

供需前景好转，估值处于底部

研究结论

- **2011 年供需前景好转，需求缺口 265 万吨。**我们判断 2011 年纸品很可能面临供不应求的局面，2010 年，造纸企业投资新增产能较少，固定资产形成增速仅为 8.2%，这将直接导致 2011 年产能增长较慢，从我们统计的产能数据看，2011 年纸品产能增长不超过 400 万吨；另一方面，2011 年在 GDP 保持 8~9% 的增长预期下，预计造纸消费也将出现 6~7% 的增长，这将带来 650~700 万吨以上的纸品需求。因此我们预计 2011 年纸品需求将出现 300 万吨左右的缺口。
- **行业统计的产量增速，固定资产增速和下游盈利状况支持我们的判断。**据统计，产量增速 2010 年下半年开始维持个位数增长，同时库存旺季下滑，这都与历史同期情况不一致，我们认定企业正在面临需求的逐渐上升，而供应尚未跟上这一步骤；此外，2010 年下半年行业固定资产投资均在 5% 左右徘徊，远小于历史同期的增速，这明示了 2011 年行业产能释放不大；最后，印刷包装等下游行业 2010 年下半年盈利创出了新高，在未来纸品供需偏紧背景下，纸企能够通过提价实现盈利从下游向上游转移的过程。
- **估值水平处于历史低位，市场尚未反映盈利回暖预期。**我们认为 2011 年上半年造纸行业有较好的投资机会，特别是进入 2 季度后，行业下游需求将逐步释放，届时，供给的瓶颈将表现为纸价的持续上涨，并带动企业盈利出现增长。另一方面，我们认为当前造纸企业估值水平仍维持在低位，重点公司 PB 约为 1.05~1.3 左右，2011 年动态 PE 维持在 10~12 左右，均较为低估，按照乐观、中性、悲观三种假设环境，我们测算太阳纸业绝对估值为 9.99 元、14.71 元和 18.16 元，且晨鸣纸业绝对估值为 14.8 元、11.04 元和 6.59 元，分别针对目前 10.41 元和 7.2 元的股价，下跌空间有限而上升空间较大。
- **维持行业看好评级，我们推荐行业中效率高的公司，太阳纸业，晨鸣纸业。**造纸企业生产技术和成本结构基本类似，这导致行业中价格竞争非常激烈，因此，行业中能够低于其他企业生产成本的企业将形成自己的竞争优势，并创造超额的利润，我们以毛利率和固定资产周转率为主要指标，优选太阳纸业和晨鸣纸业。预计太阳纸业 2010、2011、2012 年 EPS 为 0.72、0.88、1.02 元，维持目标价为 17.6 元，维持增持评级；预计晨鸣纸业 2010~2012 年 EPS 为 0.55、0.65 和 0.79 元，维持目标价为 9.80 元，维持买入评级。
- **风险因素与催化剂：**2011 年纸品供不应求这是我们分析得出的结论，而经济波动导致需求的不确定性可能改变我们原有的供需假设，这是我们所认知的最大风险。另一方面，2011 年本币升值将加速造纸行业估值修复进程。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

轻工造纸行业高级分析师

8621-63325888 x 6079

zhengkai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209070189

联系人

陶林杰

8621-63325888 x 8502

taolinjie@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

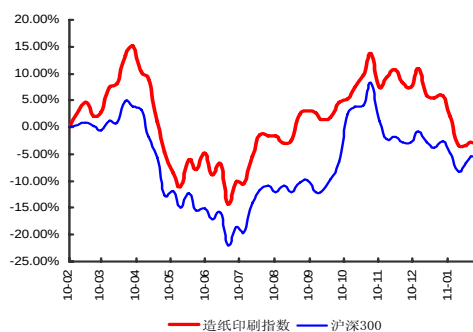
行业

造纸

报告发布日期

2011 年 2 月 11 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-0.5%	-6.3%	-9.5%
相对表现 (%)	-0.5%	-4.4%	-1.5%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	EPS09A	EPS10E	EPS11E	股价	评级
晨鸣纸业	0.41	0.55	0.65	7.27	买入
博汇纸业	0.38	0.42	0.69	7.42	增持
岳阳纸业	0.14	0.40	0.61	8.48	买入
太阳纸业	0.95	0.72	0.88	10.58	增持
星辉车模	0.99	0.77	1.12	33.20	买入
高乐股份	0.66	0.61	0.96	19.27	买入
美盈森	0.94	0.88	1.55	36.92	增持
凯恩股份	0.31	0.50	0.66	15.65	买入
合兴包装	0.35	0.36	0.59	14.47	增持
珠海中富	0.17	0.23	0.33	7.13	买入
紫江企业	0.46	0.43	0.53	5.65	买入

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经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

一 供需情景分析：中性假设下，2011 年纸品需求缺口有 265 万吨	3
1.1 征兆一：旺季产量个位数增长，库存异常环比下滑	3
1.2 征兆二：纸品固定资产投资出现单月负增长，未来产能扩张预期较小	4
1.3 征兆三：下游行业盈利创新高，有动力扩大规模并部分承受成本上涨	4
1.4 结论：2011 年造纸行业经营有望持续好转	5
二 纸行业中优选高效率企业：太阳纸业、晨鸣纸业	6
2.1 生产成本较低，业内有绝对竞争优势	6
2.2 固定资产周转率高	7
2.3 自由现金流未来改善空间明确	7
三 估值水平未能反映未来盈利好转预期	8
3.1 按照悲观、中性和乐观假设看企业估值偏低	8
3.2 相对估值水平也处于底部附近	9

一 供需情景分析：中性假设下，2011 年纸品需求缺口有 265 万吨

我们判断 2011 年纸品很可能面临供不应求的局面。2007 年以来造纸行业长期处于过剩和不断的市场融资，严重压抑了投资者对造纸的热情，但 2010 年，造纸企业投资新增产能较少，固定资产形成增速仅为 8.2%，这将直接导致 2011 年产能增长较慢，从我们统计的产能数据看，2011 年纸品产能增长不超过 400 万吨；另一方面，2011 年在 GDP 保持 8~9% 的增长预期下，我们预计造纸消费也将出现 6~7% 的增长，这将带来 650~700 万吨以上的纸品需求。因此我们预计 2011 年纸品需求将出现一定的缺口，见表 1。

表 1：2011 年纸品供求的预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E
供应增长（万吨）					
箱板、瓦楞纸			438	125	300
文化纸			185	185	366
铜版纸			260	80	-
白卡纸			35	-	269
白板纸			20	-	50
合计			938	390	985
表观消费量（万吨）	8,320	9,339	10,075	10,729	11,373
%CH	6.0%	12.3%	7.9%	6.5%	6.0%
GDP%	9.6%	9.2%	10.3%	8.0%	8.0%
需求增长（万吨）	471	1,019	735	655	644
需求缺口（万吨）			(203)	265	(341)

资料来源：东方证券研究所

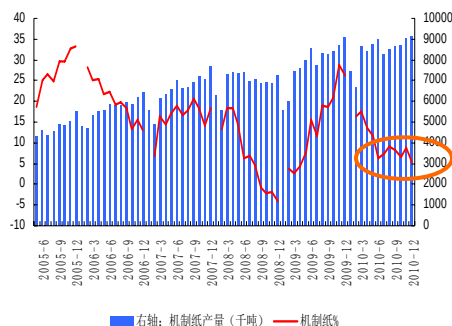
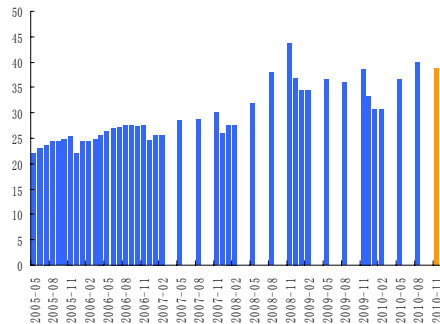
2005 年开始，纸品消费增速开始小于 GDP 增长，我们按照 2011 年 8% 的 GDP 增长假设，推算纸品消费会有 6.5% 左右的增长，该假设并不乐观，从上表可以观察到，需求端未来将出现 655 万吨左右的需求增长，而由于 2008 年金融危机，2009 年纸业企业均放慢了产能扩张的脚步，导致 2011 年新增的产能仅有 390 万吨，这就导致行业 2011 年会出现 265 万吨的需求缺口。

以上的数据仅仅是我们测算，实际情况看，特别是 2010 年年末，越来越多的证据和草根调研的情况倾向于证实 2011 年行业可能出现供小于求的判断，我们列举了下面 3 个征兆来支持我们的论点。

1.1 征兆一：旺季产量个位数增长，库存异常环比下滑

我们观察到 9 月份以来产量出现了个位数的增长，9、10、11 和 12 月份产量增长分别为 8.2%、6.5%、8.8% 和 5.2%，如果说四季度初由于节能减排的影响导致企业开工下降，但随着各省 11 月份节能减排达标，12 月份对企业的管制已经出现了下降，而产量增速却始终没有反弹，这或许表明了造纸行业已经没有太多富余产能。

此外，另一个证据是 2011 年 11 月份工业统计数据中对库存的统计出现了环比下降，而四季度是纸品的旺季，历史上企业为迎合旺季需求，四季度备库较多，库存环比往往是增加的，此次库存的异常减少也说明了企业没有多余产能。

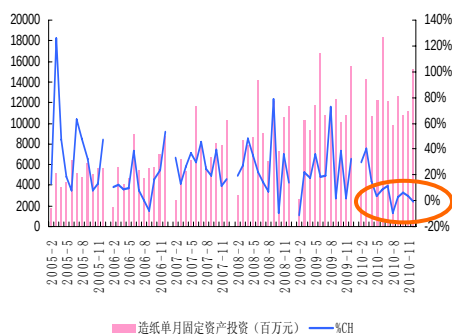
图 1：产量旺季出现个位数增长

库存出现异常的环比下滑


资料来源：东方证券研究所

1.2 征兆二：纸品固定资产投资出现单月负增长，未来产能扩张预期较小

我们测算 2011 年产能增长约为 390 万吨，主要集中在文化纸、箱板纸和铜版纸上，远小于过去 2 年的增长水平，这一数据很大程度上得到了国家统计局关于造纸行业固定资产投资数据的支持。从下图看，2010 年 12 月单月造纸行业固定资产投资出现了-1.1%的增长，而 2010 年下半年行业固定资产投资均在 5%左右徘徊，远小于历史同期的增速，这表明了 2011 年行业产能释放并不多。

历史上，行业固定资产投资负增长并不多见，分别在 2006 年 9 月，2008 年 10 月，2009 年 1 月以及 2010 年 8 月出现过，其后均出现了造纸板块的阶段性行情，我们认为行情的造就因素就是对未来产能增长较少的预期，因此，此次固定资产的负增长也许也孕育着一波新的上升行情。

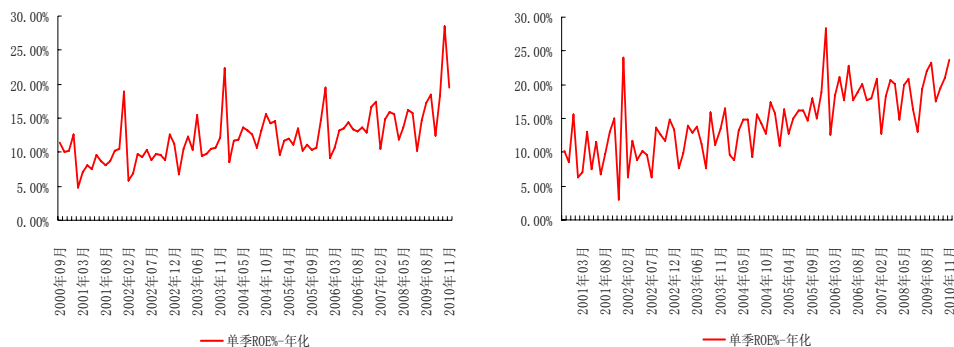
图 2：2010 年固定资产投资负增长，未来产能扩张较少


资料来源：东方证券研究所

1.3 征兆三：下游行业盈利创新高，有动力扩大规模并部分承受成本上涨

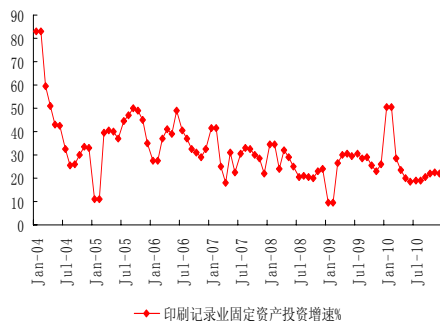
纸品的下游主要是包装和印刷两个行业，从国家统计局的数据看，这两个行业 2010 年盈利处于历史的高点上，在如此高的盈利水平下，我们认为至少可以说明两个问题：1、下游企业有能力接受上游纸品的涨价要求，2011 年可能是一个利润从下游向上游转移的过程；2、下游企业有扩张的动力，可能带动纸品需求的增长。

图 3：印刷行业单季年化 ROE 水平大幅提升 包装行业单季年化 ROE 水平大幅回暖



资料来源：东方证券研究所

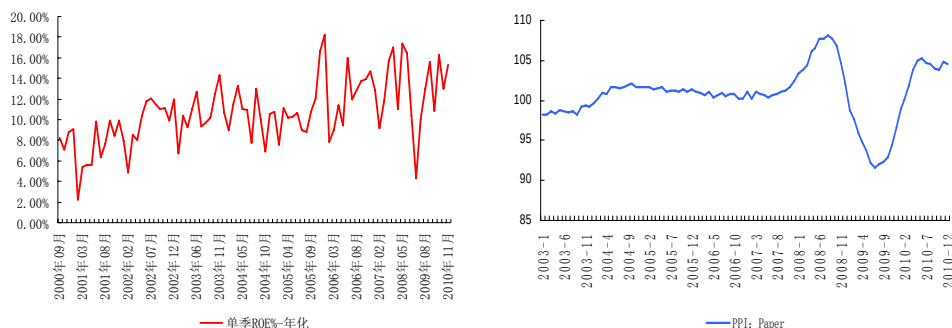
图 4：印刷行业固定资产投资大幅上升，暗示纸品需求有保证



资料来源：东方证券研究所

1.4 结论：2011 年造纸行业经营有望持续好转

根据上述分析，我们认为 2011 年纸品供小于求有可能出现。如果未来纸品需求能够维持 6~7% 的增长，而按照当前的投资增速和我们统计到的产能扩张进度看，我们预计未来将出现 300 万吨左右的供需缺口，而需求的缺口往往意味着纸价的提升和盈利的好转。

图 3：造纸行业 ROE 水平尚未恢复到高点 纸价提升有一定空间


资料来源：东方证券研究所

二 纸行业中优选高效率企业：太阳纸业、晨鸣纸业

造纸行业属于工业原材料行业，产品同质性强，各个企业生产技术和成本结构基本类似，这导致行业中价格竞争非常激烈，长期看，造纸行业盈利是走下坡路的，但就像美国钢铁业中的纽科公司一样，行业中能够低于其他企业生产成本的企业将形成自己的竞争优势，并创造超额的利润。

我们认为造纸行业中值得长期跟踪并投资的企业具备两个特点：1、生产成本低于同类企业，表现为毛利率较高；2、企业效率第一，表现为固定资产周转率高。

2.1 生产成本较低，业内有绝对竞争优势

我们看好的造纸企业一般生产成本较低，业内盈利能力有绝对的领先优势，这一类的优势一半来自于两个方面：1、企业的规模效应导致的成本优势；2、企业自有原料供应带来的成本降低。

可以观察到，晨鸣纸业和太阳纸业在造纸行业中处于领先地位，往往领先行业平均 3~4 个百分点，这就形成了企业竞争优势。

表 2：太阳纸业、晨鸣纸业毛利率行业中处于领先水平

证券代码	证券简称	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010-3Q
000488.SZ	晨鸣纸业	23.71	20.25	18.99	20.38	19.14	18.99	20.74
002078.SZ	太阳纸业	17.34	16.22	16.43	16.86	14.97	18.64	20.28
600963.SH	岳阳纸业	20.32	20.12	18.04	18.15	19.49	18.84	19.26
600966.SH	博汇纸业	18.90	17.57	18.70	18.49	19.83	17.49	16.71
600567.SH	山鹰纸业	12.71	13.58	15.03	14.87	13.98	15.92	14.91
002067.SZ	景兴纸业	19.86	19.30	20.93	19.27	7.34	13.24	14.58
000815.SZ	美利纸业	17.05	16.91	13.19	12.84	15.37	14.70	14.44
600308.SH	华泰股份	24.36	25.62	26.12	20.74	18.83	14.78	12.41
600069.SH	银鸽投资	16.08	17.49	18.10	15.93	13.38	12.23	12.14
600103.SH	青山纸业	15.46	16.22	17.04	16.09	11.77	12.61	10.12

600163.SH	福建南纸	15.16	14.18	14.69	11.70	7.73	-3.41	5.16
行业平均		21.15	18.30	16.99	15.32	15.93	15.36	16.87

资料来源：东方证券研究所

2.2 固定资产周转率高

固定资产周转率高的企业往往意味着其企业销售能力好，产品市场认可度更高，也能在净利率相同水平下去的较高的 ROE，由于大部分企业净利率相似度高，因此固定资产周转快的企业竞争能力更高一筹。

表 3：太阳纸业、晨鸣纸业固定资产周转率行业中处于较高水平

证券代码	证券简称	2006	2007	2008	2009	2010-3Q
600069.SH	银鸽投资	1.48	1.73	1.55	1.31	1.27
600103.SH	青山纸业	1.52	1.42	1.42	1.16	1.14
002067.SZ	景兴纸业	2.06	1.18	1.30	1.13	1.11
002078.SZ	太阳纸业	2.17	1.69	1.52	1.37	1.08
600966.SH	博汇纸业	1.41	1.66	1.51	1.35	1.01
000488.SZ	晨鸣纸业	1.18	1.33	1.13	1.07	0.94
600567.SH	山鹰纸业	1.46	1.56	1.56	0.99	0.94
600963.SH	岳阳纸业	1.10	1.12	1.07	0.99	0.75
600308.SH	华泰股份	0.80	0.97	1.05	0.91	0.70
600163.SH	福建南纸	1.02	1.07	1.12	0.73	0.70
000815.SZ	美利纸业	0.73	0.82	0.90	0.71	0.58
行业平均		1.36	1.32	1.28	1.07	0.93

资料来源：东方证券研究所

2.3 自由现金流未来改善空间明确

市场对造纸企业较为负面的看法还来自于其产生自由现金流能力较差，需要不断向市场融资以扩大生产规模，我们认为以行业 2010 年下半年固定资产投资转向负增长为契机，未来可预期的时间段上，造纸公司的自由现金流将改善，换言之，行业中的优势企业对股东的回报将加大。

从下表看，太阳纸业自由现金流水平处于造纸行业中最高，我们判断 2011 年行业盈利回暖，则企业现金流将进一步改善，而晨鸣纸业尽管长期以来一直处于负数，我们预计随着 2011 年企业新建产能慢慢达产，其自由现金流有改善的预期。

表 4：太阳纸业每股现金流业内最好，晨鸣纸业随着项目建成达产，现金流有增长预期

证券代码	证券简称	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010-3Q
000815.SZ	美利纸业	-1.03	0.52	-3.17	-5.00	1.32	0.28	0.75
002078.SZ	太阳纸业	1.27	3.06	-4.35	0.65	0.48	-1.19	0.30
600966.SH	博汇纸业	-5.11	0.26	-0.06	-1.58	0.23	-1.57	0.10

600069.SH	银鸽投资	-0.35	0.10	0.43	-0.57	0.82	-0.96	0.04
002067.SZ	景兴纸业	0.52	-0.18	-1.64	-3.37	1.17	0.47	0.03
600567.SH	山鹰纸业	-1.01	0.06	0.09	-1.70	0.49	0.01	-0.02
600103.SH	青山纸业	-0.19	0.11	-0.38	0.09	0.07	-0.02	-0.08
000488.SZ	晨鸣纸业	-2.92	0.12	-1.75	1.58	-0.53	-0.83	-0.27
600163.SH	福建南纸	1.17	0.04	-0.38	-0.19	-1.45	-0.30	-0.57
600963.SH	岳阳纸业	-4.06	2.73	-0.69	-3.43	-0.69	-0.47	-1.47
600308.SH	华泰股份	2.08	-1.44	-0.12	-0.42	1.73	1.33	-4.14
行业平均		-0.88	0.49	-1.09	-1.27	0.33	-0.30	-0.48

资料来源：东方证券研究所

三 估值水平未能反映未来盈利好转预期

按照上文分析的结论，我们认为 2011 年造纸行业有较好的投资机会，特别是进入 2 季度后，行业下游需求将逐步释放，届时，供给的瓶颈将表现为纸价的持续上涨，并带动企业盈利出现增长。另一方面，我们认为当前造纸企业估值水平仍维持在低位，重点公司 PB 约为 1.05~1.3 左右，2011 年动态 PE 维持在 10~12 左右，均较为低估。

在所有造纸板块中，我们优选企业经营效率高，且估值合理的企业，如太阳纸业和晨鸣纸业，我们按照乐观、中性和悲观三种假设条件，按照绝对估值的方法对太阳纸业和晨鸣纸业进行估值测算。

3.1 按照悲观、中性和乐观假设看企业估值偏低

我们对太阳纸业的估值乐观、中性和悲观三种情形进行估计，主要变量是毛利率和产能利用水平，太阳纸业结果如下表所示。

太阳纸业我们从悲观的角度看，假定毛利率 19.5%的条件下（对应的 08 年第三季度的盈利水平），股权价值是 10 元，如果按照历史上 21%左右的平均毛利率水平，公司的股权价值是 14.68 元，对应当前股价有 50%左右的上升空间。

表 5：太阳纸业中性假设下，股权价值是 14.68 元，悲观假设下没有太大下跌空间

	悲观	中性	乐观
WACC	7.0%	7.0%	7.0%
永续增长率	2.0%	2.0%	2.0%
产能利用率	95.0%	100.0%	105.0%
毛利率水平	19.5%	21.2%	22.2%
净利率水平	8.1%	9.5%	10.3%
企业价值（万元）	1,753,615	2,207,638	2,555,992
净债务/（现金）（万元）	749,657	732,870	730,851
股东权益价值（万元）	1,003,958	1,474,767	1,825,141
总股本（万股）	100,481	100,481	100,481
每股价值(元)	9.99	14.68	18.16

资料来源：东方证券研究所

同样，晨鸣纸业我们按照乐观、中性、悲观三种假设环境，分别假定产能利用水平为 105%，97% 和 90%，以及毛利率 19.2%，20.4% 和 21.8%，能够得到绝对估值水平为 14.8 元，11.04 元和 6.59 元，针对目前 7.2 元的股价，同样，下跌空间有限而上升空间较大。

表 6：晨鸣纸业中性假设下，股权价值是 11.04 元，悲观假设下没有太大下跌空间

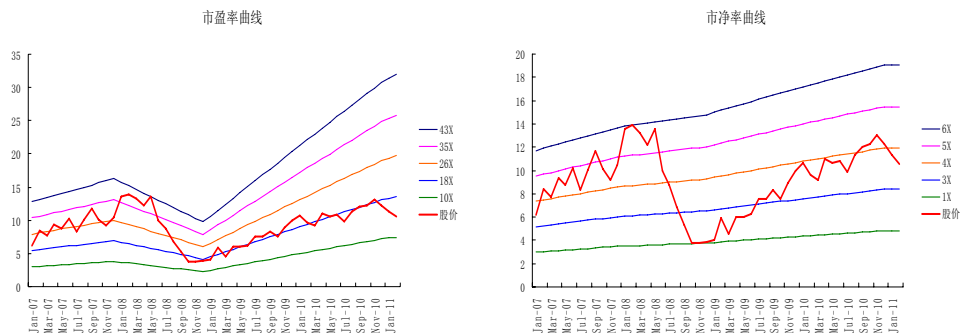
	悲观	中性	乐观
WACC	7.0%	7.0%	7.0%
永续增长率	2.0%	2.0%	2.0%
产能利用率	90.0%	97.0%	105.0%
毛利率水平	19.2%	20.4%	21.8%
净利率水平	5.7%	7.3%	7.8%
FCFF 现值（万元）	1,061,274	1,405,339	1,651,896
企业价值（万元）	3,108,250	4,037,994	4,828,545
净债务/（现金）（万元）	1,750,037	1,762,344	1,775,941
股东权益价值（万元）	1,358,214	2,275,650	3,052,605
总股本（万股）	206,205	206,205	206,205
每股价值(元)	6.59	11.04	14.80

资料来源：东方证券研究所

3.2 相对估值水平也处于底部附近

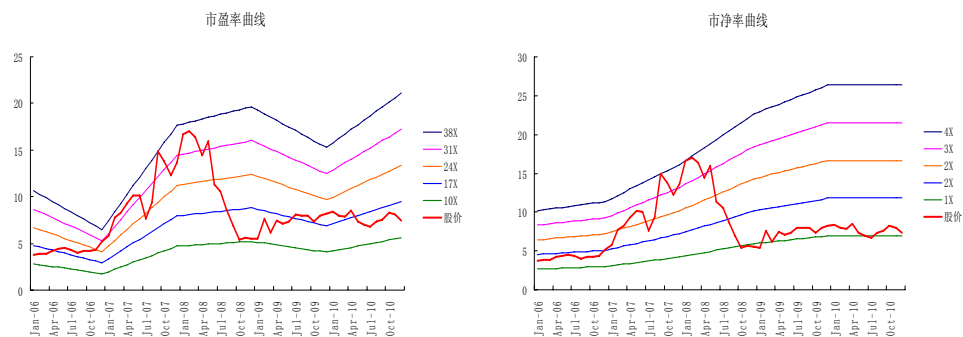
上文表明了绝对估值上企业处于低估水平，换一个角度，从相对估值看，我们也认为太阳纸业和晨鸣纸业属于低估。

图 5：太阳纸业 PE、PB 处于历史底部位置



资料来源：东方证券研究所

图 6：晨鸣纸业 PE、PB 处于历史底部位置



资料来源：东方证券研究所

四季度正面因素积聚

研究结论

- **业绩增长基本符合我们中报前瞻中预期。**公司实现营业总收入 57.75 亿元，比上年同期增加 37.61%，归属于公司普通股股东的净利润 4.99 亿元，较上年同期增长 55.48%，EPS0.50 元，略低于我们中报前瞻中 0.52 元的预期。
- **纸价三季度下滑带动企业业绩环比和同比下降，三季度成为盈利低谷。**中报点评中我们预计公司三季度成本上升而纸价下滑，经营应有一定的压力，但同时我们认为四季度行业将雨过天晴，从行业实际情况看，基本符合我们这一看法，尽管公司三季度收入水平同比增长接近 50%，但由于纸价三季度下滑均超过 10%，导致其毛利率水平下降到 17%（见图 1），经营业绩环比和同比均出现下滑，但我们认为三季度由于纸价下滑和成本高位是盈利的相对低点，随着库存下滑、木浆成本稳定、四季度纸价回升，10~12 月份的盈利将有所反弹。
- **四季度存货下行，销量回暖，落后淘汰带来的产量压抑有利大型企业。**我们注意到公司库存金额三季度较中期有所下滑，表明库存压力有所减轻，且四季度一般而言是一个需求的旺季，产销量应有所放大，价格也应有所提升，且由于全国性的节能减排使得小型企业生产受到压抑，公司是产能达到 200 万吨以上的大型企业，不会受到产能抑制的影响，因此我们预计四季度公司盈利水平将回暖。
- **催化剂：本币升值提升公司毛利率水平。**公司进口木浆和木片进行生产，成本均用美元报价，我们认为本币的升值可以抵消部分成本，具备一定优势，按照前期报告中的测算，如果本币升值 3%，则因毛利率改善将提高公司盈利 11.3%左右，我们认为后期本币升值仍是强烈催化剂。
- **上调盈利预测，继续维持增持评级。**公司三季度经营基本符合预期，而强于行业平均水平，表明公司卓越的经营能力，我们认为随着明年公司新增 35 万吨文化纸项目以及自制浆产能进一步释放，公司对于木浆成本波动的抵御能力更高，理应给予溢价，我们小幅上调企业 2010、2011、2012 年 EPS 预测至 0.72，0.88，1.02 元，（原先预测为 0.72，0.80，0.93 元），给予 2011 年 20XPE 水平，上调目标价为 17.6 元，维持增持评级。
- **风险因素：**新增产能磨合期时间过长导致盈利增长不达预期。



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

执业证书编号：S0860209070189

投资评级 买入 **增持** 中性 减持（维持）

股价（2010 年 10 月 22 日） 14.40 元

目标价格 17.6 元

总股本/A 股（万股） 100481 / 100481

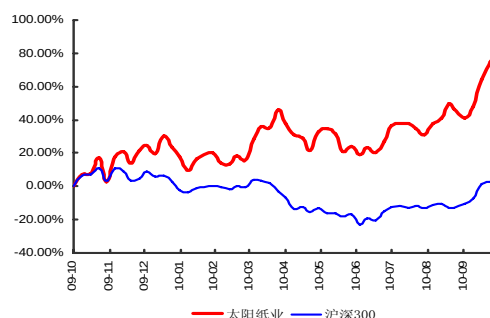
A 股市值（亿元） 145

国家/地区 中国

行业 轻工

报告发布日期 2010 年 10 月 25 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	26.2%	30.5%	77.9%
相对表现 (%)	7.6%	9.1%	71.8%

资料来源：WIND

财务预测

（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5960.73	9619.39	10067.84	11240.95
同比%	2.78%	61.38%	4.66%	11.65%
归属母公司净利润	478.82	724.13	882.51	1026.97
同比%	109.02%	51.23%	21.87%	16.37%
毛利率%	18.64%	18.72%	19.91%	19.01%
ROE%	15.99%	20.05%	20.23%	19.62%
EPS（元）	0.48	0.72	0.88	1.02
PE（倍）	30.72	20.31	16.67	14.32

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《新增 40 万吨白卡和木浆项目》	2010.7.6
《三季度经营压力，四季度雨过天晴》	2010.8.17

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2,826	4,103	4,749	5,613	营业收入	5,961	8,581	10,393	12,682
现金	667	1,260	1,429	1,674	营业成本	4,850	6,728	8,057	9,859
应收账款	252	363	439	536	营业税金及附加	7	17	21	25
其他应收款	693	998	1,208	1,474	营业费用	233	335	364	444
预付账款	451	451	451	451	管理费用	153	223	270	330
存货	692	961	1,150	1,408	财务费用	182	435	525	641
其他	71	71	71	71	资产减值损失	-4	25	18	23
非流动资产	6,452	7,330	8,844	10,736	公允价值变动收益	-7	0	0	0
固定资产	5,708	6,482	7,857	9,514	投资净收益	175	111	145	242
无形资产	290	284	277	270	营业利润	708	930	1,285	1,602
其他	454	565	710	952	营业外收入	16	105	106	106
资产总计	9,279	11,433	13,593	16,350	营业外支出	79	5	5	5
流动负债	4,290	5,796	7,392	9,412	利润总额	644	1,030	1,385	1,703
短期借款	2,973	3,604	4,365	5,326	所得税	53	124	277	426
应付账款	584	811	971	1,188	净利润	591	907	1,108	1,277
其他	732	1,381	2,056	2,897	少数股东损益	112	181	222	255
非流动负债	1,311	1,325	1,355	1,404	归属于母公司净利润	479	725	887	1,022
长期借款	1,281	1,281	1,281	1,281	EBITDA	1,046	2,003	2,512	2,969
其他	30	44	74	122	EPS (元)	0.95	0.72	0.88	1.02
负债合计	5,601	7,121	8,747	10,815	主要财务比率				
少数股东权益	683	864	1,086	1,341	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	502	1,005	1,005	1,005	成长能力				
资本公积	1,070	774	774	774	营业收入	2.8%	44.0%	21.1%	22.0%
留存收益	1,422	1,669	1,980	2,414	营业利润	28.0%	66.8%	26.1%	20.8%
归属母公司股东权益	3,678	4,312	4,846	5,534	归属于母公司净利润	109.0%	51.5%	22.2%	15.2%
负债和股东权益	9,279	11,433	13,593	16,350	获利能力				
现金流量表					毛利率	18.6%	21.6%	22.5%	22.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	净利率	9.9%	10.6%	10.7%	10.1%
经营活动现金流	493	1,553	1,955	2,148	ROE	16.1%	21.0%	22.9%	23.1%
净利润	591	907	1,108	1,277	ROIC	6.4%	12.4%	13.5%	13.7%
折旧摊销	402	524	584	604	偿债能力				
财务费用	168	435	525	641	资产负债率	60.4%	62.3%	64.4%	66.2%
投资损失	-175	-111	-145	-242	负债权益比率	152.3%	165.1%	180.5%	195.4%
营运资金变动	-593	-243	-167	-203	流动比率	0.66	0.71	0.64	0.60
其他	100	42	50	71	速动比率	0.38	0.45	0.42	0.39
投资活动现金流	-1,555	-1,209	-1,829	-2,041	营运能力				
资本支出	-1,956	-1,320	-1,975	-2,283	总资产周转率	0.68	0.83	0.83	0.85
长期投资	39,760	11,075	14,529	24,182	应收账款周转率	6.51	7.44	6.91	6.93
其他	-39,359	-10,965	-14,384	-23,940	应付账款周转率	3.67	5.63	5.28	5.34
筹资活动现金流	1,039	250	43	137	每股指标 (元)				
借款增减	1,324	632	764	967	每股收益	0.95	0.72	0.88	1.02
普通股增加	0	502	0	0	每股经营现金流	0.98	1.55	1.95	2.14
资本公积增加	13	-296	0	0	每股净资产	7.32	4.29	4.82	5.51
其他	-297	-589	-720	-830	估值比率				
现金增加额	-23	593	169	244	P/E	11.3	14.9	12.1	10.5
					P/B	1.46	2.50	2.22	1.95
					EV/EBITDA	15.0	8.3	7.2	6.7

资料来源：东方证券研究所

业绩超预期，纸价将上调

- **业绩增长略超我们预期，销售量增长是主因。**公司预计 2010 年 EPS 为 0.56 元，略超出我们前期 0.55 元的盈利预期，根据公司公告的内容，我们认为产能利用率较高，销量增长是盈利超预期的主要原因，2010 年公司主体造纸产能为 330 万吨，但全年公司产纸量为 335 万吨，相较 2009 年增长 10%，但公司除了 9.8 万吨生活用纸在 2010 年 10 月份投产以外，2010 年并没有大的产能投放，因此我们认为 2010 年下游需求旺盛，导致企业产能利用率水平较高，这是刺激企业盈利超预期的主要因素。
- **展望 2011 年，纸价有望上调 1~2 次，能够转嫁成本压力。**我们注意到 2010 年四季度造纸下游行业，包括印刷和包装盈利能力均较好（见图 1），未来纸品需求有望保持强势；另一方面，造纸产量增长却小于 10%，且纸行业固定资产投资 2010 年 12 月再次出现负增长，这在历史上均意味着未来纸品新增项目不多，行业整体并不会过剩，在浆价上涨的大趋势下，纸厂能够完全转嫁成本压力，提价 1~2 次，从而保证自身毛利率水平。
- **参考历史吨纸盈利，目前处于均值水平，公司 2011 年有 200 万吨以上产能投放，预计利润将稳定增长。**晨鸣纸业 2010 年 4 季度吨纸盈利约为 339 元/吨，相比 293 元的平均吨纸盈利处于均值水平（见图 3），表明目前行业并没有达到周期性高点，而公司 2011 年投产项目较多，包括湛江项目 45 万吨纸品产品，70 万吨木浆产能，以及 80 万吨铜版纸产能。按照我们 2011 年造纸企业盈利能力可以保持的观点，这些产能投放将为公司带来盈利的稳步增长，不会出现增量不增利的情况。
- **估值处于历史底部，维持目标价至 9.80 元，维持买入评级。**公司四季度盈利略超预期，对应当前股价 2010 年 PE 仅为 12.5 倍，PB 为 1.05 倍，处于历史底部（见图 3），我们认为公司作为造纸行业的龙头代表企业，与印刷包装公司对比，议价能力上具备优势，而其市值却没有反映这一地位，随着 4 月份公司新产能的逐渐投放并达产贡献盈利，未来的利润增长将带动企业股价上行。我们维持公司 2010~2012 年盈利预测为 0.55，0.65 和 0.79 元，给予 2011 年 15PE 水平，维持目标价为 9.80 元，维持买入评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

轻工造纸行业高级分析师

8621-63325888 × 6079

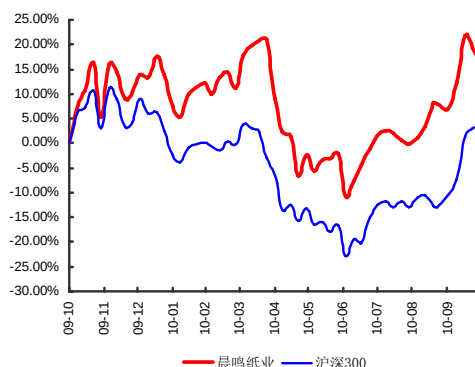
zhengkai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209070189

投资评级 **买入** 增持 中性 减持（维持）

股价（2011 年 1 月 24 日）	6.99 元
目标价格	9.80 元
总股本/A 股（万股）	206205 / 111328
A 股市值（亿元）	172
国家/地区	中国
行业	轻工
报告发布日期	2011 年 1 月 25 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	8.9%	14.6%	16.5%
相对表现 (%)	-6.8%	-3.8%	12.9%

资料来源：WIND

财务预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万）	14,885	17,196	24,934	29,914
同比%	-4.15%	15.53%	45.00%	19.97%
归属母公司净利	835.95	1137.55	1347.38	1635.58
同比%	-22.26%	36.08%	18.45%	21.39%
毛利率%	19.0%	20.5%	19.8%	19.2%
ROE%	6.4%	8.2%	9.0%	10.0%
EPS	0.41	0.55	0.65	0.79
PE	20.6	15.2	12.8	10.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《晨鸣纸业，造纸成名》	2010.8.5
《业绩超预期，2011 年产能快速增长》	2010.8.24

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	10,541	9,966	11,764	14,046	营业收入	14,885	17,195	25,453	30,683
现金	2,893	1,769	128	291	营业成本	12,057	13,493	20,367	24,404
应收账款	1,529	1,766	2,615	3,152	营业税金及附加	16	19	28	34
其他应收款	2,705	2,751	4,072	4,909	营业费用	775	895	1,325	1,597
预付账款	1,001	1,001	1,001	1,001	管理费用	726	839	1,242	1,497
存货	2,227	2,492	3,761	4,507	财务费用	313	470	569	625
其他	187	187	187	187	资产减值损失	17	50	212	128
非流动资产	17,672	20,335	21,431	21,869	公允价值变动收益	18	0	0	0
固定资产	15,570	18,266	19,395	19,866	投资净收益	-16	0	0	0
无形资产	1,313	1,281	1,248	1,215	营业利润	983	1,430	1,710	2,397
其他	788	788	788	788	营业外收入	202	112	112	113
资产总计	28,213	30,301	33,195	35,915	营业外支出	11	10	10	11
流动负债	7,065	7,741	9,887	11,443	利润总额	1,173	1,531	1,812	2,499
短期借款	3,103	3,103	3,103	3,103	所得税	219	230	272	625
应付账款	2,123	2,429	3,666	4,393	净利润	954	1,302	1,540	1,874
其他	1,839	2,209	3,118	3,947	少数股东损益	118	169	200	244
非流动负债	6,411	7,407	7,662	8,227	归属于母公司净利润	836	1,132	1,340	1,631
长期借款	5,087	5,087	5,087	5,087	EBITDA	2,811	3,249	3,667	4,515
其他	1,324	2,319	2,575	3,140	EPS (元)	0.41	0.55	0.65	0.79
负债合计	13,476	15,148	17,549	19,670	主要财务比率				
少数股东权益	1,745	1,914	2,115	2,358	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	2,062	2,062	2,062	2,062	成长能力				
资本公积	6,093	6,093	6,093	6,093	营业收入	-4.2%	15.5%	48.0%	20.5%
留存收益	4,836	5,083	5,376	5,731	营业利润	-4.9%	31.0%	37.3%	23.5%
归属母公司股东权益	14,737	15,153	15,646	16,245	归属于母公司净利润	-22.3%	35.5%	18.3%	21.7%
负债和股东权益	28,213	30,301	33,195	35,915	获利能力				
现金流量表					毛利率	19.0%	21.5%	20.0%	20.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	净利率	6.4%	7.6%	6.1%	6.1%
经营活动现金流	1,639	2,689	1,678	2,777	ROE	6.5%	8.6%	9.8%	11.5%
净利润	954	1,302	1,540	1,874	ROIC	5.3%	6.2%	6.4%	7.8%
折旧摊销	1,235	1,177	1,182	1,264	偿债能力				
财务费用	385	470	569	625	资产负债率	47.8%	50.0%	52.9%	54.8%
投资损失	16	0	0	0	负债权益比率	91.4%	100.0%	112.2%	121.1%
营运资金变动	-791	-342	-1,862	-1,189	流动比率	1.49	1.29	1.19	1.23
其他	-159	83	249	202	速动比率	1.01	0.81	0.69	0.73
投资活动现金流	-2,134	-3,900	-2,500	-1,841	营运能力				
资本支出	-2,233	-3,900	-2,500	-1,841	总资产周转率	0.55	0.59	0.80	0.89
长期投资	7,094	0	0	0	应收账款周转率	4.28	3.93	4.54	4.16
其他	-6,996	0	0	0	应付账款周转率	4.25	4.85	5.60	5.07
筹资活动现金流	178	87	-819	-773	每股指标 (元)				
借款增减	1,957	972	228	502	每股收益	0.41	0.55	0.65	0.79
普通股增加	0	0	0	0	每股经营现金流	0.79	1.30	0.81	1.35
资本公积增加	0	0	0	0	每股净资产	7.15	7.35	7.59	7.88
其他	-1,782	-886	-1,048	-1,275	估值比率				
现金增加额	-318	-1,124	-1,641	163	P/E	17.8	13.3	11.2	9.2
					P/B	1.02	0.99	0.96	0.92
					EV/EBITDA	3.8	4.1	4.8	4.3

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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