

## 3Q 业绩同比改善，投资新兴产业多点开花 暂不评级

### 投资要点

**事件：**三季报显示公司前三季度营业收入 21.38 亿元，同比下降 1.54%；公司实现归属母公司净利润 728.95 万元，同比上升 18.19%，扣非后同比上升 31.17%。3Q 公司实现营业收入 8.06 亿元，环比上升 9.78%，净利润 100.58 万，环比下降 73.03%。公司预计 2015 年全年净利润变动幅度为-50%至-10%，变动区间为 570 万-1026 万。

### 点评：

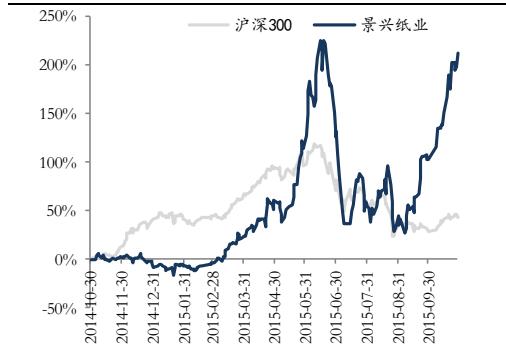
- **行业疲弱，原材料成本大幅下降带动业绩上升：**过去几年箱板纸、瓦楞纸是最景气的纸种，吸引众多资本投向本行业，行业出现过剩现象。此外金融危机、欧债危机以及国内宏观环境恶化等冲击导致需求疲软，行业供求关系失衡加剧，产能消化时间延长，产品价格持续走低。公司是全国规模最大的以专业生产 A 级牛皮箱板纸为主的造纸企业之一，在产品定价方面具有一定的主导权。2015 年废纸、木浆等原材料价格下降幅度快于公司产品价格，毛利率同比有所改善。公司未来将扩大国废在原料结构中占比，进一步降低原材料成本。
- **上半年产能陆续投产，下半年营收有望增量：**6 月份，公司 30 万吨低定量高强度瓦楞纸原纸产能投产，预计本年度将贡献 15 万吨产量。该项目投产后将改善公司包装原纸长期配套不足的局面，目标客户亦为公司现有客户群体，且主力产品满足客户降低纸箱制造平方成本的需求，投产后产能有望被迅速消化掉，预计下半年带来约 1.1 亿的营收增量。此外，6.8 万吨生活用纸原纸的项目建设中，第二条 3 万吨流水线也已经在 5 月底正式投入运行，预计该产线下半年将带来约 0.5 亿的营收增量。但是市场推广的前期费用较大，项目投产初期公司将以贴牌加工生产为主，以生活原纸销售为主，减少营销压力。
- **优化资产结构，剥离不良，加码投资新兴产业：**公司将对严重拖累经营业绩、无法达到投资之初设定经营目标的企业进行处置，以优化公司资产质量，减轻经营和资金压力。此外，公司积极投资，以投资标的能够最终实现上市为目标。公司完成了对艾特克控股集团的投资，占比 16.96%。目前，艾特克控股集团 2014 年净利润 3641.69 万，目前已完成股改，拟申请在新三板挂牌。公司参股股莎普爱思 15% 股权，目前已经在主板上市，公司该项投资预计浮盈在 10 亿左右。近期公司投资动作频繁，增资一家智能机械公司，与一家医药中间体企业签订《投资意向书》，公司在新兴产业投资布局有望多点开花。
- **盈利预测：**箱板纸行业产能过剩仍然严重，公司项目投产后，营收扩大，在成本控制下盈利能力有望企稳。此外，公司投资布局新兴产业，采用 PE 战法，投资收益有望超预期。预计公司 2015-2017 年的 EPS 分别为 0.01 元、0.05 元、0.09 元，对应 2016 年 PE 为 253X，暂不评级。
- **风险提示：**大股东持股比例低；汇率波动；投资项目不达预期

2015 年 10 月 31 日

证券分析师 马浩博  
执业资格证书号码：S0850513090003  
[mahb@research.dwstock.com.cn](mailto:mahb@research.dwstock.com.cn)

联系人 严琦  
18502518602  
[yanq@dwzq.com.cn](mailto:yanq@dwzq.com.cn)

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	11.21
一年最低价/最高价	3.36/13.04
市净率	4.19
流通市值 (亿)	108

### 基础数据

每股净资产	2.68
资产负债率	48.28
总股本 (百万股)	1093.95
流通股 A 股(百万股)	960.53

图表 1: 公司分季度经营状况分析 (百万元)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15
营业收入	689.80	751.94	729.57	716.90	597.74	734.18	805.95
同比增长率	5.06%	6.74%	-6.65%	-18.43%	-13.35%	-2.36%	10.47%
环比增长率	-21.51%	9.01%	-2.97%	-1.74%	-16.62%	22.83%	9.78%
营业成本	601.45	658.55	638.78	629.31	503.86	635.26	695.93
毛利率	12.81%	12.42%	12.44%	12.22%	15.71%	13.47%	13.65%
销售费用	32.96	34.20	32.44	33.97	28.18	32.66	32.39
%营业收入	4.78%	4.55%	4.45%	4.74%	4.71%	4.45%	4.02%
管理费用	33.64	30.10	38.77	36.49	41.39	43.05	38.20
%营业收入	4.88%	4.00%	5.31%	5.09%	6.92%	5.86%	4.74%
财务费用	27.78	28.31	26.33	25.14	30.80	25.36	46.78
%营业收入	4.03%	3.77%	3.61%	3.51%	5.15%	3.45%	5.80%
投资收益	6.83	32.30	5.26	5.46	6.08	9.07	7.99
营业利润	<b>-0.57</b>	<b>27.98</b>	<b>-3.03</b>	<b>1.40</b>	<b>-1.41</b>	<b>2.77</b>	<b>-0.83</b>
同比增长率	-114.76%	374.34%	-30.04%	-115.44%	149.48%	-90.12%	-72.71%
环比增长率	-93.78%	-5047.24%	-110.84%	-146.29%	-200.50%	-295.98%	-129.93%
利润总额	0.58	28.02	<b>-1.88</b>	4.65	0.85	1.29	0.06
同比增长率	-88.32%	376.74%	-27.82%	-290.56%	46.24%	-95.41%	-102.96%
环比增长率	-123.71%	4748.37%	-106.70%	-347.34%	-81.81%	52.03%	-95.68%
所得税费用	0.00	<b>-0.22</b>	0.00	1.89	0.00	0.00	0.00
实际税率	0.00%	-0.79%	0.00%	40.75%	0.00%	0.00%	0.00%
净利润	2.91	29.69	0.09	5.23	2.55	3.73	1.01
同比增长率	-38.78%	363.70%	-117.15%	128.49%	-12.07%	-87.44%	1026.82%
环比增长率	26.88%	921.74%	-99.70%	5762.50%	-51.17%	45.94%	-73.03%
单季 EPS	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 1: 三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>2407.5</b>	<b>2343.1</b>	<b>2438.4</b>	<b>2464.4</b>	<b>营业收入</b>	<b>2888.2</b>	<b>3020.1</b>	<b>3183.8</b>	<b>3229.2</b>
现金	670.1	550.0	550.0	550.0	营业成本	2528.1	2612.6	2741.8	2774.8
应收款项	1227.9	1323.9	1395.6	1415.5	营业税金及附加	5.9	6.0	6.4	6.5
存货	426.4	393.7	413.2	418.1	营业费用	133.6	190.3	168.7	155.0
其他	83.1	75.5	79.6	80.7	管理费用	145.5	155.1	169.3	158.7
<b>非流动资产</b>	<b>3402.7</b>	<b>3462.9</b>	<b>3478.1</b>	<b>3480.8</b>	<b>财务费用</b>	<b>107.6</b>	<b>92.0</b>	<b>96.6</b>	<b>97.7</b>
长期股权投资	150.2	150.2	150.2	150.2	投资净收益	23.3	30.3	39.8	51.2
固定资产	3027.4	3097.7	3123.0	3135.8	其他	8.4	10.1	10.1	10.1
无形资产	202.3	192.2	182.1	172.0	<b>营业利润</b>	<b>-0.7</b>	<b>4.5</b>	<b>50.8</b>	<b>97.8</b>
其他	22.8	22.8	22.8	22.8	<b>营业外净收支</b>	5.6	5.0	5.0	5.0
<b>资产总计</b>	<b>5810.2</b>	<b>5806.0</b>	<b>5916.4</b>	<b>5945.2</b>	<b>利润总额</b>	<b>4.9</b>	<b>9.5</b>	<b>55.8</b>	<b>102.8</b>
<b>流动负债</b>	<b>1784.0</b>	<b>1775.1</b>	<b>1857.6</b>	<b>1835.1</b>	<b>所得税费用</b>	<b>1.7</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.3</b>
短期借款	1425.1	1412.9	1478.8	1453.1	少数股东损益	-8.2	0.3	1.9	3.6
应付账款	212.7	214.7	225.4	228.1	<b>归属母公司净利润</b>	<b>11.4</b>	<b>9.1</b>	<b>53.7</b>	<b>98.9</b>
其他	146.2	147.4	153.5	153.9	<b>EBIT</b>	81.6	66.2	107.6	144.3
<b>非流动负债</b>	<b>1018.3</b>	<b>1018.3</b>	<b>1018.3</b>	<b>1018.3</b>	<b>EBITDA</b>	272.2	248.7	331.5	392.6
长期借款	273.4	273.4	273.4	273.4	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
其他	744.9	744.9	744.9	744.9	每股收益(元)	0.01	0.01	0.05	0.09
<b>负债总计</b>	<b>2802.3</b>	<b>2793.4</b>	<b>2875.9</b>	<b>2853.4</b>	每股净资产(元)	2.67	2.67	2.70	2.74
少数股东权益	87.4	87.6	88.6	90.4	发行在外股份(百万股)	1094.0	1094.0	1094.0	1094.0
归属母公司股东权益	2920.5	2925.1	2951.9	3001.4	ROIC(%)	1.1%	1.2%	2.0%	2.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5810.2</b>	<b>5806.0</b>	<b>5916.4</b>	<b>5945.2</b>	ROE(%)	0.4%	0.3%	1.8%	3.3%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>毛利率(%)</b>	12.3%	13.3%	13.7%	13.9%
经营活动现金流	461.0	169.4	202.1	326.7	<b>EBIT Margin(%)</b>	2.8%	2.2%	3.4%	4.5%
投资活动现金流	-801.5	-272.9	-241.1	-251.6	销售净利率(%)	0.4%	0.3%	1.7%	3.1%
筹资活动现金流	407.0	-16.7	39.0	-75.1	资产负债率(%)	48.2%	48.1%	48.6%	48.0%
现金净增加额	63.6	-120.1	0.0	0.0	收入增长率(%)	-4.4%	4.6%	5.4%	1.4%
折旧和摊销	190.7	182.5	223.9	248.2	净利润增长率(%)	-11.8%	-20%	489.3%	84.0%
资本开支	-690.5	-272.9	-241.1	-251.6	<b>P/E</b>	1194.69	1493.30	253.42	137.70
营运资本变动	62.2	-22.4	-76.5	-22.2	<b>P/B</b>	4.66	4.66	4.61	4.54
企业自由现金流	-356.2	-46.6	13.7	118.3	<b>EV/EBITDA</b>	60.32	65.98	49.76	41.96

资料来源：东吴证券研究所

### 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推论不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>