

## 造纸Ⅲ



雒雅梅

造纸及轻工行业研究员

021-38565935

luoym@xyzq.com.cn

## 晨鸣纸业（000488）

## 也无风雨也无晴

——调研信息速递

推荐

（维持）

2009年9月15日

## 投资要点

9月11日我们实地调研了晨鸣纸业，总体来看，公司当前经营情况基本符合预测，根据调研信息，我们测算公司当前单月净利润约9000万，三季度约实现EPS0.13元，09年全年有望实现EPS0.34元。

公司作为行业龙头，主流纸种一应俱全，且结构较为均衡。从此次调研情况看，当前行业景气表现如下：

- **铜板、白卡景气度最高。**从毛利率情况看，如果剔除掉二季度资产减值损失冲减成本的影响，按照可比口径，则铜版纸前二个季度毛利率分别为10.01%、16.1%，我们测算三季度可进一步提升至19.7%；白卡纸前两个季度毛利率分别为4.32%、10.9%，我们测算三季度有望提升至12.7%。主要原因有两个：（1）成本大幅下降，此前报告已多次分析，不再重复。（2）价格上升。总体来看，这两个纸种当前提价速度最快且后期价格上涨预期最为强烈，因此价格成为毛利率回升的一个重要刺激因素。
- **轻涂、双胶和书写纸较为稳定。**相对于铜板和白卡，这三个纸种毛利率恢复较为缓慢，按照我们测算，轻涂前两个季度分别为8.4%、14.0%，三季度可能略有回落，为13.1%；双胶纸前两个季度分别为11.6%、18.5%，三季度有望进一步提升至20.8%；书写纸前两个季度毛利率分别为12.3%、17.3%，三季度有望提升至19.2%。由于这三类纸种均属于文化纸，需求稳定，二季度价格基本与一季度持平，三季度开始稳步上涨。因此毛利率的反弹主要得益于高位原料库存消化对成本的削减。
- **箱板和新闻纸景气回升相对缓慢。**从需求来看，这两个纸种相对宏观经济较为滞后，其中，箱板纸二季度售价基本与一季度持平，而新闻纸二季度均价相对一季度下滑近8%。因此，虽然二季度废纸原料也得到了大幅削减，但是由于价格不升反降，又一定程度压缩了成本下降带来的毛利空间增长。但进入三季度，这两个纸种价格已经企稳反弹，当前已成功提价200-400元/吨，因此，我们预计三季度毛利率或将在价格的带动下进一步提升。如上，我们测算一至三季度箱板纸毛利率分别为-3.8%、0.1%、3.5%；新闻纸毛利率分别为10.3%、16.6%、25.5%。但四季度来看，一方面原料成本上升，另一方面我们预计价格难以大幅上涨，因此毛利率或将有所回落。
- **产能利用率已基本恢复正常。**从近期产量来看，我们测算公司当前产能利用率已回升至85%以上，与08年90%的产能利用率已相差不远。其中产能发挥比较充足的是铜版纸，接近100%。08年新投产的12万吨美术纸生产线09年上半年已生产铜版纸6万吨。其次，新闻纸和白卡纸产能利用率也相对较高，在80%之上。

同时，公司技术力量雄厚，可以根据市场情况调整生产线和工艺，改产其他纸种，也能够使产能利用率保持相对稳定。如上半年公司寿光轻涂生产线改产了部分双胶纸，吉林双胶生产线改产了部分书写纸和铜版纸等。

- **自制浆优势重获提升。**公司自纸浆比例约 70%，然而前期浆价跌至谷底时，自制浆线一度被迫关停。当前随着浆价上涨，公司自制浆优势又逐步显现，5、6 月份以来自制浆线陆续开启，据了解，当前公司机械浆开工率为 60%，废纸脱墨浆开工率为 68%，而化学浆由于成本较高，开工率相对较低。但后期随着浆价的进一步上涨，我们认为开工率必将进一步提升。
- **湛江浆纸项目进展顺利。**截至目前，湛江项目已投入 8 亿多元，已完成选址、征地等工作，厂区的围墙、供排水、勘探、测绘等工作正在按计划进行，部分主设备的国内预付款已支付。

由于设备原材料价格大幅下降，公司前期与芬兰美卓等供货商签订的设备采购合同已停止执行。经重新招标后，选择了性价比更高的芬兰安德里兹的设备，使成本得到了有效降低。

此外，为了调整产品结构，发展规模经济，降低生产成本，湛江浆纸项目新增年产 45 万吨高级文化纸项目，项目总投资 19.7 亿元。建设周期 18 个月，计划 2011 年 3 月份投产。
- **新增项目有望加快实施。**调研了解到，公司近期 3 个新上项目有望加快实施：（1）80 万吨高档低定量铜版纸项目计划总投资 52 亿元，建设周期 18 个月，预计 2011 年 5 月份投产；（2）60 万吨高档涂布白牛卡纸项目计划总投资 26 亿元，建设周期 18 个月，预计 2011 年 2 月份投产；（3）国际物流中心及配套铁路专用线项目计划总投资 20 亿元，建设周期 18 个月，预计 2011 年 5 月份投产。以上 3 个项目资金来源全部为自筹和银行贷款。
- **维持“推荐”评级。**综合调研信息，我们测算公司 09-11 年 EPS 分别为 0.34 元、0.46 元、0.60 元，对应当前 PE 分别为 24.3X、18.0X、13.7X，PB 为 1.4X，估值基本合理，鉴于公司行业龙头地位和未来仍具备一定成长性，维持“推荐”投资评级。

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

## 机构销售部

### 机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

### 上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

### 北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

### 广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

### 研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

## 重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。