

朱嘉

021-50588666-8040

zhujia@ccnew.com

2009年5月4日

长风破浪会有时

——银鸽投资（600069）调研报告

公司调研

增持（维持）

市场数据（2009年04月30日）

收盘价（元）	6.80
一年内最高/最低（元）	11.56/2.89
沪深300指数	2622.93
市净率（倍）	2.25
流通市值（亿元）	22.34

基础数据（2009年03月31日）

每股净资产（元）	3.02
每股经营现金流（元）	0.16
毛利率（%）	1.10
净资产收益率（%）	(0.52)
资产负债率（%）	62.31
总股本/流通股（亿股）	4/3
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深300指数走势



相关研究

银鸽投资（600069）点评报告：新项目将提升业绩 2008.08.26

银鸽投资（600069）年报点评：厚积薄发进行时 2008.05.13

联系人：马敬琦

电话：021-50588666-8038

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道1600号18楼
邮编：200122

报告关键要素：

公司目前经营状况处于低谷，但公司多项业务盈利能力后期反弹空间较大，虽然短期估值有压力，但后期依然存在投资价值。

投资要点：

- 公司经营状况处于低谷，但后期弹性较大。纵观2008全年，上半年公司的经营情况良好，但下半年则出现了明显的下滑，特别是四季度，公司亏损较为严重，大幅拉低了公司业绩。但后期随着经济的回暖，公司业绩反弹空间较大。
- 公司文化纸龙头地位不改。文化纸的需求较为刚性，其消费量受经济下滑的影响较小，盈利能力将依然保持较高水平。公司文化纸产能大幅扩张，将保证公司文化纸业务的强者地位。
- 受经济周期影响最大的箱板纸后期依旧低迷。箱板纸消费量与GDP的相关性非常紧密，后期国内经济回暖，其消费量也将呈现一定幅度的回升，进而缓和供需矛盾。但由于产能的大幅扩张，产品毛利率也将呈现底部徘徊的态势。公司该项业务受市场情况影响将面临较大压力。
- 公司特种纸业务后期反弹空间较大。目前国内特种纸一直处于供不应求的状况且需求刚性较强。受木浆价格大幅下挫影响，公司特种纸价格同期下滑，但后期木浆价格逐步企稳，其价格和毛利率必将稳步回升，成为促进公司业绩大幅反弹的重要因素。
- 公司其他业务值得期待。公司四川子公司竹浆业务的盈利能力后期有望随着木浆价格的企稳回升而稳步提升；与永煤合作的氯碱化工项目也有望随着经济复苏而逐步产生效益。
- 短期有估值压力。公司目前的PE和PB水平均处于较高水平。但考虑到公司后期业绩的弹性较大，PE和PB估值水平有望以较快速度下降，我们依然维持公司“增持”的投资评级。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入（百万元）	1,920.19	2,092.87	2109	2505
增长比率（%）	26.28	8.99	0.77	18.78
净利润（百万元）	169.55	32.75	51.12	85.21
增长比率（%）	50.94	(80.68)	56.09	66.69
每股收益（元）	0.40	0.08	0.12	0.20
市盈率（倍）	17.09	88.31	57.42	34.45

目录

1、银鸽投资：再度启航的文化纸龙头企业	4
1.1 公司产权情况	4
1.2 公司目前经营情况	4
2、公司产品情况分析—文化纸、特种纸盈利能力有望反弹....	6
2.1 市场需求较稳定的文化纸	6
2.2 箱板原纸—受经济周期影响最大的纸品	13
2.3 特种纸依然呈现供不应求的态势	18
3、其他业务将成为公司后期业绩增长的催化剂.....	20
3.1 公司“竹浆纸一体化”项目剑指未来	20
3.2 作为财务投资的盐化工项目依然值得期待	21
4、公司财务状况：虽有近忧，但无远虑	21
4.1 公司经营能力稳步提高	21
4.2 公司偿债能力有所下滑	22
4.3 公司期间费用率后期有望下降	23
5、影响公司业绩的关键因素	23
6、风险提示	24
7、盈利预测	24
8、估值及投资建议	26

投资核心观点:

公司整体判断

公司目前经营状况处于低谷，但后期随着经济复苏，其业绩有望出现较大幅度反弹。

- 公司目前拥有文化纸产能 25 万吨左右，此外，公司占 70% 股权的四川泸州子公司拥有 4 万吨文化纸的产能。后期通过定向增发，公司还将新建一条 10 万吨/年的高档文化纸生产线。文化纸的需求较为刚性，其消费量受经济下滑的影响较小，盈利能力将依然保持较高水平。公司文化纸产能大幅扩张，将保证公司文化纸业务的强者地位。
- 箱板原纸，包括箱板纸和瓦楞纸，是用于制作纸箱的原材料，其消费量是所有纸品中受宏观经济影响最大的种类。由于产能的大幅扩张，箱板原纸在今后一两年内将处于供过于求的情况，产品的盈利能力将呈现底部徘徊的态势。公司该业务受市场情况影响也面临较大压力。
- 公司特种纸业务后期反弹空间较大。目前国内特种纸一直处于供不应求的状况且需求刚性较强。受木浆价格大幅下挫影响，公司特种纸价格同期下滑，但后期木浆价格逐步企稳，其价格和毛利率必将稳步回升，成为促进公司业绩大幅反弹的重要因素。
- 公司的“竹浆纸一体化”项目从长期来看将为公司未来发展奠定坚实的基础。该项目虽因市场情况暂时放缓了建设，但后期公司必然会大力建设以弥补自身较弱的原材料控制力。此外，竹浆造纸或将成为行业发展又一新方向，竹浆造纸既比木浆造纸减少了成本，同时也较大幅度地减少了企业先期建设成本。

估值和评级

预计公司 2009 - 2010 年的每股收益分别为 0.12 元和 0.20 元，对应 4 月 29 日 6.89 元的收盘价，对应的动态市盈率分别为 57 倍、34 倍。公司目前的估值处于较高水平，但考虑到公司后期业绩的弹性较大，PE 估值有望以较快速度下降，我们依然维持公司“增持”的投资评级。

股价触发因素

- 木浆价格企稳回升，带动竹浆和纸品价格及毛利率上升；
- 公司定向增发完成，新项目开始建设；
- 行业整体情况好转。

风险提示

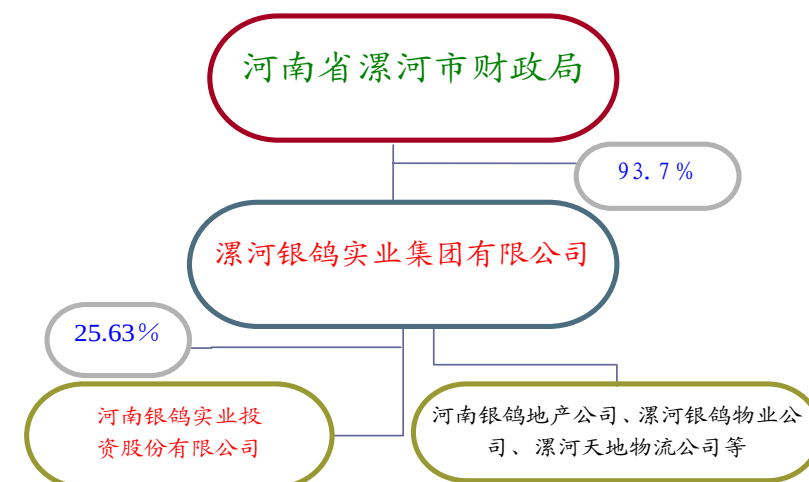
- 国内经济复苏脚步放缓，导致行业复苏时间延迟；
- 木浆价格继续维持低位徘徊，将影响公司的业绩；
- 公司新项目建设不能如期完成将影响公司的业绩。

1、银鸽投资：再度启航的文化纸龙头企业

1.1 公司产权情况

银鸽投资于1997年上市，但由于原公司管理层无心主业，丧失了许多发展机会，且公司委托理财严重亏损，使得公司一直处于困顿的境地。但从2001年起，公司更换了管理层，在新领导层的带领下，公司迅速回归主业并进行了一系列的快速扩张，发展前景值得期待。

图 1：公司产权及控制人关系图



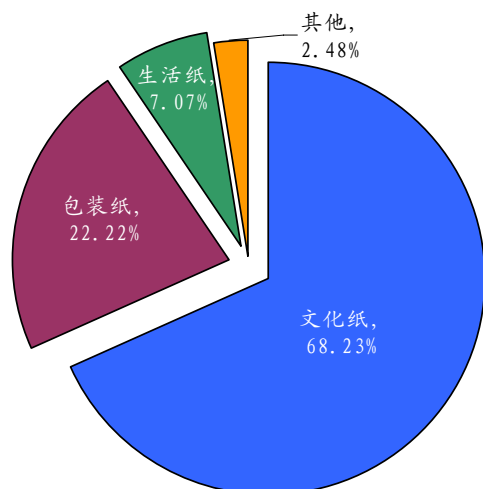
资料来源：中原证券研究所

1.2 公司目前经营情况

公司目前实际产能约为77万吨/年，其中包括：文化纸36万吨，箱板纸21万吨，高强度瓦楞纸15万吨，生活纸3万吨，特种纸2万吨。此外，09年还有5万吨特种纸的新增产能投产。

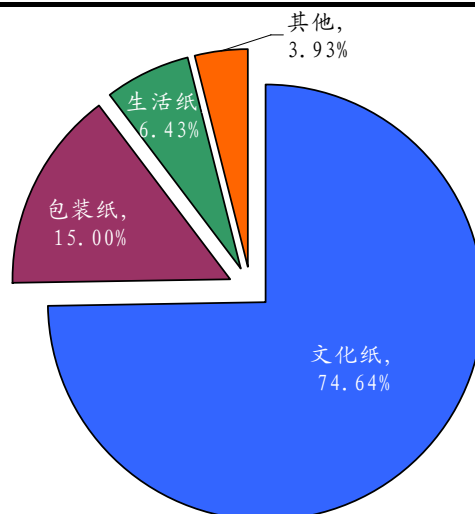
公司2008年实现营业总收入20.93亿元，仅较上年同期增长 8.99%；实现净利润 0.33亿元，较上年同期减少80.68%；EPS为0.08元。2009年一季度实现营业收入3.96亿元，同比下降18.52%；归属公司股东的净利润为-670万元；EPS为-0.02元。

图 2: 公司 08 年收入构成情况



资料来源: 公司年报、中原证券研究所

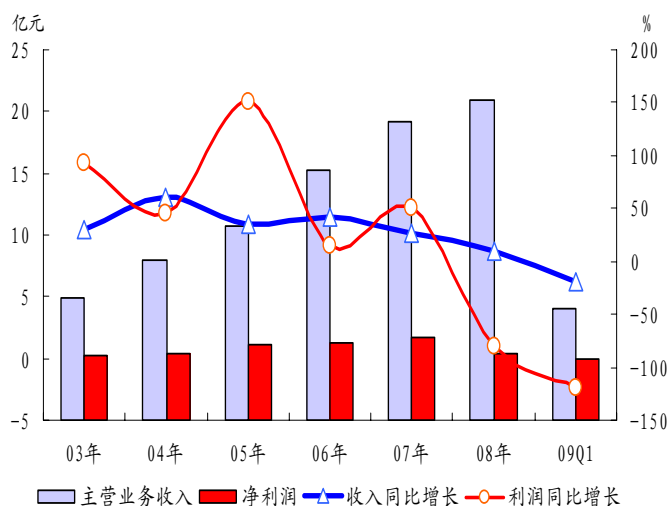
图 3: 公司 08 年利润构成情况



资料来源: 公司年报、中原证券研究所

如图 4 所示, 随着公司回归主业, 公司新领导层的管理能力逐步体现, 公司的营业收入及净利润在 2003-2007 年均呈现出高增长的趋势。而 2008 年, 由于 2008 年下半年经济下滑及行业景气度下行的原因, 公司的收入增幅趋零, 而净利润则出现了较大幅度的负增长。纵观 2008 全年, 上半年公司的经营情况良好, 收入及净利润均同比大幅上升, 但下半年则出现了明显的下滑, 特别是四季度, 公司亏损较为严重, 大幅拉低了公司业绩。

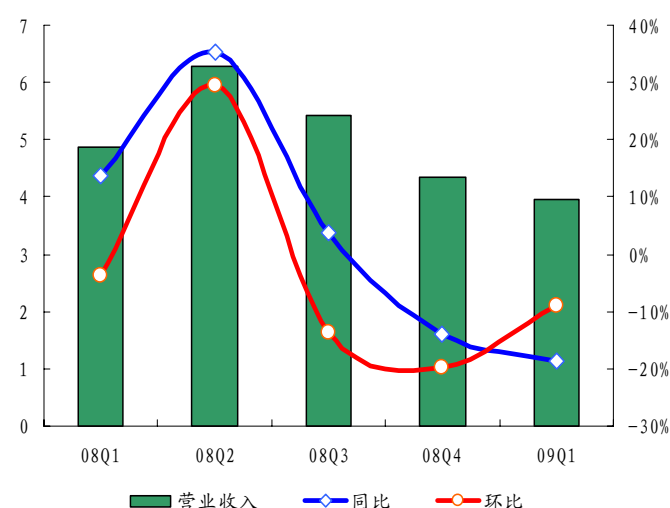
图 4: 公司历年主营业务收入、净利润及增长率



资料来源: 公司公告、中原证券研究所

图 5: 公司单季度收入情况

单位: 亿元

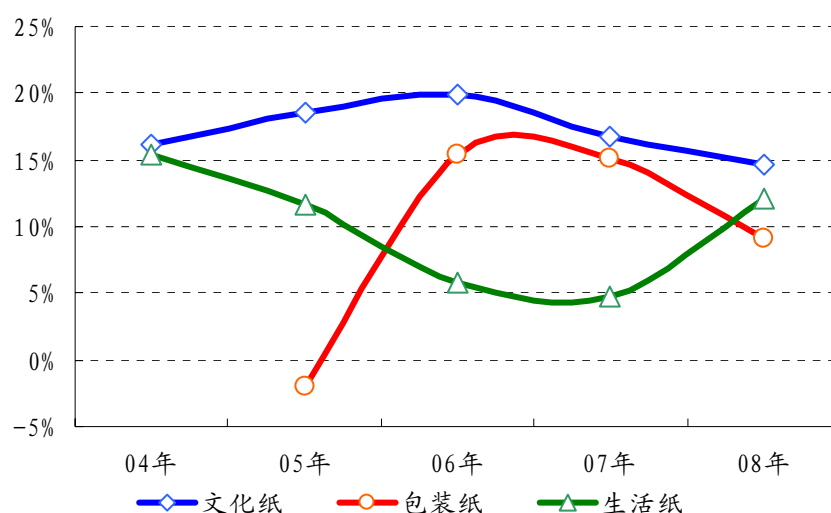


资料来源: 公司公告、中原证券研究所

从下图中可以看到, 自 07 年始, 公司文化纸的毛利率一直呈现下降的态势, 我们认为其主要原因是公司文化纸销售量中大型出版社的长单 (其价格较市场价格低) 比重逐步提高所致。后期由于供给依旧偏紧, 需求的恢复, 公司文化纸的盈利能力有望较 2008 年有所提高; 而公司的箱板纸业务则由于市场情况变化——供给大幅增加, 需求可能明显下滑, 其盈利能

力在 2009 年继续保持较低的水平，但应高于 2008 年水平；公司一直以来未将生活纸业务作为主要业务来发展，2008 年该产品的毛利率呈现出明显回升的态势，后期有望继续回升，但公司产能较小，对公司业绩提升幅度有限。

图 6：公司各产品历年毛利率变化情况



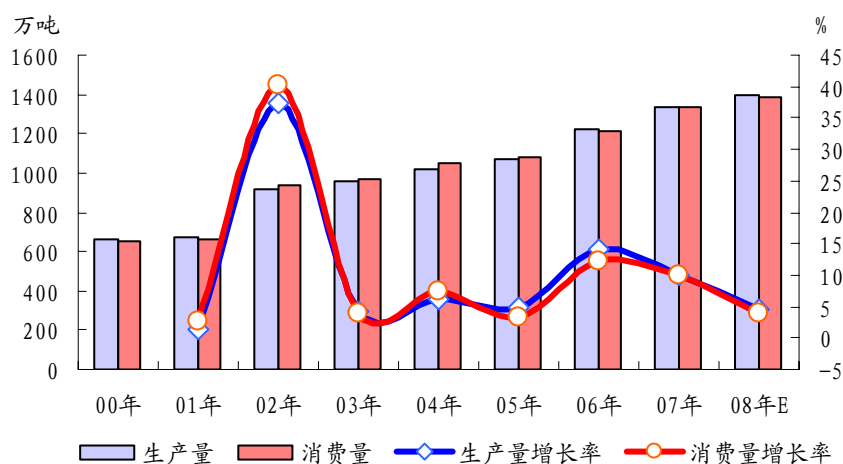
资料来源：公司年报、中原证券研究所

2、公司产品分析—文化纸、特种纸盈利能力有望反弹

2.1 市场需求较稳定的文化纸

文化纸包括书刊纸、双胶纸等，主要用于书刊印刷和办公等用途，下游用途决定了我国对文化纸的需求较为刚性。同时我国出版业受政府高度调控，因此较其他纸品而言，其受经济下滑的影响程度较小，而其消费量将随着经济增长而呈现出稳定增长的态势。

图 7：国内文化纸历年产量、消费量及增长率情况



资料来源：中国造纸协会、中原证券研究所

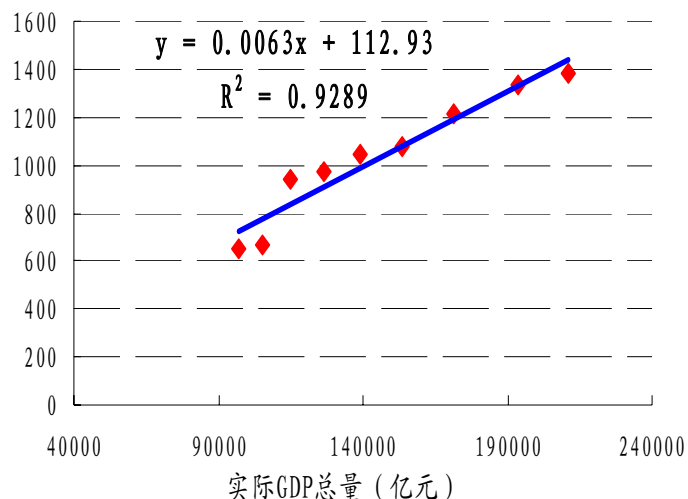
2.1.1 需求依然平稳

鉴于纸品需求与 GDP 的强相关性，我们采用该方法来预测后期文化纸的消费量。

我们选取 1999 年作为基数年，将名义 GDP 全部换算成以 1999 年为基数的实际 GDP，再与文化纸消费量进行相关性分析，这样的处理消除了 GDP 增长中的价格因素。此外，拉动 GDP 增长的三架马车中消费与出口两项是促进纸品消费的主力军，因此我们将这两项与文化纸消费量也进行了相关性分析。

文化纸消费量与 GDP 的相关性分析

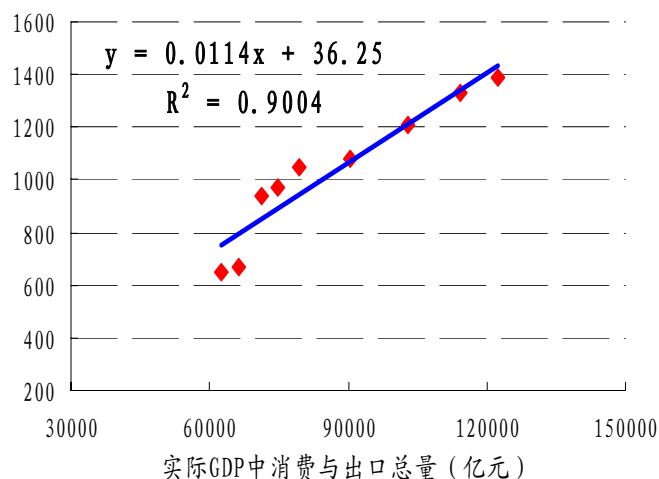
图 8：与实际 GDP 相关性分析



资料来源：中原证券研究所

单位：万吨

图 9：与实际 GDP 中消费与出口总量相关性分析



资料来源：中原证券研究所

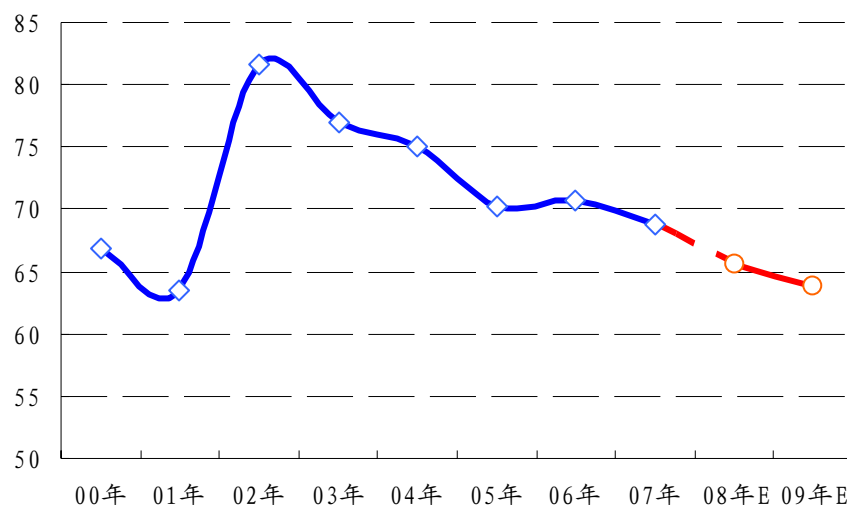
我们假设 2009 年我国 GDP 增速为 8%，其中投资拉动的占比为 45%，可得出 2009 年的实际 GDP 总量为 22.80 万亿（以 1999 年为基数年），同时也可算出消费与出口的总量为 12.45 万亿。借助上图中的两个相关性公式，可得出 2009 年我国文化纸的消费量为 1549 万吨（图 8 公式算出）和 1455.55 万吨（图 9 公式算出）。

虽然图 9 与图 8 相比，其拟合度较低一些，但考虑到我们统计的消费量其实是包含了流通领域的存货这一因素，因此我们认为，图 9 所推算出的 09 年文化纸的消费量 1455.55 万吨更为贴近实际。其较 2008 年 1385 万吨的消费量的同比上升的幅度为 5.09%，符合纸品消费增幅一直略低于 GDP 增幅的现实情况。

由于后期文化纸消费量的增速将保持低于 GDP 增速的态势，我们可以看到单位 GDP 文化纸的消费量将继续呈现下降的趋势。

图 10: 历年单位 GDP 文化纸消费量情况

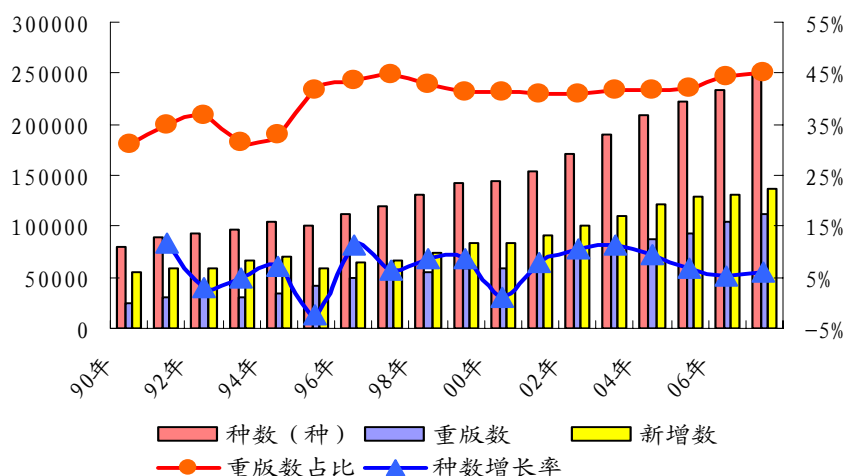
单位: 吨/亿元



资料来源: 中原证券研究所

我们可以从下游书刊出版的情况来印证我们前面对文化纸消费量预测的准确性。从图 11 中我们可以看到, 近年我国每年图书出版的种类均保持着在 5% 左右的增长速度。07 年我国图书出版总量达到了 62.93 亿册, 人均年消费图书达到了 4.76 册, 在新闻出版业“十一五”发展规划中, 2010 年末, 我国图书出版总量将达到 70 亿册, 人均年消费图书将达到 5.3 册, 08-10 年年平均增长率将达到 3.75% 左右, 其增长速度保持稳定态势。由此看来, 我们预测的 09 年文化纸消费量达到 5.09% 的增速是符合实际情况的。

图 11: 我国历年图书出版种类增长情况



资料来源: 中原证券研究所

2.1.2 供给不存在大幅增长的情况

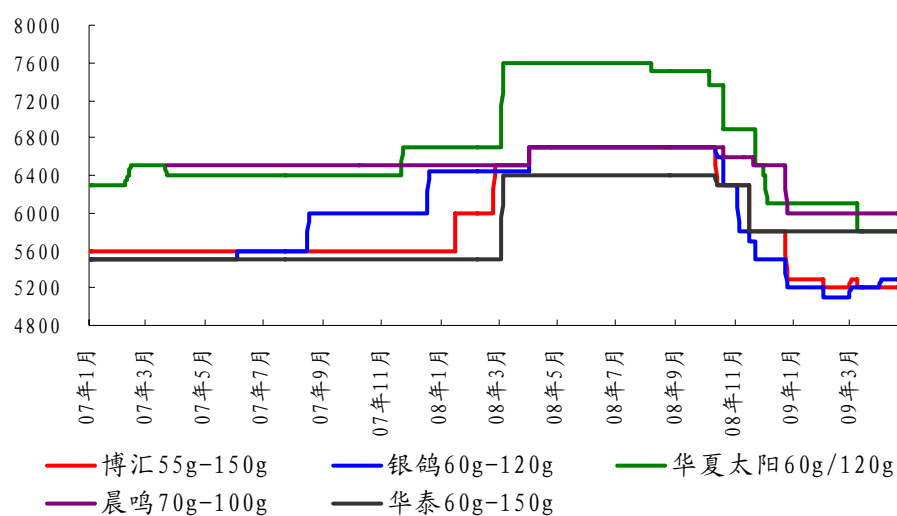
2007年6月，国务院制订了《节能减排综合性工作方案》，其中首次明确提出了我国“十一五”期间淘汰落后生产能力的详细目标。其中造纸行业在“十一五”期间将关闭将近650万吨的产能，淘汰的落后产能主要包括年产3.4万吨以下草浆生产装置、年产1.7万吨以下化学制浆生产线和排放不达标的年产1万吨以下以废纸为原料的纸厂。

将于2009年5月1日实施的新的浆纸业废水排放标准不仅提高了排放限值，还增加了4项指标，总体标准大幅提高。如漂白草浆造纸企业的COD排放限值由原标准的450mg/L提高到150mg/L，吨浆排水量由300t缩减至60t。如该标准严格执行，则将继续较大幅度地淘汰文化纸的落后产能。在规划中2009年将淘汰50万吨的落后产能，前期的落后产能中的瓦楞纸产能已在2007、2008年陆续淘汰完毕，我们认为，2009年所计划淘汰的落后产能中基本全部为低档文化纸产能。

节能减排政策的严格执行，较大程度地提高了国内造纸业的产业集中度；落后产能的淘汰，在一定幅度地减少了文化纸的供给，进一步缓和了文化纸需求受经济周期的影响。

图 12：国内文化纸各纸厂出厂价走势

单位：元/吨



资料来源：纸业易贸、中原证券研究所

2.1.3 原材料价格企稳有助于纸品盈利能力的提高

文化纸的原材料主要为木浆和草浆，由于排放标准的不断提高，其中木浆所占的比例后期将逐步提高。

木浆：国际浆价有望见底，国内价格已逐步企稳

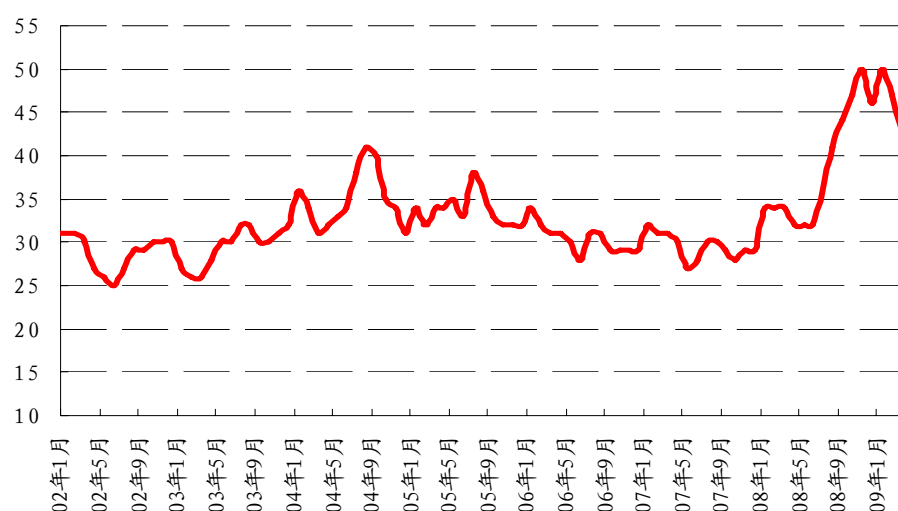
国际商品浆库存一季度的“去库存化”效果并不明显。2009年3月末依然保持在43天的周转天数（虽然环比已下降了4天，但依然处于高位）。较高的库存量将对国际浆价产生继续下行的压力。

由于需求下降，库存压力较大，国际浆厂纷纷减产以自保。据公开的各浆厂停机计划粗略统计，2009年一季度，全球针叶浆减产约51万吨，阔叶浆减产约113万吨，化机浆减产约19万吨，分别占总产量的9%、16%及24%。

而第二季度中，大概统计全球针叶浆减产56.5万吨，阔叶浆约为96万吨，化机浆约为23.5万吨，分别占总产量的10%、13%及29%。

图 13: 全球商品浆库存情况 (周转天数)

单位: 天

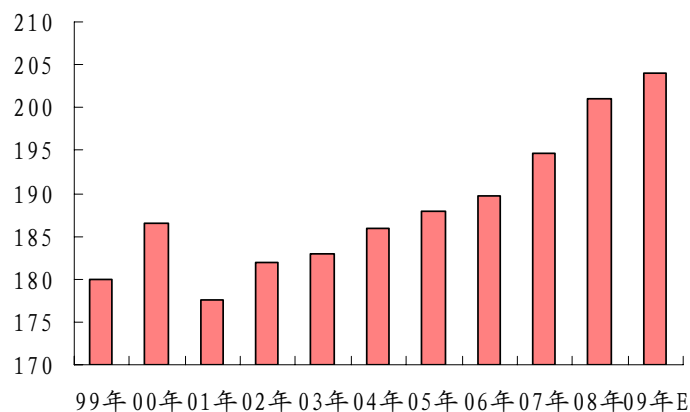


资料来源: Bloomberg、中原证券研究所

新增产能释放导致供给压力依然存在。虽然目前国际市场木浆减产幅度较大，但由于新增产能不断的投产，供给压力依然存在，导致了国际木浆价格仍处于寻底的阶段，但随着减产的效果逐步显现，国际浆价有望见底企稳。

图 14: 全球木浆产能

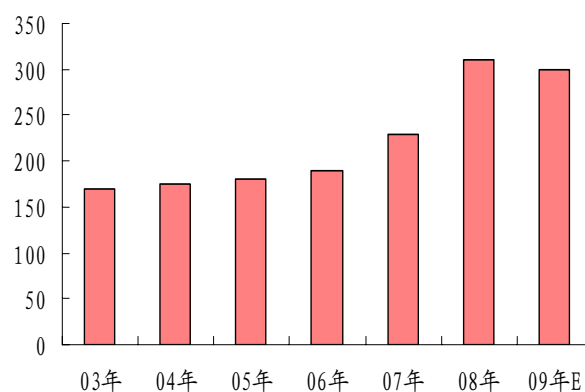
单位: 百万吨



资料来源: RISI、中原证券研究所

图 15: 国际木浆新增产能情况

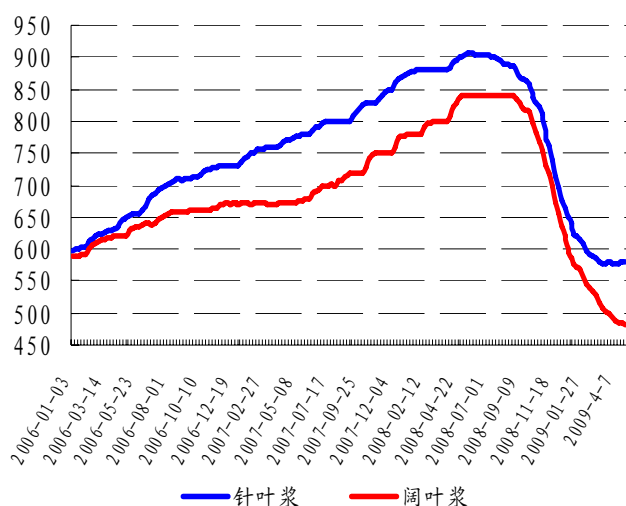
单位: 万吨



资料来源: RISI、中原证券研究所

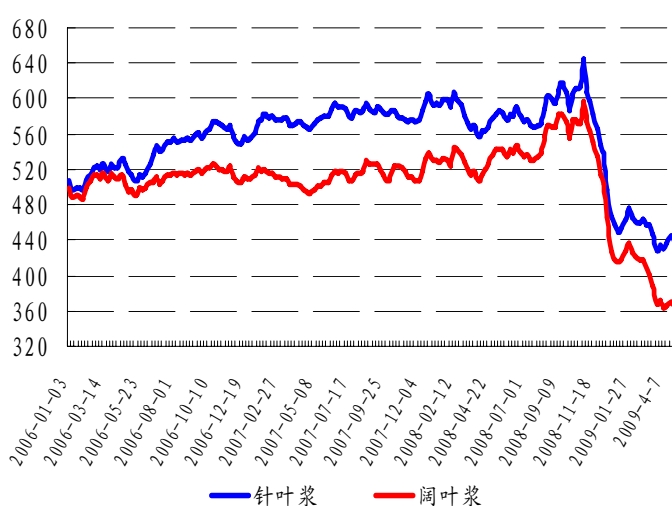
国际木浆价格仍在寻底，但国内浆价却已企稳。由于中国经济的大规模刺激计划以及经济的率先回暖，国内造纸企业开工率的逐步回升，国内木浆需求正逐步恢复，造成国内浆价先于国际市场企稳。同时，前期木浆价格大幅下挫，价格低于国内造纸企业浆线的生产成本，导致国内众多浆线停产，造纸企业外购木浆以维持生产，导致了国内木浆供给的下滑，促进了国内浆价的企稳。

图 16: 国际木浆价格 单位: 美元/吨



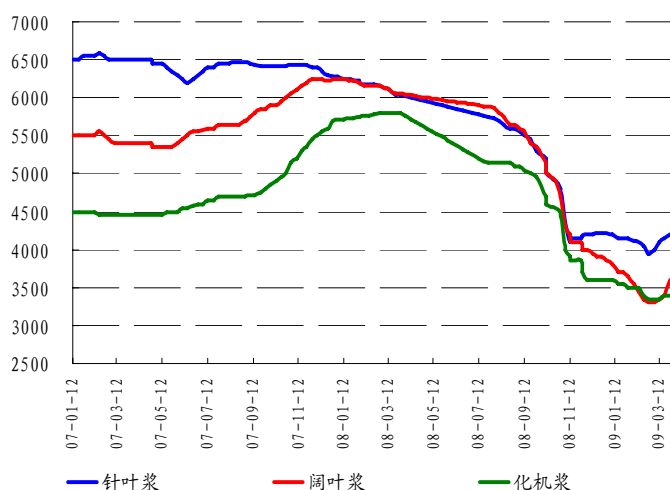
资料来源: WIND、中原证券研究所

图 17: 国际木浆价格 单位: 欧元/吨



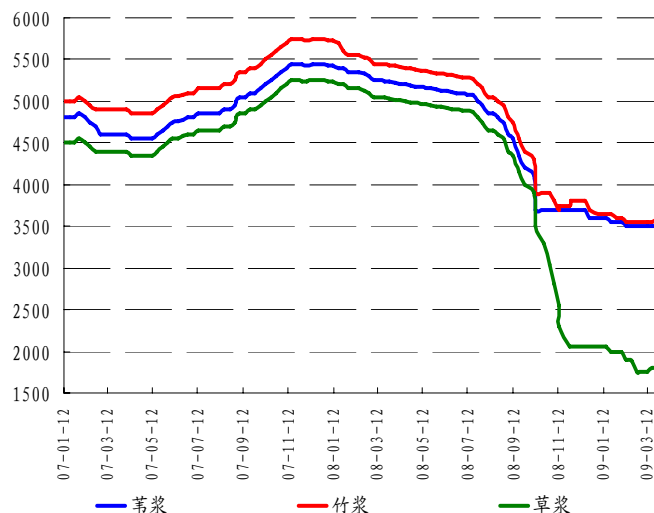
资料来源: WIND、中原证券研究所

图 18: 国内木浆价格 单位: 元/吨



资料来源: 纸业联讯、中原证券研究所

图 19: 国内非木浆价格 单位: 元/吨



资料来源: 纸业联讯、中原证券研究所

受木浆价格大幅下挫影响，国内其他非木浆的价格也出现了较大幅度的下跌。由于替代作用，而且后期非木浆的价格走势将更大程度的受到木浆价格的影响。

后期,整体来看,国际浆价在停产效应逐步显现下有望企稳,而国内浆价有望随着纸品消费的回升,造纸企业开工率的回升而有所回升,但在目前整体行业供需处于弱势平衡的情况下,我们认为回升幅度可能有限。

2.1.4 公司文化纸业务情况

公司目前拥有文化纸产能 25 万吨左右,此外公司占 70% 股权的四川泸州子公司拥有 4 万吨文化纸的产能。公司 2008 年年报中显示,受 08 年四季度纸品价格大幅下降的影响,其文化纸毛利率同比下降了 2.13 个百分点,下降幅度远小于其他纸品。

此外,公司还拥有 13 万吨/年的草浆产能,保证了公司低档文化纸的原料来源。通过调研我们得知,公司前期已对排污系统进行较大规模的投资,因此 5 月 1 日实施的新排放政策不会影响到公司的正常生产。

公司此次定向增发引进战略投资者,募集资金将用于在漯河本部新建一条年产 10 万吨高档文化纸的生产线,预计 2010 年中后期投产,成为公司 2010 年的利润增长点。同时,公司四川子公司之前一直有扩产的计划,由于市场原因才未实现,如果后期纸品市场复苏,公司很可能将之前的扩产计划逐步实施。

公司文化纸的毛利率一直低于其他上市公司,我们认为主要原因是公司文化纸主要客户为国内大型出版社,他们均与公司签订了长期供货合同,长单销售量在公司文化纸销售量中占比远高于其他公司,但长单的销售价格却要明显低于市场价格,导致公司文化纸毛利率低于其他造纸企业。

虽然目前中国经济处于下滑的态势,但相对而言,文化纸的需求较为刚性,其消费量会受到经济下滑的影响,却将依然保持增长,只是增速可能下滑比较明显,所以文化纸的盈利能力将依然保持较高水平。公司文化纸是中国文化纸第一品牌,而且后期将新增 10 万吨的文化纸产能,产能大幅扩张,将保证公司文化纸业务的强者地位,乃至强者更强。

根据公司该产品历年经营情况及我们对后期的市场判断,我们对公司该产品后期的价格、产量及毛利率作出如下判断:

表 1: 公司文化纸后期经营预测

价格(元/吨) 不含税	2009 年	4950
	2010 年	5100
产量(万吨)	2009 年	22
	2010 年	30
毛利率	2009 年	16%
	2010 年	18%

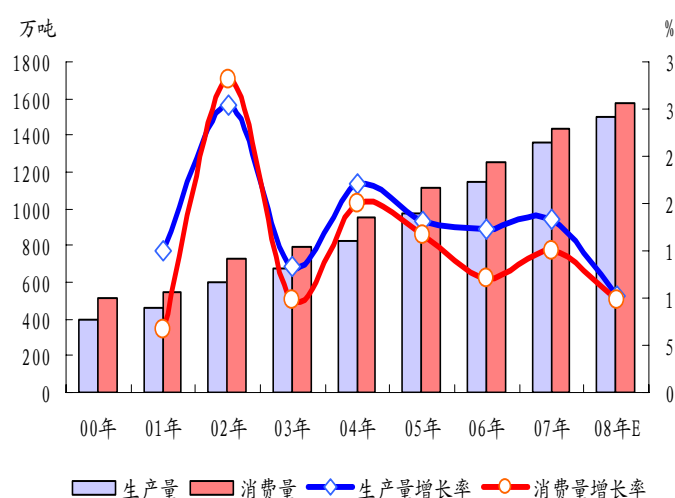
资料来源: 中原证券研究所

2.2 箱板原纸 - 受经济周期影响最大的纸品

箱板原纸，包括箱板纸和瓦楞纸，是用于制作纸箱的原材料，其消费量是所有纸品中受宏观经济影响最大的种类。

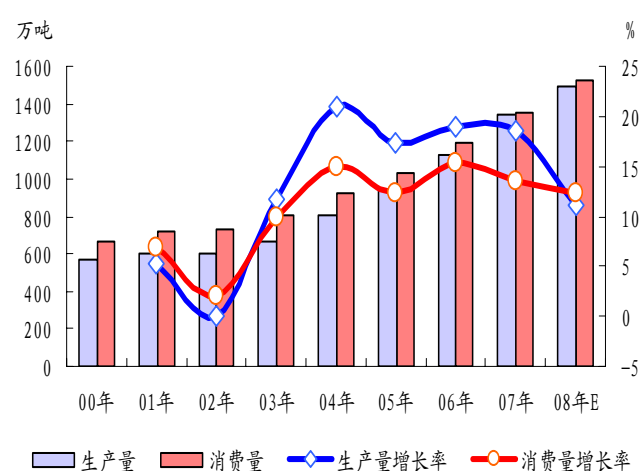
由于近几年中国经济的高速增长，国内箱板原纸的生产量和消费量均呈现高速增长，且增速超过了GDP的增速。同时，从供需来看，至2007年为止，总体上我国箱板纸呈现供不应求的态势。但2008年，由于产能集中释放，供需缺口迅速被弥补，直至出现明显供过于求的态势，其盈利能力将呈现逐步下滑的态势。

图 20: 国内箱板纸历年产量、消费量及增长率情况



资料来源：中国造纸协会、中原证券研究所

图 21: 国内瓦楞纸历年产量、消费量及增长率情况



资料来源：中国造纸协会、中原证券研究所

2.2.1 需求增长紧随GDP增长

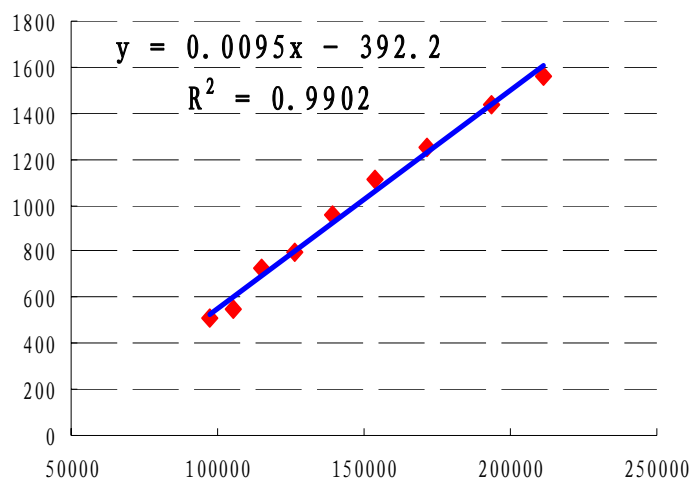
与前面判断文化纸消费量一样，我们依然采取与GDP作相关性分析来预测箱板原纸的未来消费量。

前提处理与前面文化纸预测时完全一致。

箱板纸消费量与 GDP 的相关性分析

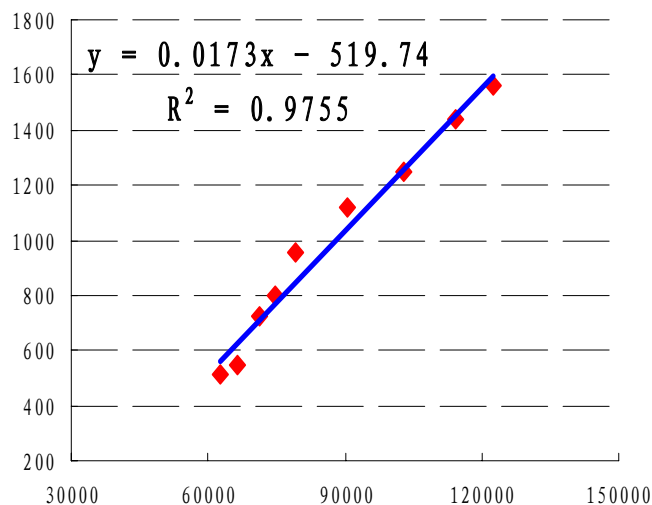
单位: 万吨

图 22: 与实际 GDP 相关性分析



资料来源: 中原证券研究所

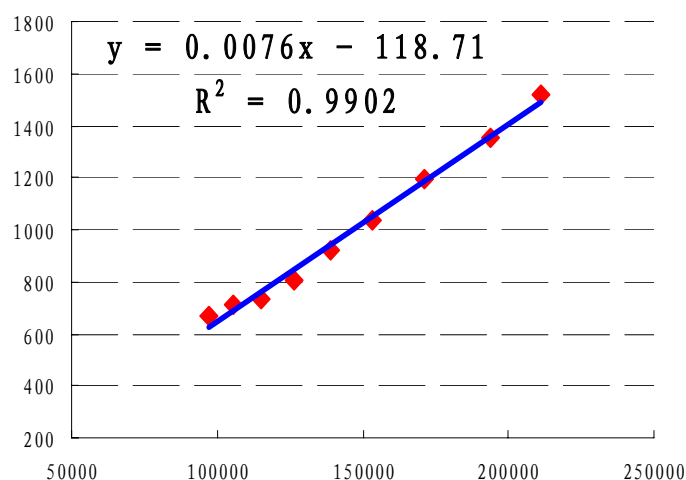
图 23: 与实际 GDP 中消费与出口总量相关性分析



瓦楞纸消费量与 GDP 的相关性分析

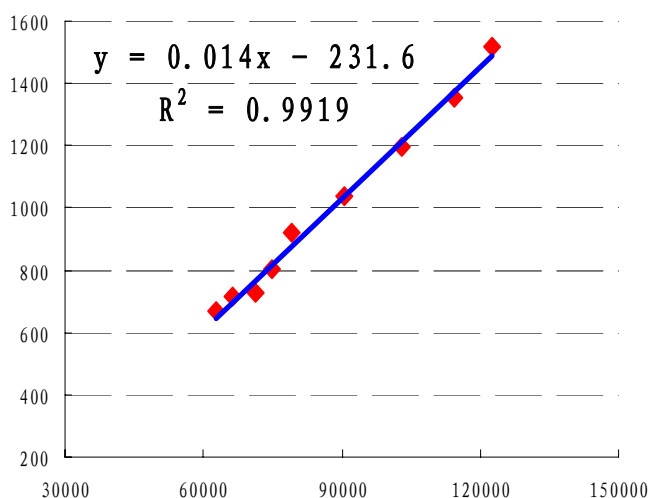
单位: 万吨

图 24: 与实际 GDP 相关性分析



资料来源: 中原证券研究所

图 25: 与实际 GDP 中消费与出口总量相关性分析



通过对比我们可以看出,箱板原纸消费量与GDP的拟合度远高于文化纸的拟合度,说明箱板原纸的消费量与GDP的紧密度远高于文化纸,我们通过该相关性分析所预测出箱板原纸的消费量也将比文化纸更准确。

我们依然假设 2009 年我国GDP增速为 8%,其中投资拉动的占比为 45%,可得出 2009 年的实际GDP总量为 22.80 万亿(以 1999 年为基数年),同时也可算出消费与出口的总量为 12.45 万亿。借助上图中的相关性公式,可得出 2009 年我国箱板纸的消费量为 1774 万吨(图 20 公式算出)和 1633 万吨(图 21 公式算出);瓦楞纸的消费量为 1614 万吨(图 22 公式算出)和 1511 万吨(图 23 公式算出)。

结合实际情况，我们预测 2009 年我国箱板纸的消费量为 1680 万吨，瓦楞纸的消费量为 1600 万吨，分别同比增长 6.33%和 5.26%，增幅较前几年大幅下降。

2.2.2 产能集中释放，供需矛盾明显

供给方面，由于新增项目较多，产能将集中释放，未来两年箱板纸将明显呈供过于求的态势，盈利能力也将明显下滑。

表 2：箱板纸新增产能情况

公 司	产 品	产能（万吨）
理文	箱板纸	184
永丰余	箱板纸	30
玖龙	箱板纸	190
和泰纸业	箱板纸	15
景兴	箱板纸	45
长丰	箱板纸	15
吉安	箱板纸	45
山鹰	箱板纸	30
金河	箱板纸	100
永新	箱板纸	30
启东造纸	箱板纸	12
岳阳纸业	箱板纸	10
联盛纸业	箱板纸	30
荣成	箱板纸	40
正隆	箱板纸	30
合计		806

资料来源：中原证券研究所

注：此为不完全统计

虽然由于市场情况恶劣，目前有许多项目纷纷延长建设周期，但据我们了解，国内箱板纸龙头企业－玖龙和理文依旧没有放弃扩大规模的计划，箱板纸供需前景依然堪忧。

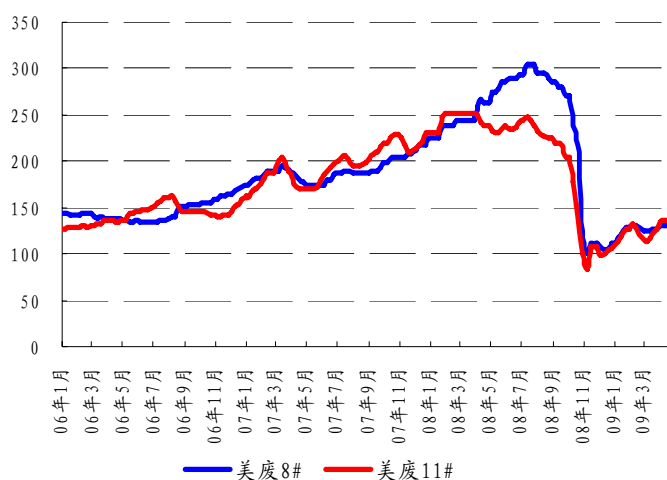
2.2.3 原材料价格趋于稳定

从下图中我们可以看到，箱板纸的主要原材料美废 11 # 的价格经过前段时间的大幅跳水，目前已经止跌企稳，略有回升。其止跌回升的主要原因是：1、中国造纸企业开工率较 08 年四季度有所回升，且前期库存大量消耗后企业需要补充原材料库存，使得美废需求逐步回升，价格也日趋稳定；2、国际经济衰退明显，美国的纸品消费量大幅下降，废纸来源日趋减少，也促使废纸价格在近期止跌企稳。

我们认为，因为近 70%左右的美废销往中国，后期如果国内经济逐步复苏，国内美废需求上升，其价格将有望上升，但上升幅度有限，并无超越前期高点的可能性。

图 26: 美废价格走势

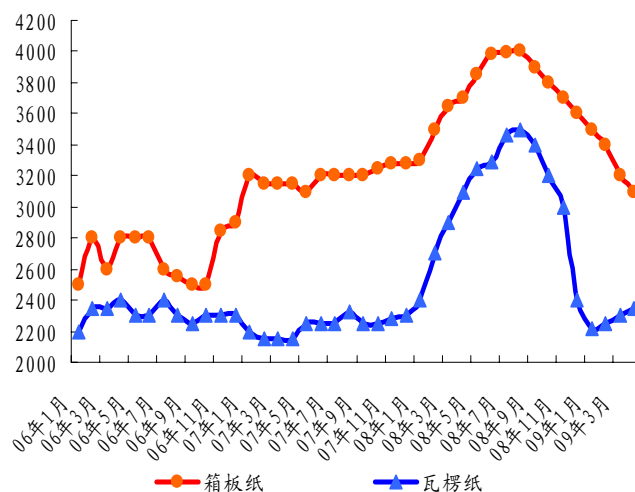
单位: 美元/吨



资料来源: WIND、中原证券研究所

图 27: 国内箱板原纸价格走势

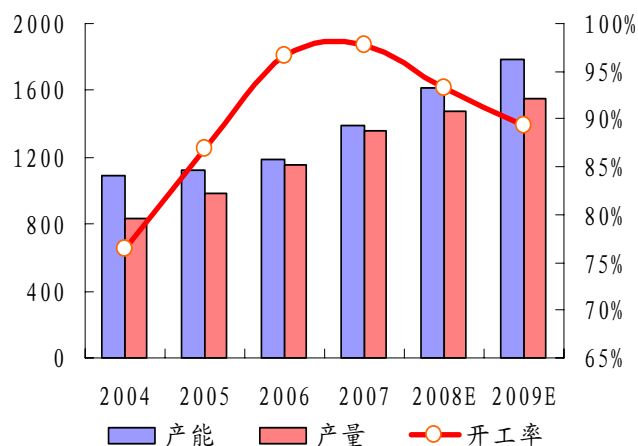
单位: 元/吨



资料来源: 中原证券研究所

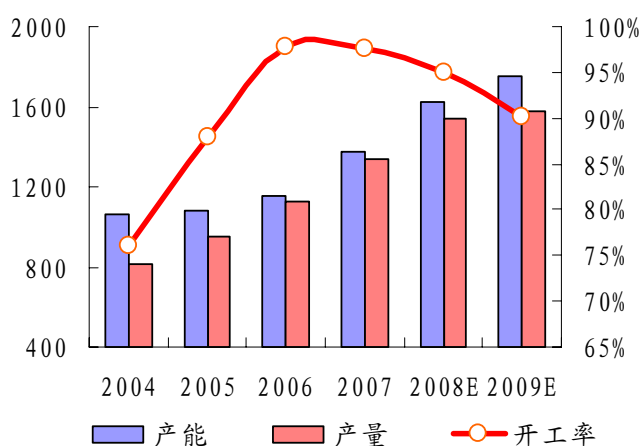
近期, 由于原材料价格的逐步企稳, 以及经济回暖及下游厂商“补库存”等因素, 国内箱板原纸的价格也呈现企稳回升的态势。其后期走势将取决于国内经济回暖的程度。

图 28: 箱板纸开工率预测



资料来源: 中原证券研究所

图 29: 瓦楞纸开工率预测



资料来源: 中原证券研究所

我们认为, 其与 GDP 的相关性非常紧密, 如果后期国内经济迅速回暖, 其消费量也将呈现一定幅度的回升, 进而缓和供需矛盾。总体来看, 由于产能的大幅扩张, 箱板原纸在今后一两年内将一直处于供过于求的情况, 将导致该行业的开工率呈现持续下滑的态势, 产品的盈利能力也将呈现底部徘徊的态势。

2.2.3 生不逢时 - 公司新项目投产即面临亏损

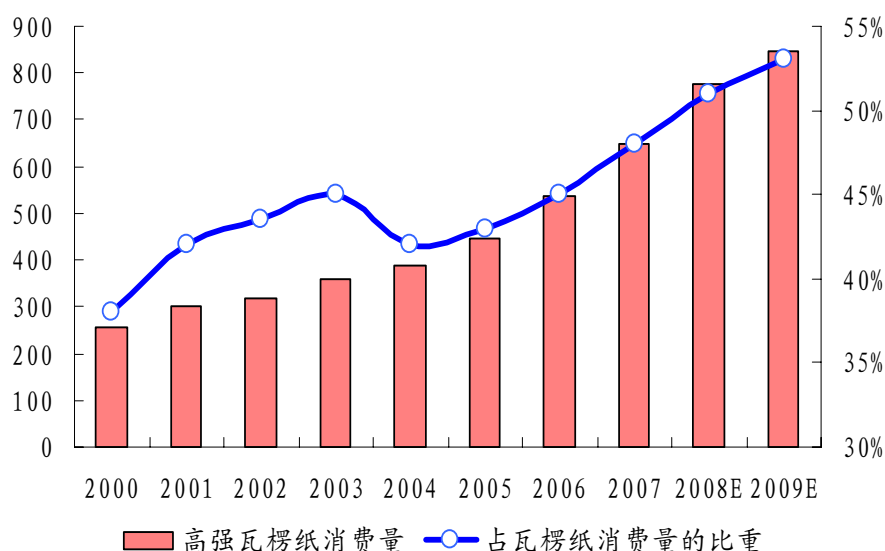
公司现有箱板原纸产能为 31 万吨/年，其中包括箱板纸 10 万吨/年，瓦楞纸 6 万吨/年，募投项目高强度瓦楞纸 15 万吨/年（于 08 年 7 月建成投产）。

由于国内市场情况变化，以及产能集中释放，公司箱板纸的毛利率出现了较大幅度的下滑。公司 2008 年年报显示，毛利率仅为 9.17%，同比下降了 6 个百分点，较 2008 中期下降了 5 个百分点，现在正处于亏损的状态。

公司箱板原纸新增了 15 万吨/年高强度瓦楞纸（通过技改有效产能可以达到 18-20 万吨/年）。高强度瓦楞纸是生产高级箱板纸（A 级）的主要原材料，其耐压性和耐折度均远远超过普通的箱板纸，属于箱板原纸中高档产品。

图 30：我国高强度瓦楞纸历年消费量

单位：万吨



资料来源：中原证券研究所

由图 26 可知，高强度瓦楞纸在我国瓦楞纸消费量的比重呈现明显提升的态势，主要原因是随着我国经济的快速增长，瓦楞纸消费逐步实现了消费升级，消费档次较前些年有了较为显著的提升。

虽然，后期该比率有望继续提升，但整体消费量增速的明显放缓，还是将导致高强度瓦楞纸需求增速的明显下降，同时据我们了解，玖龙和理文新建的箱板纸项目（均为 A 级板）均配套了高强度瓦楞纸生产线，因此后期供给量将呈现逐步放大的态势。公司该项目投产后较短时间内就陷入亏损境地也从侧面说明了市场情况。后期公司箱板纸业务可能仍将面临较大的压力，盈利能力回升的幅度有限。

根据公司该产品历年经营情况及我们对后期的市场判断，我们对公司该产品后期的价格、产量及毛利率作出如下判断：

表 3: 公司箱板纸后期经营预测

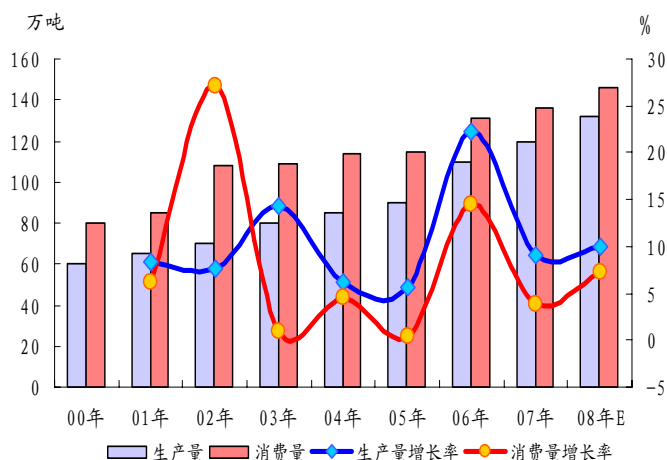
价格 (元/吨)	2009 年	2735
不含税	2010 年	2990
产量 (万吨)	2009 年	20
	2010 年	22
毛利率	2009 年	12%
	2010 年	14%

资料来源: 中原证券研究所

2.3 特种纸依然呈现供不应求的态势

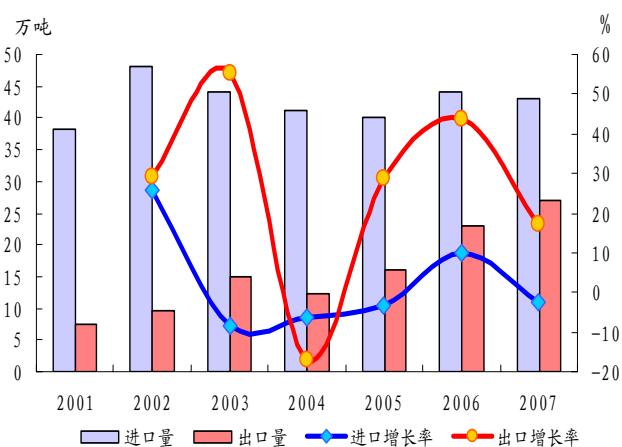
特种纸是所有特殊用纸的统称, 因为有较高的技术要求, 所以其价格和毛利率一直处于较高的水平。目前国内从总体的生产及消费量来看, 特种纸一直处于供不应求的状况, 我国每年均需大量进口以弥补供需缺口。此外, 特种纸的需求刚性较强, 虽然我国经济增速呈现下滑态势将对市场产生影响, 但其消费量并不会出现明显的下滑, 仍然将保持一定增长速度。

图 31: 国内特种纸历年产量、消费量及增长率情况



资料来源: 中国造纸协会、中原证券研究所

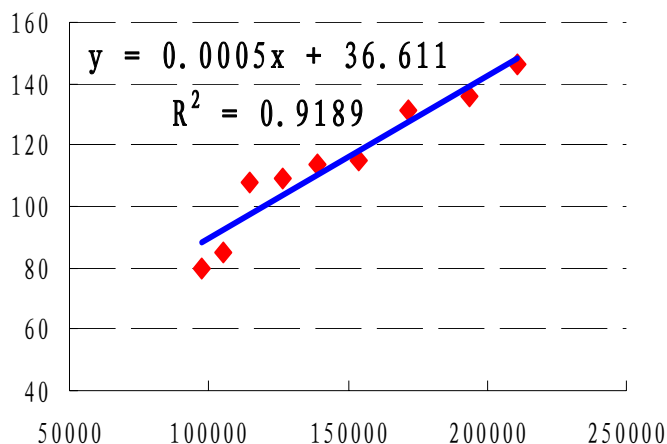
图 32: 国内特种纸历年进出口情况



资料来源: 中国造纸协会、中原证券研究所

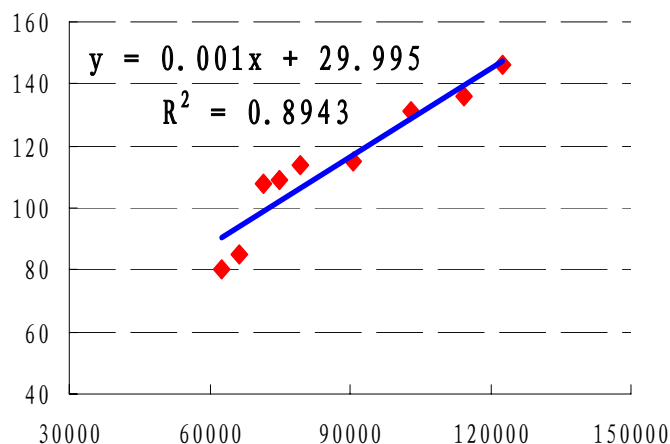
我们依然通过前面的方法来预测特种纸后期的消费量。借助下图中的相关性公式, 可得出 2009 年我国特种纸的消费量为 151 万吨 (图 29 公式算出) 和 155 万吨 (图 30 公式算出)。结合实际情况, 我们预测 2009 年我国特种纸的消费量有望达到 155 万吨, 同比增长 9.16%, 增速高于 GDP 增速。

图 33: 与实际 GDP 相关性分析



资料来源: 中原证券研究所

图 34: 与实际 GDP 中消费与出口总量相关性分析

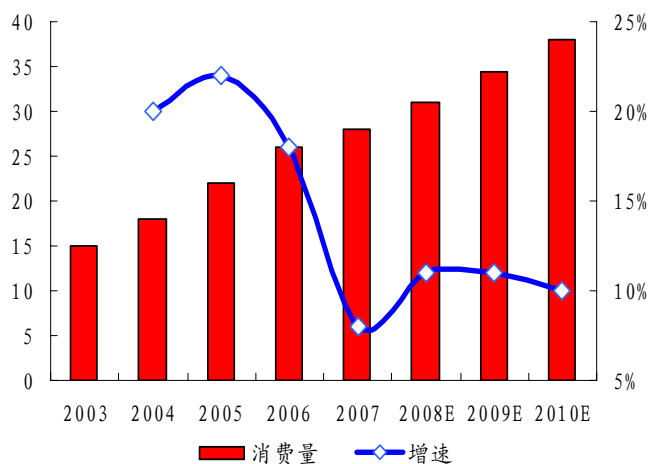


资料来源: 中原证券研究所

其中公司所生产的无碳复写纸的消费增速将保持 10% 左右, 远高于其他纸品的增速。而且随着国内经济复苏, 其增速有望超预期。无碳复写纸原纸的价格由于经济下滑以及木浆价格大幅下挫的原因而大幅下滑, 后期其价格及毛利率将随着木浆价格的企稳回升而反弹。

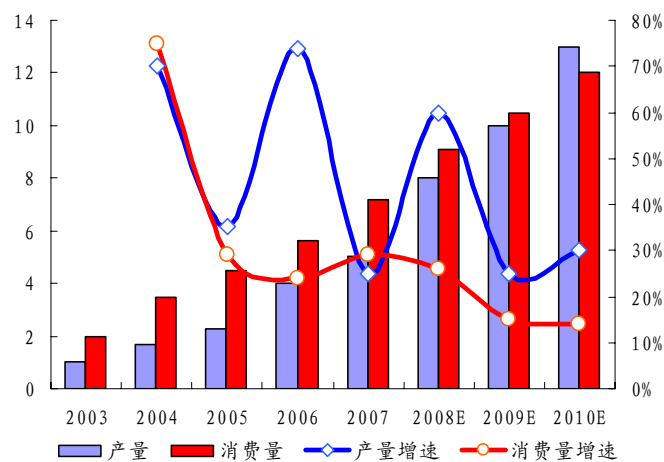
我国商务用纸历年情况

图 35: 我国无碳复写纸消费情况及预期 单位: 万吨



资料来源: 汉鼎咨询、中原证券研究所

图 36: 我国热敏纸历年生产消费情况 单位: 万吨



资料来源: 汉鼎咨询、中原证券研究所

公司目前有两条特种纸生产线, 一条 2 万吨/年生产线已于 2008 年中期正式投产, 另一条 5 万吨/年的生产线 (募投项目) 将于 2009 年中期建成投产。已投产的 2 万吨/年的特种纸项目主要生产无碳复写纸。此外, 2 万吨生产线的顺利投产为后期募投项目的试车运行打下了一定的技术基础, 有望大大缩短 5 万吨生产线的试车运行时间, 我们预计 5 万吨生产线

有望在 2009 年中后期正式投产，2009 年的有效产能有望达到 1-1.5 万吨。届时，公司将拥有 7 万吨/年的特种纸产能，2009 年的有效产能有望达到 3 万吨左右，成为国内特种纸龙头企业之一。但目前公司在特种纸方面仍然面临着一些技术难题需要突破，这也是导致公司特种纸项目目前亏损的原因之一。

一旦公司突破技术难关，我们认为，后期该业务的盈利能力反弹空间较大，有望成为促进公司业绩复苏的重要因素。

根据我们对后期的市场判断，我们对公司该产品后期的价格、产量及毛利率作出如下判断：

表 4：公司特种纸后期经营预测

价格（元/吨）	2009 年	6410
不含税	2010 年	7265
产量（万吨）	2009 年	1.5
	2010 年	4.5
毛利率	2009 年	18%
	2010 年	20%

资料来源：中原证券研究所

3、其他业务将成为公司后期业绩增长的催化剂

3.1 公司“竹浆纸一体化”项目剑指未来

继对四川泸州子公司增资扩股之后，公司在该地区着手建设自身的“林纸一体化”项目，努力把四川泸州打造成除本部之外的另一个生产基地。该子公司目前拥有竹浆产能 8 万吨/年，文化纸产能 4 万吨/年。

目前，公司在泸州地区拥有协议竹林 40-50 万亩，根据协议，该竹林只能供应给银鸽，银鸽将按当地市场价收购。

此外，原先公司计划用 2-3 年的时间，在当地建设 15-20 万亩自有竹林，以满足公司今后的发展需要。目前木浆及竹浆价格大幅下挫后，公司已暂缓该计划的实施，但我们认为，从长远来看，公司后期依然会逐步实施该计划以增强自身的原材料控制力。

同时，四川子公司的 15 万吨竹浆批文已经拿到，正着手筹集资金建设，银鸽已与当地政府和银行商定，50%的建设资金将由当地银行贷款，但在目前的 market 情况下，公司不得不将该项目也延期实施。

关于竹浆造纸，我们还是坚持之前的观点，**我们认为，竹浆造纸或将成为行业发展又一新方向，竹浆造纸既比木浆造纸减少了成本，同时竹林的生长周期也远远短于速生林的生长周期，缩短了项目的见效时间，较大幅度地减少了企业先期建设成本。**

表 5: 竹林与速生林产浆情况比较

	竹林	速生林
面积 (万亩)	50	50
生长周期 (年)	2	6
每亩产材量 (吨)	4	8
竹子产浆率	0.2	0.25
每亩产浆量 (吨)	0.8	2
每年产浆能力 (万吨)	20	16.67

资料来源: 中原证券研究所

虽然目前四川子公司由于市场原因陷入亏损的境地, 但其弥补了公司目前最大的短板——原材料控制力, 后期随着木浆和竹浆价格的企稳回升, 该子公司的价值将逐步显现, 我们认为其盈利能力反弹空间较大, 有望成为公司业绩复苏的另一重要组成部分。

3.2 作为财务投资的盐化工项目依然值得期待

银鸽投资与永煤集团、舞阳县政府签署盐化工项目框架协议, 共同开发舞阳盐矿资源, 进行盐深加工项目, 建设新兴盐化工产业基地, 该项目总投资将达到 20 亿元, 该项目被评为“河南省最佳投资项目”之一。公司和永城煤电控股集团有限公司共同对舞阳银鸽双力实业有限公司进行增资扩股, 目前注册资本为 2 亿元, 其中公司占 40% 的股份。一期项目为 20 万吨 PVC 和 20 万吨离子膜烧碱, 其中 PVC 外销, 而烧碱则为公司和永煤集团自身使用, 预期于 2009 年末或 2010 年初投产。该项目启动及推进, 在今后将为公司提供较为廉价的造纸用的化工原料, 降低公司的生产成本。

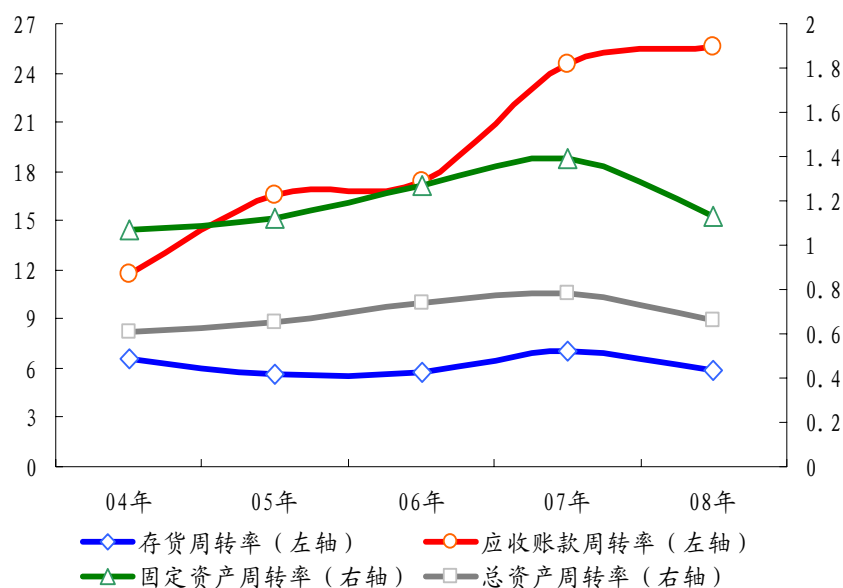
目前氯碱行业景气度明显下滑, 产品毛利率大幅下挫, 众多企业纷纷陷入亏损境地。但河南省作为氧化铝及电解铝产业的集中地, 其对烧碱的需求量仍然较大, 假以时日, 随着国内经济的复苏, 该行业的盈利能力必将随之提高。

4、公司财务状况: 虽有近忧, 但无远虑

4.1 公司经营能力稳步提高

从下图中我们可以看到, 受 2008 年下半年经营指标拖累, 公司 2008 年全年的各项经营能力指标均较 2007 年有所下滑, 但公司的应收账款周转率下滑幅度较小, 其主要原因一是公司主要产品文化纸多数为长单销售, 结算及时; 二是公司在行业下滑周期中更为注重对应收账款的管理。

图 37: 公司近年经营能力状况

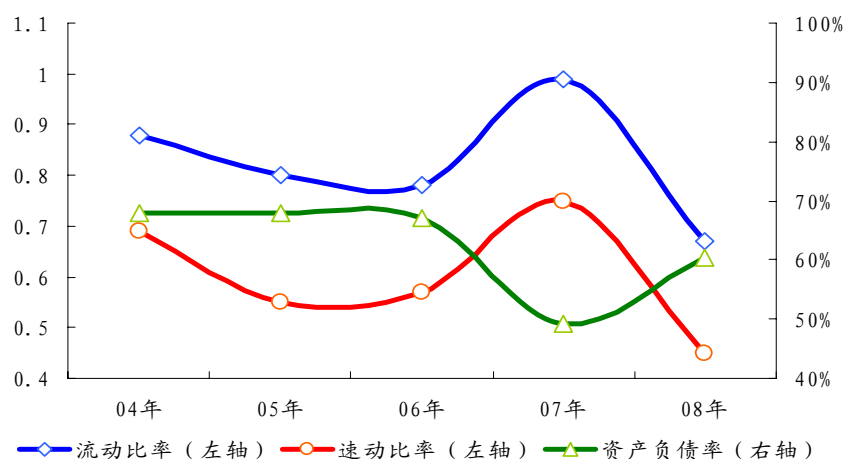


资料来源: 公司年报、中原证券研究所

4.2 公司偿债能力有所下滑

公司的偿债能力在 2007 年得到了一次飞跃, 资产负债率大幅下降, 流动比率和速动比率同步上升, 说明公司的长短期的偿债能力都得到了较大程度的提高。其主要原因还是在于公司主营业务的持续向好, 逐步还清了之前的债务, 也使得公司今后可以轻装前进。但由于 2008 年下半年行业情况突变, 导致公司 2008 年各项偿债指标均出现了较大幅度的下滑。

图 38: 公司近年偿债能力状况

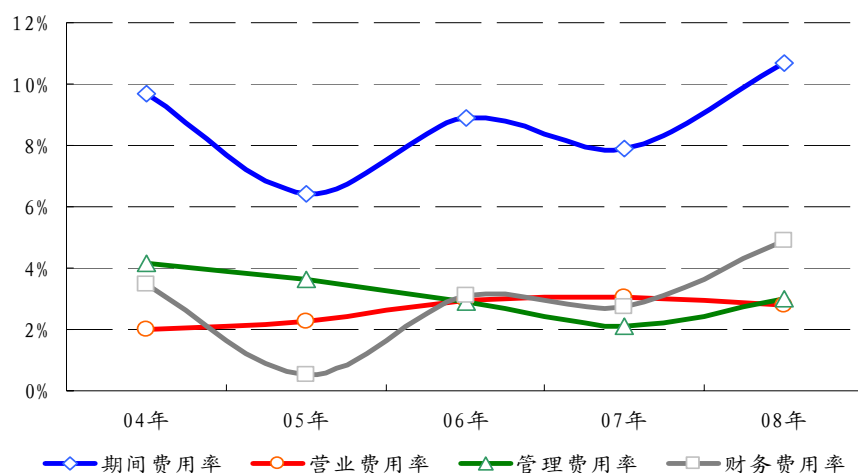


资料来源: 公司年报、中原证券研究所

4.3 公司期间费用率后期有望下降

从下图中我们可以看出，2008 年公司期间费用率呈现了大幅上升的情况，其中除了营业费用率由于产品销量的下滑而有所下滑之外，管理费用率和财务费用率均出现了上升，而管理费用率更是因为存货的大量增加而出现了较大幅度的上升。我们认为，后期随着市场情况的转好，公司期间费用率有望下降，增厚公司业绩。

图 39：公司近年期间费用率状况



资料来源：公司年报、中原证券研究所

5、影响公司业绩的关键因素

首先，后期经济的逐步复苏，公司各纸品的毛利率有望回升，提升公司业绩；

其次，后期木浆价格有望企稳回升，有望促进行业整体的逐步回暖，公司产品的盈利能力有望随之提高；

再次，公司新增产能将在今后两年逐步释放，公司产品种类更加丰富，抵御行业风险的能力进一步增强，行业复苏时公司业绩反弹空间增大；

最后，四川子公司股权的提高，以及“竹浆纸一体化”项目的深入，既完成了公司在生产基地方面的布局，又在产业链方面有所延伸，增强了公司的原材料控制力。特别在木浆价格企稳回升后，该子公司的业绩有望出现较大幅度的反弹，增厚公司业绩。

表 6: 公司新增项目及规划项目

08 年新增产能				
品 种	年 产 量	投产时间	地 点	备 注
特种纸	2 万吨	2008 年	漯河	
高强度瓦楞纸	15 万吨	2008 年 7 月	漯河	
09 年新增产能				
品 种	年产量	预计投产时间	地点	
特种纸	5 万吨	2009 年中后期	漯河	
高档文化纸	10 万吨	2010 年	漯河	
PVC	20 万吨	2009 年末	舞阳县	40% 股权
烧碱	20 万吨	2009 年末	舞阳县	40% 股权
远期规划项目				
高档文化纸	15 万吨	-	泸州	
竹浆	15 万吨	-	泸州	已获批文

资料来源：中原证券研究所

6、风险提示

国内经济复苏脚步放缓，导致行业复苏时间延迟，将影响到公司业绩；

木浆价格继续维持低位徘徊，将影响公司的业绩；

箱板纸产能释放过快，如果市场情况过于恶化，公司箱板纸业务可能一直面临亏损的境地；

公司新项目不能如期投产和实施或产品市场出现不利变化，都将影响公司的业绩；

公司定向增发事宜尚未完成，如果完成时间较长，将影响到公司新项目的建设及投产时间，同时此次增发对公司业绩摊薄作用明显。

7、盈利预测

基于经济稳步回暖，原材料价格逐步企稳的假设下，我们预计公司 2009、2010 年的 EPS 分别是 0.12 元和 0.20 元。需要特别指出的是，如果上述情况有所变化，均将影响到我们对公司业绩预测的准确性。

表 7: 公司主要产品预测

		文化纸	箱板纸	特种纸
价格 (元/吨)	2009 年	4950	2735	6410
不含税	2010 年	5100	2990	7265
产量 (万吨)	2009 年	22	20	1.5
	2010 年	30	22	4.5
毛利率	2009 年	16%	12%	18%
	2010 年	18%	14%	20%

资料来源: 中原证券研究所

注: 该预测仅为公司本部产品预测, 不包括四川子公司

表 8: 盈利预测

单位: 百万元

	2008 年	2009 年 E	2010 年 E
一、营业收入	2092.87	2109	2505
减: 营业成本	1812.84	1816.65	2132.42
减: 营业税费	8.92	8.99	10.97
减: 销售费用	58.15	64.26	69.12
减: 管理费用	62.61	69.78	75.19
减: 财务费用	102.28	110.23	120.47
减: 资产减值损失	17.91	-11	0
加: 投资净收益	-10.78	0	0
二、营业利润	13.33	50.09	96.83
加: 营业外收入	24.13	8	0
减: 营业外支出	1.54	0	0
三、利润总额	35.92	58.09	96.83
减: 所得税	4.27	6.97	11.62
四、净利润 (含少数股东损益)	31.65	51.12	85.21
减: 少数股东损益	-1.10	0	0
净利润 (不含少数股东损益)	32.75	51.12	85.21
五、每股收益 (元)	0.08	0.12	0.20

资料来源: 中原证券研究所

8、估值及投资建议

目前，造纸行业重点公司 2009 年和 2010 年的平均 PE 估值分别为 32 倍和 22 倍，2008 年平均 PB 估值为 1.71 倍，处于二级市场整体估值的平均水平。而公司目前的 PE 和 PB 水平均处于较高水平，但考虑到公司后期业绩的弹性较大，PE 和 PB 估值水平有望以较快速度下降，我们依然维持公司“增持”的投资评级。

表 9：造纸行业重点公司估值

	每股收益（元）			每股净资产（元）	收盘价（元）	市盈率（倍）			市净率（倍）	评级
	08A	09E	10E			08A	09E	10E		
银鸽投资	0.08	0.12	0.20	3.02	6.89	86.13	57.42	34.45	2.28	增持
晨鸣纸业	0.57	0.35	0.44	5.95	7.60	13.33	21.71	17.27	1.28	增持
美利纸业	0.43	0.20	0.28	6.03	10.15	23.60	50.75	36.25	1.68	观望
太阳纸业	0.46	0.58	0.72	5.30	11.32	24.61	19.52	15.72	2.14	买入
华泰股份	0.67	0.58	0.69	6.87	10.38	15.49	17.90	15.04	1.51	增持
岳阳纸业	0.21	0.18	0.29	4.52	7.02	33.43	39.00	24.21	1.55	增持
博汇纸业	0.50	0.42	0.57	4.92	7.47	14.94	17.79	13.11	1.52	买入
平均						30.22	32.01	22.29	1.71	

资料来源：中原证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。