

轻工制造/造纸

证券研究报告
公司研究 / 深度研究

晨鸣纸业 (000488)

增持/首次评级

股价: RMB7.14

分析师

周煥

SAC 执业证书编号:s1000206090080

(0755)8249 2072

zhouhuan@mail.htlhsc.com.cn

联系人

穆方舟

(0755)8249 2321

mufz@mail.htlhsc.com.cn

业绩拐点 纸有晨鸣

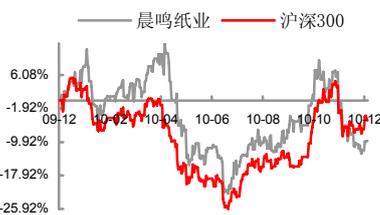
- 中国纸张消费市场是**全球增长最快和最具潜力**的市场，行业的演变趋势将是造纸“航母”和“巡洋舰”企业将替代造纸“炮舰”企业，**集中度不断提高**目前正在上演。晨鸣虽然体位在我国造纸企业中较大，但市场占有率也仅仅**3%左右**，加上身处最具潜力的市场，未来空间仍然很大。
- 公司作为**未来中国造纸航母已现雏形**：公司是最早开展林浆纸一体化的企业之一，目前林浆纸一体已经初具规模，走在了大多数造纸企业的前列；公司是纸种最为齐全，目前唯一全国布局的造纸企业；在行业低谷进行产能扩张，新建产能从**2011年初开始进入收获期**，陆续增加的产能将达目前产能的**70%**，产能的大幅扩张也将伴随业绩的快速增长，经过多年的蛰伏，公司将迎接美丽拐点的到来。
- 林地资源为公司描绘美好的未来**：我国是森林资源缺乏的国家，林纸一体化将成为行业趋势，造纸行业的竞争格局和竞争优势的关键决定因素正在发生变化，**对林木资源的拥有和控制以及由此形成的原料成本优势在今后竞争中的作用将凸显**；公司是我国林纸一体化的先行者，目前拥有林权证原料林约**230万亩**；在我国林木供需缺口不断扩大、木材出口国贸易保护措施加剧和全球通胀背景下，我们认为公司林地资源未来增值潜力较大。
- 新项目助推业绩拐点**：公司新建的湛江**45万吨文化纸项目**，配套**70万吨自制浆项目**、**80万吨低铜纸项目**、**6万吨生活用纸项目**和**60万吨白牛卡纸项目**将陆续投产，我们测算未来两年业绩增速将达到**20%和30%**，成长性在造纸行业中较为出色。
- 盈利预测与估值**：我们预测公司**10、11、12年EPS**分别为**0.56元、0.69元、0.91元**，目前股价对应**11、12年PE**分别为**10.2X和7.8X**。我们对其业务拆分估值，公司合理的价值区间为**7.58元—8.97元**，首次给予“增持”评级。
- 风险提示**：公司新建项目未能按期投产、商品浆和木片价格大幅波动、宏观经济景气度下行。

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	2,062
流通A股(百万股)	810
流通B股(百万股)	557
可转债(百万元)	
流通A股市值(百万元)	5,913

最近52周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	14884.6	16143.7	19075.4	24810.6
(+/-%)	-4.2	8.5	18.2	30.1
归属母公司净利润(百万元)	835.9	1139.4	1404.4	1870.1
(+/-%)	-22.3	36.3	23.3	33.6
EPS(元)	0.41	0.55	0.68	0.91
P/E(倍)	18.3	13.0	10.5	7.8

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

投资观点	5
最具增长潜力市场，集中度提高进行时	6
中国仍是全球最具增长潜力的市场	6
造纸“航母”和“巡洋舰”企业将替代造纸“炮舰”企业	7
晨鸣纸业——中国纸业航母已现雏形	10
产业链最完整的林浆纸一体化现代造纸企业	10
纸种齐全，布局全国	10
低谷投资英雄本色，拐点将至航母初成	12
林地资源为公司描绘美好未来	13
林地将成为未来造纸企业竞争优势的关键因素	13
公司是林纸一体化的先行者	13
林木在我国是稀缺资源	15
公司林业资源未来增值潜力较大	17
新项目助推业绩拐点	19
广东湛江林浆纸一体化项目：分享超额利润	19
高端生活用纸项目：前景光明	20
低铜牛卡，一高一低，错位竞争	23
原有纸种：看好白卡，看淡铜板、新闻	23
盈利预测与估值分析	24
盈利预测核心假设	24
相对估值分析：合理价值区间 7.58 元—8.97 元	25
绝对估值：每股内在合理价值水平 10.95 元	28
首次给予“增持”评级，合理价值区间 7.58 元—8.97 元	29
风险提示	29

图表目录

图 1: 中国 6 年产量翻番, 位居全球之首	6
图 2: 中国成为全球造纸增长的引擎	6
图 3: 韩国人均纸张消费量与 GDP 关系	6
图 4: 中国台湾人均纸张消费量与 GDP 关系	6
图 5: 中国目前正迈入人均纸张消费量高速增长期	7
图 6: 中国人均纸张消费量仍与发达国家差距较大	7
图 7: 中国造纸企业平均规模远低于世界平均水平	8
图 8: 中国大型造纸企业规模与国际纸业巨头规模相比差距明显	8
图 11: 中国 TOP10 企业占比	9
图 12: 日本 TOP10 企业占比	9
图 13: 晨鸣纸业完整产业链示意图	10
图 14: 公司全国布局生产基地和原料基地	11
图 16: 公司产能拐点即将到来	12
图 17: 自有林业将可以应对林业资源的上涨趋势 (波动)	13
图 18: 芬兰林纸一体化发展路径	14
图 19: 我国森林覆盖率仅列世界 139 位	15
图 20: 中国森林单位蓄积量仅相当世界平均水平的 60%	15
图 21: 国家出于环保考虑将部分用材林转为防护林	16
图 22: 我国进口原木数量增长迅速	16
图 23: 我国进口锯材数量增长迅速	16
图 24: 俄罗斯为我国主要原木进口国	17
图 25: 俄罗斯原木出口关税大幅提高	17
图 26: 进口木材单价 09 年下半年后持续走高	17
图 27: 进口木浆价格已经超过 08 年高点水平	17
图 28: 公司林业资产价值	18
图 29: 永安林业林地收购成本逐年上升	18
图 30: 制浆毛利率在正常年份高于造纸	19
图 31: 销售利润率排序: 林 > 浆 > 纸	19
图 32: 广东大部分造纸产能为玖龙和理文的箱板纸	20
图 33: 自制浆有明显的成本优势	20
图 34: 生活用纸为典型的日常消费品	21
图 35: 居民可支配收入快速增长	21
图 36: 生活用纸毛利率水平远高于其他纸种	22
图 37: 洁柔软抽与晨鸣铜板价格波动比较	22
图 38: 公司各纸种近年毛利率变化情况	24
表格 1: 中国大中型造纸企业数量明显偏少	8
表格 2: 造纸制浆企业的环保标准不断提高	8
表格 3: 公司各纸种产能情况	11
表格 4: 公司扩建产能情况	12
表格 5: A 股造纸企业林纸一体化项目	14

表格 6: CME 木材期货价格最近持续上涨 (单位: 美元/1000 板英尺)	18
表格 7: 林业资产价值对比	18
表格 8: 林业资产价值对比	19
表格 9: 生活用纸未来市场容量	21
表格 10: 华北地区较大规模生活用纸产能	22
表格 11: 未来铜版纸供给压力较大	23
表格 12: 分纸种收入及毛利率拆分预测 (单位: 百万元)	24
表格 13: 同行业上市公司估值——华泰股份	26
表格 14: 同行业上市公司估值——箱板纸、轻涂纸与文化纸公司	26
表格 15: 同行业上市公司估值——白卡纸纸公司	26
表格 16: 同行业上市公司估值——白卡纸纸公司	27
表格 17: 同行业上市公司估值——具有林业资源公司	27
表格 18: 业务拆分相对估值分析表 (单位: 百万元)	28
表格 19: DCF 绝对估值分析表 (结论单位: 百万元)	28
表格 20: DCF 敏感性分析	29

投资观点

关于行业与公司：中国纸张消费市场是全球增长最快和最具潜力的市场。根据韩国和中国台湾的数据，我国目前正处于纸种消费的快速成长期，从人均消费量来看，中国仅为美国的 1/4，还有较大提升空间。行业的演变趋势将是造纸“航母”和“巡洋舰”企业将替代造纸“炮舰”企业，集中度不断提高目前正在上演。晨鸣纸业虽然体位在我国造纸企业中较大，但市场占有率也仅仅 3% 左右，加上身处最具潜力的市场，未来空间仍然很大。

关于公司的看点

- 1. 未来成长性：**大公司成长性较差历来被投资者所诟病，但晨鸣正处于业绩拐点的前夜。公司在行业低谷进行产能扩张，新建产能从 2011 年初开始进入收获期，陆续增加的产能将达目前产能的 70%，产能的大幅扩张也将伴随业绩的快速增长，经过多年的蛰伏，公司将迎接美丽拐点的到来。
- 2. 林浆纸一体化现代造纸企业，纸种齐全，布局全国：**公司是我国最先开展林浆纸一体化的企业之一，目前来看林浆纸一体已经初具规模，走在了大多数造纸企业的前列。林纸一体化是行业趋势所在，林、浆部分的利润率明显高于造纸部分。公司生产纸种最为齐全的造纸企业，抗风险能力较强，其中轻涂纸、铜板纸、白卡纸和新闻纸市场份额居前，有一定的议价能力。公司也是目前唯一全国布局的造纸企业，生产基地更靠近市场，相比其他企业可节约大量的运输成本。
- 3. 林地资源为公司描绘美好未来：**决定造纸行业企业竞争优势的关键因素正在发生变化，对林木资源的拥有和控制以及由此形成的原料成本优势在今后竞争中的作用将凸显。我国是林木资源相对缺乏的国家，原料问题始终制约造纸企业的瓶颈问题，同时作为产品同质化较高的行业，成本将是决定盈利水平的主要因素。我们认为，有林造纸企业在原料有效保证及原料成本上与无林造纸企业之间的差距将拉大，虽然目前林木资源对业绩没有太大的影响，但**未来林木资源将成为决定造纸企业盈利能力和竞争优势的不可替代的关键因素**。目前拥有林权证得原料林约 230 万亩，在我国林木供需缺口不断扩大、木材出口国贸易保护措施加剧和全球通胀背景下，我们认为公司林地资源未来增值潜力较大。
- 4. 新项目有助盈利水平提高：**第一，湛江木浆项目提升有望获取超额收益。公司湛江原料林基地部分已经进入轮伐期，随着 2011 年 4 月自制浆项目的投产，林浆超额收益将显现，公司将真正分享到全产业链利润。第二，高端生活用纸项目前景无忧。中高端生活用纸毛利普遍在 30% 以上，它作为日常消费品，呈现刚性需求性，当经济下滑导致木浆价格下降时，其价格也能维持，反使盈利能力提高；华北地区竞争环境也有利于公司打开市场；从生活用纸的估值角度来看，该项目有助于公司估值的提升。

对林木资源的拥有和控制以及由此形成的原料成本优势在今后竞争中的作用将凸显。

按利润率排序是
林 > 浆 > 纸

中高端生活用纸毛利普遍在 30% 以上

有别于大众的认识：本篇报告对林业资源的稀缺性与增值预期作出了合理的判断，认为公司的林业资源未来有较大增值的空间；对新增产能，认为景气纸种能带给公司较为确定的成长性。同时，我们按各纸种景气度对公司业务拆分估值，认为公司合理的价值区间为 7.58 元—8.97 元。

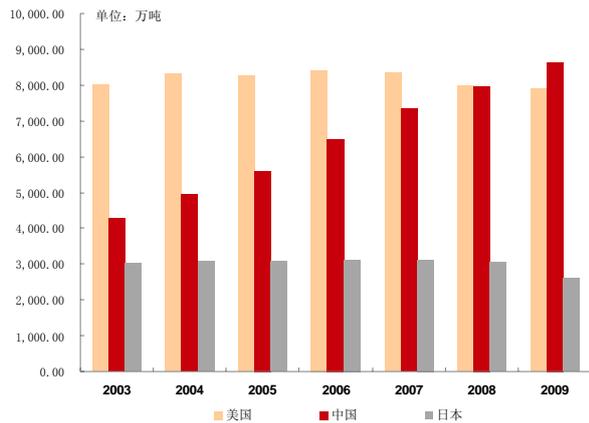
最具增长潜力市场，集中度提高进行时

中国仍是全球最具增长潜力的市场

通过历史数据观察，人均纸张消费量与经济发展水平紧密相关。与中国经济高速发展同步，中国造纸行业在过去6年中产量翻番，复合增长率超过12%。2003年，我国造纸产量仅为美国的一半，2009年产量已经超过美国，位居全球产量第一位。在此期间，全球产量增速仅为3%，世界五大生产国另外四国中，美国增速几乎为0，日本和加拿大均为负增长，中国成为全球增长的引擎。特别在全球性金融危机之后，这种表现将更加明显，中国未来仍是全球最具增长潜力的市场。

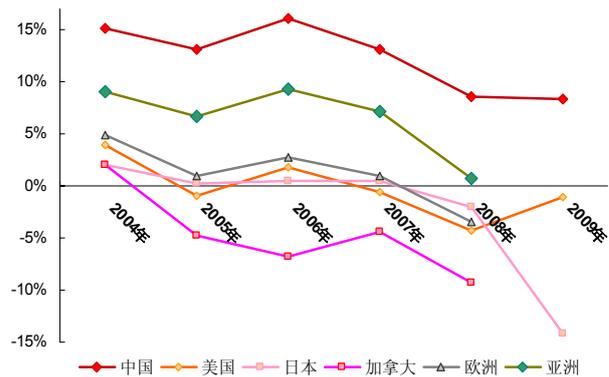
通过对比韩国和中国台湾造纸行业发展阶段的比较，可以得出人均GDP位于3000—8000美元的阶段，是人均消费纸张增速最快的阶段。目前，我国人均GDP刚超过3000美元，正处于人均消费增长最快的阶段，未来数年将迎来需求的快速增长。从人均纸张消费量来看，目前我国人均纸张消费量还不到美国的1/4，未来增长空间仍然很大。

图 1: 中国 6 年产量翻番，位居全球之首



资料来源: 中国造纸协会 造纸信息 华泰联合证券研究所

图 2: 中国成为全球造纸增长的引擎



资料来源: 中国造纸协会 造纸信息 华泰联合证券研究所

图 3: 韩国人均纸张消费量与 GDP 关系

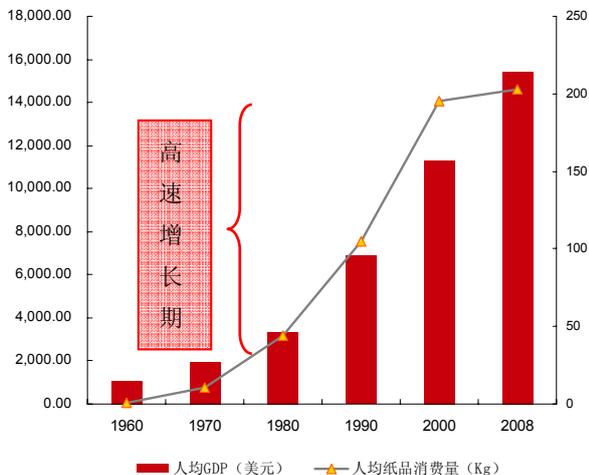
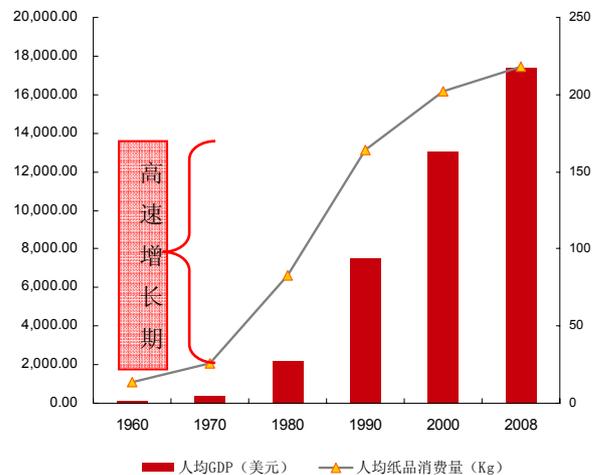
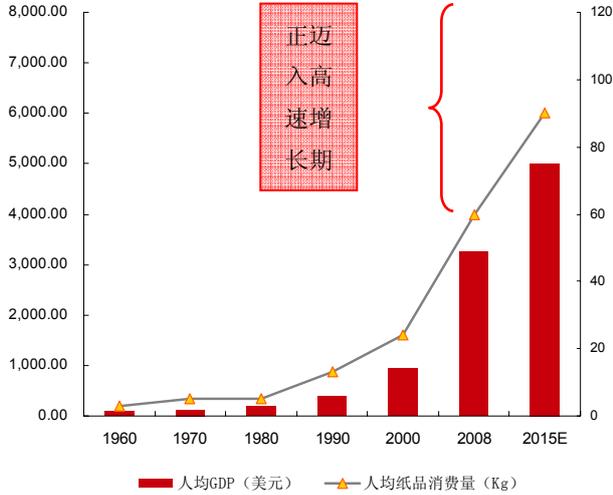


图 4: 中国台湾人均纸张消费量与 GDP 关系



资料来源: Bloomberg 造纸信息 华泰联合证券研究所

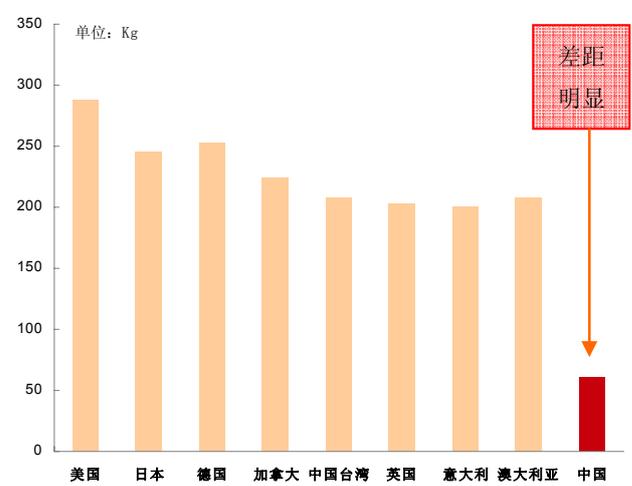
图 5: 中国目前正迈入人均纸张消费量高速增长期



资料来源: Bloomberg 造纸信息 华泰联合证券研究所

资料来源: Bloomberg 造纸信息 华泰联合证券研究所

图 6: 中国人均纸张消费量仍与发达国家差距较大



资料来源: Bloomberg 造纸信息 华泰联合证券研究所

生活用纸和包装用纸需求增长最快

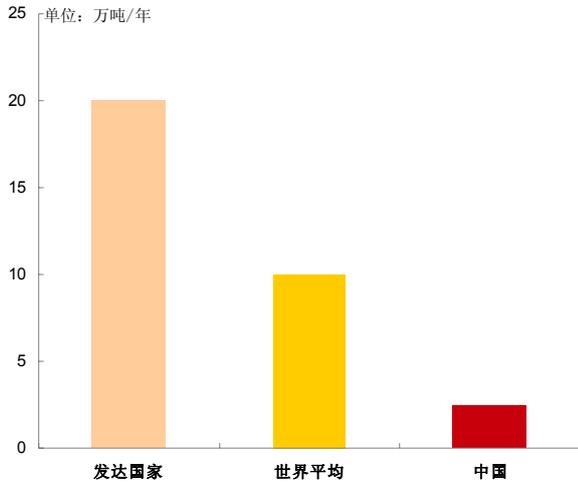
同时我们也必须看到, 由于处于的电子科技发展阶段不同, 各种纸张的需求也是不同的。新闻纸和书写纸等随着电子传媒和无纸化办公的兴起, 其使用程度在不断的降低; 但与此同时, 随着生活水平的提高和产品的消费升级, 生活用纸和包装用纸的使用在不断增加, 纸质包装材料的环保性还可使其未来将逐步替代部分塑料包装材料。我们认为, 在未来纸张消费量的增长将主要来自于包装用纸 (包括白卡纸、箱板纸、涂布纸板等)、生活用纸、高档文化纸、部分特种纸 (如装饰纸等)。

造纸“航母“和”巡洋舰“企业将替代造纸“炮舰”企业

由众多“炮舰”和少量“巡洋舰”组成的造纸第一大国

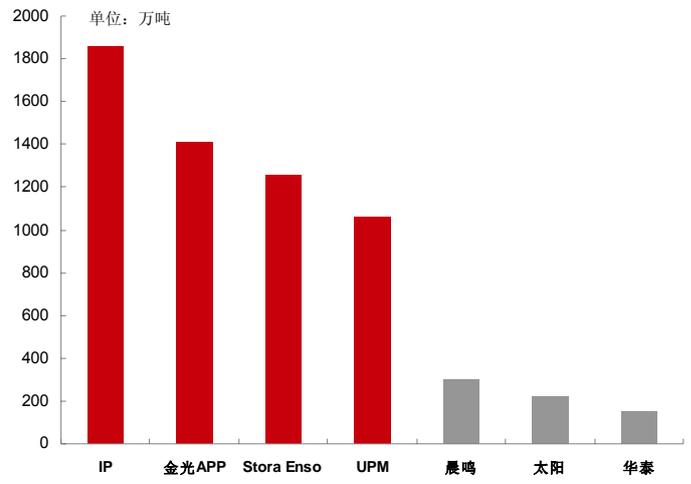
中国在 2009 年成为世界造纸第一大国, 超过全球总产量的 1/5, 但却是由众多“炮舰”和少量“巡洋舰”组成的, 没有一艘航母, 这显然与第一大国不相称。2009 年, 全国约有造纸企业 3600 家左右, 平均规模仅为 2.5 万吨, 而世界平均造纸企业规模达到 10 万吨, 发达国家更是达到 20 万吨。

图 7：中国造纸企业平均规模远低于世界平均水平



资料来源：中国造纸协会 造纸信息 华泰联合证券研究所

图 8：中国大型造纸企业规模与国际纸业巨头规模相比差距明显



资料来源：中国造纸协会 造纸信息 华泰联合证券研究所

表格 1：中国大中型造纸企业数量明显偏少

中国	世界
产量超过 500 万吨仅有 1 家，超过 100 万吨的也仅有 8 家。	产量超过 1000 万吨的企业有 4 家，超过 500 万吨有 19 家，超过 200 万吨有 43 家，超过 100 万吨有 87 家。

数据来源：中国造纸协会 华泰联合证券研究所

规模偏小已成为制约行业发展的重要因素

造纸企业规模偏小，成为行业制约行业发展的因素主要有两个原因：

第一，行业因为污染问题备受指责

造纸行业历来因为污染问题备受指责，这基本均为中小造纸企业造成的恶果。目前中小企业基本是草浆生产线，而草浆 COD 排放量占整个造纸行业排放量的 60% 以上。国家对环保标准也在不断提高，中小型造纸企业因产能偏小，使用大型环保设备无法实现规模经济。

表格 2：造纸制浆企业的环保标准不断提高

	排放指标	制浆企业	造纸企业
2009 年之前的标准	COD: (mg/L)	400	100
	排放量: (Kg/T)	80	6
新标准 (老企业)	COD: (mg/L)	200	100
	排放量: (Kg/T)	16	2
新标准 (新企业)	COD: (mg/L)	100	80
	排放量: (Kg/T)	5	1.6

资料来源：环保部 发改委

第二， 行业无序竞争

中小型造纸企业在不负担环保成本下进行价格竞争，造成我国造纸行业产品档次质量偏低，议价能力较弱。

造纸“航母“和”巡洋舰”企业替代造纸“炮舰”企业正在上演

造纸行业集中度提高是大势所趋，我们认为未来中国将出现造纸航母和巡洋舰代替炮舰企业的情况，这种情况眼前正在发生。对比发达国家，我国造纸行业集中度提升的空间还很大。

行业集中度提高的路劲有两条：一是大型企业自身产能的扩张，二是通过行业整合做强。

目前先进的大型纸机产能可达 40 万吨，大型企业利用自身的资金优势，上马大型纸机。国家的环保政策和准入门槛不仅可以使一些小企业自动退出，而且使扩大产能仅集中于少数大型企业。

同时，以晨鸣为首的大型企业和中冶、中纸投两家央企对中型企业的收购也在进行，如晨鸣收购汉阳纸业、吉林纸业、江西纸业，中冶收购美利纸业、银河纸业，中纸投收购冠豪高新、泰格林纸等。

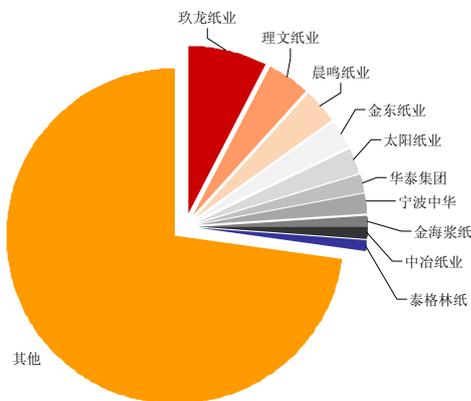
集中度加速提升进行时

我们认为未来两三年，将是行业集中度加速提升的时点。第一，从目前主要造纸企业公布的投产计划来看，晨鸣、玖龙、博汇、太阳和华泰等都有超过 50%的产能扩张计划；第二，国家节能减排力度不断加强，中小企业产能将有效淘汰；第三，中冶、中纸投的并购中型纸企将继续进行。

晨鸣市场占有率仅 3%左右

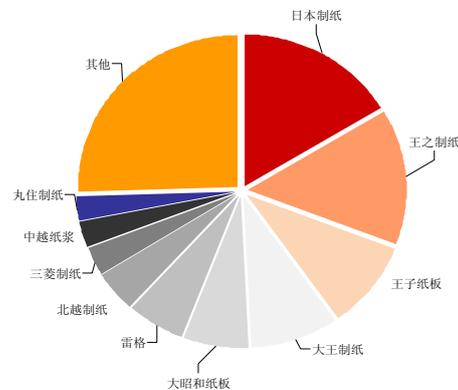
晨鸣虽然体位在我国造纸企业中较大，但市场占有率也仅仅 3%左右，加上身处最具潜力的市场，未来成长空间仍然较大！

图 11: 中国 TOP10 企业占比



资料来源：中国造纸协会 造纸信息 华泰联合证券研究所

图 12: 日本 TOP10 企业占比



资料来源：中国造纸协会 造纸信息 华泰联合证券研究所

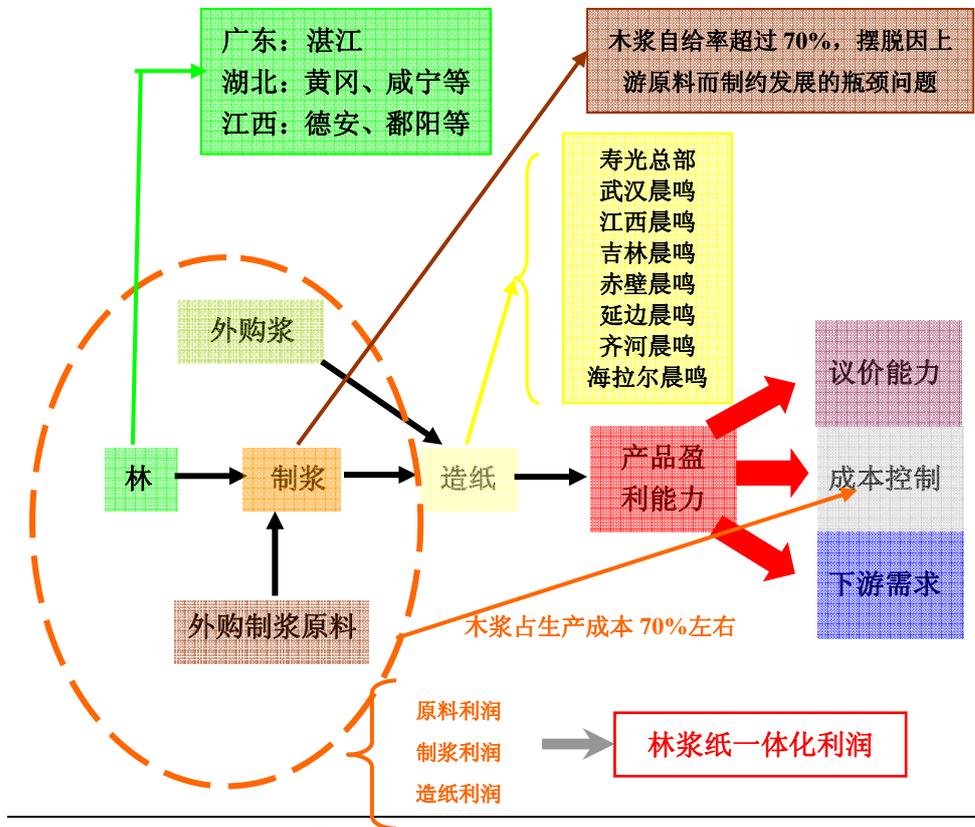
晨鸣纸业——中国纸业航母已现雏形

产业链最完整的林浆纸一体化现代造纸企业

木浆自给率超过 70%，
能控制的原料林约 300
万亩

公司是最先开展林浆纸一体化的企业之一，目前来看林浆纸一体已经初具规模，木浆自给率超过 70%，能控制的原料林约 300 万亩（其中约 230 万亩已拿到林权证），走在了大多数造纸企业的前列。我们在之前的报告《万“纸”千红又一春》中已经分析过，传统的造纸企业实际只有抄纸一个部分的利润，而一体化的现代造纸企业却享有林、浆、纸三部分的利润，从目前来看，林、浆部分的利润率水平明显高于造纸部分。再者，我国是一个森林资源相对短缺的国家，公司以木材为主要原料，林纸一体化能摆脱因上游原料而制约发展的瓶颈问题，并有效控制成本。

图 13：晨鸣纸业完整产业链示意图



资料来源：华泰联合证券研究所

纸种齐全，布局全国

公司是我国生产纸种最全的造纸企业，各纸种均有生产，抗风险能力较强。其中，轻涂纸、铜板纸、白卡纸和新闻纸市场份额居前，有一定的议价能力。

表格3： 公司各纸种产能情况

	产能(万吨)	收入(万元)	收入占比	行业地位
铜版纸	65	308,714	21.92%	行业第二
双胶纸	40	210,126	14.92%	行业第二
白卡纸	40	187,954	13.35%	行业第三
新闻纸	50	178,197	12.65%	行业第三
轻涂纸	30	159,960	11.36%	行业第一
箱板纸	25	59,449	4.22%	
书写纸	10	40,458	2.87%	行业第二
其他	50	263,531	18.71%	

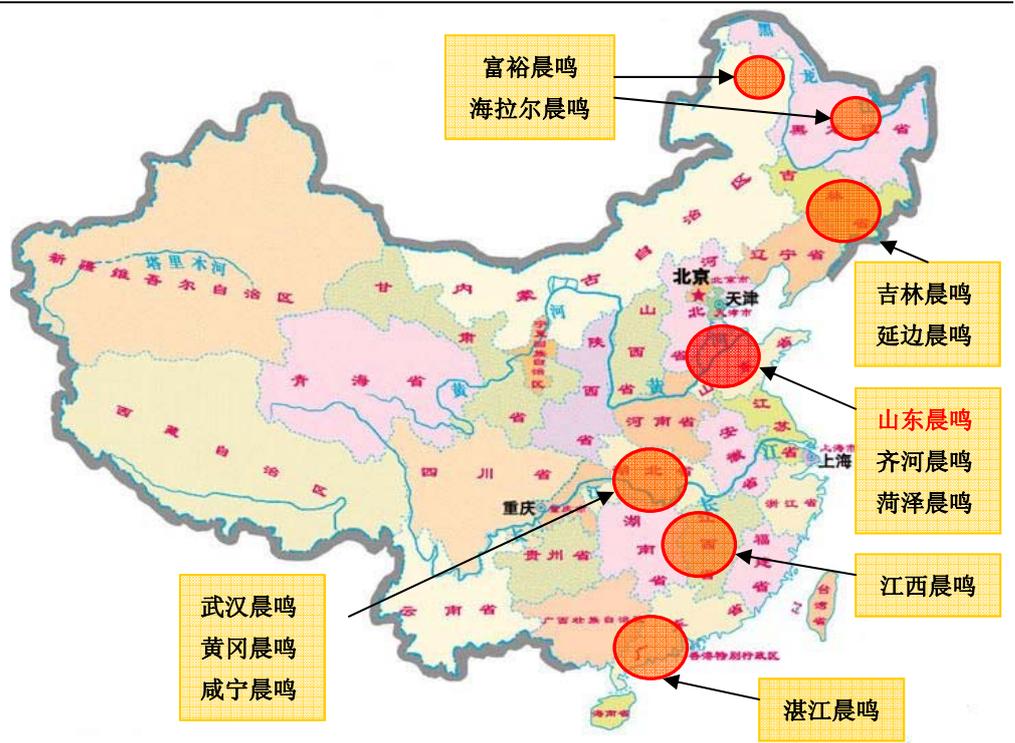
资料来源：公司公告 中国造纸协会 华泰联合证券研究所

注：公司 6 万吨生活用纸项目目前正处于试产阶段

公司是目前唯一全国布局的造纸企业：华北有寿光本部、齐河晨鸣等；华中有武汉晨鸣、赤壁晨鸣、江西晨鸣等；东北有吉林晨鸣、延边晨鸣、海拉尔晨鸣等；华南有湛江晨鸣。公司的生产基地更靠近市场，相比其他企业可节约大量的运输成本。

图 14： 公司全国布局生产基地和原料基地

公司是目前唯一全国布局的造纸企业



资料来源：华泰联合证券研究所

低谷投资英雄本色，拐点将至航母初成

低谷投资——周期成长公司的最佳选择

公司在稳定产能三年之后，决定在行业低谷之际进行大规模产能扩张。扩产项目有：湛江 45 万吨文化纸项目，配套 70 万吨自制浆项目、80 万吨低铜纸项目、6 万吨生活用纸项目和 60 万吨白牛卡纸项目。扩张完成后，公司浆纸产能总共扩张 260 万吨，比目前产能增长 70%。

1. 低投资成本，未来低折旧
2. 复苏中率先受益
3. 有能力获得廉价资金支持

我们认为公司在行业低谷选择扩张是周期成长类公司的最佳选择：第一，公司以较低的成本进行扩张，未来折旧金额会较低；第二，在低谷时产能扩张能在行业复苏的过程中率先受益，因为建设周期较长的缘故，新增产能很难在需求启动时立即释放；第三，只有像晨鸣这种大型公司才能够在低谷时获得足够资金，且需负担的财务费用也较低。

表格4： 公司扩建产能情况

项目名称	产能	建设地点	投资金额	预计投产时间
高档低定量铜版纸项目	80 万吨	寿光本埠	52 亿元	2011 年 4 月
高级文化纸项目	45 万吨	广东湛江	16.68 亿元	2011 年 4 月
湛江木浆项目	70 万吨	广东湛江	94.3 亿元	2011 年 4 月
高档涂布白牛卡纸项目	60 万吨	寿光本埠	26 亿元	2012 年 5 月
高档生活用纸项目	6 万吨	寿光本埠	6.18 亿元	2010 年 12 月

资料来源：公司公告 华泰联合证券研究所

迎接美丽拐点的到来

公司此次扩张的新建产能从 2011 年年初开始进入收获期，陆续增加的产能将达到目前产能的 70%，在公司销售合力配合下，我们认为产能的大幅扩张也将伴随业绩的快速增长。经过多年的蛰伏，公司将迎接美丽拐点的到来，中国造纸行业已现雏形。

图 16： 公司产能拐点即将到来



资料来源：公司公告 华泰联合证券研究所

林地资源为公司描绘美好未来

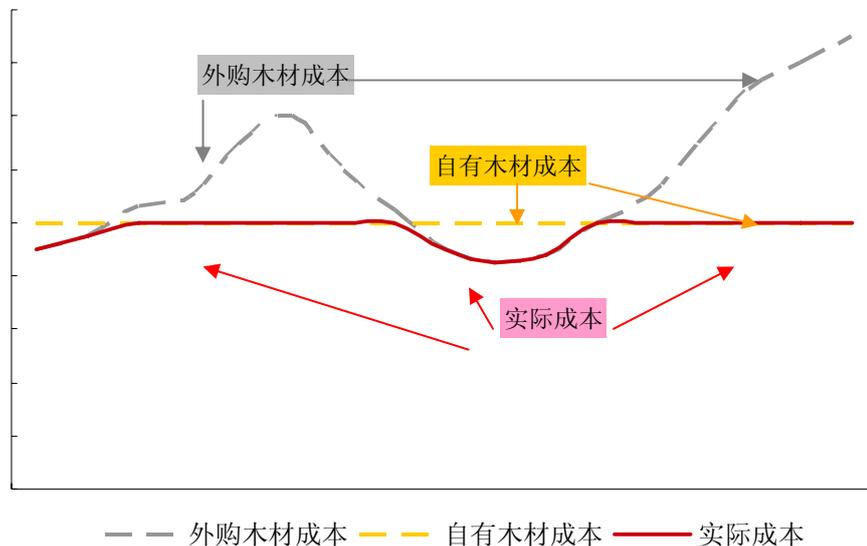
林地将成为未来造纸企业竞争优势的关键因素

原料的有效保证和成本优势，将成为决定造纸企业盈利能力和竞争优势的关键因素

随着造纸行业的发展和市场机制的完善，造纸行业的竞争格局和竞争优势的关键决定因素正在发生变化，对林木资源的拥有和控制以及由此形成的原料成本优势在今后竞争中的作用将凸显。我国是林木资源相对缺乏的国家，原料问题始终制约造纸企业的瓶颈问题，同时作为产品同质化较高的行业，成本将是决定盈利水平的主要因素。

我们认为，有林造纸企业在原料有效保证及原料成本上与无林造纸企业之间的差距将拉大，虽然目前林木资源对业绩没有太大的影响，但未来林木资源将成为决定造纸企业盈利能力和竞争优势的不可替代的关键因素。

图 17：自有林业将可以应对林业资源的上涨趋势（波动）



资料来源：华泰联合证券研究所

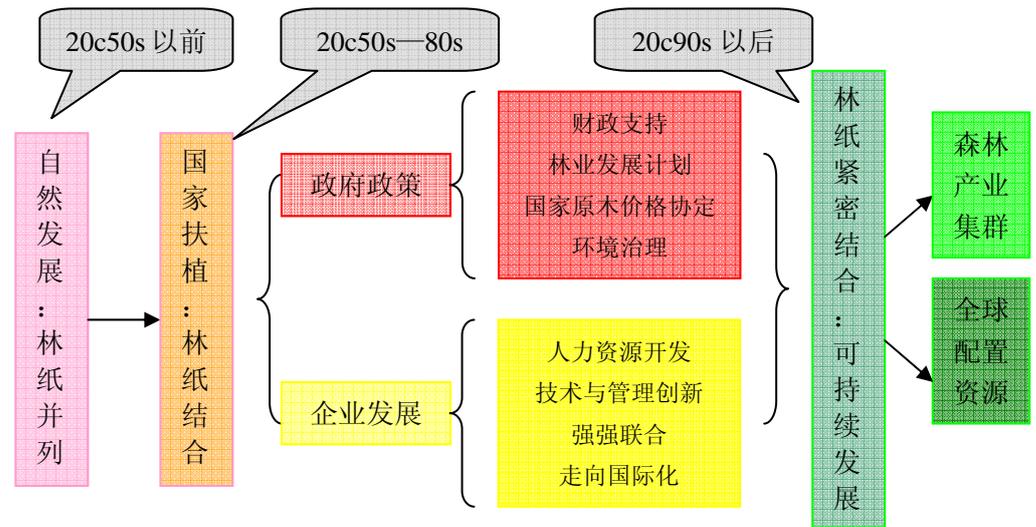
公司是林纸一体化的先行者

林纸一体化——造纸行业的趋势

林纸一体化将成为行业发展的趋势。在全球生态环境问题日益突出的状况下，造纸工业的发展趋向于利用低成本、可再生的速生林和废纸回收为主要原料来制浆造纸，从而降低污染、减小消耗、加速技术进步、实现造纸工业的清洁化生产，使造纸工业朝着高速、高效、高质量、低污染、低消耗并与环境协调发展的现代化方向发展。

通过对造纸最发达国家芬兰的梳理，我们发现经过近 100 年的发展过程，芬兰已形成了一个完整的森林工业体系，包括森林种植和管理、造纸产业链（制材、制浆和造纸）、建材工业、印刷工业。世界四大造纸巨头有两家（StoraEnso 和 UPM）来自芬兰，他们均是最早采取林纸一体化的大型造纸企业，目前芬兰有 2600 万 hm² 的森林覆盖面积，占国土面积的 2/3。

图 18：芬兰林纸一体化发展路径



资料来源：华泰联合证券研究所整理

林纸一体化的先行者

林纸一体化是造纸行业的趋势所在，国内企业为摆脱仅成为造纸产业链上一个“抄造车间”，纷纷开始迈向林纸一体化。国家政策也大力扶植，2007年出台的《造纸行业产业政策》，为推动我国造纸工业走林纸一体化发展道路提供了重要的政策依据。

晨鸣无疑是其中的领先者。公司从2005年开始在湖北、湛江、江西等购买林地和造林，由于介入较早、和地方政府的关系密切的因素，林地租金和林木收购价格都非常便宜。公司目前在湛江拥有林权证的原料林约70万亩左右，部分已经进入轮伐期，湛江总共规划原料林区为300万亩；在湖北黄冈河咸宁拥有林权证原料林约160万亩左右，还有一些林权证在陆续办理之中，并拥有一些联营和合作的林地；此外，公司在江西也有少量的林地。公司计划每年新增50万亩左右的原料林，预计未来公司的原料林可达500万亩。

目前公司拥有林权证得原料林约230万亩，湛江基地已经进入轮伐期

表格5：A股造纸企业林纸一体化项目

企业	林纸一体化项目
晨鸣纸业	湛江 300 万亩林浆一体化项目、湖北 200 万亩原料林
华泰股份	安庆 240 万亩林浆项目、东营 60 万亩林浆项目
岳阳纸业	湖南 63 万亩原料林
福建南纸	南屏等地 75 万亩林纸一体化项目
青山纸业	福建三明等地 160 万亩原料林
景兴纸业	广西全州 60 万亩林浆纸一体化项目
美利纸业	中卫 50 万亩速生林
太阳纸业	老挝 10 万亩原料林

资料来源：各公司公告 华泰联合证券研究所

注：本表所列均为规划原料林，并不是所拥有林权证的原料林

林木在我国是稀缺资源

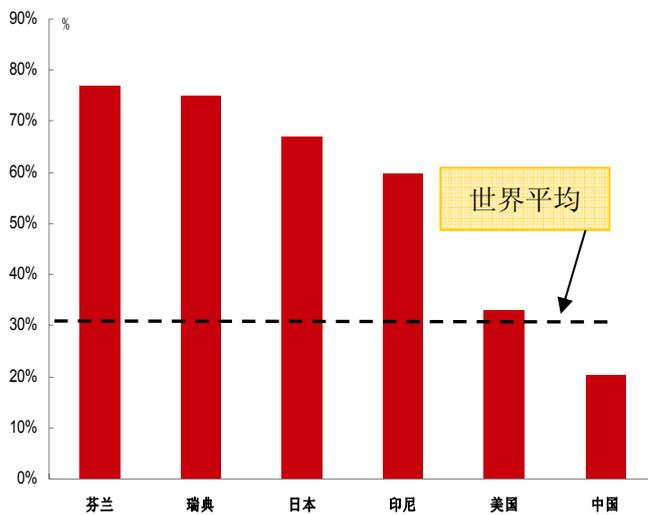
我国林木资源非常匮乏

数量有限
质量更差

我国是林木资源非常缺乏的国家，我国森林覆盖率只有全球平均水平的 2/3，排在世界第 139 位。人均森林面积 0.145 公顷，不足世界人均占有量的 1/4；人均森林蓄积 10.15 立方米，只有世界人均占有量的 1/7。

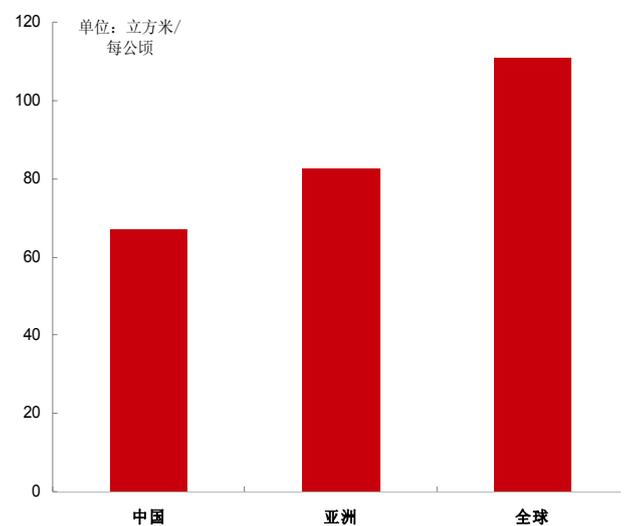
根据《世界森林状况》数据，中国森林单位蓄积量仅相当于世界平均水平的 60% 左右。以主要用材的人工速生林为例，根据林业部全国森林普查的数据，我国人工林发展速度和规模均居世界第 1 位，约占全国森林面积的 20%，占世界造林面积的 1/3 左右，而其木材产量却仅占世界的 16%。

图 19: 我国森林覆盖率仅列世界 139 位



资料来源：国家林业局 华泰联合证券研究所

图 20: 中国森林单位蓄积量仅相当世界平均水平的 60%

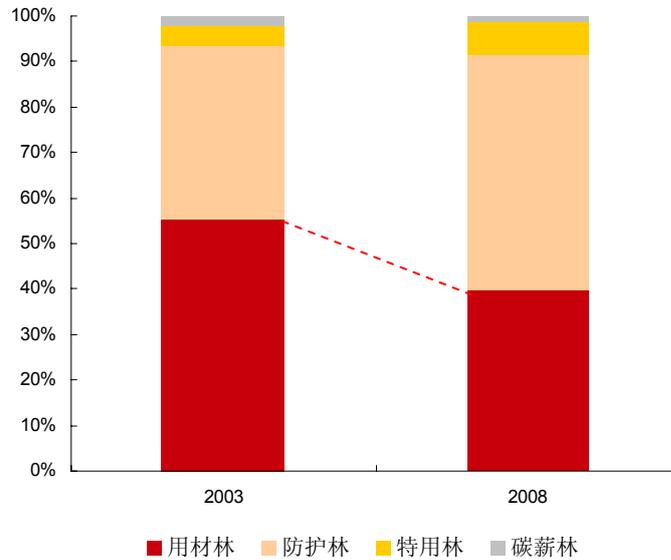


资料来源：国家林业局 《世界森林状况》 华泰联合证券研究所

用材林占比下降

国家出于生态环保的考虑，将部分用材林转变为防护林或生态林，使用材林的数量减少，加上转出的林木一般为成熟林，是用材林的蓄积量减少更多。

图 21：国家出于环保考虑将部分用材林转为防护林

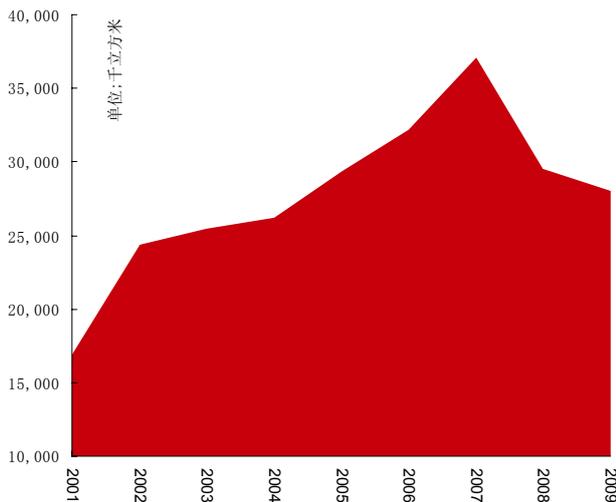


资料来源：国家林业局 华泰联合证券研究所

木材出口国保护措施使木材成本不断上升

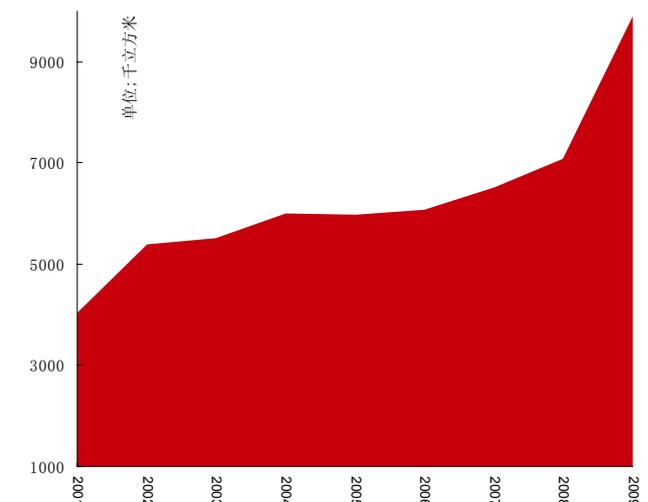
中国作为木材资源相对短缺的国家，需要大量进口木材，尤其最近几年，进口增长非常迅速。由于全球对资源和环境保护的越加重视，特别是近年来各国对 CO₂ 排放的越加担忧，世界主要木材出口国对木材出口的关税逐年提高。

图 22：我国进口原木数量增长迅速



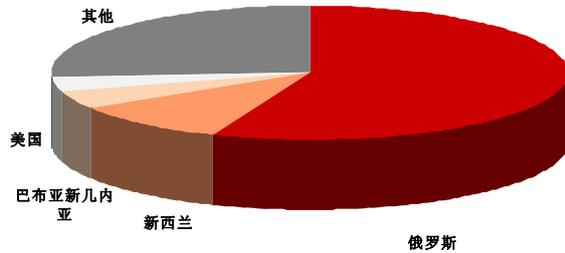
资料来源：海关总署 华泰联合证券研究所

图 23：我国进口锯材数量增长迅速



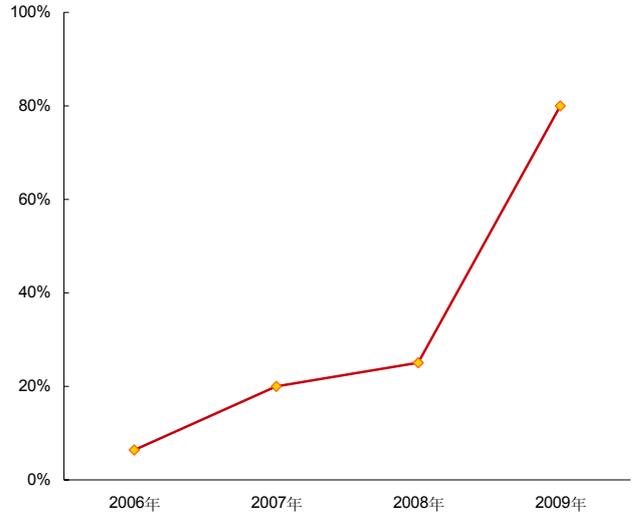
资料来源：海关总署 华泰联合证券研究所

图 24: 俄罗斯为我国主要原木进口国



资料来源: 海关总署 华泰联合证券研究所

图 25: 俄罗斯原木出口关税大幅提高



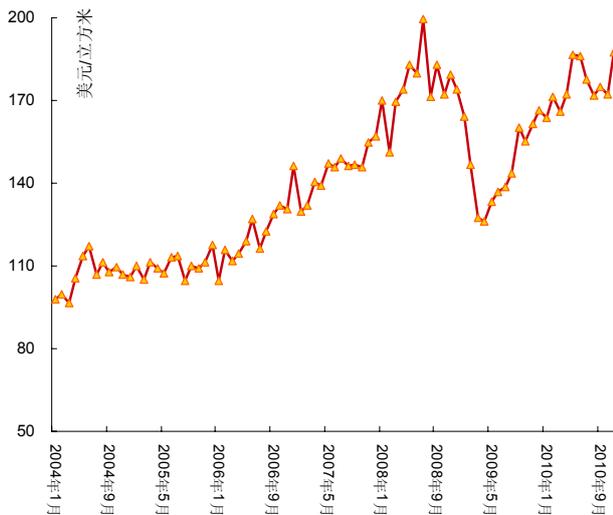
资料来源: 国家林业局 华泰联合证券研究所

注: 俄政府在 2009 年初曾计划对以上材种原木出口关税税率自 2010 年 1 月 1 日起 80%, 且不少于 50 欧元, 由于金融危机, 这一增加税率被推迟到 2011 年 1 月 1 日起实施。

公司林业资源未来增值潜力较大 木材价格未来将呈现上涨趋势

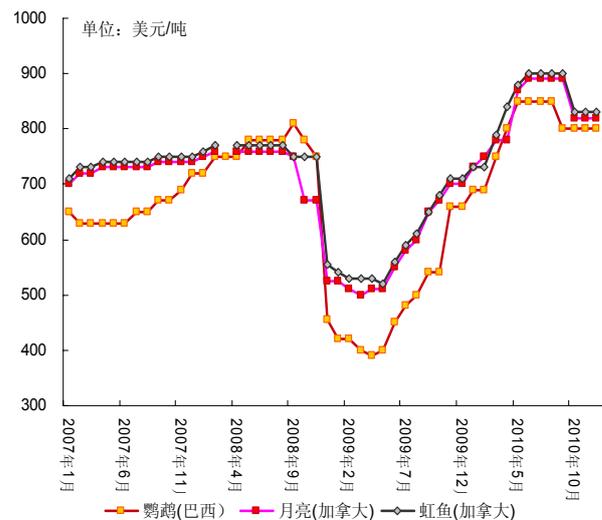
我国现有的木材资源无法满足社会对木材日益增长的需求, 进口量逐年增加, 我们认为国内供给有限和进口成本增长将使未来呈现上涨趋势。

图 26: 进口木材单价 09 年下半年后持续走高



资料来源: 海关总署 华泰联合证券研究所

图 27: 进口木浆价格已经超过 08 年高点水平



资料来源: 纸业联讯 华泰联合证券研究所

从近期因素来看，美元贬值将可能推高木材价格，我们判断在全球流动性泛滥的情况下，木材与其他大宗商品一样，在未来数月中继续攀升将是大概率事件。

全球流动性泛滥可
能推高木材价格

表格6: CME 木材期货价格最近持续上涨 (单位: 美元/1000 板英尺)

合约到期日	2010.8	2010.9	2010.10.	2010.11	2010.12
3M	211.6	207	247.3	286.3	271.5
6M	236	242.4	268	310	282.9
1Y	256	270	281	305	300

资料来源: CME 华泰联合证券研究所

公司林地资源价值还有较大的上升空间

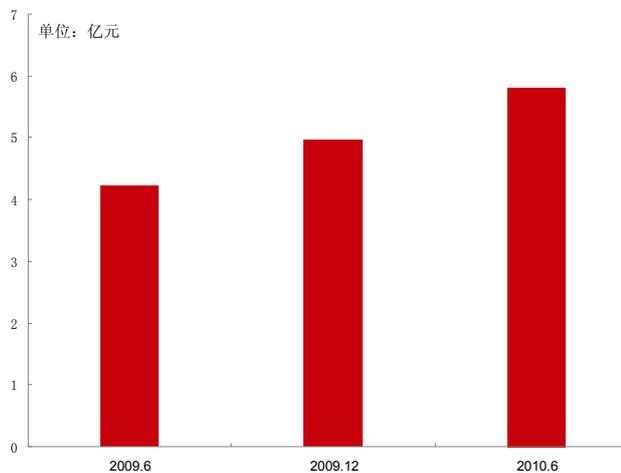
蓄积量的增长和木材价格上涨使公司林木价值有较大的上升空间

目前公司拥有林权证的原料林约 230 万亩，其中湛江基地部分林区已经进入轮伐期，湖北基地大部还处于育林期，部分进入轮伐期。随着树木的成长，蓄积量会逐年增长，加上木材价格未来可能持续上涨，我们认为公司林木价值会有较大的上升空间。(具体体现在利润表中公允价值变动损益科目中)

林地租金不断上涨

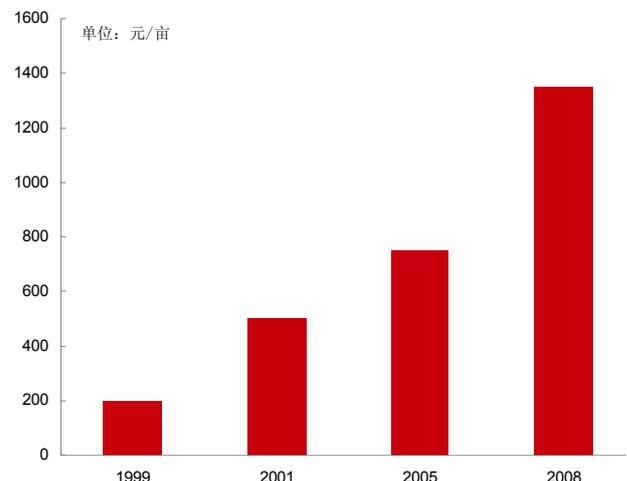
从取得林地资源的角度看，公司在 08 年以前取得的林地租金是非常便宜的，在 20 元/亩/年以下，部分甚至在 15 元/亩/年以下。目前来看，租金比当时已经有较大幅度的上涨。

图 28: 公司林业资产价值



资料来源: 公司公告 华泰联合证券研究所

图 29: 永安林业林地收购成本逐年上升



资料来源: 永安林业公告 华泰联合证券研究所

表格7: 林业资产价值对比

企业	价值	面积	备注	单位价值
中福实业	4.88 亿元	26.9 万亩	2008 年资产注入时评估	约 1800 元
岳阳纸业	12.53 亿元	97 万亩	2010 年半年报披露	约 1300 元
晨鸣纸业	5.81 亿元	约 105 万亩	2011 年半年报披露	约 550 元

资料来源: 各公司公告 华泰联合证券研究所

我们认为，目前公司的林地资产价值没有全部反映在资产负债表中，而且未来增长的空间也较大。我们可以大致作以下测算：假设湖北基地可伐林木平均蓄积量为 3.5m³，湛江基地为 6m³，按照可行性报告松木约 500 元/立方米，桉木约 350 元/立方米。综合计算，我们认为公司林木资源价值至少应该在 10 亿元以上。

从林木资产升值的角度出发，我们假设未来每年木材单价上涨 10%，按照目前蓄积量的增长速度（湖北基地 10 年全部进入轮伐期，湛江基地未来 5 年全部进入轮伐期，暂不考虑每年新增的林地增值），我们认为未来 5 年每年的林木资产增值幅度应能达到 30%以上。对应未来三年的 EPS 应该在 0.08—0.12 左右。

新项目助推业绩拐点

广东湛江林浆纸一体化项目：分享超额利润

林浆将有超额收益

造纸产业链上，按利润率排序是林 > 浆 > 纸

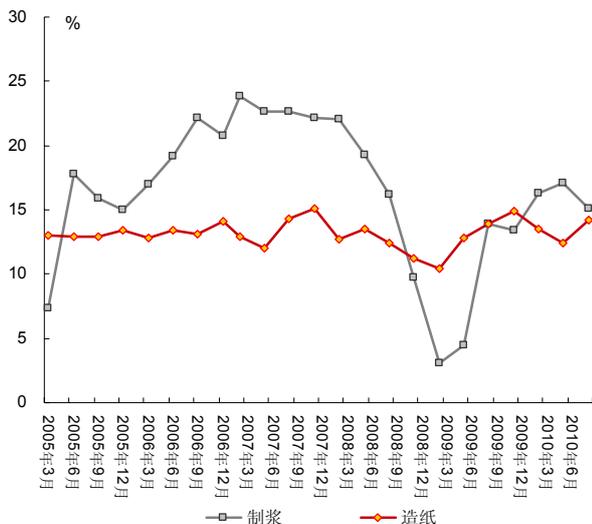
公司在湛江原料林已经进入轮伐期，随着 2011 年 4 月 70 万吨自制浆的投产，林浆超额收益将显现。在整个造纸产业链上，按利润率排序是林 > 浆 > 纸，通过湛江项目，公司将真正分享到全产业链利润。当规划 300 万亩林地全部进入轮伐期之后，公司的原材供给和成本控制能力将彻底改观。

表格8：林业资产价值对比

产业链环节	投资特征	要求利润率
林	投资周期很长：阔叶林 5—7 年；针叶林 15—20 年	高
浆	准入门槛较高；吨浆投资高于吨纸投资；原料供应能力要求强	中
纸	只需持续固定资产投资；壁垒较低	低

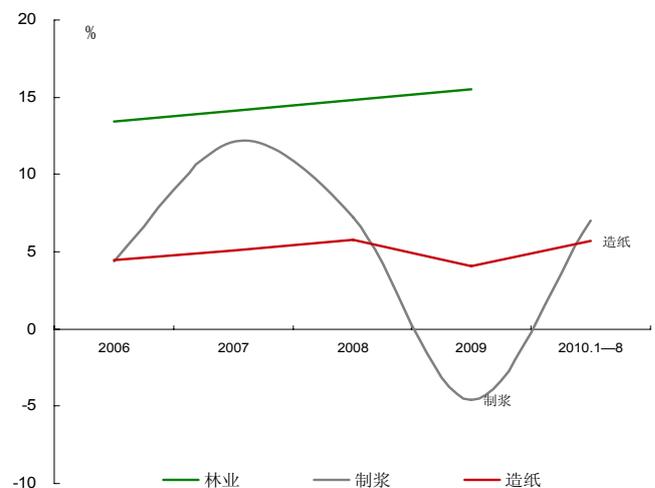
资料来源：华泰联合证券研究所

图 30：制浆毛利率在正常年份高于造纸



资料来源：国家统计局 华泰联合证券研究所

图 31：销售利润率排序：林 > 浆 > 纸



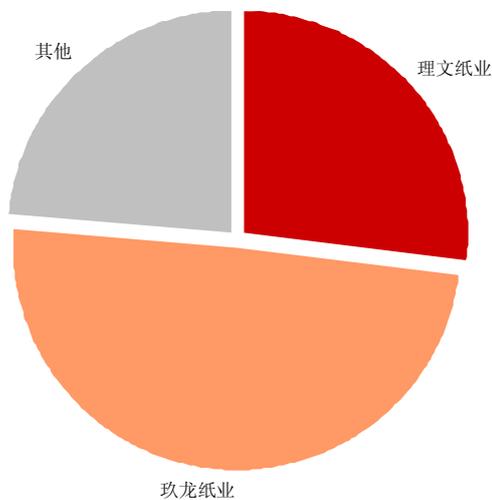
资料来源：发改委 华泰联合证券研究所

注：金融危机中，由于浆价快速回落，制浆毛利率急速下降；造纸企业下游需求锐减，销售量下降，但由于成本大幅下降，表面上看毛利率得以稳定。

45万吨文化纸：高端产品+成本优势

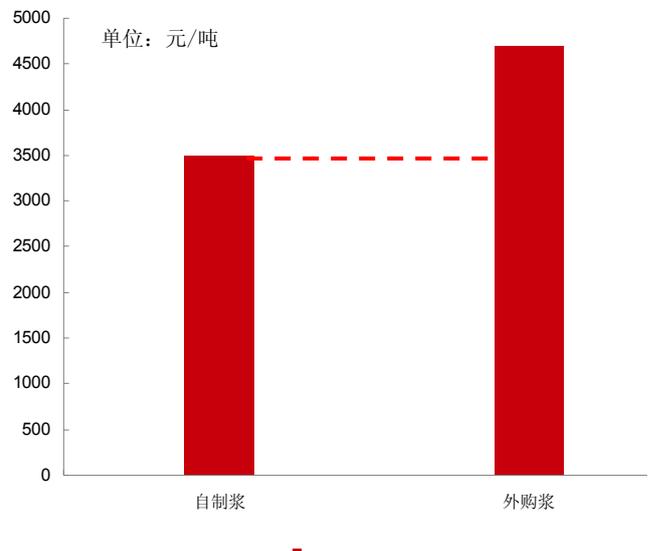
公司在湛江同时上马45万吨高级文化纸，也是预计2011年4月投产，项目投产后在一定程度上可以提升公司高端纸品的比例。从产品销售前景来看，虽然广东是造纸大省，但大部分纸种是玖龙和理文的箱板纸，文化纸的产量并不高，我们认为高档文化纸在两广及周边地区销售前景看好。同时，文化纸采用自制浆，具有明显的成本优势。

图 32：广东大部分造纸产能为玖龙和理文的箱板纸



资料来源：中国造纸协会 华泰联合证券研究所

图 33：自制浆有明显的成本优势



资料来源：华泰联合证券研究所

高端生活用纸项目：前景光明

居民生活水平提高带动生活用纸需求快速增长

随着我国经济持续高速增长，居民生活水平不断提高，从1990年到2009年，城镇居民人均可支配收入从1510元增长到17175元，生活用纸销售量也从67.9万吨增长到461.9万吨，年均增长率超过10%。在2008年发生全球性金融危机的情况下，我国生活用纸销售量仍保持了9.29%的增长速度，显示出我国生活用纸作为日常消费品呈现刚性需求。

我们认为未来生活用纸市场的容量还非常大，据《2009年生活用纸行业年度报告》的预测，到2015年生活用纸的消费量将接近600万吨。从生活用纸的人均消费量来看，我国2009年仅为3.14Kg/人/年，美国的水平是接近30Kg/人/年，发达国家一般在13-20Kg/人/年之间。我国生活用纸的区域差别也非常明显，东南沿海地区生活用纸消费量约占消费总量的60%，城镇消费量约占消费总量的80%，在经济落后地区的农村，仍有50%左右的人没有条件使用卫生纸。

生活用纸作为日常消费品，呈现刚性需求

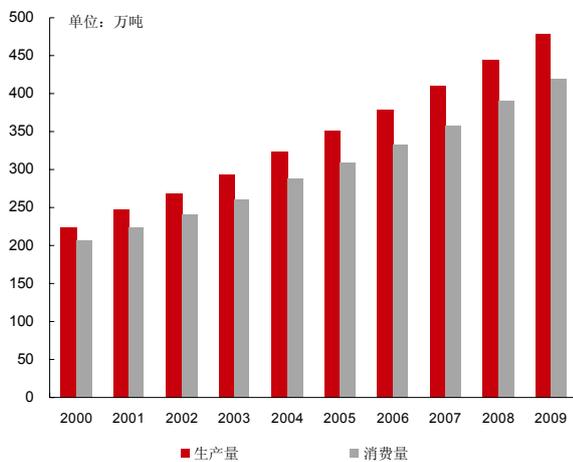
中国人均生活用纸仅为发达国家的1/5，非发达地区和农村市场潜力巨大

表格9：生活用纸未来市场容量

年份	生产量 (万吨)	消费量 (万吨)	人均消费量 (Kg/人/年)
2007	410	357	2.70
2008	444	391	2.95
2009	479	420	3.14
2010	510	445	3.30
2015	680	580	4.20
2020	830	710	5.00

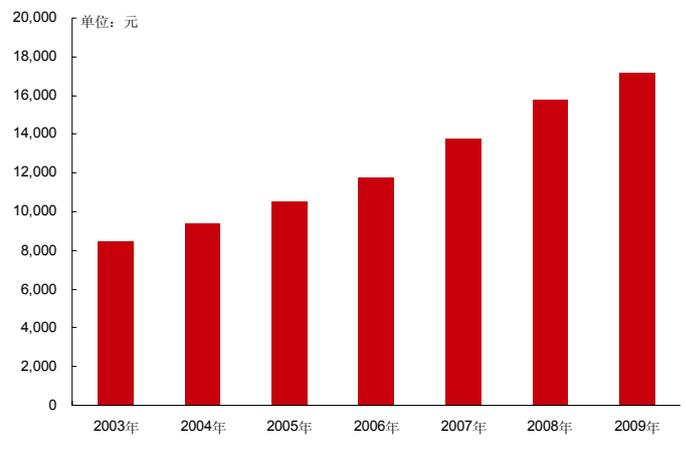
资料来源：2009 生活用纸行业年度报告

图 34：生活用纸为典型的日常消费品



资料来源：中国造纸协会生活用纸委员会 华泰联合证券研究所

图 35：居民可支配收入快速增长



资料来源：国家统计局 华泰联合证券研究所

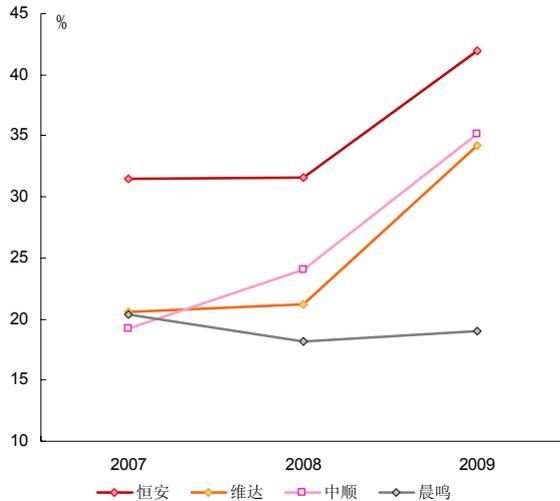
生活用纸目前盈利能力远强于其他纸种

生活用纸毛利率普遍在 30% 以上，盈利能力稳定，价格受周期波动较小

生活用纸属于日常消费品，中高端产品盈利能力较强。目前包装纸、文化纸等纸种中除白卡以外，普遍的毛利率水平在 20% 以下，而且价格和盈利水平受到经济周期的影响较大；而中高端生活用纸毛利普遍在 30% 以上，它作为日常消费品，呈现刚性需求性，当经济下滑导致木浆价格下降时，其价格也能维持，反使盈利能力提高。

我们选取我国主要生活用纸制造商：在港股上市的恒安、维达和在 A 股上市中顺洁柔与晨鸣做对比。

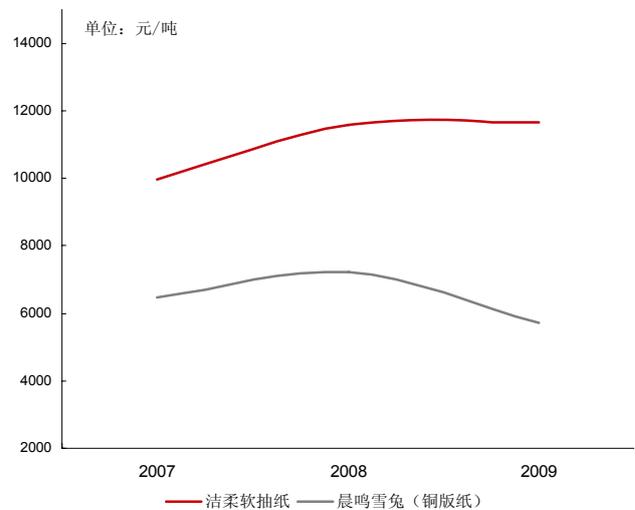
图 36: 生活用纸毛利率水平远高于其他纸种



资料来源: 各公司公告 华泰联合证券研究所

注: 恒安毛利率剔除了卫生中和纸尿裤产品部分

图 37: 洁柔软抽纸与晨鸣铜板价格波动比较



资料来源: 各公司公告 华泰联合证券研究所

公司项目: 打造全新品牌, 打开区域市场

公司生活用纸项目的公告产能为 6 万吨, 实际产能将可达 9.8 万吨, 目前正处于试产阶段, 情况良好, 预计产品很快将上市销售。

生活用纸项目是公司开辟的全新领域, 其销售渠道也与公司之前产品的销售完全不同。公司从上马生活用纸项目就开始打造其自身的渠道, 组建了全新的但富有这方面经验的销售团队, 创建的自己的品牌“心之恋”, 产品将走高端路线。我们认为公司生活用纸产能上市销售初期售费用可能较大, 主要是打造品牌与渠道费用, 包括广告即将在中央电视台播出。我们同时相信凭借晨鸣的经验与品牌, 产品会有较好的销售效果。我们最新了解到的情况是, 截至目前, 已有 40 家客户与公司签订了销售合同。

因为生活用纸均是区域销售, 从目前来看公司纸机所在的华北地区相比华南、华中竞争不算激烈。从目前所掌握的资料来看, 新建产能也较为有限, 对公司产品占领市场提供了较好的机会。

表格 10: 华北地区较大规模生活用纸产能

	产能 (万吨/年)	地点	备注
恒安国际	12	山东	已建成
维达国际	3	北京	已建成
恒安国际	6	山东	在建—新建
维达国际	2.5	山东	在建—新建
中顺洁柔	3.6	山东	在建—增产
中顺洁柔	4.7	河北	在建—新建
晨鸣纸业	6	山东	已建成

资料来源: 中国造纸协会 华泰联合证券研究所

低铜牛卡，一高一低，错位竞争

铜版纸未来压力较大，高档产品错位竞争

我们在之前的报告已经指出，因为从今年下半年开始铜版纸产能集中投放，加上美欧等国的“双反”调查，未来铜版纸供给压力较大。

表格11：未来铜版纸供给压力较大

企业名称	新增产能（万吨）	投产日期
海南金海	100	2010
劲达兴	10	2010
日本王子	40	2011
晨鸣纸业	80	2011
华泰股份	45	2011

资料来源：华泰联合证券研究所

公司新建项目为低克重铜板，即克重将在 100 克以下得铜板，技术难度较高，单价较贵，盈利能力也较强。从下游需求来看，其产品主要用于高档杂志印刷，印刷企业更倾向于使用低克重产品，因为在同等重量下，能使用更多的张数，节约了成本。

从新增产能最大的海南金海来看，它们的铜板很大部分为高克重产品，公司采用高档的低克重铜纸与其进行差异化竞争，在铜板供给压力较大的情况下或是一种较好的策略。

高档次铜板产品错位竞争

白面牛卡，中档产品错位竞争

公司新建 60 万吨白面牛卡纸项目计划于 2012 年年中投产。白牛卡主要是箱板纸的表层材料，原料为木浆和废纸浆，档次低于白卡纸。同白卡纸一样，白牛卡的下游也是食品饮料、化妆品、电子等消费品，未来需求也较为旺盛。白牛卡的价格为 3000—4000 元/吨，低于白卡纸价格，其定位为中端产品，也有相当的目标客户。

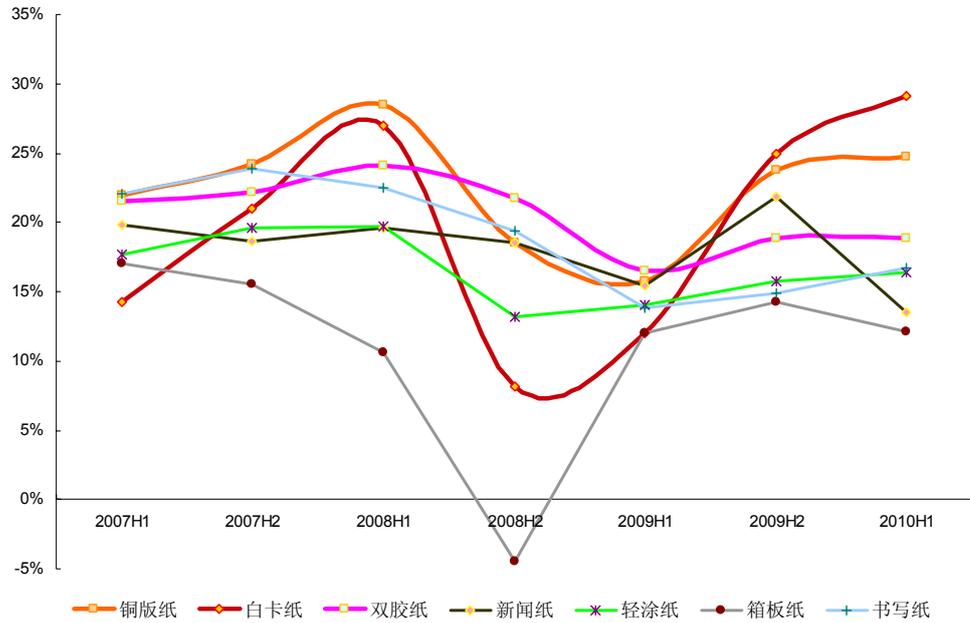
从供给方面来看，2010 年底阳光纸业的 50 万吨生产线和景兴纸业的 20 万吨生产线投产，对牛卡纸景气压制较大。因为该新建产能要到 2012 年才投产，我们对白牛卡景气度将继续观察。

中档箱板纸表层材料，价格低于白卡

原有纸种：看好白卡，看淡铜板、新闻

对公司原有纸种，我们维持之前行业报告的观点，看好供需关系最好的白卡，对有供给压力的铜板和需求不足的新闻纸保持谨慎。具体分析可以参见我们之前的行业报告《万“纸”千红又一春》。

图 38：公司各纸种近年毛利率变化情况



资料来源：公司公告 华泰联合证券研究所

盈利预测与估值分析

盈利预测核心假设

1. 公司新建项目均能按时投产，即生活用纸项目在 2011 年初投产、湛江木浆及文化纸项目 2011 年 4 月投产、低铜纸项目 2011 年 4 月投产、白牛卡项目 2012 年 5 月投产。
2. 新产品投放市场后销售情况较好。
3. 商品浆及木片价格没有出现大幅波动。

表格 12：分纸种收入及毛利率拆分预测（单位：百万元）

纸种	项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
铜版纸	收入	2,311.67	2,166.19	3,087.04	3,960.00	5,060.00	8,120.00
	成本	1,774.18	1,976.60	2,457.16	3,049.20	3,997.40	6,333.60
	毛利率	23.25%	8.75%	20.40%	23.00%	21.00%	22.00%
白卡纸	收入	2,351.38	2,158.59	1,879.54	2,196.00	2,318.00	2,280.00
	成本	1,930.51	1,748.75	1,529.09	1,647.00	1,715.32	1,732.80
	毛利率	17.90%	18.99%	18.65%	25.00%	26.00%	24.00%
双胶纸	收入	2,072.09	2,060.40	2,101.26	1,944.00	3,052.00	4,400.00
	成本	1,618.58	1,584.43	1,727.32	1,584.36	2,441.60	3,520.00
	毛利率	21.89%	23.10%	17.80%	18.50%	20.00%	20.00%

新闻纸	收入	1,981.52	2,132.87	1,781.97	1,482.00	1,406.00	1,398.60
	成本	1,601.49	1,725.42	1,449.62	1,281.93	1,220.41	1,216.78
	毛利率	19.18%	19.10%	18.65%	13.50%	13.20%	13.00%
轻涂纸	收入	1,889.81	1,758.60	1,599.60	1,378.00	1,352.00	2,164.00
	成本	1,537.17	1,465.86	1,360.97	1,150.63	1,135.68	1,802.56
	毛利率	18.66%	16.65%	14.92%	16.50%	16.00%	16.80%
箱板纸	收入	916.94	833.48	594.49	800.00	744.00	728.50
	成本	767.25	798.16	515.83	700.00	654.72	641.08
	毛利率	16.32%	4.24%	13.23%	12.50%	12.00%	12.00%
书写纸	收入	253.27	389.34	404.58	520.00	556.50	561.75
	成本	194.88	307.74	346.18	431.60	456.33	457.83
	毛利率	23.05%	20.96%	14.43%	17.00%	18.00%	18.50%
生活用纸	收入	0.00	0.00	0.00	0.00	570.00	980.00
	成本	0.00	0.00	0.00	0.00	427.50	705.60
	毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	25.00%	28.00%
其他纸种	收入	2,078.93	3,074.45	2,635.41	3,063.00	3,216.15	3,376.96
	成本	1,616.02	2,208.00	2,159.37	2,338.60	2,476.44	2,600.26
	毛利率	22.27%	28.18%	18.06%	23.65%	23.00%	23.00%

数据来源：华泰联合研究所

收入及毛利预测说明

1. 新增产能测算较为保守，具体为：

文化纸：2011 年新增销量为 20 万吨，2012 年为 25 万吨；

铜版纸：2011 年新增销量为 26 万吨，2012 年为 50 万吨；

白牛卡：2012 年新增销量为 20 万吨；

生活用纸：2011 年新增销量为 6 万吨；2012 年为 3.8 万吨。

2. 毛利率预测与行业报告中各纸种景气度相一致，看好生活用纸、白卡纸、文化纸，看淡铜版纸、新闻纸。

3. 我们尚不能明确湛江木浆项目的用途（自用或者出售），没有对其收入做出预测，只是适当增加了新增文化纸项目的毛利率。需要说明的是，根据目前掌握的资料，浆的盈利水平是明显高于纸的盈利水平，所以我们认为我们进行的盈利预测相对保守。

相对估值分析：合理价值区间 7.58 元——8.97 元

由于公司业务较多，而且涉及全产业链，我们认为对公司各业务进行拆分进行相对估值较为合理。

新闻纸、铜版纸与书写纸

与之前的分析和行业报告中分析一致，我们认为新闻、铜板、书写是三个景气度较差的纸种，未来需求增长有限，而且铜板又面临产能集中释放，我们给予低于行业的平均估值。在可比公司中，最大的铜板制造商金东目前还未上市，我们选取最大的新闻纸制造商华泰股份作为参考。虽然华泰股价对应 11 年 PE 达到 16.2 倍，但 PB 仅为 1.02 倍，我们认为 PE 较高更多只能是对其化工项目的预期。我们以 PB 作为参考，认为公司在新闻、铜板和书写纸对应 11 年的合理 PE 估值为 8—10 倍。

表格13： 同行业上市公司估值——华泰股份

公司名称	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE	PB
华泰纸业	0.34	0.59	1.04	28.0X	16.2X	9.3X	1.02X

资料来源：wind 华泰联合证券研究所

双胶纸、轻涂纸、箱板纸和其他纸种

双胶纸和箱板纸景气度较好，公司的双胶和轻涂新产品均为高档产品，前景较为看好，但考虑到轻涂纸和箱板纸新增产能较大，我们对此保持一定的谨慎态度。我们选取最大的箱板纸生产商玖龙纸业、轻涂纸生产商阳光纸业、A 股的箱板纸、轻涂纸生产商景兴纸业和以文化纸为主的太阳纸业作为估值参考。我们综合考虑实际情况，并保持适度的谨慎，认为公司双胶纸、轻涂纸、箱板纸和其他纸种对应 11 年的合理 PE 估值为 10—12 倍。

表格14： 同行业上市公司估值——箱板纸、轻涂纸与文化纸公司

公司名称	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE	主要产品
玖龙纸业	0.27	0.66	0.89	44.8X	18.33X	13.6	箱板纸
阳光纸业	0.06	0.28	0.31	39.7X	8.5X	7.7X	轻涂纸
太阳纸业	0.68	0.82	0.94	16.6X	13.8X	12.1X	文化、白卡
景兴纸业	0.3	0.37	0.42	22.8X	18.6X	16.4X	箱板、轻涂

资料来源：Bloomberg 华泰联合证券研究所

白卡纸

白卡纸作为景气度最高的纸种，理应享有较高估值，而且白卡也是未来 2 年唯一能较好保持供需关系的纸种。最大的白卡纸生产商宁波中华没有上市，我们选取博汇纸业和太阳纸业作为估值参考。我们认为公司白卡纸对应 11 年合理的估值为 13—15 倍。

表格15： 同行业上市公司估值——白卡纸公司

公司名称	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE	主要产品
博汇纸业	0.41	0.56	0.65	19.3X	14.0X	12.2X	白卡
太阳纸业	0.68	0.82	0.94	16.6X	13.8X	12.1X	文化、白卡

资料来源：wind 华泰联合证券研究所

生活用纸

生活用纸作为日常消费品,呈现刚性需求,中高端产品盈利能力远高于普通纸种,市场也给予生活用纸生产商较高的估值。我们选取生活用纸制造商恒安集团、维达股份和中顺洁柔作为估值参考。我们考虑了公司初次涉及生活用纸行业,毛利率可能低于预期,相关销售费用也较高,给予适当的折价,认为公司生活用纸对应 11 年合理估值为 20—22 倍。

表格16: 同行业上市公司估值——白卡纸纸公司

公司名称	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE
恒安国际	2.11	2.66	3.24	28.7X	22.8X	18.7X
维达国际	0.42	0.55	0.72	19.5X	15X	11.4X
中顺洁柔	0.86	1.07	1.53	43.5X	35X	24.4X

资料来源: Bloomberg 华泰联合证券研究所

林地资源

林地资源估值较为困难,考虑到公司目前林地资源目前价值偏低,未来具有一定的成长空间,做全产业链应享有更高的估值溢价,我们选取具有林木资源的永安林业和中福实业作为估值参考。我们认为公司林木资产所反映的合理市值应为账面价值的 2.8X—3X。

表格17: 同行业上市公司估值——具有林业资源公司

公司名称	PB	林木资产账面价值	总资产	市值	林地规模
永安林业	4.79X	5.04 亿元	12.81 亿元	19.29 亿元	181 万亩
中福实业	3.37X	4.42 亿元	14.03 亿元	52.16 亿元	100 万亩,其中拥有林权证约 60 万亩

资料来源: 公司公告 华泰联合证券研究所

业务拆分相对估值分析

我们以 2011 年预测收入与利润为基础,对比同行业公司,并根据公司自身的情况对其业务拆分估值,公司合理的价值区间应为 7.58 元—8.97 元

表格18：业务拆分相对估值分析表（单位：百万元）

	2011 年收入	2011 年毛利	2011 年净利润	合理估值	对应每股票价值
铜版纸	5,060.00	1,062.60	371.91	8X—10X	1.44—1.81
白卡纸	2,318.00	602.68	231.54	13X—15X	1.46—1.69
双胶纸	3,052.00	610.40	213.64	10X—12X	1.04—1.24
新闻纸	1,406.00	185.59	71.30	8X—10X	0.28—0.35
轻涂纸	1,352.00	216.32	83.11	10X—12X	0.40—0.48
箱板纸	744	89.28	34.30	10X—12X	0.17—0.20
书写纸	556.5	100.17	38.48	8X—10X	0.15—0.19
生活用纸	570	142.5	48.45	20X—22X	0.47—0.52
其他纸种	3,216.15	739.71	284.18	10X—12X	1.38—1.66
合计	18,274.65	3,749.26	1,376.91		6.79—8.13
林地				2.4X—2.6X	0.79—0.84
总计					7.58—8.97

数据来源：华泰联合研究所

绝对估值：每股内在合理价值水平 10.95 元

我们同时对公司采用绝对估值法进行估值，认为公司每股内在合理价值水平为 10.86 元，合理价值区间为 8.58 元—11.88 元。

表格19：DCF 绝对估值分析表（结论单位：百万元）

主要假设		主要结论	
β 值	1.17	企业核心价值	29347.27
无风险收益率	2.52%	加：非核心资产	3511.96
市场预期收益率	13.00%	总价值	32859.23
风险溢价	10.48%	减：债务价值	8542.38
股权资本成本 (Ke)	14.76%	减：少数股东权益	1745.16
债务资本成本 (Kd)	4.86%	公司内在评估价值	22571.69
WACC	10.68%	估值日总股本(百万股)	2062.05
永续增长率	1.00%	每股内在价值(元)	10.95

数据来源：华泰联合证券研究所

表格20: DCF 敏感性分析

WACC(%)	永续增长率 Gn (%)				
	0.50%	0.75%	1.00%	1.25%	1.50%
8.00%	19.64	20.23	20.86	21.53	22.26
8.50%	16.94	17.41	17.91	18.45	19.02
9.00%	14.66	15.04	15.45	15.88	16.34
9.50%	12.72	13.04	13.36	13.71	14.08
10.00%	11.07	11.32	11.59	11.88	12.18
10.50%	9.64	9.85	10.07	10.31	10.56
11.00%	8.40	8.58	8.77	8.96	9.16
11.50%	7.33	7.48	7.63	7.79	7.96
12.00%	6.39	6.51	6.64	6.78	6.92
12.50%	5.57	5.67	5.78	5.89	6.01
13.00%	4.84	4.93	5.02	5.12	5.22

数据来源：华泰联合证券研究所

首次给予“增持”评级，合理价值区间 7.58 元——8.97 元

我们测算，公司 10、11、12 年收入分别为 171.95 亿元、197.77 亿元、255.18 亿元，归属上市公司净利润分别为 11.58 亿元、14.30 亿元、18.70 亿元，EPS 分别为 0.56 元、0.69 元、0.91 元，目前股价对应 11、12 年 PE 分别为 10.2X 和 7.8X。

我们通过业务拆分进行相对估值，认为公司合理价值区间为 7.58 元——8.97 元，首次给予“增持”评级。

风险提示

公司新建项目未能按期投产。

商品浆和木片价格大幅波动。

宏观经济景气度下行。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	10541	9567	11707	15413	营业收入	14885	17195	19777	25518
现金	2893	1937	2289	2977	营业成本	12057	13693	15037	19522
应收账款	1529	1838	2608	3387	营业税金及附加	16	19	23	30
其他应收款	81	123	134	172	营业费用	775	924	1147	1420
预付账款	1001	748	911	1214	管理费用	726	756	782	1031
存货	2227	2708	3064	4040	财务费用	313	336	294	285
其他流动资产	2810	2213	2701	3623	资产减值损失	17	0	0	0
非流动资产	17672	18260	1740	16448	公允价值变动收	18	23	27	33
长期投资	81	81	81	81	投资净收益	-16	0	0	0
固定资产	13530	13869	1333	12473	营业利润	983	1444	1855	2555
无形资产	1313	1543	1718	1867	营业外收入	202	160	144	129
其他非流动资产	2748	2768	2269	2027	营业外支出	11	14	13	13
资产总计	28213	27827	29113	31862	利润总额	1173	1570	1985	2672
流动负债	7065	6357	6899	10106	所得税	219	301	371	561
短期借款	3103	2229	2036	4113	净利润	954	1282	1608	2111
应付账款	2123	2298	2771	3550	少数股东损益	118	142	176	240
其他流动负债	1839	1829	2093	2444	归属母公司净利	836	1158	1430	1870
非流动负债	6411	6047	5468	3217	EBITDA	2549	2988	3425	4208
长期借款	5087	4787	4187	3119	EPS (元)	0.41	0.56	0.69	0.91
其他非流动负	1324	1260	1280	98					
负债合计	13476	12404	1236	13323					
少数股东权益	1745	1888	2063	2304	主要财务比率				
股本	2062	2062	2062	2062	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
资本公积	6093	6093	6093	6093	成长能力				
留存收益	4836	5356	6476	7995	营业收入	-4.2%	8.5%	18.2%	30.1%
归属母公司股	12992	13536	1468	16235	营业利润	-24.0%	46.2%	26.6%	40.4%
负债和股东权	28213	27827	29113	31862	归属母公司净利	-22.3%	36.3%	23.3%	33.2%
					获利能力				
					毛利率(%)	19.0%	21.4%	21.2%	21.3%
					净利率(%)	5.6%	0.0%	0.0%	5.6%
					ROE(%)	6.4%	8.4%	9.6%	11.5%
					ROIC(%)	5.0%	6.8%	8.1%	10.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	47.8%	44.6%	42.5%	41.8%
					净负债比率(%)	63.34	59.63	53.70	57.73
					流动比率	1.49	1.51	1.70	1.53
					速动比率	1.18	1.08	1.25	1.13
					营运能力				
					总资产周转率	0.55	0.58	0.67	0.81
					应收账款周转率	8	9	8	7
					应付账款周转率	5.06	5.74	5.93	6.18
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊	0.41	0.55	0.68	0.91
					每股经营现金流	0.79	1.11	0.93	1.24
					每股净资产(最新	6.30	6.56	7.12	7.87
					估值比率				
					P/E	14.60	10.71	8.69	6.53
					P/B	0.94	0.90	0.83	0.75
					EV/EBITDA	7	6	6	5

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn