

2008-1-8

纸制品

维持

增持

告别进口替代时代

◆行业景气回落，关注产能利用率的下降

本轮行业景气始于 2006 年，行业盈利能力一直保持上升趋势。这一趋势到 2008 年 7 月发生了逆转，需求下滑导致纸张产品价格和销售量出现双降，终结了此次行业景气。

造纸企业销售量的下滑必然造纸企业的产销率下降，为了避免存货积压，企业唯一的出路在于限制产能，降低开工率。我们认为，造纸企业产能利用率的下降将取代价格下跌成为影响 2009 年上半年造纸企业业绩的主要因素。

◆告别进口替代时代

2007 年之前，纸张国际贸易存在的净缺口扮演了一个产能缓冲区的作用，这个缓冲区在无形中起到调节国内造纸行业的利润率的作用，缓解了国内纸张市场的竞争情况。2007 年之后情况发生了逆转性变化，我国造纸行业第一次从净进口国转变为净出口国，这也同时意味着纸产品净进口的缓冲机制已经被终结，国内的纸张产能开始超出国内需求，从而进入买方市场。

◆预计造纸业 2009、2010 两年需求复合增长率为 5.4%

我们认为未来两年宏观经济增速将面临一定程度的下滑，这将从总量上对造纸行业的需求增速产生压力。除了经济总量增速放缓带来的不利影响，经济结构的变化也将对造纸行业产生影响。未来经济结构将从投资、出口、消费三分天下变为投资独大的经济结构，由于造纸行业有相当程度的消费品属性，这一经济结构的调整将不利于纸张消费量的增长。综合以上因素，我们估计未来两年纸张消费增长率分别为 5.3% 和 5.6%。

◆盈利能力将成斜 V 型变化

我们预计 2009 年造纸行业盈利能力造纸行业的盈利能力将成斜 V 型走势。短期内造纸行业主要受存货周期影响，造纸行业的盈利能力应在 2008 年四季度或 2009 年一季度达到底部，而后随着存货的消化，盈利水平将缓慢回升。但盈利水平的回升将受到新增产能和潜在产能的压制，重新均衡后的盈利水平仍将低于 2008 年的水平。我们预计 2009 年造纸行业销售毛利率下降 1.5 个百分点，销售净利率下降 1 个百分点。

◆子纸种分析：万绿丛中一点红

通过对目前纸张市场的分析，我们对文化纸和新闻纸较为看好。我们重点推荐的公司是晨鸣纸业、太阳纸业。

分析师：

程昊

021-50818887-228

chenggao@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



相关报告：

造纸业降息利好有限

.....2008-11-28

造纸业：三条投资主线及纸种景气周期分化

.....2008-09-05

证券 代码	公司 名称	股价	EPS(元)			投资评级
			07A	08E	09E	
000488	晨鸣纸业	5.52	0.47	0.79	0.75	买入
002078	太阳纸业	7.59	0.76	0.87	0.83	增持

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目录

先涨后落——行业景气回落	3
浆价与成品纸价格全年呈现前高后低特征	3
本轮行业景气于 2008 年三季度终结	5
奥运是本次存货周期的重要节点	6
告别进口替代时代	9
造纸行业的固定资产投资周期	10
2007、2008 两年的固定资产投资将形成过剩产能	11
进口替代的终结：告别纸张净进口	13
造纸业未来两年复合增长率为 5.4%	15
未来两年造纸行业增速下降，产销率下降	15
产能退出将平衡需求减少	18
盈利能力将成斜 V 型变化	19
存货周期将延缓价格下跌对公司业绩的影响	20
盈利能力将受到产能缩减支撑	22
造纸公司估值处于底部区间	24
子纸种分析：万绿丛中一点红	25
新闻纸：产能基本消化完毕	25
铜版纸：产能投放压制景气周期	26
白卡纸：景气高点受制于产能投放	28
文化纸：景气周期未受较大影响	28
箱板纸：全球需求陷入低迷，出口导向纸种受损	29
造纸行业的投资策略	30
短期：关注存货周期	31
中期：关注造纸产业政策的执行与新政策的出台	31
主要关注公司	31
晨鸣纸业：上下游一体化程度较高的龙头公司	31
华泰股份：具备较强议价能力的新闻纸龙头	错误！未定义书签。
太阳纸业：具备成本优势的造纸的典型公司	32

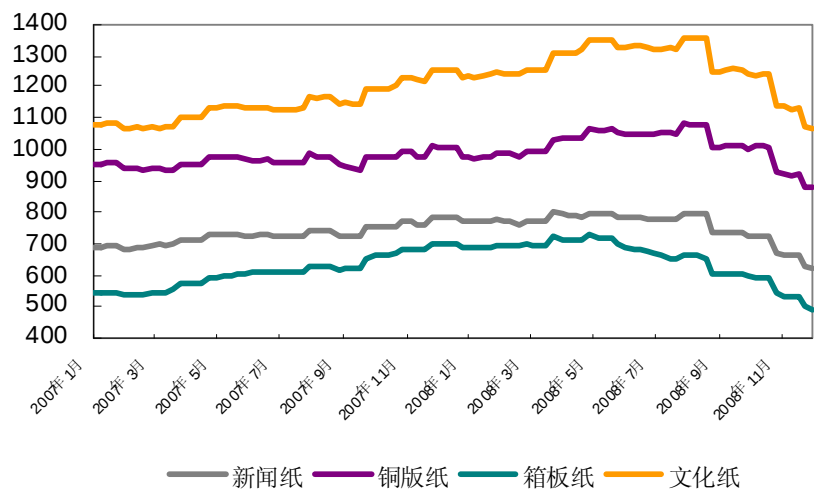
先涨后落——行业景气回落

浆价与成品纸价格全年呈现前高后低特征

2008 年是纸张市场动荡猛烈的一年。国际和国内纸张产品价格和原料浆的价格在 7 月前后形成分水岭，先涨后落，全年形成倒 U 形走势。纸张在宏观经济中应用非常广泛，其对经济活动渗透的深入性和广泛性在大宗商品中体现得较为明显；也正因为这样，纸张价格的走势与宏观经济的景气紧密相关。2008 年的纸张价格走势正是反映了宏观经济由高涨向收缩的急剧转变。

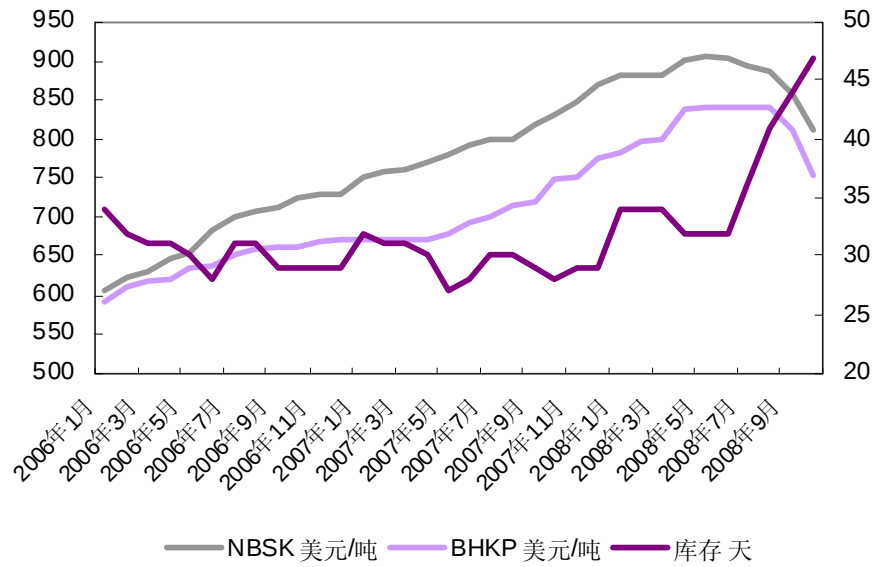
国内来看，白卡纸、箱板纸的跌幅较大，较 2007 年同期下跌 18-20%，文化纸同比下跌了 10%，而新闻纸反而有所涨价。国际来看，主要纸张新闻纸、铜版纸、箱板纸、文化纸相比 2007 年同期分别下跌 13-20% 不等，阔叶浆下跌了 22%，针叶浆下跌了 17%。

图表 1 国际纸张价格全年呈倒 U 形走势（美元/吨）



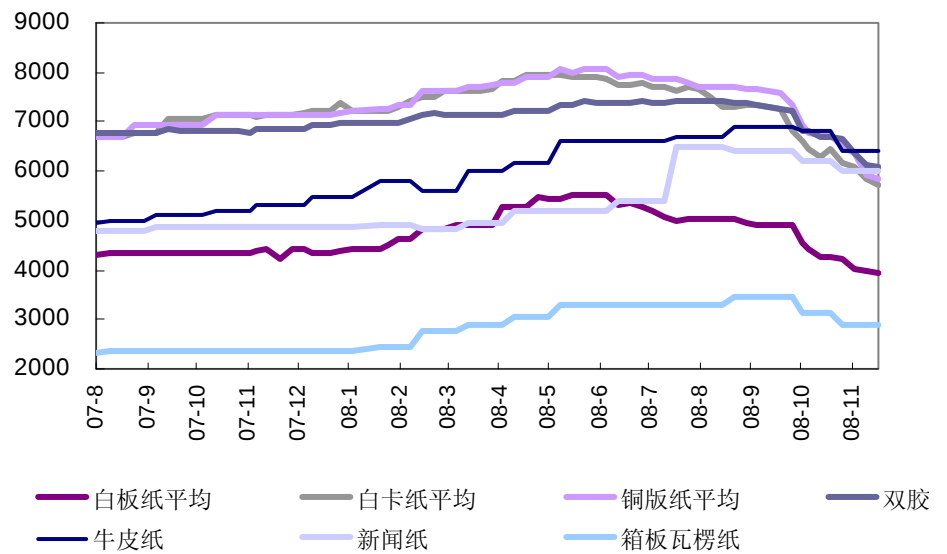
资料来源：光大证券研究所

图表 2 国际纸浆价格呈倒 U 形走势(美元/吨), 同时伴随库存增加(右轴, 天)

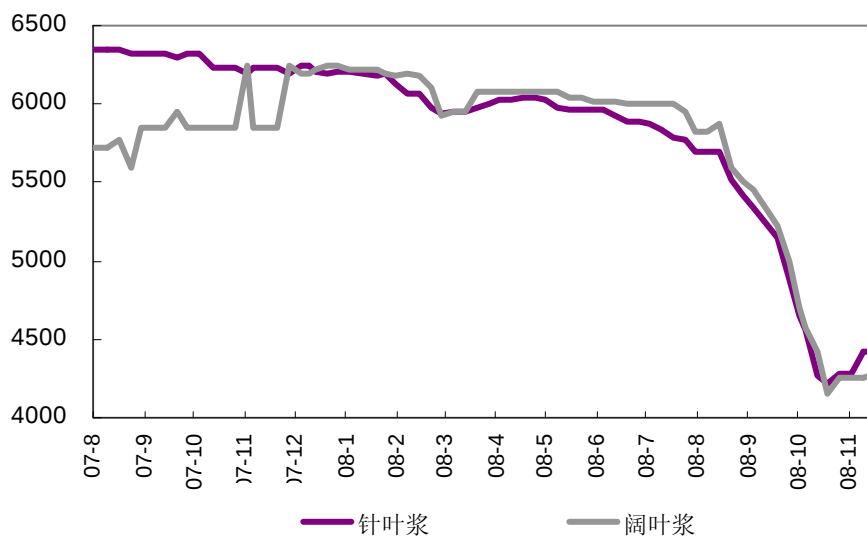


资料来源：光大证券研究所

图表 3 国内纸张价格全年呈倒 U 形走势（元/吨）



资料来源：光大证券研究所

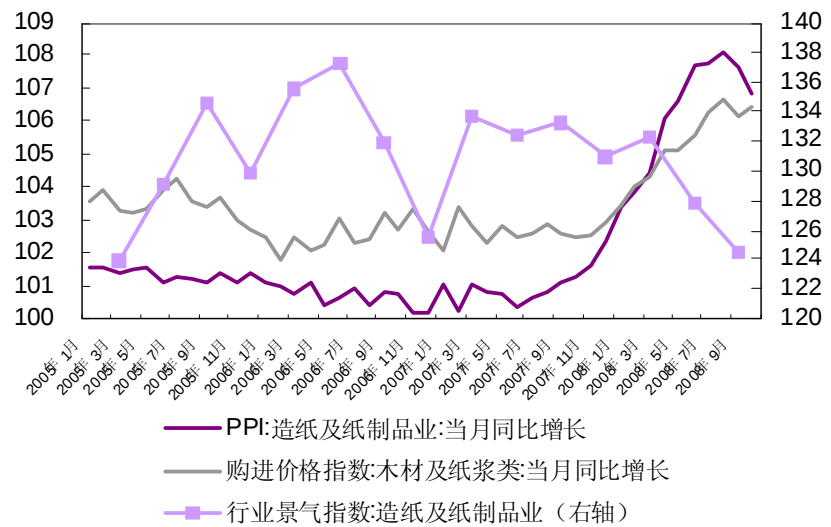
图表 4 国内纸浆价格出现较大幅度下跌（元/吨）


资料来源：光大证券研究所

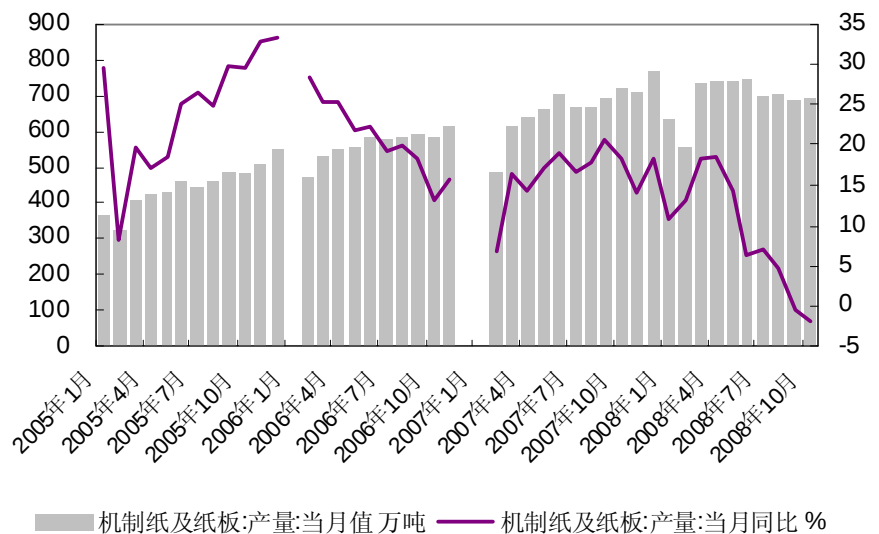
从本质上来说，纸张和纸浆属于贸易品，我国造纸所消耗的纸浆中，约有 40% 来源于进口，废纸原料中则有 60% 来源于进口。因此，就国内而言，国际纸张市场价格变动是国内原料与产品价格的大幅变动的重要影响因素。但另一方面，国内的纸张价格也有国内因素的影响。我们认为，2008 年的纸张行情是典型的从景气顶点走向收缩的轨迹，其路径则表现为存货周期的变动，其中，奥运是个重要的拐点。

本轮行业景气于 2008 年三季度终结

本轮行业景气始于 2006 年。2003-2004 年间由于造纸利润处于高位，纸厂不断扩充产能，此后 4 年中，平均每年形成 700 万吨的产能释放。过量的产能冲击了原有行业利润分配格局，造纸企业的盈利能力于 2006 年达到最低水平。2006 年后随着需求的拉动，盈利能力逐渐回升，直到 2008 年，造纸行业景气还一直保持上升趋势。景气的向下转折点出现在 08 年三季度，产品价格出现了快速大幅度的下跌，同时伴以产量的下滑，终结了此次行业景气。

图表 5 造纸业原料与产品价格齐跌，行业景气处于下行趋势


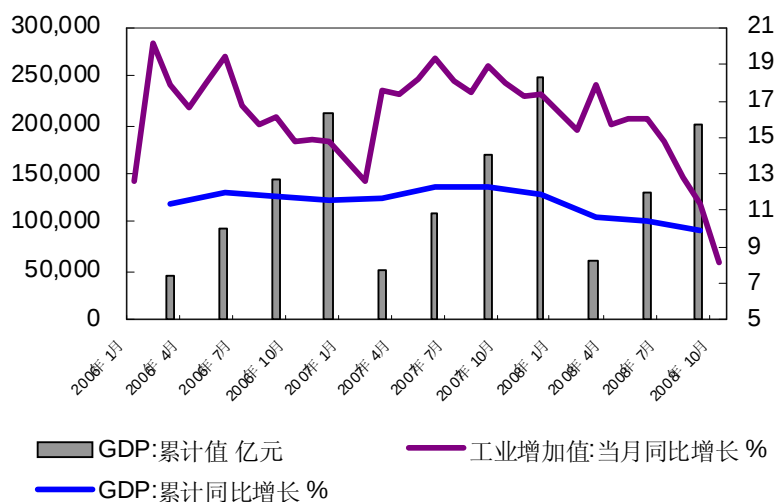
资料来源：光大证券研究所

图表 6 造纸企业限产保价，纸张产量同比快速回落


资料来源：光大证券研究所

奥运是本次存货周期的重要节点

奥运前厂家和经销商对纸价有较为一致的涨价预期,因此市场参与者的囤货现象较为严重。经销商出于盈利压力,为了抢得市场先机,订单量超出了平常水平,这导致纸厂的开工率达到了满负荷。在产能短期内缺乏弹性的情况下,需求的释放导致纸张价格在奥运前不断冲高。

图表 7 奥运延迟了行业景气下滑的时点

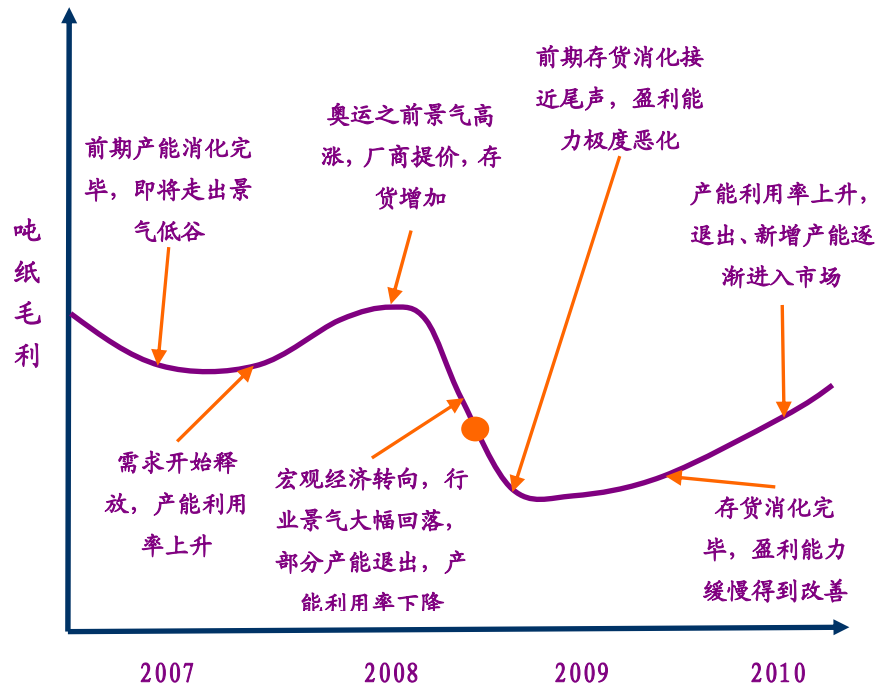
资料来源：光大证券研究所

奥运后,宏观经济开始转向后,我们可以从工业增加值这个指标观察出来。宏观经济的下滑意味着对纸张的需求不增反减,这个时候经销商正常的销售流程开始缓慢下来,纸张的销量开始出现停滞。但厂商、贸易商手中的存货还需要消化,加上新的产品还在不断生产出来,这导致供求关系开始发生改变,纸张市场迅速开始从卖方市场向买方市场转变,供不应求走到反面,整个市场出现供过于求的场面。

造纸行业的薄利多销的特点决定了销量无论对于厂商或是经销商来说均是最重要的指标。为了维持存货周转率,快速消化存货回笼现金,厂家和贸易商陆续采取了降价促销的手段。

产品价格的下跌导致厂商对原材料采购意愿下降,需求的下滑迅速传导到造纸上游,原料商急于出手导致废纸、纸浆价格出现了大幅的跌价,这反过来进一步增强了下游的降价预期,在悲观情绪的驱使下,纸张市场的买方进一步减少采购量,供求关系随之开始新一轮恶性循环。我们预计,从08年4季度到09年1季度,这段时间都将成为存货消化期,市场各方为了避免存货周转期内发生损失,均采取降低存货的措施,企业订货愿望明显回升的可能性较小,整个市场的交易将维持在一个比较低的水平上。

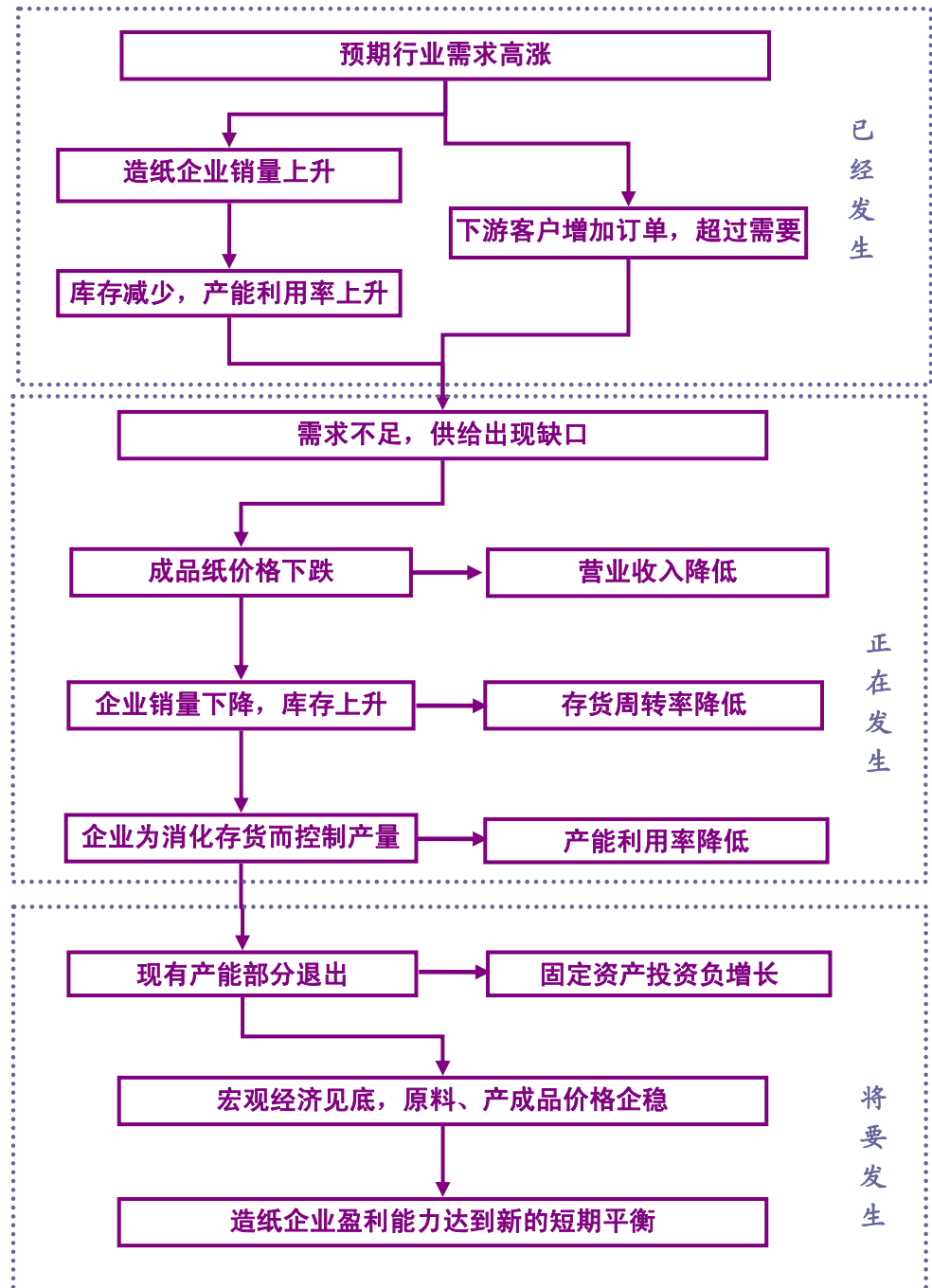
图表 8 本次造纸行业存货周期的演进路线图



资料来源：光大证券研究所

销售量的下滑导致造纸企业的产销率下降, 为了避免存货发生积压, 企业唯一的出路在于限产保价, 降低开工率。我们认为, 造纸企业产能利用率的下降将取代价格下跌成为影响 2009 年上半年造纸企业业绩的主要因素。

图表 9 本次造纸行业存货周期的路径框线



资料来源：光大证券研究所

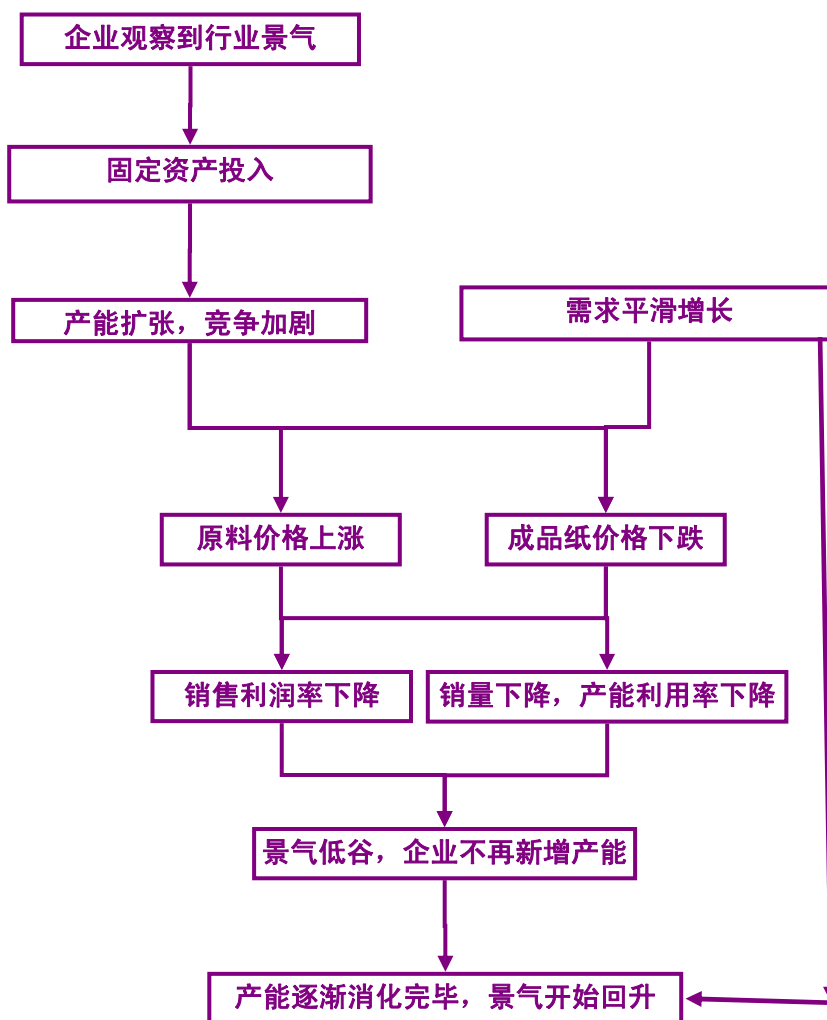
告别进口替代时代

造纸行业的固定资产投资周期

由于造纸企业具有存货周转率高、周转速度快，存货消化带来业绩的负面影响在较短的时间段内就可以消化完毕。然而从更长的周期来看，造纸行业正处于一轮固定资产投资周期的衰退过程中，面临前期供给过剩和需求下滑的双重挑战。

固定资产周期具有一定程度的自我修复性，这在造纸行业的观察所需的时间大约为 4 年。在进入固定资产投资周期景气低谷之后，新增投资效益降低，企业倾向于停止固定资产投资，行业内产能停滞；产能停滞的同时，需求的增长将逐渐改善产品的供求关系，从而逐渐提升行业盈利水平。

图表 10 典型固定资产投资周期的演进路线图



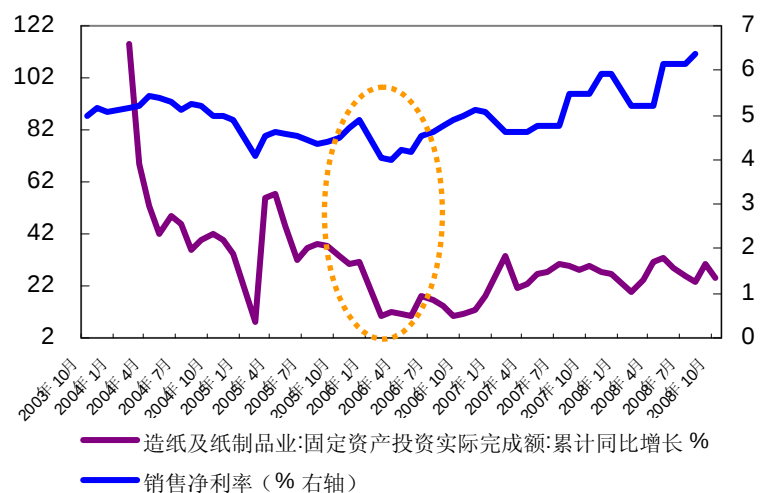
资料来源：光大证券研究所

2007、2008 两年的固定资产投资将形成过剩产能

造纸企业的固定资产投资周期约为 2-3 年，而我们现在正在告别 2006 年以来的景气周期。

从下图可以看出，造纸企业的固定资产投资与盈利能力有着显著的联系，当企业观察到盈利能力较好的时候，只要 ROA 高于资金成本，企业就会萌生投资扩产的冲动；而当利润率下降的时候，企业往往趋向于悲观的思考，暂停此前的或取消新增的扩产计划。

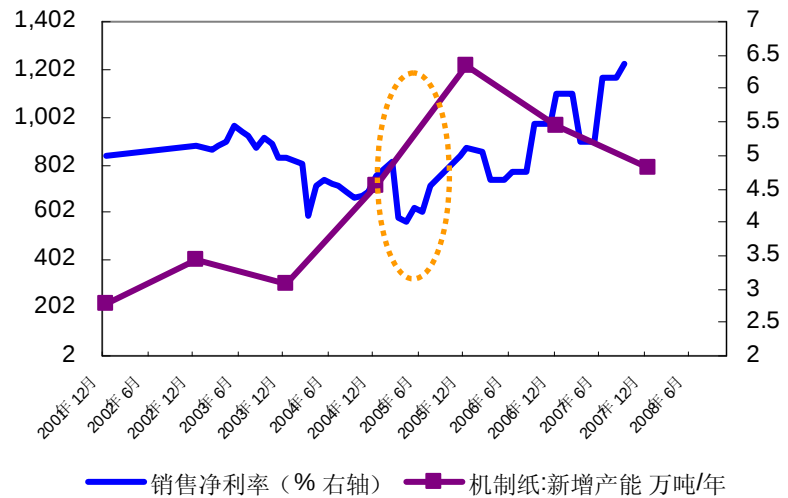
图表 11 造纸业固定资产投资与行业盈利能力高度相关



资料来源：光大证券研究所

2003-2004 年造纸企业正值一轮投资扩张期，固定资产投资的扩大在滞后一定时期的结果就成为扩张的产能。造纸生产线的建设周期一般为 2 年-3 年，因此 2003-2004 年大幅增加的固定资产投资在 2005-2007 年间逐渐转化为了产能。这些产能在 2006 年的释放导致了造纸业陷于上一周期的谷底，盈利能力被压缩至 5 年来最低，这在图中得到了显著的展示。

2006 年是造纸业景气较差的一年，由于产能过剩无利可图，企业投资步伐放慢，固定资产投资的完成额也创下了新低，此后随着盈利能力的改善而开始反弹，固定资产投资的增长率也回升到了 20% 左右。

图表 12 固定资产投资最终表现为产能释放，对利润率形成压制


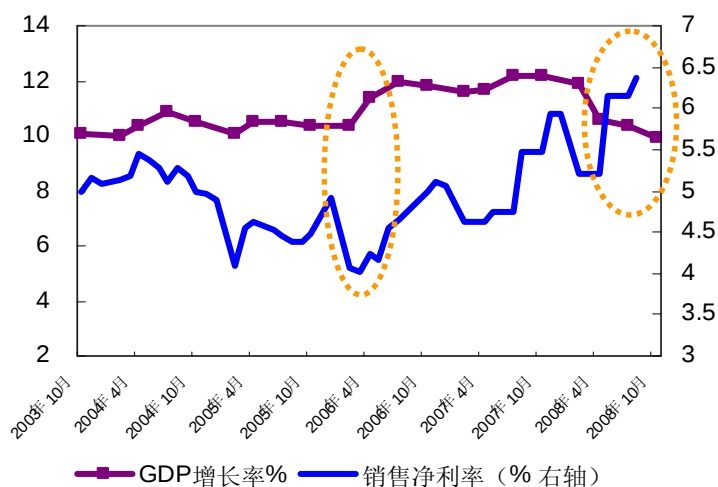
资料来源：光大证券研究所

上图显示，在 2006 年之后仍然有大量的供给产能释放（每年 800-1000 万吨），但利润率仍然逆势上扬。显然供给冲击并不能解释一切，我们需要寻求其他的因素来支持。

盈利能力由供给和需求的变化共同决定，否则我们很有可能陷入到供给决定论的陷阱里面去。我们在前面论述了纸业的应用遍布我们身边，很难找到某一单一的经济指标来衡量纸业的需求，因此为了观察需求的变化，我们采用反映整体经济活动的 GDP 来代表纸业的需求。

从下图我们可以观察到，国内经济的高速增长使得 GDP 增长率在 2006 年前后从 10% 左右提高了 2 个百分点，至 12%。旺盛的需求抵消了产能的冲击，拉动利润率持续提高。

造纸企业面对高涨的利润率，扩张的冲动又一次占据了主导地位。2007-2008 年造纸行业固定资产投资增速维持在 20% 左右，这部分固定资产投资将在建设期结束后进入生产。我们预计 2008 年、2009 年国内造纸能力分别增加 500 万吨和 600 万吨。

图表 13 宏观经济的高速增长显著提升造纸行业利润率


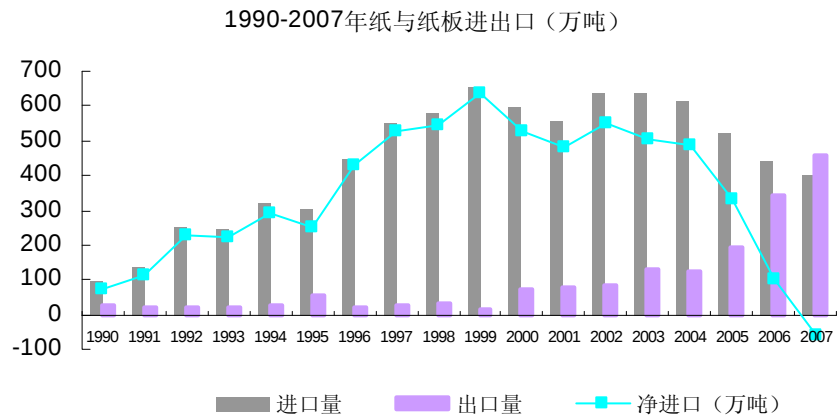
资料来源：光大证券研究所

从上图看来，GDP 可以较好解释造纸行业景气变动的原因，但进入 2008 年，宏观经济增速下滑出现了与造纸行业利润率的背离，这显然是归因于奥运事件的推动。从这里我们可以看出，如果没有奥运这一事件性因素，造纸业的景气下滑应该在 2008 年上半年就显现出来；而奥运的举办改变了市场参与方的预期，将景气下滑延迟至 8 月之后。这也告诉我们另一个推论，也即此次纸张和原料市场的急速下滑，实际上是对之前景气超负荷延续的反动。如果没有奥运因素，国内市场更可能形成与国际市场的联动，价格的和成交量也将以更温和的方式回落。

进口替代的终结：告别纸张净进口

如何走出固定资产投资周期的低谷？如前所述，走出固定资产投资周期基于三个变量的互相作用，即新增产能建设的停滞、现有产能的退出和持续增长的需求。目前造纸行业却并不完全具备这三个条件。在目前行业开始步入不景气的背景下，一些纸厂为了追求规模收益，仍然计划新增产能，关于这一点我们在纸种分析的时候还会谈到；另一方面，需求增速的提高还看不到迹象。

如果把需求分为国内需求和国外需求，我们刚才分析了国内的需求，而国外的需求则表现为纸张的净进口。

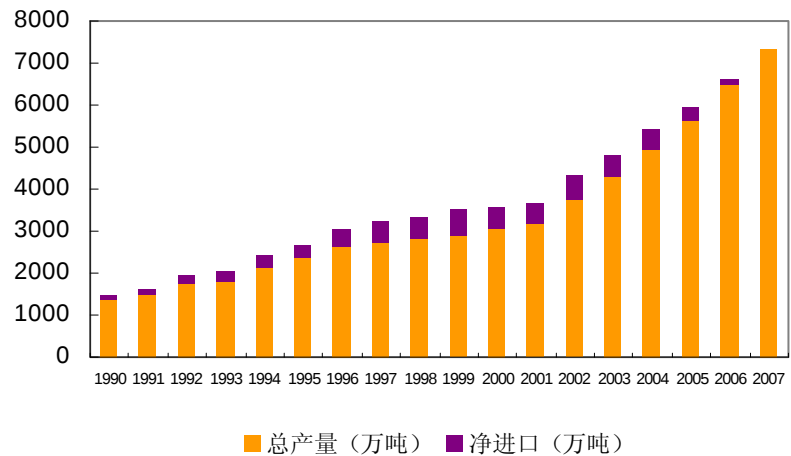
图表 14 进口替代的终结：告别纸张净进口


资料来源：光大证券研究所

自从 2006 年以来，造纸行业每年都有大量产能投放，如 2004 年 712.02 万吨，2005 年 1216.00 万吨，2006 年 967.23 万吨，2007 年 786.87 万吨，四年产能增长几乎占到总产能的 50%，而每年的国内消费量增长仅为 500-700 万吨。另一方面，我们也看到，产能的大幅释放并没有导致造纸行业利润率的大幅下跌，除了上面提到的宏观经济大环境外，还需要考虑造纸业的进口替代过程。

我国从 1990 年开始纸张的供应就存在缺口，这种现象在本世纪初表现得更为明显，尽管国内每年均有几百万吨的产能投产，但每年的供给和需求总是有一定差距，最多的时候达到了 638 万吨。形式上来看，国内发展造纸行业表现为进口替代行为，用国内产品替代国外的产品，从而减少纸张的进口。

国际纸张贸易存在的净缺口扮演了一个产能缓冲区的作用。产能投放多了，净进口被压缩；产能投放少了，净进口增加。这种缓冲机制在无形中起了调节国内造纸行业利润率的作用，稳定了国内纸张市场的竞争情况，无论产能投放如何，造纸企业的产能利用均可以维持在接近 100% 的较高水平。

图表 15 2007 年从净进口到净出口


资料来源：光大证券研究所

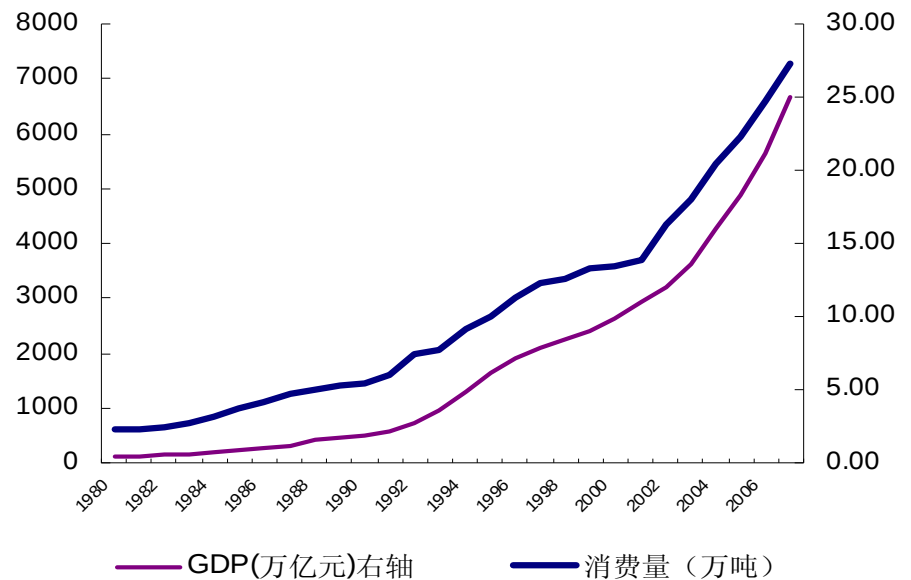
2007 年之后情况发生了逆转性变化。我国造纸行业第一次从净进口国转变为净出口国，这也同时意味着纸产品净进口的缓冲机制已经被终结，国内的纸张产能超出国内需求，从而进入买方市场。这一变化并不是一个波动，而是趋势性的反转，这留给下面我们进行的需求和产能分析去判断。

造纸业未来两年复合增长率为 5.4%

未来两年造纸行业增速下降，产销率下降

考虑造纸行业需求增长的时候，需要将宏观经济的变化作为前提。根据我们对过去 30 年数据的观察，造纸行业产品的消费量与 GDP 呈现非常紧密的相关关系。就增长率来说，纸张需求的增长率徘徊在 10% 左右，与 GDP 增长率的比率的中值为 1，也就是说行业需求增长率与 GDP 增长率相仿。

图表 16 造纸业消费量与 GDP 正相关

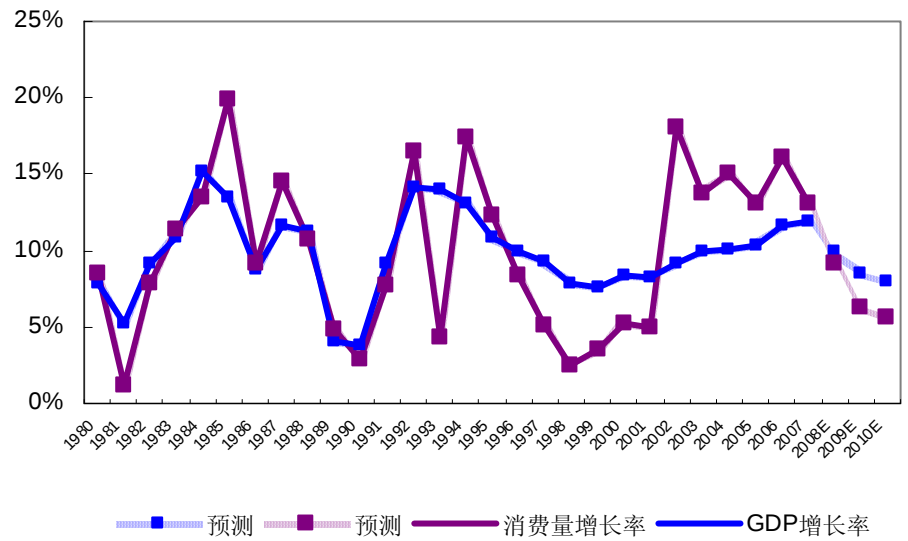


资料来源：光大证券研究所

根据光大证券宏观策略的分析，未来两年宏观经济仍将面临较大的挑战，2009、2010 两年 GDP 预测增长率分别为 8.5%、8.0%。总量变化之外，结构性需求也将发生变化，未来经济结构将从投资、出口、消费三驾马车变为投资独大。由于造纸行业有相当程度的消费属性，这一经济结构将不利于纸张消费量的增长，我们估计未来两年纸张消费增长率分别为 5.3% 和 5.6%。

国外需求方面，后进口替代时代带来了产销率下降的问题。如果发生国内产能过剩，2007 年以前的解决方案是减少国外纸张进口，用国内产量去挤占这块市场。然而在 2008 年，纸张本来就处于负进口状态，已经没有更多的进口纸产品供国产纸张去挤占。另一方面，全球经济 2009 年可能陷入零增长或负增长，恶化的国际环境将对出口销售产生压力，行业整体出现供过于求的局面，造纸企业的唯一的选择是限制产量，产能利用率随之下降。

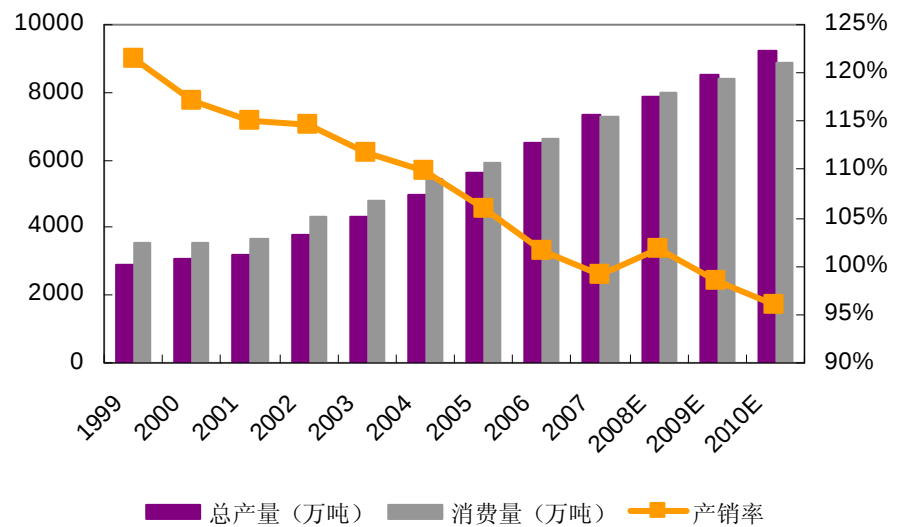
图表 17 预测未来两年纸张需求复合增长率为 5.4%



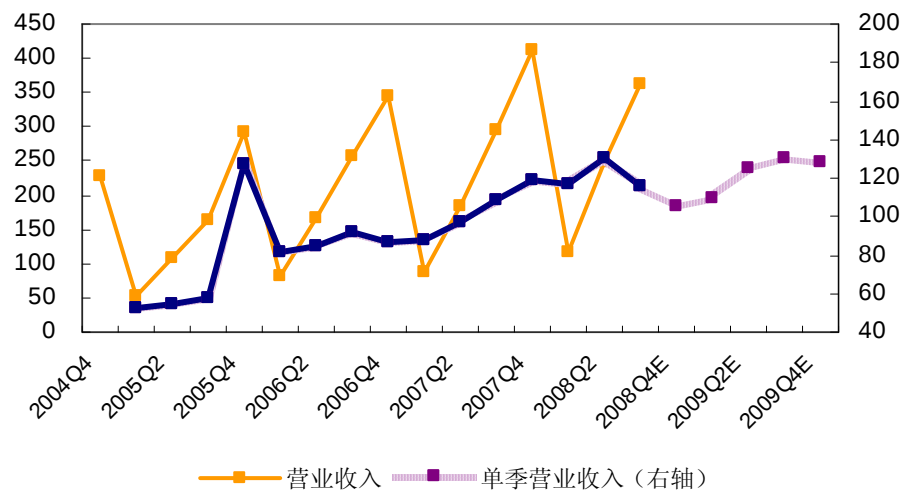
资料来源：光大证券研究所

在 2009、2010 年 GDP 增长率分别为 8.5%和 8.0%的假设下，根据我们对 GDP 的回归，2008、2009、2010 年纸消费量分别为 7997 万吨、8417 万吨、8889 万吨，而对应产能分别为 7850 万吨、8550 万吨、9250 万吨，那么 2008、2009、2010 年的产销率分别为 101.9%、98.4%、96.1%。国内产能处于饱和状态，新增产能将使产销率下降。

按照分季度来看，光大 11 家重点造纸公司的销售收入变化将呈向右倾斜的 V 字型，09 年 2、3 季度将出现回升。

图表 18 进口替代完成后未来两年产销率的下降将降低企业开工率


资料来源：光大证券研究所

图表 19 行业营业收入将呈先抑后扬的走势（11 家重点公司，亿元）


资料来源：光大证券研究所

产能退出将平衡需求减少

面对下滑的需求，我们认为厂商会采取限制产能的方法来维持盈利能力。可能采取的主要手段主要有取消规划产能，延缓在建产能，对现有生产线进行限产保价，甚至关闭部分纸机。目前各大造纸企业或多或少均在执行限产保价政策。

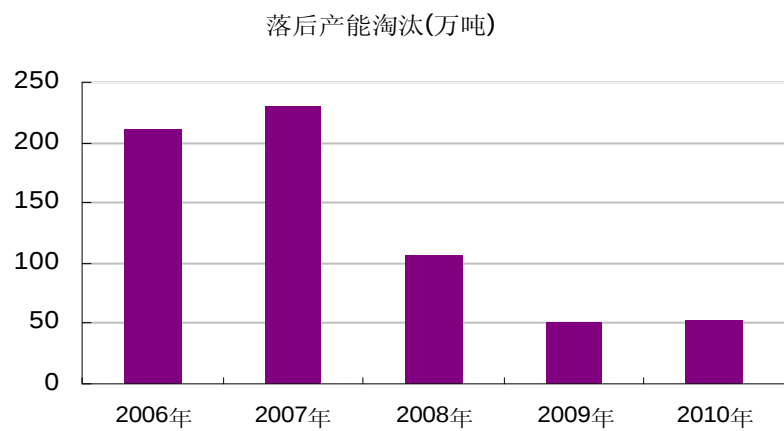
纸业市场的景气突然大幅下滑让一部分企业对于新增产能的态度发生了

改变。日照制浆项目、APP 铜版纸项目均暂停实施，推迟半年。玖龙在广东、理文在江苏的项目也暂停实施。玖龙原计划 2009 年投放 250 万吨产能，现在全部推迟。

此外，部分厂家在规模、环保等问题上不达标也将被动关闭；根据《造纸产业发展政策》，2009、2010 年各有 50 万吨的落后产能淘汰规划。

无论是主动限产还是被动关闭，产能退出是纸企面对供过于求的正常反应，也是行业盈利能力好转的一个先决条件。当行业产能淘汰，重新达到供求平衡时，造纸企业的盈利能力才有望恢复。

图表 20 发改委十一五期间造纸落后产能淘汰计划

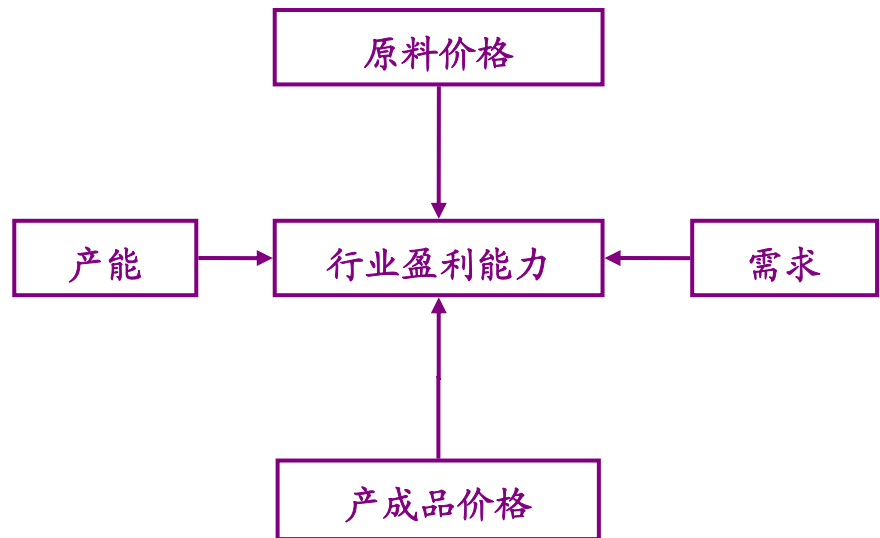


资料来源：《造纸产业发展政策》，光大证券研究所

盈利能力将成斜 V 型变化

对未来造纸行业盈利能力作出预测之前，我们需要建立影响盈利能力的因素分析框架。影响盈利能力的因素主要包括原料价格、成品价格、产能冲击和需求下滑。

图表 21 造纸行业盈利能力的变化的分析框架

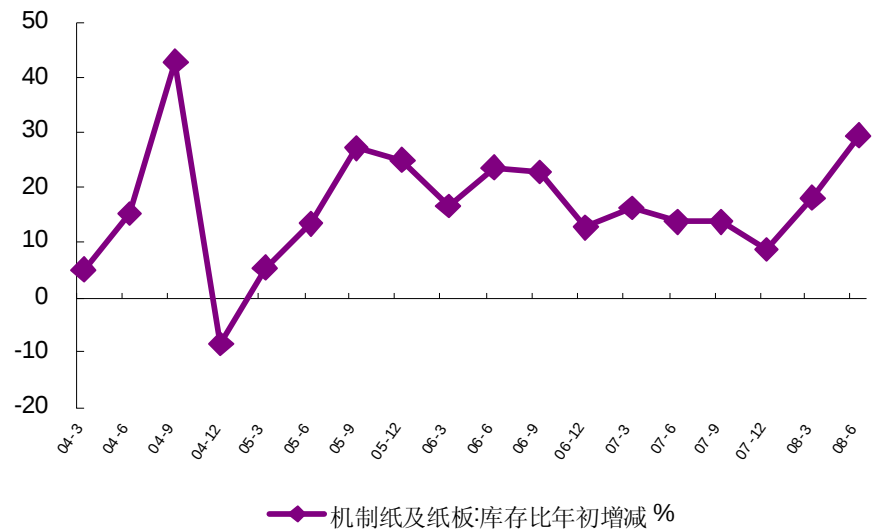


资料来源：光大证券研究所

存货周期将延缓价格下跌对公司业绩的影响

造纸行业的原材料废纸、纸浆、纸张处于大幅下跌之中。从价格角度来说，根据我们的统计数据，与 2007 年同期相比，白卡纸、铜版纸的跌幅在 15% 左右，文化纸、箱板纸的跌幅在 7% 左右，新闻纸则有 10% 左右的涨幅。废纸的跌幅最大，达到了 40% 以上，纸浆的跌幅则在 25% 左右。我们认为，废纸、纸浆在短时间内的跌幅远超过其他品种，已经接近其收购成本，相对纸张成品继续出现深幅下跌的可能性不大；而纸张成品受产业链传递滞后的影响，在未来生产成本下降的前提下仍有一定继续下跌的空间。

造纸行业库存自从年初以来出现了较快速度的增加。根据国家统计局的统计数据，截止 08 年 6 月底，造纸全行业库存比年初增加约 20%。而对光大证券 11 家重点造纸公司的跟踪测算显示，截止三季度，造纸行业存货较年初增加约 23%，较 2007 年同期相比增加了 45%。

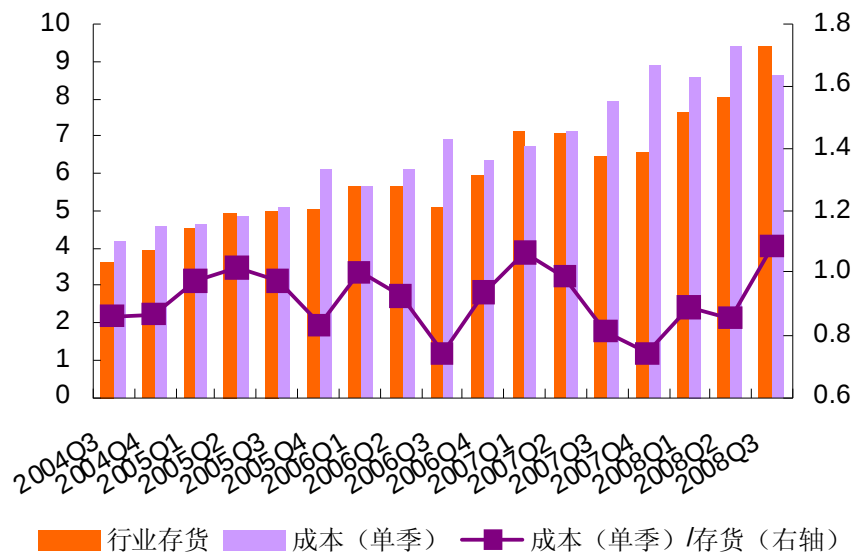
图表 22 造纸全行业库存增加

资料来源：光大证券研究所

实际上，经济下滑不仅推高了存货，另一方面销售额也受到了影响，这直接影响到进入核算的成本。一方面存货在增加，另一方面进入核算的生产成本却在减少，这直接导致了造纸企业存货周转率的大幅下降，三季度的行业平均存货周转率已经降低到了 2.8 次/年，明显低于 2007 年同期的 3.3 次/年（见图）。

存货周转率的下降将大幅减缓高价存货的消化速度，同时将恶化的财务数据携入 2009 年上半年。因此我们估计，2008 年四季度至 2009 年一季度将成为盈利能力最受压缩一个季度，2009 年一季度造纸企业仍将忙于消化库存，盈利能力的恢复需要到 2009 年下半年才能看到。

图表 23 光大证券 11 家重点造纸公司存货及存货周转率示意图（单季度，亿元）



资料来源：光大证券研究所

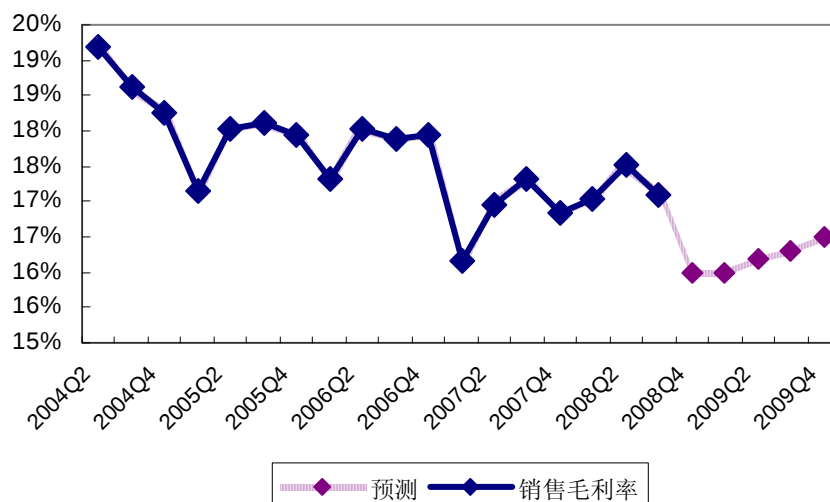
盈利能力将受到产能缩减支撑

如同我们分析产销率的下滑时分析思路，盈利能力随着供给增加而缩减，随着供给退出而扩大。我们目前对未来两年的产能投放预测为 1400 万吨，但如果产能增长速度少于预期，盈利能力的下滑将低于预期。目前造纸行业通过推迟新增产能、限产保价、关闭生产线等方式退出部分产能。

对于造纸行业来说，产能的退出和重新进入比其他行业相对较快，成本较低，因此前期退出的产能将转变为潜在产能，对盈利能力形成压力。未来产能的变化情况将由产能的退出和新增产能的投放速度之间的博弈来决定，从而进一步影响造纸行业盈利能力。

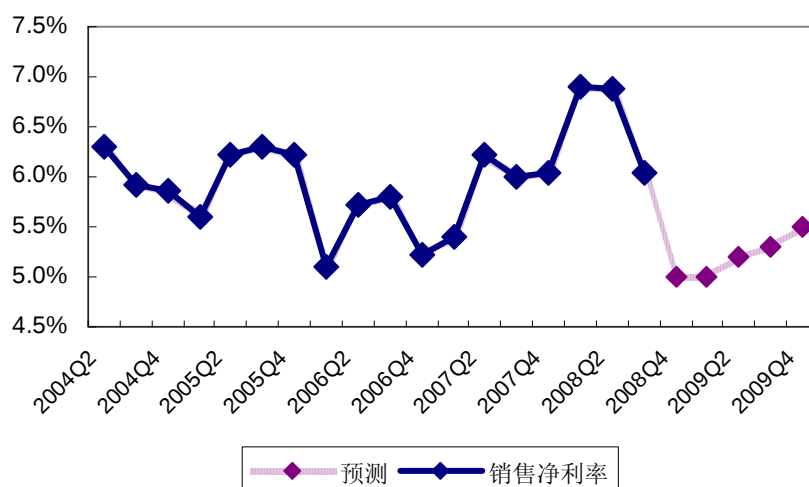
我们预计 2009 年造纸行业盈利能力造纸行业的盈利能力将成斜 V 型走势。其中短期受存货周期影响，盈利能力的底部应在 2008 年四季度或 2009 年一季度发生，而后随着产能投放的低于预期和存货的消化，盈利能力将缓慢回升，仍将低于 2008 年的水平。我们预计 2009 年造纸行业毛利率下降 1.5 个百分点，净利率下降 1 个百分点。

图表 24 销售毛利率将呈斜 V 型走势（光大 11 家重点公司，单季度）



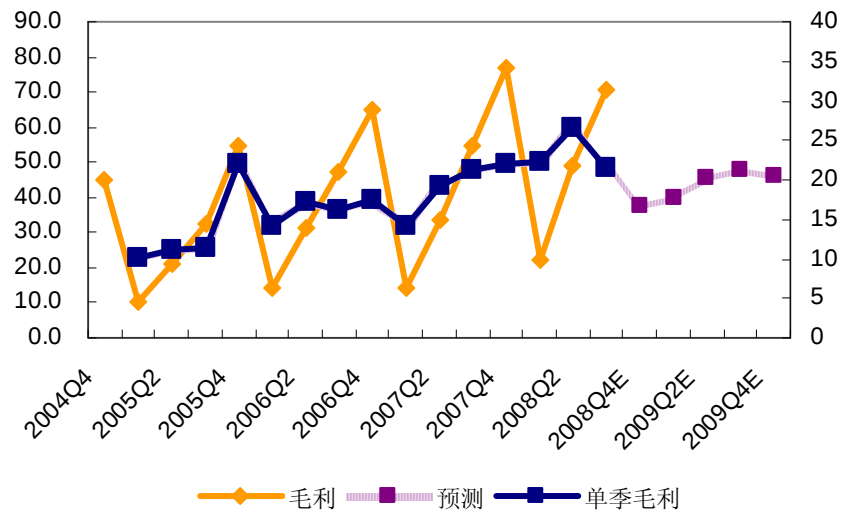
资料来源：光大证券研究所

图表 25 销售净利率将呈斜 V 型走势（光大 11 家重点公司，单季度）



资料来源：光大证券研究所

图表 26 销售毛利将呈斜 V 型走势（光大 11 家重点公司，单季度）

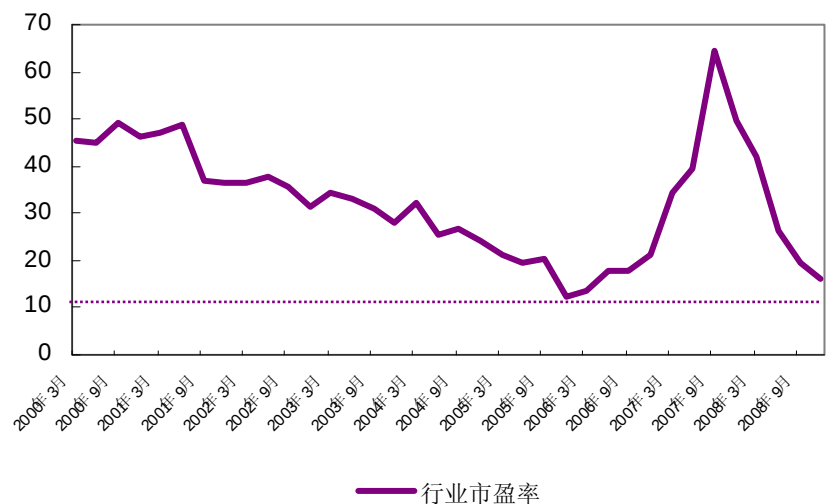


资料来源：光大证券研究所

估值处于底部区间

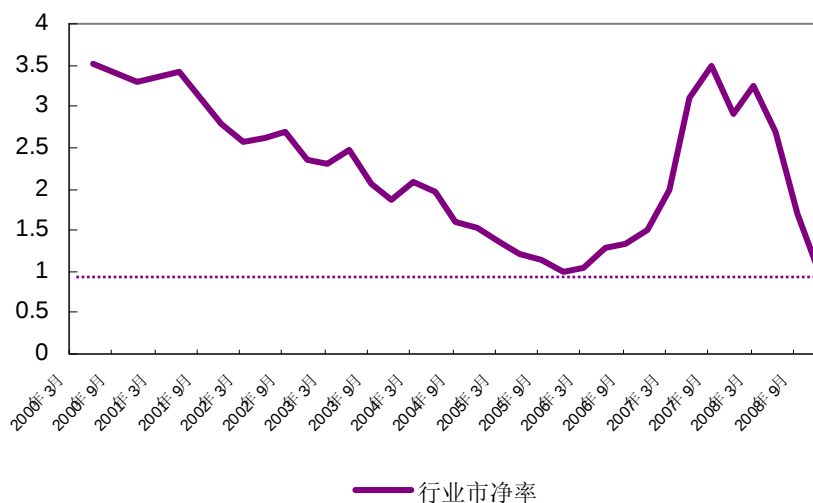
我们对过去 8 年来造纸企业的估值做了纵向比较，目前行业市盈率和市净率两个指标已经接近历史底部区间。

图表 27 行业市盈率接近历史底部



资料来源：光大证券研究所

图表 28 行业市净率接近历史底部



资料来源：光大证券研究所

我们认为,虽然行业基本面短期回暖可能性较小,但由于股价的深幅下跌,整个行业已经具有估值优势。

子纸种分析：万绿丛中一点红

由于原料、下游需求不尽相同，子纸种的未来周期表现也各不一样。下面列出了我们对主要纸种价格变化的估测。我们对文化纸和新闻纸较为看好。

图表 29 09 年部分纸种的价格变化预测

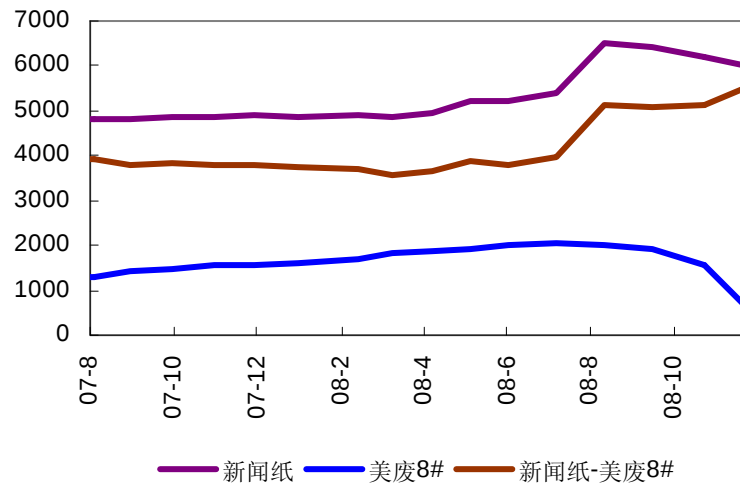
	白板	新闻	铜版	文化	箱板	牛皮	总计
均价 08E	4866	5498	7477	7113	2992	6277	
均价 09E	3650	4948	5607	6401	2693	5963	
涨价幅度 09E	-25%	-10%	-25%	-10%	-10%	-5%	-13.2%

资料来源：光大证券研究所

新闻纸：产能基本消化完毕

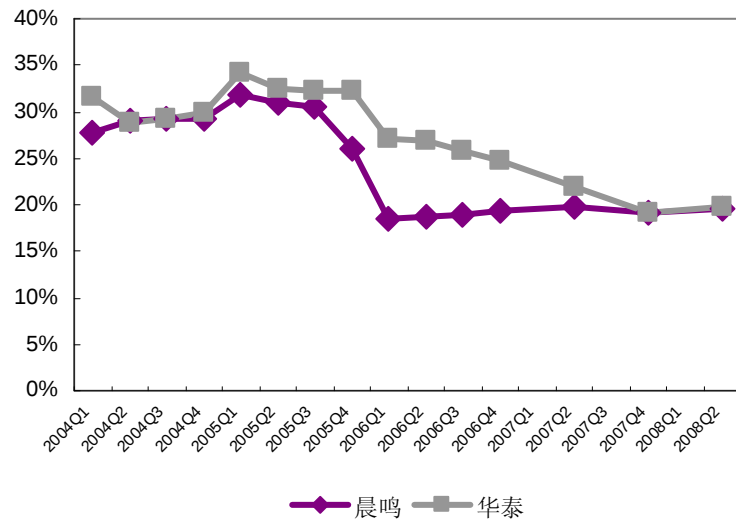
2008 年我国新闻纸国内消费量预计达到 390 万吨。供给方面，2008 年有广纸年产 40 万吨、山鹰纸业年产 20 万吨、辰龙纸业年产 20 万吨以及杭州锦江纸业年产 10 万吨等 4 条引进的生产线相继投产,加上现有的 450 万吨产能，2008 年我国新闻纸总产能约为 520 万吨左右。而未来两年新增产能释放则较为微弱，我们认为新闻纸产能压力在各纸种中相对较小，09 年降价幅度将小于其他纸种。

图表 30 国内新闻纸、美废 8#价格走势



资料来源：光大证券研究所

图表 31 新闻纸主要上市公司的销售毛利率变化



资料来源：光大证券研究所

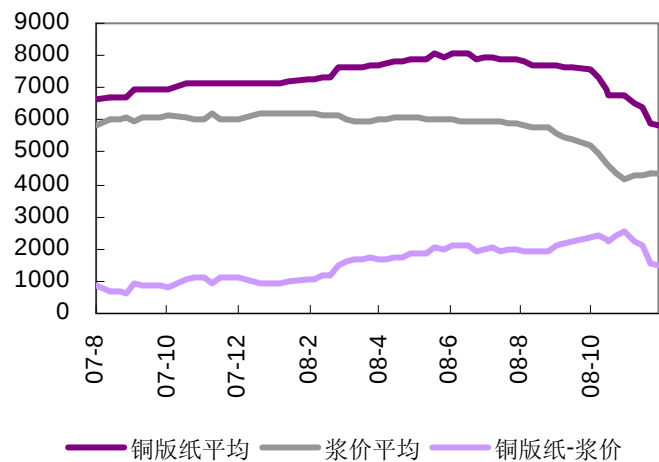
铜版纸：产能投放压制景气周期

铜版纸产能投放压力较大。2008 年投放产能主要有晨鸣收购 Domtar 的 12 万吨/年的铜版纸生产线，以及太阳的 21 号纸机逐渐达产，合计新增产能 15 万吨。未来的产能投放还有 2009-2010 年期间海南 APP 相继投

产的 140 万吨生产线，华泰股份 80 万吨以及日本王子南通两期共 80 万吨生产线。

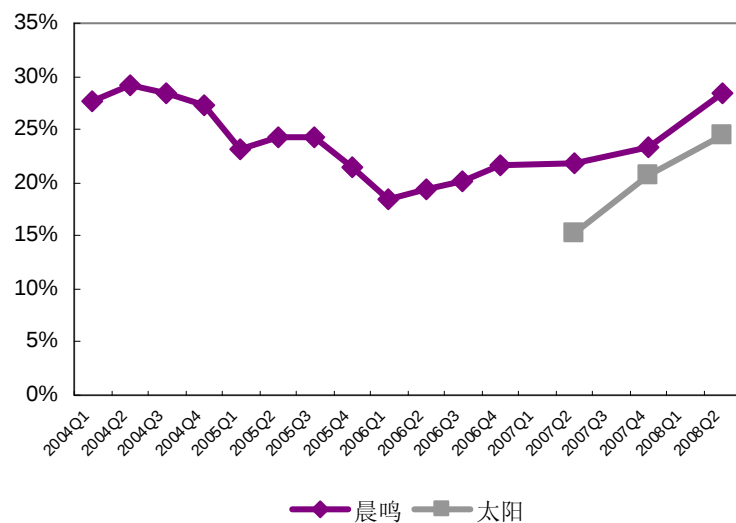
国外铜版纸产能随着反倾销税的取消将对国内产生一定冲击。自 2003 年商务部对国外铜版纸企业征收反倾销税，至 2008 年 5 年反倾销保护期到期进入复议阶段，目前在复议期的一年内进口铜版纸还将继续征收 10.4% 的反倾销税率，但在 2009 年复议结束后，由于国内外铜版纸价格差异并不显著，反倾销税继续征收的可能性不大。届时国外铜版纸的对内供应也将对国内市场形成一定冲击。

图表 32 国内铜版纸、浆价价格走势



资料来源：光大证券研究所

图表 33 铜版纸主要上市公司销售毛利率分析

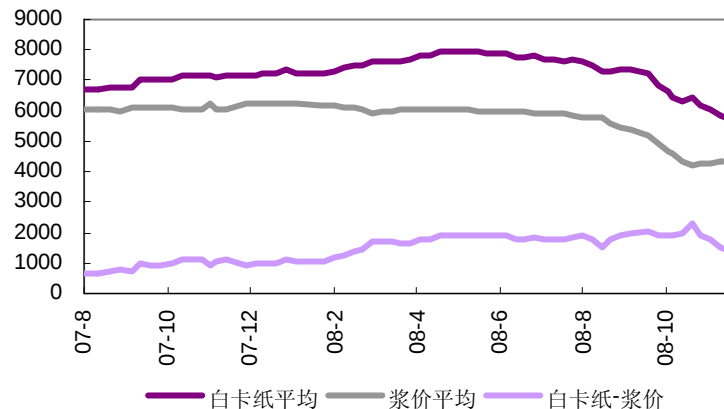


资料来源：光大证券研究所

白卡纸：景气高点受制于产能投放

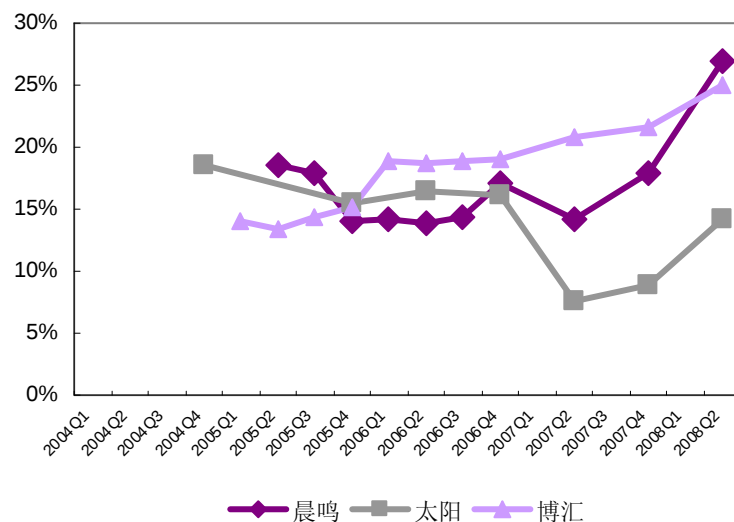
白卡纸的新增产能较多，2008 年美利纸业扩产 30 万吨，太阳纸业新增 40 万吨，2010 年还有 APP 钦州 60 万吨，博汇纸业扩产 35 万吨，而现有产能仅为 200 万吨。我们预计白卡纸 09 年平均价格下降 25%。

图表 34 国内白卡纸、浆价价格走势



资料来源：光大证券研究所

图表 35 白卡纸主要上市公司销售毛利率分析



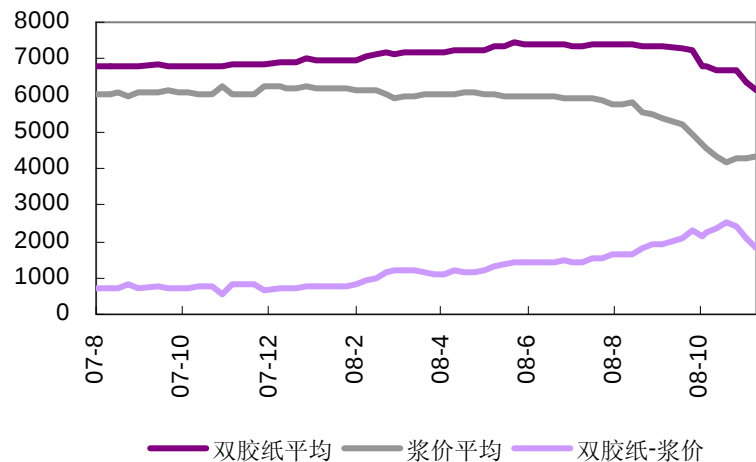
资料来源：光大证券研究所

文化纸：景气周期未受较大影响

文化纸的产能比较分散，这意味着文化纸将受益于小型产能的退出，未来两年文化纸的新增产能投放也比较少，这使得文化纸的景气较其他纸种较

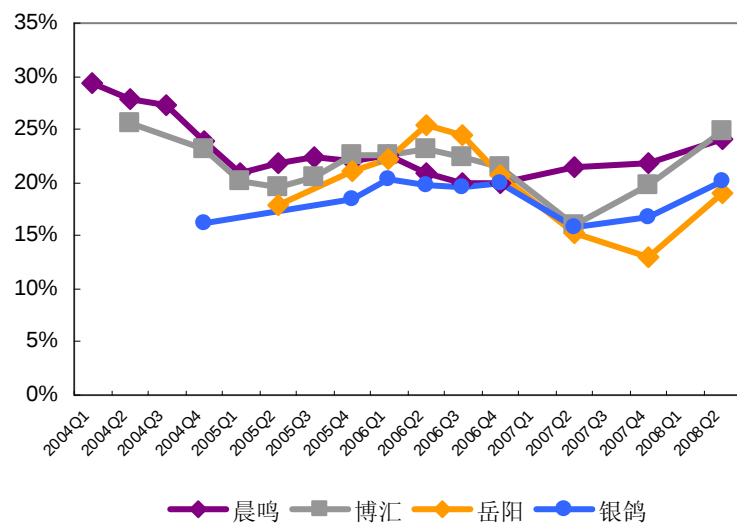
好，目前文化纸的跌幅同比仅为 8%，是景气比较好的纸种。

图表 36 文化纸、浆价走势



资料来源：光大证券研究所

图表 37 文化纸主要上市公司的销售毛利率变化



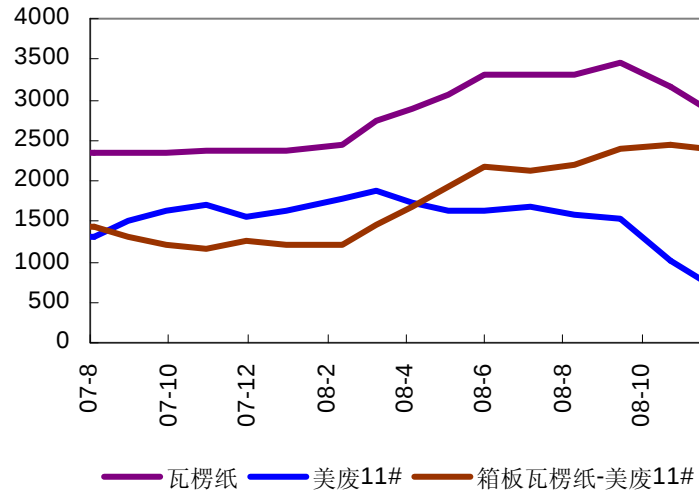
资料来源：光大证券研究所

箱板纸：全球需求陷入低迷，出口导向纸种受损

箱板纸与下游工业包装需求具有紧密的相关性。2008 年我国出口贸易增速维持在近年来较低的水平上，这导致了箱板纸这一面向对外贸易的纸种需求增速下滑。受国际经济放缓影响，工业品出口增速放慢，箱板纸的价格也受到了一定影响，但由于箱板纸从 2007 年年底以来景气已经开始提

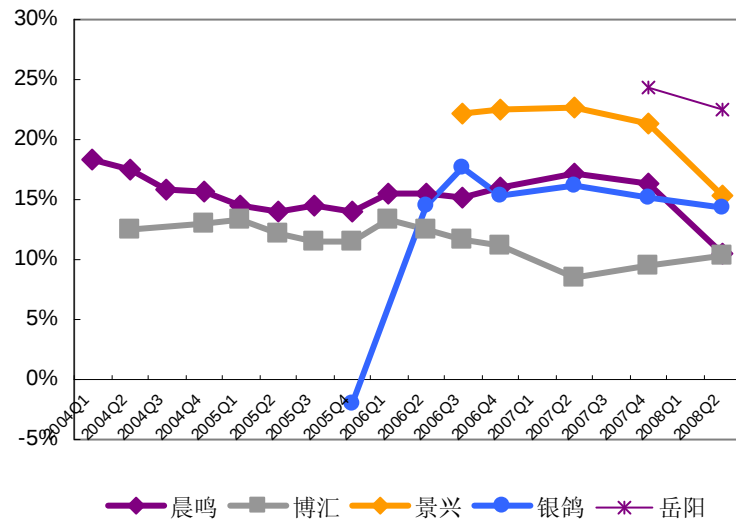
前下滑，因此在下半年的纸张价格普遍下跌中表现却好于其他纸种。

图表 38 箱板纸、美废 11#价格走势



资料来源：光大证券研究所

图表 39 箱板纸主要上市公司的毛利率变化



资料来源：光大证券研究所

08 年的投资策略

短期：关注存货周期

存货周期是本轮行业景气的关键词,我们认为造纸行业的盈利改善主要取决于宏观经济的触底反弹。目前纸行业的吨纸毛利处于历史最低水平,而晨鸣、太阳等主要造纸企业的存货周转时间都在2个月左右,2008年四季度和2009年一季度将观察到行业盈利下滑的谷底,2009年二季度的盈利将随着宏观经济的好转而出现行业性的回升。因此,我们预计2009年一季度是较好的买纸时机。

从稍长的时间段来说,目前造纸行业处于固定资产投资周期的下滑阶段,供给方面由于前期投放产能过多,而需求的增长却跟不上,我们认为订单的下滑将导致销量下降,产能利用率将会从第三季度的97%左右下降到95%以下,资产周转率的下降必然导致业绩下滑,最后反映在毛利率上就是探底之后的缓慢回升。

中期：关注造纸产业政策的执行与新政策的出台

造纸行业是高耗能高污染的行业。为了贯彻造纸业节能减排,国家一方面加速淘汰落后产能,一方面提高行业准入标准。根据《十一五规划》和2007年发布的《造纸产业发展政策》。持续的产能淘汰以及行业进入壁垒的提高保护了正常的行业竞争秩序,有利于行业龙头的健康发展。当行业内的小产能退出后,行业总供给减少,竞争趋向于平缓,行业内的龙头公司将受益于这一过程。政策的重点问题在于政策执行力度,如果政策能得到较为彻底的执行,目前严峻的市场竞争环境有望得到缓解。但另一方面,“五小”工业不仅提供了地方政府的收入,也解决了地方的就业问题,我们担心经济下滑会导致地方政府对小造纸等污染工业的管制有所放松。

造纸行业属于资金密集型产业,尤其是大型造纸企业吸收就业的作用并不明显,但造纸行业是林业和废纸回收业的下游行业,我国木材产量的30%-40%用于制浆造纸,如果纸厂大量倒闭将减少林农收入,不利于林农的增收。在国家政策向第一产业倾斜,积极解决三农问题的大背景下,我们认为国家有可能出台针对造纸行业的扶持政策。我们预计这些政策将包括技改、税收优惠,以及相关鼓励收购兼并的政策,进一步提高行业淘汰力度和行业进入门槛,适当提高行业集中度。

主要关注公司

晨鸣纸业：上下游一体化程度较高的龙头公司

公司概况

晨鸣纸业是A股上市最大的造纸公司,总产能超过了300万吨,其中50万吨新闻纸,160万吨文化纸(40万吨轻涂纸、40万吨胶版纸、40万吨书写纸),30万吨白卡纸和60万吨箱板纸产能。晨鸣的产品线在国内造纸公司中最为齐全。

未来看点

公司本部 9.8 万吨废纸脱墨浆项目、吉林晨鸣日产 300 吨化学浆生产线，年产 12 万吨美术涂布印刷纸项目已经建成投入使用。

2007 年投产的本部年产 30 万吨超压纸项目、吉林晨鸣 18 万吨轻涂纸项目 2008 年全面达产，产量较 2007 年将有大幅增长。

2009 年底湛江 70 万吨浆线建成之后，公司所需纸浆原料可以做到自给自足。

投资建议

我们较为看好晨鸣纸业，基于以下三点原因。第一，造纸行业处于节能减排，淘汰落后产能的过程中，技术先进，处于龙头地位的晨鸣纸业可以在这个背景下取得先发优势。第二，晨鸣纸业纸种全面的优势可以有效抵御子行业的周期波动，例如目前白卡纸和铜版纸景气下行，然而文化纸、新闻纸景气程度均较好，平滑了整个公司的景气周期，最后，公司未来两年新项目投产，尤其是湛江 70 万吨浆线建成投产后，公司所需纸浆原料可以做到自给自足，公司的经营成本和经营风险将得以降低。

太阳纸业：具备成本优势的造纸的典型公司

公司概况

公司主要产品包括涂布包装纸、涂布文化纸和高档非涂布文化纸，公司目前产能 190 万吨。公司主要产品有白卡纸 48 万吨、白板纸 30 万吨、铜版纸 40 万吨、文化纸 45 万吨。

未来看点

22#纸机即 30 万吨液包纸机已经于 2008 年 8 月投产，预计未来将扩产到 40 万吨；2009 年还将新增 SC 纸 9.8 万吨，热敏纸 9.8 万吨。

林浆一体化方面，公司已在老挝拥有 200 公顷的育苗林开发权，目前公司生产自制浆 10 万吨，2010 年公司的浆产能将达到 30-40 万吨，届时公司纸浆自给率可以达到 30%左右

投资建议

公司主要产品白卡纸景气回落幅度较大，但公司仍然是国内同业中最优秀的造纸公司，其吨纸投资、吨纸毛利均较同业有着明显的优势，我们看好公司在未来成本竞争中的优势地位。老挝项目将成为潜在的催化剂因素。

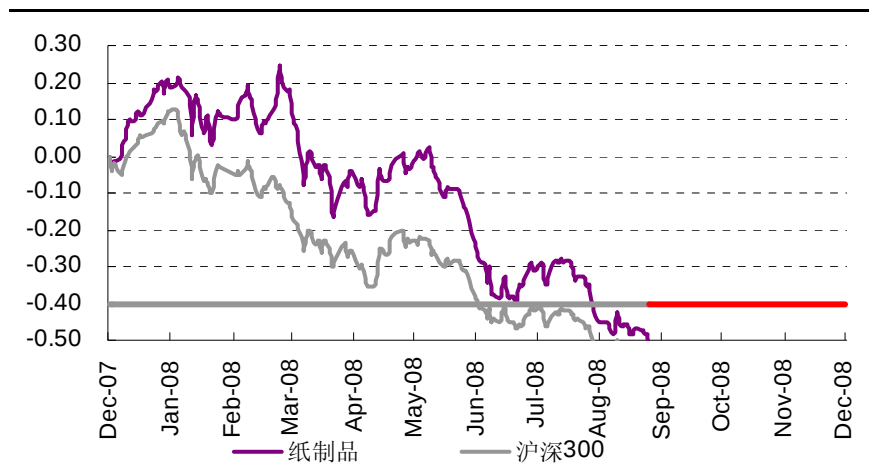
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

纸制品

分析师：程杲



日期	行业评级
2008-09-05	增持
2008-11-28	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市浦东南路528号证券大厦南塔15F.16F. 邮编: 200120
电话: 021-68816000 传真: 021-68818550

光大证券研究所

上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦17楼A-C座
电话: 021-50818887 (总机) 传真: 021-50816915

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	贺燕萍	010-68561522	13911760013	heyp@ebscn.com
	李立志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	杨日昕	021-50818887-235	13817003122	yangrx@ebscn.com
	王莉本	021-50818887-233	13641659577	wanglb@ebscn.com
	戴茂戎	021-50818887-296	13585757755	daimr@ebscn.com
深圳				
	陈扬	021-50818887-275	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峰	021-50818887-276	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-50818887-294	15921780908	lingjie@ebscn.com
专题				
	陈扬	021-50818887-275	13916187675	chenyang@ebscn.com
	凌洁	021-50818887-294	15921780908	lingjie@ebscn.com
QFII				
	满国强	021-68822917	15821755866	mangq@ebscn.com
	陶奕	021-68822917	13788947019	taoyi@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。