

朱嘉

021-50588666-8040

zhujia@ccnew.com

2009年7月17日

业绩环比向好，毛利率提升较快

——银鸽投资（600069）点评报告

公司点评

增持（维持）

报告关键要素：

公司主营业务依然亏损，但后期反弹幅度较大；公司毛利率提升速度较快，后期继续提升依靠产品涨价；特种纸项目投产有望增厚公司业绩。

事件：

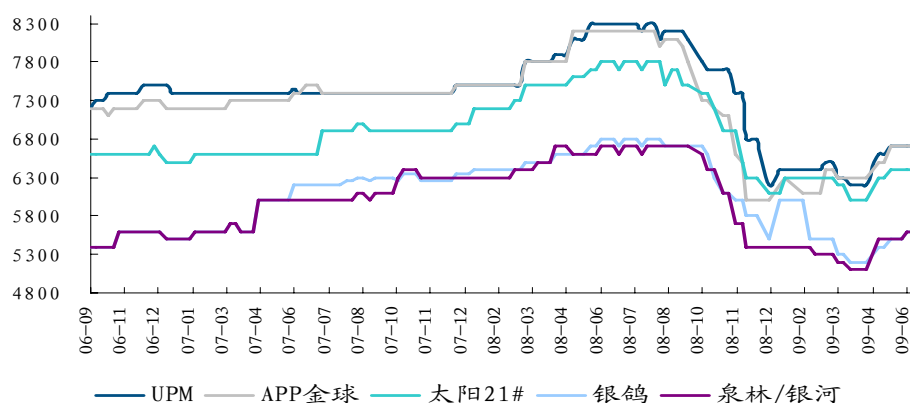
- **公司公布半年报。**上半年，公司共实现营业总收入10.06亿元，同比下降9.78%；实现净利润0.15亿元，同比下降79.64%；每股收益为0.03元。

点评：

- **公司主营业务依然亏损，但幅度已大幅缩小。**上半年公司主营业务依然亏损100万元，由于上半年公司1900万的营业外收入（政府补贴），使得公司整体扭亏为盈。公司主营业务的亏损幅度已由一季度的600多万元减少到100万元，说明公司造纸的主营业务二季度盈利了近500万元，虽然盈利能力依然较弱，但已显露曙光。
- **公司销售情况环比明显转好，综合毛利率环比提升较大。**从营业收入方面来看，公司二季度的营业收入环比上升了54.04%，既说明了行业整体的需求处于缓步回升的态势，也表明公司产品的销量也触底回升。此外，公司毛利率回升幅度大，公司一季度的综合毛利率仅为1.01%，上半年综合毛利率提升到了10.54%，二季度单季度的毛利率更是恢复到了16.72%，公司产品的盈利能力在二季度得到了较快的恢复。
- **产品价格上升是公司整体毛利率大幅提升的主要原因之一。**公司各种产品的价格在二季度均有一定幅度的上升，其中提升幅度较大的是公司的特种纸，目前其售价达到了7000元/吨左右。此外，公司生活纸和文化纸的价格由于市场情况较好，毛利率也有较大幅度的提升，目前公司文化纸的毛利率大概在14%左右；而公司生活纸的毛利率也一直处于较高水平，同时公司该产品的销量呈现逐步放大的态势。

图 1：国内文化纸价格走势

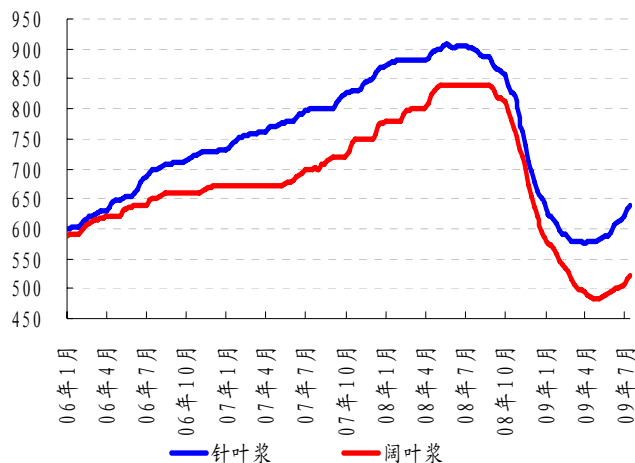
单位：元/吨



资料来源：纸业易贸、中原证券研究所

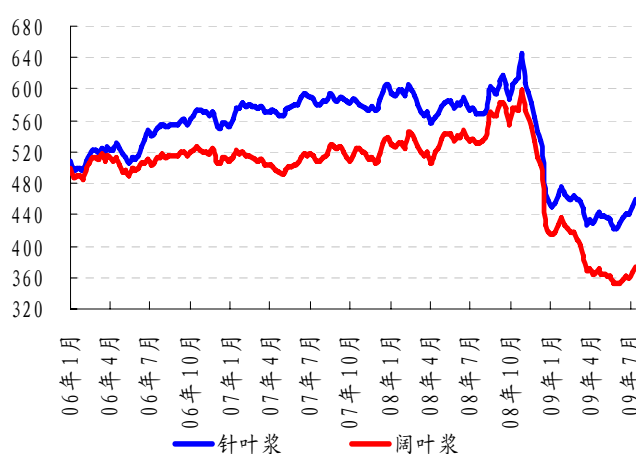
- **低价原材料库存是公司整体毛利率大幅提升的另一重要原因。**通过与公司管理层交流得知，公司在国内木浆低点的时候，大约购买了4万吨左右的木浆，价格大约是在3300-3400元/吨，目前国内价格大约在3900-4000元/吨。低价的原材料进一步提升了公司二季度产品的毛利率。但由于公司低价原材料储备较少，该因素对产品毛利率的提升作用无法持续。

图 2: 北美木浆价格 单位: 美元/吨



资料来源: WIND、中原证券研究所

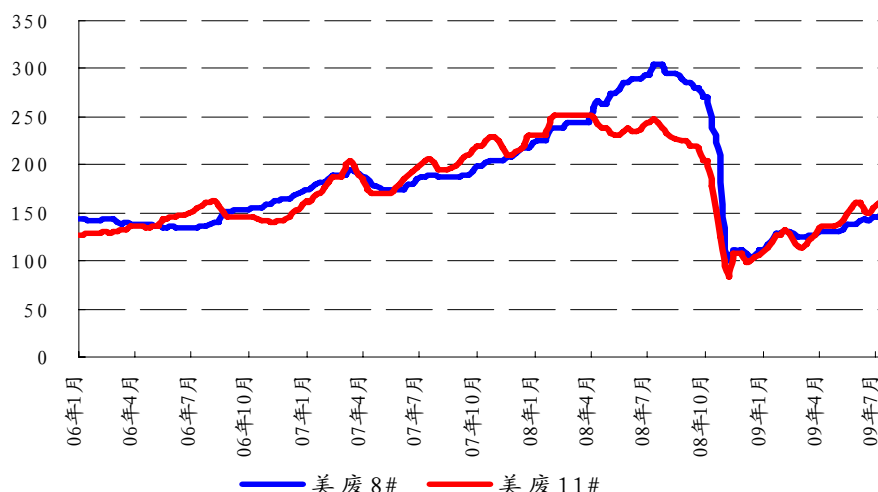
图 3: 欧洲木浆价格 单位: 欧元/吨



资料来源: WIND、中原证券研究所

- **公司箱板纸业务依旧低迷。**通过交流得知，公司箱板纸业务目前依然处于低迷的态势，公司箱板纸主要销往周边地区，由于运输半径的原因，公司产品受玖龙、理文和景兴等企业产品的冲击较少。我们认为，由于前期废纸价格已上涨接近30%，而箱板纸价格上涨幅度远小于原材料上涨幅度，后期箱板纸的毛利率将呈现下滑的态势，公司该业务也将面临较大压力。

图 4: 美废价格走势 单位: 美元/吨



资料来源: WIND、中原证券研究所

- **特种纸项目即将投产，有望增厚公司业绩。**公司募投项目——5万吨/年的特种纸项目（无碳复写纸和格拉辛纸，属于商务用纸）有望于09年8月投产。我们认为，后期随着我国经济的稳步复苏，我国商务用纸的需求也将稳步复苏，该项目投产有望增厚公司下半年业绩。

- **木浆价格企稳回升将提升四川子公司的盈利能力。**前期，由于木浆价格的大幅下挫，带动国内竹浆价格同步下挫，导致公司四川泸州子公司亏损幅度较大。目前国内木浆价格企稳回升，竹浆的价格也稳步复苏，该子公司的盈利能力正在逐步修复，下半年有望成为公司业绩反弹的动力之一。
- **维持公司“增持”的评级。**我们预测公司2009年每股收益0.09元，2010年每股收益0.15元，对应动态市盈率分别为83.11倍和49.87倍，公司估值较高，但鉴于造纸板块处于补涨阶段，公司股价有望跟随板块补涨行情继续上扬，因此维持“增持”的投资评级。公司具体业务的深度分析请参阅我们前期公司深度调研报告《中原证券研究所20090507-调研-AAA-银鸽投资（600069）深度调研报告：长风破浪会有时》。

盈利预测

	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	66.26	69.12
减：管理费用	62.61	72.78	75.19
减：财务费用	102.28	115.23	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	40.09	96.83
加：营业外收入	24.13	18	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）	0.06	0.09	0.15

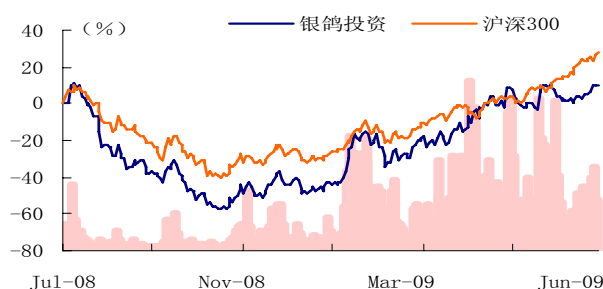
市场数据（2009年07月16日）

收盘价（元）	7.71
一年内最高/最低（元）	8.07/2.89
沪深300指数	3501.24
市净率（倍）	2.18
流通市值（亿元）	25.33

基础数据（2009年06月30日）

每股净资产（元）	3.54
每股经营现金流（元）	0.07
毛利率（%）	10.58
净资产收益率（%）	0.74
资产负债率（%）	52.51
总股本/流通股（万股）	55,025/32,849
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

20090507 银鸽投资调研深度报告：长风破浪会有时…… 09 年 5 月 4 日

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。