

坚定看好行业趋势，暴跌是买入机会



行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

报告日期

2009 年 7 月 30 日

郑 恺

造纸、轻工行业分析师

8621-63325888 × 6079

杨春燕

造纸、轻工行业资深分析师

63325888×6080

事件：昨日造纸板块大幅下跌

昨日造纸板块随大市调整较大，晨鸣纸业下跌 7.96%，华泰股份下跌 7.92%，太阳纸业下跌 5.81%，博汇纸业下跌 8.07%等。

我们的观点：依然看好行业发展趋势，暴跌是买入机会

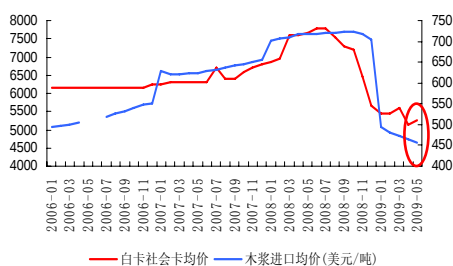
我们看好造纸的逻辑和基本面没有发生本质的变化，因此继续推荐造纸行业的投资机会，并建议投资者关注造纸板块中最为低估的晨鸣纸业。

为什么买入造纸？

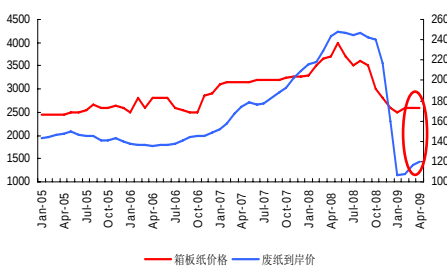
1、企业盈利继续反弹无悬念

我们坚定看好当前行业的发展趋势，认为暴跌为战略性的投资者提供了介入的机会。承接我们造纸 7 月报《企业行为透露些许乐观》以及造纸下半年策略《盈利继续反弹无悬念》的观点。我们认为企业盈利将较两季度继续反弹。我们重申论据在于行业 5、6 月份价格有所提升，而 3 季度由于事先囤货导致成本依然维持地位，因此三季度单位纸品的毛利空间将有所放大。见下图。而四季度是纸品的一个相对旺季，因此纸品价格有望保持稳中有升，我们看好下半年造纸行业的盈利持续反弹。

图 1：纸品和实际到岸木浆价差扩大



包装纸与废纸价差将可能扩大



资料来源：东方证券研究所

2、估值比率依然充满吸引力：

我们认为造纸行业自 2006 年开始 PB 估值与大市的比率一直维持在 0.5~0.7 的区间段中，在与大市相比达到 0.5 的位置，配置造纸有较高的安全边际，而达到 0.7 的时候，造纸的超额收益消失。

当前的折价较前期进一步扩大至 41%，位于 0.59 的位置，我们认为在企业业绩向上，盈利回归均值的区间段，不必再等待行业估值下滑到 0.5 的水平上，当前配置造纸有望获得超额收益水平。

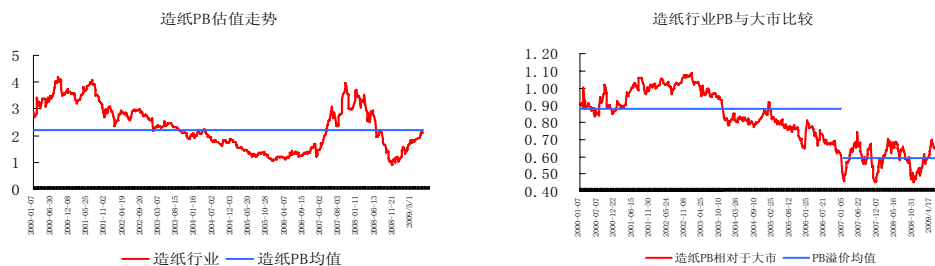
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

我们考虑到支持我们中期策略配置造纸的主要逻辑和基本面因素没有发生本质的变化，因此我们继续建议投资者标配造纸行业，暴跌提供了战略买入机会。

图 2 PB 估值 2.09 倍

相对市场沪深 300 估值有 41% 折价



资料来源：东方证券研究所

为什么买入晨鸣纸业？

1、盈利能力、规模水平位于 A 股上市公司第一

当前结合企业估值水平和盈利发展趋势，我们首推晨鸣纸业，我们的论据来自晨鸣纸业是国内最具规模效应的大型纸业之一，如下表所示来看，公司产能远远领先于其他各大企业，且公司自制浆占比达到 75%，4 月份后自制浆产能开启使得企业产业链一体化的优势得以发挥，因此，我们认为 2 季度后，晨鸣纸业的估值不应继续落后于其他造纸企业的平均水平。

表 1 各大公司产能情况

万吨	白纸板	白卡纸	箱板纸	铜版纸	新闻纸	文化纸	其他纸品	自制浆
晨鸣纸业		40	30	60	65	40	35	135
华泰股份					120	40		
太阳纸业	75	30		40		30		20
博汇纸业		25	15			25	15	20
银鸽投资		25	20			40	3	
景兴纸业			82				10	
岳阳纸业						40	20	43

资料来源：东方证券研究所

我们从企业 2008 年的盈利能力等各项财务指标来看，晨鸣纸业处于行业内领先的位置，然而其估值水平却是最低的，我们认为这个现象并不合理。

表 2 晨鸣纸业财务情况领先同类企业，但估值水平最低

	销售毛利率 2008	ROE 2008	ROIC 2008	市净率
晨鸣纸业	19.14	10.24	6.28	1.39
华泰股份	18.83	10.03	4.97	1.86
太阳纸业	14.97	9.14	5.17	2.95
博汇纸业	19.83	10.70	7.32	1.85
景兴纸业	7.34	-11.63	-2.43	1.41

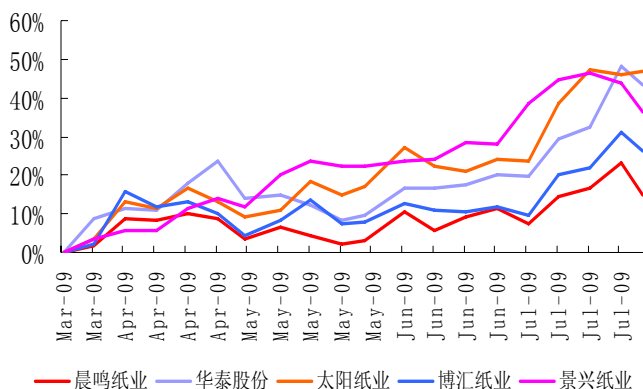
资料来源：东方证券研究所

2、相对造纸行业，晨鸣估值处于历史低位

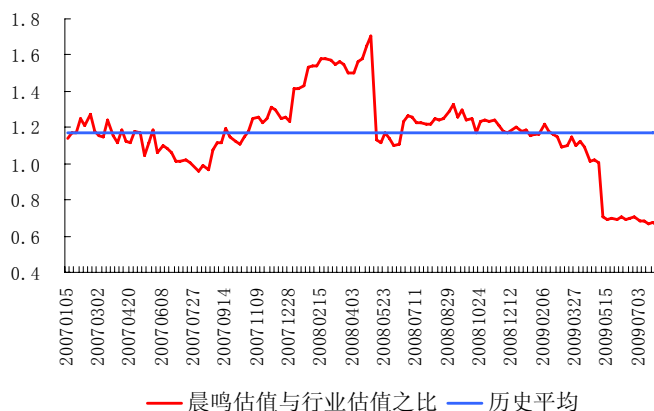
最后，从股价的绝对表现来看，自从我们 3 月中旬看多造纸以来，晨鸣纸业也是我们主要推荐的品种之一，然而其股价表现却落后于其他造纸企业。最让人费解的是，尽管晨鸣纸种类型大而全，涵盖所有造纸品种，但股价表现却落后于所有单一纸种企业，如太阳纸业（铜版纸、白卡纸）、博汇纸业（白卡纸、文化纸）、景兴纸业（箱板纸）以及华泰股份（新闻纸），我们认为这一现象将在三季度得以纠正，晨鸣纸业的收益率应回到行业均值水平，这主要基于浆纸一体化企业三季度盈利快速反弹和企业估值较大幅度低估。

换一个角度，我们认为晨鸣纸业与行业的估值比较也处于一个历史底部的区域，我们认为作为行业的龙头公司，其估值的均值回归也是一个可以预见的过程。

图 3 晨鸣纸业表现落后于其他纸企



晨鸣 PB 估值与行业估值比率位于历史底部



资料来源：东方证券研究所

投资建议：结合估值因素，我们维持行业看好评级，继续推荐晨鸣纸业、太阳纸业；此外，我们也继续推荐产品需求较为稳定的恒丰纸业、博汇纸业和劲嘉股份，维持行业看好评级。

催化剂：9月份环保风暴再起，以及三季度盈利的持续反弹。

风险因素：行业出口遭遇国外反倾销，纸品回流国内带来价格竞争。

分析师承诺

杨春燕：造纸、轻工行业资深分析师

郑 恺：造纸、轻工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。

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。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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn