

银鸽投资 (600069.SH) 造纸行业

评级: 中性 维持评级

公司点评

周文波

分析师 SAC 执业编号: S1130513060001
(8621)60230237
zhouwb@gjzq.com.cn

大股东定增点评

事件

银鸽投资发布定增预案公告: 公司拟以 3.54 元向公司控股股东漯河银鸽实业集团(简称“银鸽集团”)有限公司非公开发行不超过 423.73 百万股, 总募集资金不超过 1500 百万元。银鸽集团将以现金认购本次非公开发行股票, 募集资金在扣除相关发行费用后, 将全部用于补充公司流动资金。银鸽集团承诺自本次发行结束之日起, 所认购的本次非公开发行的股票在三十六个月内不得上市交易或转让。

评论

非公开定增, 提高大股东控制力: 本次非公开发行前, 公司股份总数约 8.25 亿股, 其中银鸽集团持有约 1.68 亿股股份, 占公司总股本的 20.32%, 河南能源持有银鸽集团 100% 的股权。河南能源通过银鸽集团及其控制的其它企业合计持有公司约 2.09 亿股股份, 占本公司总股本的 25.28%。河南省国资委持有河南能源 100% 的股权, 为公司的实际控制人。本次非公开发行 423.73 百万股股份, 全部由银鸽集团认购, 发行完成后银鸽集团合计持有公司 591.44 百万股, 占发行后公司总股本的 47.35%, 仍为公司的控股股东, 河南省国资委仍为公司的实际控制人。此次增持后, 降低因大股东持股比例较低而被收购, 进而导致公司控股股东和管理层发生变更的风险, 有利于公司未来在经营管理以及战略方面的稳定性, 保障公司的持续经营能力。

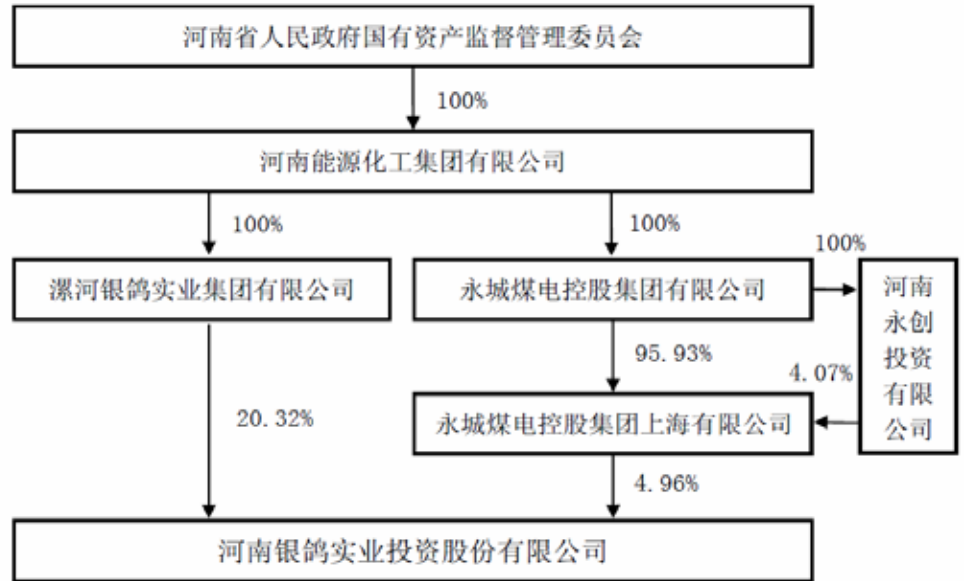
优化资本结构, 减少利息支出: 2014 年中报显示公司资产负债率高达 77.51%, 财务费用占营业收入 7.68%。公司面临资产负债率过高, 流动比率过低, 财务费用高企等问题, 利息费用吞噬公司大量利润。2011-2013 年公司财务费用分别为 133.04 百万元、178.72 百万元、136.32 百万元, 占同期毛利的比例分别为 98.66%、94.39%、49.49%。此次增发后, 公司现金充裕度大大提升, 公司资产负债率将降低至 63.07%, 将提高公司财务稳健性和债务融资能力; 并将有效减少利息支出, 改善本公司盈利能力, 为公司进行后续发展提供资金支持。

造纸行业历经调整, 主营业务仍处低谷: 近年来我国造纸行业由于产能过剩, 行业竞争激烈, 产品市场价格大幅下跌。目前造纸行业仍处于产能调整阶段, 公司文化纸、包装纸等产品销售价格处于底部区域, 而生活用纸也在品牌建设阶段, 短期难以盈利。但公司基本面已触底, 营业收入及毛利率大幅下降空间不大, 后续随着经济的企稳回升及造纸行业落后产能淘汰, 行业集中度进一步提高, 公司将逐步走出谷底。

盈利预测及投资建议

- 预计公司 2014-16 年营业收入分别为 3379.21 百万元、3618.74 百万元和 4110.48 百万元, 同比增长-3.86%, 7.09%和 13.59%; 归属母公司所有者利润分别为-144.69 百万元、-75.71 百万元和-14.6 百万元, 对应 EPS 分别为-0.116、-0.061 和-0.012 元。

图表1: 定增前银鸽投资股权结构



来源: 国金证券研究所

图表2: 三张表摘要
损益表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	3,629	3,393	3,515	3,379	3,619	4,110
增长率		-6.5%	3.6%	-3.9%	7.1%	13.6%
主营业务成本	-3,494	-3,203	-3,239	-3,185	-3,377	-3,794
%销售收入	96.3%	94.4%	92.2%	94.3%	93.3%	92.3%
毛利	135	189	275	194	242	317
%销售收入	3.7%	5.6%	7.8%	5.7%	6.7%	7.7%
营业税金及附加	-13	-7	-8	-7	-7	-8
%销售收入	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-98	-104	-140	-130	-131	-126
%销售收入	2.7%	3.1%	4.0%	3.8%	3.6%	3.1%
管理费用	-193	-231	-266	-245	-232	-233
%销售收入	5.3%	6.8%	7.6%	7.3%	6.4%	5.7%
息税前利润 (EBIT)	-169	-152	-139	-188	-129	-50
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
财务费用	-133	-179	-136	-35	6	16
%销售收入	3.7%	5.3%	3.9%	1.0%	-0.2%	-0.4%
资产减值损失	-19	0	-13	-3	-1	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	-7	0	0	0	0
%税前利润	-2.2%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-315	-338	-289	-226	-124	-35
营业利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业外收支	24	363	12	16	14	14
税前利润	-291	25	-276	-210	-110	-21
利润率	n.a	0.7%	n.a	n.a	n.a	n.a
所得税	66	-15	-25	52	27	5
所得税率	n.a	58.2%	n.a	n.a	n.a	n.a
净利润	-225	11	-302	-157	-82	-16
少数股东损益	-10	-6	-23	-13	-7	-1
归属于母公司的净利润	-216	16	-279	-145	-76	-15
净利率	n.a	0.5%	n.a	n.a	n.a	n.a

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	-225	11	-302	-157	-82	-16
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	211	209	234	215	212	212
非经营收益	71	183	168	97	0	-6
营运资金变动	-515	-294	-221	-480	284	42
经营活动现金净流	-458	108	-120	-325	414	233
资本开支	-451	-48	-25	-7	-46	-46
投资	-2	-1	0	0	0	0
其他	6	5	42	0	0	0
投资活动现金净流	-447	-44	18	-7	-46	-46
股权募资	0	0	100	1,478	0	0
债权募资	-512	-10	311	-1,225	-195	1
其他	331	-68	-208	-55	-15	-8
筹资活动现金净流	-180	-77	203	199	-210	-7
现金净流量	-1,086	-13	101	-133	158	180

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	678	954	1,033	900	1,058	1,238
应收款项	592	589	405	484	514	560
存货	524	513	407	486	514	565
其他流动资产	754	320	477	718	633	658
流动资产	2,549	2,376	2,323	2,588	2,719	3,021
%总资产	45.3%	37.0%	38.1%	42.4%	44.7%	48.4%
长期投资	156	145	154	154	154	154
固定资产	2,699	3,555	3,295	3,116	2,960	2,804
%总资产	48.0%	55.4%	54.1%	51.0%	48.6%	44.9%
无形资产	129	263	260	249	253	258
非流动资产	3,077	4,048	3,768	3,521	3,369	3,218
%总资产	54.7%	63.0%	61.9%	57.6%	55.3%	51.6%
资产总计	5,626	6,424	6,091	6,109	6,089	6,239
短期借款	1,215	991	1,420	195	0	0
应付款项	1,551	2,203	1,910	1,817	2,083	2,260
其他流动负债	-44	-50	-72	-57	-66	-78
流动负债	2,723	3,144	3,258	1,955	2,017	2,182
长期贷款	273	449	119	119	119	120
其他长期负债	807	997	1,083	1,083	1,083	1,083
负债	3,803	4,590	4,460	3,157	3,218	3,385
普通股股东权益	1,826	1,842	1,576	2,910	2,834	2,820
少数股东权益	-3	-9	55	43	36	35
负债股东权益合计	5,626	6,424	6,091	6,109	6,089	6,239

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	-0.261	0.020	-0.338	-0.175	-0.092	-0.018
每股净资产	2.212	2.231	1.910	2.330	2.269	2.257
每股经营现金净流	-0.555	0.131	-0.145	-0.261	0.332	0.186
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-11.82%	0.90%	-17.68%	-4.97%	-2.67%	-0.52%
总资产收益率	-3.84%	0.26%	-4.57%	-2.37%	-1.24%	-0.23%
投入资本收益率	-3.21%	-1.58%	-3.87%	-3.50%	-2.58%	-1.01%
增长率						
主营业务收入增长率	10.18%	-6.50%	3.61%	-3.86%	7.09%	13.59%
EBIT增长率	N/A	-9.91%	-8.40%	34.82%	-31.33%	-60.92%
净利润增长率	N/A	N/A	N/A	-48.07%	-47.67%	-80.71%
总资产增长率	-2.92%	14.17%	-5.17%	0.29%	-0.34%	2.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.5	39.3	39.3	35.0	37.9	37.4
存货周转天数	56.2	59.1	51.8	55.7	55.5	54.4
应付账款周转天数	40.3	55.1	53.1	49.5	52.6	51.7
固定资产周转天数	227.9	302.8	277.2	266.0	227.6	182.1
偿债能力						
净负债/股东权益	85.13%	67.07%	76.68%	5.40%	-6.77%	-13.07%
EBIT利息保障倍数	-1.3	-0.9	-1.0	-5.4	23.0	3.3
资产负债率	67.60%	71.46%	73.22%	51.67%	52.86%	54.25%

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD