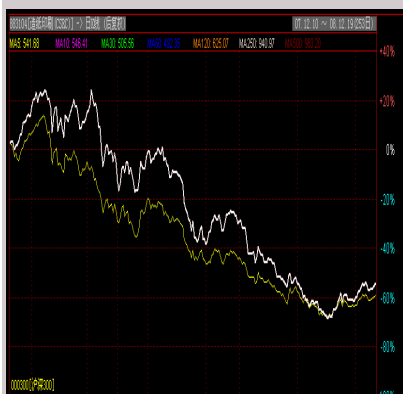




行业评级:

造纸行业:	中性
文化纸子行业	中性
白卡纸子行业	中性
铜版纸子行业	中性
新闻纸子行业	回避
箱板纸子行业	回避

相对回报:



相关研究:

造纸行业 2008 年度、半年度投资策略报告

造纸行业 2008 年各月度、季度投资策略报告

齐鲁证券有限公司研究所

分析师 孙国东
 Tel: (86531) 8128-3782
 Fax: (86531) 8128-3791
 Email: sungd@qlzq.com.cn

冬季已来临 春天不会远

——造纸行业 2009 年度投资策略报告

投资要点:

◇造纸行业整体的景气度在 08 年上半年达到高点后,下半年受供求关系转变影响,行业景气度快速回落。

◇产能的增加及需求的萎缩加剧了产品的供求矛盾,由于预期行业景气度仍将下滑,预计造纸行业盈利空间的恢复可能要等到 09 年下半年以后。

◇纸品消费的刚性需求仍然存在,三大产业政策仍将助推造纸行业发展,原材料价格等的下降也将减缓行业再次出现过度价格下降和效益严重下滑局面的出现。

◇维持造纸行业的“中性”投资评级。由于子行业的盈利能力严重分化,维持文化纸子行业、白卡纸子行业和铜版纸子行业的“中性”评级,维持新闻纸子和箱板纸子行业的“回避”评级。

◇在目前股价下,重点公司的估值处于历史底部区域,行业内四大龙头公司中,继续维持太阳纸业的“推荐”评级,维持晨鸣纸业、博汇纸业的“谨慎推荐”评级,维持华泰股份的“中性”评级。

造纸行业重点公司盈利预测(摊薄)和投资评级:

公司简称	股价	EPS (摊薄)			PE			投资评级
		07	08E	09E	07	08E	09E	
太阳纸业	8.67	0.76	0.86	0.90	11.41	10.08	9.63	推荐
晨鸣纸业	6.27	0.59	0.81	0.79	10.63	7.74	7.94	谨慎推荐
博汇纸业	5.73	0.42	0.64	0.62	13.64	8.95	9.24	谨慎推荐
华泰股份	7.73	0.91	0.82	0.81	8.49	9.43	9.54	中性
银鸽投资	4.16	0.43	0.24	0.23	9.67	17.33	18.09	回避
岳阳纸业	6.32	0.2	0.23	0.19	31.60	27.48	33.26	回避
美利纸业	6.60	0.4	0.31	0.28	16.50	21.29	23.57	回避
景兴纸业	4.12	0.27	-0.56	-0.42	15.26	--	--	回避

重要声明: 本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下,我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



1 供给远大于需求，行业景气度继续回落

1.1 造纸行业上市公司业绩下滑

造纸行业整体的景气度在08年上半年达到高点后，下半年受供求关系转变影响行业景气度快速回落。08年上半年，文化纸、白卡纸和铜版纸等纸品承接07下半年的提价趋势继续大幅提价，行业延续自07年下半年的以来的增长趋势继续呈现高景气。上市公司二季度的盈利能力也大幅增长，行业综合毛利率达到19.92%的高位，而三季度造纸行业上市公司毛利率为18.01%，较二季度环比下降1.9个百分点；净利率三季度为5.13%，较第二季度环比下降2.62个百分点，导致净利润环比下降40.56%，跌幅巨大。9月份我国造纸产量从上半年的月均740万吨减少至688万吨，同比下降0.6%，为近10年来的首次负增长。

表1 造纸行业重点上市公司08年三季度报盈利指标

公司简称	前三季 毛利率	第三季 毛利率	前三季 净利率	第三季 净利率	前三季净利 润增长率	第三季净利 润增长率
太阳纸业	19.10	19.83	9.00	8.72	31.03	5.54
晨鸣纸业	21.73	20.53	11.80	9.97	85.35	8.90
博汇纸业	21.55	20.36	10.50	10.45	114.16	35.89
华泰股份	20.91	19.01	8.00	5.19	1.05	-25.06
银鸽投资	16.20	13.14	5.37	3.26	-31.99	-39.89
岳阳纸业	20.97	20.70	7.41	8.29	93.84	31.20
美利纸业	14.97	14.98	5.44	1.51	63.68	-44.52
景兴纸业	15.32	14.66	2.17	-2.25	-49.74	-143.40

数据来源：WIND资讯

08年下半年由于经济减速导致下游需求萎缩，供求关系发生显著变化，在新增产能及库存压力等因素的影响下，主要产品的价格见顶回落，企业减产及降价措施使纸品市场呈现量价齐跌态势，造纸行业景气度下半年骤然下行。

1.2 固定资产投资增速回升，新增产能较多

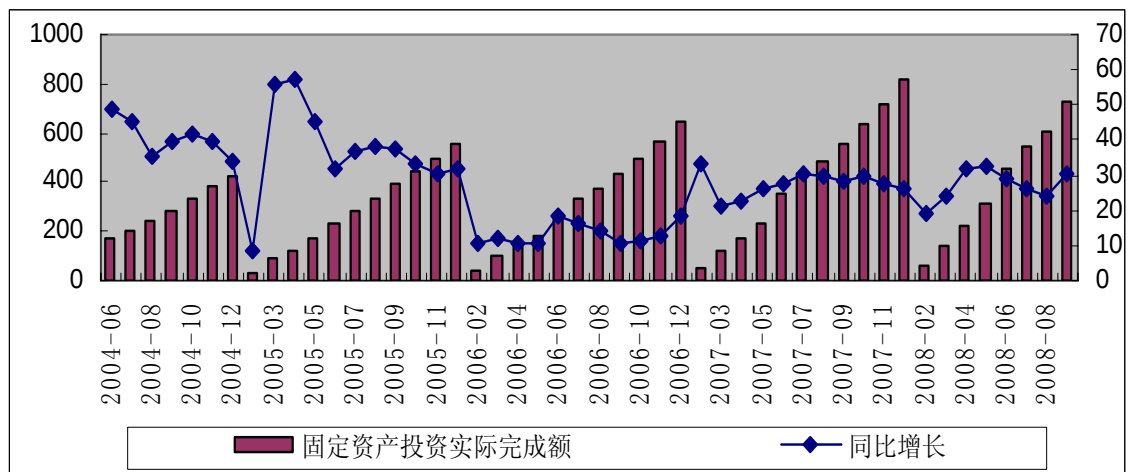
1.2.1 造纸行业固定资产投资增速近两年显著回升

造纸行业的建设周期一般为12-18个月，国内造纸业04、05年的固定资产投资增长率曾分别高达34.1%及31.6%，大量新上造纸项目在06年陆续投产，产能释放比较集中，从而导致以新闻纸和铜版纸为主的几类



产品供大于求，产品价格走软，行业景气度自06年初下滑至07年上半年。因此，06年造纸行业固定资产投资的增长率大幅度降低，只有16.93%，造成07年行业的整体新增产能并不多，纸品供给增速放缓，行业景气度回升。

图1 造纸及纸制品固定资产投资实际完成额-累计（亿元）



数据来源：Wind 资讯

在产品价格回升及盈利好转的情况下，造纸企业投资积极性提高，新增项目又大量上马。07 年我国造纸行业固定资产投资增速又回升至 26.5%，08 年前 9 个月，造纸行业固定资产投资同比增速大部分月份都高于 07 年，至 08 年 9 月，造纸行业固定资产投资累计完成额 727.44 亿元，同比增长 30.5%，高于上年同期 23.3%的增速。在宏观经济增速减缓的预期背景下，预计 09 年造纸行业的固定资产投资增速将出现回落。

1.2.2 新增产能开始释放

固定资产投资增速07、08年的回升意味着较大的新增产能压力，新项目在2008年下半年及2009年陆续释放产能，预计09年新增产能占08年产量的10%以上。而且，未来产能投放有可能出现结构性的集中，近年来这种某纸种产能集中释放的情况屡见不鲜，例如06年的新闻纸、07年的箱板纸和08年的白卡纸等。未来两年，产能投放压力最大的纸种是箱板纸和铜版纸，而白卡纸（涂布纸板）在08年产能集中投放后，未来两年也面临消化过剩产能的艰难过程。

表2 造纸产能主要新增项目表(万吨)

纸种	公司	产能	预计投产时间	备注
----	----	----	--------	----



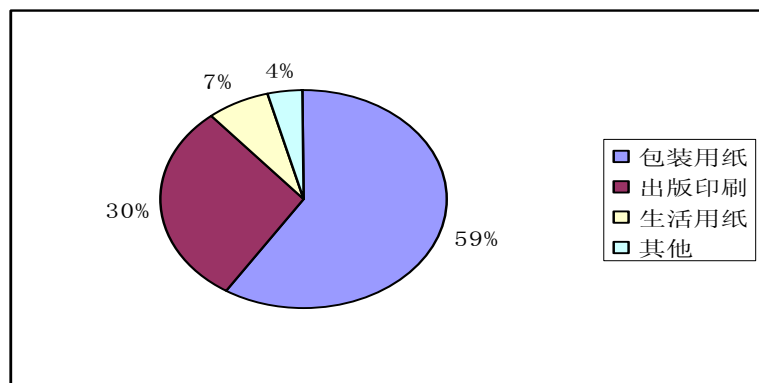
铜 版 纸	APP	160	2009-2010 年	一期 60-80 万吨 09 年投产
	王子	80	2010 年	南通项目
	晨鸣	20	2008 年 9 月	投产
	华泰	45	待定	东营林纸一体化项目
	太阳	45	待定	纸机选型
白 卡 纸	河南新亚	15	2008 上半年	投产
	美利	30	2008 上半年	投产
	太阳	40	2008 年 8 月	投产
	博汇	35	2009 年底	在建
文 化 纸	华泰	20	2008 年 8 月	SC 纸, 与斯道拉恩索合资
	华泰	40	待定	与广东新会双水发电厂合资
	岳阳纸业	40	2009 年下半年	在建
	濮阳龙丰	25	2009 年	
	福建南纸	25	2009 年	在建
	中冶银河	20	2009 年	
箱 板 纸	玖龙	175	2009-2010 年	在建
	理文	45	2009 年	在建
	景兴	60	2009 年	在建
	镇江金河	60	2010 年	
	江苏华兴	40	2008-009 年	
	荣成纸业	50	2008-009 年	
	振隆造纸	20	2008-009 年	
	河北永新	40	2008-009 年	
	福建联盛	30	待定	
	上海正隆	30	待定	

数据来源：齐鲁证券研究所

1.3 宏观经济下滑将继续对纸品需求带来不利影响

纸是重要的工业原材料，国内纸和纸板的消费领域基本稳定，主要以出版印刷和纸包装业为主，二者合计占纸和纸板总消费量的80%以上。

图2 国内纸品消费结构

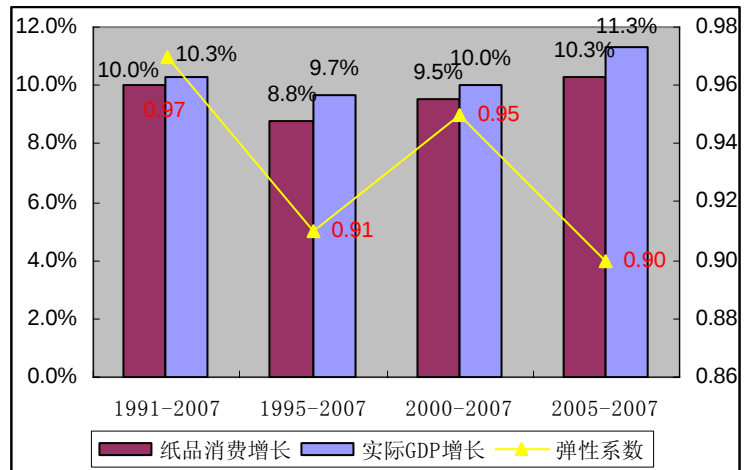


数据来源：国家统计局



由于具有广泛的产业渗透性，纸品消费与GDP历史上有较好的线性相关关系，纸品消费增长率对GDP也有着0.90以上的弹性系数。因此，历史上纸业消费周期基本接近经济周期。

图3 纸品消费增长与GDP增长的对比



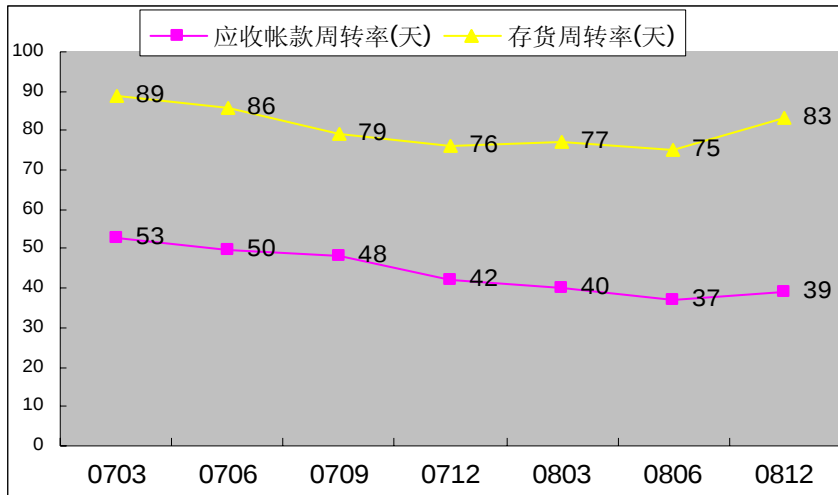
数据来源：国家统计局 中国造纸协会

历史上经济的快速增长使纸品消费相对旺盛，但今年三季度经济下滑对纸品消费的负面影响逐步显现。10月份我国工业增加值仅增长8.2%，降至7年以来最低；发电量增速同比下降4%，为近10年的首次负增长；10月份我国财政收入出现0.3%的负增长，为96年以来第一次；M1增速降至近10年最低，且与M2的剪刀差进一步拉大。不容乐观的经济形势势必影响到纸品的消费需求，因此09年纸品的消费需求将继续受到不利影响。

1.4 库存增加直接反映了行业景气下滑

造纸业行业上市公司自07年的景气上升周期开始，伴随着存货及应收账款周转逐步加快，但至08年二季度形成周转天数低点后，三季度开始出现回升。据造纸协会最新数据，今年前9月库存量为378亿吨，同比增长32%，库存压力明显加大。企业库存周转天数的增加，是产能扩张和需求减少的财务表现。

图4 造纸行业上市公司存货和应收账款周转率出现转折



数据来源: Wind资讯

由于库存储备的存在,产品、半成品、原材料的跌价将对公司的业绩产生一定的滞后效应。按照现行规定,季报中不必计提存货跌价准备,由于目前原料及产品市场的大幅下跌,存货跌价减值所产生的损失必然会在四季度体现出来,从而表现为利润的降低,甚至可能造成一定程度的亏损。

另外,经济下滑不仅推高了存货,销售额也受到了影响,这直接导致企业盈利能力的下降。由于预期行业景气仍将下滑,预计产品库存的巨幅增加使企业短期难以消化,明年一季度造纸企业仍将忙于消化库存,盈利空间的恢复可能要等到09年下半年以后。

2 支持造纸行业景气再次复苏的有利因素仍然存在

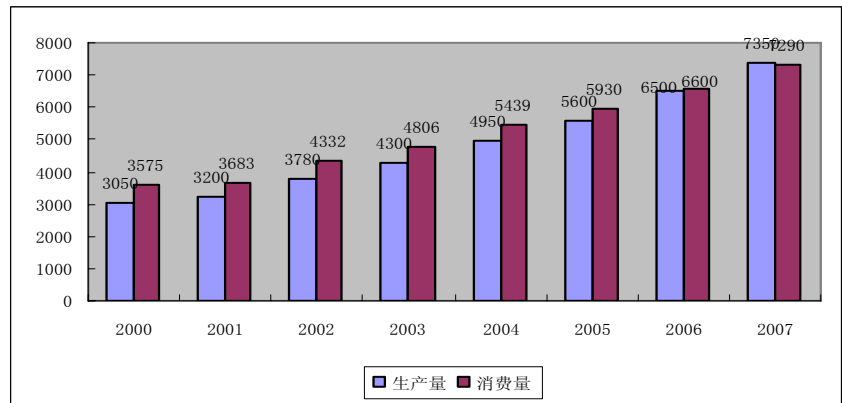
在造纸行业面临的严冬中,仍然存在一些支持造纸行业长、短期发展的有利因素。这些有利因素一方面将减缓造纸行业的困境,另一方面也将随着供需矛盾的减缓,支持造纸行业再次走向复苏。

2.1 刚性需求增长空间依然存在

我国造纸工业发展与国民经济及社会发展密切相关,中国经济的长期发展将为我国造纸工业发展提供有力支撑。1991-2006年的15年间,我国纸和纸板总产量和消费量分别以年均9.71%和9.83%的速度增长,是近年来全球增长最快的国家。2007年国内机制纸及纸板生产量7350万吨,同比增长13.08%;消费量7290万吨,同步增长10.45%。



图5 我国纸及纸板的生产和消费情况(万吨)

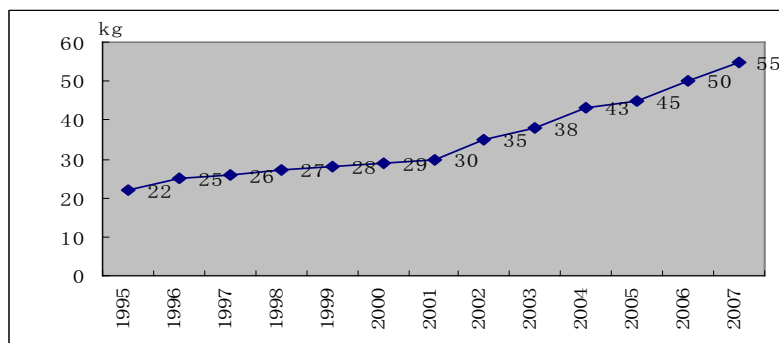


数据来源：中国造纸协会

根据纸及纸板消费量指数与GDP指数的相关性分析，并综合考虑影响国民经济发展的有关不确定因素和相关产业的发展前景，“十一五”期间，我国造纸工业仍将处于发展增长期，预计2010年纸及纸板的消费量将从2005年的5930万吨增长到9180万吨左右，年增长率将保持在6%以上。

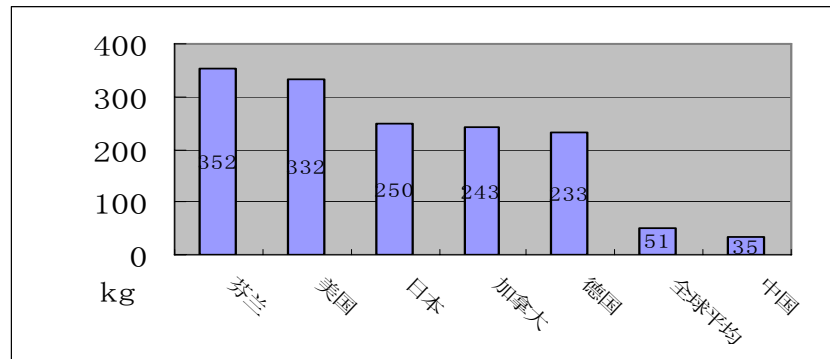
国内人均纸品消费量也存在巨大的增长空间。1995-2006年，国内人均纸品消费量由22千克增至50千克，2007年的人均消费量已达55千克，比上年增长5千克，但仍低于目前全球70.8千克的平均水平，而且国外成熟市场人均纸品消费量均在200千克以上，而国内目前人均消费量尚不足成熟市场的1/3。

图6 我国纸和纸板人均消费量 (kg/人·年)



资料来源：中国造纸协会

图7 2002年主要纸品生产消费国人均纸品消费量(kg/人·年)



资料来源：中国造纸协会

2.2 三大产业政策仍将助推造纸行业发展

2.2.1 《节能减排综合性工作方案》淘汰落后产能

造纸属于“两高一资”（高耗能、高污染、资源性）行业，07 年 6 月，国务院制定的《节能减排综合性工作方案》首次明确提出“十一五”期间将关闭近 650 万吨的落后产能。主要淘汰年产 3.4 万吨以下草浆生产装置、年产 1.7 万吨以下化学制浆生产线、不达标的年产 1 万吨以下以废纸为原料的纸厂（东部、中部省份可根据本地实际适当提高淘汰落后制浆早产能的标准）。

表3 环保政策制定严格关停时间表

	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
淘汰落后产能(万吨)	210.5	230	106.5	50.7	52.3

资料来源：国家发改委

我国 95-97 年已关闭了所有年产 500 吨以下的造纸厂，这次 650 万吨的关停规模中集中于 07、08 年，其中 07 年实施的力度最大，一年的时间就要淘汰落后产能 230 万吨，占总指标的 1/3 以上。小纸厂主要生产以草浆为原料的低档文化纸和瓦楞纸，预计关停的 650 万吨中 40% 为低档文化纸，将直接影响文化纸的市场供求关系。由于 07 年淘汰落后文化纸产能近 100 万吨，使得供给骤然减少，而需求仍在增长，使文化纸价格大幅上涨。

2.2.3 《造纸产业发展政策》指明行业发展方向

07 年 10 月，国家发改委发布了《造纸产业发展政策》，通过适度控制纸及纸板项目的建设，来保证未来造纸行业的供需平衡。到 2010 年，纸及纸板新增产能 2650 万吨，淘汰现有落后产能 650 万吨，有效产能



达到 9000 万吨。这意味着年均产能增幅在 8% 左右, 略低于前几年的 GDP 年均增速, 而 2000-2006 年我国纸及纸板生产量年均增长高达 13.44%, 消费量年均增长 10.76, 均高于同期 GDP 年均增长率。这一规划符合我国造纸行业的状况和发展规律, 特别是控制产能增幅大大低于消费增幅, 基本保证了近年来造纸行业的供需平衡。为保证这一产能调控目标的完成, 新政策提高了项目建设的门槛以及对投资主体的要求, 以加大进入造纸行业的壁垒。

2.2.3 新《制浆造纸工业水污染物排放标准》提高行业进入门槛

新《制浆造纸工业水污染物排放标准》于 2008 年 8 月 1 日起正式执行。现有制浆造纸联合企业自 2009 年 5 月 1 日至 2011 年 6 月 30 日, COD 排放限值由 400mg/L 下降到 120mg/L (废纸制浆及造纸企业) 及 150mg/L (其他制浆及造纸企业), 2011 年 7 月 1 日起统一执行 90mg/L 的标准, 新建制浆造纸企业于 2008 年 8 月 1 日起执行 90mg/L 的标准。新的排放标准将提高行业进入门槛, 环保风暴带来的关停力度的加大, 将进一步限制行业供给, 同时亦有利于已实行较高环保标准的龙头企业的发展。

在宏观经济减速背景下, 虽然需求大幅下降, 但由于三大政策都对供给进行了限制, 因此可以预计将在需求不振的情况下缓解供需矛盾, 减缓行业再次出现过度价格下降和效益严重下滑局面的出现。另外, 这三大政策也将推进行业的整合, 有利于具有规模优势的龙头企业的发展, 使行业集中度提高。

2.3 原材料价格的下降, 有利于降低成本

造纸成本中最主要的是原材料和能源, 其中原材料占国内造纸成本结构比重最大, 达 65%, 原材料中, 主要以木浆和废纸浆为主。由于各国经济景气持续低迷, 影响了对原材料的需求, 纸厂开工率下降, 木浆及废纸价格大幅走低。因此, 原材料价格和能源价格的回落, 造纸企业的成本压力将有所减轻。

表 4 国内造纸行业主营成本构成

	占比
纤维原料	65%
水电	14%



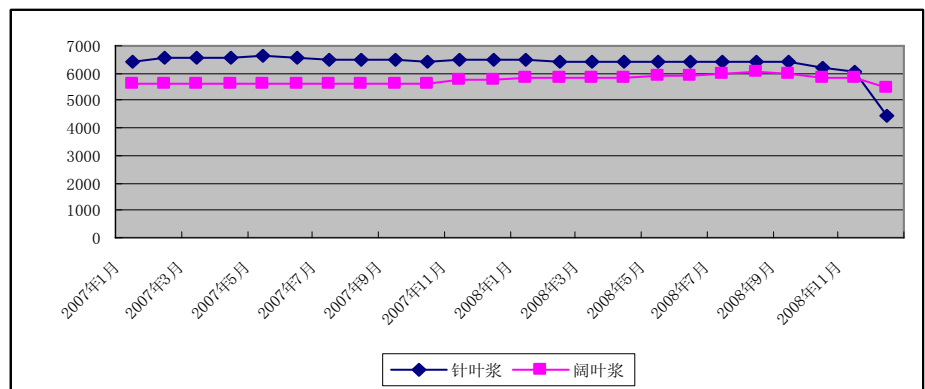
折旧	7%
人工成本	2%
化学辅料	12%
合计	100%

资料来源：齐鲁证券研究所

2.3.1 木浆供给增加，价格将明显下降

由于我国森林资源较少，造纸工业纤维不足，致使我国造纸所需纤维原料大量需要从国外进口。08年1-12月份，国际木浆价格总体相对平稳，由于美元贬值，以美元标价的纸浆价格有所上升，而以欧元标价的纸浆价格基本平稳，进口阔叶浆价格上涨达3.30%。8月份，针阔叶浆价格双双到达顶点，10-12月份下降幅度加大，其中进口针叶浆价格较8月份下降31.32%，阔叶浆价格较8月份下降8.64%。

图8 国内进口木浆价格走势



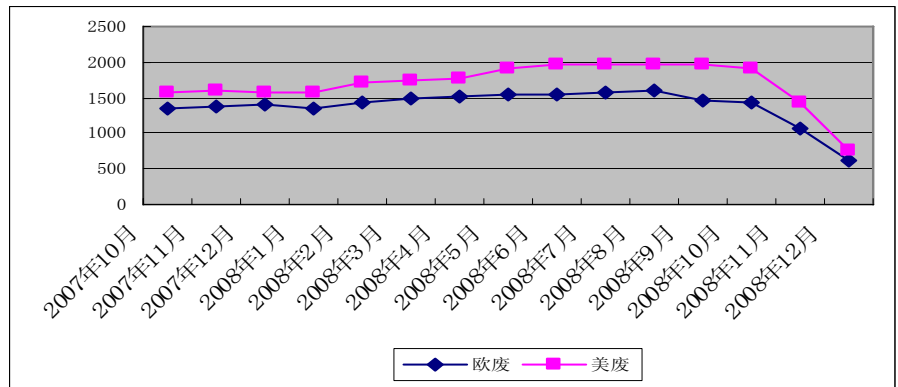
资料来源：中国纸网

随着我国、巴西、俄罗斯、拉美等国投资新建的浆厂已陆续进入投产期，供给迅速增加，新增产能超过新增需求，我们预计木浆平均价格明年将继续下降。这将使造纸行业原料成本下降，有利于缓解行业内企业在产品价格下降趋势下的经营压力。

2.3.2 废纸需求不振，价格大幅下降

进口废纸平均价格在07年上涨28%后，08年1-8月份继续大幅上涨，其中美废价格上涨25.32%、欧废价格上涨14.18%。欧废和美废进口价格在8月份分别到达1610元/吨和1980元/吨的高点后，9月份后价格纷纷下跌，10-12月份下降幅度加大，其中欧废价格较8月份下降61.49%，美废价格较8月份下降62.12%。

图9 国内进口废纸价格走势



资料来源：中国纸网

我们认为，虽然新闻纸目前的毛利率相比文化纸仍然相对较低，但相比文化纸需求的刚性，新闻纸在需求端并无太多空间。奥运会结束后，加上国内各类报纸纷纷提价，新闻纸需求明显下降，因此，我们预计废纸价格09年将继续低位运行。

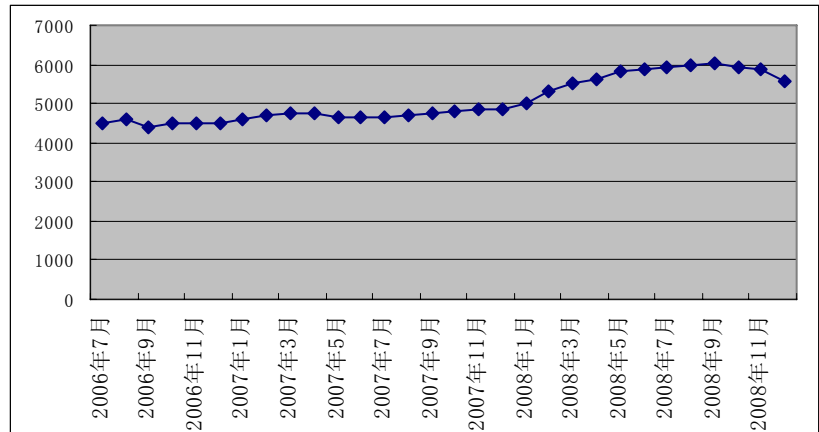
由于目前造纸行业面临的局面将与过去的几年完全不同。一方面由于需求增长放缓，产能利用率下滑，导致产品价格下滑；另一方面成本也在不断改善。由于两端在同向变化，而且二者会动态的相互影响。但成本的改善相对于利润的影响在目前的情况下变得不明显。在行业景气低迷阶段，成本的转嫁能力会下降，成本下降不会带来行业盈利能力的显著提高。

3 主要子行业分析

3.1 书刊纸市场供需相对稳定

因落后产能淘汰、新产能较少，今年上半年文化纸价格大幅上涨，毛利率明显提高。国产书刊印刷纸价格在07年有较大上涨的情况下，08年1-9月份涨幅仍达23.92%，这是由于关闭落后产能主要集中在中低端的书刊印刷纸，另外，书刊印刷纸主要用于图书、学生课本及作业本等方面，需求相对稳定。我们认为09年价格将小幅下滑，不会出现大幅下跌的情况。因此我们认为中低档文化纸的后期盈利能力应变化不大，高档文化纸后期仍有下行空间。

图10 国产书刊纸价格走势



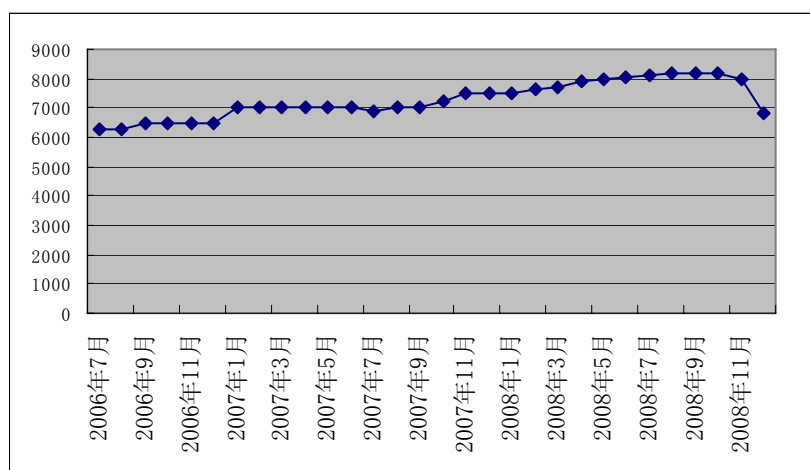
资料来源：中国纸网

3.2 白卡纸产能释放

白卡纸作为涂布白纸板的中高档产品，主要用于香烟、药品、化妆品、食品饮料、小家电、衬衣等方面的包装，因此也主要分为烟卡和社会卡。其中烟卡需求较为稳定，社会卡的下游为医药、化妆品、食品等，其中医药消费受经济波动影响较小，化妆品、食品等相对敏感，但从目前白卡下游行业的景气指数来看仍较为稳定。

08年1-10月份国产白卡价格强势上涨，到10月份达8200元/吨，上涨9.77%，11月份出现下降，12月份跌幅增大，单月跌幅为14.20%。受国内市场产能释放的冲击，白卡纸获利能力09年将下滑。

图11 国产白卡纸价格走势



资料来源：中国纸网

3.3 铜版纸仍然供过于求

铜版纸是高档印刷宣传用纸，03年以前，我国铜版纸产能严重不足，

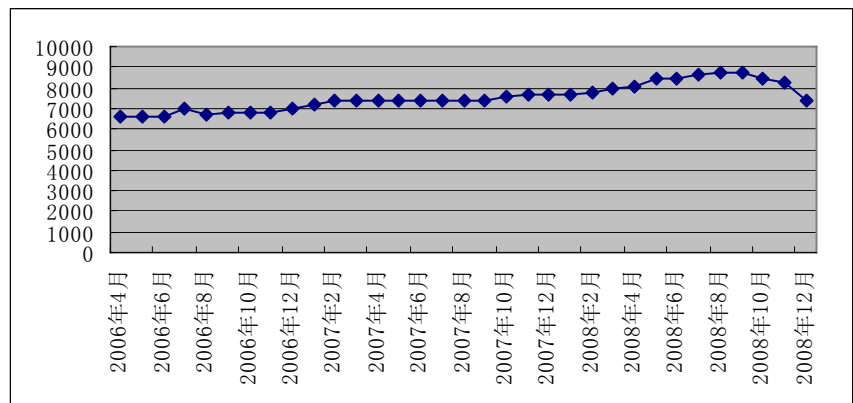


03、04年国内企业开始大量投产铜版纸，使得铜版纸产能在05、06年集中释放，迅速地扭转了以往供不应求的局面，从06年开始通过出口来消化国内过剩的产能。07年11月20日，美国取消了此前做出的对中韩等国铜版纸企业实施反倾销和反补贴制裁的决定，我国铜版纸出口快速增长。

今年上半年铜版纸多次大幅提价，铜版纸毛利率出现明显上升。铜版纸价格的大幅上涨给下游出版社造成较大的成本压力，6月份铜版纸涨价势头已经在终端市场停滞不前，价格高位盘整至8月上旬，呈现有价无市的局面。市场成交量较少直接导致贸易商库存增加，9月份后价格开始下降，12月份铜版纸价格与8月份高点相比已下跌14.94%。

在今年下半年铜版纸产能新增较少的情况下，铜版纸价格的下跌主要受需求萎缩和出口下降的影响。由于过剩的产能仅能靠扩大出口来以缓解。但目前外围经济的不景气，铜版纸需求将继续降低，利润也将出现负增长。

图12 国产铜版纸价格走势



资料来源：中国纸网

3.4 新闻纸需求大幅降低

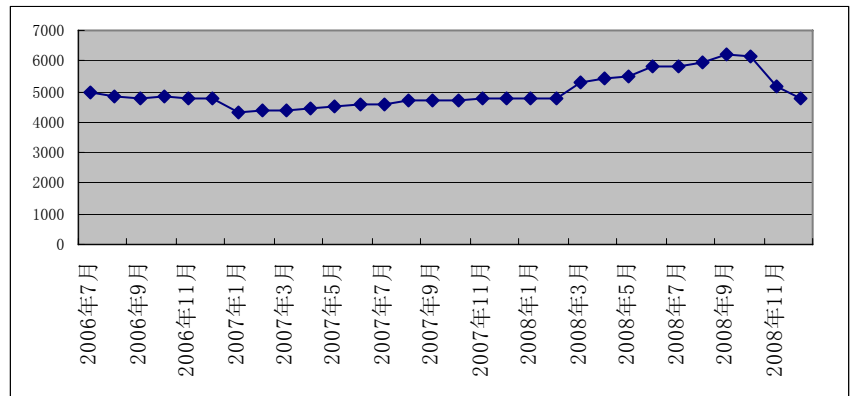
2000年至2004年，我国新闻纸消费量增长较快，但从05年开始，由于印刷克重的降低以及电子媒体对报业形成的冲击，新闻纸的消费增速明显放缓，但供给却集中释放。

由于产能集中释放，新闻纸市场长期低迷。随着美废8#价格07年以来的不断上涨，在成本大幅提高的同时新闻纸价格也不断提高。08年三季度，受奥运拉动，国产新闻纸价格大幅上涨，至9月份已达6200元/吨，



1-9月涨幅达30.53%，10月份后受需求萎缩影响价格也大幅下滑。

图13 国产新闻纸价格走势



资料来源：中国纸网

2008年1-5月全国实现机制纸及纸板产量3398.55万吨，同比增长16.1%，其中新闻纸产量为194.05万吨，同比仅增长5.1%。我们认为，由于新闻纸消费增速的明显放缓，奥运后新闻纸企业的短暂强势难以维持，相比文化纸刚性的需求，新闻纸在需求端并无太多空间，再加上国内各类报纸纷纷提价，报纸订阅量可能下降。新闻纸受国内奥运后需求下降和国际价格制约，预计价格将会继续走低。

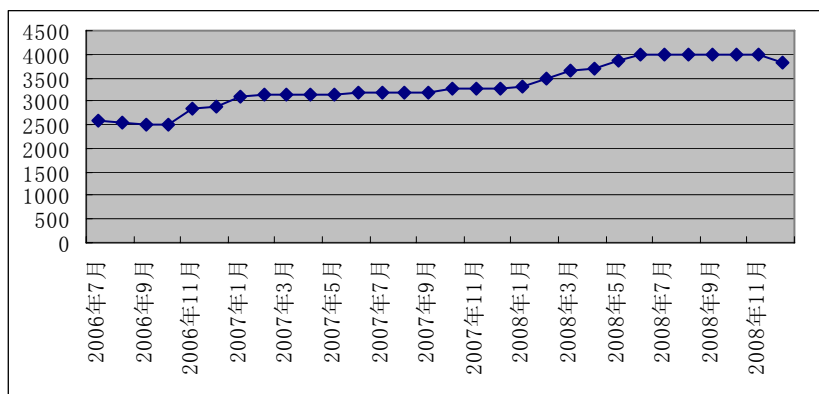
3.5 箱板纸严重供过于需

箱板纸主要用于加工成纸箱，然后用于工业及消费品的包装。1996-2005年箱板纸的消费年增长速度达到12.7%。随着经济增速的放缓，预计未来箱板纸的需求增速将下降到9%以下。

受前几年的旺盛需求拉动，国内核心箱板纸企业新增投资项目和产能迅速扩张，今年以来产能集中释放，预计整个行业两年内新增产能将达到500万吨，远远超过新增的需求。

经济减速对箱板纸的需求影响最为直接，影响程度最大。包装用纸的下游客户有相当一部份为外向型企业，本轮经济调整给这类企业带来较大冲击，将不可避免地传导给上游的包装纸生产企业。在产能集中释放及需求降低的背景下，箱板纸景气将继续下行。

图14 国产箱板纸价格走势



资料来源：中国纸网

4. 2009年度投资策略及重点公司分析

4.1 造纸行业上市公司业绩负增长

供过于求的市场环境将致使原材料价格和纸张价格继续低位运行，09 年行业负增长15%以上。各子行业09 年盈利能力由强至弱依次为：中低档文化纸、高档文化纸、新闻纸、铜版纸、白卡纸、箱板纸。除中低档文化纸盈利水平能保持稳定外，其它纸种09 年均会面临毛利率和销量双双下降的局面。我们测算行业09 年上半年将出现15%以上的负增长。部分以包装纸为主业的生产企业利润负增长的幅度将可能更大。

4.2 年度投资策略

我们认为受需求减弱的影响，行业整体的景气度在08年二季度达到顶峰后，主要产品的价格也在08年三季度见顶后回落，行业景气度2009 年将继续下滑。尽管行业步入下行阶段，但是股价的持续下跌已经对这一预期有比较充分反映，而且随着节能减排政策和造纸政策的深入实施，将在一定程度上减缓供过于求、价格大幅下降的不利局面，因此，我们继续维持造纸行业的投资评级为“中性”。

由于各纸种成本差别较大，造纸各自行业的盈利能力也严重分化。

文化纸子行业受节能减排政策推动供求将相对稳定，但产品价格和毛利率将小幅回落，维持“中性”投资评级；

白卡纸子行业由于产能的释放改变了供不应求的局面，其价格和毛利率也将小幅下降，维持“中性”投资评级；



铜版纸子行业产能扩大，市场供给进一步加大，铜版纸行情将继续大幅回落，维持“中性”投资评级；

新闻纸子行业需求大幅降低，供过于求的状况将会继续存在，维持“回避”评级；

箱板纸子行业产能集中释放，产品严重供过于求，维持“回避”评级。

在目前股价下，重点公司的估值处于历史底部区域，但由于预计09年行业景气度的继续下滑，行业内四大龙头公司中，维持太阳纸业的评级为“推荐”，维持晨鸣纸业、博汇纸业的评级为“谨慎推荐”、维持华泰股份的评级为“中性”。

表5 造纸行业重点公司盈利预测和投资评级：

公司简称	股价	EPS（摊薄）			PE			投资评级
		07	08E	09E	07	08E	09E	
太阳纸业	8.67	0.76	0.86	0.90	11.41	10.08	9.63	推荐
晨鸣纸业	6.27	0.59	0.81	0.79	10.63	7.74	7.94	谨慎推荐
博汇纸业	5.73	0.42	0.64	0.62	13.64	8.95	9.24	谨慎推荐
华泰股份	7.73	0.91	0.82	0.81	8.49	9.43	9.54	中性
银鸽投资	4.16	0.43	0.24	0.23	9.67	17.33	18.09	回避
岳阳纸业	6.32	0.2	0.23	0.19	31.60	27.48	33.26	回避
美利纸业	6.60	0.4	0.31	0.28	16.50	21.29	23.57	回避
景兴纸业	4.12	0.27	-0.56	-0.42	15.26	--	--	回避

资料来源：齐鲁证券研究所

4.3 重点公司分析

太阳纸业（002078）投资要点：

公司拥有白卡纸产能48万吨、铜版纸产能40万吨、文化纸产能30万吨。

公司9.8万吨/年激光打印纸项目于07年7月份投产，该生产线目前全部生产铜版纸原纸。液体包装纸项目（22#纸机）已于08年8月8日投产，公司占50%的股权，09年将全面达产，主要生产液体包装纸，设计产能为30万吨，后续经技术改造可以达到40万吨。22#纸机由Metso提供统一供货安装，是国内最先进的白卡纸机。由于液包纸的国内市场容量约为30—40万吨，仅公司22#一台纸机即可满足国内需求，因此，在可预见的未来先期市场开拓阶段，公司22#纸机将主要以生产高级涂布白卡纸为主。

公司正逐步提高纸浆的自给率。目前公司生产自制浆10万吨，包括3万



吨化机浆及7万吨草浆。公司控股子公司兖州合利新建的年产10万吨/年化机浆项目已于08年1月投产。此外，公司准备新建一条10万吨/年化机浆生产线(通过技改可扩产至20万吨/年)，预计将于09年5月投产，将成为公司09年利润增长点。

公司20万亩速生杨已种植达5年，逐步进入轮伐期。在老挝成立了中国太阳纸业老挝有限公司，现已拥有200公顷的育苗林的开发权，后期将逐步扩大林地面积。公司靠近日照港，运费较直接进口纸浆节省。由于成本较低，生长期较短，将成为公司山东兖州本部之外的另一重要的生产基地。

预计公司08、09年主营收入将达59.06亿元和66.41亿元，同比分别增长16%和12%，净利润分别为4.33亿元和4.53亿元，同比分别增长13.7%和4.6%，全面摊薄每股收益0.86元和0.90元。

目前公司估值处于造纸行业上市公司的最低区域，鉴于公司09年净利润在行业内仍具有较好增幅，维持"推荐"的投资评级。

表6 公司主要财务指标 (百万元)

	2006	2007	2008E	2009E
主营业务收入	5415	5083	5906	6641
增长率	7.5%	-6.1%	16.2%	12.4%
主营业务成本	4525	4226	4807	5432
毛利率	16.4%	16.9%	18.6%	18.2%
税金及附加	7	11	8	8
%主营收入	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
主营业务利润	883	846	1091	1201
主营业务利润率	16.3%	16.6%	18.5%	18.1%
销售费用	229	194	224	252
%主营收入	4.2%	3.8%	3.8%	3.8%
管理费用	94	98	124	139
%主营收入	1.7%	1.9%	2.1%	2.1%
财务费用	190	188	278	345
%主营收入	3.5%	3.7%	4.7%	5.2%
资产减值损失	17	-3	25	30
投资收益	5	64	110	142
营业利润	358	433	549	576
营业利润率	6.6%	8.5%	9.3%	8.7%
营业外收支	51	108	20	20
%税前利润	12.5%	20.0%	3.5%	3.4%
利润总额	409	541	569	596
所得税	44	70	39	41
所得税率	10.8%	12.9%	6.9%	6.9%



少数股东损益	70	90	97	101
%税前利润	16.3%	13.0%	17.0%	17.0%
净利润	295	381	433	453
净利率	5.4%	7.5%	7.3%	6.8%
增长率	4.2%	29.2%	13.7%	4.6%
EPS (摊薄, 元/股)	0.587	0.758	0.863	0.902

资料来源：公司公告 齐鲁证券研究所

晨鸣纸业（000488）投资要点：

公司是国内最大的纸业公司，纸种也非常齐全，产品涉及白卡纸、书写纸、新闻纸和铜版纸等，可以说是行业的典型代表。受需求减弱的影响，公司主要产品的价格也在08年三季度见顶。

公司年产9.8万吨办公废纸脱墨浆项目已于08年1月底正式投产、12万吨美术涂布印刷纸项目于08年6月建成投产。

公司于08年6月成功发行3.557亿股H股，H股的发行将增强公司实力。H股发行后，预计09年湛江70万吨木浆项目将逐步见效，该项目实施后公司将形成以自制木浆为主、废纸为辅的原料结构，这将进一步降低公司外购木浆的比例，从而摆脱上游资源的制约，增强公司的可持续发展能力。

预计公司08、09年主营收入将达161.27亿元和166.05亿元，同比分别增长6.3%和3.0%，净利润分别为16.68亿元和16.38亿元，同比分别增长36.9%和-1.8%，全面摊薄每股收益0.81元和0.79元。

目前公司估值处于造纸行业上市公司的最低区域，但由于预计09年净利润同比增幅下滑，维持评级为“谨慎推荐”。

表7 公司主要财务指标（百万元）

	2006	2007	2008E	2009E
主营业务收入	11983	15165	16127	16605
增长率		26.6%	6.3%	3.0%
主营业务成本	9708	12074	12702	13237
毛利率	19.0%	20.4%	21.2%	20.3%
税金及附加	20	18	16	17
%主营收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
主营业务利润	2255	3073	3409	3351
主营业务利润率	18.8%	20.3%	21.1%	20.2%
销售费用	678	783	723	755
%主营收入	5.7%	5.2%	4.5%	4.5%



管理费用	517	532	542	559
%主营业务收入	4.3%	3.5%	3.4%	3.4%
财务费用	451	392	269	262
%主营业务收入	3.8%	2.6%	1.7%	1.6%
公允价值变动收益	0	30	16	0
资产减值损失	35	102	63	0
投资收益	80	-9	-16	0
营业利润	654	1285	1812	1775
营业利润率	5.5%	8.5%	11.2%	10.7%
营业外收支	-38	204	260	260
%税前利润	-6.2%	13.7%	12.5%	12.8%
利润总额	616	1489	2072	2035
所得税	101	271	404	397
所得税率	16.4%	18.2%	19.5%	19.5%
净利润	515	1218	1668	1638
净利率	4.3%	8.0%	10.3%	9.9%
增长率		136.5%	36.9%	-1.8%
EPS (摊薄, 元/股)	0.250	0.591	0.809	0.794

资料来源：公司公告 齐鲁证券研究所

博汇纸业（600966）投资要点：

公司主导产品文化纸和白卡纸价格也在08年三季度见顶。08年四季度以及09年虽然有今年5月新投产的9.5万吨化学浆项目增加一定的效益(35万吨白卡纸项目09年不会产生效益)，但总体来看文化纸和白卡纸的盈利高峰已过。

预计公司08、09年主营收入将达36.30亿元和38.61亿元，同比分别增长14.6%和6.4%，净利润分别为3.20亿元和3.11亿元，同比分别增长51.9%和-3.1%，全面摊薄每股收益0.64元和0.62元。

虽然目前估值水平处于造纸行业上市公司的较低区域，但鉴于09年业绩增速放缓，维持评级为“谨慎推荐”。

表8 公司主要财务指标（人民币：百万元）

	2006	2007	2008E	2009E
主营业务收入	2649	3168	3630	3861
增长率		19.6%	14.6%	6.4%
主营业务成本	2153	2581	2940	3166
毛利率	18.7%	18.5%	19.0%	18.0%
税金及附加	11	8	11	12
%主营业务收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
主营业务利润	485	579	679	683



主营业务利润率	18.3%	18.3%	18.7%	17.7%
销售费用	109	135	122	129
%主营业务收入	4.1%	4.3%	3.4%	3.3%
管理费用	63	59	88	71
%主营业务收入	2.4%	1.9%	2.4%	1.8%
财务费用	87	102	80	105
%主营业务收入	3.3%	3.2%	2.2%	2.7%
资产减值损失	2	4	-1	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	224	279	390	378
营业利润率	8.5%	8.8%	10.7%	9.8%
营业外收支	0	-3	-3	-3
%税前利润	0.0%	-1.1%	-0.8%	-0.8%
利润总额	224	276	387	375
所得税	75	65	67	65
所得税率	33.5%	23.6%	17.2%	17.2%
净利润	149	211	320	311
净利率	5.6%	6.7%	8.8%	8.0%
增长率		41.6%	51.9%	-3.1%
EPS (摊薄, 元/股)	0.295	0.418	0.635	0.615

资料来源：公司公告 齐鲁证券研究所

华泰股份（600308）投资要点：

公司是亚洲最大的新闻纸生产厂商，主导产品为中高档新闻纸、文化纸等，新闻纸吨纸成本接近国外同行水平，是新闻纸行业中竞争力最强的企业。2000年至2004年，我国新闻纸消费量增长较快，但从05年开始，由于印刷克重的降低以及电子媒体对报业形成的冲击，新闻纸的消费增速明显放缓，但供给却集中释放。

在消费预期紧缩的情况下，2008年下半年及2009年新闻纸消费量下降的趋势或已形成。

公司拥有东营60万亩阔叶林浆纸一体化项目和安庆240万亩针叶林浆纸一体化项目，08年东营10万亩自有速生林进入轮伐期。随着两个项目的深入，将降低公司对进口原材料的依赖度，有利于公司发展新闻纸外的高档潜力纸品。另外，08年9月发审委通过公司公开增发不超过1亿股股票，投入50万吨离子膜烧碱及林纸一体化项目。

预计公司08、09年主营收入将达65.64亿元和62.26亿元，同比分别增长9%和-5%，净利润分别为5.20亿元和5.65亿元，同比分别增长5%和9%，全面摊薄每股收益0.95元和1.03元。





虽然目前估值水平处于造纸行业上市公司的较低区域，但鉴于新闻纸行业景气度的快速回落和公司业绩增速较小，维持评级为“中性”。

表9 公司主要财务指标（人民币：百万元）

	2006	2007	2008E	2009E
主营收入	4056	6032	6154	5846
同比增长 (%)	43	49	2	-5
主营成本	3460	4813	5569	5237
同比增长 (%)	63	39	15.71	-7
毛利率 (%)	14.69	20.21	9.51	10.42
净利润	399	496	450	444
同比增长 (%)	20	24	-9	-1
EPS (元)	0.73	0.91	0.82	0.81

资料来源：公司公告 齐鲁证券研究所


投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

