

外延式扩张，2011 年产能即将大释放

--晨鸣纸业研究报告


 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

投资要点

- 即将进入传统销售旺季。下半年中秋、国庆、春节等传统销售旺季接踵而来，将刺激需求反弹，纸价可能继续被带动走上扬行情。
- 十二五规划限定行业年内继续淘汰火电产能432万吨，相比十一五规划的50多万吨增长7倍。落后产能退出所带来的市场份额将向大型企业集中，对龙头公司形成利好。
- 近日，人民币汇率进入单边升值期，未来本币升值是持续的。由于木浆价格全球决定，因此，本币升值将从降低成本角度提升企业毛利率和盈利水平。
- 2010年四季度造纸下游行业盈利能均较好，未来纸品需求有望保持强势，同时，造纸产量增长却小于10%，且纸业行业固定资产投资12月再次出现负增长，这意味着未来纸品新增项目不多，行业整体并不会过剩。在浆价上涨时，纸厂能转嫁成本压力，保证自身毛利率水平。
- 目前各种纸价不同幅度上涨，生活用纸龙头、文化纸价纷纷开始提价，纸品贸易商预计此轮纸品提价进程有望持续到6月份，纸品生产商的业绩将出现明显上升。
- 随着产销两旺的来临，纸价大幅上扬，上游浆价亦水涨船高，一举突破金融危机前水平，未来两年国际浆价也将保持持续上涨的趋势。作为龙头厂商受益于较高的木浆自给率，成本控制力凸显，因此毛利率呈现与纸价同步上涨的趋势。
- 棉价疯涨，今年国内溶解浆供需缺口达36%，从需求来看，未来我国对溶解木浆的需求增长仍将保持一个时段。棉价若继续高位运行，可维持溶解浆的高盈利性。作为今年首个投产溶解浆的企业，占据了先进者先得利的优势。
- 2011年公司利润增长主要来自外延式扩张。今年在建项目年产80万吨铜版纸项目、湛江年产70万吨漂白硫酸盐木浆项目、年产45万吨高档文化纸项目、年产6万吨中、高档生活用纸项等多个项目将预计4月投产。

风险提示： 产能释放进度可能会低于预期

主要财务数据：

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	14,884.63	17,203.12	21,633.60	27,560.48
增长率(%)	-4.15	15.58	25.75	27.4
净利润	835.95	1,163.34	1,470.07	1,824.04
增长率(%)	-22.26	39.16	26.37	24.08
每股收益(EPS)	0.4054	0.5642	0.7129	0.8846
每股经营现金流	0.7949	0.41	1.3039	1.605
市盈率	20.37	14.64	11.59	9.34
PEG1	0.52	0.56	0.48	0.62
PEG2	0.54	0.52	0.54	--

晨鸣纸业 000488

2011-4-25

评级 推荐

目标价格 10.00

当前价格 8.77

基础数据

总市值(亿) 170.32

总股本/流通股本(百万) 2062.04/810.27

流通市值(亿) 66.87

每股净资产 6.56

净资产收益率 8.80

交易数据

52周内股价区间 6.21 / 9.44

10年市盈率 12.51

市净率 3.53

一年期走势图



联系人：徐玉香

行业研究员：张志鹏

证书编号 S0820209120024

电话 021-32229888-3502

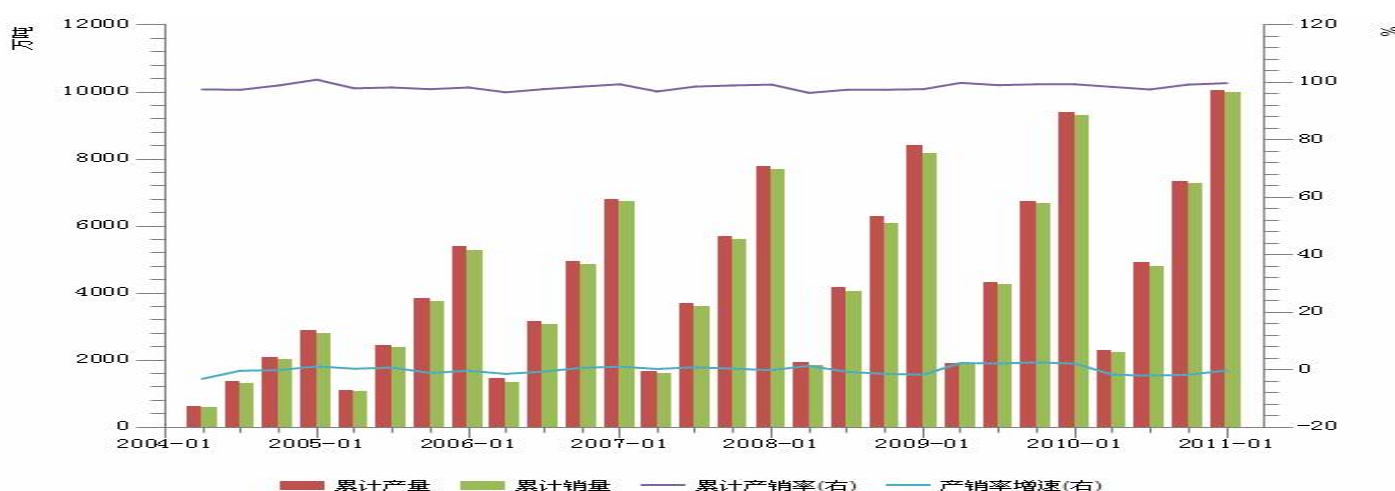
E-mail zhangzhipeng@ajzq.com

相关报告

一、国内纸品产量增长，近期价格总体稳定并呈现上涨趋势

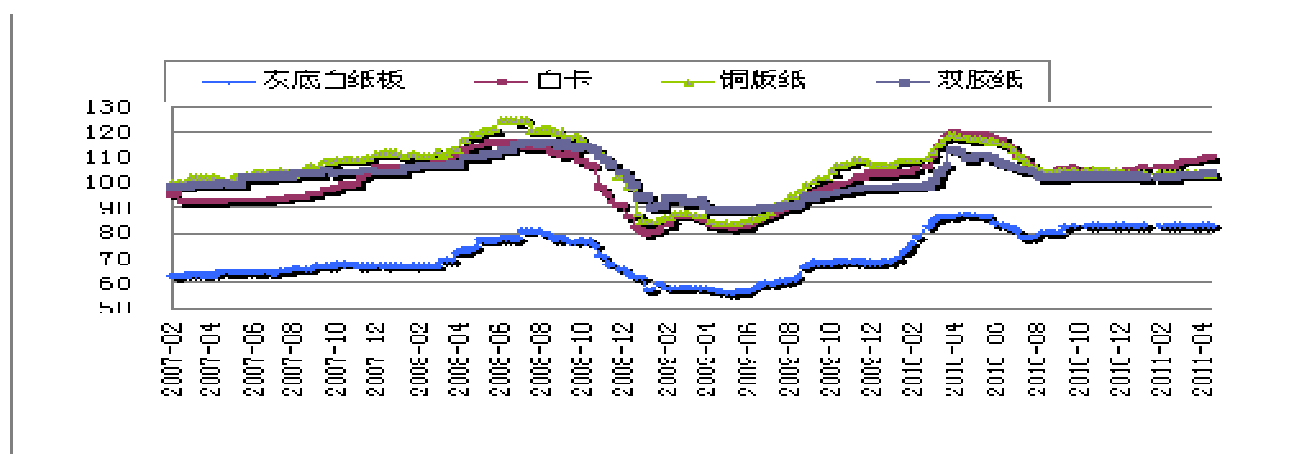
表现一直不瘟不火的纸业股，在近期出现集体活跃的迹象。二季度造纸行业将“两条腿”站上人民币升值的台阶。其中除了看重它们的重组题材，随着行业产量个位数增长，以及库存环比下降，同时行业固定资产增速负增长等一系列现象所暗含出未来产能扩张并不明显，这带来纸价上涨的预期升温，二季度纸业股很可能走出一波行情，就是有自制浆的纸业上市公司。在造纸行业中，晨鸣纸业作为木浆资产规模大，原料自给率高、成本控制强的企业，和其他几大龙头纸业公司被称作造纸业中的“大众情人”。

图1 国内机制纸及纸板产销量情况



来源：WIND 爱建证券

图2 UMPAPER成品纸指数



来源：纸业联讯 爱建证券

铜版纸方面

近期市场无大的起伏，贸易商谨慎操作，出货价暂平稳，终端市场整体仍显清淡，整体成交量较稳定。由于几家大厂近几个月出口形势较好，相应国内供给略显偏紧，尤其是金东纸业部分品牌市场上存量货源有限，但价格并未因此显现上涨情况，基本持稳。厂商方面，预计近期有新项目产品会陆续投放市场，4月起铜版纸市场上游方面的竞争压力将加大。晨鸣纸业有意提价，预计阻力可能较大。

请务必阅读正文之后的重要声明

白卡纸方面

近期贸易商库存较足，暂无大量补库需求，出货售价方面较为坚挺。终端市场基本以稳定为主，部分纸厂提价暂执行有限。齐河晨鸣纸业由箱板纸转产的白卡原纸产品多经内部纸厂涂布加工后销售。

双胶纸方面

近期贸易商出货量略有下滑，售价方面基本持稳。厂商方面，4月中下旬文化纸出厂报价持平上旬，河南的双胶纸近期出货平稳。

箱板纸及瓦楞原纸方面

山东地区瓦楞原纸市场售价表现较为平稳，多数纸厂暂无明显库存压力；河南地区瓦楞纸市场近期较为平稳，江浙地区整体报价平稳，而华南地区部分瓦楞原纸出厂价松动。

生活用纸竞争格局即将改写

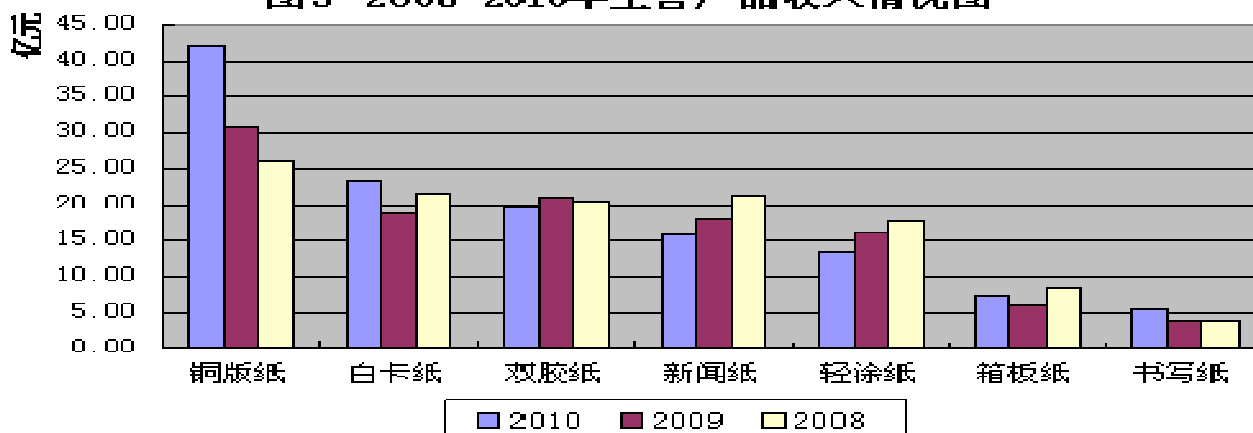
未来几年众多新项目产能集中释放，可能会造成阶段性供过于求以及国家加大淘汰落后造纸产能等因素将促进行业整合，生活用纸行业格局将会大变。

2009 年中国生活用纸消费量占全球总消费量的15%。蓬勃发展的生活用纸行业吸引了越来越多的投资者，不但现有大企业在迅速扩张，而且生产其它纸种的企业和外行业企业也纷纷进入生活用纸领域。晨鸣年产6 万吨生活用纸项目已在去年12 月投产，已完成3.8万吨投产。预计2011年4月中国今后数年生活用纸的消费量仍将以 8%左右的速度增长，比世界平均增长水平高一倍。我国目前生活用纸的年人均消费量仅3.14 公斤，低于世界平均水平的4.1 公斤，相比北美的25 公斤、日本和西欧的15 公斤，还有相当大的差距，市场潜力仍非常大。国家淘汰落后造纸产能、节能减排等政策将为拥有先进生产力的企业提供更多的发展空间。而行业也面临挑战，众多新项目产能集中释放，很可能造成阶段性的供过于求，市场竞争将更加激烈。

二、晨鸣纸业主要产品经营规模和盈利水平稳定，未来业绩提升来源于投资项目投产

2010年公司完成机制纸产量335万吨,比2009 年增加31万吨，增加幅度10.2%。公司主营产品为铜版纸、白卡纸、双胶纸、新闻纸、轻涂纸、箱板纸、书写纸。其中铜版纸、白卡纸、双胶纸是公司整体毛利率提升关键。

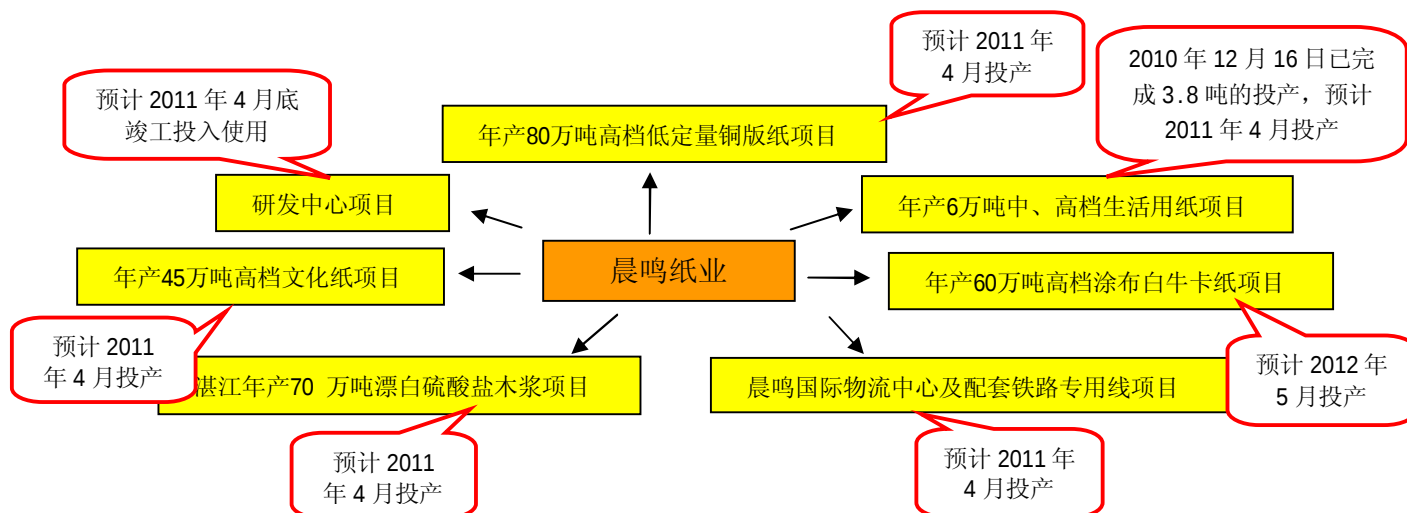
图3 2008-2010年主营产品收入情况图



来源：爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

图4 公司主要资金投资项目情况图



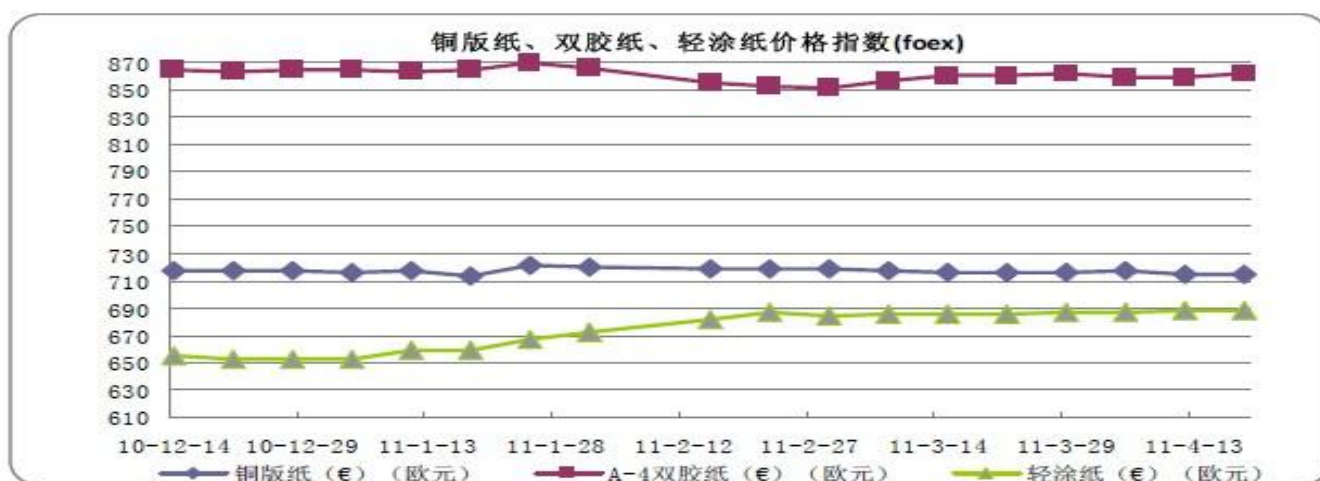
来源：爱建证券

三、盈利预测和投资评级

预计公司2011-2012年净利润分别为14.70亿元和18.24亿元，分别同比增长39.7%、26.37%和22.8%，对应EPS为0.71元和0.88元，PE为11.59x和9.34x，维持公司“推荐”的投资评级。

四、附件：主要纸品价格变化情况

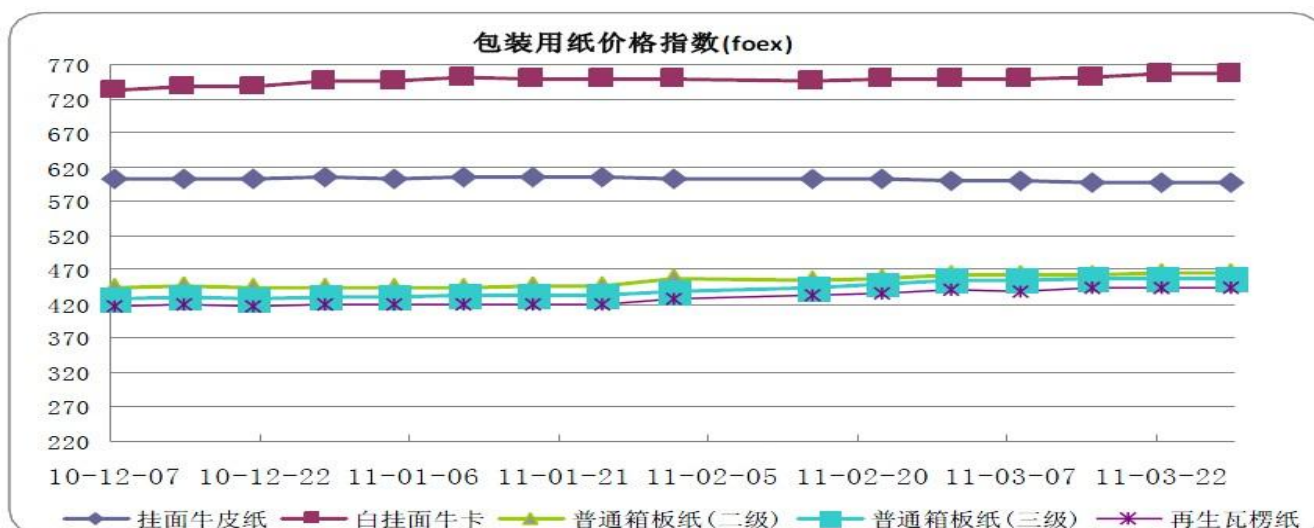
图5：近期文化纸品价格指数走势图



来源：纸业联讯 爱建证券

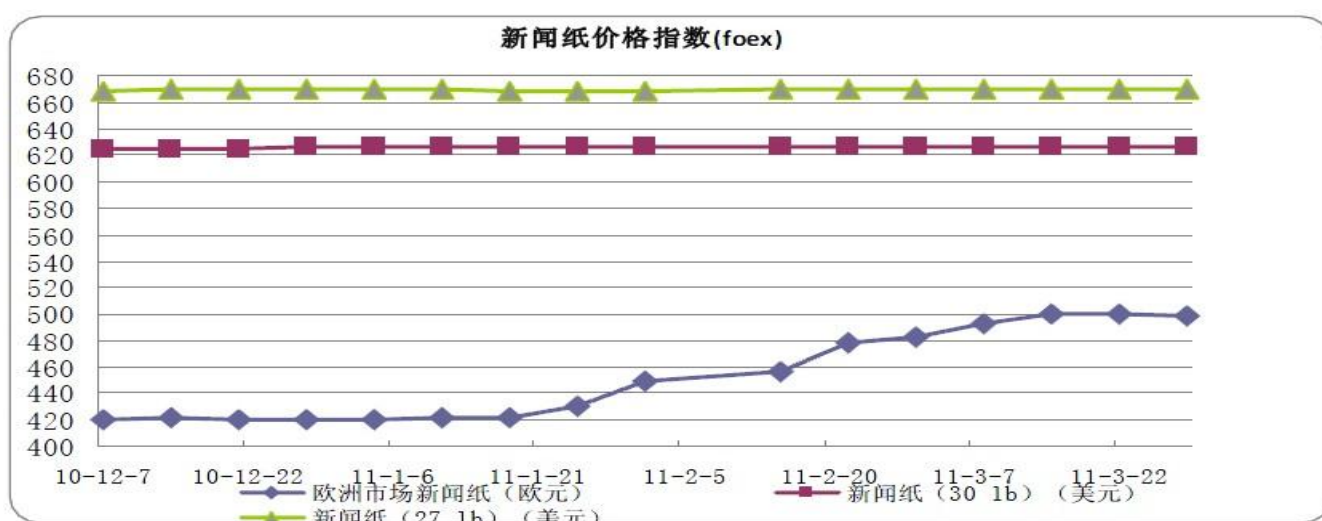
请务必阅读正文之后的重要声明

图6：近期包装纸品价格指数走势图



来源：纸业联讯 爱建证券

图7：近期新闻纸品价格指数走势图



来源：纸业联讯 爱建证券

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐:预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内,个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内,个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势:预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势:预期未来6个月内,行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格,本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,爱建证券及其研究人员对上述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,爱建证券不作任何担保。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。本报告中的观点、结论和建议仅供参考,并不构成所述证券的买卖出价或征价,爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下,我公司及其所属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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有,未经书面许可,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品,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。经过请务必阅读正文之后的重要声明

书面授权引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。