

小行业要有大战略

——2009 年报前瞻与 2010 年一季度策略

研究结论

- **09 年造纸轻工企业下半年盈利大幅提升。**我们预计全年业绩较好的企业有太阳纸业 (0.94 元, 增长 104%), 华泰股份 (1.78 元, 增长 217%), 劲嘉股份 (0.47 元, 增长 36%) 和凯恩股份 (0.32 元, 增长 191%); 而其中 4 季度在成本迅速提升的通道中, 盈利增长势头较为迅猛的是景兴纸业 (0.08 元, 300%), 岳阳纸业 (0.16 元, 50%), 大亚科技 (0.35 元, 13%) 以及凯恩股份等。
- **但 09 年造纸企业春天很短暂, 10 年成本上涨是隐忧。**我们认为 09 年三季度造纸企业的盈利出现大幅度回暖, 但 4 季度开始盈利已经出现环比回落, 我们认为随着美日欧等地区造纸产量的恢复带来的木浆存量需求, 使得木浆、废纸价格大幅上扬, 2010 年上半年国内造纸企业盈利能力成为隐忧, 我们预计随着国内造纸产能上半年的逐步达产, 成本仍将维持在高位, 而纸价涨幅相对有限, 因此大部分企业盈利将继续下滑。
- **小行业要有大战略, 我们推荐具有成本控制战略和下游客户战略的企业。**这样的企业能在成本上涨的过程中尽显优势, 逆境中提升自身市场份额, 并获得发展机会。
 - **成本控制战略。**这样的公司受益于成本的上升, 如威华股份。我们看重威华股份 66 万亩自有林地, 在木材价格上行通道中具有一定的资源重估价值;
 - **下游客户战略。**这类公司能够获取“消费者溢价”, 通过服务或者技术得到客户依赖, 从而能够顺利转移成本, 如大亚科技, 其圣象地板是国内第一品牌, 可以通过涨价转移成本压力; 劲嘉股份是国内市场份额最高的烟标生产企业, 通过设计取得较高毛利的订单, 转嫁烟卡纸成本; 最后, 美盈森是通过帮助下游客户节约包装费用达到与下游议价的效果, 依靠数量规模扩张也能平抑原料价格风险。
 - **以量补价, 产能释放带动盈利扩张。**我们也关注 2010 年有较多产能释放的公司, 如凯恩股份 (电解纸供不应求, 电池产能翻番), 太阳纸业 (浆线扩张至 50 万吨, 文化纸 35 万吨达产), 博汇纸业 (35 万吨白卡纸产能达产)。


东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

造纸、轻工行业高级分析师

8621-63325888 × 6079

zhengkai@orientsec.com.cn

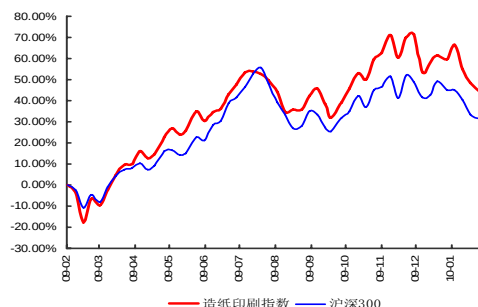
行业评级 看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股

行业 造纸轻工

报告日期 2010 年 2 月 5 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-1.1%	-6.1%	35.0%
相对表现 (%)	0.0%	3.7%	8.6%

资料来源: WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	EPS08A	EPS09E	EPS10E	股价	评级
博汇纸业	0.50	0.37	0.50	9.00	增持
凯恩股份	0.11	0.32	0.43	9.95	增持
劲嘉股份	0.52	0.47	0.65	13.60	增持
太阳纸业	0.46	0.94	1.30	18.35	增持
威华股份	0.25	-0.13	0.48	11.35	买入
大亚科技	0.38	0.35	0.76	10.84	增持
美盈森	0.76	0.75	0.76	27.69	增持

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关研究报告

浆价企稳是重大转折点	3 月 20 日
布局浆价企稳——2 季度造纸策略	3 月 30 日
盈利继续反弹无悬念	6 月 29 日
坚定看好行业趋势, 暴跌是买入机会	7 月 29 日
投资风格应有变换, 偏向浆纸一体化企业	8 月 21 日
浆价步入上升通道, 投资浆纸一体化	9 月 4 日
浆纸脱钩型企业盈利将下滑	9 月 22 日

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。

目 录

一 2009 年年报前瞻：我们站在成本的高岗上	3
1.1 下半年造纸企业的春天很短暂，成本上涨已是隐忧	3
1.2 造纸轻工公司 09 年盈利前瞻	3
二 浆价格一季度续升，未来维持高位	4
2.1 木浆产能恢复迟缓，未来价格高位企稳	4
2.2 废纸供应面临瓶颈，价格上行可能较大	5
2.3 利用进口木片生产木浆的厂商成本较为稳定	6
2.4 结论：单纯制造类企业盈利回落仍可预期	7
三 纸产能投放加速，纸价节后趋涨	7
3.1 出口将走低，新增产能没有新增需求基础	7
3.2 结论：纸价节后趋涨，浆纸一体化企业后劲更足	9
四 一季度策略：小行业需要大战略	9
4.1 成本控制战略：威华股份	9
4.2 下游客户战略：大亚科技、劲嘉股份、美盈森	9
4.3 以量补价，新产能投放：凯恩股份、太阳纸业、博汇纸业	10
4.4 国际国内企业估值表	12
附录一：2009~2010 年新增产能统计	13
分析师承诺	25
投资评级说明	25

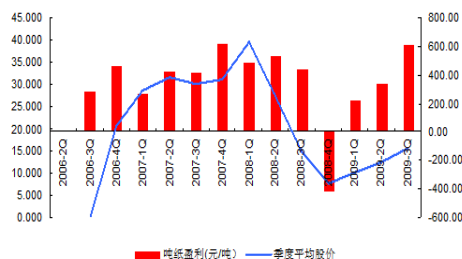
一 2009 年年报前瞻：我们站在成本的高岗上

我们在《浆纸脱钩型企业盈利将下滑》策略报告中提出未来浆价上涨，浆纸一体化企业盈利增长更有后劲，从我们年报前瞻的角度看，基本符合我们这一预期。4 季度普遍浆纸一体化公司盈利保持较浆纸脱钩型企业更为稳定。

1.1 下半年造纸企业的春天很短暂，成本上涨已是隐忧

三季度是整个行业盈利最好的时期，当时国际浆需求尚未复苏，公司成本尚在底部，但纸品价格由于出口提升和内需的提振开始从 5 月份开始逐步提价，导致三季度企业盈利恢复到了相对高的水平。

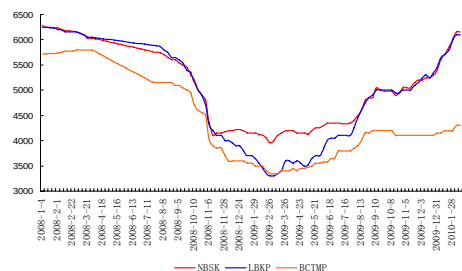
图 1 太阳纸业吨纸盈利三季度恢复到 07 年 4 季度水平



资料来源：东方证券研究所

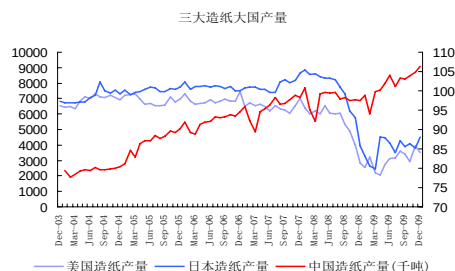
但随后我们也观察到随着美日欧等地区产量的触底回升，对于木浆的需求陡然升温，浆价开始自 9 月份上涨斜率发生了变化，出现了大幅度的上扬。

图 2 木浆价格大幅上行



资料来源：东方证券研究所

浆价触底与美日产纸量触底重合



1.2 造纸轻工公司 09 年盈利前瞻

我们预计 2009 年年报预测如下，其中 4 季度环比有增长的公司主要有景兴纸业，岳阳纸业和劲嘉股份，而造纸公司由于 4 季度成本开始大幅提升，导致大部分公司环比业绩出现一定程度的下滑，我们认为随着浆价 1 月份的进一步走高和未来高位维持的影响，浆纸脱钩型企业毛利率 10 年上半年仍将环比趋降。

表 1 年报前瞻表，浆纸一体化企业盈利较为稳定

	股价	EPS08A	EPS09-3Q	东方证券预测				市场一致预期		东方证券预测		市场一致预期	
				EPS-4Q	Q4 环比%	EPS09E	EPS10E	EPS09E	EPS10E	PE09	PE10	PE09	PE10
晨鸣纸业	8.10	0.57	0.22	0.14	0%	0.36	0.53	0.38	0.51	22.50	15.28	21.45	15.98
华泰股份	15.00	0.67	0.45	0.15	-25.7%	1.78	0.84	0.86	0.81	8.43	17.86	17.40	18.52
景兴纸业	7.25	-0.53	0.04	0.04	300.0%	0.08	0.39	0.07	0.29	90.63	18.59	102.84	24.58
博汇纸业	9.00	0.50	0.26	0.11	-14.5%	0.37	0.50	0.40	0.61	24.32	18.00	22.72	14.78
岳阳纸业	10.73	0.21	0.10	0.06	50.0%	0.16	0.38	0.16	0.32	67.06	25.55	65.75	33.57
恒丰纸业	12.35	0.33	0.37	0.03	-82.5%	0.40	0.50	0.46	0.51	30.88	24.70	26.59	24.43
凯恩股份	9.95	0.11	0.19	0.13	30.0%	0.32	0.43	0.28	0.41	31.09	23.14	35.55	24.11
劲嘉股份	13.60	0.52	0.35	0.12	9.1%	0.47	0.65	0.52	0.66	28.94	20.92	26.35	20.56
太阳纸业	18.35	0.46	0.64	0.30	-11.8%	0.94	1.30	0.92	1.17	19.52	19.52	20.00	15.63
威华股份	11.35	0.25	-0.07	-0.06	-	-0.13	0.48	0.04	0.27	-87.31	23.65	272.18	42.70
大亚科技	10.84	0.38	0.25	0.10	13.0%	0.35	0.76	0.42	0.62	30.97	13.55	25.81	17.59
美盈森	27.69	0.76	0.73	-	-	0.75	0.76	0.71	0.96	36.92	36.43	38.90	28.72

资料来源：东方证券研究所

二 浆价格一季度续升，未来维持高位

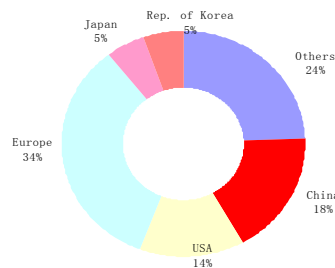
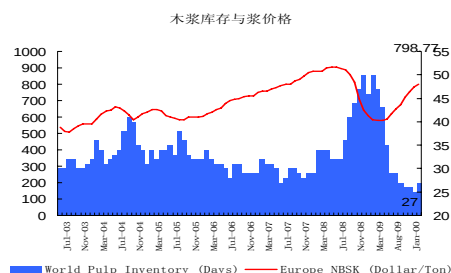
我们四季度策略中鲜明提出未来成本上升是一个较为明显的趋势，浆纸脱钩型企业的盈利能力将受到一定程度的压制，从 10~12 月份的运行趋势来看，证实了我们当时的假设，浆价自 9 月开始，上涨的斜率出现了改变，由 4 月开始的触底温和回升转变为大幅上扬，尤其是 11 月份阔叶浆价格调升了 70 美元/吨，涨幅达到 12%，针叶浆每月提升 30 美元/吨，现在木浆价格基本已经抬升到历史均值的水平以上。

我们认为未来随着国际造纸产能进一步回暖，木浆价格一季度仍将趋稳向上，未来可预见的时间段上，价格仍将维持在高位。

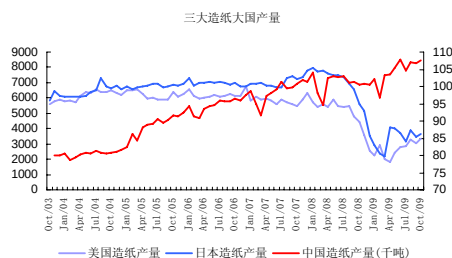
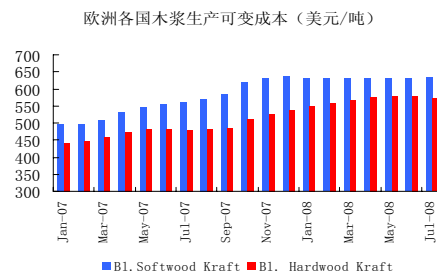
2.1 木浆产能恢复迟缓，未来价格高位企稳

我们认为导致此轮木浆价格快速上升的主要原因来自于美欧日地区造纸产能的快速回复，从木浆进口的结构看，欧美是主要进口国，提供约 50% 的需求量，上半年由于金融危机影响，欧美地区纸产量大幅下滑，导致木浆需求休克，即便中国上半年大量进口，木浆全球库存也维持在高位，没有使得其价格上涨；但下半年全球经济开始企稳，美日地区纸产量恢复，引发需求的快速均值化，木浆库存急剧下滑，从而拉高了木浆的全球价格。

我们认为未来木浆仍有望维持在高位的主要理由除了欧美日地区造纸产量的逐日恢复导致木浆需求有支撑外，木浆的供应瓶颈依存也是主要原因之一，由于国际上木浆生产企业经历金融危机后出现大量关停，且木浆的恢复生产有赖于锯木厂等产业链的复苏，否则缺乏原料将导致木浆产能恢复有限，更为重要的是，即便浆价目前上涨至 680~730 美元的水平，依然无法使得欧美地区浆厂盈利，以上是导致浆生产企业恢复迟缓的原因。

图 3 木浆需求：欧美是存量，中国是增量

木浆库存 27 天，浆价续涨有基础


资料来源：东方证券研究所

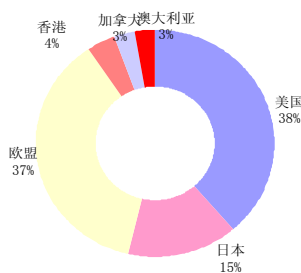
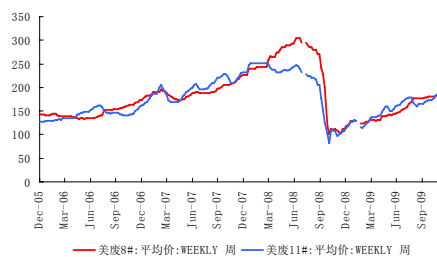
图 4 美日地区造纸产能回复

欧美地区浆成本高企，目前价格下盈利能力不高


资料来源：东方证券研究所

2.2 废纸供应面临瓶颈，价格上行可能较大

从国际废纸贸易状况来看，北美是个净出口地区，亚洲、拉美和非洲是净进口地区；欧洲和澳洲的进出口数量相当，基本内部平衡。所以废纸的国际贸易主要是美国废纸流向亚洲和拉美，这种趋势今后若干年还将继续下去。中国已成为最大的废纸浆进口国。据统计，美国、欧盟、日本和港澳地区是中国进口废纸的主要来源地。

我们认为未来废纸价格尽管已经连续11个月上行，但未来上涨空间依然存在，这是由于金融危机后，美日欧等地区的造纸产量普遍下滑20%以上，在产量恢复较慢的背景下，未来可供出口的废纸依然维持在较低水平上，这使得废纸价格将因供应瓶颈而保持强势。

图 5 废纸来源美日欧占比超过 90%

废纸价格连续 11 个月上涨，未来仍将上行


资料来源：东方证券研究所

表 2：国内废纸回收率低，尚不能形成稳定供应

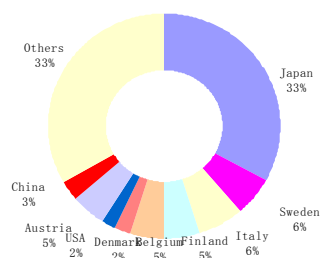
年份	纸和纸板产量 (万 t)	纸和纸板消费量 (万 t)	废纸回收量 (万 t)	废纸 回收率 (%)	废纸浆 用量 (万 t)	废纸浆比例 (%)
1995	2400	2650	959	36.2	840	37.2
2001	3200	3683	995	27.0	1310	44.0
2003	4300	4806	1470	30.6	1920	49.1
2005	5600	5930	1809	30.5	2810	54.0
2007	7350	7290	2765	37.9	4017	59.3
2008	7980	7935	3129	39.4	4439	60.3

资料来源：东方证券研究所

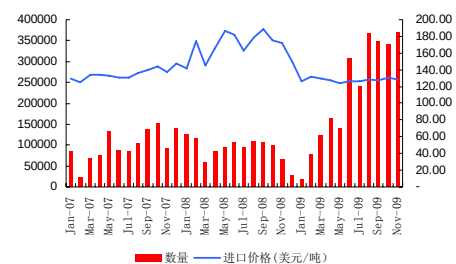
2.3 利用进口木片生产木浆的厂商成本较为稳定

由于进口浆板和废纸价格今年逐渐趋于上涨，因此国内也有不少企业，如APP金海浆厂、太阳纸业等公司开始尝试进口木片制浆，以缓解浆价逐渐上行带来的成本压力，木片的世界贸易结构中，2007年为例，需求方主要来自日本和欧盟地区，而中国目前占比较小。但随着国内沿海地区大规模纸厂的兴建，木片的争夺战也将展开。

从当前木片供需来看，我们认为木片价格在未来一年内价格仍将处于稳定，这是由于日本造纸量大幅下滑，导致木片进口较低，而越南、印尼等地森林保护机制仍在建立中，供应不会发生较大波动，因此木片未来国际供求仍较稳定，但随着日本产量的恢复，必将分流国内的木片供应，这将带来木片价格的涨价预期。

图 6 日本木片进口占全球 1/3


资料来源：东方证券研究所

中国大量进口，但价格依然稳定

表 3：当前中国大量进口尚不足弥补日本进口减少，但未来日本进口上升将引发木片涨价

	进口量 (吨)	%CH
日本 09 年 1~9 月进口	7,893,471.00	-30.3%
日本 08 年 1~9 月进口	11,328,081.00	
中国 09 年 1~9 月进口	1,786,080.85	99.1%
中国 08 年 1~9 月进口	897,180.27	
缺口 (吨)		-2,545,709.42

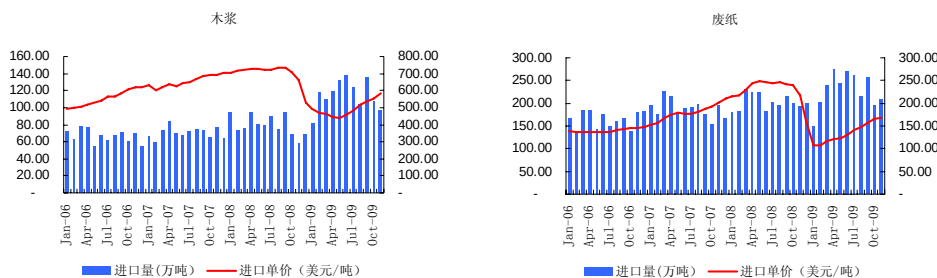
资料来源：东方证券研究所

2.4 结论：单纯制造类企业盈利回落仍可预期

我们在《投资风格应有转换，偏向浆纸一体化企业》和《浆纸脱钩型企业盈利将下滑》的报告中，提出未来浆价上涨是一个大概率的事件，在浆价上涨的通道中，建议配置浆纸一体化企业，其盈利增长的后劲更足。

我们至此仍强调这一观点，我们从国内过剩木浆库存并不多，且欧美地区纸厂开始复产，以及国内自制浆不能填补化学浆缺口三个方面，判断未来国内进口需求不会走弱，浆价将继续上行，浆价上升周期中的最佳配置仍是浆纸一体化企业，如晨鸣和岳阳。

图 7 木浆和废纸尽管中国进口数量下滑，但未来价格仍将走高



资料来源：东方证券研究所

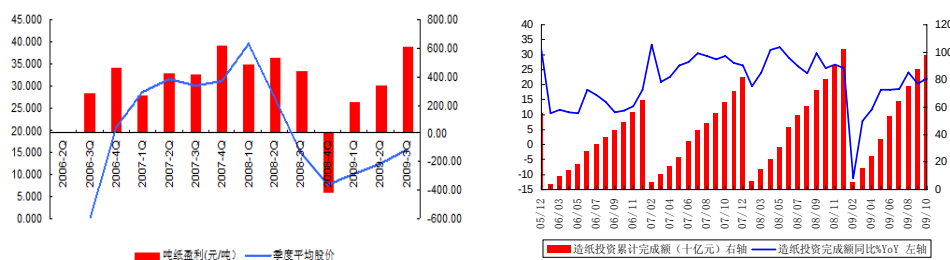
三 纸产能投放加速，纸价节后趋涨

三季度企业盈利快速走出低谷并达到历史高点，使得大多数企业开始变得更为乐观，主要的表现是纸品产量的环比上升和纸业固定资产投资的快速恢复，即资本开支的增加。

但我们认为明年新产能的投放不具备良好的需求基础，也就是说没有明显新的需求增长点，这将导致明年新增产能将伤害纸品的提价能力，价格的上涨更出于成本推动的考虑。

图 8 太阳纸业吨纸盈利创新高

纸品固定资产投资快速恢复

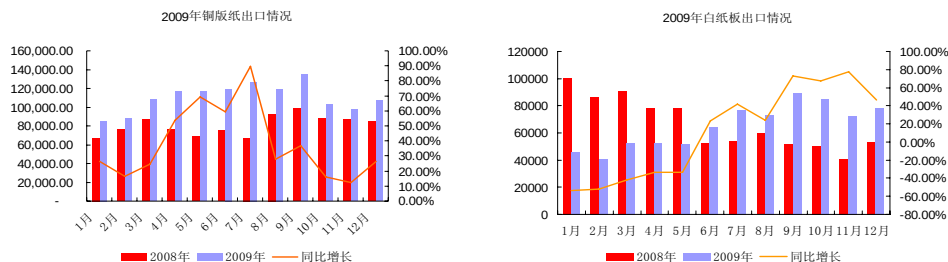


资料来源：东方证券研究所

3.1 出口将走低，新增产能没有新增需求基础

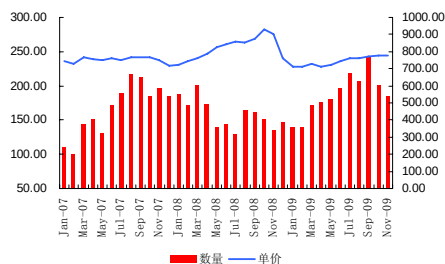
我们认为今年纸价之所以连续上调的一个主要因素来自于出口的大量释放，如铜版纸、白卡纸等产品月均出口达到 10 万吨和 7 万吨的规模，这很大程度上缓解了国内产能过剩的压力。我们观察到出口的大幅增长与纸价的频繁上调出现在同一时间段，因此我们有理由相信出口是触发纸价回暖的一个重要因素。

图 9 铜板、白卡出口环比逐月下滑



资料来源：东方证券研究所

图 10 11 月份涂布纸出口进一步下滑



资料来源：东方证券研究所

但我们认为出口的大幅增长明年将不可持续，因为如果我们将这些出口拆细来看，今年出口大量增长的主要目的地集中在日本和英国两个国家，见下表。但这两个国家都是成熟经济体，没有增量需求，对国内纸品的大幅增长来自于经济学意义上的“吉芬品”概念，即经济危机下对于低档产品需求大增，随着国内出口价格的上行，见图 7，可以预见未来出口增速的下滑；另一方面，我们预计由于浆价上升和纸品出口提价，将导致美国、日本和英国等纸厂企业重获生产成本优势，目前日本企业产能利用率普遍偏低，但没有产能退出，中国出口提价，将导致其国内开工回升并影响我们的出口定单。

因此，总结来看，我们认为明年出口形势不容乐观，未来随着出口增速的下降，新增出口将变得困难，而大量新增产能的建成将主要在国内市场进行消化，可能引发国内市场价格竞争，从根本上改变当前纸品价格持续上升的趋势。

表 4 出口增量主要来自日本、英国两国

	1-7 月出口数量（千克）	同比增长%	出口均价（美元/吨）
美国	209,763,109.00	22.7	741.1
日本	181,401,874.00	312.5	731.5
香港	100,585,176.00	-12.8	757.6
印度	60,047,978.00	10.8	727.4
英国	50,252,886.00	204.3	684.0
土耳其	39,472,688.00	-4.2	686.3
台湾	37,805,215.00	-10.4	794.0
韩国	35,779,068.00	-40.9	740.9
泰国	32,163,682.00	-32.6	701.2
澳大利亚	30,563,795.00	-42.6	779.0

资料来源：东方证券研究所

3.2 结论：纸价节后趋涨，浆纸一体化企业后劲更足

尽管当前纸品直接出口需求并不旺，但由于出口回暖导致纸品间接出口升温，此外，我们在和纸品贸易商接触过程中得知，当下社会库存和纸厂库存均较小，不到 1 个月，在成本上涨的推动下，预期未来纸价上涨的预期坚强，因此社会纸品贸易商有很大的动力提前采购，这些微观行为的叠加导致了纸品价格仍有一定上涨空间，这也是我们认为纸价节后趋涨的主要理由。

但我们认为节后涨价大部分的原因来自成本的推动，随着价格的上涨，部分印厂也将转向中低端纸品，因此，未来纸品涨价没有良好的需求支撑，是一个转移成本压力的方式。

最后，我们仍看好未来浆价表现，并推荐投资者关注浆纸一体化企业在浆价上行通道中良好的业绩表现。对于浆纸脱钩类企业，如太阳纸业和博汇纸业，我们认为未来纸价将随浆价上扬，由于存货带来的滞后效应，这类企业也将受益纸价的提升，只不过盈利增长的弹性将小于浆纸一体化企业。

四 一季度策略：小行业需要大战略

我们认为造纸轻工行业尽管在国民经济中所占比例较小，但由于多数公司隶属中游，因此向上或向下发展是公司突破桎梏，未来进化的必经之路。因此，我们判断我们选择的公司需要从两种战略进行考虑，一是走上游路线，控制行业资源，取得成本优势；二是走客户服务路线，争取得到“消费者溢价”，能够凭借自身服务转移成本上涨压力。这两类公司我们认为有望在成本上行的 2010 年得到投资者青睐。

4.1 成本控制战略：威华股份

我们认为威华股份和岳阳纸业在资源掌控和产业链一体化的过程中具有一定的优势，随着成本的上涨未来其竞争优势将更为明显。

A 威华股份：木材价格上涨是最大的催化剂

我们推荐威华股份的主要原因在于公司具有 66 万亩林地资源，由于国际上其他国家减排需要导致进口木材数量的减少，我们认为木材涨价是一个大概率事件，这将很大程度上抬高胶合板等木材使用企业生产成本，但公司所用原料枝桠材价格涨幅不大，且自有林地资源中 2010 年可以砍伐的数量为 24 万方左右，威华股份生产过程中盈利压力较小。

此外，我们认为中纤板行业 2010 年供需将有一个较大幅度的好转，由于 2009 年增值税取消，导致行业整体亏损。因此 2010 年没有新增供应，此外，随着房地产交易 2009 年回暖，中纤板行业为原料的家具需求将一个大幅释放，带动中纤板盈利能力将有较大改观，最后，增值税退税政策的恢复，使得公司盈利 2010 年同比有大幅提升。

我们建议投资者在木材价格上涨的预期下增加配置。预计明年木材砍伐贡献 0.1 元，纤维板产能扩张 140%，贡献盈利 0.38 元，2010 年盈利预计 0.48 元，目标价格为 16.51 元。

此外，公司还公告未来将持续购林 200 万亩以上，远景公司林地面积将达到 300 万亩，成为名副其实的林业公司。我们预计 09-10 年 EPS0.16 元和 0.38 元的预测值，给予增持评级。

4.2 下游客户战略：大亚科技、劲嘉股份、美盈森

B 大亚科技：地板需求迸发，建材下乡增量

我们判断大亚科技 2010 年木地板需求将处于高位，这是源自 2009 年 1-11 月，全国商品房销售面积 75,203 万平方米，同比增长 53.0%，而 2009 全年木地板产量在 4 亿平方米水平，因此我们判断在房屋旺销后，2010 年的地板市场将维持紧平衡，特别是品牌地板将面临更加旺盛的需求形

势。公司主要产品为“圣象牌”木地板市场份额占到8%左右，为第一大品牌，将受益于地产成交活跃带来的需求拉动。

此外，我们认为作为建材的主要构成之一，中纤板和木地板等产品下乡起到改善农村居民的居住条件和带动当地消费升级换代的作用，这使得这类建材有望成为建材下乡重点扶持的产品之一，从而提升公司产品的需求水平。

我们看好未来企业面临较为旺盛的装饰需求，预计09、10年盈利预测0.35、0.76元，对应当前PE分别为31倍和14倍，PB为2.9倍，我们给予其20倍PE水平，目标价15元，增持评级。

C 劲嘉股份：双轮并购模式初显端倪

我们预计公司整合烟标市场模式将有一定改变，由当初单纯烟草三产剥离的方式，提升为公司下游客户之间的合并，公司料将受益于其客户做大做强后带来的烟标订单提升。

之前国家就逐渐开展压缩烟草牌号，并启动了省级层面的中烟公司兼并，预计整合的模式将以沪烟系，湘烟系和云烟系等为主，合并其他地区的烟草集团公司，我们认为劲嘉股份的主要客户为浙江、安徽、广东、云南、贵州等烟草强省，如果出现省级层面整合，公司有望能凭借客户资源曲线进入其他省份，并获得更多订单。

此外，政府公告显示2010年烟草行业生产数量稳定增长，但高档烟占比提升，公司主要设计和生产高档烟标，将受益于这一烟草品质提升的过程，由于高档烟标毛利率一直处于35%以上水平，尽管白卡纸价格趋涨，但公司未来毛利水平仍将维持稳定。

预计公司2009、2010年EPS为0.47、0.65元，当前估值已经达到2010年20倍，我们认为与公司生产部分相同产品的万顺股份上市高估值将为公司带来相对估值优势，我们给予稳定增长的高端包装类2010年25PE水平，目标价为16元，维持增持评级。

D 美盈森：鸿海模式的践行者，与下游共成长

公司是一家为下游客户提供消费电子包装的民营企业，主要客户是富士康、IBM和艾默生的国际知名企业，我们判断公司的经营模式效仿了其客户富士康，即：选对客户，才能在未来快速发展。

富士康通过为下游客户提供电子制造服务(EMS)，很快成为国际盈利最高的制造外包厂商，市场占有率达到25%，其成功经验在于精选优质的客户，这些客户因消费电子集中度提升，其成长领先于行业，也带来富士康成功。我们判断美盈森发展过程中，也参照了这种模式，通过为IBM、艾默生、三星等定制服务，建立其强大经营壁垒，并维持了稳定的订单渠道。2010年公司借助上市快速扩张迎合客户的需求，2011~2012年产能达产后将是公司蜕变之年。

我们认为在国内消费电子市场渗透率还远未饱和的背景下，2010年是公司产能达产后将有很好的销路，未来产能顺利投产和布点成功将引发盈利呈现快速增长，我们估计公司2009~2011年EPS分别为0.75元、0.76元和1.32元，我们认为公司经营模式较一般印刷包装企业更有盈利壁垒，因此我们给予公司一定的溢价水平，给予公司2011年25倍PE，目标价为33元。

4.3 以量补价，新产能投放：凯恩股份、太阳纸业，博汇纸业

我们认为明年上半年，尤其是一季度，成本的上行仍是一个大概率事件，因此未来无新增产能投放的企业盈利下滑是必然，在这一基础上，我们推荐2010年新增产能投放的企业，如凯恩股份（特种纸扩产，电池产能翻番），博汇纸业（35万吨白卡纸）、太阳纸业（35万吨文化纸）等，这类企业产能投产将达到以量补价的目的，维持盈利持续增长。

E 凯恩股份：电解质壁垒渐起，产能释放有预期

我们认为凯恩股份电池业务的扩张是主要看点，随着 2010 年电池产能扩张至 1.5 亿节（增幅 2 倍），2012 年达到 2.5 亿节，公司电池业务成长性将凸显。

此外，政策支持下电解纸反倾销使得竞争对手进口大幅萎缩，公司成为国内替代日本 NKK 产品的唯一供货商，目前产能严重供不应求，存货接近历史平均水平一半左右，未来产品提价预期较为强烈。我们认为随着电子行业经营继续回暖，公司未来两年仍将维持当前经营状态，盈利会有大幅改观。此外，公司其他纸品，如不锈钢垫纸和无纺壁纸等明后年仍有新增产能出现，国内地产成交的活跃为这类产品需求打开了突破口。

预计公司未来 2009、2010 年 EPS 预测为 0.32 元、0.43 元，对应当前股价，2010 年 PE 为和 23 倍，我们认为公司盈利增长较为迅速，并考虑到电池业务成长性和未来前景，我们给予 2010 年 30PE，目标价为 12.9 元，增持评级。

F 太阳纸业：产能投放、新增产能弥补盈利下滑

太阳纸业明年有新增的 20 万吨浆线（分别是化学浆和化机浆）完全达产，2010 年末预计达到 50 万吨浆线产能，由于前文提到的木片价格短期仍将维持低位，浆线达产能够屏蔽部分成本上升，但由于化机浆仅能部分添加到高档纸生产中，因此自制浆不能完全抵消成本上涨带来的盈利侵蚀。

此外，公司 35 万吨文化纸达产将增厚企业盈利，达到以量补价的效果。我们预计太阳纸业 2009、2010 年盈利 0.94 元和 1.30 元，给予增持评级。

表 5 公司现有和未来计划新增产能盘点

公司名称	生产设备型号	纸机号	生产能力（吨）	生产纸种	预计投产日期
股份公司	1800 纸机等			文化用纸	
	1880 纸机等		200,000	文化用纸	
	2362 纸机等			文化用纸	
太阳有限	2400 纸机		50,000	涂布白纸板	
	2400 纸机		50,000	涂布白纸板	
	3400 纸机		200,000	涂布白纸板	
万国太阳	3200 纸机	17#	200,000	白卡纸	
	3200 纸机	18#	250,000	白卡纸	
天章纸业	4950 纸机	19#	250,000	文化用纸	
	3520 纸机	16#	60,000	文化用纸	
	铜版造纸机*注	20#	400,000	涂布机	
山东国际	4580 纸机	22#	400,000	白卡纸	
中天纸业	4950 纸机	21#	250,000	文化用纸	
合利纸业			100,000	杨木化学机械浆	
股份公司			100,000	化学浆	Nov-09
永悦纸业			100,000	化学机械浆	May-09
华茂纸业		23#	350,000	文化纸	Mar-10
老挝浆厂			300,000	化学机械浆	2012

注：铜版造纸机在原纸的基础上进行涂布，涂布产能为 40 万吨，但并不生产铜板，为产能重复计算。此外，23#机产能有扩展的可能

资料来源：东方证券研究所

G 博汇纸业：35 万吨白卡纸投放增厚 2010 年下半年业绩

博汇纸业明年初有 35 万吨产能投产，主要生产烟卡纸，原来 25 万吨白卡纸产能将被重新分配重点生产社会卡。由于新增产能需要调试和试生产，一般需要半年到一年时间产能贡献业绩，因此我们预计新增产能在上半年均无法贡献盈利，进入到下半年后有望带来盈利的增长。

我们预计博汇纸业 2009、2010 年 EPS 为 0.37 元和 0.50 元，维持增持评级。

4.4 国际国内企业估值表

表 6 国内外纸企估值水平

Name	Price 2010-2-8	Market Cap (Million Dollars)	EPS08	EPS09	EPS10	PE08	PE09	PB09
中国大陆 蓝底为东方证券研究所覆盖								
晨鸣纸业	7.92	2,392.35	0.58	0.36	0.53	13.66	22.00	1.37
华泰股份	14.83	1,409.13	0.64	1.78	0.84	23.17	8.43	1.86
岳阳纸业	11.13	1,063.35	0.21	0.19	0.42	53.00	58.58	2.43
太阳纸业	18.18	1,337.98	0.44	0.87	1.30	41.32	20.90	3.23
博汇纸业	9.10	672.62	0.50	0.34	0.50	18.20	26.76	1.64
景兴纸业	7.42	426.08	(0.54)	0.08	0.39	-	106.00	1.71
恒丰纸业	12.24	346.05	0.33	0.40	0.50	37.09	30.60	2.14
劲嘉股份	13.51	1,270.55	0.52	0.47	0.65	25.98	25.49	4.80
大亚科技	10.88	840.72	0.38	0.35	0.76	28.63	23.65	2.89
上证综合当前估值						31.03		2.46
中国香港								
玖龙纸业	10.72	6362.46	0.38	0.15	0.19	71.47	56.42	2.78
晨鸣纸业 (H 股)	4.75	1,260.40	0.66	0.41	0.60	11.59	7.87	0.72
理文造纸	4.92	551.79	0.07	0.37	0.46	13.23	10.77	2.40
维达纸业	4.74	551.79	0.18	0.40	0.42	11.97	11.23	2.29
阳光纸业	2.92	153.07	0.16	0.21	0.30	13.90	9.73	0.86
恒生指数当前估值						19.89		1.86
北美								
International Paper	22.67	9,818.26	1.56	1.43	2.13	-	10.64	1.61
Kimberly-Clark	58.96	24,490.77	4.52	4.98	5.38	11.84	10.97	4.72
MeadWestvaco	23.04	3,943.04	1.30	1.11	1.38	20.85	16.66	1.18
Potlatch Corp	30.64	1,218.62	1.33	1.92	1.11	15.93	27.68	-
Weyerhaeuser	39.45	8,338.06	(2.58)	(0.67)	0.76	-	-	2.06
Temple-Inland	16.71	1,786.27	(0.08)	0.81	1.18	21	14.1	2.14
SINO-FOREST-CORP	18.39	4,452.75	1.25	1.37	1.61	12.50	10.69	1.83
WEST FRASER TIMB	31.94	1,367.54	(3.20)	(3.20)	(0.98)	-	-	0.83
标准普尔 500 当前估值						18.34		2.11
欧洲								
Stora Enso	4.28	3,586.49	(1.12)	0.20	0.36	-	11.76	0.66
UPM-Kymmene	7.54	3,920.57	0.33	0.24	0.58	-	12.96	0.60
HOLMEN AB-B SHS	179.00	1,528.45	12.00	6.92	10.31	25.86	17.37	0.91
LUNDBERGS AB-B	333.00	2,069.45	(36.19)	31.01	19.57	10.74	17.02	0.85
PORTUCEL EMPRESA	1.84	1,409.90	0.14	0.14	0.20	12.85	9.42	1.12
MONDI PLC	339.10	1,765.14	(0.42)	0.15	0.20	25.68	19.59	0.85
Smurfit Kappa	6.46	1,408.50		0.17	0.61	38.45	10.61	-
英国富时当前估值						38.03		1.83
南美								
CMPC	21,664.00	8,270.48	1.22	0.85	1.85	46.32	21.26	1.25
Suzano	19.05	5,877.22	(1.47)	2.89	1.63	-	11.68	1.30
巴西圣保罗估值						19.31		1.92
日本								
Nippon Unipac	2392.00	2,780.82	(208.60)	195.52	147.99	-	16.16	0.63
Oji Paper	393.00	4,183.02	(6.40)	23.05	31.21	-	12.59	0.89
Daio Paper	723.00	932.81	0.95	35.50	48.43	20.37	14.93	0.81
日经 225 当前估值						#N/A N/A		1.34
中国台湾								
中华纸浆	13.25	247.17	0.18	(0.89)	0.84	-	-	0.94
正隆	11.10	357.10	0.09	1.02	1.15	10.85	9.62	0.73
台湾市场平均估值						93.62		1.77
非洲								
MONDI LTD	4286.00		(0.42)	0.15	0.20	26.80	20.44	0.88
SAPPI LTD	3050.00		(0.37)	(0.03)	0.35	-	-	-
海湾合作委员会 200 指数						20.53		1.62

资料来源：东方证券研究所

附录一：2009~2010 年新增产能统计

2009-2010 年新增项目					
纸种	厂家	产能（万吨）	地点	开工时间	预计投产时间
铜版纸 APP		160	海南	2007.3	2010 年 4 月
	王子制纸	80	南通	2008 年 11 月	2010 年上半年
	晨鸣纸业	80	寿光		2011 年 1 季度
	华泰股份	70	东营	2008 年 11 月 8 日奠基	2011 年上半年
白卡纸					
	斯道拉恩索(广西)林浆纸	45	广西	2008 年 11 月通过环评	
	玖龙纸业（白面牛卡纸）	60	东莞	由 45 万吨箱板纸改建	2010 年底
	博汇	35	山东		2009 年底
	焦作瑞丰纸业	30	河南	2009	2011
	APP 金桂浆纸	60	海南		2011
文化纸					
		20	山东		
	山东华泰纸业	40	江门	2009 年 6 月动工	
	岳阳纸业	40	湖南	2007.11.13	2009 年 8 月
	福建南纸	18	福建		2009 年 12 月
	中冶银河纸业	20	山东	2007.8	2009 年 8 月
	太阳纸业	35		2009 年	2010 年
	斯道拉恩索(广西)林浆纸	45		2008 年 11 月通过环评	
		8.5		2008 年 3 月	2009 年 10 月
	广西华劲赣州纸业	30	南宁		2010 年
	驻马店白云纸业	17		2008 年 4 月	2010 年
	河南鹤壁瑞洲纸业	30	鹤壁	2009 年 12 月	2011 年
	山东正大纸业	5			2009-5-投产
	广西永凯糖业	20		2009 年 1 月	
	南宁劲达兴纸业	20		2009 年 1 月	
	湖南沅江纸业	12		2009 年 4 月	
	晨鸣纸业	45	湛江	2009 年 10 月	2011 年 4 月
	河南一林纸业	10			2009 年年底试机
	瑞通（江西）环保纸业	9.9		2009 年	2010 年
箱板纸					
	永州湘江纸业	10	湖南	2007.5	
	玖龙纸业	45			2009 年中
		35	天津		2009 年中
		35	东莞		2010 年底
		45	太仓		2010 年底

	35		2010 年底
镇江金河纸业	60	镇江	2010
	42	越南	2010 年下半年
理文纸业	30	重庆	
景兴纸业	20	浙江	2009 年底
昌乐世纪阳光纸业	50	山东潍坊	计划 2009 年推迟
福建联盛纸业	30	福建	
东兴纸业（香河）	7		
河南商电铝业集团纸业项目	15		
河南银鸽纸业	20	2007.7 月	2008 年底
宿迁天成	11.5		
湘江纸业	10	2007.5	2008
江苏华兴纸业	40	张家港	2008 年底
森信纸业	10-15	南通	2009.4 推迟
河北永新	30		2009 年 4 月 22 日
鼎元（白山）实业	9	吉林白山	2007.4.26
中山联兴造纸	20	2008	
淄博仁丰	20	2009 年 3 月底	2010
晨鸣纸业	60	寿光	2011

资料来源：东方证券研究所

双轮并购初显端倪

研究结论

- **省级中烟公司间跨区域合并渐行渐近，公司受益于客户的扩张。**我们预计公司对烟标市场整合模式可能有一定改变，由当初单纯烟草三产剥离的方式同时交叉公司下游客户之间的合并，公司料将受益于其客户做大做强后带来的烟标订单提升。之前国家就逐渐开展压缩烟草牌号，并启动了省级层面的中烟公司兼并，预计整合的模式将以沪烟系，湘烟系和云烟系等为主，合并其他地区的烟草集团公司，如：2008年7月1日，浙江中烟与甘肃烟草工业签订重组协议，利群品牌在甘肃烟草工业的定向加工由此进入常态化。2008年9月，根据国家烟草专卖局（国烟法[2008]476号文件）批复，甘肃烟草工业有限责任公司与浙江中烟工业有限责任公司跨省联合，重组改制。因此我们有理由相信劲嘉股份的主要客户为浙江、安徽、广东、云南、贵州等烟草强省，省级层面整合后，公司有望能凭借客户资源曲线进入其他省份，并获得更多订单。
- **2010年行业稳定增长，高档烟占比提升，公司主要产品毛利率维持高位。**09年11月26日全国烟草销售工作会议上制定了2010年卷烟销售目标为4650万大箱，较2009年计划增长3.3%，当年主要任务是“卷烟上水平”，做好高档烟的销售。公司主要设计和生产高档烟标，将受益于这一烟草品质提升的过程，由于高档烟标毛利率一直处于35%以上水平，尽管白卡纸价格趋涨，但公司未来毛利水平仍将维持稳定。
- **新一年并购预期和同类公司上市高估值是股价催化剂。**从2007、2008、2009年历史来看，公司基本保持了年均一家的烟标收购进程，我们认为进入2010年，公司仍有动力进行收购并扩大市场份额，此外，汕头万顺公司的上市，其主要产品复合纸和转移纸与公司部分产品相同，而其发行动态市盈率高达33倍，而劲嘉股份产业链较万顺股份更为完整，2010年动态市盈率为20倍，相对估值优势较为明显。
- **维持增持评级。**前期公司股价随大市有所下滑，当前估值已经达到09年PE28倍，2010年17倍，我们给予稳定增长的高端包装类2010年25PE水平，目标价为16.21元，继续维持增持评级。

有别市场的观点

- **双轮并购初显端倪。**市场有认为公司2009年收购进展慢于预期，因此给予一个相对的折价，我们认为即便2009年收购进程不快，但2010年后公司客户的扩张将有利于公司曲线获得其他地区烟厂的订单，由于烟厂整合受到国资委的推动，所以相当于公司进行了低成本的并购，并扩大了市场。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

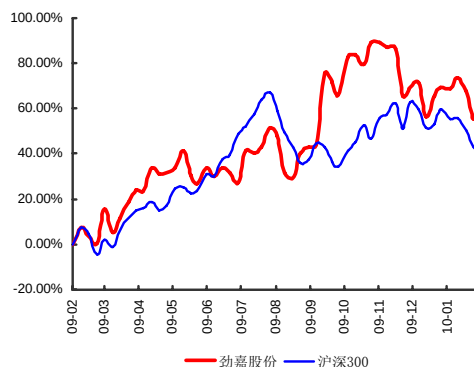
造纸、轻工行业高级分析师

63325888×6079

zhengkai@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价	13.35
目标价格 (12个月)	16.21元
总股本/A股 (万股)	64200 / 64200
A股市值 (亿元)	72
国家/地区	中国
行业	轻工
报告日期	2010年2月3日

股价表现



财务预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1907.83	2427.33	3230.59	3507.62
同比(%)	30.81%	27.23%	33.09%	8.58%
归属母公司净利润	224.17	301.73	416.27	453.31
同比(%)	35.41%	34.60%	37.96%	8.90%
毛利率(%)	31.74%	35.50%	34.90%	35.34%
ROE(%)	12.87%	15.21%	17.97%	16.92%
每股收益(元)	0.35	0.47	0.65	0.71
P/E	35.22	28.29	20.4	18.73

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《节日旺季到来，订单提升可期》	2009.8.16
《收购成长是未来看点》	2009.3.10
《盈利持续向上，收购整合市场》	2009.4.12
《收购贡献大部分盈利》	2009.4.27

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。

地板需求迸发，建材下乡增量

研究结论

- **2010 年地产旺销后时代来临，品牌地板或将供不应求。**据统计，2009 年 1—11 月，全国商品房销售面积 75,203 万平方米，同比增长 53.0%，按照 80%得房率和 80%铺地材料为木地板测算，我们认为未来 6 个月木地板市场需求量在 2.4 亿平方米左右，而 2009 全年木地板产量在 4 亿平方米水平，因此我们判断在房屋旺销后，2010 年的地板市场将维持紧平衡，特别是品牌地板将面临更加旺盛的需求形势。与此同时，2009 年全国 60 个重点城市共成交土地面积 35996 万平方米，同比增加 66%，以此推算 2011 年后由于新建住房建成，地板需求也将有保障。公司主要产品为“圣象牌”木地板市场份额占到 8%左右，为第一大品牌，将受益于地产成交活跃带来的需求拉动。
- **建材下乡有望为地板和中纤板提供增量需求。**1 月 28 日工业和信息化部相关负责人表示，考虑到农村建设领域潜力巨大，政府计划在 2010 年除了扩大既有“下乡”产品的范围外，还将着手推动包括建材产品在内的相关产品的“下乡”工作。我们认为作为建材的主要构成之一，中纤板和木地板等产品下乡起到改善农村居民的居住条件和带动当地消费升级换代的作用，这使得这类建材有望成为此次下乡重点扶持的产品之一，从而提升公司产品的需求水平。
- **短期催化剂是建材下乡政策出台和一季度盈利大幅增长：**继家电下乡后，我们认为木地板和中纤板是最有希望进入建材下乡名录中的产品之一，现状来看，农民建房后的家具一般以简单木质家具为主，和新式家电并不配套，随着建材下乡成行，有望带动农村地区对板式家具的消费升级意愿，从而提振中纤板等产品的需求。此外，我们认为公司一季度有望获得 2009 年增值税补贴的一部分，这也将大幅增厚公司业绩水平。
- **继续给予公司增持评级，目标价 15 元。**我们看好未来企业面临较为旺盛的装饰需求；此外，公司 2009 年建成大亚木业（黑龙江）20 万方中纤板产能即将完全达产，因增值税退税滞后效应，我们下调 09 年盈利预测至 0.35，上调公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.76 元（包括 09 年增值税退税）和 0.79 元，对应当前 PE 分别为 31 倍和 14 倍，PB 为 2.9 倍，我们给予其 20 倍 PE 水平，目标价 15 元。继续维持增持评级。
- **主要风险：**建材下乡政策名录中不涉及中纤板和地板，第二股东凹凸彩印总公司减持。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

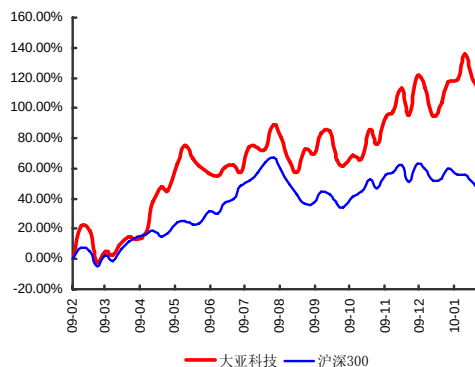
造纸、轻工行业高级分析师

63325888×6079

zhengkai@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持（维持）
股价	10.88
目标价格（6 个月）	15 元
总股本/A 股（万股）	52750 / 52750
A 股市值（亿元）	57
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告日期	2010 年 1 月 28 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-3.3%	81.2%	-21.3%
相对表现 (%)	7.0%	38.3%	18.6%

资料来源：WIND

财务预测

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5712.72	5882.76	7070.30	7722.72
同比%	-1.60%	2.98%	20.19%	9.23%
归属母公司净利润	200.44	185.55	398.35	418.03
同比%	-7.04%	-7.43%	114.68%	4.94%
毛利率%	23.60%	24.94%	26.47%	27.23%
ROE%	9.85%	8.35%	15.69%	14.54%
EPS	0.38	0.35	0.76	0.79
PE	28.90	31.21	14.54	13.86

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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。

鸿海模式践行者，与下游共成长

- **消费电子行业方兴未艾，国内高成长将延续。**国内电脑、家庭多媒体等消费电子国内市场渗透率尚为 20%，对比欧美发达国家具有较大的发展潜力，此外，国内电子产品出口因国际需求企稳自 09 年 5 月开始逐月反弹，12 月创出新高，未来随国际经营环境的转暖有望保持，也顺应了国内出口升级的趋势，国内外消费电子供需好转的背景下，未来电子产品包装的需求将维持在高位，公司扩张产能恰逢其时。
- **公司经营模式参照台湾鸿海，2011 年是公司蜕变之年。**公司仿效台湾鸿海的发展模式：选对客户，才能在未来快速发展。台湾鸿海通过为下游客户提供电子制造服务（EMS），很快成为国际盈利最高的制造外包厂商，其成功经验在于精选优质的客户，这些客户因消费电子集中度提升，其成长领先于行业，也带来鸿海的成功。我们判断美盈森发展过程中，也参照了这种模式，通过为 IBM，艾默生，三星等定制服务，建立其强大经营壁垒，并维持了稳定的订单渠道。2010 年公司借助上市快速扩张迎合客户的需求，2011~2012 年产能达产后将是公司蜕变之年。
- **公司盈利模式可复制，与下游的共生之道具有强壁垒。**我们认为公司仿效鸿海模式具有可复制的属性，已有客户就是自己最有力的宣传广告，与新的客户建立起合作关系后公司将对其协调出最优包装方案，定制化并节约包材，运费，并建立供应商库存仓库（VMI）提供下游客户零库存服务，这种与下游客户共生的经营模式具有较强的壁垒，一旦建立起这样的渠道被其他同行替换的机会成本很高，因此被淘汰可能很小。
- **首次评级增持，目标价格 33 元。**我们认为公司 2010 年是公司产能达产年，2011 年是蜕变之年，产能顺利投产和布点成功将引发盈利呈现快速增长，我们估计公司 2009~2011 年 EPS 分别为 0.67 元，0.76 元和 1.32 元，我们认为公司经营模式较一般印刷包装企业更有盈利壁垒，因此我们给予公司一定的溢价水平，以劲嘉股份和合兴包装为参照，给予公司 2011 年 25 倍 PE，目标价为 33 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

造纸、轻工行业高级分析师

8621-63325888 × 6079

zhengkai@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持（维持）

股价 27.25

目标价格（12 个月） 33 元

总股本/A 股（万股） 17880 / 17880

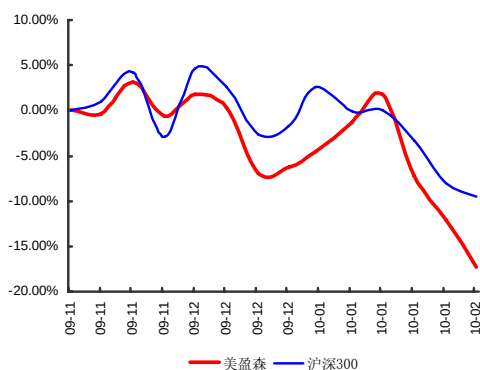
A 股市值（亿元） 49

国家/地区 中国

行业 造纸轻工

报告日期 2010 年 2 月 7 日

股价表现



财务预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	633.63	750.68	946.16	2082.78
同比%	39.40%	18.47%	26.04%	120.13%
归属母公司净利	101.98	123.25	135.41	235.77
同比%	43.79%	20.86%	9.87%	74.11%
毛利率%	29.11%	29.70%	26.62%	24.16%
ROE%	36.79%	9.57%	9.60%	14.53%
EPS	0.76	0.69	0.76	1.32
PE	36.24	29.99	27.29	15.67

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

威华股份 002240.SZ

木材价格上涨预期强烈

什么发生了改变？

- **俄罗斯明年将调升木材出口关税至 80%，木材价格上涨预期强烈。**俄罗斯明年拟将提高木材出口关税至 80%，导致进口原木价格将上涨 45%，由于国内 55%以上的木材都依赖俄罗斯进口，因此俄罗斯出口关税的调升将至少影响国内 15~20%的木材供应，当前国内针对进口供应不足的准备尚不充分，仅采用增加新西兰地区进口和转而进口俄罗斯锯材等手段规避木材关税上调冲击，另一方面，国内林业资源经营制度的僵化和林权改革的远期效应无法根本改变短期供应短缺的影响，这些因素均带来木材价格上涨的强烈预期。
- **林交所成立标志林地产品流动性增强，提升林地价值。**我们认为 11 月 23 日林交所的建立是行业内的重大事件，如同股票交易所的功能一样，林交所成立将加大林地的土地流转功能，大幅提升了林权证的流动性，在我国需要大量进口林地资源的背景下，流通性提升可以提高其林地估值水平。威华股份自有林权面积在 43 万亩，其他 23 万亩林权证尚在办理中，林权证的可流通将使得公司自有林地资源价值大幅提升。
- **我们上调公司评级至买入，重申资源价值值得重视。**我们推荐威华的逻辑基础在于目前林地价值被低估。据我们了解，威华 2008 年转让的少量林地每亩价格为 1200 元/亩，2007 年买入林地价格为 898 元/亩，此外，根据当前木材市场价格，每方桉树 600 元，亩产 7~8 方，成材林地价值应该在 6000 元以上（木材+林地），该价值尚不涵盖俄罗斯关税调整后带来的木材价格提升以及林地资源的升值，因此，我们认为自有林权的公司价值被低估，我们测算按照公司林地资源每亩 6000 元，其余资产按 PB1.0 倍估算，则合理价格为 16.51 元。
- **风险因素：**Jade Dragon 作为高盛的控股子公司，至今仍持有 14.56%股份，已经完全解禁，因此有减持可能。


东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

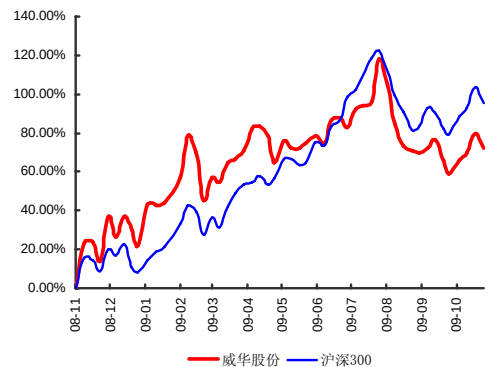
造纸、轻工行业高级分析师

63325888×6079

zhengkai@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持（维持）
股价	10.33
目标价格（6 个月）	16.51 元
总股本/A 股（万股）	30669 / 30669
A 股市值（亿元）	27
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告日期	2009 年 11 月 26 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	22.8%	46.9%	-36.2%
相对表现 (%)	13.6%	0.7%	2.3%

资料来源：WIND

财务预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	749.19	754.58	1468.36	1745.38
同比%	-0.40%	0.72%	94.59%	18.87%
归属母公司净利润	67.51	8.49	127.92	177.49
同比%	-60.00%	-87.42%	1406.03%	38.76%
毛利率%	19.71%	17.87%	19.68%	20.76%
ROE%	3.90%	0.49%	7.05%	9.24%
EPS	0.22	0.03	0.42	0.58

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《产能爆发增长，业绩将有改观》

11 月 1 日

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。

控制成本，应对竞争

研究结论

- 公司采取产业链一体化和原料供应多元化以控制生产成本，应对未来市场竞争。我们认为产能过剩背景下，具有成本优势的企业将获得胜出的机会，太阳纸业通过在东南亚采购低成本木材，顺应了本币长期升值趋势，降低自身生产成本，我们认同公司的经营战略；同时，公司继续采取向上游延伸的策略，老挝项目约取得 3.9 万公顷林地，每公顷租金仅为 2 美元，成本很低，这些林地将为公司浆线建设提供稳定原料保障，明年开始老挝地区低价木材将逐渐形成规模供应，从北越的港口运输进一步压缩了运距，节约了成本。我们重申供应过剩背景下，公司的低成本战略将有助于产品赢得市场，并在复苏的道路上取得先机。
- 2010 年公司浆纸产能将保持增长。公司今明两年增长点集中在：11 月份 20 万吨化学浆线达产，2010 年产量可达 10 万吨以上，国际低价木材保障供应可以使得其成本维持在 3500 元左右，对应当前浆价有一定的盈利空间；此外，明年 1 季度 23#纸机项目投产，产品使用较多自制化机浆，在草浆线大量退出的过程中，公司新产品未来也有较好的盈利保障。
- “两个加快”战略应对日趋激烈市场竞争。晨鸣和华泰投产总计 125 万吨铜板，尽管需要到 2011 年才能建成，短期对市场影响不大，但对未来企业经营构成一定压力，针对此，公司采取两个加快方针，A、加快海外林地建设；B、加快现有 23#纸机（2010 年 3 月）和化学浆（2009 年 11 月）建设，压低成本，并充分发扬差异化来应对激烈的市场竞争，我们认为随着老挝、越南地区项目的推进，以及未来 50 万吨浆线的投产达产，未来一体化建设将熨平业绩的波动。
- 维持公司增持评级。公司 09 年业绩反弹迅速，目前企业库存 10 天左右，春节后保持满产，复苏快于行业平均水平，6 月份开始执行 5 月份提升后的销售价格，盈利增长速度将加快。我们维持企业盈利预测 2009 年、2010 年 0.94 元、1.30 元，对应 PE 为 18 倍和 13 倍，由于公司海外项目储备较大且盈利反弹可期，维持增持评级。
- 主要风险：境外项目投资风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

造纸、轻工行业分析师

63325888×6079

zhengkai@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 2 月 9 日) 18.35

目标价格 (6 个月) 19.5 元

总股本/A 股 (万股) 50241 / 50241

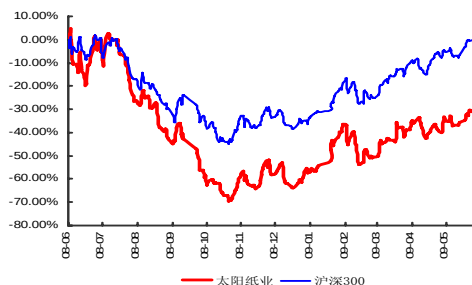
A 股市值 (百万元) 63

国家/地区 中国

行业 造纸

报告日期 2010 年 2 月 10 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	4.5%	107.4%	-10.0%
相对表现 (%)	-0.8%	77.9%	35.6%

资料来源: WIND

财务预测

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5799.44	5902.92	8068.53	8880.67
同比(%)	14.09%	1.78%	36.69%	10.07%
归属母公司净利润	229.08	473.21	651.73	730.28
同比(%)	-39.99%	106.57%	37.73%	12.05%
毛利率(%)	14.97%	18.56%	18.37%	18.02%
ROE(%)	8.80%	17.08%	21.74%	22.44%
每股收益(元)	0.46	0.94	1.30	1.45
P/E	36.82	17.83	12.94	11.55

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关研究报告

浆纸脱钩企业盈利好于行业均值	4 月 22 日
盈利反弹源自减值冲回, 关注资产负债表改善	4 月 26 日

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。

附表：财务报表预测与比率分析

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	5414.90	5083.43	5799.44	5902.92	8068.53	8880.67
增长率(%)	7.48%	-6.12%	14.09%	1.78%	36.69%	10.07%
归属母公司股东净利润	293.86	381.74	229.08	473.21	651.73	730.28
增长率(%)	6.01%	29.90%	-39.99%	106.57%	37.73%	12.05%
每股收益(EPS)	0.58	0.76	0.46	0.94	1.30	1.45
每股股利(DPS)	1.00	0.06	0.07	0.61	0.84	0.94
销售毛利率	16.43%	16.86%	14.97%	18.56%	18.37%	18.02%
销售净利率	6.72%	9.27%	4.47%	9.08%	9.15%	9.31%
净资产收益率(ROE)	14.49%	15.85%	8.80%	17.08%	21.74%	22.44%
投入资本回报率(ROIC)	14.47%	17.82%	14.40%	14.24%	13.02%	14.56%
市盈率(P/E)	28.71	22.10	36.82	17.83	12.94	11.55
股息率(分红/股价)	0.060	0.004	0.004	0.036	0.050	0.056

报表预测						
利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	5414.90	5083.43	5799.44	5902.92	8068.53	8880.67
减: 营业成本	4524.97	4226.11	4931.53	4807.63	6586.26	7280.06
营业税金及附加	7.21	11.06	13.51	13.75	18.79	20.69
营业费用	229.15	194.13	200.28	218.41	306.60	328.58
管理费用	94.45	97.76	142.29	147.57	201.71	222.02
财务费用	189.51	187.71	298.84	160.37	159.43	139.77
资产减值损失	17.14	-3.30	108.39	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	5.47	63.38	-69.31	119.49	141.24	159.83
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	357.95	433.32	35.29	674.67	936.97	1049.38
加: 其他非经营损益	50.52	108.41	219.73	0.00	0.00	0.00
利润总额	408.47	541.73	255.02	674.67	936.97	1049.38
减: 所得税	44.39	70.40	-4.39	138.80	198.93	222.39
净利润	364.08	471.33	259.42	535.87	738.04	826.99
减: 少数股东损益	70.22	89.59	30.34	62.67	86.31	96.71
归属母公司股东净利润	293.86	381.74	229.08	473.21	651.73	730.28
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	668.11	197.65	871.87	59.03	80.69	88.81
应收和预付款项	1564.39	1570.28	1346.97	1353.37	2432.14	1739.12
存货	754.32	675.57	824.56	691.76	1385.53	910.58
其他流动资产	6.18	0.00	0.50	0.50	0.50	0.50

长期股权投资	430.65	592.21	693.08	693.08	693.08	693.08
投资性房地产	0.81	0.75	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3201.78	3944.73	4231.92	4375.38	4268.84	3797.30
无形资产和开发支出	107.32	137.59	289.91	260.12	230.32	200.53
其他非流动资产	7.63	2.13	0.26	0.13	0.00	0.00
资产总计	6741.20	7120.91	8259.07	7433.36	9091.10	7429.92
短期借款	1766.80	1596.38	2276.78	2405.21	1905.80	1677.48
应付和预收款项	1730.05	929.62	1844.02	780.77	2764.31	1138.49
长期借款	649.00	503.00	808.00	808.00	808.00	808.00
其他负债	33.68	1116.82	186.00	186.00	186.00	186.00
负债合计	4179.54	4145.82	5114.80	4179.97	5664.11	3809.97
股本	276.05	358.86	502.41	502.41	502.41	502.41
资本公积	1252.28	1197.07	1057.70	1057.70	1057.70	1057.70
留存收益	500.00	852.13	1043.75	1209.68	1438.21	1694.29
归属母公司股东权益	2028.32	2408.06	2603.85	2769.78	2998.32	3254.39
少数股东权益	533.34	567.03	540.42	603.09	689.40	786.11
股东权益合计	2561.66	2975.09	3144.27	3372.87	3687.72	4040.51
负债和股东权益合计	6741.20	7120.91	8259.07	7552.85	9351.82	7850.48
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	808.46	284.07	1788.19	226.37	1553.68	1050.41
投资性现金净流量	-706.19	-1090.07	-776.21	-700.00	-450.00	-200.00
筹资性现金净流量	517.98	318.07	-670.65	-339.22	-1082.03	-842.29
现金流量净额	620.24	-487.94	341.33	-812.85	21.66	8.12

资料来源：东方证券研究所

可转债发行降低公司财务压力

投资事件:

- 公司发布公告放弃之前方案发行可分离式可转债的计划, 转而发行可转债, 其发行总额为不超过 9.75 亿元人民币, 发行的可转债票面利率区间为: 0.5%—3.0%, 具体发行利率将结合当前市场情况决定。

研究结论:

- 对比全部采用银行贷款, 可转债发行预计增厚每股收益 0.06 元。我们认为公司发行可转债有利于公司降低财务费用, 但由于可转债利率一般较可分离式转债利率更高, 因此节省费用程度相对较小。不过仍比全部利用银行贷款方式节余较多资金, 我们按照当前平均市场可转债利率 1.80% 为基准, 对比三年期贷款利率 5.76%, 一年能够节余 3800 万财务费用, 相当于增厚每股收益 0.06 元。
- 可转债发行规模较前次可分离转债扩大 7500 万元, 募集资金投入项目未变。公司募集资金仍将主要投入 35 万吨白卡纸项目, 项目总体投资额为 18.39 亿元, 我们预计公司项目将于 2010 年上半年基本建成投产, 届时将对 2010 年业绩贡献盈利。但由于当前美利纸业、太阳纸业均各有 30 万吨项目先后将于 2008、2009 年逐渐达产, 我们认为公司 2010 年项目投产后可能面临来自行业内的竞争, 届时将考量管理层运营和销售各项能力。
- 浆价企稳有望成为公司盈利的稳定器。我们认为公司今后经营环境将逐渐改善。我们一直强调“浆之走势、纸的未来”观点, 随着国际浆价的逐渐企稳, 公司毛利率也将逐渐稳定, 因此我们认为公司将从 2 季度开始基本走出盈利困境。
- 我们维持公司盈利预测不变, 给予公司增持评级。我们预测企业 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.42、0.50 和 0.76 元, 对应市盈率分别为 23 倍, 16 倍, 10 倍, 我们给予企业 2009 年 PE20 倍, 对应目标价格 10 元, 我们给予增持评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

造纸、轻工行业分析师

63325888×6079

zhengkai@orientsec.com.cn投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 2 月 9 日) 8.90

目标价格 (6 个月) 10 元

总股本/A 股 (万股) 50458 / 50458

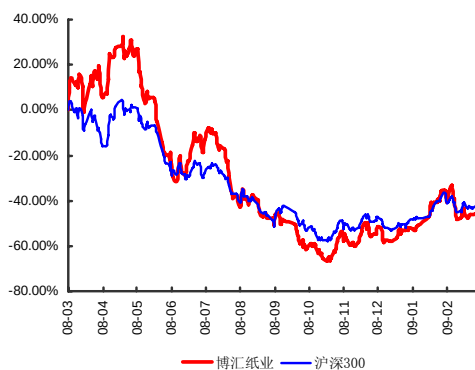
总市值 (亿元) 34

国家/地区 中国

行业 造纸

报告日期 2010 年 2 月 10 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	13.2%	14.7%	-50.2%
相对表现 (%)	4.2%	10.7%	6.1%

财务预测

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3310.67	3048.03	3819.70	5017.91
同比(%)	4.52%	-7.93%	25.32%	31.37%
归属母公司净利润	253.71	169.49	253.53	385.05
同比(%)	28.23%	-33.20%	49.59%	51.87%
毛利率(%)	19.83%	19.75%	21.73%	21.65%
ROE(%)	10.22%	6.42%	6.71%	7.64%
每股收益(元)	0.50	0.34	0.50	0.76
P/E	15.51	23.22	15.52	10.22

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

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。

附表：财务报表预测与比率分析

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2649.12	3167.60	3310.67	3048.03	3819.70	5017.91
增长率(%)	6.82%	19.57%	4.52%	-7.93%	25.32%	31.37%
归属母公司股东净利润	146.89	197.85	253.71	169.49	253.53	385.05
增长率(%)	15.46%	34.70%	28.23%	-33.20%	49.59%	51.87%
每股收益(EPS)	0.29	0.39	0.50	0.34	0.50	0.76
每股股利(DPS)	0.00	0.03	0.06	0.02	0.03	0.05
销售毛利率	18.70%	18.49%	19.83%	19.75%	21.73%	21.65%
销售净利率	5.65%	6.65%	8.72%	6.33%	7.56%	8.73%
净资产收益率(ROE)	10.35%	8.75%	10.22%	6.42%	6.71%	7.64%
投入资本回报率(ROIC)	12.54%	11.47%	12.10%	9.02%	8.06%	9.13%
市盈率(P/E)	26.79	19.89	15.51	23.22	15.52	10.22
股息率(分红/股价)	0.000	0.004	0.008	0.003	0.004	0.006

报表预测						
利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2649.12	3167.60	3310.67	3048.03	3819.70	5017.91
减: 营业成本	2153.73	2581.92	2654.08	2446.15	2989.71	3931.48
营业税金及附加	10.55	7.63	10.48	9.65	12.09	15.88
营业费用	109.20	134.88	128.08	97.54	145.15	195.70
管理费用	62.52	58.81	69.90	70.10	91.67	115.41
财务费用	86.99	102.13	84.02	168.13	197.06	175.82
资产减值损失	2.26	3.78	17.74	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	223.87	278.45	346.37	256.47	384.02	583.61
加: 其他非经营损益	0.40	-2.74	0.76	0.76	0.76	0.76
利润总额	224.27	275.71	347.14	257.23	384.78	584.37
减: 所得税	74.66	64.95	58.35	64.31	96.20	146.09
净利润	149.61	210.76	288.79	192.92	288.59	438.28
减: 少数股东损益	2.73	12.90	35.08	23.43	35.05	53.23
归属母公司股东净利润	146.89	197.85	253.71	169.49	253.53	385.05
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	128.86	736.15	497.89	857.46	447.27	840.18
应收和预付款项	547.18	559.05	716.12	928.75	1014.02	1117.54
存货	468.30	542.14	528.07	482.71	752.68	871.86
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2105.94	2191.96	2446.39	3231.06	3749.05	3613.72
无形资产和开发支出	132.39	184.24	180.26	161.36	142.47	123.57
其他非流动资产	2.18	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	3384.85	4213.54	4368.73	5661.34	6105.49	6566.86
短期借款	460.87	645.30	645.70	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	283.60	307.18	310.72	267.14	439.20	487.34
长期借款	892.00	761.00	643.00	2443.00	1543.00	643.00
其他负债	284.70	50.00	62.00	62.00	62.00	62.00
负债合计	1921.17	1763.48	1661.42	2772.14	2044.20	1192.34
股本	280.80	315.36	504.58	504.58	617.08	717.08
资本公积	605.11	1228.29	1039.07	1039.07	1826.57	2626.57
留存收益	532.75	716.57	938.75	1097.20	1334.24	1694.21
归属母公司股东权益	1418.66	2260.22	2482.39	2640.85	3777.89	5037.86
少数股东权益	45.01	189.84	224.92	248.35	283.40	336.64
股东权益合计	1463.67	2450.06	2707.31	2889.21	4061.29	5374.49
负债和股东权益合计	3384.85	4213.54	4368.73	5661.34	6105.49	6566.83
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	239.21	403.78	568.46	306.50	505.86	665.85
投资性现金净流量	-362.58	-40.34	-544.40	-999.43	-799.43	-199.43
筹资性现金净流量	230.95	334.43	-274.63	1052.50	-116.62	-73.54
现金流量净额	107.48	697.87	-250.57	359.58	-410.19	392.89

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

郑 恺：造纸轻工行业高级分析师

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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn