



纸就是钱

系出名门——打造中央企业特纸整合平台。

中国纸业（原中国物资投资总公司）先后通过摘牌冠龙公司和定向增发控股冠豪高新，快速获得了一个位于全国前列的特种纸生产基地，并取得了在无碳复写纸和热敏纸等特种纸细分市场的领先地位，实现了纸业板块的可持续发展。

二次增发——主业腾飞指日可待。

2011-11-21 完成非共开发行 8190 万股，实际募集资金 6.7 亿元。拟新建四条生产线，新增特种纸产能 12.5 万吨/年，无碳涂布 3 万吨/年，热敏涂布 2.8 万吨/年。增值税发票用纸的产销量占公司无碳纸份额的 15%-20%左右，销售收入约占公司收入的 7%。借力增值税改革东风，增值税发票用纸销售量将从 2011 年 6 亿多份增至 2012 年的 17 亿份，并最终增长至 200 亿份，是公司未来主业业绩增长的亮点。

拟收购矿产——延伸产业链与业务多元化齐头并进。

造纸行业平均毛利率较低，平均产能供过于求已经成为很多大型造纸企业发展所面临的困境。华泰股份（600308）等一些造纸企业已经向上游延伸产业链条，投资毛利率较高的化工产业。冠豪高新也利用自身的地缘优势，积极参与开发广东茂名油页岩高岭土项目。公司 2011 年 10 月 21 日发布重大事项进展暨复牌公告，同意公司参与购买广东省茂名市油页岩矿田金塘区的采矿权，并开展油页岩、高岭土的开采、加工业务。作为一个高新技术企业，又有明确的业绩增长潜力，我们认为 30 倍到 35 倍的 PE 估值是合理的。按照 2012 年 0.35 元的 EPS 计算，其合理的价值区间在 10.5 元——12.25 元，给予买入评级，6 个月目标价 11.38 元。

预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	902.76	1186.85	1680.00	3565.00
营业收入增长率	48.43%	31.47%	41.55%	112.20%
EBITDA（百万）	88.95	141.24	239.69	514.77
净利润（百万）	38.27	85.02	150.03	320.38
净利润增长率	280.16%	121.02%	76.54%	113.85%
ROE	5.72%	5.92%	9.45%	16.79%
EPS（元）	0.13	0.20	0.35	0.75
P/E	84.85	46.54	26.34	12.32
P/B	4.86	2.74	2.48	2.06

冠豪高新 (600433)

首次评级

买入

张朝晖

zhangzhaohui@csc.com.cn

010-85130972

执业证书编号：S1440510120012

发布日期：2011 年 12 月 8 日

当前股价：9.24 元

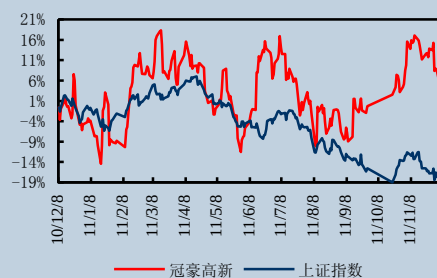
目标价格 6 个月：11.38 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-9.77/-2.03	12.14/17.71	4.87/23.23
12 月最高/最低价（元）			12.86/7.45
总股本（万股）			42510.00
流通 A 股（万股）			24960.00
总市值（亿元）			39.28
流通市值（亿元）			23.06
近 3 月日均成交量（万）			902.89
主要股东			
中国纸业投资总公司			29.08%

股价表现



相关研究报告



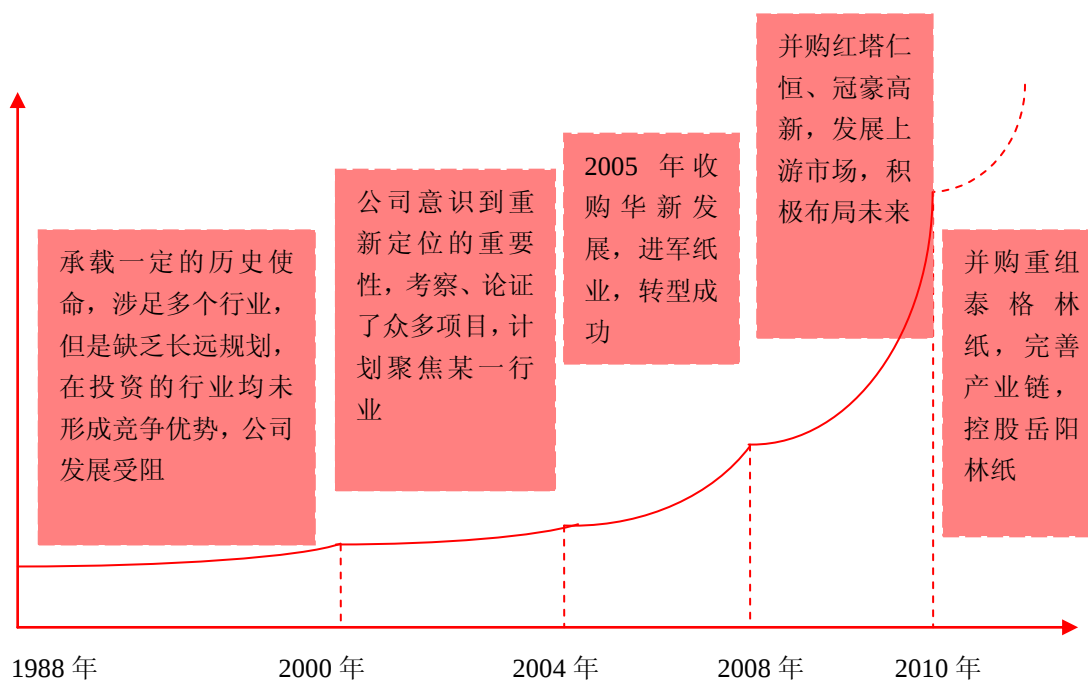
目录

大股东介绍	1
行业分析	2
二次增发——主业腾飞指日可待	5
近年来资本运作事项	8
其它重要事项	9
未来发展方向	10
投资建议	11
风险提示	11
附注 1：报表预测	12
附注 2：高岭土和油页岩项目的情况	14

大股东介绍

2009 年 12 月 15 日，中国物资投资总公司（后更名为中国纸业）以 2.76 亿元现金认购冠豪高新非公开发行股票 6,000 万股，成为冠豪高新控股股东。中国纸业是中国诚通集团全资子公司，前身是成立于 1988 年的中国物资开发投资总公司（简称“中物投”）。1994 年，中物投参与发起设立佛山华新发展有限公司。2005 年 6 月，收购佛山华新发展有限公司 62.11% 的国有法人股，控股上市公司佛山华新包装股份有限公司（证券简称“粤华包 B”，华新发展持有粤华包 65.2% 股份，是粤华包的控股股东。因此本次收购属于对上市公司粤华包的间接受购，收购方将通过直接和间接方式控制粤华包 65.31% 的股份，成为粤华包的实际控制人），获得近 50 万吨造纸能力，快速进入造纸领域。2008 年，粤华包以持有的华丰纸业 75% 的股权购买红塔仁恒股权，收购完成后粤华包持有红塔仁恒 40.18% 的股权，成为红塔仁恒纸业实际控制人，至此，中纸旗下纸业产能规模增加到 80 万吨，位列国内白板纸领域第四位，并获得高档白卡生产能力。2009 年 5 月 19 日，通过摘牌方式获得冠龙公司股权，12 月 15 日，控股广东冠豪高新技术股份有限公司（证券简称“冠豪高新”），并在 2010 年 12 月受让冠豪高新上游关联供应商湛江冠龙纸业全部股权，从而进入特种纸业务领域，获得无碳复写纸和热敏纸等细分市场的领先地位。2010 年 4 月 1 日，中物投正式更名为中国纸业投资总公司。2010 年 9 月，中国纸业以发起设立方式整体改制重组泰格林纸集团为泰格林纸集团股份有限公司，并控股上市公司——岳阳林纸（600963）

图 1 中纸战略扩张进程图



中国纸业通过摘牌冠龙公司和收购冠豪高新，快速获得了一个位于全国前列的特种纸生产基地，并取得了在无碳复写纸和热敏纸等特种纸细分市场的领先地位，实现了纸业板块的可持续发展。

收购完成后，通过中国纸业有效的经营和管理整合，冠豪高新与冠龙公司 2009 年均实现扭亏为盈，其中

冠豪高新 2009 年度实现净利润 1,015.68 万元，冠龙公司 2009 年度实现净利润 1,173.56 万元。2010 中纸履行入主冠豪高新时承诺，冠龙纸业被并入上市公司，当年冠豪高新实现合并净利润 3822 万元。

行业分析

市场概况

从特纸品种来讲，冠豪高新主要生产无碳复写纸、热敏纸和不干胶。

在国内市场，虽然无碳复写纸起步较晚，但发展迅猛。由于无碳复写纸使用方便，字迹清晰，复写份数多，非常适用于电脑打印，因而市场需求量增长迅速，是国内近年消费增长最快的纸张品种之一。国内第一家无碳复写纸厂成立于 1986 年，1998 年以前我国无碳复写纸产能达到 1 万吨以上的企业仅有冠豪一家，现今已增至金华盛、冠豪、河南江河。根据资料显示，2010 年国内无碳复写纸消费量达 43 万吨，增长势头明显。目前，国内排名前三位的企业依次为：金华盛（7.8 万吨）、冠豪高新（4 万吨）和河南江河（2.9 万吨）。

公司生产的无碳复写纸主要运用于增值税发票和福利彩票。国家税务总局在 2009 年出台了全国普通发票简并票种统一式样工作实施方案，公司抓住机会积极推广自主研发的防伪系列产品，并借助新推出的水印纸，为客户提供更加多样、防伪功能更为强大的普通发票防伪用纸解决方案，使公司开发税务系统行业客户工作取得重大进展。2010 年，已有 25 省市税务部门在这次票改工作中选用冠豪纸张作为普通发票用纸。随着公司防伪技术不断升级，公司作为增值税专用发票防伪纸供应商的地位进一步巩固。目前中低端无碳复写纸的售价约为 10500-11500 元/吨，高端无碳复写纸售价约为 12500 元/吨。其中，增值税发票用纸约占冠豪高新无碳纸产销量的 15%，2011 年增值税发票用纸量约为 6 亿份（约合 6000 吨）。2011 年 10 月 27 日，温家宝总理主持国务院常务会议，决定深化增值税制度改革试点。进一步解决货物和劳务税制中的重复征税问题，完善税收制度，支持现代服务业发展，会议决定，从 2012 年 1 月 1 日起，在部分地区和行业开展深化增值税制度改革试点，逐步将目前征收营业税的行业改为征收增值税，这将进一步增加公司无碳复写纸的市场需求。受惠于增值税发票改革的东风，2012 年增值税发票用纸量将增至 16-17 亿份（约合 14000 吨），而随着税改的深入进行，增值税发票用纸的终极市场容量为 200 亿份（约合 16 万吨）。此外，公司作为国内福利彩票和体育彩票用纸的主要供应商，占有 60% 的市场份额。

热敏纸在近几年的需求量处于强劲增长期。目前，中国热敏纸生产厂商已超过 20 家，但产量相对较小，其中，冠豪、江苏三威和惠州志豪分别以 1.5 万吨、1 万吨及 0.8 万吨的产量位居该行业的前三名。热敏纸行业集中度较高，为典型的寡头垄断市场。江苏三威既生产热敏纸，又自行配套生产热敏纸化学品，在市场上有较强竞争力。惠州志豪 1990 年建成投产，在广东惠州拥有国内第一家高灵敏度热敏记录纸专业生产基地¹。王子特纸（上海）2001 年在中国设立，主要从事热敏纸的分切、销售，其母公司王子制纸是国际著名制纸公司，在热敏纸领域更是一直居于领先地位，在国内高档热敏纸市场占据主导地位。目前，国内排名前三位的生产企业依次为：冠豪高新（1.5 万吨）、江苏三威（1 万吨）和惠州志豪（0.8 万吨），冠豪高新国内市场份额约为 20%。

¹在国内首创、自主研发的热敏纸配方及工艺填补了国内空白，还相继开发了耐高温热敏纸、长效热敏纸及三防热敏纸。目前国内自主生产的三防热敏纸达到日本进口产品质量水平的也只有冠豪公司一家。冠豪公司生产的三防热敏纸还打破了中国彩票纸长期为外国产品垄断的局面，并在 09 年北京体彩印务和福建鸿博的彩票用纸招标中，在有国外企业参加竞投的情况下，获得中标第一名，市场份额大增。

随着中国经济的高速发展，国内不干胶材料市场近 10 年一直处于高速发展的状态，市场容量不断增大。据胶粘协会的预计，在今后 5 年内，我国不干胶材料将以每年 15-20% 的增长速度发展，高于国民经济 7~9% 的增长速度，因此，公司产品的市场前景相当乐观（不干胶业务 2010 年基本实现扭亏为盈）。具体产品产销量如下表所示：

表 1 国内主要厂商无碳纸及热敏纸产销量表

无碳纸		热敏纸	
厂家	产量（万吨）	厂家	产量（万吨）
金华盛	7.8	冠豪高新	1.5
冠豪高新	3.1	江苏三威	1
河南江河	2.9	惠州志豪	0.8
冠豪所占市场份额	12%	冠豪所占市场份额	20%

资料来源：中信建投研究发展部

造纸行业竞争地位

表 2 财务比率比较（2010 年）

No.	股票代码	股票名称	每股收益(摊薄)(元)	每股净资产(元)	销售毛利率(%)	销售净利率(%)	净资产收益率(摊薄)(%)
		行业均值(整体法)	0.0611	4.2779	16.3917	4.2822	1.4357
	冠豪高新	行业中排名	12	18	5	9	9
1	000488	晨鸣纸业	0.11	6.68	17.8477	5.991	1.7095
2	000815	美利纸业	-0.04	2.59	10.7894	-3.308	-1.3808
3	000820	*ST 金城	-0.18	-2.64	7.3568	-78.6308	--
4	000833	贵糖股份	0.08	2.87	19.2089	7.0677	2.7504
5	002012	凯恩股份	0.14	2.56	34.9929	13.486	5.3652
6	002067	景兴纸业	0.12	4.8	16.3602	6.2201	2.3992
7	002078	太阳纸业	0.2	3.73	17.9297	11.007	5.3392
8	002235	安妮股份	0.01	2.4	19.5415	1.6625	0.2155
9	002511	中顺洁柔	0.16	12.62	26.7739	6.2948	1.2677
10	002521	齐峰股份	0.08	13.46	15.0729	4.1075	0.6099
11	600069	银鸽投资	-0.01	2.46	7.0947	-1.4224	-0.4871
12	600103	青山纸业	0.0089	1.6702	12.4553	2.6125	0.5331
13	600163	福建南纸	0.001	2.48	6.3523	0.1556	0.0428
14	600235	民丰特纸	0.024	3.85	15.4772	1.7911	0.6135
15	600308	华泰股份	0.047	9.4	12.1629	1.3516	0.5031
16	600356	恒丰纸业	0.14	6.09	25.0008	8.6352	2.3229
17	600419	ST 天 宏	-0.08	1.64	-5.7015	-11.9201	-4.7161
18	600433	冠豪高新	0.0358	2.3736	21.8266	4.8104	1.5084
19	600462	*ST 石岷	-0.02	-0.18	24.2297	-6.1426	--
20	600567	山鹰纸业	0.03	3.66	13.7177	1.6408	0.783
21	600793	ST 宜 纸	-0.0617	0.078	7.2931	-4.0548	-79.0232

22	600963	岳阳林纸	0.08	5.28	19.9416	4.0208	1.5516
23	600966	博汇纸业	0.1167	6	17.4976	5.2072	1.9448

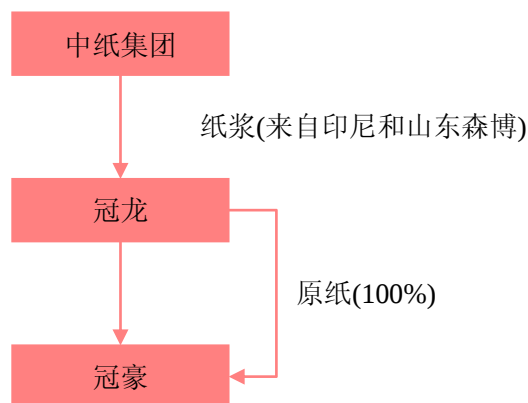
资料来源: wind

从与行业内竞争对手的对比可以看出,冠豪高新的销售毛利率较高,行业内排名第五,说明其生产的无碳复写纸和热敏纸具有较高的附加值。其所生产的增值税发票等无碳纸的毛利率在 20%以上,2010 年受不干胶的业绩拖累,综合销售毛利率为 16.39%,而随着 2011 年不干胶业务的增长和增值税发票市场需求量的迅猛增长,其毛利率将得到提高。

公司经营状况

中纸产业链

图 2 中纸产业链



冠豪高新向子公司冠龙纸业采购原纸,采购量约为 5.5 万吨/年。此外若山东华东纸厂的股权收购成功,其将为公司提供 3.2 万吨的原纸产能(2011 年 9 月 17 日,第四届董事会第三十一次会议决议公告)。冠豪高新目前纸业生产线共有 6 条。其中 6 号线生产线 2010 年 8 月底投产,共计生产涂布 12.5 万吨/年,其生产线目前的品种分布为:1、6 号线生产无碳复写纸。2、3 号线生产无碳复写纸、热敏纸。3 号线生产不干胶、热敏纸。5 号线生产热熔胶、不干胶产品。按单一产品最大产量测算:冠豪无碳复写纸年产量为 8 万吨/年,热敏纸为 7.5 万吨/年,不干胶为 7 万吨/年。

分产品经营状况 (2010)

表 3 分产品经营状况 (2010)

	营业收入	营业成本	营业利润率%	营业收入比上年增减	营业成本比上年增减	营业利润率比上年增减
无碳纸	4.62	3.42	26	27.78	24.39	2.01
热敏纸	1.98	1.5	24.05	32.68	25.01	4.66
成品纸	0.65	0.53	18.72	30	19.5	7.14
不干胶	1.66	1.67	-0.73	399.74	295.77	26.46

其他	0.11	0.81	29	-19.27	-7.35	-9.13
----	------	------	----	--------	-------	-------

资料来源: wind

2010 年不干胶产品基本改变了以往的亏损状况, 2011 年将会扭亏为盈, 从而进一步提升上市公司的综合毛利率。

近期整体经营情况

2010 年产销量情况。公司涂布产量 74,971 吨, 同比增长 35.06%; 销售量 82,490 吨, 同比增长 46.97%; 公司高端产品市场占有率大幅上升。

2010 年盈利情况。2010 年公司实现营业收入 9.03 亿元, 实现净利润 3,827.22 万元, 分别较上年同期增长 48.43%和 280.16%, 经营效益明显提高。

2010 年公司市场价值和品牌地位提升, 进一步凸显龙头地位。2010 年, 公司加大品牌推广力度, 全年中高端、高毛利产品市场占有率大幅提升, 同时向中低端市场延伸。

2010 年公司顺利完成现金收购湛江冠龙纸业有限公司 100%股权的重大资产购买暨关联交易项目。形成了从造纸到涂布的产业链, 以一体化管理提高企业整体的经营效益; 同时也解决了两家企业间长期以来关联交易依赖度过高的问题, 为公司下一步更好地运用资本甩开了包袱。

根据公司 2011 年三季报公告: 预计公司 2011 年至 2011 年末报告期内累计净利润超过上年同期累计净利润的 100%。主要原因为: 1、由于公司税票纸、彩票纸等高马力产品的销量大幅增长, 新增 6#涂布生产线扩大的产能, 使公司主营业务利润大幅增长; 2、本会计年度内由政府提供的资金支持所确认的财政贷款贴息对公司净利润产生影响。

二次增发——主业腾飞指日可待

非公开发行概况

2011-11-21 完成非共开发行 8190 万股, 发行价格 8.45 元, 实际募集资金 6.7 亿元。本次非公开发行募集资金将全部用于东海岛项目, 该项目投资总额约 15.41 亿元, 拟在东海岛新区新建特种纸原纸生产线及涂布纸加工生产线, 搬迁公司现所在地四条涂布生产线, 配套建设动力车间并实行热电联产, 最终形成总造纸涂布产能 17.5 万吨。新建 4 条生产线包括: 新建特种纸机 1 条: 车速为 1000m/min, 幅宽为 5350mm, 年产能约 12.5 万吨; 新建热敏涂布机 1 条: 车速 500 m/min, 幅宽 1760mm, 年产能约 2.8 万吨; 新建无碳纸涂布机 2 条: 车速 400 m/min, 幅宽 1760mm, 每台涂布机年产能约 1.5 万吨。增值税发票用纸的产销量占公司无碳纸份额的 15%-20%左右, 销售收入约占公司收入的 7%。借力增值税改革东风, 增值税发票用纸销售量将从 2011 年 6 亿多份增至 2012 年的 17 亿份, 并最终增长至 200 亿份, 是公司未来主业业绩增长的亮点。

表 4 增发前后各品种单一最大产能对比：

	目前（万吨/年）	增发项目建成后（万吨/年）
无碳复写纸	8	11
热敏纸	7.5	10.3
不干胶	7	7
特种纸原纸	8.7	21.2

东海岛项目利润贡献：

公司原有项目冠豪牌 CF 纸、CFB 纸（无碳复写纸下纸）减少一次涂布费用，原有项目三防热敏纸减少一次涂布费用；由于热电联产使原有项目动力成本下降节省费用，预计每年可以节约成本 1500 万元；公司新增销售约 12 万吨无碳纸、无碳 CF 纸、热敏纸及离型纸，生产条件与新项目投产后原有项目相似，产品结构相似，利润贡献 1.26 亿元。新纸机耗浆、水、电、汽均比原有纸机减少；热站效率较高，热电成本比原项目降低；人员、管理等成本折合吨纸成本降低、新增生产利润较高的离型纸等，可以增加利润 2900 万元。因此根据产能预测，新项目投产后的新增利润为 1.7 亿元。

非公开发行项目介绍

无碳复写纸

据预测，在未来相当长一段时间内无碳复写纸的消费还有较大需求。根据中国市场监管中心 2007 年对无碳复写纸的预测：从全球范围来说，无碳复写纸的消费量占到各类纸张消费总量的 2%。如按中国每年各类纸张的消费量为 5,000 多万吨计算，无碳复写纸在中国的年消费需求至少 100 万吨。预计 2010 年国内无碳复写纸销量将达 41 万吨。公司生产的无碳复写纸是高档办公用纸，具有可控压敏显色等特点，技术含量高，广泛应用于税务、财政、邮政、银行等各行各业。公司相继开发出包括普通无碳复写纸和特殊无碳复写纸两大系列产品，普通无碳复写纸有“冠豪”、“豪正”、“豪印”牌高、中、低档无碳复写纸；特殊无碳复写纸有双色防伪无碳复写纸、防伪纤维无碳复写纸、热变防伪无碳复写纸、防伪颗粒无碳复写纸、多彩显色无碳复写纸、正反双显无碳复写纸、水印防伪无碳纸。其中双色防伪无碳复写纸是公司最新自主研发成功的一种新型复合防伪无碳纸。纸张除具备冠豪无碳纸原有纸张外观好，显色密度高，显色灵敏度高等优点外，还具有双色防伪、划线防伪、隐色防伪等多重防伪功能。

热敏纸

近几年来全球热敏纸需求量逐年上升，其产量近十年翻了一番多，平均年增长约 7%，2010 年预计将突破 117 万吨。热敏纸的应用范围也越来越广泛，中高端热敏纸需求不断增长。近年来，国内热敏纸市场发展迅速，与全球热敏纸一致，都保持强劲增长态势。随着人们对高品质生活要求的提高，与人们出行、购物等相关需求也将进一步上升，热敏纸在物流、商业上的应用更加广泛，届时市场对热敏纸需求将需求逐步攀升，引发热敏纸快速增长。

热敏纸产品广泛用于票据、标签、传真、收银及 ATM 用纸。公司相继开发出包括传真型热敏纸、收银型热敏纸、印刷型热敏纸、耐久型热敏纸、特种热敏纸（三防彩票热敏纸、耐高温三防标签热敏纸、防水型热敏纸、三防热敏卡纸、三防车票热敏纸）等系列产品。其中公司自主研发的拥有自主知识产权的三防热敏纸，防水、防油、防溶剂等防护性能优异，属热敏纸产品系列的高端产品，三防特种热敏纸各种型号的产品已分别用于中国

体育彩票、中国福利彩票、民航登机卡及铁路列车票等。三防特种热敏纸项目被科学技术部火炬高技术产业开发中心列为“国家火炬计划项目”。

三防热敏纸：产品具有防水、防油、防溶剂等防护性能优异，发色灵敏度高、显色清晰度好，保存性能好，涂层耐湿摩擦性能好，质量稳定。广泛用于体育彩票，福利彩票、门票、车票、标签、登机卡等，打印清晰度高，有良好的适印性和油墨吸收性。

耐久型热敏纸：产品具有显色清晰度好、光剪度高，耐水、耐酸、耐碱、耐增塑剂等性能良好，吸墨性能好，印刷适应性强，打印磨耗低、不损伤打印头，使用全化学木浆，性能稳定性好，字迹保存性能好，根据不同要求保存期可达五年、十五年以上。专门应用于出租车、税控机的发票用热敏纸等。

传真型热敏纸：产品具有发色剪度高、显色剪度好，打印磨耗低、不粘打印头，使用全化学木浆原纸，质感好，保存期长，质量稳定，加工、使用性能好。广泛应用于热敏型 POS 终端系统、传真机、银行 ATM 机、医疗仪器等的记录用纸。

收银型热敏纸：产品具有发色剪度高、显色剪度好，松剪度高、挺度好，打印磨耗低、不损伤打印头，涂布均匀、质量稳定、保存性能良好。广泛应用于商场、超市、餐饮等的 POS 终端系统。

不干胶标签材料

不干胶标签材料广泛应用于物流、医药、日化、食品、酒类等行业的可变信息标签、防伪标签及基础标签。公司相继开发出包括铜版纸类不干胶、热敏纸类不干胶、膜类不干胶及其它类（格拉辛离型纸、透明 PET 离型底材及其它离型底材）等系列产品。

膜类不干胶：包括 PE 膜、BOPP 膜和合成纸类不干胶。膜类面材表面经过电晕或涂层处理，印刷性能良好，适合烫金和上光油工艺。产品防水、抗油、抗化学品性能优良，广泛应用于卫浴产品标签、个人护理产品标签和食品标签，其中水晶标专门应用于酒类标签。

铜版纸类不干胶：包括镜面铜版不干胶、铜版面材不干胶，适合胶版、凸版、柔版等印刷方式，印刷效果好；广泛应用于医药标签、食品标签、防伪标签、服装吊牌标签等领域。铜版面材不干胶还具有优越的热转移打印性能。

双胶纸面材不干胶：产品包括适用于激光、喷墨等打印的可变信息标签。

热敏纸类不干胶：产品包括耐高温三防热敏不干胶、三防热敏不干胶、防水型热敏不干胶、普通热敏不干胶。均采用冠豪公司自主开发生产的热敏纸作面材，打印显色性能好；配合优质环保的水性胶水，剪间时间长，特别适用于物流领域条码标签、超市电子秤打印标签。

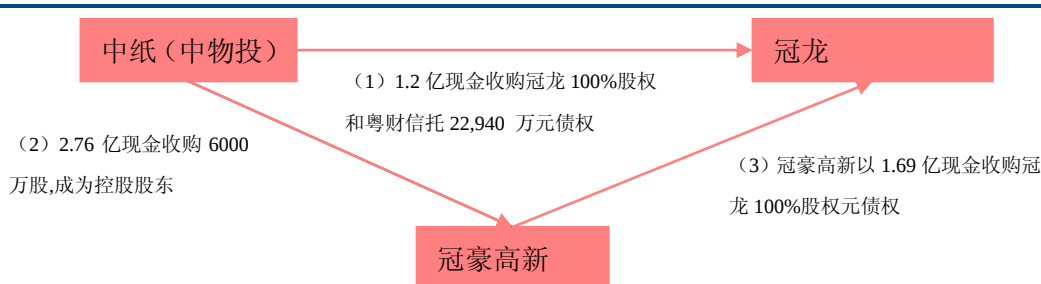
其他类：产品包括格拉辛离型纸、透明 PET 离型底材及其它离型底材：可用于防粘纸，食品包装纸。作为标签底材，具有良好稳定的离型效果，特别适合高速度的贴标产品，根据应用需要开发的特殊材料标签。

近年来资本运作事项

央企入主——打造特纸融资平台

业发展的平台，一直致力于推进特纸业务的快速发展。按照诚通集团董事会对纸业发展的要求，中国纸业在过去五年中成功实施了一系列并购重组，现已发展成为资产规模逾 86 亿元、年造纸产能超 90 万吨的造纸企业投资公司。

图 3 冠豪高新的收购过程



2009 年 5 月 13 日，中物投（控股股东中国纸业前身）通过南方联合产权交易所以 1.2 亿元现金摘牌取得冠龙公司 100%股权及粤财信托 22,940 万元债权。

2009 年 12 月 15 日，中国纸业以 2.76 亿元现金认购冠豪高新非公开发行股票 6,000 万股，成为公司控股股东。中国纸业通过摘牌冠龙公司和收购冠豪高新，快速获得了一个位于全国前列的特种纸生产基地，并取得了在无碳复写纸和热敏纸等特种纸细分市场的领先地位，实现了纸业板块的可持续发展。收购完成后，通过中国纸业有效的经营和管理整合，冠豪高新与冠龙公司 2009 年均实现扭亏为盈，其中冠豪高新 2009 年度实现净利润 1,015.68 万元，冠龙公司 2009 年度实现净利润 1,173.56 万元。

冠龙公司是冠豪高新原纸的主要供应商。冠豪高新建设初期，其原纸主要依赖日本进口，为了减少对日本原纸的依赖，冠豪高新原主要股东新亚实业筹建了冠龙公司，专门为冠豪高新配套生产原纸。由于国内能提供符合冠豪高新产品质量要求的原纸厂家非常少，且冠龙公司具有生产量大、品种多、供货及时、质量高、运输成本低等优势，冠豪高新与冠龙公司一直存在着较大金额的关联交易。中国纸业收购冠龙公司和冠豪高新后，两家公司仍为关联企业，并没有减少上市公司关联交易。在冠豪高新 2009 年非公开发行时，中国纸业为彻底解决冠龙公司与上市公司关联交易，做出承诺：“如冠龙公司形成持续盈利能力，满足注入冠豪高新的条件，在冠豪高新 2009 年非公开发行股票完成后，即启动将冠龙公司注入冠豪高新的各项工作，争取在 12 个月或更短时间内完成，以彻底解决现存关联交易问题”。中国纸业收购冠龙公司后，加强了对冠龙公司的管理整合，2009 年度冠龙公司实现净利润 1,173.56 万元，2010 年上半年实现净利润 936.51 万元，满足了注入上市公司的条件。

2010 年 11 月 24 日冠豪高新公告：公司控股股东中国纸业在北京产权交易所挂牌出让冠龙公司 100%的股权，上市公司以现金 16,896.26 万元收购中国纸业持有的冠龙公司 100%股权。2010 年 9 月 25 日，冠豪高新



与中国纸业签署了《股权转让协议》，由于冠龙公司在最近一个会计年度所产生的营业收入占冠豪高新同期经审计的合并财务会计报告营业收入的比例达到 50%以上，按照《重组管理办法》规定，本次交易构成重大资产重组。

拟收购山东华东纸厂

冠豪高新 2011 年 9 月 17 日第四届董事会第三十一次会议通过了《关于授权经营管理层推进山东东平项目的议案》，公司拟投资建设山东东平项目，该项目包括二项内容：1.公司将在对山东华东纸业有限公司（以下简称“华东纸业”）的资产情况进行评估后，拟出资不高于 3,865 万元增资华东纸业取得对其绝对控股权约 65%；2.计划在增资完成后，华东纸业再通过向银行贷款不高于 5,248 万元。项目预计新增投资不高于 9,113 万元，将建设成为特种纸原纸造纸能力约 3.2 万吨、特种纸涂布分切能力约 3.2 万吨、总资产约为 1.5 亿元的特种纸产业基地。

拟收购茂名油页岩矿产资源——延伸产业链与业务多元化齐头并进

冠豪高新于 2011 年 10 月 21 日发布了重大事项进展暨复牌公告，该公告称 2011 年 10 月 12 日召开的公司第五届董事会第一次会议审议通过了《关于授权经营管理层推进茂名油页岩、高岭土项目的议案》，同意公司参与购买广东省茂名市茂名油页岩矿田金塘区的采矿权，并开展油页岩、高岭土的开采、加工业务。

公司及公司控股股东中国纸业投资总公司的主要领导于 2011 年 10 月 9 日与茂名市委、市政府主要领导就茂名油页岩、高岭土项目事宜进行会谈；10 月 17 日，公司高管带队与茂名市发展和改革局、国土资源管理局、环境保护局、经济和信息化局、市政府投资服务管理中心等各有关部门就该项目进行座谈。截至报告发布日，该重大事项的各项前期准备工作正在积极推进中。茂名高岭土和油页岩项目对于冠豪高新向上游延伸产业链有着重要的意义。收购油页岩和高岭土矿产资源将带给冠豪高新两部分利润增长点：其一是向上游延伸产业链而造成的主营成本节约，我们预测，收购两矿将带来的成本节约在 2012 年约为 2226.52 万元，在 2013 年约为 6573.42 万元；其二是业务多元化多带来的营业净利润，我们预测，这一数字在 2012 年为 14157.51 万元，2013 年约为 13974.8 万元，具体内容详见附注 2。

其它重要事项

大股东及地方政府资金支持

2011 年 3 月 22 日，控股股东中各国纸业通过农业银行向上市公司以基准利率委托贷款 2 亿元。上市公司向中国纸业申请 2 亿元委托贷款。根据申请，公司将与中国纸业、中国农业银行股份有限公司北京西城支行签署委托贷款合同，由中国纸业将自有资金 2 亿元委托农行北京西城支行贷款给公司。

冠豪高新 2011 年 9 月 29 日公告，公司在 2011 年 7 月 30 日获得政府“退二进三”6000 万元项目资金支持之后，又与近日，与湛江经济技术开发区财政局（以下简称“财政局”）签订了《贷款贴息协议》。财政局安排 6000 万元给公司作为贷款贴息资金。该笔贷款贴息资金将对公司当期净利润造成一定影响。

重要股东近期变动情况

表 8 近期重要股东减持

公告日期	股东名称	股东类型	方向	变动数量(万股)	变动数量占流通股比(%)	变动后持股比例(%)	变动期间股票均价
2011/10/27	广东粤财创业投资有限公司	公司	减持	600	1.75	11.85	9.15
2011/7/14	广东粤财创业投资有限公司	公司	减持	500	2.0032	13.60	9.54
2010/8/20	湛江经济技术开发区新亚实业有限公司	公司	减持	318.65	1.5319	6.89	11.26
2010/7/15	湛江经济技术开发区新亚实业有限公司	公司	减持	288.07	1.385	7.99	10.36
2010/6/1	湛江经济技术开发区新亚实业有限公司	公司	减持	211.34	1.3209	10.02	12.28
2010/6/1	湛江经济技术开发区新亚实业有限公司	公司	减持	10	0.0481	9.99	13.07
2010/6/1	湛江经济技术开发区新亚实业有限公司	公司	减持	280	1.3462	9.01	11.84
2010/1/19	湛江经济技术开发区新亚实业有限公司	公司	减持	209	1.3063	10.98	8.55

资料来源：中信建投研究发展部

重要股东近期发布关于限制性减持的约定公告。冠豪高新股东中国纸业投资总公司持有公司 93,600,000 股股份、广东粤财创业投资有限公司持有公司 40,679,680 股股份、湛江经济技术开发区新亚实业有限公司持有公司 22,941,136 股股份、广东粤财实业发展有限公司持有公司 6,302,400 股股份、广州润华置业有限公司持有公司 6,302,400 股股份，上述五大股东于 2011 年 11 月 1 日分别就各自持有的公司股份相关事项，一致承诺自 2011 年 11 月 1 日起十八个月内，不以低于 10.99 元/股的价格转让其直接或者间接持有的公司股份。

根据 2011 年 11 月 21 日统计数据，从 2011 年 9 月 30 日至 2011 年 11 月 21 日期间，中邮基金旗下三只基金新增 2485.63 万股，占目前可流通比例的 14.34%。（目前可流通股数为 17,337 万股）。

未来发展方向

继续研发多种少量特种纸，适应个性化细分市场

公司未来会进一步研发以下产品，以适应“多种小量”的特纸市场需求，满足个性化戏份市场需求。

（1）美纹纸。美纹纸主要用于生产美纹胶带，国内市场需求不断增长，年均增幅约 15%，远高于全球 5% 的平均增长水平。目前国内美纹原纸产能约为 3 万吨，面向中低端市场，中高端产品还完全依赖进口，大部分美纹原纸仍需从芬兰、美国、加拿大、意大利、日本等国家进口。公司于去年开始开发美纹纸，经过多次的技术研究及工艺调整，目前已进入试产阶段，研发成功后将成为国内首内生产中高档美纹纸的企业，取代芬兰奥斯龙的产品。

（2）环保硅藻土壁纸。壁纸作为家居、办公装饰材料在发达国家应用广泛，在欧美，壁纸占到了涂覆市场 70%—80% 份额，而日本、韩国甚至达到了 90% 以上。中国随着生活水平提高、环保和健康意识加强，对壁纸的需求也逐渐增加。目前，中国已有部分企业生产壁，纸主要以普通壁纸为主，公司目前与高校联合开发了环保硅藻土壁纸，利用硅藻土的吸放性能，可吸收空气中过多的水分、甲醛等，而使达到优化环境的目的，目前

该生产技术已在实验室获得成功。试产成功后，将可替代日本产品。

(3) 皮革离型纸。皮革离型纸是转移涂层加工不可缺少的载体材料，赋予合成革美观的花纹。皮革离型纸是一种涂布纸，由纸基和离型涂料层构成，表面有凹凸状的花纹结构。皮革离型纸国内需求量每年约 2 万吨，目前几乎全部依靠进口。公司目前对皮革离型纸的生产工艺进行了研究和开发，已掌握皮革离型原纸生产工艺，涂布工艺及配方则在研发中，预计将于 2012 年底可完成研发工作，将可取代美国及日本产品。

进军化工行业，延伸产业链条与发展多元化业务

造纸行业毛利率较底，产能供过于求已经成为很多大型造纸企业发展所面临的困境，诸如华泰等一些造纸企业已经开始向上游延伸产业链条，向毛利率较高的化工产业进军，冠豪高新也利用自身的地缘优势，积极参与开发广东茂名油页岩高岭土项目，此举除了可以带来上下游一体化的造纸主业成本节约外，拟新增收购的广东茂名油页岩与高岭土项目也将于 2012 年带来近 4 亿元的收入。同时，在广东茂名筹建的化工基地，除油页岩和高岭土外，还包括年产胶乳 10 万吨，溶剂油 2 万吨等，同样会带来良好的经济效益，也会对 2013 年盈利产生影响。（由于收购事项尚存在不确定性，本报告未将高岭土、油页岩销售收入列入主营业务收入）。

投资建议

冠豪高新主营特种纸生产，不同于传统意义上的造纸企业，是一家转型成功的高新技术企业，央企大股东实力雄厚，地方政府对其经营发展也十分重视。2011 年 11 月 19 日，广东省省委书记汪洋、广东省代省长朱小丹等地方领导出席了东海岛特种纸及涂布纸产业基地项目开工仪式以示支持。其所生产的不干胶、热敏纸以及具有防伪功能的无碳复纸具有较高的毛利率，目前其市场需求未被满足，且具有暴发式的增长速度。尤其在增值税发票的应用方面，冠豪高新与国家造币总公司合作，作为增值税发票的唯一提供商，占据着绝对的垄断地位，根据我们的预测，其技术壁垒至少在三年内都无法被打破。冠豪高新高速的利润增长值得期待。因此，专注于高新技术企业股权投资的中国高新技术投资公司认购 1000 万股增发，成为公司股东。

作为一个高新技术企业，又有明确的业绩增长潜力，我们认为 30 倍到 35 倍的 PE 估值是合理的。按照 2012 年 0.35 元的 EPS 计算，其合理的价值区间在 10.5 元——12.25 元，给予买入评级，6 个月目标价为 11.38 元。

风险提示

1 根据我们的调研可知，三年内冠豪高新在增值税发票的垄断地位由于技术壁垒和契约关系等原因很难被打破，但三年后若出现竞争对手可能会影响到公司产品的毛利率。

2 2011 年 11 月 1 日，公司前五大股东：中国纸业投资总公司持有公司、广东粤财创业投资有限公司持有公司、湛江经济技术开发区新亚实业有限公司持有公司、广东粤财实业发展有限公司、广州润华置业有限公司分别就各自持有的公司股份相关事项，一致承诺自 2011 年 11 月 1 日起十八个月内，不以低于 10.99 元/股的价格转让其直接或者间接持有的公司股份。我们认为此举一方面显示了股东对公司价值的信心，另一方面，不排除当股价高于 10.99 元时，有可能会有股东减持所持的股份，导致股价有短暂的剧烈波动。因此，当股价上涨至 10.99 元以上的区间时，应该视当时实际的生产经营状况再做评级调整。

3 如果高岭土和油页岩项目收购成功，公司估值弹性将发生巨大变化，敬请投资者留意。



附注 1：报表预测

盈利预测说明：2011 年 EPS0.20 元。源于无碳纸、热敏纸以及不干胶业绩增长较多以及部分政府补贴计入。

2012 年 EPS0.35 元。源于无碳纸、热敏纸以及不干胶业绩的大幅增长。其中，增值税发票无碳纸销量从 5000 吨增长至 14000 吨是业绩增长的重要组成部分。（因收购事项存在不确定性，2012 年未考虑油页岩以及高岭土收益，若收购成功，将增加约 4 亿元的营业收入，约可增加 4000 万的净利润，EPS 将增加至 0.45 元。亦未计算山东东华纸厂收购项目带来的投资收益）

2013 年 EPS 为 0.75 元。源于无碳纸、热敏纸以及不干胶业绩的大幅增长（含东海岛项目利润释放）。东海岛项目将于 2013 年初正式投产，贡献净利润 1.7 亿元。（未计算收购油页岩以及高岭土的收益，亦未计算山东东华纸厂收购项目带来的投资收益）

利润表（单位 百万）

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	902.76	1186.85	1680.00	3565.00
营业成本	720.79	955.03	1374.73	2873.00
营业税金及附加	3.36	4.38	6.75	13.58
营业费用	56.97	79.88	62.41	124.78
管理费用	50.71	40.77	50.40	106.95
财务费用	11.76	5.93	8.40	68.80
资产减值损失	12.30	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.03	0.01	0.01
营业利润	46.88	100.89	177.31	377.90
营业外收入	2.41	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.26	0.86	0.81	0.98
利润总额	48.02	100.03	176.50	376.92
所得税	9.75	15.00	26.48	56.54
净利润	38.27	85.02	150.03	320.38
少数股东损益	0.05	0.54	0.88	1.44
归属母公司净利润	38.22	84.48	149.15	318.95
EBITDA	88.95	141.24	239.69	514.77
EPS（摊薄）	0.13	0.20	0.35	0.75

资料来源：中信建投研究发展部

现金流量表（单位 百万）

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	19.36	93.84	-10.91	-105.85
净利润	38.27	85.02	150.03	320.38
折旧摊销	40.93	41.21	63.18	137.84
财务费用	11.76	5.93	8.40	68.80



投资损失	0.00	-0.03	-0.01	-0.01
营运资金变动	-73.51	-50.39	-223.81	-634.63
其它	1.90	12.10	-8.69	1.77
投资活动现金流	-17.63	-353.83	-505.81	-1703.28
资本支出	-22.10	295.07	453.95	1563.76
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-39.73	-58.76	-51.86	-139.52
筹资活动现金流	-123.54	710.85	-11.29	-97.72
短期借款	-18.82	-9.36	12.51	-5.22
长期借款	84.00	3.22	-7.64	-25.35
其他	-188.72	717.00	-16.16	-67.15
现金净增加额	-121.81	450.86	-528.00	-1906.84

资料来源：中信建投研究发展部

资产负债表（单位 百万）

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	729.73	1329.97	1764.70	3954.47
现金	195.11	645.98	651.85	1381.05
应收账款	186.34	221.57	382.11	886.72
其它应收款	8.08	39.04	25.02	100.66
预付账款	70.05	81.56	110.91	283.19
存货	257.07	341.11	581.53	1287.88
其他	13.08	0.72	13.28	14.97
非流动资产	589.12	889.87	1341.13	2904.79
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	505.52	691.97	1022.71	2217.52
无形资产	24.50	32.81	47.19	102.32
其他	59.10	165.09	271.23	584.95
资产总计	1318.85	2219.84	3105.84	6859.26
流动负债	565.56	677.13	1432.08	4888.80
短期借款	239.00	229.64	776.04	3406.85
应付账款	73.38	131.82	232.50	479.23
其他	253.18	315.66	423.55	1002.72
非流动负债	84.46	105.39	86.41	62.72
长期借款	84.00	87.22	79.58	54.23
其他	0.46	18.17	6.83	8.49
负债合计	650.02	782.52	1518.49	4951.52
少数股东权益	1.02	1.56	2.44	3.87
归属母公司股东权益	667.81	1435.77	1584.91	1903.86
负债和股东权益	1318.85	2219.84	3105.84	6859.26

资料来源：中信建投研究发展部



附注 2：高岭土和油页岩项目的情况

高岭土

（一）高岭土的概念

地球上的矿产，主要分为能源矿产，金属矿产和非金属矿产三种类型。高岭土是一种重要的非金属矿产，与云母，石英，碳酸钙并称为四大非金属矿。高岭土主要由小于 2 微米的微小片状，管状，叠片状等高岭石簇矿物（高岭石，地开石，珍珠石，埃洛石等）组成，理想的化学式为 $Al_2O_3 \cdot 2SiO_2 \cdot 2H_2O$ ，其主要矿物成分是高岭石和多水高岭石，除高岭石簇矿物外，还有蒙脱石，伊利石，叶腊石，石英和长石等其它矿物伴生。高岭土的化学成分中含有大量的 Al_2O_3 、 SiO_2 和少量的 Fe_2O_3 、 TiO_2 以及微量的 K_2O 、 Na_2O 、 CaO 和 MgO 等。现在国际上通用的高岭土学名——Kaolin，就是来源于景德镇东郊的高岭村边的高岭山。据史料记载，法国传教士昂特柯莱，在 1712 年一份著名的书简中向欧洲专门介绍过高岭山上瓷土的特点，该文对全世界的瓷器制造业产生过深远的影响，于是高岭土在欧洲逐渐得名，并成为该类瓷土在国际上的通用名词。

（二）高岭土的特性和用途

质纯的高岭土具有白度高，质软，易分散悬浮于水中，良好的可塑性和高的粘结性，优良的电绝缘性能；具有良好的抗酸溶性，很低的阳离子交换量，较好的耐火性等理化性质。因此高岭土已成为造纸，陶瓷，橡胶，化工，涂料，医药和国防等几十个行业所必需的矿物原料，有报道称，日本还有将高岭土用于代替钢铁制造切削刀具，车床钻头和内燃机外壳等方面应用。特别是最近几年，现代科学技术飞速发展，使得高岭土的应用领域更加广泛，一些高新技术领域开始大量运用高岭土作为新材料，甚至原子反应堆，航天飞机和宇宙飞船的耐高温瓷器部件，也用高岭土制成。

高岭土在造纸工业的应用十分广泛。主要有两个领域，一个是在造纸（或称抄纸）过程中使用的填料，另一个是在表面涂布过程中使用的颜料。对于一般文化纸，填料量占纸重量的 10-20%。对于涂布纸和纸板（主要包括轻量涂布纸，铜版纸和涂布纸板），除了需要填料外，还需要颜料，填，颜料用的高岭土所占比重为纸重的 20-35%。高岭土应用于造纸，能够给予纸张良好的覆盖性能和良好的涂布光泽性能，还能增加纸张的白度，不透明度，光滑度及印刷适性，极大改善纸张的质量。

（三）高岭土的分类

自然产出的高岭土矿石，根据其质量，可塑性和砂质（石英，长石，云母等矿物粒径 > 50 微米）的含量，可划分为煤系高岭土，软质高岭土和砂质高岭土三种类型。不同的资源秉性，基本决定了该资源可适合发展的产业方向。一般来说，国内的煤系高岭土（硬质高岭土），比较适合开发为煅烧高岭土，主要应用于各种用途的填料方面。煅烧高岭土由于白度较高，在造纸方面也有应用，且多为生产高档铜版纸，价格昂贵（4000 元 / 吨左右）。但由于煅烧土主要是增加白度，一般不单独使用，在造纸中用量较水洗土为少。非煤系高岭土（软质高岭土和沙质高岭土），主要应用于造纸涂料和陶瓷行业方面。非煤系高岭土的晶体结构上主要分为单片状（径厚比为 8:1），管状和叠片状。其中：以茂名盆地为代表的单片状结构高岭土（石）经简单工艺处理即可直接应用于造纸涂料，加工成本相对稍低，附加值较高；以福建龙岩为代表的管状结构高岭土（石）可应用于陶瓷材料，耐火材料；以广西合浦，湛江廉江为代表的叠片状高岭土（石）属风化不完全（形象而言即十月怀胎不足，早产儿），先天不足，但经剥片处理，也可用于造纸，成本相对茂名土稍高。而且，据专家分析，天然品质的局限性，使得合浦土的粘浓度较低，在目前技术条件下，还无法加工后用于高档造纸涂料。

（四）茂名高岭土的基本情况

广东省地质矿产局 704 地质大队先后取得的十余份地质勘查工作报告表明，茂名高岭土类型为长英碎屑沉积风化型沙质高岭土和混合岩风化残积型沙质高岭土，是“国内罕见的，特大型优质高岭土矿床”。茂名目前探明高岭土矿，共分三个矿带（黄牛岭组矿带，老虎岭组矿带，尚村组矿带），有 4 个 I 类开发区，13 个 II 类开发区。主要有三个特点：一是数量优势。茂名盆地高岭土经过地质详查求得 C+D 级矿石量 2.8 亿吨（探明工业储量），勘察储量 5.75 亿吨，远景储量 8 亿吨，远远超过目前国内各已知资源。二是质量优势。茂名高岭土矿突出特点是高岭石呈假六边形单片状结构，风化程度比较高，结晶好，在地质年代中有“二次搬运”过程。从造纸行业对涂布料的质量要求看，白度，粘浓度，AL₂O₃ 含量，-2 微米粒级含量及高岭石的结晶形态等主要指标，在总体上居国内首位。在世界上茂名高岭土可以排第三，仅次于美国和巴西。茂石化矿业公司曾把茂名高岭土土样和国内外各地高岭土土样送华南理工大学做电子显微镜扫描检测，电镜照相显示，茂名高岭土的结晶形态最理想，六边形形状明显。这是形成茂名高岭土资源优势最重要的内在因素。1989 年，轻工部造纸工业研究所曾预言：“茂名高岭土矿的发现，开始了中国造纸涂布高岭土的新纪元”。茂名高岭土的资源优势是得到了国家充分肯定的。三是易开采。茂名高岭土矿分布集中，矿体厚度大，埋藏浅，全部适宜露天开采，相对占用土地面积小。而且矿石松散，水采成本低。国内最早的高岭土基地——苏州高岭土资源的开采属于坑道作业，采矿成本则很高。煤系高岭土则属于煤的伴生矿，大规模开采不易。

油页岩

油页岩属于非常规油气资源，以资源丰富和开发利用的可行性而被列为 21 世纪非常重要的接替能源，它与石油、天然气、煤一样都是不可再生的化石能源。

油页岩（又称油母页岩）是一种高灰分的含可燃有机质的沉积岩，它和煤的主要区别是灰分超过 40%，与碳质页岩的主要区别是含油率大于 3.5%。油页岩经低温干馏可以得到页岩油，页岩油类似原油，可以制成汽油、柴油或作为燃料油。除单独成藏外，油页岩还经常与煤形成伴生矿藏，一起被开采出来。2004~2006 年，我国对油页岩资源进行了国内首次评价，查明地质资源量为 7199 亿吨，折合成页岩油为 476 亿吨。油页岩产油率低于 6% 者属贫矿，高于 10% 的属富矿。世界已探明的产油率在 4% 以上的油页岩储量，折合页岩油约 470Gt，超过已探明的石油储量。美国西部格林河流域拥有世界上储量最大的油页岩矿藏；中国的油页岩资源也较丰富，仅次于美国、巴西、俄罗斯等国。

油页岩不仅资源丰富，而且分布相对集中。在美国，大约 75% 的油页岩集中在科罗拉多州、犹他州和怀俄明州。按探明资源量排位，中国继美国、巴西、前苏联之后位居世界第四。中国油页岩探明资源量 315 亿吨，预测资源量 4520 亿吨，约 85% 以上分布在吉林的农安与桦甸、广东的茂名和辽宁的抚顺，其中吉林省已探明可采储量为 174.5 亿吨，约占全国油页岩探明总量的 55.3%；广东已探明可采储量超过 55.15 亿吨，居全国第 2 位；辽宁省截至 2004 年累计探明储量为 41.3 亿吨。

茂名油页岩

茂名盆地位于广东省西南部，北起高州城，南至茂名公馆，西至化州连界圩，东至电白羊角圩，长 44km、宽 4—14 km，面积 400km²。茂名盆地是我国油页岩最著名的产地之一，现探明油页岩资源储量列我国第二位。油页岩矿床主要分布在盆地西南部，自西向东由高州低山（石鼓）、茂名金塘和电白羊角 3 个含矿区组成。茂名金塘油页岩是我国油页岩开发利用较早的地区之一，在 20 世纪 60 年代以前是我国重要的人造石油（页岩油）产地。

表 5 茂名油页岩元素分析

项目	水分	灰分	挥发分	碳	氢	氮	氧	硫	发热量
符号	War	Aar	Vdaf	Car	Har	Nar	Oar	Star	Qnet,v ar.
单位	%	%	%	%	%	%	%	%	Cak/kg
数据	17.9	62.73	11.69	10.62	1.67	0.22	8.32	1.50	1000

资料来源：互联网

金塘矿区资源储量

根据广东省茂名市国土局提供的《广东省茂名市茂名油页岩矿田金塘矿区采矿权评估报告书》（穗威能矿评备[2011]029 号）显示，该矿区的技术参数、经济参数、评估方法和评估结果公示如下：

1、矿区保有资源储量和评估范围：广东省茂名市茂名油页岩矿田金塘矿区核实范围内截止 2010 年 10 月 31 日，油页岩保有资源储量为（331+332）14500.91 万吨，高岭土矿石资源储量为（111b+122b+333）1447.755 万吨。该采矿权的评估范围是根据原 4400000140033 号《采矿许可证》所圈定的范围不变。

2、评估利用的资源储量：该采矿权评估采用茂名油页岩金塘矿区 2006 年 9 月 30 日的保有资源储量（该资源储量 2008 年 10 月 14 日经广东省国土资源厅“粤国土资储备字[2008]65 号”备案），其中经济基础储量和探明的、控制的内蕴经济资源量全部参与评估计算，而推断的内蕴经济资源量则选用可信度系数（0.8）进行调整后参与评估计算。油页岩矿石量为（331+332）14597.44 万吨，高岭土矿石量为（111b+122b+333）1835.60 万吨。

3、采矿回收率及贫化率：油页岩和高岭土综合采矿回收率为 90%，油页岩和高岭土均不考虑贫化率。

4、评估利用的可采储量：评估基准日 2011 年 5 月 31 日的油页岩矿石量（331+332）为 13137.70 万吨，高岭土矿石量（111b+122b+333）为 1652.04 万吨。矿山生产规模和矿山服务年限：油页岩矿石量为 600 万吨/年，高岭土矿石量为 75.44 万吨/年；经计算，该矿山的的服务年限为 21.90 年。

项目投资收益分析

原矿生产销售投资收益分析

原矿前期资金投入。采矿权价款评估为 11068.98 万元，采矿设备投资为 5280 万元，合计无形资产及固定资产投资为 38486.88 万元。此外，前期开发所需铺底流动资金为 3000 万元，因此前期总投入在 57835 万元以上。

原矿经济效益。其中，采矿成本（不含增值税、含管理费用和销售费用）为油页岩 24.25 元/吨，高岭土 14.25 元/吨，根据评估报告，油页岩可采储量 13137.70 万吨，高岭土矿可采储量为 1652.04 万吨，则合计采矿成本为 342060.76 万元。财务成本中自筹资金约占总投资额三分之一，另三分之二通过银行贷款解决计算，年资金成本为 1814 万元。矿石的回填成本为每吨约 3.5 元，总回填成本为 51764.09 万元。矿产资源目前的销售价格（不含税、不含运费）为油页岩：56 元/吨，高岭土 35 元/吨，按可采储量计算，则合计原矿可实现市值为 793532.6 万元。

综合计算，原矿可实现盈利为油页岩 25.56 元/吨，高岭土 14.56 元/吨。按可采储量计算，合计该矿区可获得 359903.24 万元收益，按 22 年服务年限，年可获利 16359.24 万元，年投资利润率 39.43%。具体计算如下表



所示：

表 6 矿产资源经济效益分析

	单位	高岭土	油页岩
矿石市场价	元/吨	35	56
矿石成本	元/吨	14.25	24.25
财务费用	元/吨	2.69	2.69
回填费用	元/吨	3.50	3.50
单位盈利	元/吨	14.56	25.56
可采储量	万吨	1652.04	13137.7
盈利	万元	24059.28	335844
总合计	万元	359903.24	

资料来源：中信建投研究发展部

高岭土加工经济效益

高岭土进一步加工所需固定资产投资 20000 万元*，流动资金 5000 万元，总投资 25000 万元；高岭土成本：982 元/吨。

表 7 高岭土加工经济效益分析

固定资产投资（万元）	20000
吨固定资产成本（元/吨）	126.67
原矿成本（元/吨（含运费））	550*
人工、动力及其他成本（元/吨）	305.30
合计（元/吨）	981.97

* 测算依据：茂名高岭土属砂质高岭土矿，含矿率（-320 目）为 20%-25%，约 5 吨矿石量才出 1 吨产品。而涂料级高岭土含矿量仅为 10%-14%，约需 10 吨才出 1 吨高档涂料级高岭土。

* 按行业估计，建设一个年产 10 万吨的干粉生产线约需 2 亿元人民币。

高岭土加工经济效益：根据目前市场情况和茂名高岭土的情况，平均不含增值税价格为 1282 元/吨，每吨盈利额为 300 元，该矿区高岭土矿可采储量为 1652.04 万吨，可加工高岭土 165.2 万吨，则高岭土加工可获 49561.2 万元，按 22 年服务年限，年可获利 2252 万元，年投资利润率 9.01%。

表 8 收购茂名油页岩高岭土矿后自用带来的成本节约

	2012				2013		
	重油	油页岩	高岭土（外购）	高岭土（自有）	煤	油页岩	高岭土（外购）
年用量（万吨）	0.61	6.3	0.8	0.8	14.5	71	3
价格（元/吨）	4256.41	95.73	1282.00	982.00	860.00	95.73	1282.00
费用（万元）	2589.6	603.08	1025.6	785.6	12470	6796.58	3846
营业成本节约（万元）	1986.52		240.00		5673.42		900.00
总合计节约（万元）	2226.52				6573.42		

资料来源：中信建投研究发展部



分析师介绍

报告贡献人

研究服务

张朝晖：对外经济贸易大学工商管理硕士，绝对收益分析员，从业 12 年。专注于公司重组、兼并、收购、再融资前后及过程中的投资价值发现。

叶广辉 010-85156332 yeguanghai@csc.com.cn

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010