

中性

——维持

行业研究 / 月度策略

日期: 2008 年 12 月 26 日

行业: 造纸行业



齐敏华

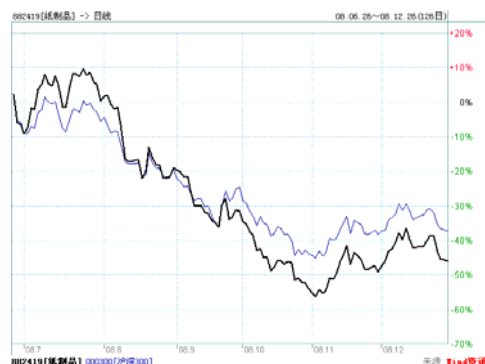
021-53519888-1913

qiminhua@sigchina.com

行业收入利润增长 (08 年 1-11 月)

销售收入 (亿元)	3970.04
增长率	19.98%
利润总额 (亿元)	228.22
增长率	16.81%

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号:

QMH09-MIT01

相关报告: QMH08-MIT07

行业入冬，利润负增长

——2009 年 1 月造纸行业投资策略

■ 主要观点:

行业利润 9-11 月负增长

08 年 9-11 月造纸业销售同比增长 3.82%，环比下降 5.51%，利润同比下降 29.85%，环比下降 34.16%。同时行业盈利能力亦呈现下滑态势，9-11 月行业毛利水平为 11.25%，较上年同期的 15.12% 减少 3.87 个百分点，亦较 5-8 月的 12.43% 有下降；行业利润率为 4.54%，较上年同期的 6.72% 及今年 5-8 月的 6.52% 都有明显下滑。

出口跌幅大、原料进口首现下降

需求萎缩导致高库存压力（前三季度库存较年初增长 50%），行业减产应对，行业产量连续第三个月负增长。外需的萎缩亦使出口连续第七个月负增长，11 月出口量同比下降达 40%。行业减产导致原料采购下降，11 月纸浆进口量同比下降 25.98%，是今年首现负增长。

产品、原料价格双降，企业四季度盈利将达低点

需求不振导致产品市场低迷，减产降低原料采购亦使原料市场疲软。虽然产品、原料价格双降，但由于企业较高的原料库存，四季度基本还在消化高价位原料，无法受惠原料市场价格下跌，在产品价格下行及原料成本高位的挤压下，预计四季度毛利水平将进一步下降，利润负增长。再加上对存货计提减值，预计四季度盈利将达低点。

■ 投资建议:

评级: 未来十二个月内，中性。

由于宏观经济周期步入下行，下游需求急速萎缩，供求失衡导致行业景气快速下滑，产销率下降，库存增加，产能利用率下降，盈利能力下滑。目前造纸板块的估值水平处于历史低位，我们维持对行业“未来十二个月内，中性”的评级。可关注现金流较为健康、资产周转效率高的龙头企业。

■ 数据预测与估值:

重点上市公司业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			07A	08E	09E	07A	08E	09E		
太阳纸业	002078	7.24	0.76	0.78	0.80	9.53	9.28	9.05	1.35	跑赢大市
晨鸣纸业	000488	5.40	0.47	0.73	0.62	11.51	7.40	8.71	0.89	跑赢大市
博汇纸业	600966	5.05	0.39	0.62	0.53	12.88	8.15	9.53	1.02	大市同步
华泰股份	600308	6.68	0.90	0.82	0.84	7.38	8.15	7.95	0.98	大市同步

资料来源: 上海证券研究所整理; 股价数据为 2008 年 12 月 26 日收盘价

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

一、近期行业运行态势分析

1、行业盈利能力下降，利润 9-11 月负增长

08 年 1-11 月造纸业实现销售收入为 3970.04 亿元，同比增长 19.98%；实现利润总额 228.22 亿元，同比增长 16.81%。行业收入与利润增速较上年同期的 24.16%及 40.99%均有下降，特别是利润增幅下降显著。受经济大环境影响，需求萎缩，下半年行业景气快速下行，企业减产降价，9-11 月行业实现销售收入 1076.97 亿元，同比增长 3.82%，环比下降 5.51%，实现利润 48.89 亿元，同比下降 29.85%，环比下降 34.16%。同时行业盈利能力亦呈现下滑态势，9-11 月行业毛利水平为 11.25%，较上年同期的 15.12%减少 3.87 个百分点，亦较 5-8 月的 12.43%有下降；行业利润率为 4.54%，较上年同期的 6.72%及今年 5-8 月的 6.52%都有明显下滑。受下半年盈利水平大幅下降影响，08 年 1-11 月，行业毛利水平 12.48%，是 2000 年以来的低点，利润率为 5.75%，基本与去年持平。

图 1 造纸业年度收入、利润增长图（2000-2008）

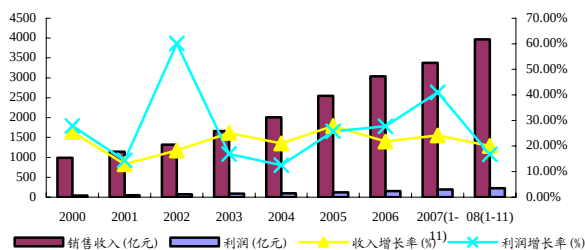
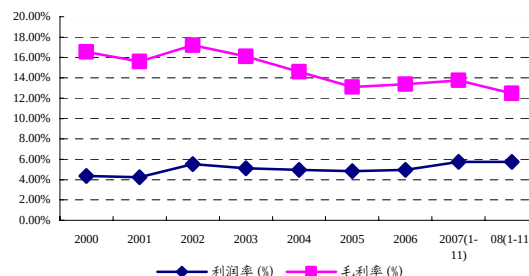


图 2 造纸业年度盈利能力指标图（2000-2008）



数据来源：上海证券研究所整理

数据来源：上海证券研究所整理

图 3 造纸业季度收入、利润增长图（2004-2008）

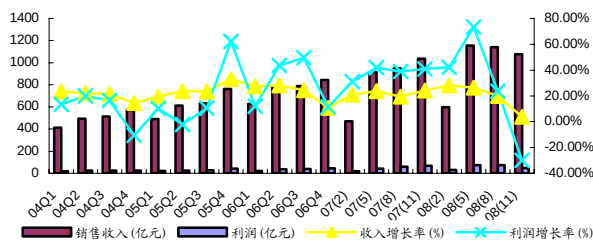
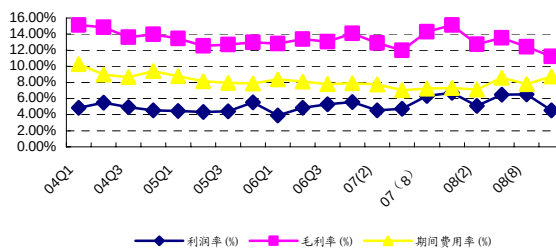


图 4 造纸业季度盈利能力指标图（2004-2008）



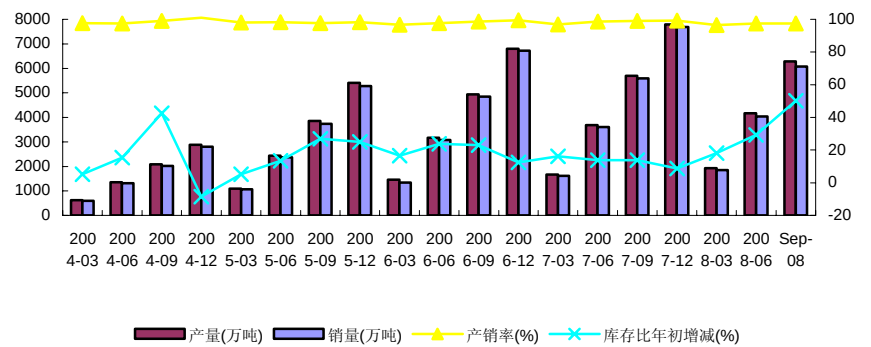
数据来源：上海证券研究所整理

数据来源：上海证券研究所整理

2、行业月产量连续三月同比下降

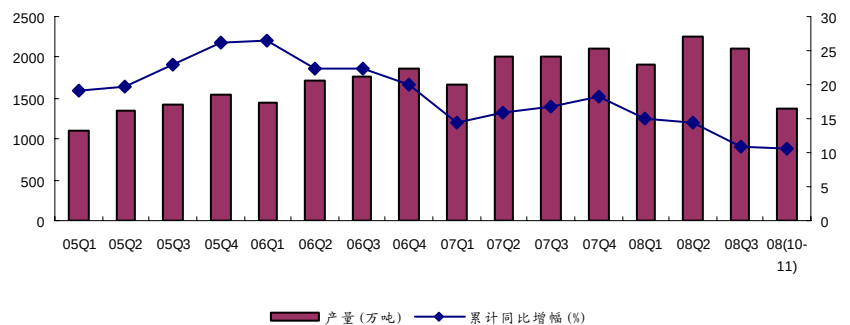
由于经济下滑需求下降，纸业的产销率下降，今年前三季度产销率为 97.5%，较上年同期下降 1.5 个百分点。产销率的下降带来库存的显著增加，今年前三季度库存较年初增长达 50.1%。面对需求下降、行业的高库存压力，纸企以减产应对，行业产量同比出现下滑。08 年 11 月单月全国规模以上造纸企业机制纸及纸板产量为 686.59 万吨，同比下降 1.90%，这已是连续第三个月行业产量负增长。今年 1-11 月全国规模以上造纸企业机制纸及纸板累计产量为 7689.98 万吨，同比增长 10.6%，增幅较上年同期的 15.4%有回落。

图 5 纸及纸板产销及库存图



数据来源：上海证券研究所整理

图 6 纸及纸板产量图

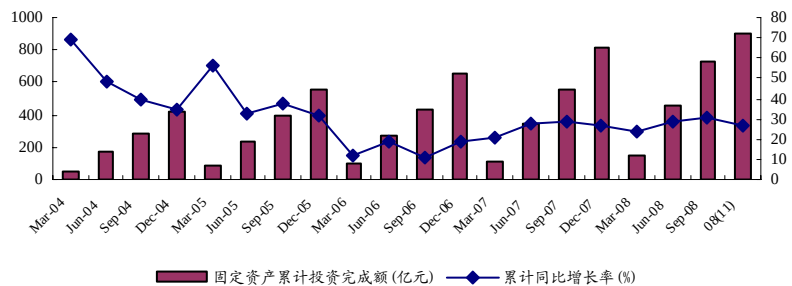


数据来源：上海证券研究所整理

3、固定资产投资增速略有回落

2008 年 1-11 月造纸行业固定资产投资累计完成额 907.11 亿元，同比增长 26.6%，较前三季度的 30.5%略有回落。行业景气下行使投资增速略有放缓，基本与 07 年 26.5%的水平相当，但远高于 2006 年 18.4%的水平，行业内固定投资转化为产能需 15-18 个月的时间，07、08 年较高的固定资产投资水平预示行业未来面临较大的产能压力。

图 7 造纸行业固定资产投资完成额增长图



数据来源: WIND

4、纸及纸板出口跌幅较大，原料进口首现下降

2008 年 11 月，我国纸及纸板出口量为 24 万吨，同比下降 40%。1-11 月累计出口 337 万吨，同比下降 11.20%；累计出口金额为 30.56 亿美元，同比增幅为 7.3%。2008 年 11 月，我国纸及纸板进口量为 24 万吨，较上年同期下降 20%，1-11 月累计进口量为 329 万吨，同比下降 11.5%，累计进口金额为 32.94 亿美元，同比上升 2.1%。我国纸及纸板出口在经历了 3 年的快速增长后，从 08 年第二季度起呈现下滑态势，月出口量已连续第七个月同比负增长，并且自二季度起出现净进口。外部需求的萎缩进一步增加了国内市场的压力。

在纤维原料方面，2008 年 1-11 月我国纸浆累计进口量为 883 万吨，较去年增长 12.8%，累计进口金额为 63.4 亿美元，同比增长 24.4%。但 11 月单月纸浆进口量为 57 万吨，同比下降 25.98%，今年以来首次出现纸浆进口量负增长，这也反映了由于纸厂减产对原料需求的急剧下降。

图 8 纸及纸板出口情况图

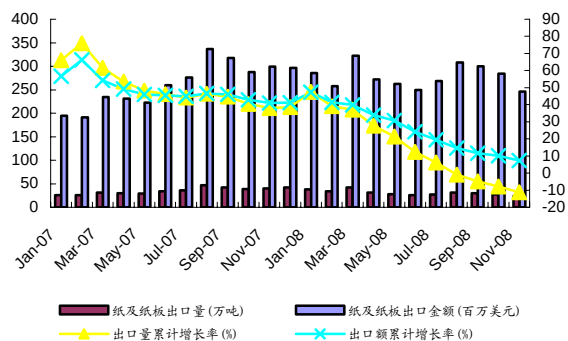
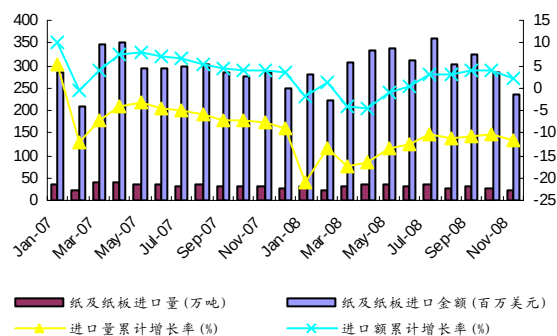


图 9 纸及纸板进口情况图



数据来源：上海证券研究所整理

数据来源：上海证券研究所整理

图 10 纸及纸板进出口对比图

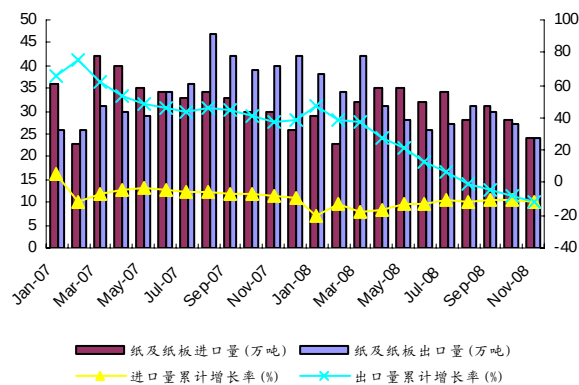
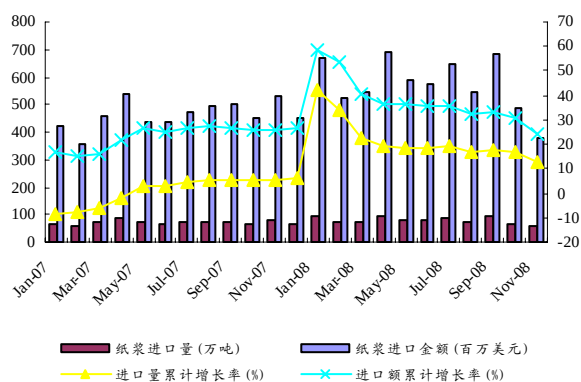


图 11 纸浆进口图



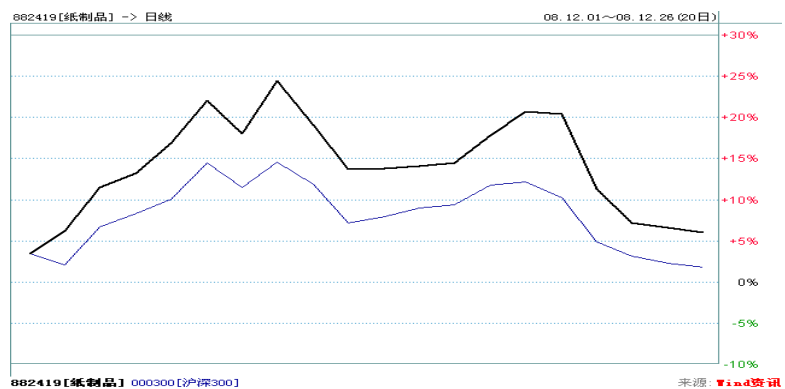
数据来源：上海证券研究所整理

数据来源：上海证券研究所整理

二、12 月造纸行业股票市场表现

2008 年 12 月，造纸板块市场表现中性，造纸指数上涨 6.02%，同期沪深 300 指数上涨 1.76%。行业内龙头企业太阳纸业、晨鸣纸业等有 7% 以上的升幅。

图 12 2008 年 12 月造纸行业股票价格指数运行表现



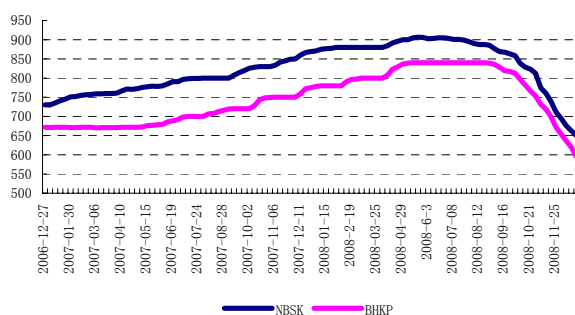
数据来源: WIND

三、行业运行趋势展望

1、原料、产品价格双降格局持续

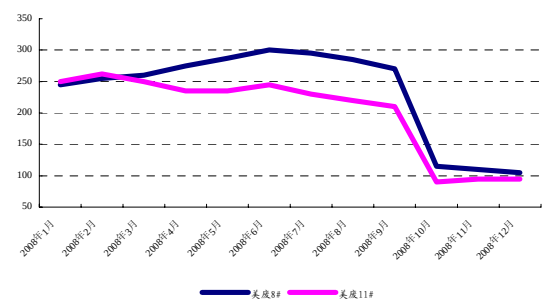
12 月产品市场继续低迷，大部分纸种依旧不景气，销售压力仍较大，但价格波动不大，有企稳态势。纤维原料市场由于纸厂减产采购下降亦呈现低迷。木浆方面，以美元标价的国际浆价继续下行，目前针叶浆在 649.92 美元/吨，阔叶浆为 594.99 美元/吨，较年内高点下跌近 30%。废纸方面在经历悬崖式跳水后走稳，12 月末美废 8#报价 105 美元/吨；美废 11#报价 95 美元/吨。由于全球整体经济疲软，纸张需求量大下降，供求失衡导致价格下降，面对库存压力纸企减产，进而导致对纤维原料需求大幅下降，纤维原料价格走低，又为纸品降价打开空间。在经济走出低迷，下游需求恢复前，原料与产品价格双降格局将持续。

图 13 国际市场浆价图（美元）



数据来源: 上海证券研究所

图 14 废纸价格图（美元）



数据来源: 上海证券研究所

2、原料、产品库存双高将使企业四季度盈利达低点

行业产品库存第三季末较年初增长达 50%，产成品库存压力导致纸企降价减产，预计四季度销售收入将下降。同时由于纸企存货中较高的原材料库存，四季度纸企主要还是在消化高价位采购的原材料，无法受惠于原料市场价格的下降，在产品价格下行与原料成本高位的挤压下，预计毛利水平将进一步下降，利润负增长。再加上对存货计提减值，预计四季度盈利将达低点。09 年一季度，在高价位原材料消化完后，企业成本将降低，预计毛利水平会有所回升。

四、行业评级、策略

1、维持“中性”评级

由于宏观经济周期步入下行，下游需求急速萎缩，供求失衡导致行业景气快速下滑，产销率下降，库存增加，产能利用率下降，盈利能力下滑。目前造纸板块的估值水平处于历史低位，我们维持对行业“未来十二个月内，中性”的评级。

2、关注资产周转效率高的龙头企业

行业景气下行，企业盈利能力受到极大冲击，9-11 月利润自 05 年二季度以来首现负增长。行业入冬，可关注现金流量较为健康，资产周转效率较高的龙头企业。

表 1 造纸上市公司估值比较

代码	简称	价格	EPS				PE		PB
		(12-26)	07A	08E	09E	07(X)	08(X)	09(X)	
002078.SZ	太阳纸业	7.24	0.76	1.00	1.18	9.53	7.27	6.15	1.35
000488.SZ	晨鸣纸业	5.40	0.47	0.79	0.80	11.51	6.87	6.74	0.89
600966.SH	博汇纸业	5.05	0.39	0.69	0.71	12.88	7.32	7.14	1.02
600308.SH	华泰股份	6.68	0.90	1.00	1.15	7.38	6.68	5.83	0.98
002067.SZ	景兴纸业	3.73	0.21	0.16	0.29	17.72	24.05	13.05	0.76
600963.SH	岳阳纸业	5.40	0.18	0.37	0.57	30.66	14.43	9.47	1.18
000815.SZ	美利纸业	5.70	0.40	0.55	0.65	14.12	10.37	8.72	0.96
600069.SH	银鸽投资	3.62	0.40	0.39	0.48	9.10	9.40	7.47	1.17
600567.SH	山鹰纸业	2.90	0.14	0.20	0.24	20.86	14.70	12.34	0.93
002235.SZ	安妮股份	9.40	0.45	0.57	0.72	20.81	16.45	13.14	2.16
国内平均						15.46	11.75	9.00	1.14
2689.HK	玖龙纸业	2.29	0.47	0.35	0.38	4.87	6.54	6.03	0.66
2314.HK	理文造纸	3.71	1.27	0.81	0.87	2.92	4.58	4.26	0.47
2002.HK	阳光纸业	1.04	0.71	0.38	0.47	1.46	2.74	2.21	0.31
3868.HK	群星纸业	1.60	0.43	0.36	0.41	3.72	4.44	3.90	0.7
香港平均						3.24	4.58	4.10	0.54

数据来源: WIND、BLOOMBERG

分析师承诺

分析师 齐敏华

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。