      | 吸尘器袋纸：摆脱负毛利漩涡 .....          | 7        |
| 3.3      | 无纺壁纸：有赖房地产复苏 .....           | 8        |
| <b>4</b> | <b>盈利预测与估值 .....</b>         | <b>8</b> |
| 4.1      | 核心假设 .....                   | 8        |
| 4.2      | 三表预测 .....                   | 9        |
|          | 分析师承诺 .....                  | 11       |
|          | 投资评级说明 .....                 | 11       |

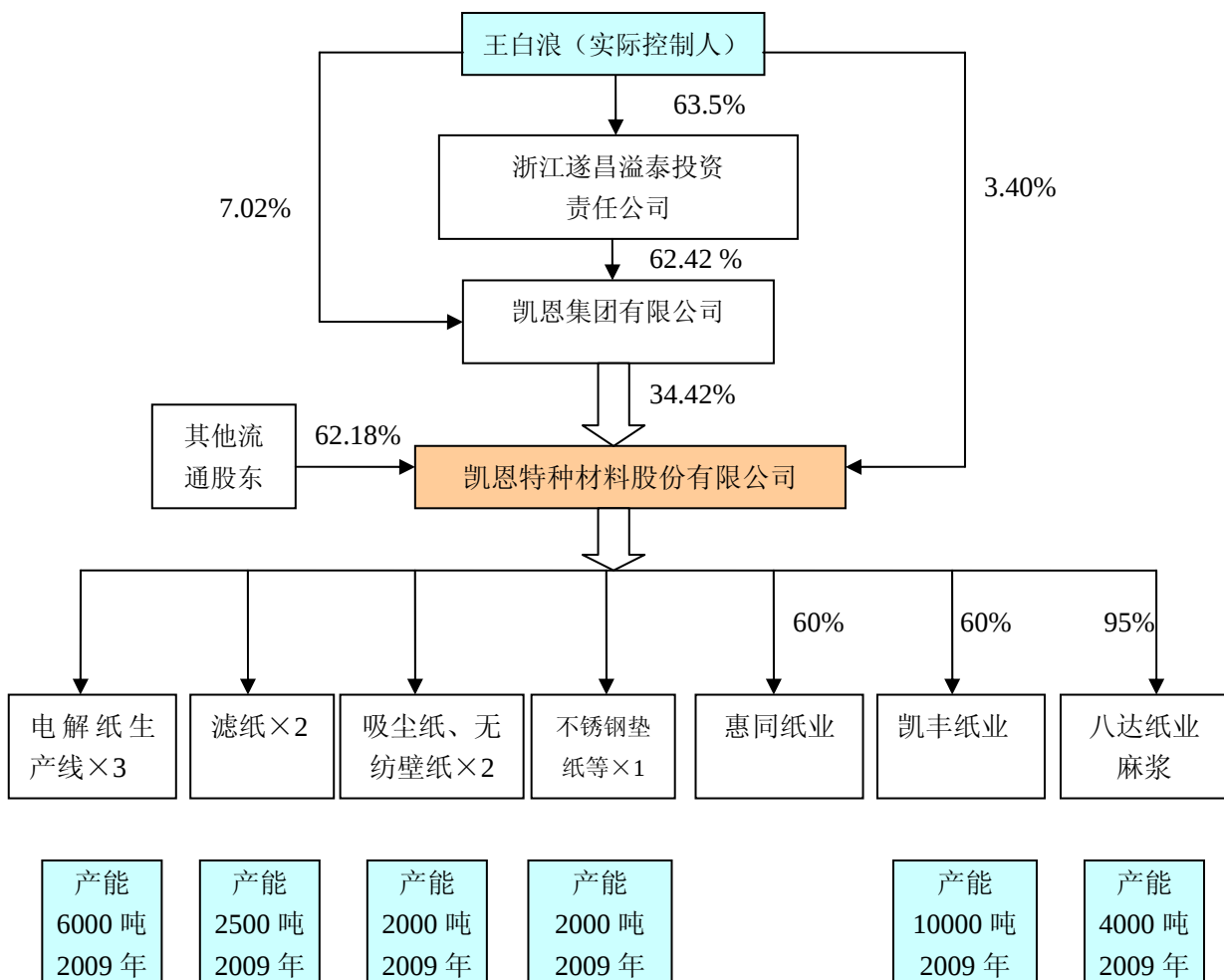
## 1 专注中长纤维特种纸的技术型企业

公司是国内能够系列化生产电解电容器纸唯一厂家,也是全球范围内仅有的两家能够系列化生产电解电容器纸的厂家之一,目前已经研制开发出 WJ2、WS2、W2 和 WD2 等一百多个品种的低、中、高压电解纸,和日本 NKK 企业共同享有全球近 1.5 万吨的市场份额,其中日本 NKK 产量约 1 万吨,市占率约为 60~70%,我国产量约为几千吨,市占率 20~30%。

由于电容器纸获利丰厚,国际上企业陆续进入这个原本竞争基本平衡的市场,如德国的 SPO、日本大福、美国 MHD 等,国内也有部分企业涉足电容器纸的低端市场,如莱勒克、开泰、鲁南、永翔、文昌革等,打破原有的市场格局,加剧了企业竞争,与此同时,由于 NKK 等公司对国内市场的倾销渗透,2008 年进口电容器纸达到 3970 吨,综合以上两大因素,尽管近年来电解电容器用量大幅上升,公司毛利率却出现下滑的趋势。

为此,公司利用自身在中长纤维特种纸上具备的技术优势,先后开发了茶叶袋滤纸、吸尘纸、无纺壁纸和不锈钢衬纸等,并联合合办了凯丰纸业生产烟用接装原纸等,虽然看似公司多元化背景下不利于核心优势的发挥,但我们认为公司生产的产品全部都具有中长纤维的特性,是公司技术的特长所在,而且茶叶袋滤纸等产品基本已经度过了产品培育期,未来将逐渐开始贡献企业利润。

图 1: 公司股权和产能结构图:



上图是公司目前产能和股权结构图，目前企业并表产能大约为 2.5 万吨，其中本部地区产能约为 1.5 万吨，除了八达纸业生产公司电容器纸用麻浆外，其余绝缘木浆和漂白木浆等均从国外进口。

我们认为公司看点来自当前面临的经营环境出现了一定转机，具体体现在电解电容器纸在政策支持下毛利率有望回升至 40% 以上水平，而其他长纤维纸种在浆价下滑的过程中盈利有望触底反弹。

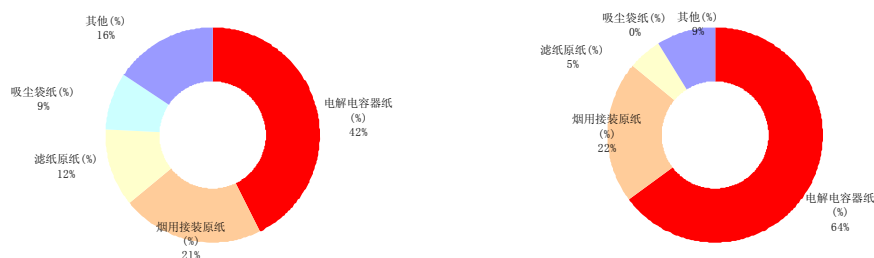
## 2 电解电容纸回归坦途

电解电容器纸一直为公司主要盈利贡献者，2008 年中报来看，其营业收入占比为 42%，但毛利贡献高达 64% 的水平，因此未来电解电容器纸的盈利走势将决定未来企业复苏的程度。

我们从两个角度认为凯恩股份未来电解电容器纸反弹的高度有望超过市场预期水平。首先是国家政策积极扶助其成长，其次，国家对于电容器下游电子行业扶持有望深化电容器纸的消费力度。

**图 2：电解电容器纸营业收入占比 42%**

**毛利占比 64%**



资料来源：东方证券研究所

### 2.1 政策扶植企业盈利恢复

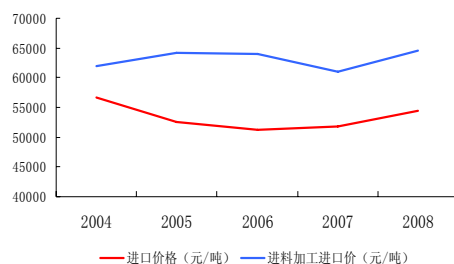
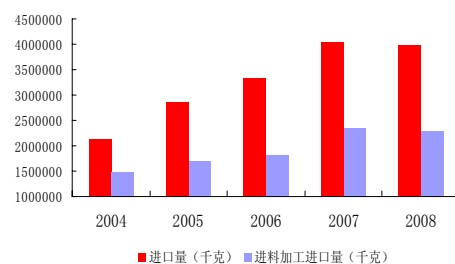
2006 年 3 月 3 日，浙江凯恩特种材料股份有限公司代表国内电解电容器纸产业向国家商务部正式提交了对原产于日本的进口电解电容器纸进行反倾销调查的申请书。2006 年 4 月 18 日商务部发布立案公告，决定开始对原产于日本的进口电解电容器纸进行反倾销调查。经过调查和取证，2006 年 10 月 16 日，商务部发布初裁公告，认定原产于日本的进口电解电容器纸存在倾销，对中国国内电解电容器纸产业造成了实质损害，并且倾销与实质损害之间存在因果关系，决定自公告之日起，对日本的进口电解电容器纸产品开始实施临时反倾销措施；2007 年 4 月 17 日，商务部发布肯定性终裁公告，决定自 2007 年 4 月 18 日起对从日本进口的电解纸征收 15% 至 40.83% 的反倾销税，征收期限为 5 年。

可以注意到自从 2007 年征收反倾销关税后，2008 年电解电容器纸进口价格上升了 5.2%，至 54000 元/吨，而进口数量下滑 100 吨，至 3970 吨。反倾销有效缓解了国际企业 NKK 对我国电解电容器纸的压制。

但在一般贸易进口遭遇障碍后，NKK 等国际公司通过进料加工贸易的方式进入国内市场，不仅可以规避反倾销税，也可以免征增值税，凯恩电容器纸压力依然较大，尤其体现在高端产品上。从下图可以注意到，进料加工贸易均价高于总体进口均价，进口产品集中于高端。

因此，国家商务部考虑到加工贸易可以规避反倾销政策影响，出于扶植国内高科技产品考虑，决定自 2009 年 4 月起开始禁止电解电容器纸通过加工贸易的方式进口，这将释放凯恩股份在高端产品面临的倾销压力，从凯恩生产电容器纸级别分类来看，高端产品占比约为 10~20%，中端产品 50% 左右，NKK 产品进口价格的提升（按反倾销税率 15% 至 40.83% 进行征收关税）将有利于凯恩中高端产品的盈利能力提升，我们预计企业的综合毛利将恢复到 40% 以上的水平。

不过，我们认为政策扶植的效果将主要逐渐体现在下半年，从调研过程中，我们了解到部分外资企业已经开始咨询企业电容器纸的规格，并开始进行认证，但认证的过程需要半年到 1 年时间，因此，禁止加工贸易的政策可能需要等到下半年才能逐渐体现效果。

**图 3：加工贸易进口产品档次更高**

**反倾销减少了进口数量**


资料来源：东方证券研究所

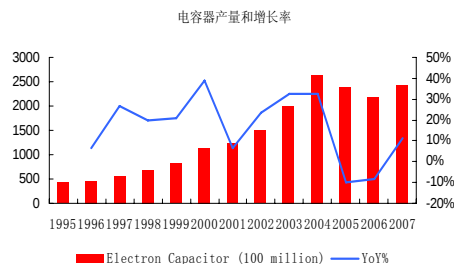
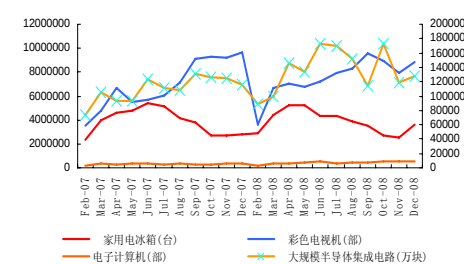
总体而言，我们认为政策扶植对于公司而言有里程碑式的意义，公司将借政策东风重归坦途。因此，国家反倾销政策的扶植有利于公司快速提升自身盈利水平，长远来看，盈利的可持续性将为企业带来稳定的预期，刺激其加大 R&D 的投入，做大做强电容器纸，逐步赶超日本等发达国家同行。

## 2.2 电子行业振兴提升行业需求

国务院 2009 年 2 月通过电子行业振兴规划，提出了未来 3 年的三大任务和重点投入的六大工程，即集成电路升级、新型显示和彩电工业转型、第三代移动通信产业新跨越、数字电视推广、计算机提升和下一代互联网应用、软件及信息服务培育。六大工程涉及的行业涵盖了电子信息产业的绝大多数领域。规划同时针对电子企业当前面临的出口、融资等困难提出了一些财税鼓励政策，如调整高新技术企业认定目录和标准、提高部分产品出口退税率、进一步发挥出口信贷和信用保险的支持作用，扩大中小企业集合发债试点等。

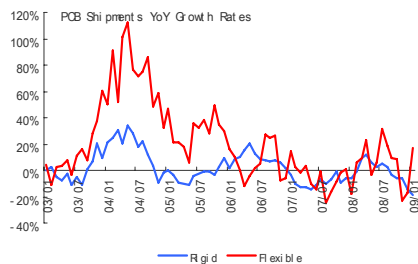
凯恩主要产品主要用于电容器的制作，分为中高压（耐压高于 160V），下游主要用在充放电电容器、交流电动机启动电容器及闪光灯电容器；以及低压电容（耐压低于 160V），主要用于滤波电容器、优质音箱电容、双极性电容器，低阻抗电容器等多个领域，从下图可以观察到，2000 年后，电容器的生产开始出现加速上行的走势，年均复合增长率达到 9.9%。

从最近的电容器下游产量情况来看，我们认为下游行业并未受到较大的冲击，未来随着行业振兴计划的实施和下游需求的逐步恢复，我们认为电容器需求有望继续保持 5% 以上的快速增长，从而拉动对电容器纸的消费。

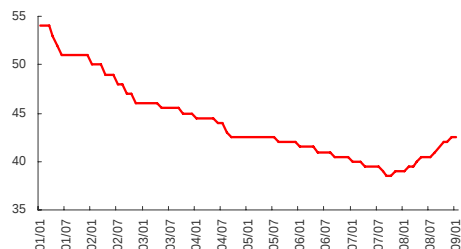
**图 4：电解电容器增长较为稳定**

**电解电容器下游增长未受较大冲击**


资料来源：东方证券研究所

图 5：国际 PCB 出货量有所回升



国际 PCB 板价格有所反弹

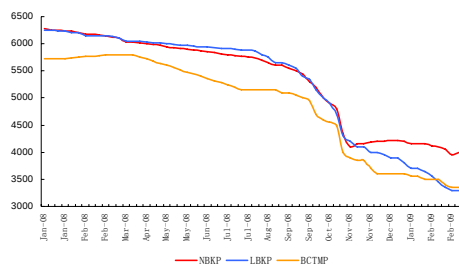


资料来源：东方证券研究所

### 3 新产品受益浆价下滑

公司主要新产品集中在茶叶袋滤纸和无纺壁纸两个小纸种方面,我们认为企业受益于产品价格稳定和主要成本浆价的下滑,未来毛利率将止跌回升。

图 6：浆价下滑提升公司新产品毛利率



资料来源：东方证券研究所

#### 3.1 茶叶袋滤纸：受益浆价下行

茶叶袋滤纸主要用于制造袋泡茶,从欧美袋泡茶的发展历史来看,袋泡茶的兴起实际上是顺应时代发展需要快速、方便、省时的饮茶新方法,因此其发展速度较快,尤其在高效,快节奏的发达国家,袋泡茶收到了当地国民的欢迎。80 年代时的袋泡茶相当于世界茶叶贸易总量的 1/4,而 00 年代已占到 1/3 的地位,成为发达国家日常茶叶消费的主要品种,而更为发达的地区,如西欧、北美等 7 个国家来看,袋泡茶占到日常茶叶消费总量的 67.63%。随着改革开放,我国从沿海到内地,袋泡茶不仅广泛地进入宾馆、饭店、娱乐场所,而且也受到一些家庭的青睐。而我国农科院茶科所曾经采用感官评分的方法进行比较试验结果证明:“袋泡茶”的茶汤能保持明澈、清香、无异味,不影响茶叶的饮用口感。

我们认为袋泡茶靠近消费者端,因而其需求较为稳定,作为其主要原料的茶叶袋滤纸,也面临较为稳健的需求增长。从消费地域来看,尽管国内消费者已经全面接受了使用袋泡茶,但总体而言,由于生活习俗的惯性,目前国内袋泡茶滤纸的主要市场和未来发展增量仍在海外,我国国内茶叶滤纸的品质已经得到了国际认可,从下表的数据来看,国内袋泡茶包装纸的各项指标均领先于国际水准,未来出口潜力依然较大。

**表 1：国产茶叶袋滤纸质量位于世界领先水平**

| 指标  | 单位    | 中国    | 法国    | 英国    | 日本    |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|
| 定量  | 克重    | 13.7  | 13.06 | 13.92 | 13.21 |
| 干拉力 | 横向 Kg | 0.83  | 0.31  | 0.33  | 0.56  |
|     | 纵向 Kg | 0.78  | 1.47  | 1.2   | 1.16  |
|     | 平均 Kg | 0.81  | 0.89  | 0.77  | 0.86  |
| 温强度 | 秒     | 煮沸    | 无破    | 无破    | 无破    |
| 滤速  | 秒     | 1.5   | 2.2   | 2     | 2.5   |
| 浸出率 | 茶汁%   | 32.87 | 32.06 | 29.76 | 32.03 |
| 异味  |       | 无     | 无     | 无     | 稍有    |
| 洁白度 |       | 最白    | 尚白    | 次白    | 欠白    |

资料来源：东方证券研究所

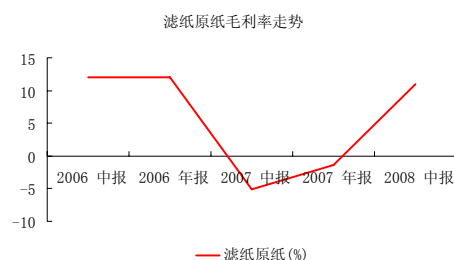
凯恩股份目前茶叶袋滤纸产量 2000-2500 吨水平，产品 80% 主要出口国外，品质上的领先能为公司未来赢得更多的市场分额。

此外，茶叶袋滤纸主要采用针叶浆作为原料生产，因此，随着针叶浆从 2008 年 6000 元以上的高位滑落至目前的 4100 元/吨的水平，公司茶叶袋滤纸的毛利率有望回升到 15% 以上的正常水平。

**图 7：非热封型茶叶滤纸**

**热封型茶叶滤纸**


资料来源：东方证券研究所

**图 8：茶叶袋滤纸基本渡过市场培育期**


资料来源：东方证券研究所

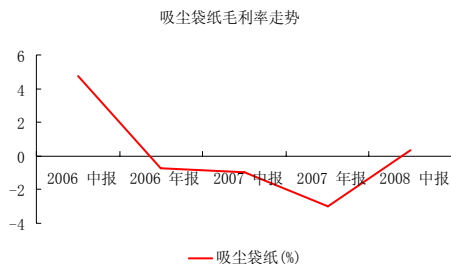
### 3.2 吸尘器袋纸：摆脱负毛利漩涡

吸尘器袋纸是公司于 2006 年开发的新品种，用于吸尘器内的储物材料，其产品需要具有良好的透气性和耐破强度。产品规格一般从 45-90g/m<sup>2</sup>。

公司当前吸尘器袋纸产量约为 2500 吨，产品 60% 直接出口，其余 40% 由国内厂商代为加工后出口，因此公司吸尘袋纸主拱国际市场，目前价格仍约为 10000 元/吨左右。

吸尘器袋纸主要原料也是针叶浆，在成本大幅下滑的过程中，有望毛利率回升至 15%以上水平。

**图 9：吸尘袋纸一直处于培育期，成本下滑有利其盈利恢复**



资料来源：东方证券研究所

### 3.3 无纺壁纸：有赖房地产复苏

公司无纺壁纸是公司近年来开发的新品种，用于墙面的装饰，其施工尤为简单。粘贴壁纸时可将胶浆直接涂刷在墙面上或天花板上，壁纸纸带不变形（既不伸张也不收缩），所以无需浸胶。日后重新装修时，无需浸湿便可将无纺壁纸完整揭下。除此以外，其主要特点和功能集中在：1、透气性强，不易发霉；2、稳定性好、耐撞击、不收缩、不伸展、不变形；3、覆盖性好，可遮盖墙面细小裂缝；4、主要成份为植物纤维，对人体和环境无害，容易回收和分解。

目前公司主要用于进口同类壁纸的替代品，价格大约为 26000 元/吨，低于国际同类产品 1 万元左右，具有较强的价格优势，但由于 2008 年房地产进入调整期，公司去年无纺壁纸销量约为 600 吨，尚未达到正常产能。

我们认为公司新产品的推广有赖于房地产市场的复苏，近期地产成交量的上升有利于刺激公司产品的需求，但远期来看，无纺壁纸替代进口产品的有效性有待时间检验。

## 4 盈利预测与估值

我们认为公司当前经营已经从第四季度的低谷中恢复过来，第一季度订单和生产情况均较第四季度有较为明显的好转。

随着下游需求的逐渐企稳，我们预计未来企业两到三年内仍是产能利用率的提升期，而未来企业本部尚无产能扩张的计划，我们认为自 2010 年后，企业的成长需要有新的增长点。

### 4.1 核心假设

公司主体产能约为 15000 吨，而子公司凯丰纸业拥有 10000 吨的烟用接装原纸的产能。我们预计未来随着浆价下滑和禁止加工贸易进口的实施，我们预计公司主体产品电解电容器纸毛利率有望逐年稳定提升。

而公司其他产品主要基于出口需求，在金融危机影响下，未来出口量价大幅恢复的程度较小，虽然受益于浆价成本的下滑，但我们预期其他种类的产品未来盈利情况仍维持在低位。

| 产量假设 (吨) | 2008 年产能 | 2008 年产量 | 2009 年产量 | 2010 年产量 |
|----------|----------|----------|----------|----------|
| 电解电容器纸   | 6000.00  | 4,500.00 | 4,800.00 | 5400.00  |
| 烟用接装原纸   | 10000.00 | 9,000.00 | 9,000.00 | 12000.00 |

|                  |             |             |             |           |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-----------|
| 滤纸               | 2500.00     | 2,125.00    | 2,125.00    | 2125.00   |
| 吸尘袋纸             | 3200.00     | 2,560.00    | 2,720.00    | 2880.00   |
| 不锈钢衬纸            | 400.00      | 240.00      | 280.00      | 280.00    |
| 无纺布壁纸            | 1500.00     | 600.00      | 750.00      | 900.00    |
| 合计               | 23600.00    | 19,025.00   | 19,675.00   | 23,265.00 |
| <b>价格（元，不含税）</b> | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010</b> |           |
| 电解电容器纸           | 36000.00    | 42120.00    | 43383.60    |           |
| 烟用接装原纸           | 12000.00    | 11160.00    | 10044.00    |           |
| 滤纸               | 30000.00    | 27000.00    | 27540.00    |           |
| 吸尘袋纸             | 13000.00    | 11700.00    | 11700.00    |           |
| 不锈钢衬纸            | 10000.00    | 9000.00     | 9000.00     |           |
| 无纺布壁纸            | 26000.00    | 23400.00    | 23868.00    |           |
| <b>毛利率%</b>      | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010</b> |           |
| 电解电容器纸           | 34.00       | 40.00       | 44.00       |           |
| 烟用接装原纸           | 25.00       | 25.00       | 22.00       |           |
| 滤纸               | 8.00        | 12.00       | 15.00       |           |
| 吸尘袋纸             | 5.00        | 10.00       | 12.00       |           |
| 不锈钢衬纸            | 6.00        | 10.00       | 12.00       |           |
| 无纺布壁纸            | 6.00        | 10.00       | 12.00       |           |

## 4.2 三表预测

我们认为公司产品瞄准国际竞争较为缓和的电器电容器纸,同时针对自身的技术优势开发了茶叶袋滤纸和吸尘袋纸等多种产品,多元化有助于平缓单一产品经营所带来的风险,

我们预测公司未来 2008、2009 年 EPS 分别为 0.12 元、0.16 元,对应当前股价,2008、2009 年 PE 分别为 65 倍和 48 倍,我们认为公司股价反映了电解电容纸触底反弹和公司盈利回暖的预期,首次给予中性评级。

**表 3：三表预测**

| 资产负债表        |      |       |       |       | 利润表         |      |       |       |       |
|--------------|------|-------|-------|-------|-------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元       |      |       |       |       | 单位:百万元      |      |       |       |       |
| 会计年度         | 2007 | 2008E | 2009E | 2010E | 会计年度        | 2007 | 2008E | 2009E | 2010E |
| <b>流动资产</b>  | 235  | 343   | 321   | 373   | <b>营业收入</b> | 345  | 385   | 412   | 471   |
| 现金           | 51   | 88    | 88    | 98    | 营业成本        | 265  | 295   | 294   | 323   |
| 应收账款         | 61   | 105   | 97    | 110   | 营业税金及附加     | 3    | 3     | 3     | 3     |
| 其它应收款        | 4    | 4     | 4     | 5     | 营业费用        | 19   | 19    | 21    | 26    |
| 预付账款         | 6    | 13    | 13    | 14    | 管理费用        | 61   | 42    | 43    | 47    |
| 存货           | 95   | 112   | 97    | 119   | 财务费用        | 21   | 7     | 12    | 17    |
| 其他           | 18   | 21    | 22    | 26    | 资产减值损失      | 5    | 5     | 5     | 5     |
| <b>非流动资产</b> | 461  | 427   | 496   | 605   | 公允价值变动收益    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资         | 18   | 15    | 16    | 16    | 投资净收益       | 6    | 15    | 5     | 5     |
| 固定资产         | 401  | 391   | 459   | 527   | <b>营业利润</b> | -22  | 29    | 39    | 54    |
| 无形资产         | 29   | 29    | 28    | 28    | 营业外收入       | 13   | 8     | 8     | 8     |
| 其他           | 13   | -7    | -8    | 35    | 营业外支出       | 3    | 2     | 2     | 2     |
| <b>资产总计</b>  | 696  | 770   | 817   | 978   | <b>利润总额</b> | -12  | 35    | 45    | 60    |
| <b>流动负债</b>  | 304  | 369   | 346   | 452   | 所得税         | 1    | 5     | 7     | 9     |
| 短期借款         | 169  | 199   | 181   | 275   | <b>净利润</b>  | -13  | 30    | 38    | 51    |
| 应付账款         | 28   | 43    | 39    | 44    | 少数股东损益      | 4    | 5     | 7     | 10    |

|             |      |       |       |         |           |         |       |       |       |
|-------------|------|-------|-------|---------|-----------|---------|-------|-------|-------|
| 其他          | 107  | 127   | 126   | 133     | 归属于母公司净利润 | -16     | 24    | 32    | 41    |
| 非流动负债       | 41   | 21    | 51    | 56      | EBITDA    | 45      | 73    | 95    | 123   |
| 长期借款        | 38   | 18    | 48    | 53      | EPS (元)   | -0.08   | 0.12  | 0.16  | 0.21  |
| 其他          | 3    | 3     | 3     | 3       |           |         |       |       |       |
| 负债合计        | 345  | 389   | 397   | 507     | 主要财务比率    |         |       |       |       |
| 少数股东权益      | 19   | 25    | 31    | 42      | 会计年度      | 2007    | 2008E | 2009E | 2010E |
| 股本          | 195  | 195   | 195   | 195     | 成长能力      |         |       |       |       |
| 资本公积        | 83   | 83    | 83    | 83      | 营业收入      | 4.6%    | 11.6% | 7.0%  | 14.4% |
| 留存收益        | 55   | 79    | 111   | 151     | 营业利润      | -358.3% | 30.3% | 36.8% | 37.1% |
| 归属母公司股东权益合计 | 332  | 356   | 388   | 429     | 归属于母公司净利润 | -305.1% | 46.4% | 31.5% | 28.3% |
| 负债和股东权益     | 696  | 770   | 817   | 978     | 获利能力      |         |       |       |       |
|             |      |       |       |         | 毛利率       | 23.2%   | 23.4% | 28.7% | 31.4% |
| 现金流量表       |      |       |       | 单位: 百万元 | 净利率       | -4.8%   | 6.3%  | 7.7%  | 8.6%  |
| 会计年度        | 2007 | 2008E | 2009E | 2010E   | ROE       | -5.0%   | 6.8%  | 8.2%  | 9.5%  |
| 经营活动现金流     | 46   | 13    | 116   | 96      | 偿债能力      |         |       |       |       |
| 净利润         | -13  | 30    | 38    | 51      | 资产负债率     | 49.5%   | 50.5% | 48.6% | 51.9% |
| 折旧摊销        | 46   | 38    | 43    | 52      | 净负债比率     |         |       |       |       |
| 财务费用        | 21   | 7     | 12    | 17      | 流动比率      | 0.77    | 0.93  | 0.93  | 0.83  |
| 投资损失        | -6   | -15   | -5    | -5      | 速动比率      | 0.44    | 0.61  | 0.63  | 0.55  |
| 营运资金变动      | 3    | -48   | 28    | -21     | 营运能力      |         |       |       |       |
| 其它          | -4   | 2     | -1    | 2       | 总资产周转率    | 0.44    | 0.53  | 0.52  | 0.52  |
| 投资活动现金流     | 8    | 1     | -118  | -166    | 应收账款周转率   | 5       | 4     | 4     | 4     |
| 资本支出        | 41   | 12    | 116   | 166     | 应付账款周转率   | 6.40    | 8.25  | 7.15  | 7.74  |
| 长期投资        | -3   | -3    | 1     | -0      | 每股指标 (元)  |         |       |       |       |
| 其他          | 47   | 10    | -1    | -0      | 每股收益      | -0.08   | 0.12  | 0.16  | 0.21  |
| 筹资活动现金流     | -67  | 24    | 1     | 81      | 每股经营现金流   | 0.24    | 0.07  | 0.60  | 0.49  |
| 短期借款        | -51  | 30    | -17   | 93      | 每股净资产     | 1.71    | 1.83  | 1.99  | 2.20  |
| 长期借款        | -69  | -20   | 30    | 5       | 估值比率      |         |       |       |       |
| 普通股增加       | 0    | 0     | 0     | 0       | P/E       | -93.36  | 63.78 | 48.50 | 37.79 |
| 资本公积增加      | 0    | 0     | 0     | 0       | P/B       | 4.63    | 4.31  | 3.96  | 3.58  |
| 其他          | 53   | 14    | -12   | -17     | EV/EBITDA | 38      | 23    | 18    | 14    |
| 现金净增加额      | -12  | 37    | -1    | 11      |           |         |       |       |       |

数据来源：东方证券研究所预测

## 分析师承诺

**杨春燕：造纸行业资深分析师**

**郑 恺：造纸行业分析师**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
  - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
  - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
  - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

#### **免责声明**

本报告仅供东方证券股份有限公司（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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

---

#### **东方证券研究所**

**地址：**上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

**联系人：**寿岚

**电话：**021-63325888\*6054

**传真：**021-63326786

**网址：**[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

**Email：**[shoulan@orientsec.com.cn](mailto:shoulan@orientsec.com.cn)