

## 晨鸣纸业(000488.SZ)

### 老龙头焕发第二春

 评级: **增持**

 前次: **增持**

目标价(元):

**9.36-10.40**

分析师

分析师

孙国东

朱嘉

S0740207010008

S0740210080009

0531-81776391

021-68766564

sungd@qlzq.com.cn

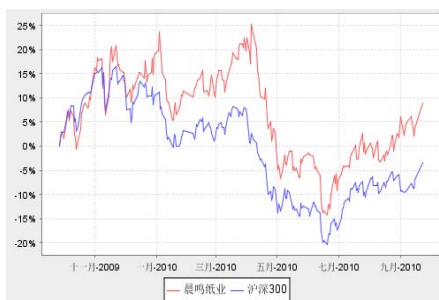
zhujia@qlzq.com.cn

2010 年 10 月 12 日

#### 基本状况

|           |          |
|-----------|----------|
| 总股本(百万股)  | 2062.05  |
| 流通股本(百万股) | 820.27   |
| 市价(元)     | 8.09     |
| 市值(百万元)   | 16681.95 |
| 流通市值(百万元) | 6636.02  |

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

| 指标            | 2008A    | 2009A    | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 15,529.5 | 14,884.6 | 17,059.8 | 21,176.5 | 25,378.5 |
| 营业收入增速        | 2.41%    | -4.15%   | 14.61%   | 24.13%   | 19.84%   |
| 净利润增长率        | 11.13%   | -22.26%  | 28.72%   | 21.06%   | 19.83%   |
| 摊薄每股收益(元)     | 0.52     | 0.41     | 0.52     | 0.63     | 0.76     |
| 前次预测每股收益(元)   | 0.52     | 0.41     | 0.52     | 0.66     | 0.79     |
| 市场预测每股收益(元)   | 0.52     | 0.41     | 0.54     | 0.70     | 0.82     |
| 偏差率(本次-市场/市场) | 0        | 0        | -3.70%   | -5.71%   | -7.32%   |
| 市盈率(倍)        | 0.00     | 21.12    | 13.89    | 11.48    | 9.58     |
| PEG           | 0.00     | —        | 0.48     | 0.55     | 0.48     |
| 每股净资产(元)      | 5.95     | 6.30     | 6.67     | 7.11     | 7.64     |
| 每股现金流量        | 0.94     | 0.79     | 1.29     | 1.25     | 1.54     |
| 净资产收益率        | 8.77%    | 6.43%    | 7.83%    | 8.89%    | 9.91%    |
| 市净率           | 0.00     | 1.36     | 1.09     | 1.02     | 0.95     |
| 总股本(百万股)      | 2,062.05 | 2,062.05 | 2,062.05 | 2,062.05 | 2,062.05 |

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- **公司前期的蛰伏是为了充分发挥并购后的协同效应。**公司前期的扩张主要以并购形式为主,除了生产规模实现了跨越式增长之外,公司还完善了自身在全国范围内的生产布局。在经过近两年的管理整合之后,我们认为公司内部管理的各方面已基本理顺,为公司第二次扩张奠定了良好的基础。
- **厚积薄发——老龙头焕发第二春。**公司目前已开始第二轮的扩张行动,而此次扩张主要以新建产能为主要形式,此形式也符合行业未来的发展趋势,公司将进入第二轮高速增长期。在新建项目中,既有原有产品的扩张,也有市场前景良好的新产品的建设,更有夯实第二轮扩张基础的“林浆纸一体化”项目的建设。全面的扩张,让我们有理由相信公司将再次实现跨越式的发展,再次巩固国内龙头企业的地位。
- **寄予厚望的湛江项目。**湛江项目是国务院批准的全国最大林纸一体化项目,拟建设 70 万吨木浆生产线,配套 300 万亩原料林基地,将成为公司打造“林纸一体化”产业链的战略重点。投产后,公司的原材料控制力将得到极大的提高,其中 70 万吨木浆产能和 45 万吨高档文化纸产能,均将于 2011 年 4 月投产。
- **其他项目亦将增厚公司收益。**公司的高档生活纸项目将于 2010 年底建成投产,其良好的市场前景及类快速消费品的性质将为公司开辟新的发展领域;80 万吨低定量铜版纸项目,也将于 2011 年 4 月建成投产,产品的差异性将保证项目一定的盈利能力;60 万吨涂布白牛卡纸项目,将于 2012 年 5 月建成投产,公司产品将避免与玖龙、理文的正面竞争,进入细分市场,盈利能力有望超过原有箱板纸业务。
- **我们预计公司 2010、2011 和 2012 年的每股收益分别为 0.52、0.63 和 0.76 元,对应的动态市盈率分别为 15.56 倍、12.84 倍和 10.64 倍。结合 DCF 和 PE 估值,我们认为公司的合理价值区间为 9.36 元-10.40 元,对应的动态 PE 为 18 倍-20 倍,维持公司“增持”的投资评级。**

## 内容目录

|                                  |      |
|----------------------------------|------|
| 理顺内部管理，发挥协同效应——近两年的蛰伏的主要原因 ..... | 4 -  |
| 公司前期的扩张以并购形式为主 .....             | 4 -  |
| 内部管理逐步顺畅，为再次扩张奠定基础 .....         | 5 -  |
| 厚积薄发——老龙头焕发第二春 .....             | 6 -  |
| 公司第二轮扩张将以扩产形式为主 .....            | 6 -  |
| 扩张策略符合行业发展趋势，公司将进入第二轮快速发展期 ..... | 6 -  |
| 高档生活纸项目前景广阔 .....                | 7 -  |
| 低定量铜版纸项目将面临较大市场压力 .....          | 10 - |
| 寄予厚望的湛江项目 .....                  | 11 - |
| 白面牛卡项目前景无忧 .....                 | 12 - |
| 其他业务分析 .....                     | 13 - |
| 自制木浆业务 .....                     | 13 - |
| 白卡纸业务 .....                      | 13 - |
| 文化纸业务 .....                      | 14 - |
| 新闻纸业务 .....                      | 15 - |
| 人民币升值对公司的影响 .....                | 16 - |
| 业绩预测、估值及投资建议 .....               | 16 - |
| 业绩预测 .....                       | 16 - |
| 绝对估值 .....                       | 17 - |
| 相对估值 .....                       | 17 - |
| 投资建议 .....                       | 17 - |
| 风险提示 .....                       | 18 - |

## 图表目录

|                                  |     |
|----------------------------------|-----|
| 图表 1: 公司前期并购情况 .....             | 4 - |
| 图表 2: 公司历年收入增长情况 .....           | 5 - |
| 图表 3: 公司历年净利润增长情况 .....          | 5 - |
| 图表 4: 公司历年单季度期间费用情况 .....        | 5 - |
| 图表 5: 公司在建项目情况 .....             | 6 - |
| 图表 6: 我国历年规模以上企业平均单企产量情况 .....   | 6 - |
| 图表 7: 公司产能变化情况 .....             | 7 - |
| 图表 8: 我国生活纸历年生产和消费情况 .....       | 7 - |
| 图表 9: 2009 年各国纸巾消费量比较 .....      | 8 - |
| 图表 10: 银鸽生活纸业务历年收入及毛利率变化情况 ..... | 9 - |
| 图表 11: 我国主要纸巾生产商情况 .....         | 9 - |

|                           |        |
|---------------------------|--------|
| 图表 12: 我国铜版纸后期新增产能情况..... | - 10 - |
| 图表 13: 我国铜版纸生产、消费情况 ..... | - 11 - |
| 图表 14: 我国铜版纸开工率情况 .....   | - 11 - |
| 图表 15: 我国图书出版种类增长情况 ..... | - 14 - |
| 图表 16: 我国图书出版总印张增长情况..... | - 14 - |
| 图表 17: 我国历年期刊总印量情况.....   | - 15 - |
| 图表 18: 我国历年报纸用量情况 .....   | - 15 - |
| 图表 19: 我国历年网民数量增长情况 ..... | - 15 - |
| 图表 20: 公司主要产品销售量预测.....   | - 16 - |
| 图表 21: DCF 估值结果.....      | - 17 - |
| 图表 22: 行业重点公司估值表.....     | - 17 - |

## 理顺内部管理，发挥协同效应 - 近两年的蛰伏的主要原因

### 公司前期的扩张以并购形式为主

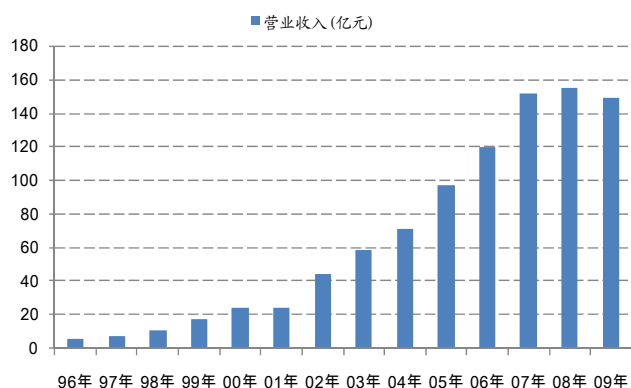
- 区别于其他企业自建或合资的发展模式，前期公司大规模扩张实现产能迅速增长的一个重要途径就是并购。而公司当时并购成本远低于自建成本，以07年收购吉林纸业为例，当时吉林纸业账面价值为14亿元左右，而公司仅支付了7.4亿元便将其收入旗下。

**图表 1：公司前期并购情况**

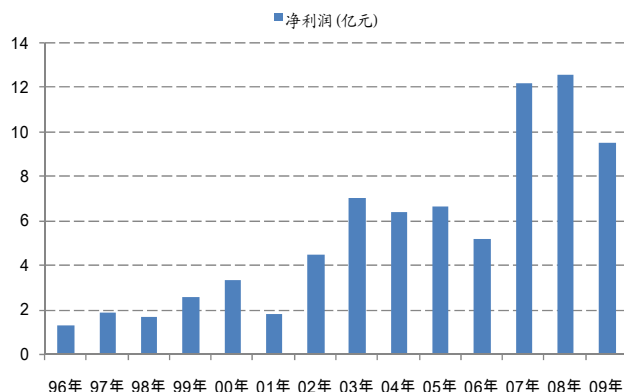
| 时间   | 并购行为      | 组建             | 纸种及产能        | 公司股权   |
|------|-----------|----------------|--------------|--------|
| 1996 | 山东齐河纸板厂   | 山东晨鸣齐河板纸有限责任公司 | 箱板纸 40 万吨    | 100%   |
| 1997 | 收购湖北汉阳造纸厂 | 武汉晨鸣汉阳纸业股份有限公司 | 文化、新闻纸 40 万吨 | 50.93% |
| 1999 | 收购海拉尔造纸厂  | 海拉尔晨鸣纸业有限责任公司  | 书写、双胶纸 3 万吨  | 75.00% |
| 2000 | 收购蒲圻造纸厂   | 赤壁晨鸣纸业有限责任公司   | 双胶纸 8 万吨     | 35.79% |
| 2000 | 收购乾能热电厂   | 武汉晨鸣乾能热电有限责任公司 |              | 26%    |
| 2001 | 收购吉林亚松纸厂  | 延边晨鸣纸业有限责任公司   | 双胶纸 4 万吨     | 76.73% |
| 2002 | 收购江西纸业    | 江西晨鸣纸业有限责任公司   | 轻涂纸 35 万吨    | 51%    |
| 2005 | 收购吉林纸业    | 吉林晨鸣纸业有限责任公司   | 环保书写纸 30 万吨  | 100%   |
| 2007 | 收购黑龙江思达纸业 | 富裕晨鸣纸业有限责任公司   | 牛卡纸 10 万吨    | 100%   |

来源：齐鲁证券研究所

- 通过一系列的收购整合，公司的生产规模实现了跨越式增长，除此之外，公司还通过并购完善了自身在全国范围内的生产布局。公司由南至北，分别以收购及自建的形式设立了多家控股子公司，基本覆盖了主要消费市场。如此的生产布局，使得公司的生产基地尽可能地靠近了消费市场，在原料和销售运输半径的上，相比其他厂商，更具竞争力。
- 从公司产能增长、营业收入及利润、行业地位等方面的变化，我们可以明显看到第一轮扩张给公司带来的翻天覆地的变化，毫无疑问，公司第一轮扩张是非常成功的。通过第一轮的扩张，公司从96年仅仅14.5万吨的产能扩张至目前的325万吨的规模，而收入则已跃居国内行业的首位，而净利润则从96年的1.3亿元剧增至09年的9.54亿元。在完成第一轮扩张后，公司由之前寂寂无名的一家乡镇企业一举成为国内名副其实的龙头企业，“晨鸣”已成为中国造纸业领军的旗帜。

**图表 2：公司历年收入增长情况**


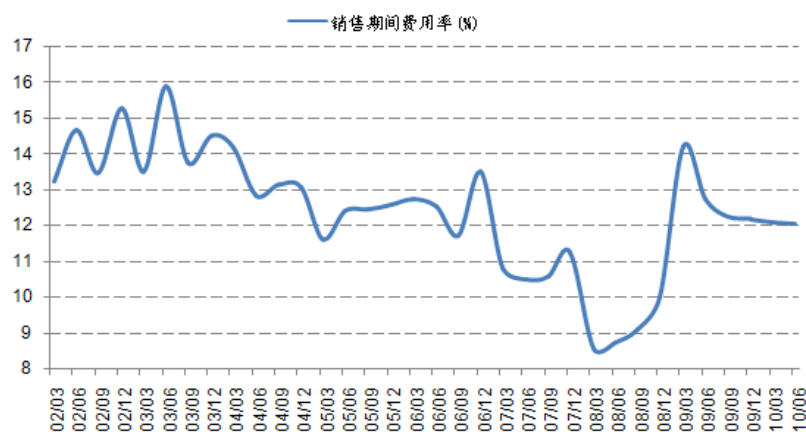
来源：齐鲁证券研究所

**图表 3：公司历年净利润增长情况**


来源：齐鲁证券研究所

### 内部管理逐步顺畅，为再次扩张奠定基础

- 前期快速的并购扩张，虽然使得公司的生产规模快速增长，但也让公司背上了管理上的负担，公司需要时间来进行内部管理的整合来发挥并购后的协同效应。

**图表 4：公司历年单季度期间费用情况**


来源：齐鲁证券研究所

- 从图2中我们可以看到，公司的期间费用率自02年至08年中期一直呈现较为明显的下降趋势，说明公司的内部管理的整合效果明显，并购后的协同效应逐步显现。而08年中期后期间费用率的大幅上升主要原因是由于经济危机导致公司正常的生产及销售情况出现了明显的变化所致，其中导致公司的管理费用上升明显，另外新项目的投入导致财务费用增加也是原因之一。我们认为，短期费用率的波动不会改变公司管理整合效果在长期中的显现。
- 在经过近两年的管理整合之后，我们认为公司内部管理的各方面已基本理顺，为公司第二次扩张奠定了良好的基础。

## 厚积薄发——老龙头焕发第二春

### 公司第二轮扩张将以扩产形式为主

- 2011年,公司将进入新一轮扩张期,产能及原材料控制力将再上新台阶,公司的行业龙头地位将进一步凸显。

**图表5: 公司在建项目情况**

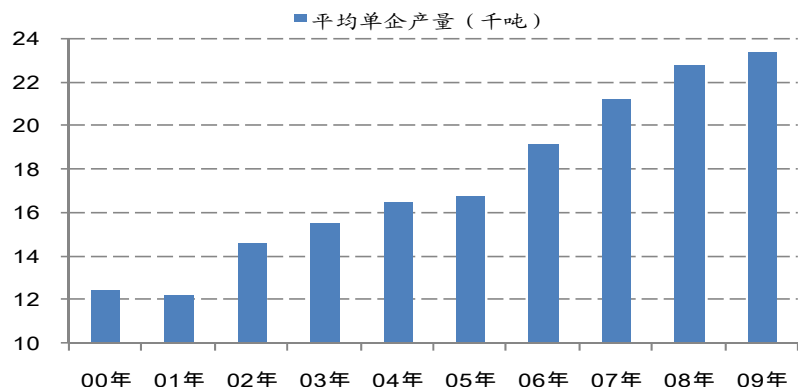
| 项目       | 项目所在地 | 产能     | 预计投产时间   |
|----------|-------|--------|----------|
| 高档生活纸项目  | 寿光本部  | 6.8 万吨 | 2010 年底  |
| 低定量铜版纸项目 | 寿光本部  | 80 万吨  | 2011 年中期 |
| 湛江木浆项目   | 湛江    | 70 万吨  | 2011 年中期 |
| 高档文化纸项目  | 湛江    | 45 万吨  | 2011 年中期 |
| 涂布白牛卡项目  | 寿光本部  | 60 万吨  | 2012 年中期 |

来源: 齐鲁证券研究所

### 扩张策略符合行业发展趋势, 公司将进入第二轮快速发展期

- 我们在前期的行业深度报告《行业集中度加速提高 龙头公司明显受益》中曾较为详细地分析了我国造纸行业后期整体的发展趋势: 我国造纸行业已由快速成长期步入了成熟期的初期, 行业集中度将呈现加速提升的趋势。
- 而行业集中度加速提升的趋势则主要表现为龙头企业产能的大幅扩张。由于造纸行业为资本密集型的制造业, 资金雄厚且具有规模优势的大型企业将更有实力进行大规模的产能扩张。目前我国产量排名前10位的大型企业纷纷投建新项目, 其产能在未来几年内将再次进入高速扩张期, 进而促进我国造纸行业集中度快速提升。
- 新建产能依然是大企业扩张的主要手段, 而并购为辅助方式。主要原因是我国单个企业平均产能较低, 导致对大型龙头企业来说, 绝大多数企业不存在并购的价值。如下图所示, 09年我国规模以上企业单企产量仅为2.34万吨, 对比大型企业的几十万乃至几百万吨的产能来说, 基本上没有并购的价值。

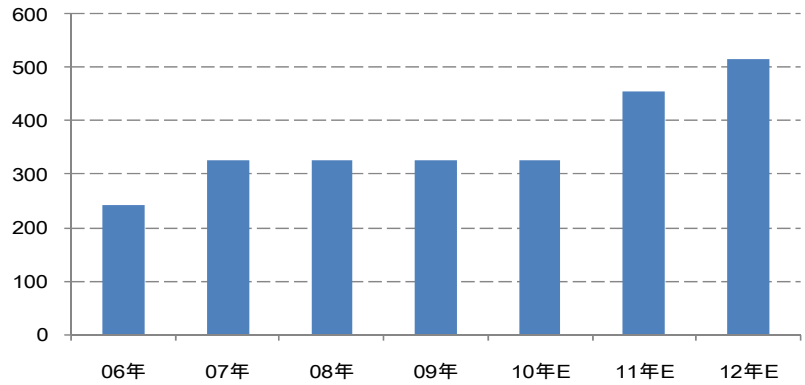
**图表6: 我国历年规模以上企业平均单企产量情况**



来源: 齐鲁证券研究所



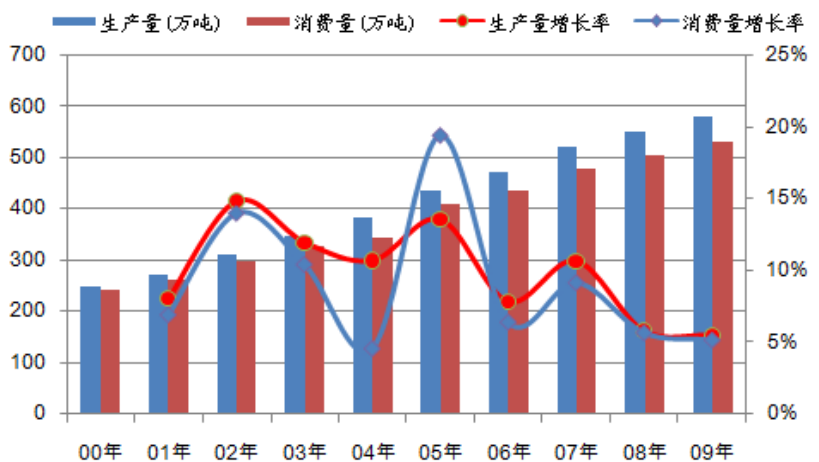
- 公司此次扩张的新建产能达到了260万吨，其中木浆产能70万吨；造纸产能190万吨，造纸产能扩张近三分之二。对于属于制造业的造纸行业来说，企业业绩的大幅增长必然伴随着产能的扩张，同时也意味着产能的扩张是公司业绩增长的重要基础。经过前期多年的蛰伏，公司自2011年开始大规模的扩产必将促进业绩长期的稳定增长。

**图表7：公司产能变化情况（单位：万吨）**


来源：齐鲁证券研究所

#### 高档生活纸项目前景广阔

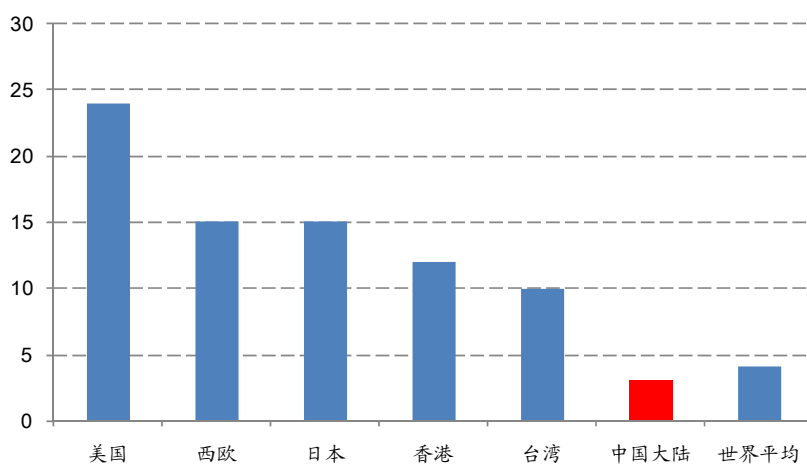
- 我国目前生活纸市场容量较大，且增速较快，后期市场情况良好，因此该纸种在后期应能保持较好的盈利能力。
- 从01年至09年，我国生活用纸消费量从260万吨上升至529万吨，整体消费量翻了一倍，年均复合增长率达到了10%左右。

**图表8：我国生活纸历年生产和消费情况**


来源：齐鲁证券研究所

- 虽然上图中显示，我国生活用纸历年产量均超过消费量，但过剩的多为低端的卫生纸，而在纸巾、卫生巾和纸尿裤等高端产品上，我国的供需状况处于良好态势。

- 在消费量占比最大的纸巾方面，2009年中国人均纸巾消费量仍然低于发达国家。我们认为由于人均收入的持续增长和个人卫生意识的不断增强，未来几年纸巾总需求将保持6-8%的稳定增长，而高档纸巾需求有望保持更高的增长速度。同时落后产能的加快淘汰将为企业扩张提供更多的空间。
- 目前中国的纸巾消费量位居世界第三，仅次于北美和西欧。然而2009年中国人均纸巾消费量仅为3.14公斤，低于4.1公斤的世界平均水平并远低于发达国家水平（美国为24公斤，西欧和日本均为15公斤）。在国内的不同地区也存在巨大差异：南部和东部的人均消费量为8公斤左右而中部和西部却只有不足2公斤。

**图表 9：2009 年各国纸巾消费量比较**


来源：齐鲁证券研究所

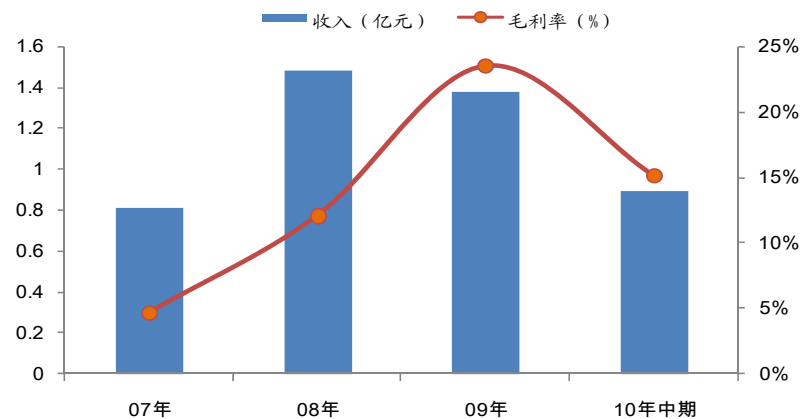
- 从上图中的对比我们可以看出，我国纸巾消费市场的发展空间广阔，后期随着人均收入的逐步提高以及人们卫生习惯的增强，未来消费量增长速度及空间均值得期待。
- 从子行业的发展情况来看，公司目前开始介入高档生活纸领域，建设新产能，符合行业发展趋势，公司将充分受益行业后期发展，该项目也将成为公司后期的业绩增长点。
- 该项目的公告产能为6.8万吨，而实际产能将有望达到10万吨，公司预计于今年年底建成投产，因公司之前无此类产品，试车所需时间无法确定，需及时跟踪，建设地为寿光本部。
- 在产品特性方面，我们认为该项目将为公司未来发展开辟了新的领域及方向。生活纸的市场与我们常提及的五大纸种完全不同，其产品在特性方面更贴近于日用快速消费品；且其销售渠道及终端用户也与其他纸种不同，公司无法利用原有的销售渠道，而必须从头建设生活纸专用的销售渠道。因此生活纸领域将是公司涉及的一个全新领域。
- 在渠道建设方面，与我们之前的预想不同，公司目前对生活纸业务的规划是要建设自身的渠道，创建自己的品牌，从今年年初就已开始此项工作，目前就等产能释放后逐步投入市场。因为生活纸的渠道与其他纸品



不同，公司需新建销售渠道，且生活纸的渠道建设较其他纸品渠道更为艰难，公司前期投入的成本可能较大。

- 在品牌方面虽然目前公司在生活纸方面并无自身的品牌，但晨鸣本身就是造纸行业最响亮的品牌，公司完全可以进行品牌转移。特别在山东省内，晨鸣的品牌影响力是无容置疑的。
- 以例说明，河南的上市公司银鸽投资，是国内有名的文化纸生产企业，之前只有几千吨生活纸的生产经验，既无渠道建设也无自身品牌，只是作为单纯的生产企业。但自08年，银鸽开始建设自身的渠道，创建自身的品牌，下半年2万吨的生活纸项目投产后，覆盖周边地区，取得了良好的业绩。目前银鸽正准备扩大生活纸规模，建设13.5万吨生活纸新项目。由此及彼，我们有理由相信晨鸣在生活纸上的试水也将象银鸽一样取得良好的成果，为后期大力发展该业务奠定基础，积累经验。

图表 10：银鸽生活纸业务历年收入及毛利率变化情况



来源：齐鲁证券研究所

- 公司该项目的产能为10万吨左右，相比于恒安、维达等生活纸的龙头公司来说，产能并不大，其销售覆盖面积也只能限于山东省内。公司产品在当地销售将具有较为明显的运输成本。我们认为，在渠道逐步完善时，公司产品必将在省内市场占据一定的市场份额。

图表 11：我国主要纸巾生产商情况

| 企业      | 产能 (万吨) | 品牌          |
|---------|---------|-------------|
| 金红叶纸业   | 42.2    | 唯洁雅、清风、真真   |
| 恒安纸业    | 42      | 心相印、柔影      |
| 维达纸业    | 32      | 维达、花之韵      |
| 中顺纸业    | 18.6    | 洁柔、C&S、太阳   |
| 王子制纸妮飘  | 15      | 妮飘、得宝       |
| 宁夏美洁纸业  | 14      | 美洁、滩羊、双喜    |
| 宁夏紫荆花纸业 | 10      | 紫荆花、吉丽、吉利来  |
| 上海东冠    | 8.6     | 洁云、丝柔       |
| 上海金佰利纸业 | 7.3     | 舒洁, Kleenex |

来源：齐鲁证券研究所

- 生活纸中包含较多品种，公司表示新项目的10万吨产能也将分布于多品种，但我们预计公司的产能将主要集中于厕纸和纸巾。我们认为，该项目是公司进入生活纸领域的一次试水，如果成功后期则有望大力发展，因为目前我国高档生活纸的市场前景广阔，且盈利能力较强，是一个值得大力发展的品种。
- 同时由于目前在节能减排上进行的总量控制，公司将进一步扩大山东本部外基地的生产规模，特别是公司目前在湖北武汉地区拥有大面积的林地，后期必然将逐步建设木浆及纸品的生产线，而一旦公司开始在该地区建设新的生产基地，我们认为生活纸将可能成为重点发展的品种之一。生活纸业务有望将公司前期在产业链上游的努力及优势最终通过产业链反映在最终产品的盈利上。
- 此外，后期如果公司进一步扩张高档生活纸的业务，因该产品类快速消费品的特性，市场有望给予此业务高于大众纸品的估值，进而有望提升公司的整体估值。

#### 低定量铜版纸项目将面临较大市场压力

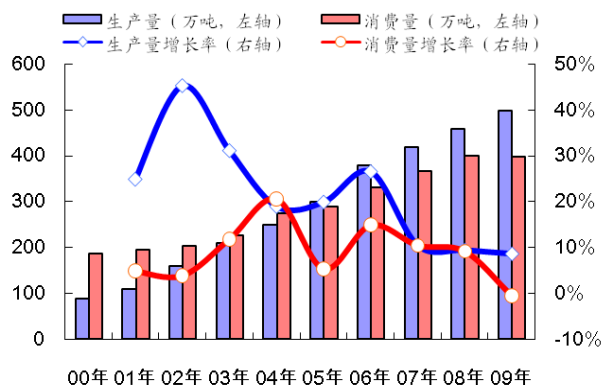
- 铜版纸市场的后期情况，我们在前期行业深度报告《行业集中度加速提高 龙头公司明显受益》中进行了较为详细的分析，短期内我国铜版纸将面临较大的供过于求的压力。
- 我国铜版纸供需现状：国内，后期新增产能较多，可能导致供需矛盾突出；国外，多国对我国铜版纸进行双反制裁，出口大幅增长无望。需求虽随经济稳定增长，但供过于求的矛盾突出。
- 供给方面：我们预计国内2010年将新增100万吨，2011年还将新增160万吨左右的产能，年均增速将达到20%左右，大大超过需求增速。此外，本身我国铜版纸就处于供过于求的状况，需靠出口来平衡供需，但多国对我国铜版纸进行双反制裁，出口大幅增长无望，后期国内市场供过于求的矛盾将进一步显现。

**图表 12：我国铜版纸后期新增产能情况**

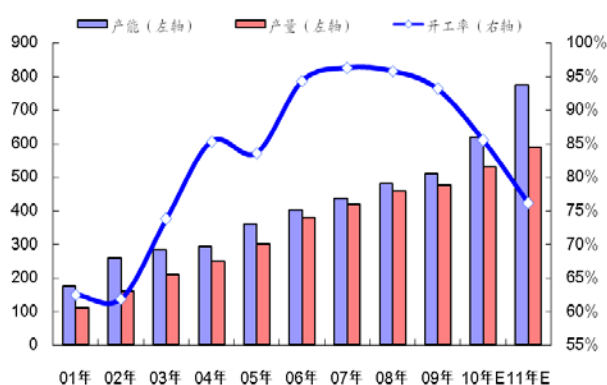
| 厂家       | 产能（万吨） | 预计投产时间 |
|----------|--------|--------|
| APP 海南金海 | 100    | 2010   |
| 劲达兴纸业    | 10     | 2010   |
| 小计       | 110    |        |
| 王子制纸     | 40     | 2011   |
| 晨鸣纸业     | 80     | 2011   |
| 华泰股份     | 45     | 2011   |
| 小计       | 165    |        |
| 合计       | 275    |        |

来源：齐鲁证券研究所

- 需求方面，通过我们的测算，预计铜版纸2010-2012年的消费量分别为435、470和510万吨，同比分别增长9.02%、8.05%和8.51%。从供需对比来看，未来两年产能释放速度明显过快，供给增速明显超过需求增速，市场竞争加剧，价格、开工率及盈利能力可能明显下降。

**图表 13：我国铜版纸生产、消费情况**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 14：我国铜版纸开工率情况**


来源：齐鲁证券研究所

- 公司新建的80万吨铜版纸项目在2011年投产后，短期内将面临较大的市场压力，公司铜版纸业务的毛利率可能将出现一定幅度的下滑。但从行业长远的发展来看，公司新建产能将提升铜版纸行业的集中度，有利于促使行业后期进一步发展。
- 同时，公司新建产能为低定量的产品，所谓低定量是指克重较低，厚度较薄的产品，产品的克重将在100克以下，而公司原先的铜版纸产能的克重为125克和157克左右。低定量的产品意味着在相同重量下，下游客户将能得到更多的数量（张数）。公司差异化的产品将使得公司新产品保持相应的盈利能力。
- 公司该产品将主要拥有高档杂志书的印刷，其投产将挤压目前市场上轻涂纸的市场，而市场遭侵蚀的轻涂纸将转而挤压高档文化纸的市场，进而高档文化纸转而侵蚀低档文化纸的市场，而后期文化纸又是我国淘汰落后产能的重点，因此来看，虽然后期铜版纸的新增产能集中释放，但公司该新项目将生产差异化较大的产品，其盈利能力有可能好于我们的预期。项目有望于明年4月投产。
- 同时，通过调研我们了解到，APP海南项目的产能可能将主要针对海外市场出口（主要可能是东南亚市场），如果该情况属实，则意味着2010年国内铜版纸市场的供给压力将大大减轻，其盈利水平可能会超出市场预期。

#### 寄予厚望的湛江项目

- 湛江项目是国务院批准的全国最大林纸一体化项目，预计耗资94亿元，拟建设70万吨木浆生产线，配套300万亩原料林基地，将成为公司打造

“林纸一体化”产业链的战略重点。投产之后，公司的原材料控制力将得到极大的提高，有望彻底摆脱资源瓶颈的束缚。

- 湛江项目（除速生林地外），包括70万吨木浆产能和45万吨高档文化纸产能，原先公司预计两个项目均将于2011年4月投产，但前期广东的台风及暴雨天气导致建设进程慢于之前的规划，目前正在赶工建设，可能投产时间会有所延迟，需后续密切跟踪。
- 其中70万吨木浆将基本为化学浆，其中一部分供应45万吨高档文化纸项目，另外一部分将视市场情况，运回本部供应铜版纸新项目或就地对外销售，其中运回本部的运费大概在200-300元/吨。
- 目前公司拥有自有林地大概在230-240万亩左右，其中湛江有60-70万亩，武汉黄冈、咸宁地区有近170万亩左右。湛江的基本为桉树，而黄冈、咸宁地区基本为杨树，另有小部分松树。这些林地主要是2004年以来在湛江、湖北、江西等地以较地的价格租下来，且已经拿到50年林权证。在湛江的60万亩成本约为25-30元/亩/年，目前的 market 价格为40元/亩/年以上；在黄冈的97.7万亩和咸宁的71万亩成本约为12.8元/亩/年，目前的 market 价格为30元/亩/年以上。
- 公司林地目前还未进入轮伐期，湛江新建70万吨浆线将仍需对外购买大量木片以供生产所需。湛江当地桉木片目前价格为1480元/吨（绝干吨，含税价）。
- 毫无疑问，随着湛江及武汉地区林地建设的逐步深入，逐步开始贡献原材料的时候，公司将逐步将两地建设成为本部之外的生产基地。同时，公司目前的林地虽然暂时无法为公司提供充足的木材原料，同时公司仍需持续不断地进行投入，但林地的建设将为公司后期的发展，特别是公司在“十二五”这一行业调整期的跨越式发展奠定基础，更是公司以后发展成国际化造纸企业的最重要的基石。

#### 白面牛卡项目前景无忧

- 白面牛卡纸，既可单独做包装材料，又可与瓦楞纸合成做成箱板纸，其用途均用于包装领域，且主要用于高端包装，产品主要用于食品饮料，小家电等。其需求增长较快，后期市场容量较大。
- 公司项目产能为60万吨，计划于2012年投产。其主要原材料公司将主要采用木浆，可能参用一些废纸。从原材料的采用上可以看出，公司该项目的产品将致力于高档产品。其产品的销售也将主要覆盖华北地区。
- 从调研中得知，公司该产品将主要作为单独的包装材料对外销售，而不会与瓦楞纸合成箱板纸对外销售。这一举措，将使得公司产品避免与玖龙和理文等箱板纸龙头的正面竞争，进入一个细分市场。从目前的情况来看，该项目建成后的盈利能力将会保持在箱板纸之上。

## 其他业务分析

### 自制木浆业务

- 产能方面：公司目前自制化机浆的产能为50-60万吨，化学浆的产能为60万吨左右，部分满足公司需求，公司仍需从外购买木浆以满足生产需要，购买数量大概在30-40万吨左右。此外，公司另有草浆、芦苇浆等的混和浆产能10万吨左右。
- 成本方面，自制化机浆，目前成本大致在3300元/吨左右；自制化学浆，目前成本大致在4200-4300元/吨；外购木浆方面，针叶浆为6300-6500元/吨，阔叶浆为5500-5800元/吨，均为含税价。
- 目前，公司自制浆所用木片为杨木片和桉木片，其中杨木片在当地收购，目前价格大致在1200元/吨（绝干吨，含税价）；桉木片主要从湛江收购，目前价格为1480元/吨（绝干吨，含税价）。
- 目前公司木浆自给率达到75%左右，后期随着湛江项目的70万吨木浆产能的投产，公司木浆自给率将超过80%。

### 白卡纸业务

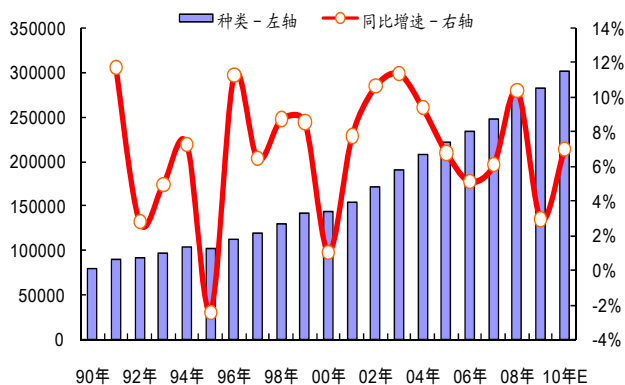
- 公司产能40万吨，行业情况良好，2011年仍将保持良好的盈利能力。由于公司白卡的吨纸成本结构中外购木浆的比例低于我们的预期，因此公司白卡纸的毛利率有望超过我们之前的预期，公司方面预计产品全年的毛利率有望维持在24%以上。
- 白卡纸行业的高景气度将持续到明年，盈利能力将保持在较高水平。对于白卡纸行业的分析，详见我们前期的行业深度报告《造纸行业深度报告：行业集中度加速提高 龙头公司明显受益》及博汇纸业的深度报告《扩张模式无忧，白卡独领风骚》。
- 四季度是白卡纸传统的消费旺季，在前期的行业报告《消费旺季来临，行业盈利能力有望迎来拐点》中，我们曾详细分析了白卡纸在四季度可能面临的良好市场氛围。
- 消费旺季的来临将直接拉动纸品消费量的上升，纸企四季度的销量有望明显回升。中下游库存见底、消费旺季的来临将促使中下游开始补库存的行为。该举动将直接拉动纸价回升。
- 上游纸厂库存较高，且生产一直保持正常态势。这意味着上游纸厂后期不会因为销量的明显回升而突击提升产量，而只会继续保持正常的生产状态。因此我们认为，消费旺季的来临对原材料价格的拉动作用有限，原材料价格的上涨幅度应低于纸价的上涨幅度。纸价的上涨幅度高于原材料的上涨幅度，将促使吨纸毛利的提升。销量及吨纸毛利的双重提升，将直接增厚公司白卡纸业务的盈利。
- 公司白卡纸上半年的毛利率水平高于其他白卡生产企业的主要原因是公司自制化学浆的产能较大，自给率较高所致。



## 文化纸业务

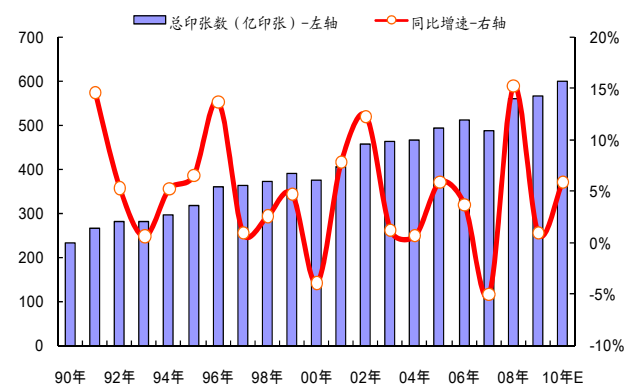
- 公司产能包括两块：未涂布文化纸和轻涂纸，总体产能为120万吨。淘汰落后产能将缓解文化纸新增产能对市场的冲击。
- 对于文化纸行业的分析，亦详见我们前期的行业深度报告《造纸行业深度报告：行业集中度加速提高，龙头公司明显受益》及博汇纸业的深度报告《扩张模式无忧，白卡独领风骚》。文化纸虽然后期新增产能较多，但落后产能淘汰力度的加强将缓和后期市场的供需矛盾。并且，草浆生产线的大量淘汰，将导致低档文化纸的产量明显下滑，其市场份额将被高档文化纸所替代。
- 供给方面：文化纸产能投放分散，我们估计在2010年文化纸将有100-200万吨的产能集中投放，与行业容量相比约增加10%以上，超过需求8%的增速，但工信部前不久刚公布了18个行业今年淘汰落后产能的具体目标，其中确定造纸行业将淘汰432万吨，我们预计其中大部分将为低档文化纸产能，将明显提升文化纸的集中度。由此来看，今年文化纸落后产能的淘汰量将冲抵新增产能，其市场情况有望趋好。
- 需求方面：从我国图书历年的出版情况中，我们可以看到近年我国每年图书出版的种类均保持着在5%左右的增长速度，08年，图书的出版种类已达到了27.4万种，同比增长10.41%；总印张数达到了561.13亿印张，同比增长15.34%，整体增速较快，但由于新闻出版总署明确表示将控制图书出版种类，其后期增长速度将明显下降，同时，结合新闻出版业“十一五”发展规划目标（到2010年末，我国图书出版总量将达到70亿册，人均年消费图书将达到5.3册），我们预计2010年的增速为7%左右，后期可能维持在3-5%左右的增长速度。

图表 15：我国图书出版种类增长情况 单位：种



来源：齐鲁证券研究所

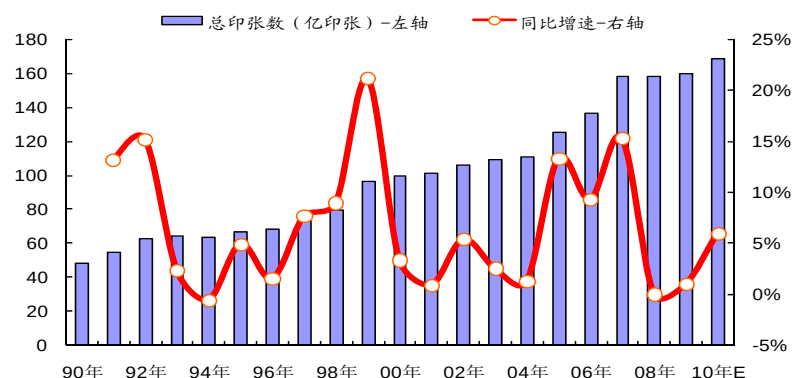
图表 16：我国图书出版总印张增长情况



来源：齐鲁证券研究所

- 我国期刊总印张自98至08年十年间，年均增长9.78%。08年则由于上一年15.33%的超速增长而停滞，我们预计09年因经济危机的原因，其增速依然较低，但2010年有望恢复到6%左右的增长，后期将随经济增长而保持较为平稳的增长。



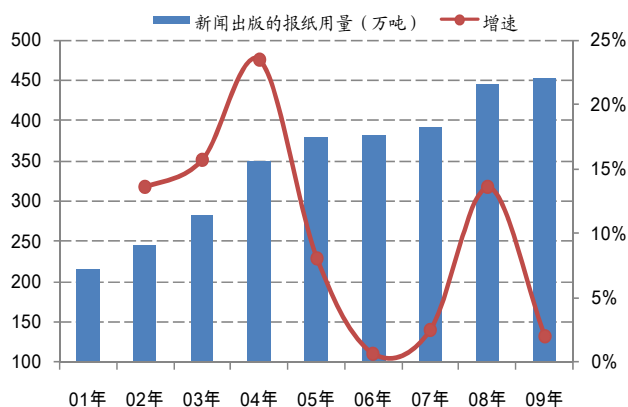
**图表 17：我国历年期刊总印量情况**


来源：齐鲁证券研究所

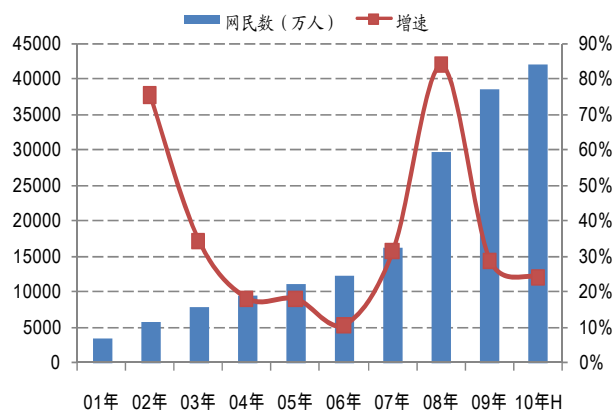
- 公司45万吨新项目在广东湛江建设，广东地区是产纸大省，但其中绝大部分是箱板纸和瓦楞纸，其文化纸的产量并不高，而根据其目前的经济发展水平，我们认为该省文化纸的需求空间较大。公司对该市场适时地投资，将保证该项目的盈利水平。

#### 新闻纸业务

- 公司产能65万吨（其中部分产能转产文化纸），新闻纸市场情况较为低迷，供给过剩情况严重，同时原材料—废纸价格居高不下，成本压力较大，盈利能力低于其他纸种。
- 06年新闻纸最后一次大扩产后至今，新闻纸整体面临着困境，盈利能力每况愈下。
- 我们认为目前国内新闻纸市场低迷的状况，其主要原因一方面是当时产能集中释放，导致供需状况明显转变；而更主要原因在于国内需求增速的明显下降，至今无法消化集中释放的产能。
- 而需求增速明显下降的原因是：政府对报纸发行量的控制和网络普及对纸质媒体的强劲冲击所致。

**图表 18：我国历年报纸用量情况**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 19：我国历年网民数量增长情况**


来源：齐鲁证券研究所

- 因此我们认为新闻纸在一定时期内无法摆脱目前的困境，因此其盈利能力暂时无法出现大幅度的提升。公司的新闻纸业务也将面临着行业同样的困境，虽然公司已将部分产能转为文化纸产能，但依然无法彻底扭转新闻纸业务低迷的现状。

## 人民币升值对公司的影响

- 人民币升值对公司的影响主要体现在利好的方面，但程度并不如市场所想象的那么大。利好将主要体现在两方面：首先，是原材料进口的成本节省；其次，新项目进口设备的成本节省。
- 公司目前木浆自给率大概在75%左右，正常情况下目前每年需进口30-40万吨木浆（明年湛江70万吨产能投产后将有所减少）。此外，公司新闻纸业务每年对废纸的需求大概在60万吨左右，我们预计其中进口废纸大概占60-70%的比例，即大概在35-45万吨左右；箱板纸业务需大概36万吨废纸，其中进口废纸亦大概占60-70%的比例，即20-25万吨。
- 而在新项目进口设备方面，公司后期将主要支付的是60万吨白面牛卡项目的设备，其总价款大致在9.7亿人民币左右。
- 总体来看，由于公司原材料自给率较高，多数新项目设备已支付完毕，人民币升值对公司后期的利好有限。

## 业绩预测、估值及投资建议

### 业绩预测

- 我们假设2010、2011和2012年，自制化机浆的成本分别为3100元/吨、3150元/吨和3300元/吨；自制化学浆成本分别为4400元/吨、4450元/吨和4550元/吨；外购木浆价格分别为5150元/吨、5350元/吨和5450元/吨。
- 我们预计公司2010、2011和2012年的营业收入分别为170.60、211.77和253.79亿元，对应各年的每股收益分别为0.52、0.63和0.76元。

**图表 20：公司主要产品销售量预测（单位：万吨）**

|      | 07年 | 08年  | 09年 | 10年E | 11年E | 12年E |
|------|-----|------|-----|------|------|------|
| 白卡纸  | 40  | 39   | 42  | 45   | 45   | 45   |
| 铜版纸  | 40  | 45   | 64  | 60   | 90   | 115  |
| 文化纸  | 38  | 45   | 56  | 56   | 90   | 105  |
| 新闻纸  | 51  | 47   | 51  | 50   | 51   | 51   |
| 箱板纸  | 27  | 27   | 23  | 27   | 27   | 27   |
| 轻涂纸  | 30  | 31   | 33  | 41   | 38   | 40   |
| 其他   | 30  | 42.9 | 51  | 50   | 50   | 50   |
| 白面牛卡 |     |      |     |      |      | 35   |
| 生活纸  |     |      |     |      | 5    | 10   |
| 总量   | 256 | 276  | 319 | 329  | 396  | 478  |

来源：齐鲁证券研究所

### 绝对估值

- 我们采取 DCF 估值，主要假设前提为：

假定市场无风险利率为 3.8%，风险溢价为 6.8%，据此测算 WACC = 8.97%，假定公司  $\beta = 1.1$ ，永续增长率 TV = 1%。

- DCF 结果显示，公司合理估值为 7.96 元。

**图表 21：DCF 估值结果**

|               |           |        |          |          |          |          |          |          |          |          |           |           |
|---------------|-----------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 每股价值          | 7.96      |        |          |          | TV 增长率   |          |          |          | 1.0%     |          |           |           |
| 隐含 P/E        | 15.16     |        |          |          | WACC     |          |          |          | 8.97%    |          |           |           |
| 企业值           | 26,691.28 |        |          |          | 债务       |          |          |          | 8,542.38 |          |           |           |
| 股票价值          | 16,403.74 |        |          |          | 投资       |          |          |          | 3,015.23 |          |           |           |
|               |           |        |          |          | 少数股东权益   |          |          |          | 1,745.16 |          |           |           |
| 会计年度截止日：12/31 | 2010E     | 2011E  | 2012E    | 2013E    | 2014E    | 2015E    | 2016E    | 2017E    | 2018E    | 2019E    | TV        | 合计        |
| FCFF          | -4,486.94 | 358.49 | 2,434.62 | 1,762.62 | 2,738.04 | 2,421.18 | 2,611.84 | 2,725.85 | 2,936.47 | 2,928.19 | 37,125.92 | 53,556.28 |
| PV(FCFF)      | -4,117.74 | 301.92 | 1,881.73 | 1,250.24 | 1,782.31 | 1,446.37 | 1,431.89 | 1,371.42 | 1,355.83 | 1,240.76 | 15,731.31 | 23,676.04 |

来源：齐鲁证券研究所

### 相对估值

- 目前，造纸行业重点公司 2010 年的平均 PE 估值为 28 倍，我们认为可以给予公司 2010 年 18 - 20 倍 PE，据此计算出公司的合理价格区间为 9.36 - 10.40 元。

**图表 22：行业重点公司估值表**

|      | 每股收益 |      |      | 收盘价   | 市盈率    |       |       | 评级 |
|------|------|------|------|-------|--------|-------|-------|----|
|      | 09A  | 10E  | 11E  |       | 09A    | 10E   | 11E   |    |
| 晨鸣纸业 | 0.41 | 0.52 | 0.69 | 8.09  | 19.73  | 15.56 | 11.72 | 增持 |
| 博汇纸业 | 0.40 | 0.51 | 0.63 | 9.30  | 23.25  | 18.24 | 14.76 | 增持 |
| 太阳纸业 | 0.48 | 0.72 | 0.87 | 12.16 | 25.33  | 16.89 | 13.98 | 增持 |
| 银鸽投资 | 0.06 | 0.15 | 0.20 | 5.65  | 94.17  | 37.67 | 28.25 | 持有 |
| 华泰股份 | 1.69 | 0.35 | 0.52 | 10.78 | 6.38   | 30.80 | 20.73 | 持有 |
| 岳阳纸业 | 0.14 | 0.31 | 0.41 | 10.40 | 74.29  | 33.55 | 25.37 | 增持 |
| 景兴纸业 | 0.08 | 0.37 | 0.45 | 8.1   | 101.25 | 21.89 | 18.00 | 增持 |
| 平均   |      |      |      |       | 49.20  | 24.94 | 18.97 |    |

来源：齐鲁证券研究所 注：收盘价为 10 月 8 日收盘价

### 投资建议

- 作为扩张进程明确的龙头企业，公司业绩在伴随第二轮扩张而出现再一轮的快速增长。结合 DCF 和 PE 的估值结果，我们认为公司合理的估值区间应为 9.36 - 10.40 元，维持公司“增持”的投资评级。

## 风险提示

- 宏观经济出现重大变化将影响到公司产品的销售情况;
- 原材料价格的波动将影响到公司产品的盈利水平;
- 公司后期新项目的建设进程是否如期进行将直接影响到公司新产能的释放及业绩。

**附录 1: 财务预测简表**
**损益表 (人民币百万元)**

|              | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入        | 14,885  | 17,060  | 21,177  | 25,379  |
| 增长率          | -4.2%   | 14.6%   | 24.1%   | 19.8%   |
| 营业成本         | -12,057 | -13,575 | -16,946 | -20,340 |
| % 销售收入       | 81.0%   | 79.6%   | 80.0%   | 80.1%   |
| 毛利           | 2,827   | 3,485   | 4,230   | 5,039   |
| % 销售收入       | 19.0%   | 20.4%   | 20.0%   | 19.9%   |
| 营业税金及附加      | -16     | -20     | -23     | -26     |
| % 销售收入       | 0.1%    | 0.1%    | 0.1%    | 0.1%    |
| 营业费用         | -775    | -877    | -1,062  | -1,263  |
| % 销售收入       | 5.2%    | 5.1%    | 5.0%    | 5.0%    |
| 管理费用         | -726    | -695    | -851    | -1,052  |
| % 销售收入       | 4.9%    | 4.1%    | 4.0%    | 4.1%    |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,310   | 1,892   | 2,295   | 2,697   |
| % 销售收入       | 8.8%    | 11.1%   | 10.8%   | 10.6%   |
| 财务费用         | -313    | -405    | -524    | -535    |
| % 销售收入       | 2.1%    | 2.4%    | 2.5%    | 2.1%    |
| 资产减值损失       | -17     | 2       | -37     | -45     |
| 公允价值变动收益     | 18      | 0       | 0       | 0       |
| 投资收益         | -16     | -15     | 0       | 0       |
| % 税前利润       | —       | —       | 0.0%    | 0.0%    |
| 营业利润         | 983     | 1,474   | 1,734   | 2,118   |
| 营业利润率        | 6.6%    | 8.6%    | 8.2%    | 8.3%    |
| 营业外收支        | 190     | 155     | 203     | 203     |
| 税前利润         | 1,173   | 1,628   | 1,937   | 2,320   |
| 利润率          | 7.9%    | 9.5%    | 9.1%    | 9.1%    |
| 所得税          | -219    | -294    | -358    | -431    |
| 所得税率         | 18.7%   | 18.1%   | 18.5%   | 18.6%   |
| 净利润          | 954     | 1,334   | 1,579   | 1,890   |
| 少数股东损益       | 118     | 258     | 277     | 329     |
| 归属于母公司的净利润   | 836     | 1,076   | 1,303   | 1,561   |
| 净利率          | 5.6%    | 6.3%    | 6.2%    | 6.2%    |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|          | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润      | 954    | 1,334  | 1,579  | 1,890  |
| 少数股东损益   | 0      | 258    | 277    | 329    |
| 非现金支出    | 1,271  | 1,302  | 1,715  | 2,078  |
| 非经营收益    | 381    | 277    | 334    | 349    |
| 营运资金变动   | -968   | -250   | -1,044 | -1,139 |
| 经营活动现金净流 | 1,639  | 2,922  | 2,862  | 3,507  |
| 资本开支     | 2,192  | 7,125  | 2,018  | 539    |
| 投资       | -11    | 0      | 0      | 0      |
| 其他       | 69     | -15    | 0      | 0      |
| 投资活动现金净流 | -2,134 | -7,140 | -2,018 | -539   |
| 股权募资     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 债权募资     | 1,957  | 5,384  | 1,065  | -569   |
| 其他       | -1,782 | -416   | -860   | -942   |
| 筹资活动现金净流 | 175    | 4,968  | 204    | -1,511 |
| 现金净流量    | -320   | 749    | 1,048  | 1,456  |

**资产负债表 (人民币百万元)**

|          | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金     | 2,893  | 3,383  | 4,155  | 5,282  |
| 应收款项     | 4,315  | 4,078  | 5,139  | 6,219  |
| 存货       | 2,227  | 2,871  | 3,555  | 4,470  |
| 其他流动资产   | 1,106  | 848    | 1,046  | 1,275  |
| 流动资产     | 10,541 | 11,180 | 13,895 | 17,246 |
| % 总资产    | 37.4%  | 32.1%  | 36.5%  | 43.0%  |
| 长期投资     | 107    | 107    | 107    | 107    |
| 固定资产     | 15,570 | 21,303 | 21,666 | 20,177 |
| % 总资产    | 55.2%  | 61.2%  | 56.9%  | 50.3%  |
| 无形资产     | 1,366  | 1,609  | 1,790  | 1,987  |
| 非流动资产    | 17,672 | 23,648 | 24,191 | 22,900 |
| % 总资产    | 62.6%  | 67.9%  | 63.5%  | 57.0%  |
| 资产总计     | 28,213 | 34,829 | 38,086 | 40,146 |
| 短期借款     | 3,449  | 6,839  | 6,904  | 5,835  |
| 应付款项     | 3,222  | 3,151  | 3,995  | 5,044  |
| 其他流动负债   | 395    | 679    | 840    | 997    |
| 流动负债     | 7,065  | 10,669 | 11,738 | 11,876 |
| 长期贷款     | 5,087  | 7,087  | 8,087  | 8,587  |
| 其他长期负债   | 1,324  | 1,324  | 1,324  | 1,324  |
| 负债       | 13,476 | 19,080 | 21,149 | 21,787 |
| 普通股股东权益  | 12,992 | 13,745 | 14,657 | 15,750 |
| 少数股东权益   | 1,745  | 2,003  | 2,280  | 2,609  |
| 负债股东权益合计 | 28,213 | 34,829 | 38,086 | 40,146 |

**比率分析**

|              | 2009    | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|--------------|---------|--------|--------|--------|
| 每股指标         |         |        |        |        |
| 每股收益 (元)     | 0.405   | 0.522  | 0.632  | 0.757  |
| 每股净资产 (元)    | 6.300   | 6.666  | 7.108  | 7.638  |
| 每股经营现金净流 (元) | 0.795   | 1.292  | 1.254  | 1.541  |
| 每股股利 (元)     | 0.300   | 0.157  | 0.190  | 0.227  |
| 回报率          |         |        |        |        |
| 净资产收益率       | 6.43%   | 7.83%  | 8.89%  | 9.91%  |
| 总资产收益率       | 2.96%   | 3.09%  | 3.42%  | 3.89%  |
| 投入资本收益率      | 5.26%   | 5.92%  | 6.76%  | 8.02%  |
| 增长率          |         |        |        |        |
| 营业总收入增长率     | -4.15%  | 14.61% | 24.13% | 19.84% |
| EBIT增长率      | -22.65% | 44.45% | 21.29% | 17.51% |
| 净利润增长率       | -22.26% | 28.72% | 21.06% | 19.83% |
| 总资产增长率       | 7.28%   | 23.45% | 9.35%  | 5.41%  |
| 资产管理能力       |         |        |        |        |
| 应收账款周转天数     | 44.3    | 43.7   | 42.6   | 43.1   |
| 存货周转天数       | 85.1    | 72.4   | 71.6   | 76.0   |
| 应付账款周转天数     | 72.1    | 60.0   | 60.6   | 63.8   |
| 固定资产周转天数     | 340.2   | 297.3  | 292.0  | 278.7  |
| 偿债能力         |         |        |        |        |
| 净负债/股东权益     | 38.23%  | 66.85% | 63.89% | 49.71% |
| EBIT利息保障倍数   | 4.2     | 4.7    | 4.4    | 5.0    |
| 资产负债率        | 47.77%  | 54.78% | 55.53% | 54.27% |

来源: 齐鲁证券研究所

**投资评级说明**
**买入:** 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

**减持:** 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上



**重要声明:**

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

**上海**

联系人:王莉本

电话:021-58303470

手机:13641659577

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

**深圳**

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

**北京**

联系人:张哲

电话:021-58206173

手机:18621368050

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

**济南**

联系人:韩丽萍

电话:0531-81283786

手机:15806668226

传真:0531-81283791

邮编:250010

地址:山东济南经十路 17703

号华特广场 B501