

## 三季度增长确立，四季度仍将环比增长

### 中信证券研究部

许骏

电话：021-68762238

邮件：junxu@citics.com

### 事项：

近期大盘调整，造纸行业下跌幅度较深，从9月18日大盘调整以来，博汇跑输7%，太阳跑输11%，晨鸣跑输6%。对此点评如下：

### 评论：

#### ❖ 事件性突发因素和大盘系统性风险是下跌主要原因。

近期一系列事件性突发因素：美对华铜板纸反倾销媒体炒作；华泰股份公增40%被包销；博汇纸业转债93%配售给老股东，股东登记日第二天相当于除权。临近国庆大盘自9月18日以来的深度调整放大了这些事件的影响。

#### ❖ 预计三季度单季业绩将环比大幅增长，四季度优势纸种基本面继续向好。

博汇三季度业绩预计为0.26元，09年单季度依次为0.04/0.09/0.13元，太阳三季度预计为0.61元，单季度依次为0.12/0.18/0.31元，晨鸣三季度预计为0.22元，单季度依次为0.00/0.08/0.14元，总体环比增速超过60%。四季度根据9月初和10月初白卡纸、铜板纸和文化纸的提价，预计业绩环比仍将有50%的增幅。

#### ❖ 美对华铜板纸反倾销提案的影响探讨：太阳和晨鸣。

1、按惯例该法案如通过需半年左右即明年二季度实施。

2、我国铜板纸出口国依次为日本、欧盟、美国，对美逾20万吨，占我国总产量不足5%。主要出口企业为APP，太阳纸业和晨鸣纸业基本无直接出口，但如果APP出口不畅，最终仍将转嫁国内。博汇纸业等其他上市公司因无铜版纸，完全不相关。

3、类似法案通过过一次，当时国内企业应对方法是借道东盟国家出口和调整原材料构成（法案对铜板纸种类按原料构成有明确规定），实际影响较小。

4、政治意义远大于经济意义。

a、对美铜板纸出口总额仅2亿美元/年左右，从经济利益出发美国完全没必要小题大做。

b、美国声称中国以低息贷款、纳税补贴和资金赠予的方式不公平地向造纸企业提供补贴纯属无中生有，中国政府层面对于造纸这类有一定污染的原材料的出口向来是不鼓励也不限制。

c、国内铜板纸尚处于对国外铜板纸反倾销保护期，这是中国加入WTO以后第一个成功实施的反倾销案例，有一定的标志意义。

#### ❖ 风险提示：

美对华铜板纸反倾销提案带来的负面影响；宏观经济的不确定性导致需求难以准确把握。

#### ❖ 业绩预测及评级。

维持先前的盈利预测及目标价，博汇纸业（09/10/年 EPS 0.46/0.67 元，09/10 年 PE18/12 倍，当前价 8.20 元，目标价 15.38 元，“买入”评级），太阳纸业（09/10/年 EPS 0.94/1.04 元，09/10 年 PE15/13 倍，当前价 13.85 元，目标价 23.93 元，“买入”评级），晨鸣纸业（09/10/年 EPS 0.46/0.63 元，09/10 年 PE16/11 倍，当前价 7.14 元，目标价 13.27 元，“买入”评级）。

如不考虑铜板纸在明年二季度后受美法案的影响，相应上市公司太阳和晨鸣 2010 年业绩根据当前吨纸毛利情况应在上述基础上上调，出于谨慎性原则，暂不调整。

白卡纸和书写纸盈利占比超过 85%的博汇纸业明年初 35 万吨白卡投产，预计全年出纸 26 万吨，产量放大一倍，且以社会卡为主，正好弥补国内需求空白，该厂社会卡比例将达到 65%，书写纸预计和今年下半年持平。预计公司三四季度盈利均将环比增长 40%以上，明年 2 月份 35 万吨白卡纸的投产以及现有产能盈利的同比增长将使净利润增长达 74%。考虑转债的全面摊薄，EPS 增长 46%。

盈利构成主要为铜版纸、白卡纸和双胶纸的太阳纸业预计明年 4 月份将有 35 万吨双胶纸投产，业绩预测中充分考虑了 2010 年下半年铜版纸的下行风险。

晨鸣纸业尽管所有大宗纸种都生产，但涂布纸（铜版、白卡、轻量涂布纸）以及双胶纸等盈利贡献达到 80%以上，充分受益于优势纸种的景气上升。预计公司三四季度盈利均将环比增长 50%以上，明年现有产能盈利的同比增长（假设明年维持今年三四季度平均水平）将使净利润增长 46%左右。

#### 相关研究报告

《造纸印刷行业 2009 年 8 月跟踪报告—优势纸种持续提价》2009-08-31

《造纸印刷行业 2009 年 7 月跟踪报告—提价幅度超出预期，大幅上调盈利预测》2009-08-03

《造纸印刷行业 2009 年下半年投资策略—优势纸种景气仍将持续上升》2009-06

## 分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：1）研究报告所提出的一切推荐意见均基于市场公开信息做出，且为分析师本人对报告所涉证券或发行人的独立判断；以及 2）研究报告中所涉证券或发行人是分析师本人通过自上而下研究、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论。

## 免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

	北京	上海	深圳	香港
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海浦东新区世纪大道 1568 号中建大厦 22 楼 (200122)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68761565	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68761669	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			hkresearch@citics.com.hk
网址:	http://www.citics.com			http://www.citics.com.hk
	http://www.spcitic.com			