

2009 年造纸行业报告

2008 年 11 月 12 日

行业深度报告

毛利率将呈“V 型”走势

盈利有望 2010 年企稳

核心观点:

- **全球纸业链正在寻找新的均衡。**

中国纸业需求自今年三季度以来的下滑导致全球造纸产业链出现失衡。目前，产业链上下游都在痛苦地经历着降价—限产—消化库存的调整过程。确定企业盈利变化的路径，对于我们把握行业投资机会至关重要。

- **再平衡过程中，毛利率将呈“V 型”走势。**

市场调整过程中，毛利率将先降后升。我们估计最低点相对于 08 年中期的低点，行业毛利率最多将下滑 3-5 个百分点。在恢复平衡后，由于产能利用率下降，企业盈利能力仍将弱于失衡前。产品价格区间有望下移 5-10%，毛利率也将低于失衡前的高水平。

- **盈利在 2009 年下滑，最迟 2010 年企稳。**

价格、销量和毛利率的不利变化将导致 09 年企业盈利下滑，我们覆盖的部分重点公司盈利将出现 5-20% 的负增长。最悲观的情况将在 09 年前两个季度出现，但是最迟有望 2010 年企稳回升。

- **行业估值水平具较高安全边际，维持谨慎推荐。**

纵向比较，造纸行业整体 PE 和 PB 均处于历史最低水平。横向的跨市场比较也显示，A 股造纸公司的 ROE 对其 PB 构成有力支撑，维持“谨慎推荐”评级。

- **重点公司投资建议。**

对于 A-H 投资者，我们建议买入更具吸引力的 H 股造纸公司。对 A 股投资者，我们谨慎推荐太阳纸业、晨鸣纸业、华泰股份、博汇纸业和银鸽投资。

重点公司

股票名称	股票代码	评级	股价(元) (08.11.05)	合理价值 (元)	PE (X)			08-10EPS CAGR	ROE2008
					2008	2009	2010		
晨鸣纸业	000488.sz	谨慎推荐	4.78	6.51-7.23	6.5	7.8	7.3	11.84%	14.07%
太阳纸业	002078.sz	谨慎推荐	6.28	8.47-9.89	6.3	5.8	5.6	14.04%	18.98%
华泰股份	600308.sh	谨慎推荐	5.94	6.85-8.38	6.3	6.2	5.8	4.28%	12.91%
博汇纸业	600966.sh	谨慎推荐	4.15	4.97-6.08	6.2	7.7	6.9	15.08%	15.45%
银鸽投资	600069.sh	谨慎推荐	3.11	4.76-5.23	9.8	6.7	5.8	10.58%	9.47%

资料来源：中国银河证券研究所

谨慎推荐 维持评级

分析师

叶云燕

✉: yeyunyan@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8028

相关研究

1. 《景气处上升通道 估值具国际优势——2008 年造纸业投资报告》，2008.01.01
2. 《景气强弱有别产品涨价势头趋缓——2008 年下半年造纸业投资报告》2008.06.20
3. 《太阳纸业（002078）：产业一体化、产品高端化、管理高效化、分享高成长》，2008.07.18
4. 《需求减弱，行业景气提前下行——造纸业动态报告》，2008.10.08

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

行业目前正在经历经济下调带来的预期调整阶段。行业在下列因素影响下,正在步入新的均衡:(1)经济减速导致下游需求降低;(2)厂商为应对需求下滑主动地缩减或推迟资本开支计划,新纸机投产压力将缓解;(3)国际商品浆市场产能利用率进一步下滑,导致商品浆的供求更加宽松;(4)美元汇率的反弹,促进浆价回落。

在 09 年 GDP 增长 8.6% 的假定前提下,我们预计国内造纸业的需求增速将放缓:(1) 09 年行业总体需求增速降至 6.4%;(2) 行业产能利用率下降 2-3 个百分点,促成产品均价下调 10%;(3) 产品毛利率下调 1-3 个百分点;(4) 重点公司盈利平均下降 5-20%。

我们与市场不同的观点:

(1) 与市场分析不同,我们将中国纸业市场与全球商品浆市场相联系,认为 09 年产品毛利率将小幅下滑。

(2) 我们认为 2009 年主要产品产能扩张将低于市场预期。

行业估值与投资建议:

我们用整体法测算的行业 PE 和 PB 均创历史最低水平,体现行业具有较高的投资安全边际。我们认为在进行历史估值比较时,应该考虑行业和公司不同发展阶段的风险承受能力。A 股造纸公司经过近几年的快速成长已经有了质的提升,其抵抗风险的能力和与国外同行竞争的能力都大大提高。因此,处于历史最低的估值水平更加体现了行业投资的高安全边际。

横向的跨市场比较也显示,A 股纸业公司估值水平已获得其 ROE 的支撑。我们的 REP 模型表明,A 股公司合理 PB 在 0.9x-1.2x 之间。我们维持对行业“谨慎推荐”的评级。

行业表现的催化剂:

(1) 产品价格止住跌势,并重新走强,这将向我们传递产品市场库存消化结束,供求新平衡点确立的信息。

(2) 大型新建项目推迟或取消的信息得到确定,将减轻我们对行业产能过剩的担忧,使供求预期得以改善。

(3) 美元汇率进一步走强,将有利于国际造纸纤维价格的回落,利于国内造纸厂商降低成本。

主要风险因素:

我们的分析面临的下行风险包括:(1)经济增速低于我们设定的水平;(2)部分产品出口需求下滑更大幅度;(3)新增产能建设大超预期。

面临的上行风险包括:(1)需求减速小于预期;(2)产能扩张进度放慢或取消。

目 录

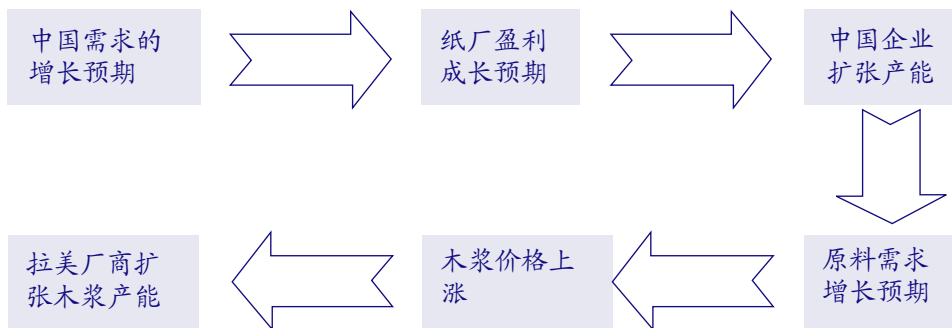
一、全球造纸产业链再平衡.....	1
(一) 中国需求引领全球造纸产业链发展.....	1
(二) 08 年三季度开始的需求减速造成产业链失衡.....	1
(三) 把握盈利变化路径至关重要.....	2
二、需求将收缩到何种程度?	3
(一) 09-10 年国内纸业需求增速下调 2-4 点.....	3
(二) 各纸种内需影响程度不一.....	4
(三) 外需减缓, 增加国内市场压力.....	6
三、纸厂对需求收缩的理性反应将缓解供给压力.....	8
(一) 大举的产能扩张计划, 市场不堪之重.....	8
(二) 厂商放缓扩张步伐, 减小供给过剩压力.....	8
四、产能利用率下行, 产品价格区间将下移 5%-10%.....	10
(一) 行业产能利用率下降.....	10
(二) 预计产品价格区间下移 5%-10%.....	12
五、国际原料市场趋于宽松, 降低国内纸业成本.....	13
(一) 浆价底部滞后库存峰值 3-5 个月.....	13
(二) 纸厂限产, 促废纸价格回归.....	15
六、价格与成本双降, 毛利率如何演变?	16
(一) 调整的前期毛利率下降.....	16
(二) 调整晚期毛利率回升.....	17
(三) 产业链恢复平衡后, 毛利率将恢复稳定.....	17
七、盈利下滑, 但估值水平已处谷底.....	18
(一) 盈利在 2009 年下滑, 2010 有望企稳.....	18
(二) 行业估值已具安全边际, 维持谨慎推荐评级.....	19
(三) 重点公司盈利与评级.....	21
八、行业表现的催化剂.....	22
九、风险因素.....	22
(一) 下行风险.....	22
(二) 上行风险.....	22
十、主要关注公司.....	23
(一) 晨鸣纸业 (000488): 拥有规模、产业链和布局优势的纸业航母 (谨慎推荐)	23
(二) 太阳纸业 (002078): 高效率贡献高 ROE, 高 ROE 贡献 PB 溢价 (谨慎推荐)	27
(三) 华泰股份 (600308): 新闻纸行业景气筑底, 公司将受益 (谨慎推荐)	31
(四) 博汇纸业 (600966): 巩固烟卡份额, 有助于抵抗行业景气下滑的影响 (谨慎推荐)	35
插图目录.....	39
表格目录.....	40

一、全球造纸产业链再平衡

（一）中国需求引领全球造纸产业链发展

在近 10 年来欧美日等发达国家纸业消费基近停滞的背景下，中国纸业的强劲增长维系了全球造纸产业链条各环节的发展（中国需求在全纸业中的地位参见图 3-图 6）。特别是近 5 年，中国经济处于上升周期，纸业需求持续旺盛，强化了造纸企业的盈利增长预期并加大对纸机的投资，进一步又强化了国际市场对木浆需求持续增长的预期并加大浆厂的投资，其运行机制如图 1 所示。

图 1：中国需求拉动全球造纸产业链的发展

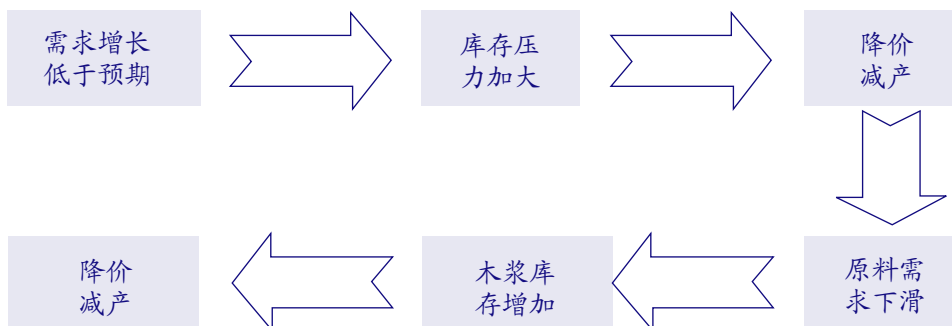


资料来源：中国银河证券研究所

（二）08 年三季度开始的需求减速造成产业链失衡

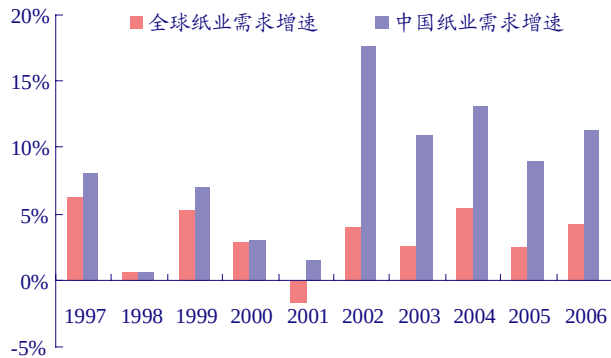
然而，08 年三季度以来，经济增长下滑对纸业需求的负面冲击使各方原本的增长预期转向，整个产业链产生失衡。经销商、造纸厂、商品浆供应商不得不面临库存压力，导致纸价和原材料价格（包括浆价和废纸价格）大幅下跌。产业链各环节正在调整预期，通过限产、消化存货来寻找新的均衡位置。

图 2：需求减速导致产业链失衡



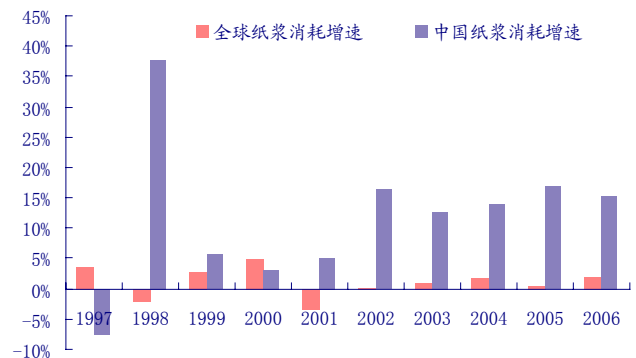
资料来源：中国银河证券研究所

图 3：中国纸张需求增速显著高于全球整体水平



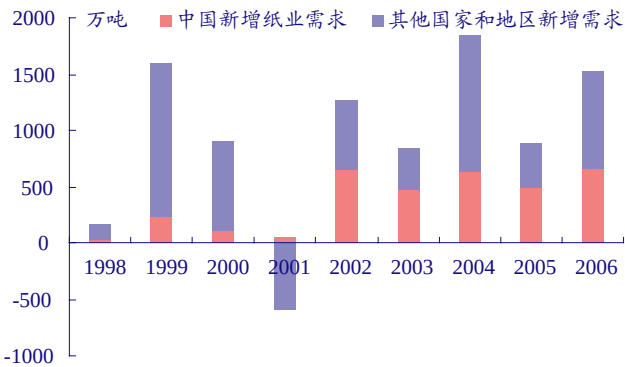
资料来源：中国银河证券研究所

图 4：中国纸浆消费增速远高于全球



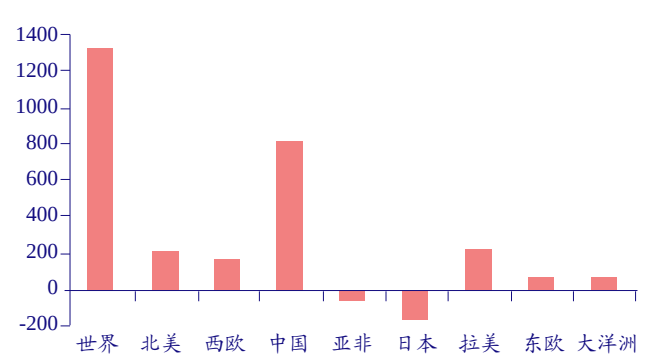
资料来源：中国银河证券研究所

图 5：中国纸张新增需求占全球比重超三成



资料来源：中国银河证券研究所

图 6：中国纸浆消耗的增量占全球比重超过一半（千吨）



资料来源：中国银河证券研究所

（三）把握盈利变化路径至关重要

在失衡与再平衡过程中，行业与公司的盈利如何变化对投资至关重要。具体而言，需要解决的问题包括：（1）调整过程将要持续多长时间？（2）调整过程中和调整完成后，毛利率将如何变化？（3）受行业背景的影响，公司盈利将会如何变化？

我们的报告着力解决了后两个问题。而第一个问题，我们只能通过持续的跟踪来做出判断。

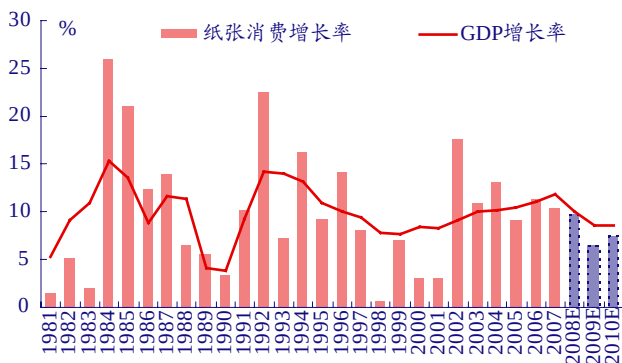
二、需求将收缩到何种程度？

（一）09-10 年国内纸业需求增速下调 2-4 点

基于明年的经济环境，我们下调了对纸张需求的预测。我们估计 08 年纸张消费约 7998 万吨，增长 9.72%，其中奥运带来约 1%的增量需求。预计 09 年增长 6.4%至 8510 万吨，2010 年增长 7.5%至 9148 万吨（图 7、图 8）。我们的分析基础如下：

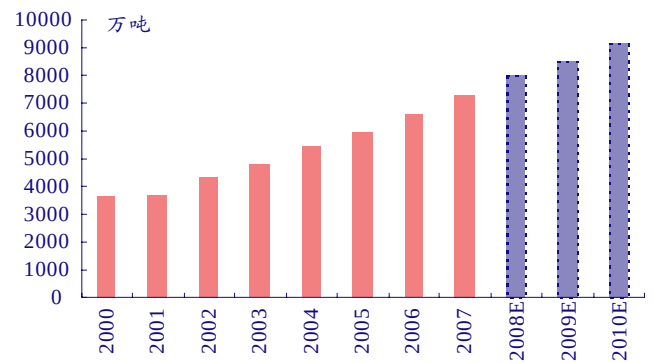
- 纸业需求与 GDP 具有显著且稳定的正相关关系。1990-2007 年的数据显示，纸业需求与 GDP 相关系数达 0.997。我们认为，这种既有的统计关系在可预见的年份将得到保持。
- 历史数据显示，在剔出异常值后，纸业需求对 GDP 增速的弹性系数的波动区间在 0.5-2 之间，趋势值大约为 1。通常情况下，在经济扩张期高于 1，而在衰退期低于 1（图 9）。因此在 08-10 年经济减速的宏观背景下，需求增长率低于 GDP 增速是完全合理的。
- 银河宏观部预测 08-09 年 GDP 增速分别为 10%和 8.6%，并认为 2010 年将保持与 09 年相当的水平，这构成了我们需求预测的设定基础。

图 7：中国纸张消费增速及预测



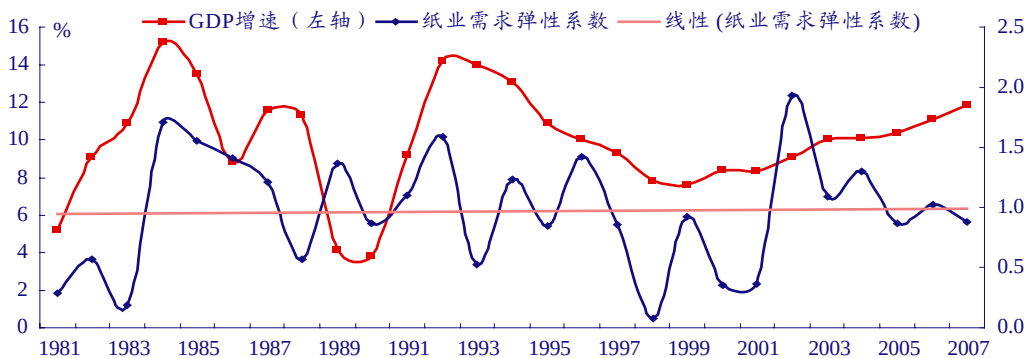
资料来源：国家统计局，造纸年鉴，中国银河证券研究所

图 8：中国纸张消费量及预测



资料来源：造纸协会，中国银河证券研究所

图 9：纸业需求对 GDP 弹性



资料来源：中国银河证券研究所

（二）各纸种内需影响程度不一

由于经济减速，各纸种的需求都将受到拖累而放慢增长（表 1）。由于运用领域的不同，各类产品下滑的程度将会有很大的差异。与工业品产量及出口相关程度更密切的包装用纸需求的下滑幅度将远高于与消费更为密切的文化用纸。

1、箱板原纸：饱受出口减速之痛

- 箱板纸由于其良好的包装性能，主要用于各类产品的运输包装。07 年底开始，出口的萎缩导致服装、鞋、帽、玩具等行业景气持续下滑（图 10），造成工业包装用纸需求明显下滑。

- 中国出口下滑的态势短期难于扭转，我们对箱板原纸 09-10 年的需求增长仍持悲观预期。

2、涂布白板纸：商品出口增速下滑拖累需求

- 涂布白板纸主要用于消费包装，运用领域包括烟草、医药、食品、化妆品等行业。其中白板纸运用于外包装，而白卡纸主用于精美小包装。

- 白板纸的需求商品出口增速的明显下降，导致白板纸需求大幅下滑。08 年下半年以来，有“白板纸基地”美称的浙江富阳市大面积的限产，充分证明了白板纸需求的萎靡之势。

- 尽管食品和化妆品等消费领域的下滑将降低白卡需求，但是烟草和医药消费波动率较小，对白卡市场需求的稳定（图 11）。

3、新闻纸：报业广告收入下滑

- 新闻纸需求取决于报刊发行量和印张数。08 年持续上涨的新闻纸价格已经传导至报纸零售和征订价格，对报纸发行量的抑制作用开始显现。经济景气下滑，尤其是房地产和汽车行业的低迷将减少报纸的广告版面，导致报纸印张的减少（图 12）。

- 与铜版纸类似，08 奥运需求造成的高基数将会拖累 09 年的增长率。

4、铜版纸：“奥运需求”的翘尾因素将拖累 09 年增速

- 铜版纸主要用于精美杂志、封面、插页、产品说明书和商品广告。杂志和书刊的消费受经济波动影响较小。产品说明书和广告的需求对经济波动更加敏感，这部分消费的下滑将拖累铜版纸整体需求。

- 奥运需求的刺激，08 年铜版纸的消费增长明显，抬高了 09 年增长的基数，从而影响 09 年增长率。

5、文化纸：需求波动最小

- 文化纸主要需求领域为教育出版业的书刊、杂志和办公用纸等方面。造纸协会的统计口径主要是未涂布印刷书写纸。

- 目前全国书刊的用纸量保持平稳，文化纸需求将获得刚性支撑（图 13）。各类机构在经济下滑背景下压缩办公费用的倾向将影响办公用纸的需求量。然而总体上，该产品所受的影响将是最小的。

表 1: 主要纸品需求量及预测 (万吨)

产品	新闻纸		未涂布印刷书写纸		铜版纸		涂布白板纸		箱纸板		瓦楞原纸	
	需求量	增长	需求量	增长	需求量	增长	需求量	增长	需求量	增长	需求量	增长
2000	165		858				286		511		669	
2001	186	12.7%	865	0.8%	195		338	18.2%	545	6.7%	715	6.9%
2002	204	9.7%	937	8.3%	203	4.1%	504	49.1%	725	33.0%	730	2.1%
2003	241	18.1%	973	3.8%	227	11.8%	603	19.6%	796	9.8%	802	9.9%
2004	310	28.6%	1045	7.4%	274	20.7%	731	21.2%	956	20.1%	921	14.8%
2005	331	6.8%	1079	3.3%	289	5.5%	827	13.1%	1115	16.6%	1035	12.4%
2006	344	3.9%	1211	12.2%	332	14.9%	931	12.6%	1250	12.1%	1193	15.3%
2007	393	14.2%	1332	10.0%	367	10.5%	1012	8.7%	1438	15.0%	1354	13.5%
2008E	426	8.4%	1450	8.9%	411	12.0%	1053	4.0%	1493	3.9%	1423	5.1%
2009E	438	2.8%	1559	7.5%	437	6.4%	1122	6.6%	1580	5.8%	1489	4.6%
2010E	459	5.0%	1648	5.8%	471	7.8%	1191	6.2%	1667	5.5%	1586	6.5%

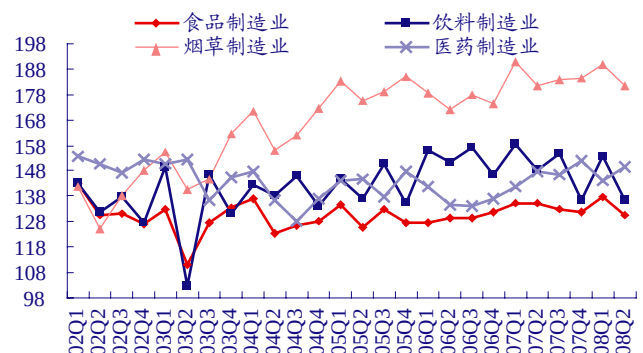
资料来源: 造纸协会, 中国银河证券研究所

图 10: 纺织服装、鞋、帽业景气指数连续 4 季度下滑



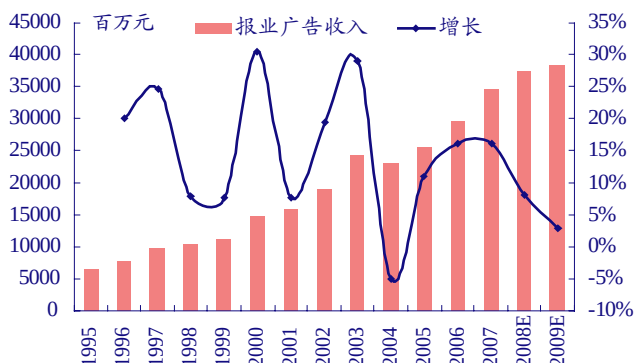
资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

图 11: 白卡下游行业景气指数稳定



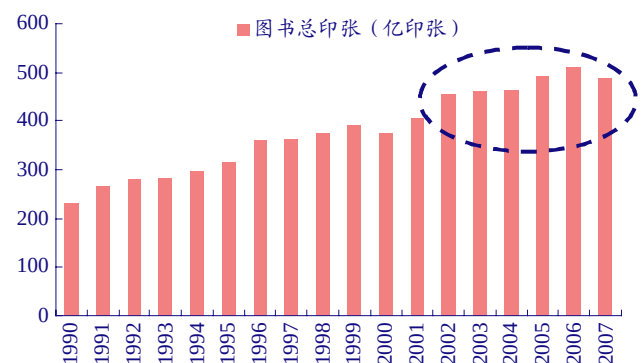
资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

图 12: 报业广告收入增速下滑



资料来源: 中国银河证券研究所

图 13: 图书总印张数趋于稳定



资料来源: 中国银河证券研究所

(三) 外需减缓，增加国内市场压力

外部需求的减少将通过三个渠道来影响造纸业：一是纸及纸板的直接出口的下降；二是纸制品出口的下降；三是下游行业出口下滑对包装、印刷品等纸品需求造成负面影响，我们在内需讨论中已分析过此类影响。

1、直接出口绝对值下降

中国造纸业自 07 年开始有净出口（图 14），大多数产品基本都是净进口或进出平衡，仅铜版纸和新闻纸有显著净出口。我们预计这两种产品的出口都将下降：

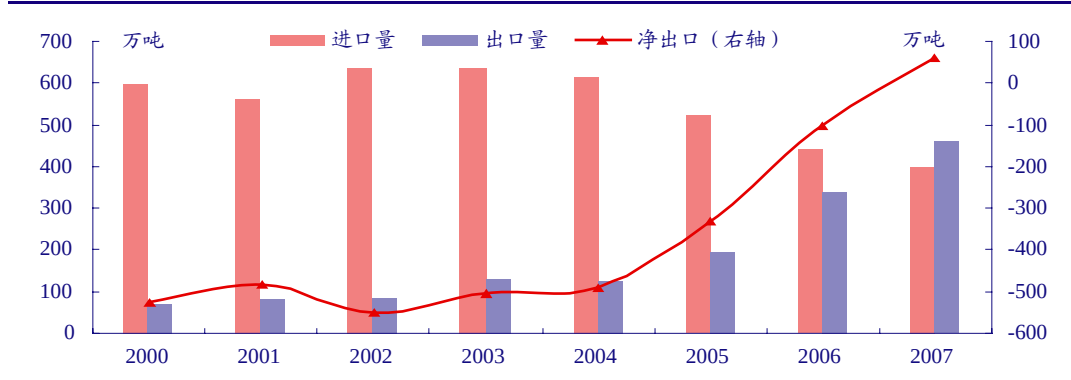
● **新闻纸出口不具价格优势。**我们预计 08 年新闻纸净出口将下降约 35%至 37 万吨。实际上，08 年 1-8 月份新闻纸出口同比降幅已达到 37%（图 15、16），主要系国际市场价格低于国内价格所致。由于国际能源和原材料价格的下跌，国外新闻纸成本将显著下降，因此新闻纸价“内高外低”的局面在 09 年仍会维系，我们预计净出口将在 08 年基础上进一步下降至 30 万吨。

● **铜版纸外需萎缩。**尽管 2008 年 1-5 月份，中国铜版纸的净出口保持了高增长的态势，而 6 月份后，净出口同比增速显著下滑，反映了海外需求走弱的态势。而前 5 个月的高增长也是由美国反倾销、反补贴调查所导致的 07 年低基数所致。基于目前的形势和趋势，我们预计 08 年铜版纸的净出口约 50 万吨，比 07 年减少 3 万吨。我们预计 09 年铜版纸净出口下降 40%，至 30 万吨，10 年维持这一水平（图 17、18）。

2、纸制品出口增速下滑

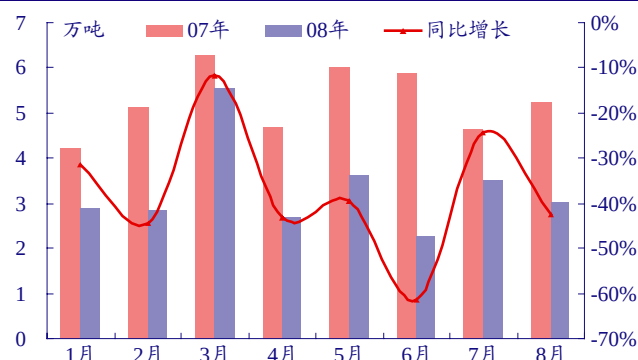
受人民币升值的累积效应影响，纸制品出口增速进一步下滑，将向上游传导，减弱纸业的需求（图 19、20）。

图 14：中国纸及纸板进出口走势



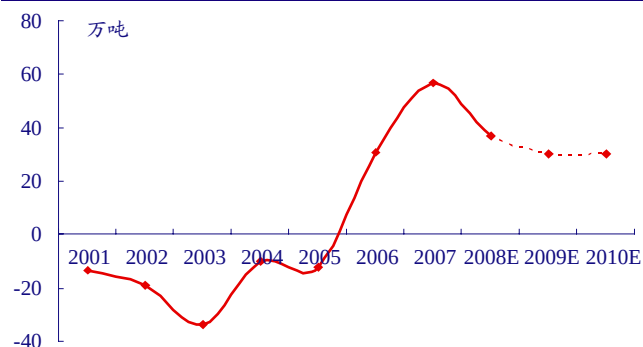
资料来源：造纸协会，中国银河证券研究所

图 15: 08 年新闻纸出口同比显著下降



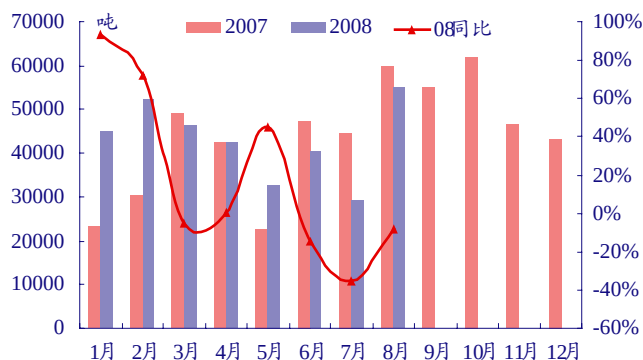
资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

图 16: 我们预测 09-10 年新闻纸净出口小幅下降



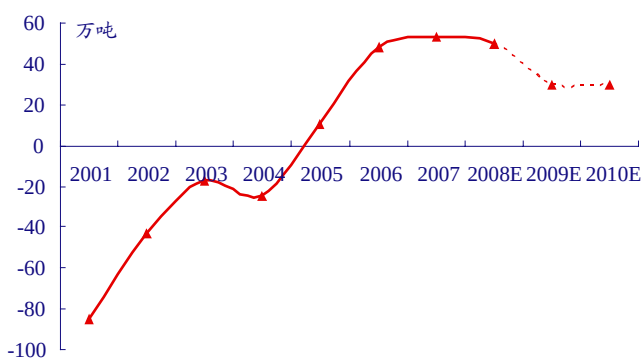
资料来源: 造纸协会, 中国银河证券研究所

图 17: 08 年铜版纸单月出口同比增速趋于下滑



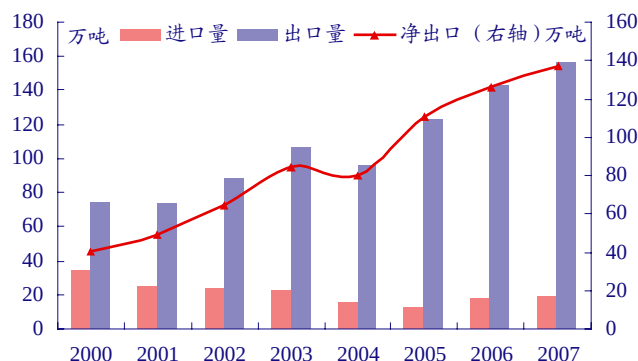
资料来源: 中国银河证券研究所

图 18: 我们预测 08-10 年铜版纸净出口量将下滑



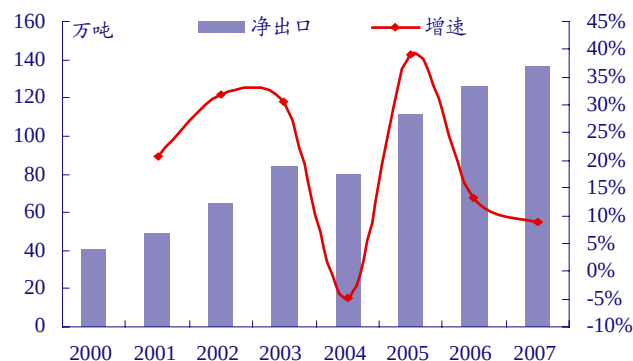
资料来源: 中国银河证券研究所

图 19: 纸制品进出口走势



资料来源: 造纸协会, 中国银河证券研究所

图 20: 纸制品净出口增速大幅放缓



资料来源: 造纸协会, 中国银河证券研究所

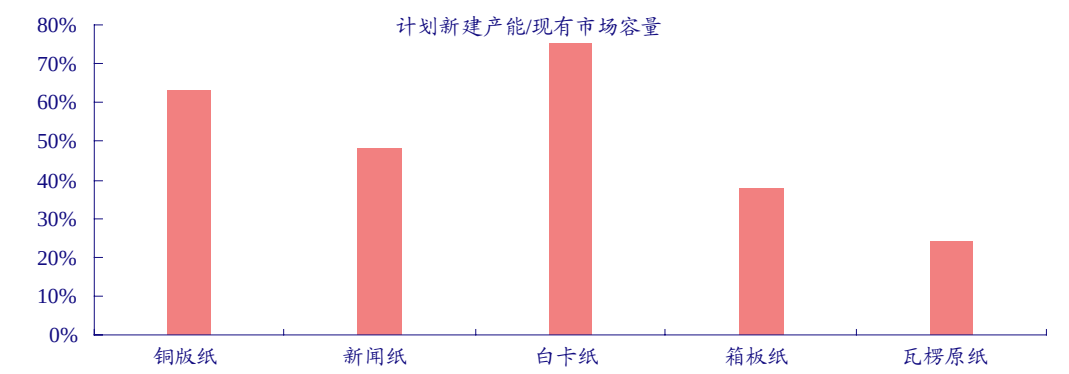
三、纸厂对需求收缩的理性反应将缓解供给压力

（一）大举的产能扩张计划，市场不堪之重

鉴于对中国纸业需求的乐观预期，各公司纷纷制订了雄心勃勃的扩张计划，使得未来 2-3 年几乎每个纸种都面临巨大的供给压力。08 年后，已列入扩张计划新闻纸规模达 124 万吨，占国内现有市场容量的 30%，铜版纸计划扩张规模 260 万吨，占现有市场容量的 60% 之巨，其他产品也面临同样的问题（参见图 21）。

各厂商大举扩张的计划，使市场对未来形成了供大于求的强烈预期，我们不得不随时盯住新建新纸机情况，并对公司盈利前景和投资价值的产生极大的负面影响。事实上，08 年下半年纸业股价跑输大势，很大程度上反应了市场对产能扩张的悲观预期。

图 21：计划新建产能/当前市场容量之比大多超过三成



资料来源：中国银河证券研究所

（二）厂商放缓扩张步伐，减小供给过剩压力

近期我们关注到，一些好消息在改善我们对未来产能投放的预期。一些厂商已决定推迟项目进度，甚至有些厂商暂时取消产能扩张计划（表 2 列出了部分产品的计划项目及最新动态）。这种改变由两方面原因促成：

- 当下的需求下滑使厂商改变了其乐观预期，并使他们产能的扩张行为变得更加理性。
- 目前经济和金融背景下，多数企业都面临现金流紧张问题，加之融资环境（银行融资和股票融资）也变得更严峻，企业不得不调整扩张并压缩资本开支规模以缓解资金状况。

企业自觉的压缩资本开支规模、放慢扩张步伐的措施，将使 09-10 年的产能增长低于此前的市场预期水平，大大缓解供给过剩的压力。

表 2: 各产品扩张计划的不完全统计

产品	厂商	地址	规模 (万吨)	计划进度	更新信息
新闻纸	广州造纸	广州	28	在建, 计划 2010 年投产	
	福建南纸	福建南平	18	在建, 计划 2009 年底投产	
	南京华伦	江苏南京	20	筹建阶段	
	河北泛亚	河北赵县	18	工程设计阶段	
	华泰股份	广东新会	120	计划	3 年内看不到开工的可能性
	合计		204		
铜版纸	晨鸣纸业	山东寿光	20	2008 年 8 月投产	
	APP (一期)	海南	80	在建, 计划 2009 年中投产	竣工日期可能往后推迟 3 个月
	APP (二期)	海南	80	规划	未开工
	日本王子 (一期)	江苏南通	40	计划 2011 建成	
	日本王子 (二期)	江苏南通	40	计划 2015 年建成	
	合计		260		
白卡纸	新亚纸业	河南新乡	20	07 年 11 月投产	
	美利纸业	宁夏中卫	30	2008 年一季度投产	
	太阳纸业	山东兖州	40	2008 年 8 月投产	
	APP	广西钦州	60	在建, 计划 2009 年下半年投产	可能延迟
	博汇纸业	山东淄博	35	规划中, 计划 2009 年底投产	将往后推迟
	合计		165		
箱板纸	玖龙纸业	重庆	45	已于 2008 年中期投产	
	玖龙纸业	天津	45	计划 2009 年中期投产	
	玖龙纸业	广东东莞	45	计划 2009 年中期投产	推迟至 2010 年后
	玖龙纸业	江苏太仓	45	计划 2009 年中期投产	推迟至 2011 年后
	金河纸业 (一期)	江苏镇江	40	2008 年 8 月投产	
	金河纸业 (二期)	江苏镇江	60	计划 2010 投产	
	景兴纸业	浙江平湖	40	计划 2009 年投产	推迟, 未开工
	理文造纸	广东东莞	45	计划 2009 年投产	推迟
	其他		200		
	合计		565		
瓦楞原纸	玖龙纸业	重庆	35	已于 2008 年中期投产	
	玖龙纸业	天津	35	计划 2009 年中期投产	
	玖龙纸业	广东东莞	35	计划 2009 年中期投产	推迟至 2010 年后
	玖龙纸业	江苏太仓	35	计划 2009 年中期投产	推迟至 2011 年后
	其他		200		
	合计		340		

资料来源: 中国银河证券研究所

四、产能利用率下行，产品价格区间将下移 5%-10%

(一) 行业产能利用率下降

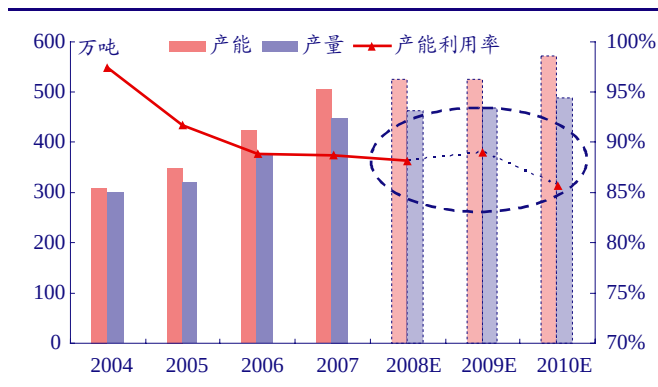
综合前面我们对需求和供给的分析，我们测算多数产品的产能利用率都将下降。

1、新闻纸：物理产能利用率下降，有效产能利用率上升

按物理产能计算的产能利用率仍处低位（图 22）。不剔除关、停、转的纸机，我们统计 08 年新闻纸产能约 525 万吨，09 年有望维持这一规模。福建南纸 18 万吨和广州造纸 28 万吨纸机分别于 2009 年底和 2010 年的投产，将使 2010 年新闻纸产能增加至 571 万吨。

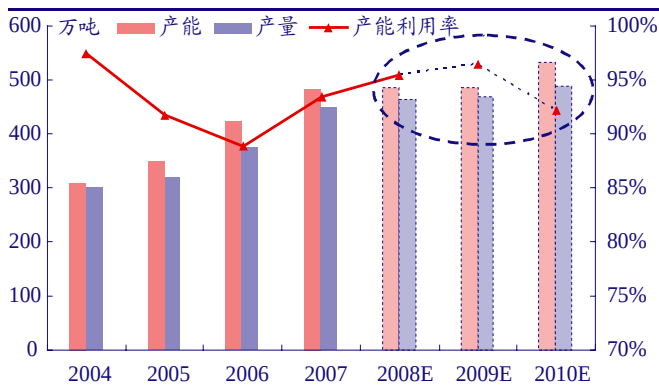
有效产能利用率不降反升，即使是显著下降的 2010 年仍超过 90%（图 23）。但是如果剔除关、停、转的产能约 40 万吨（其中岳阳纸业 27 万吨转产文化纸，其余为我们保守估计数），08-09 年新闻纸有效产能仅有 485 万吨，2010 年仅有 531 万吨。

图 22：新闻纸物理产能利用率仍处低位



资料来源：中国银河证券研究所

图 23：新闻纸有效产能利用率上升



资料来源：中国银河证券研究所

2、铜版纸：出口需求对产能利用率影响明显

我们预计铜版纸产能利用率在 09 年仍将维持高位（图 24）。这一结论是基于我们前面对国内消费量和净出口的预测以及 APP 海南项目推迟投产的预期得出的。但 2010 年随着两个大项目（APP 和王子制纸，参见表 2）的投产，产能利用率将显著下降。

我们测算的数字受出口需求的变化明显。净出口上下浮动 5 万吨，产能利用率将浮动 1 个百分点（表 3）。

3、涂布白板纸：白卡纸受供给冲击，白板纸受需求冲击

涂布白板纸的整体产能利用率在 07-09 年连续下滑，2010 年将略有反弹。但是两大类产品白卡纸和白板纸的影响因素迥异：

- 尽管白卡纸需求不会因经济减速而显著下滑，但是产能的增加仍将使产能利用大幅下降。如表 3 所示，07-08 年，国内新增白卡产能约 90 万吨，国内原有产能不足 250 万吨，增幅超过 30%，而需求年均增速仅约 10%，新增产能需要三年时间才能消化。

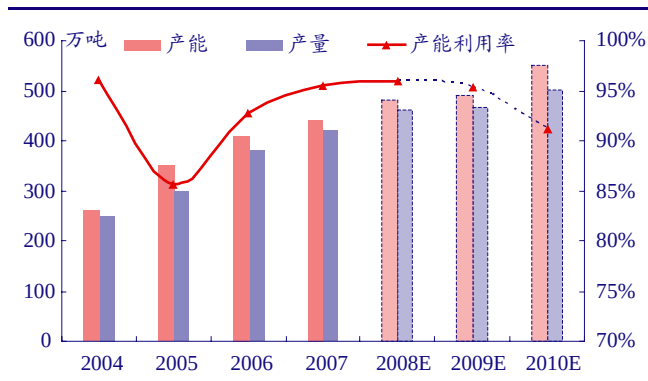
- 白纸板虽然新增产能并不大，但需求的大幅下滑是利用率下降的主因。
- 由于我们没有两个产品的分类数据，所以只能对其加总测算（图 25）

表 3: 铜版纸产能利用率对国内和出口需求的敏感性分析

产能利 用率		国内表观消费量（万吨）								
		420	425	430	435	440	445	450	455	460
出口（万吨）	50	95.92%	96.94%	97.96%	98.98%	100.00%	101.02%	102.04%	103.06%	104.08%
	45	94.90%	95.92%	96.94%	97.96%	98.98%	100.00%	101.02%	102.04%	103.06%
	40	93.88%	94.90%	95.92%	96.94%	97.96%	98.98%	100.00%	101.02%	102.04%
	35	92.86%	93.88%	94.90%	95.92%	96.94%	97.96%	98.98%	100.00%	101.02%
	30	91.84%	92.86%	93.88%	94.90%	95.92%	96.94%	97.96%	98.98%	100.00%
	25	90.82%	91.84%	92.86%	93.88%	94.90%	95.92%	96.94%	97.96%	98.98%
	20	89.80%	90.82%	91.84%	92.86%	93.88%	94.90%	95.92%	96.94%	97.96%
	15	88.78%	89.80%	90.82%	91.84%	92.86%	93.88%	94.90%	95.92%	96.94%
	10	87.76%	88.78%	89.80%	90.82%	91.84%	92.86%	93.88%	94.90%	95.92%

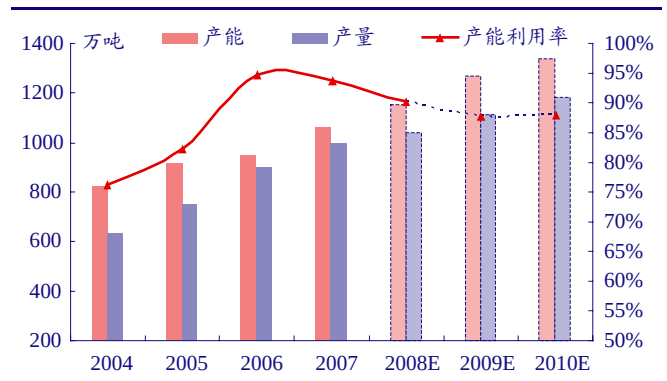
资料来源：中国银河证券研究所

图 24: 铜版纸产能利用率



资料来源：中国银河证券研究所

图 25: 涂布白纸板产能利用率



资料来源：中国银河证券研究所

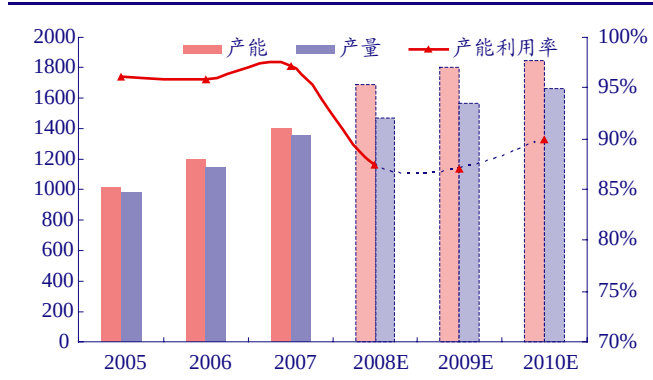
4、箱板原纸：供求双重冲击，走出低谷仍需时日

受供求双向的冲击，箱板原纸的产能利用率保持低迷（图 26、27）：供给面，各大厂商大举的产能扩张在 07-09 年逐步兑现，使得行业新增产能大幅增长（参见表 2）；需求则受国内出口不振的连累，大幅下滑。我们预计，如果没有预期之外的新产能投放，该行业有望在 2010 年复苏。

5、文化纸：境况好于多数产品

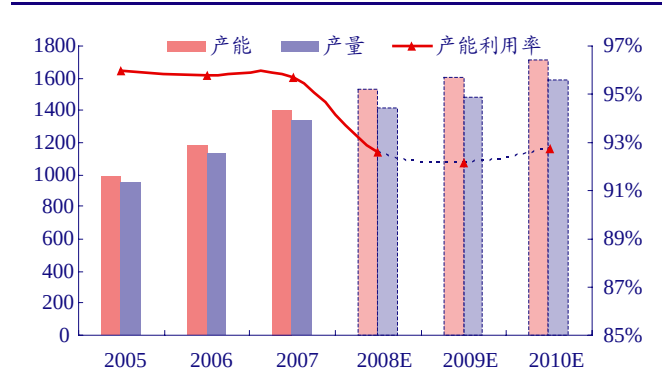
由于文化纸产能的分散，我们至今无法获得计算其产能利用率的基础数据。但是我们相信，文化纸产能利用率情况要好于多数产品：一是其需求相对稳定；二是 09-10 年国内仍将淘汰超过 100 万吨落后产能，其中约 60% 是落后的文化纸产能。

图 26: 箱板纸产能利用率



资料来源: 中国银河证券研究所

图 27: 瓦楞原纸产能利用率



资料来源: 中国银河证券研究所

6、纸品景气排序

根据各纸品供求和产能利用率变化,我们对它们的景气下滑严重程度做了排序,其中“☆”越多者,下滑程度越明显。

表 4: 09-10 年各纸品景气下滑度对比

产品	铜版纸	新闻纸	白卡纸	白纸板	箱板原纸	文化纸
景气下滑度	☆☆☆	☆☆	☆☆☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆☆	☆

资料来源: 中国银河证券研究所

(二) 预计产品价格区间下移 5%-10%

决定价格的关键依然是供求,而供求关系的重要指标是行业的产能利用率。产能利用率下降,显示行业过剩产能增加,从而大大削减纸厂与下游的议价能力。

事实上,08 年三季度以来,主要产品价格经历了大幅下跌。本轮产品价格下跌由以下路径传导:需求不振,库存增加——降价销售——限产——原料需求下降,原料价格下跌——产品价格下跌。

当市场度过这段混乱的时期后,暴跌的价格将逐渐走稳,甚至不排除反弹的可能。但是,在过剩产能的压力下,不存在太大的上涨空间。预计 09-10 年各产品价格区间相比 08 年将下移 5%-10%。产能利用率下滑越多的产品,其价格区间下移幅度将越大。

五、国际原料市场趋于宽松，降低国内纸业成本

（一）浆价底部滞后库存峰值 3-5 个月

在前期报告中，我们认为供求基本面来已基本不支持浆价上涨，而弱势美元和高涨的海运费成为最后的支撑力。进入 08 年四季度后，所有的利好因素都已消失，国际商品浆市场步入调整。

1、全球商品浆产能利用率仍将下跌

08 年 8 月末，全球商品浆库存达到 41 天的历史高位（图 28）。高企的库存水平表明商品浆供求关系日趋恶化，造成了 9 月后国际浆价迅速下跌。随着需求的下滑和产能的增长，商品浆产能利用率在 09-10 年进一步下降，从而推动浆价下跌（图 29、30、31）。

2、汇率因素对浆价的影响已经由多转空

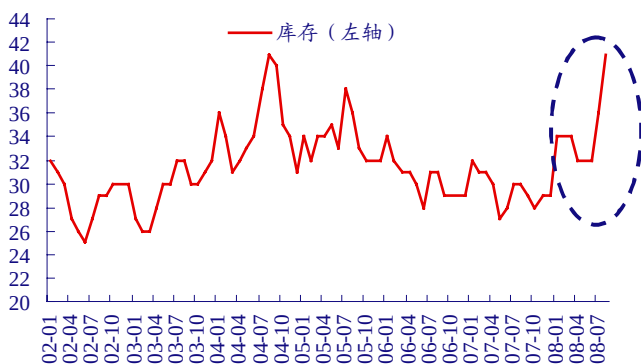
今年 8 月以来，美元步入升值周期，对主要商品浆出口国加拿大、巴西和瑞典等国家的货币累计升值幅度都已超过 20%（图 34），对主要商品浆净进口国的货币也出现显著升值（图 35）。美元升值造成进口国的购买力和需求的下降，使得需求方产生降价要求。另一方面，由于本币贬值，出口国本币标价提升，其美元标价更具降价空间。

3、新的市场均衡点，浆价重心下移约 5-10%

近 2 个月来的 NBSK 和 BHKP 的美元价格出现跳水式下跌，既是基本面供求失衡所致，也是美元升值的结果（图 36）。另外，由于全球海运价格的下降，也使得商品浆运费下滑，促使中国进口降价出现跳水式的行情（图 37）。

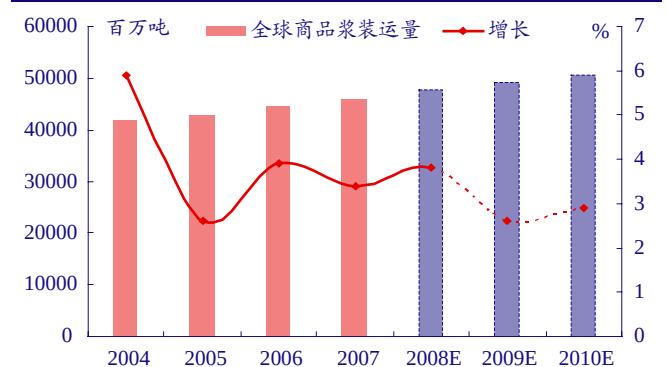
历史走势显示，浆价一般在库存到达峰值后的 3-5 个月见底，表明库存消化时间大约为 3-5 个月。04 年 8 月份全球商品浆库存也曾达到 41 天的峰值，美元计价的浆价在此后的 3 个月里下降了约 15%，而加元浆价下跌了约 20%（图 38、39）。考虑到当时情形是加元相对美元强势，而当前情形是美元相对加元强势。因此，估计此次木浆的美元价格从最高点下跌幅度有望超 20%的水平，目前跌幅已达 15%。价格区间的重心有望下移约 5-10%。

图 28：全球商品浆库存天数急剧上升



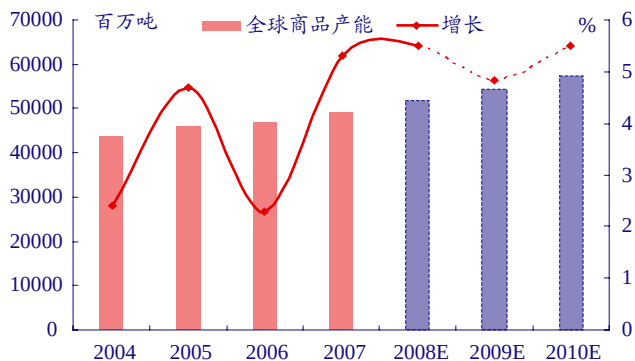
资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究所

图 29：全球商品浆需求增长下滑



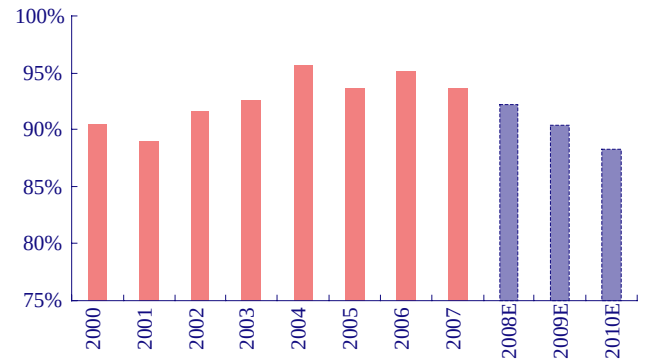
资料来源：RISI，中国银河证券研究所

图 30: 全球商品浆产能有望进一步扩张



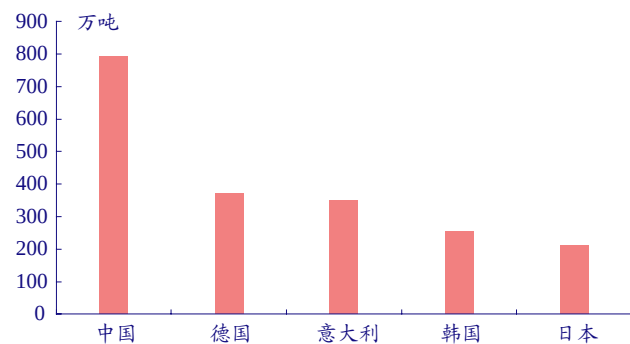
资料来源: RISI, 中国银河证券研究所

图 31: 全球商品浆产能利用率



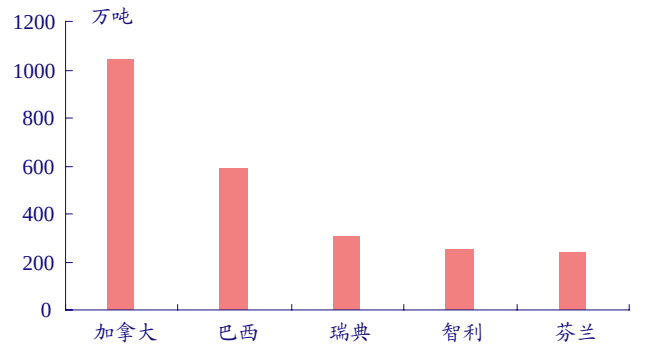
资料来源: RISI, 中国银河证券研究所

图 32: 全球前 5 大商品浆进口国



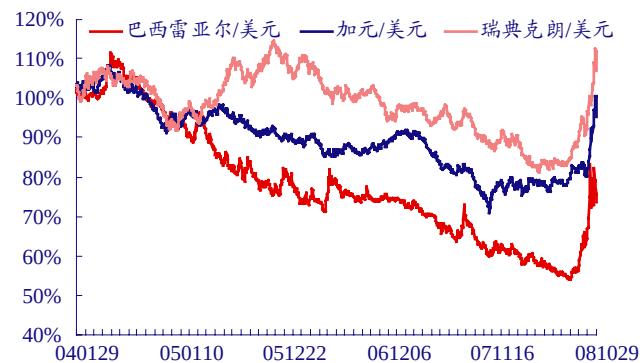
资料来源: 造纸年鉴, 中国银河证券研究所

图 33: 全球前 5 大商品浆净出口国



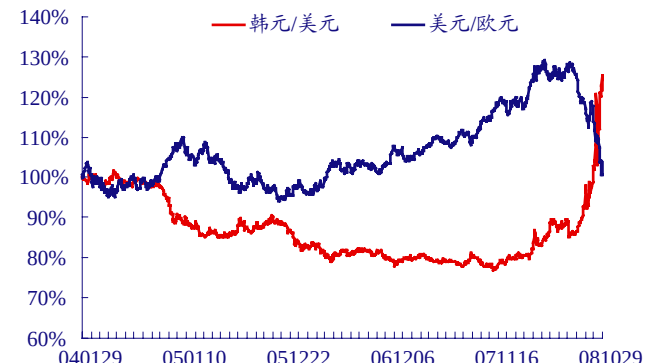
资料来源: 造纸年鉴, 中国银河证券研究所

图 34: 商品浆净出口国对美元大幅贬值



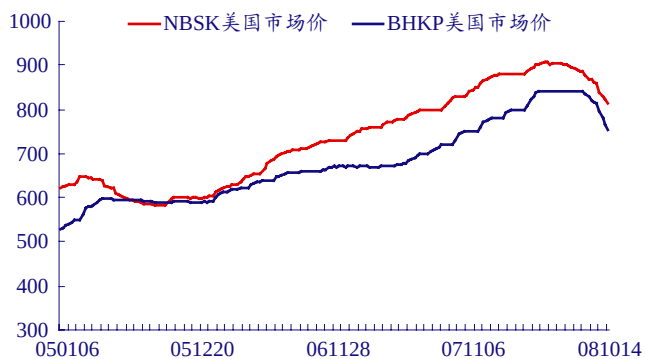
资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

图 35: 商品浆净进口国汇率对美元变动



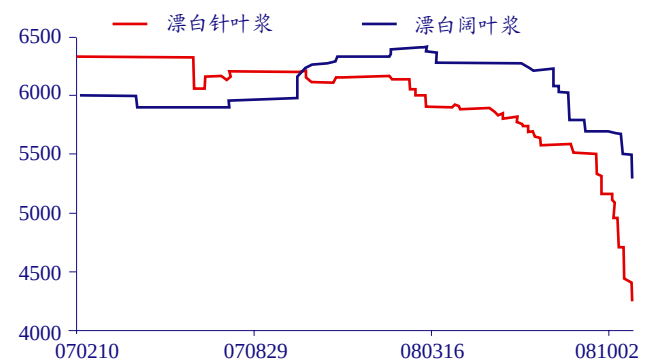
资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

图 36: 国际浆价开始步入调整



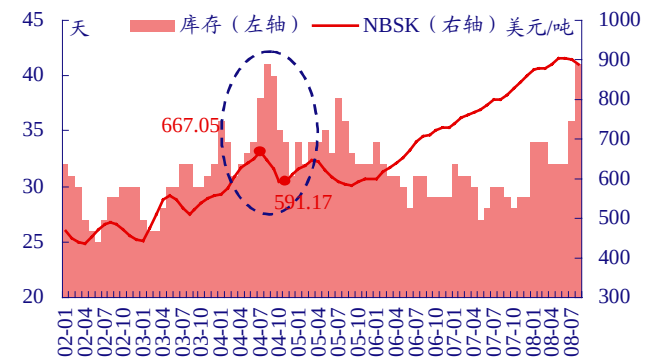
资料来源: Wind, 中国银河证券研究所。

图 37: 中国进口浆价呈现下滑趋势



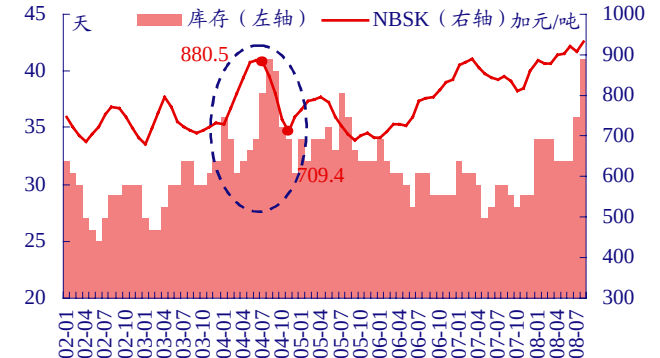
资料来源: 中国银河证券研究所

图 38: 上一次库存达到峰值后, 美元浆价 3 个月下跌了 12%



资料来源: Bloomberg, Wind, 中国银河证券研究所。

图 39: 上一次库存峰值后, 加元浆价下跌了 20%



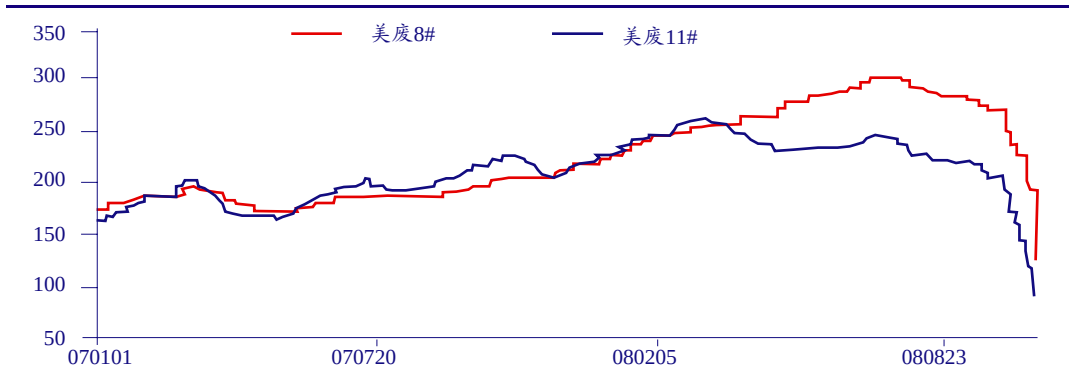
资料来源: Bloomberg, Wind, 中国银河证券研究所

（二）纸厂限产，促废纸价格回归

在废纸市场，我们同样能感受到需求下滑的影响。由于众多下游纸厂限产，中国对废纸的需求骤然降温。我们了解到，近期富阳白板纸厂联合依片区进行每个月 10 天-10 天的轮流停机，以达到限产保价的目的。作为中国“白板纸之乡”，富阳地区白板纸产能接近 500 万吨，废纸消耗量应该超过 500 万吨，约占国内废纸消耗量的 10%。富阳厂商的联合减产，将大大抑制对 8#废纸的需求。08 年以来，几大箱板纸厂商也进行限产或停产检修，减少了对 11#废纸的消耗。

我们认为废纸需求将继续低迷，未来 8#和 11#废纸的价格将在 80-120 美元/吨的区间运行。

图 40：进口废纸价格急速跳水

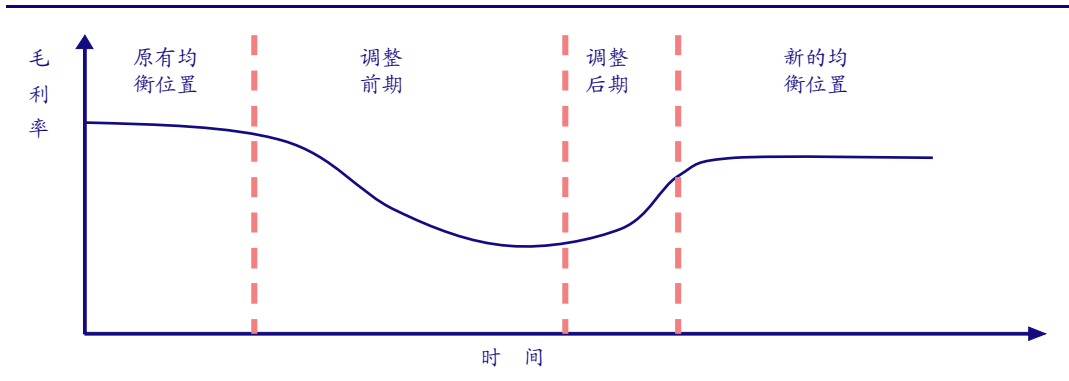


资料来源：中国银河证券研究所

六、价格与成本双降，毛利率如何演变？

三季度至今市场仍在寻找新的均衡。我们预计在这个失衡和再平衡的过程中，毛利率将如图 39 所示的路径演变。然而，我们还无法预计调整期持续的长度，因为这取决于诸多因素，包括国内和全球需求萎缩的程度、厂商合理库存量的预期水平、各厂商的适应能力等等。

图 41：再平衡周期中，行业毛利率变化路径



资料来源：中国银河证券研究所

（一）调整的前期毛利率下降

最初，由于需求的收缩最先传导至纸厂，产品价格率先下降，然后纸厂开始限产导致对木浆和废纸等原材料需求下滑，进而迫使上游原料供应商降价。产品价格先于原料价格下跌，即使二者下跌幅度相同，纸厂毛利率也要下降。

在继续的调整中，产品和原料价格几乎达到同步下跌，但是生产过程中还是需要一定库存和生产时间，考虑到多数厂商都对存货采取先进先出法，原材料下降带来的成本下跌将相对产品销售价格下跌滞后一个生产周期。因此毛利率将进一步下降。

（二）调整晚期毛利率回升

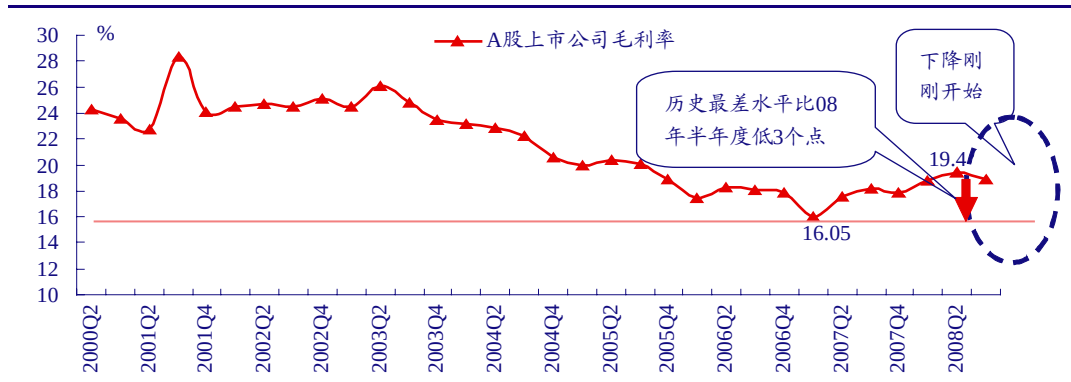
当调整接近结束时，下游纸产品库存最先接近消耗完毕，厂商将获得有限议价能力，小幅提高产品价格。但是上游的原材料库存仍待消化，所以原料价格提价要落后于产品。因此毛利率将开始回升。

（三）产业链恢复平衡后，毛利率将恢复稳定

随着一轮调整的结束，多余库存消化完毕，产业链开始正常运转，上下游各环节市场参与者重新确立稳定的供求预期。但是由于需求的增长并未完全复苏，行业的产能利用率仍然较低，纸厂提价能力不足。而下游原料也存在剩余产能。此时，毛利率处于相对稳定的水平，但是由于剩余产能未消化完，毛利率将低于失衡之前的水平，因为彼时处于供求紧张的高涨期。

回顾造纸业上市公司毛利率变化历史，08年中期的低点距历史最低水平有3个百分点的差距。由于当前市场以消化库存为主，我们预计后期毛利率降幅可能会超过我们的想象。但是，到达新的平衡点后，毛利率水平将会恢复并稳定。

图 42：造纸上市公司毛利率变化趋势



资料来源：中国银河证券研究所

七、盈利下滑，但估值水平已处谷底

（一）盈利在 2009 年下滑，2010 有望企稳

1、盈利的主要驱动因素都呈不利变化

盈利的计算公式表述为：

$$\begin{aligned}
 \text{净利润} &= \text{销售收入} \times (\text{毛利率} - \text{期间费用率}) \times (1 - \text{税率}) \\
 &= (\text{价格} \times \text{销量}) \times (\text{毛利率} - \text{期间费用率}) \times (1 - \text{税率}) \\
 &= [\text{价格} \times (\text{产能} \times \text{产能利用率} \times \text{产销率})] \times (\text{毛利率} - \text{期间费用率}) \times (1 - \text{税率})
 \end{aligned}$$

我们前面的分析已经表明，除税率以外的其他各项因素的变化都不容乐观。此外：

- 由于目前的景气下行主要是需求下滑所致，而非产能扩张所致，因此产能的增长将被产能利用率和产销率的下降所抵消。因此销售收入负增长已成定局。
- 由于期间费用具有一定的刚性特征，在产品价格下跌、销售收入减少的情况下，期间费用率往往是上升的。

2009 年我们重点跟踪的上市公司盈利将下滑，部分公司将下滑 5-20% 之间不等。尤其是 09 年 1-2 季度，下降的幅度可能会超过这个数字。至于企稳回升的具体时点，取决于行业再平衡所需要的时间，但是我们预计最迟 2010 年即可看见企稳。

2、产品结构和产能增长节奏不同，重点公司盈利产生分化

受业务构成不同和产能增长节奏的不同，各重点公司盈利变化情景存在差异。我们对重点公司的产品构成和产能增长情况作了总结（表 5，表 6）。在对这些重点公司的盈利预测中，我们综合考虑了两个因素的影响，具体预测结果参见表 8。

表 5：重点公司产能构成情况

重点公司	08 年产品构成（万吨）							
	铜版纸	新闻纸	白卡纸	白纸板	箱板原纸	文化纸	其它纸品	自制木浆
景气下滑度	☆☆☆	☆☆	☆☆☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆☆	☆		
晨鸣纸业	60	80	40		30	40	35	60
太阳纸业	40		40	30		35		10
华泰股份		120				40		
博汇纸业			25		20	25	15	20
银鸽投资					20	40	3	
景兴纸业					85			

资料来源：公司资料，中国银河证券研究所整理

表 6: 重点公司 09-10 年产能增长情况

重点公司	09 年产能增长贡献	2010 年产能增长贡献
晨鸣纸业	20 万吨铜版纸	湛江 70 万吨木浆项目投产
太阳纸业	40 万吨白卡 08 年 8 月投产, 09 年达产。20 万吨化机浆 5 月份投产, 10 万吨化学浆年底投产	前述两条浆线达产
华泰股份	无纸机投产, 但有化工项目投产	0
博汇纸业	9.5 万吨化学浆达产	35 万吨白卡
银鸽投资	5 万吨特种纸、18 万吨高瓦纸投产、四川银鸽增加 5 万吨	
景兴纸业	无	无

资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究所整理

(二) 行业估值已具安全边际, 维持谨慎推荐评级

1、纵向比较, 已达历史最低估值水平

目前 A 股造纸行业的估值已经处于历史谷底。我们用整体法测算的行业 PE 和 PB 处历史最低水平 (图 43、44)。

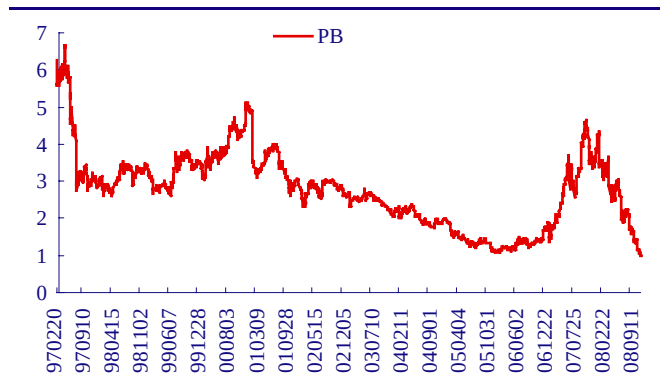
我们在做历史估值比较的时候, 还应该考虑到国内造纸业上市公司所处的不同阶段。经过近几年的快速发展, A 股造纸公司无论是在技术水平、资金实力和生产规模方面都有了非常显著的提升, 并且在经营方面也日趋稳健。面对未来 2-3 年的行业调整中, 它们抵抗风险的能力和与国外同行的竞争的能力都大大提高。因此, 处于底部的估值水平体现了行业投资的高安全边际。

图 43: 行业整体 PE 创历史低位



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

图 44: 行业整体 PB 处于历史底部



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

2、横向比较, 估值底线获得支撑

将 A 股与国际同行比较, 我们发现: (1) A 股公司 PE 和 PB 水平与国际各地区市场中值水平相当 (表 7); (2) A 股公司 REP 与国际公司相当 (图 45); (3) 相比之下, 香港上市的中国纸业公司估值更具吸引力。

3、A 股公司合理 PB 在 0.9x-1.2x

A 股公司 08 年预估的 ROE 在 1.71%-18.98% 之间, 据此我们计算的 ROE/Ke 区间在 0.1-1.4 之间, 其中值约为 0.85 (图 46)。剔出极端情况, ROE/Ke 的平均水平约为 0.86。在行业长期增长为零的假设前提下, 0.86x 即可视为行业 PB 合理水平。

但是现实的情况显然不是如此, 即使 09 年出现业绩下滑, 中国造纸业未来长期的成长潜力仍然可观, 理应在此基础上给予一定的成长性溢价, 我们认为给予 0.9x-1.2x 的合理 PB 仍然不失保守。

4、维持“谨慎推荐”评级

在 08 年中期的造纸业投资报告中, 我们已预计到行业景气见顶, 并将行业评级由“推荐”下调至“谨慎推荐”。但是由于需求的超预期收缩, 景气下行和股价下跌的速度远超我们的设想。在目前的股票价格水平下, 即使考虑未来盈利下滑的预期, 估值水平依然具备很高的安全边际, 长期来看甚至略有低估, 因此维持“谨慎推荐”。

表 7: A 股造纸公司与国际估值水平相当, 但港股更具吸引力

公司代码	公司简称	货币	价格 (11 月 5 日)	PE			PB (X)	ROE%
				TTM	08E	09E		
A 股								
000488.sz	晨鸣纸业	CNY	4.78	6.35	6.51	7.84	0.66	14.07
000815.sz	美利纸业	CNY	5.10	6.57	7.30	7.41	0.92	12.15
002067.sz	景兴纸业	CNY	2.94	24.26	34.68	26.22	1.09	1.71
002078.sz	太阳纸业	CNY	6.28	7.9	6.29	5.77	1.25	18.98
600069.sh	银鸽投资	CNY	3.11	9.62	9.80	6.68	0.93	9.47
600308.sh	华泰股份	CNY	5.94	7.22	6.34	6.20	1.04	12.91
600567.sh	山鹰纸业	CNY	2.52	18.01	6.48	5.66	0.84	11.07
600963.SH	岳阳纸业	CNY	4.70	24.26	12.06	7.12	1.09	611
600966.sh	博汇纸业	CNY	4.15	22.3	6.22	7.66	0.81	15.45
中值				9.62	6.51	7.12	0.93	12.9
香港								
2689HKEquity	玖龙纸业	HKD	1.60	3.2	3.967	3.57	0.46	15.15
2314HKEquity	理文造纸	HKD	2.98	2.34	2.694	2.65	0.42	19.72
3868HKEquity	群星纸业	HKD	1.35	2.8	3.347	2.83	0.59	32.91
1812HKEquity	晨鸣纸业	HKD	2.22	2.60	2.21	1.94	0.34	14.07
中值				2.70	3.02	2.74	0.44	17.44
亚太（除香港）中值				8.34	8.57	4.01	0.70	5.02
北美中值				9.06	8.75	9.59	0.72	8.95
欧洲中值				10.35	10.27	9.36	0.84	8.97
南美中值				25.44	9.903	8.01	0.93	14.21
非洲中值				7.09	8.555	6.97	0.71	10.23

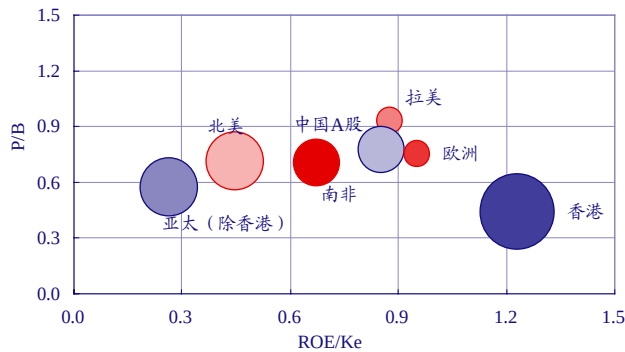
资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究所

(三) 重点公司盈利与评级

我们覆盖的重点公司的盈利预测参见表 8。

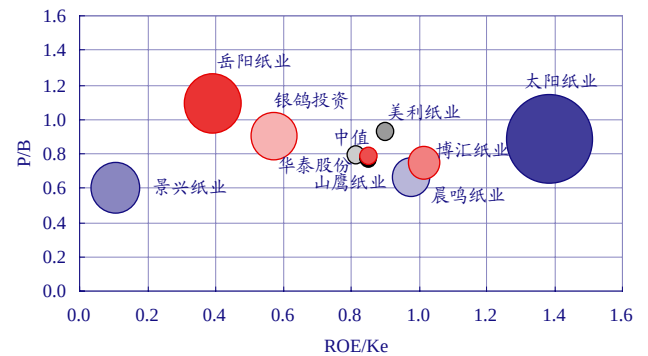
在行业景气周期下行的阶段，我们更倾向于 PB 估值来比较公司。而公司的合理 PB 与 ROE/Ke 比例正相关，我们对各公司的 REP 值作了比较。在图 46 中，越靠右下方的公司越便宜，越靠左上方的公司则相对约贵。给予对太阳纸业的谨慎推荐评级，维持对华泰股份、晨鸣纸业、博汇纸业和银鸽投资的谨慎推荐评级，给予景兴纸业中性评级（表 8）。

图 45: A 股公司 REP 与国际同业水平相当，而港股低估明显



资料来源：中国银河证券研究所

图 46: A 股重点公司 REP 比较



资料来源：中国银河证券研究所

表 8: 重点公司盈利预测及估值比较

代 码	简 称	投资 评级	股价 (11.5)	EPS					08 BVPS	PE				PB	股息 收益率
				07A	08E	09E	10E	CAGR		07A	08E	09E	10E		
000488.sz	晨鸣纸业	谨慎推荐	4.78	0.57	0.73	0.61	0.66	11.84%	7.23	8.4	6.5	7.8	7.3	0.66	2.77%
000815.sz	美利纸业	中 性	5.10	0.26	0.70	0.69	1.14	63.62%	6.22	19.6	7.3	7.4	4.5	0.93	0.00%
002067.sz	景兴纸业	中 性	2.94	0.21	0.08	0.11	0.24	4.67%	5.12	14.0	34.7	26.2	12.2	0.60	0.00%
002078.sz	太阳纸业	谨慎推荐	6.28	1.06	1.00	1.09	1.13	14.04%	7.07	5.9	6.3	5.8	5.6	0.89	1.14%
600069.sh	银鸽投资	谨慎推荐	3.11	0.40	0.32	0.47	0.54	10.58%	3.46	7.8	9.8	6.7	5.8	0.90	3.22%
600308.sh	华泰股份	谨慎推荐	5.94	0.90	0.94	0.96	1.03	4.28%	7.62	6.6	6.3	6.2	5.8	0.78	4.57%
600567.sh	山鹰纸业	中 性	2.52	0.30	0.39	0.45	-	19.33%	3.52	8.4	6.5	5.7	-	0.77	0.00%
600966.sh	博汇纸业	谨慎推荐	4.15	0.63	0.67	0.54	0.60	15.08%	5.53	6.6	6.2	7.7	6.9	0.75	1.51%

代 码	简 称	市值 (百万元)	ROE				EV/EBITDA			EV/IC				ROIC/WACC		
			07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	07A	08E	09E	10E	08E	09E	10E
000488.sz	晨鸣纸业	9,857	12.99%	14.07%	9.54%	9.62%	6.3	5.4	5.8	0.97	0.87	0.85	0.81	0.85	0.88	0.72
000815.sz	美利纸业	808	4.92%	12.15%	10.68%	15.44%	11.8	7.1	5.8	0.99	0.96	0.93	0.89	0.30	0.55	0.67
002067.sz	景兴纸业	1,152	6.35%	1.71%	2.22%	4.65%	8.6	8.4	7.4	0.69	0.77	0.76	0.76	0.72	0.40	0.44
002078.sz	太阳纸业	3,155	17.21%	18.98%	17.51%	15.62%	7.0	5.4	5.5	1.08	1.15	1.06	0.98	1.08	1.39	1.24
600069.sh	银鸽投资	1,325	15.98%	9.47%	13.05%	13.22%	6.6	6.2	4.6	1.10	1.04	0.95	0.86	0.99	0.86	1.08
600308.sh	华泰股份	3,259	14.10%	12.91%	11.99%	11.72%	7.5	4.1	3.9	0.96	0.91	0.86	0.81	0.93	0.97	0.95
600567.sh	山鹰纸业	1,083	9.17%	11.07%	11.78%	0.00%	15.4	11.9	9.1	0.97	0.93	0.87	0.00	0.74	0.74	0.74
600966.sh	博汇纸业	2,094	11.46%	15.45%	11.49%	11.64%	4.1	4.4	5.0	0.70	0.88	0.85	0.81	0.87	1.12	0.85

资料来源：中国银河证券研究所

八、行业表现的催化剂

下列因素或事件有望促成行业股价的表现：

（1）产品价格止住跌势，并重新走强，这将向我们传递产品市场库存消化结束，供求新平衡点确立的信息；

（2）大型新建项目推迟或取消的信息得到确定，将减轻我们对行业产能过剩的担忧，使供求预期得以改善；

（3）美元汇率进一步走强，将有利于国际造纸纤维价格的回落，利于国内造纸厂商降低成本。

九、风险因素

由于目前行业正处于重新寻找均衡的时期，加之经济增长的不确定性，我们的预测既面临下行风险也面临着上行风险。

（一）下行风险

1、经济增速低于我们预期的水平

我们对行业总需求及分产品的需求预测乃基于 GDP 增长 8.6% 的设定水平，如果 GDP 增长率低于我们的预期，则需求增长率将低于我们的预测结果。

2、部分产品出口需求下滑更大幅度

我们在对铜版纸和新闻纸供求的预测中，包含对出口需求的假定。如果出口需求萎缩的程度高于我们所假定的水平，将降低我们对相关产品产能利用率的预测。

3、新增产能建设过大

我们对主要产品的在建及计划新建产能作了比较完全的统计，以此作为我们预测未来产能的基础。我们的预测面临两个风险：一方面，部分小企业新建项目难于统计，可能会大于我们的预测水平；另一方面，厂商建设进度快于我们的预期。

（二）上行风险

1、需求好于预期

我们预计行业需求在经济减速背景中将下滑。如果下游行业能及时调整，对行业的需求也将以更快的速度恢复。

2、产能扩张进度放慢或取消

考虑目前的经济环境和企业的资金状况，相关企业有可能推迟或取消产能扩张计划，这将大大改善我们对行业未来供求状况的预期。

十、主要关注公司

(一) 晨鸣纸业 (000488): 拥有规模、产业链和布局优势的纸业航母 (谨慎推荐)

表 9: 晨鸣纸业关键财务指标及预测

财务指标	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	11983	15165	16902	16273	17783
EBITDA(百万元)	2035	2801	3463	3540	3867
净利润(百万元)	357	968	1514	1257	1354
摊薄 EPS(元)	0.26	0.57	0.73	0.61	0.66
P/E(X)	18.3	8.4	6.5	7.8	7.3
EV/EBITDA(X)	7.8	6.3	5.4	5.8	5.3
P/B(X)	0.83	0.77	0.66	0.62	0.57
ROIC	5.90%	8.59%	8.90%	7.29%	7.33%
总资产周转率	0.62	0.71	0.71	0.60	0.62

资料来源: 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

(1) 需求下滑导致景气下降, 09 年主要产品价格比 08 年下降 5-10%, 除新闻纸外, 其他产品毛利率下滑 1-2 个百分点; (2) 新闻纸受行业产能利用率上升的推动, 毛利率上升 2 个百分点; (3) 高档美术纸项目 09 年产量 15 万吨, 10 年达产至 20 万吨; (3) 湛江项目于 2010 年下半年建成投产, 贡献 5 万吨产量。我们预计公司 08-10 年营业收入复合增长 3.52%, 净利润复合增长 4.2%, EPS 分别为 0.73、0.61 和 0.66 元。

我们与市场不同的观点:

市场对产品毛利率持更乐观的态度, 而我们认为在行业调整过程中, 多数产品毛利率将下滑, 并且新的平衡位置毛利率要低于调整前的水平。

公司估值与投资建议:

公司合理 PB 应该在 0.9 x-1.1x 之间, 对应合理估值为 6.51-7.23 元。DCF 估值模型计算公司的合理价值为 7.37 元。维持谨慎推荐评级。

股价表现的催化剂:

(1) 行业需求获得支撑使产品价格回升, 将提振市场对公司盈利的信心; (2) 湛江林浆纸一体化项目如期或提前建成投产, 将提高我们对公司的盈利预期。

主要风险因素:

(1) 产品价格波动风险, 如果产品价格低于我们假设, 则公司营业收入和净利预测将降低; (2) 市场供求状况低于预期, 公司产品销量可能会达不到我们的预测水平; (3) 湛江项目投产进度慢于预期, 则影响公司产量和销售规模, 降低销售收入, 进而可能使盈利增长低于预期。

表 10: 晨鸣纸业 (000488) 财务报表预测

资产负债表	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
货币资金	826	741	825	795	869	营业收入	11983	15165	16902	16273	17783
应收票据	940	1677	1869	1799	1966	营业成本	9708	12074	13351	12889	14107
应收账款	1720	1660	1852	2006	2192	营业税金及附加	20	18	17	16	18
预付款项	499	574	657	737	824	销售费用	678	783	811	781	854
其他应收款	140	196	219	210	230	管理费用	517	531	541	521	569
存货	1841	1744	2195	2119	2319	财务费用	451	392	185	227	255
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	35	102	-30	40	40
长期股权投资	86	96	96	96	96	公允价值变动收益	0	30	35	50	50
固定资产	9523	13243	14503	16342	17412	投资收益	80	-9	-15	0	0
在建工程	4112	905	2452	3226	2613	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	22	44	44	44	44	营业利润	654	1285	2047	1849	1991
无形资产	692	822	740	658	576	营业外收支净额	-39	204	180	0	0
长期待摊费用	49	57	51	45	40	税前利润	616	1489	2227	1849	1991
资产总计	20559	22011	25733	28308	29412	减: 所得税	101	271	423	351	378
短期借款	1299	3594	3333	4432	3322	净利润	515	1219	1804	1498	1612
应付票据	47	130	144	139	152	归属于母公司的净利润	357	968	1514	1257	1354
应付账款	1512	1657	1807	1744	1909	少数股东损益	158	251	290	240	259
预收款项	193	170	170	170	170	基本每股收益	0.26	0.57	0.73	0.61	0.66
应付职工薪酬	158	235	235	235	235	稀释每股收益	0.26	0.57	0.73	0.61	0.66
应交税费	76	102	102	102	102	财务指标					
其他应付款	305	305	305	305	305	成长性					
其他流动负债	2026	506	506	506	506	营收增长率	23.0%	26.5%	11.5%	-3.7%	9.3%
长期借款	5028	4056	3556	4056	4856	EBIT 增长率	13.4%	65.7%	24.1%	-5.3%	8.2%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	-40.8%	171.1%	56.5%	-17.0%	7.7%
负债合计	12669	11431	10833	12365	12233	盈利性					
股东权益合计	7889	10581	14900	15944	17179	销售毛利率	19.0%	20.4%	21.0%	20.8%	20.7%
现金流量表						销售净利率	4.3%	8.0%	10.7%	9.2%	9.1%
净利润	515	1219	1804	1498	1612	ROE	6.1%	13.0%	14.1%	9.5%	9.6%
折旧与摊销	974	1043	1281	1474	1631	ROIC	5.90%	8.59%	8.90%	7.29%	7.33%
经营活动现金流	1009	1094	2612	3051	3016	估值倍数					
投资活动现金流	-2798	-98	-4097	-4000	-2000	PE	18.29	8.43	6.51	7.84	7.28
融资活动的现金流	1660	-536	1569	918	-942	P/S	0.54	0.54	0.58	0.61	0.55
现金净变动	-129	460	85	-31	74	P/B	0.83	0.77	0.66	0.62	0.57
期初现金余额	1006	826	741	825	795	股息收益率	2.5%	2.5%	2.8%	4.6%	3.8%
期末现金余额	877	1286	825	795	869	EV/EBITDA	7.76	6.27	5.40	5.81	5.29

资料来源: 中国银河证券研究所

DCF 估值与合理价值

表 11: 晨鸣纸业 (000488) DCF 模型

万元	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	175830	218219	206596	223565	250135	275200	283555	283555	283555	283555	283555
所得税率	18%	19%	19%	19%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
NOPLAT	143860	176757	167343	181088	187601	206400	212666	212666	212666	212666	212666
营运资金净变动	-192431	-77599	-14780	-48261	-59402	-45415	-22202	-10493	-10493	-10493	-10493
资本支出	-7265	-408784	-400000	-200000	-100000	-100000	-100000	-100000	-100000	-100000	-100000
自由现金流	48476	-181538	-99992	95951	202162	243368	280057	298371	304673	310825	310825

WACC	10.09%	Ke	14.4%
永续增长率	1.00%	Kd	4.8%
终值	1301404	t	25%
企业价值	2275939	Rf	4.5%
非核心资产价值	92174	E(Rm)	14.5%
债务价值	755752	Rm - Rf	10.0%
股权价值	1520187	D/A	45.0%
股本	206205	E/A	55.0%
每股价值 (元)	7.37	Beta	0.99

估值		g				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	8.59%	9.12	9.63	10.20	10.86	11.62
	9.09%	8.22	8.65	9.14	9.69	10.33
	9.59%	7.41	7.79	8.20	8.67	9.20
	10.09%	6.69	7.02	7.37	7.77	8.22
	10.59%	6.04	6.32	6.63	6.98	7.36
	11.09%	5.46	5.70	5.97	6.27	6.60
	11.59%	4.93	5.14	5.38	5.63	5.92

资料来源: 中国银河证券研究所

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

晨鸣纸业主要从事浆纸的生产，是国内纸品最为丰富的造纸企业，主要产品包括新闻纸、铜版纸、白卡纸、双胶纸、箱板纸、轻涂纸等。总产能约 330 万吨，居 A 股同业首位、国内同行第三位。公司的竞争优势主要表现为规模优势、完善的产业链和全国性布局。公司目前拥有自制浆产能 225 万吨，自制浆比例接近 70%。公司在湛江实施的林纸一体化项目建成后，将进一步提高公司的产业链一体化程度，大大提升公司的竞争实力。公司通过新建和并购，将其生产设施布局在全国 7 省 10 地，形成原料产地、生产基地和销售市场方面的合理布局。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	规模居国内前列；自制浆比例高，一体化优势显现；已完成在国内多个区域的布局。	分值：4.5
劣势	运营效率较低，导致资产周转率偏低	分值：3.0
机会	湛江林纸一体化项目的成功实施，将使公司产业链更加完善，降低对进口原材料的依赖，抵御市场波动。	分值：4.0
威胁	受国家产业政策的影响，新厂商进入壁垒加大，而且不同领域寡头厂商存在谋求垄断的可能性也降低。	分值：4.0

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.0
供应商力量	供应商具有较大定价权；但随着全球商品浆产能利用率回落，对供应商的谈判能力将有所改善，并且公司原材料自给能力正在提高	分值：3.5
新进入壁垒	公司产品属资本密集型，且工艺具有一定复杂性；市场结构趋于寡占格局，不利于新进入者。	分值：4.0
客户力量	客户较为分散，包括报社、印刷厂、各类包装用户。但是在需求下滑的背景下，客户的议价能力提高	分值：4.0
替代产品	从性能和价格的角度考虑，替代性较低；仅在某些运用领域可被替代。	分值：4.0
竞争对手	公司比国内主要竞争对手拥有更大的规模，且公司作为国有企业，受到国家的政策支持更多。	分值：4.5

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

(二) 太阳纸业 (002078): 高效率贡献高 ROE, 高 ROE 贡献 PB 溢价 (谨慎推荐)

表 12: 太阳纸业关键财务指标及预测

财务指标	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	5414.9	5083.4	6319.6	6765.5	7165.6
EBITDA(百万元)	878.9	827.6	1231.2	1278.5	1366.7
净利润(百万元)	293.9	381.7	501.2	546.5	566.2
摊薄 EPS(元)	1.06	1.06	1.00	1.09	1.13
P/E(X)	5.90	5.90	6.29	5.77	5.57
EV/EBITDA(X)	4.47	6.97	5.39	5.49	5.31
P/B(X)	0.68	0.76	0.89	0.76	0.66
ROIC(X)	13.8%	10.6%	13.6%	12.1%	11.0%
总资产周转率	0.92	0.72	0.85	0.83	0.80

资料来源: 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

(1) 09 年公司主要产品价格下降 5—10%, 毛利率下降 1-2 个百分点; (2) 公司在建的和规划的项目如期投产, 推动公司生产规模和销量持续增长, 在建的 10 万吨杨木化机浆线于 09 年 5 月投产; 化学浆技改项目 09 年四季度完工投产。

预计公司 08-10 年, 营业收入复合增长 12%, 净利润复合增长 14%, EPS 分别为 1.00 元、1.09 元和 1.13 元。

我们与市场不同的观点:

(1) 市场认为原材料价格下跌将提升毛利率, 我们认为毛利率在行业调整及达到新平后将下降; (2) 考虑到公司具有高的 ROE, 我们认为其应比同类公司享有更高的 PB。

公司估值与投资建议:

公司合理 PB 在 1.2x-1.4x 之间, 相应公司价值在 8.47-9.89 元之间。DCF 估值模型计算公司的合理价值为 11.6 元。给予谨慎推荐评级。

股价表现的催化剂:

(1) 公司相关项目提前或如期建成投产, 将提振市场对公司盈利增长的信心。(2) 产品市场企稳, 有助于消除市场对行业景气的悲观预期, 增强对公司股价的信心。(3) 公司海外项目获得重大进展, 将使公司真正实现林浆纸一体化, 提升公司的长期核心竞争力, 并大幅提升公司内在价值。

主要风险因素:

(1) 产品价格波动风险。如果主要产品均价低于我们的假设, 则公司的盈利有可能低于预期。(2) 原材料价格涨幅超预期。公司主要的原料木浆价格如果出现超预期上涨, 将降低公司的盈利能力, 使其业绩达不到我们预计的水平。(3) 项目投产进度慢于预期, 则影响公司产量和销售规模, 降低销售收入, 进而可能使盈利增长低于预期。

表 13: 太阳纸业 (002078) 财务报表预测

资产负债表	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
货币资金	755	255	317	339	359	营业收入	5415	5083	6320	6765	7166
应收票据	290	711	693	741	785	营业成本	4525	4226	5101	5512	5849
应收账款	361	299	398	426	452	营业税金及附加	7	11	14	15	16
预付款项	392	498	626	765	912	销售费用	229	194	240	257	272
其他应收款	521	62	77	82	87	管理费用	94	98	126	135	143
存货	754	676	839	906	881	财务费用	190	188	239	247	262
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	17	-3	20	6	7
长期股权投资	431	592	592	592	592	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	2181	3841	3764	3997	4355	投资收益	5	63	50	137	158
在建工程	272	104	302	651	825	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	749	0	0	0	0	营业利润	358	433	629	730	774
无形资产	107	138	124	110	96	营业外收支净额	51	108	50	0	0
长期待摊费用	8	2	2	2	1	税前利润	408	542	679	730	774
资产总计	6837	7188	7734	8612	9347	减: 所得税	44	70	68	80	101
短期借款	1767	1596	2523	2718	2468	净利润	364	471	611	650	673
应付票据	392	75	91	98	104	归属于母公司的净利润	294	382	501	547	566
应付账款	830	672	800	864	917	少数股东损益	70	90	110	103	107
预收款项	135	69	-13	-101	-194	基本每股收益	1.06	1.06	1.00	1.09	1.13
应付职工薪酬	66	59	59	59	59	稀释每股收益	1.06	1.06	1.00	1.09	1.13
应交税费	30	8	8	8	8	财务指标	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
其他应付款	372	114	114	114	114	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	7.4%	-6.1%	24.3%	7.1%	5.9%
长期借款	649	503	603	703	1103	EBIT 增长率	5.7%	-0.9%	51.2%	1.0%	4.6%
预计负债	12	12	0	0	0	净利润增长率	7.7%	29.9%	31.3%	9.0%	3.6%
负债合计	4275	4213	4184	4463	4578	盈利性					
股东权益合计	2562	2975	3550	4150	4769	销售毛利率	16.4%	16.9%	19.3%	18.5%	18.4%
现金流量表	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	销售净利率	5.4%	7.5%	7.9%	8.1%	7.9%
净利润	364	471	611	650	673	ROE	19.5%	17.2%	19.0%	17.5%	15.6%
折旧与摊销	320	273	393	432	482	ROIC	13.8%	10.6%	13.6%	12.1%	11.0%
经营活动现金流	772	272	865	888	1029	估值倍数					
投资活动现金流	-706	-1090	-450	-863	-842	P/E	5.9	5.9	6.3	5.8	5.6
融资活动的现金流	518	318	-352	-2	-167	P/S	0.3	0.4	0.5	0.5	0.4
现金净变动	583	-500	62	22	20	P/B	0.7	0.8	0.9	0.8	0.7
期初现金余额	171	755	255	317	339	股息收益率	29.0%	0.1%	1.1%	1.6%	1.7%
期末现金余额	755	255	317	339	359	EV/EBITDA	4.5	7.0	5.4	5.5	5.3

资料来源: 中国银河证券研究所

DCF 估值与合理价值

表 14: 太阳纸业 (002078) DCF 模型

万元	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	83824	84645	88510	103252	103548	103548	103548	103548	103548	103548
所得税率	10%	11%	13%	15%	15%	25%	25%	25%	25%	25%
NOPLAT	75442	75334	77004	87765	88015	77661	77661	77661	77661	77661
营运资金净变动	-32602	-30433	-23014	-41647	-27743	-27011	-27011	-27011	-27011	-27011
资本支出	-50000	-100000	-100000	-100000	-60000	-20000	-10000	-10000	-10000	-10000
自由现金流	32140	-11893	2148	-248	58446	91692	103426	104593	105477	105477

WACC	9.81%	Ke	13.7%
永续增长率	1.00%	Kd	6.7%
终值	467687	t	25%
企业价值	883233	Rf	4.5%
非核心资产价值	90921	E(Rm)	14.5%
债务价值	312588	Rm - Rf	10.0%
股权价值	570645	D/A	45.0%
股本	50241	E/A	55.0%
每股价值 (元)	11.36	Beta	0.92

估值		g				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	8.31%	13.86	14.64	15.53	16.54	17.72
	8.81%	12.54	13.20	13.95	14.80	15.77
	9.31%	11.37	11.94	12.57	13.29	14.10
	9.81%	10.33	10.81	11.36	11.97	12.65
	10.31%	9.39	9.81	10.28	10.80	11.39
	10.81%	8.55	8.92	9.32	9.77	10.27
	11.31%	7.79	8.11	8.46	8.85	9.29

资料来源: 中国银河证券研究所

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

太阳纸业主要从事涂布包装纸（包括白卡纸和白纸板）、铜版纸和非涂布文化纸等产品的生产与销售。2008 年公司有 200 万吨的浆纸生产能力，产量和销售收入均居中国造纸业第 6 位，而在其主要产品的细分行业均进入前三位。公司在人才、管理、技术和规模等方面具有非常强的竞争优势，其产品在市场上获得广泛的认同与赞誉。未来 3-5 年，公司生产能力有望增至 300 万吨。在扩张规模的同时，管理层将着力实现上下游一体化的战略目标，使公司具备国际竞争力。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	具有优秀的管理团队；业内优秀的营运能力和资产使用效率；产品档次高，具一定壁垒。	分值：4.5
劣势	原材料自给程度低	分值：2.5
机会	主要产品的行业集中度高，在提价上易于达成一致行动；进入更高端产品领域获取更高盈利能力	分值：4.5
威胁	受国家产业政策的影响，新厂商进入壁垒加大，而且业内寡头厂商存在谋求垄断的可能性也降低。	分值：4.0

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.0
供应商力量	供应商具有较大定价权；但随着全球商品浆产能利用率回落，对供应商的谈判能力将有所改善。	分值：2.5
新进入壁垒	公司产品属资本密集型，且工艺具有一定复杂性；市场结构趋于寡占格局，不利于新进入者。	分值：4.0
客户力量	客户较为分散；客户多为印刷、包装企业，规模较小，公司更具议价能力。	分值：4.5
替代产品	从性能和价格的角度考虑，替代性较低；仅在某些运用领域可被替代。	分值：4.0
竞争对手	公司比主要竞争对手具有更优秀的投资管理水平、营运能力和投资预算控制能力。	分值：4.5

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

(三) 华泰股份 (600308): 新闻纸行业景气筑底, 公司将受益 (谨慎推荐)

表 15: 华泰股份关键财务指标及预测

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	4243.0	6032.1	6995.7	6815.3	6865.3
EBITDA(百万元)	1195.4	842.3	1576.0	1637.9	1684.3
净利润(百万元)	423.6	496.3	514.2	525.3	562.8
摊薄 EPS(元)	0.88	0.90	0.94	0.96	1.03
P/E(X)	6.74	6.57	6.34	6.20	5.79
EV/EBITDA(X)	4.7	7.5	4.1	3.9	3.6
P/B(X)	0.88	0.86	0.78	0.71	0.65
ROIC(X)	11.21%	10.11%	10.53%	10.24%	10.13%
总资产周转率	0.58	0.68	0.73	0.68	0.68

资料来源: 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

(1) 09 年新闻纸价格下降 300-400 元/吨; (2) 新闻纸销量保持 100 万吨的水平; (3) 废纸价格跌幅高于新闻纸价格跌幅, 新闻纸毛利率上升约 2 个点; (4) 25 万吨离子膜烧碱项目 08 年底如期投产; (5) 化工业务受需求下滑影响, 08 年毛利率降至 30%, 09 年进一步降至 20%。

预计公司 08-10 年, 营业收入复合增长 4.4%, 净利润复合增长 4.3%, 各年 EPS 分别为 0.94 元、0.96 元和 1.03 元。

我们与市场不同的观点:

(1) 市场对新闻纸行业过分悲观, 我们认为新闻纸行业景气度已经度过最低谷, 09 年将逐渐回升; (2) 我们预计化工项目毛利率将会有大幅回落, 而市场对此仍抱适应性预期。

公司估值与投资建议:

公司合理 PB 在 0.9x-1.1x 之间, 相应公司价值在 6.85-8.38 元之间。DCF 估值模型计算公司的合理价值为 10.82 元。维持谨慎推荐。

股价表现的催化剂:

(1) 公司化工项目如期投产, 并顺利实现盈利; (2) 产品价格企稳, 有助于消除市场的悲观预期, 增强对公司盈利前景和股价的信心; (3) 公司再融资相关事宜最终确定, 将有助于稳定市场对公司的预期。

主要风险因素:

(1) 新闻纸价格波动风险。(2) 废纸价格波动风险, 若废纸再度大幅上涨, 将提高公司成本, 降低盈利能力; (3) 化工项目盈利下滑的程度超出预期的风险。

表 16: 华泰股份 (600308) 财务报表预测

资产负债表	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
货币资金	647	898	839	818	824	营业收入	4243	6032	6996	6815	6865
应收票据	201	225	261	254	256	营业成本	3135	4781	5544	5359	5399
应收账款	414	738	856	834	840	营业税金及附加	21	31	36	35	35
预付款项	39	152	283	409	536	销售费用	149	212	245	239	241
其他应收款	114	195	226	220	221	管理费用	140	166	203	191	192
存货	621	586	911	807	814	财务费用	139	181	233	228	207
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	45	-5	0	0	0
长期股权投资	88	176	176	176	176	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	6459	5995	5847	5835	5820	投资收益	1	-6	-25	-25	0
在建工程	36	107	454	627	663	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	616	660	710	739	792
无形资产	13	55	49	44	38	营业外收支净额	3	19	14	0	0
长期待摊费用	0	15	13	12	10	税前利润	618	679	724	739	792
资产总计	8667	9168	9915	10036	10199	减: 所得税	171	167	181	185	198
短期借款	1950	1829	2466	2097	1477	净利润	448	512	543	554	594
应付票据	427	312	362	350	353	归属于母公司的净利润	424	496	514	525	563
应付账款	851	821	939	907	914	少数股东损益	24	16	28	29	31
预收款项	61	92	129	165	201	基本每股收益	0.88	0.90	0.94	0.96	1.03
应付职工薪酬	62	39	39	39	39	稀释每股收益	0.88	0.90	0.94	0.96	1.03
应交税费	53	102	102	102	102	财务指标					
其他应付款	99	103	103	103	103	成长性					
其他流动负债	400	0	0	0	0	营收增长率	48.3%	42.2%	16.0%	-2.6%	0.7%
长期借款	1310	1730	1230	1330	1630	EBIT 增长率	60.9%	5.5%	14.9%	2.5%	0.7%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	27.4%	17.2%	3.6%	2.1%	7.1%
负债合计	5412	5380	5734	5454	5181	盈利性					
股东权益合计	3254	3788	4182	4582	5018	销售毛利率	26.1%	20.7%	20.7%	21.4%	21.4%
现金流量表						销售净利率	10.6%	8.5%	7.8%	8.1%	8.7%
净利润	448	512	543	554	594	ROE	14.7%	14.1%	12.9%	12.0%	11.7%
折旧与摊销	397	0	608	646	686	ROIC	11.2%	10.1%	10.5%	10.2%	10.1%
经营活动现金流	1050	-132	1012	1455	1389	估值倍数					
投资活动现金流	-1936	-94	-825	-825	-700	PE	6.7	6.6	6.3	6.2	5.8
融资活动的现金流	3913	477	-245	-652	-683	P/S	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
现金净变动	3027	251	-58	-22	6	P/B	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
期初现金余额	486	647	898	839	818	股息收益率	3.6%	3.7%	4.6%	4.7%	4.8%
期末现金余额	3513	898	839	818	824	EV/EBITDA	4.7	7.5	4.1	3.9	3.6

资料来源: 中国银河证券研究所

DCF 估值与合理价值

表 17: 华泰股份 (600308) DCF 模型

万元	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	96768	99197	99857	93539	93539	93539	93539	93539	93539	94248
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
NOPLAT	72576	74398	74892	70154	70154	70154	70154	70154	70154	70686
营运资金净变动	-43692	437	-9752	-10311	-9479	-9479	-9479	-9479	-9479	-10173
资本支出	-80000	-80000	-70000	-40000	-40000	-40000	-40000	-40000	-40000	-40000
自由现金流	9714	59425	63711	91604	95231	97829	100328	102777	105202	107452

WACC	10.83%	Ke	15.7%
永续增长率	1.00%	Kd	4.9%
终值	388678	t	25%
企业价值	979940	Rf	4.5%
非核心资产价值	101572	E(Rm)	14.5%
债务价值	386478	Rm - Rf	10.0%
股权价值	593462	D/A	45.0%
股本	54865	E/A	55.0%
每股价值 (元)	12.32	Beta	1.12

估值		g				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	9.33%	12.84	13.36	13.95	14.62	15.37
	9.83%	11.83	12.28	12.79	13.35	13.99
	10.33%	10.92	11.32	11.75	12.23	12.77
	10.83%	10.10	10.44	10.82	11.24	11.70
	11.33%	9.36	9.66	9.99	10.35	10.75
	11.83%	8.68	8.94	9.23	9.54	9.89
	12.33%	8.06	8.29	8.54	8.82	9.12

资料来源: 中国银河证券研究所

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

华泰股份是国内最大的新闻纸生产商，也是全球最大的新闻纸生产基地。目前公司造纸总产能达 160 万吨，其中新闻纸 120 万吨，文化纸 40 万吨。公司在化工领域也具有一定竞争力。公司在新闻纸领域地位得到巩固，同时公司还在积极发展高档文化纸项目，并规划建设安庆林浆纸一体化项目。过去的 5 年，公司高效的管理，为其带来了高回报和高成长。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	具有优秀的管理团队；新闻纸生产的规模优势。	分值：4.5
劣势	原材料自给程度低，废纸大部分需要外购。	分值：2.5
机会	主要产品的行业集中度高，在提价上易于达成一致行动。	分值：4.5
威胁	受国家产业政策的影响，新厂商进入壁垒加大，环保力度的加大，众多小厂商面临淘汰。	分值：4.0

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 3.5
供应商力量	供应商具有较大定价权；随着公司自有废纸回收渠道的建设，对供应商的谈判能力将有所改善。	分值：2.5+
新进入壁垒	公司产品属资本密集型，且目前产业格局已趋成熟，不利于新进入者。	分值：3.0+
客户力量	主要客户为下游报社、印厂，报社议价能力较强，但随着该行业集中度的提高，对客户的议价能力逐渐加强。	分值：3.5+
替代产品	报纸面临网络等媒体的替代。	分值：3.5-
竞争对手	作为国内最大的新闻纸厂商，公司具有规模优势、管理优势和销售优势。	分值：4.5

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

(四) 博汇纸业 (600966): 巩固烟卡份额, 有助于抵抗行业景气下滑的影响 (谨慎推荐)

表 18: 博汇纸业关键财务指标及预测

百万元	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	2649	3168	3603	3374	4194
EBITDA(百万元)	450	539	764	770	875
净利润(百万元)	147	198	337	273	302
摊薄 EPS(元)	0.52	0.63	0.67	0.54	0.60
P/E(X)	7.93	6.61	6.22	7.66	6.94
EV/EBITDA(X)	5.97	4.07	4.42	4.96	4.63
PB(X)	0.80	0.53	0.75	0.69	0.63
ROIC	7.57%	9.65%	12.41%	9.42%	9.33%
总资产周转率	0.84	0.83	0.82	0.70	0.77

资料来源: 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

(1) 公司 09 年各产品产销量保持稳定; (2) 主要产品出厂价格下调 5-10%, 毛利率下调 1-2 个百分点; (3) 35 万吨白卡项目 2010 年下半年投产。

预计公司 08-10 年, 营业收入复合增长 9.8%, 净利润复合增长 15.1%, 各年 EPS 分别为 0.67 元、0.54 元和 0.60 元。

我们与市场不同的观点:

(1) 与市场观点不同, 我们认为主要产品毛利率将下降; (2) 我们认为规划中的白卡项目最快在 2010 年下半年投产, 因此 2009 年将没有显著的成长驱动。

公司估值与投资建议:

公司合理 PB 在 0.9x-1.1x 之间, 对应公司合理价值在 4.97-6.08 元之间。DCF 估值模型计算公司的合理价值为 7.00 元。维持谨慎推荐。

股价表现的催化剂:

(1) 公司白卡项目获得显著进展; (2) 产品价格企稳, 将消除市场的悲观预期, 增强对公司盈利前景和股价的信心。

主要风险因素:

(1) 产品价格波动风险, 若低于我们的假设, 则公司的业绩有可能低于预期; (2) 产品销量低于预期的风险, 由于白卡纸行业存在约 10% 的过剩产能, 行业产能利用率和产销率将下降; (3) 35 万吨白卡项目取消或推迟的风险。

表 19: 博汇纸业 (600966) 财务报表预测

资产负债表	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
货币资金	160	760	288	270	335	营业收入	2649	3168	3603	3374	4194
应收票据	54	116	132	124	154	营业成本	2154	2582	2848	2671	3375
应收账款	379	327	395	370	460	营业税金及附加	11	8	9	8	10
预付款项	106	110	115	119	125	销售费用	109	135	148	138	172
其他应收款	7	6	7	6	8	管理费用	63	59	72	67	84
存货	468	542	624	585	740	财务费用	87	102	75	107	130
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	2	4	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	1810	2006	2267	2743	3109	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	251	162	481	740	670	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	46	25	25	25	25	营业利润	224	278	452	381	422
无形资产	132	184	166	147	129	营业外收支净额	0	-3	0	0	0
长期待摊费用	2	0	0	0	0	税前利润	224	276	452	381	422
资产总计	3420	4246	4508	5139	5763	减: 所得税	75	65	79	73	83
短期借款	461	645	688	1029	1228	净利润	150	211	373	308	340
应付票据	95	87	96	90	114	归属于母公司的净利润	147	198	337	273	302
应付账款	161	189	205	193	244	少数股东损益	3	13	36	34	38
预收款项	24	25	28	29	32	基本每股收益	0.52	0.63	0.67	0.54	0.60
应付职工薪酬	24	11	11	11	11	稀释每股收益	0.52	0.63	0.67	0.54	0.60
应交税费	8	17	17	17	17	财务指标	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
其他应付款	4	5	5	5	5	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	6.7%	19.6%	13.7%	-6.4%	24.3%
长期借款	892	761	611	661	711	EBIT 增长率	9.9%	22.8%	36.9%	-7.3%	13.1%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	15.5%	34.7%	70.1%	-18.8%	10.4%
负债合计	1956	1796	1717	2091	2416	盈利性					
股东权益合计	1464	2450	2791	3048	3347	销售毛利率	18.7%	18.5%	21.0%	20.8%	19.5%
现金流量表	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	销售净利率	5.5%	6.2%	9.3%	8.1%	7.2%
净利润	150	211	373	308	340	ROE	11.1%	11.5%	15.5%	11.5%	11.6%
折旧与摊销	13735	15509	23803	28246	32267	ROIC	7.57%	9.65%	12.41%	9.42%	9.33%
经营活动现金流	245	302	542	749	588	估值倍数					
投资活动现金流	-363	-40	-800	-1000	-600	PE	7.93	6.61	6.22	7.66	6.94
融资活动的现金流	231	334	-213	233	78	P/S	0.44	0.41	0.58	0.62	0.50
现金净变动	113	596	-471	-18	66	P/B	0.80	0.53	0.75	0.69	0.63
期初现金余额	47	160	760	288	270	股息收益率	0.0%	1.1%	1.5%	2.4%	2.0%
期末现金余额	160	756	288	270	335	EV/EBITDA	5.97	4.07	4.42	4.96	4.63

资料来源: 中国银河证券研究所

DCF 估值与合理价值

表 20: 博汇纸业 (600966) DCF 模型

万元	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	52633	48797	55187	66560	75877	75877	75877	75877	75877	72002
所得税率	17%	19%	20%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
NOPLAT	43436	39417	44398	49920	56908	56908	56908	56908	56908	54001
营运资金净变动	-14392	5146	-20425	-20406	-14099	-417	-417	-417	-417	-862
资本支出	-80000	-100000	-60000	-60000	-60000	-60000	-40000	-40000	-40000	-40000
自由现金流	-27153	-27191	-3760	5591	22591	39926	62953	65666	68222	64871

WACC	11.13%	Ke	15.2%
永续增长率	1.00%	Kd	6.7%
终值	221600	t	25%
企业价值	355744	Rf	4.5%
非核心资产价值	28822	E(Rm)	14.5%
债务价值	134945	Rm - Rf	10.0%
股权价值	220798	D/A	40.0%
股本	31536	E/A	60.0%
每股价值 (元)	7.00	Beta	1.07

估值		g				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	9.63%	8.85	9.35	9.92	10.55	11.26
	10.13%	7.91	8.35	8.83	9.37	9.98
	10.63%	7.07	7.45	7.87	8.33	8.85
	11.13%	6.31	6.64	7.00	7.41	7.85
	11.63%	5.62	5.91	6.23	6.58	6.96
	12.13%	5.00	5.25	5.53	5.84	6.17
	12.63%	4.43	4.65	4.90	5.17	5.46

资料来源: 中国银河证券研究所

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

博汇纸业主要从事白卡纸、文化纸和石膏护面纸的生产与销售，目前总产能超过 80 万吨。公司白卡纸在烟卡领域占有较高市场份额，为公司带来较高的盈利回报。公司还有 20 万吨自制木浆产能，能满足相当比例的生产使用。公司为将继续做大白卡生产规模，计划新建 35 万吨白卡项目，届时公司白卡产能可达 60 万吨。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 3.5
优势	在烟卡市场具有很强的营销能力，保证公司白卡较高的毛利率。	分值：4.0
劣势	生产规模相对较小	分值：2.5
机会	主要产品的行业集中度高，在提价上易于达成一致行动。	分值：4.0
威胁	随着行业景气的下滑，社会卡产能过剩，公司的烟卡可能会面临其他厂商的竞争。	分值：3.5

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 3.5
供应商力量	供应商具有较大定价权。	分值：3.0
新进入壁垒	公司产品属资本密集型，且目前产业格局已趋成熟，不利于新进入者。	分值：3.0+
客户力量	主要客户属于烟草、印刷等行业。由于烟草业的垄断格局，对其议价能力较弱。	分值：3.5+
替代产品	从性能和价格的角度考虑，替代性较低；仅在某些运用领域可被替代。	分值：4.0
竞争对手	竞争对手相对公司具有规模优势、技术优势等	分值：3.5

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

插图目录

图 1: 中国需求拉动全球造纸产业链的发展	1
图 2: 需求减速导致产业链失衡	1
图 3: 中国纸张需求增速显著高于全球整体水平	2
图 4: 中国纸浆消费增速远高于全球	2
图 5: 中国纸张新增需求占全球比重超三成	2
图 6: 中国纸浆消耗的增量占全球比重超过一半	2
图 7: 中国纸张消费增速及预测	3
图 8: 中国纸张消费量及预测	3
图 9: 纸业需求对 GDP 弹性	3
图 10: 纺织服装、鞋、帽业景气指数连续 4 季度下滑	5
图 11: 白卡下游行业景气指数稳定	5
图 12: 报业广告收入增速下滑	5
图 13: 图书总印张数趋于稳定	5
图 14: 中国纸及纸板进出口走势	6
图 15: 08 年新闻纸出口同比显著下降	7
图 16: 我们预测 09-10 年新闻纸净出口小幅下降	7
图 17: 08 年铜版纸单月出口同比增速趋于下滑	7
图 18: 我们预测 08-10 年铜版纸净出口量将下滑	7
图 19: 纸制品进出口走势	7
图 20: 纸制品净出口增速大幅放缓	7
图 21: 计划新建产能/当前市场容量之比大多超过三成	8
图 22: 新闻纸物理产能利用率仍处低位	10
图 23: 新闻纸有效产能利用率上升	10
图 24: 铜版纸产能利用率	11
图 25: 涂布白板纸产能利用率	11
图 26: 箱板纸产能利用率	12
图 27: 瓦楞原纸产能利用率	12
图 28: 全球商品浆库存天数急剧上升	13
图 29: 全球商品浆需求增长下滑	13
图 30: 全球商品浆产能有望进一步扩张	14
图 31: 全球商品浆产能利用率	14
图 32: 全球前 5 大商品浆进口国	14
图 33: 全球前 5 大商品浆净出口国	14
图 34: 商品浆净出口国对美元大幅贬值	14
图 35: 商品浆净进口国汇率对美元变动	14
图 36: 国际浆价开始步入调整	15
图 37: 中国进口浆价呈现下滑趋势	15
图 38: 上一次库存达到峰值后, 美元浆价 3 个月下跌了 12%	15
图 39: 上一次库存峰值后, 加元浆价下跌了 20%	15

图 40: 进口废纸价格急速跳水	16
图 41: 再平衡周期中, 行业毛利率变化路径	16
图 42: 造纸上市公司毛利率变化趋势	17
图 43: 行业整体 PE 创历史低位	19
图 44: 行业整体 PB 处于历史底部	19
图 45: A 股公司 REP 与国际同业水平相当, 而港股低估明显	21
图 46: A 股重点公司 REP 比较	21

表格目录

表 1: 主要纸品需求量及预测 (万吨)	5
表 2: 各产品扩张计划的不完全统计	9
表 3: 铜版纸产能利用率对国内和出口需求的敏感性分析	11
表 4: 09-10 年各纸品景气下滑度对比	12
表 5: 重点公司产能构成情况	18
表 6: 重点公司 09-10 年产能增长情况	19
表 7: A 股造纸公司与国际估值水平相当, 但港股更具吸引力	20
表 8: 重点公司盈利预测及估值比较	21
表 9: 晨鸣纸业关键财务指标及预测	23
表 10: 晨鸣纸业 (000488) 财务报表预测	24
表 11: 晨鸣纸业 (000488) DCF 模型	25
表 12: 太阳纸业关键财务指标及预测	27
表 13: 太阳纸业 (002078) 财务报表预测	28
表 14: 太阳纸业 (002078) DCF 模型	29
表 15: 华泰股份关键财务指标及预测	31
表 16: 华泰股份 (600308) 财务报表预测	32
表 17: 华泰股份 (600308) DCF 模型	33
表 18: 博汇纸业关键财务指标及预测	35
表 19: 博汇纸业 (600966) 财务报表预测	36
表 20: 博汇纸业 (600966) DCF 模型	37

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908