

产品提价预期引发交易性机会

- 造纸行业近期走势点评

行业评级：中性

研究员 呼振翼

电话：(8610)85253503

Email: huzhenyi@mszq.com

2009年2月3日

行业研究/点评

近5个交易日造纸板块大幅上涨，超越沪深300指数10%以上，提价以及预期的毛利好转是刺激因素，去年四季度大幅下跌之后的价格已经跌破重置成本是内在因素，但综合来看，我们判断本质仍是超跌性质，这和目前市场的多数股票活跃特征接近，行业的盈利能力完全好转仍需要整个经济的好转以及下游需求的完全复苏，其中的结构性机会存在于需求滑落较小的文化纸行业，以及跌幅较大之后提价预期强烈的铜版纸上，近期仍会有较好的交易性机会，但提价的持续性如果没有需求的配合就难以出现盈利趋势性好转，另外存在一体化整合的公司我们认为是主要的行业内机会。

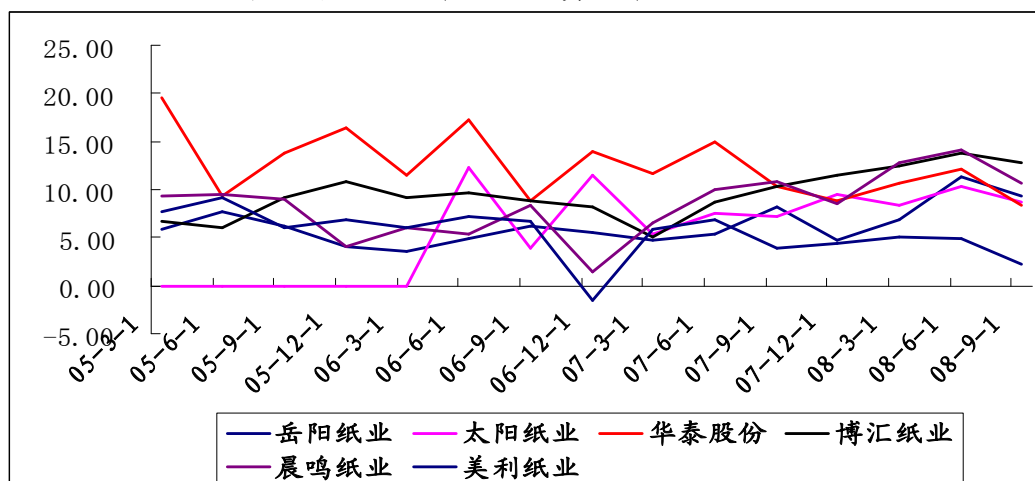
投资要点：

1. 提价预期以及毛利转好是构成板块近期强势的外部因素。

关于提价信息，在1月中旬几大厂商就进行过试探性提价，而从各个原料产品看，由于春节长假停工，市场供给不足，而正常的需求还在，特别是去年四季度各大厂商都进行过部分产能的停产，因此我们认为在需求逐渐消化原有产量后，出现提价也是正常现象，而且各主要纸种在去年三四季度都大幅下挫平均在20%左右，因此出现100-200元的提价应在情理之中。

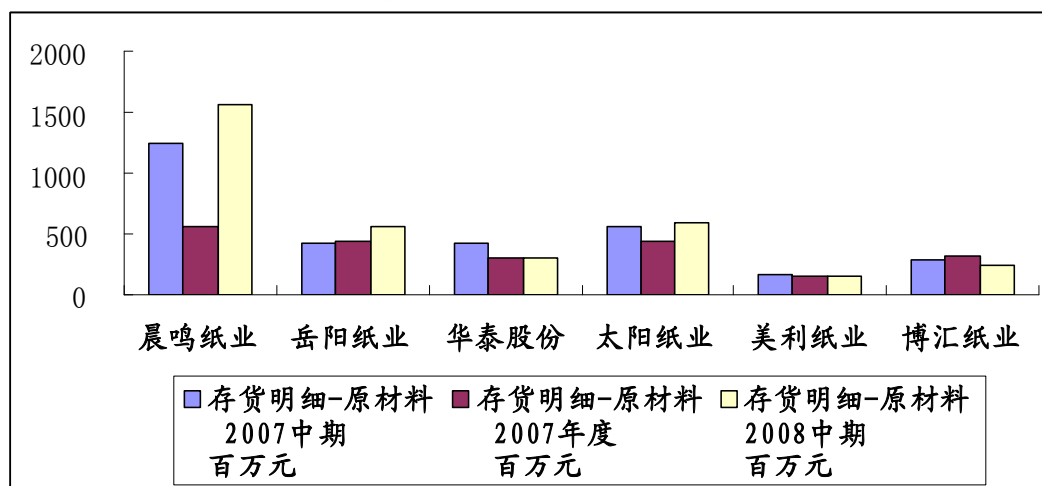
而毛利情况看，去年四季度各大厂商的去库存化，即使销量减少应该也可以消化掉去年中期的高价库存，而同期纸浆价格和废纸价格跌幅更大，因此在完成去原料库存化之后，毛利的止跌企稳是可以预期的。截止到去年三季度主要厂商取出三项费用后的毛利在10-15%之间，因此在产品价格下跌而成本却是高价原料的情况，营业利润第四季度多数将亏损，而去年第四季原料的同步下跌可以为今年第一季的毛利企稳回升提供帮助，但由于第一季的产量和销量都不会很高，因此即使低价原料提供帮助，而某些费用是刚性的，因此费用比例不大可能还维持在以前的较低水平上，还是会吞噬一部分营业利润，预计扣除三项费用的毛利率在个位数水平，因此具体的利润水平还须观察，但实现季度利润环比上升是可以实现的。另外就是持续性，分纸种看，白卡由于跌幅较大，价格反弹可以预见，但需求的接受度很难说，文化纸中双胶纸跌幅较小，主要是下游的书本等需求相对刚性，而铜版纸主要是受制于2010年左右有200万吨左右的计划产能释放，虽然目前情况下，估计不大可能按计划全部如期进行，但是个压力。

图1 主要上市公司的毛利率与三项费用率的差



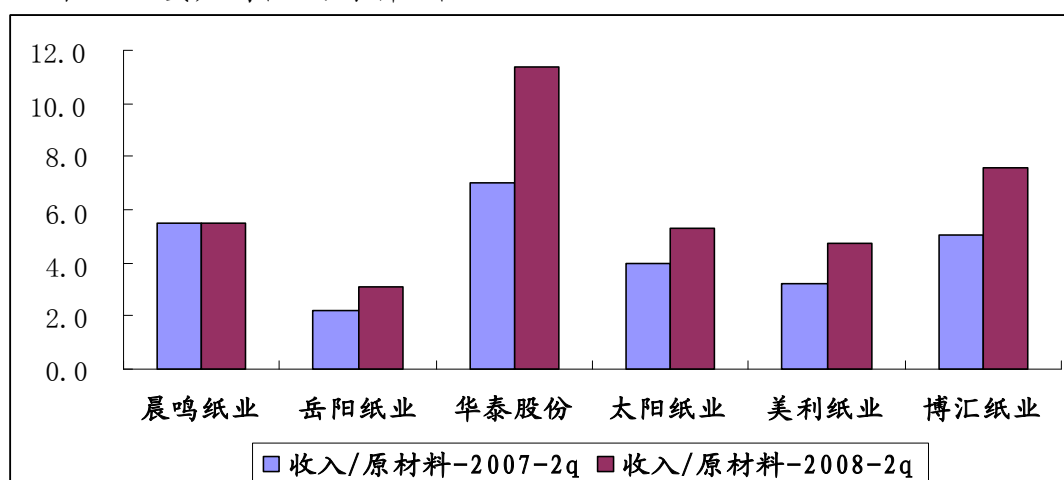
数据来源 wind 民生证券研究所

图2 主要厂商原材料库存情况



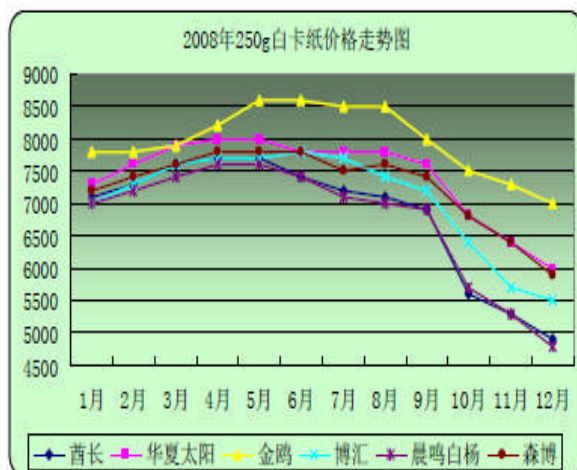
数据来源 wind 民生证券研究所

图3 主要厂商收入/原料比值



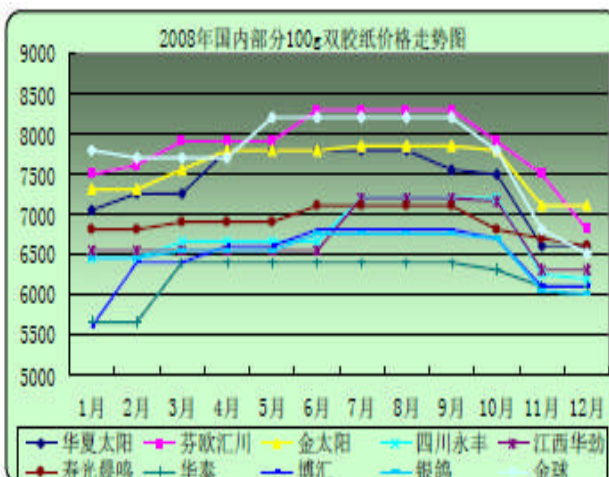
数据来源 wind 民生证券研究所

图4 白卡纸价格情况



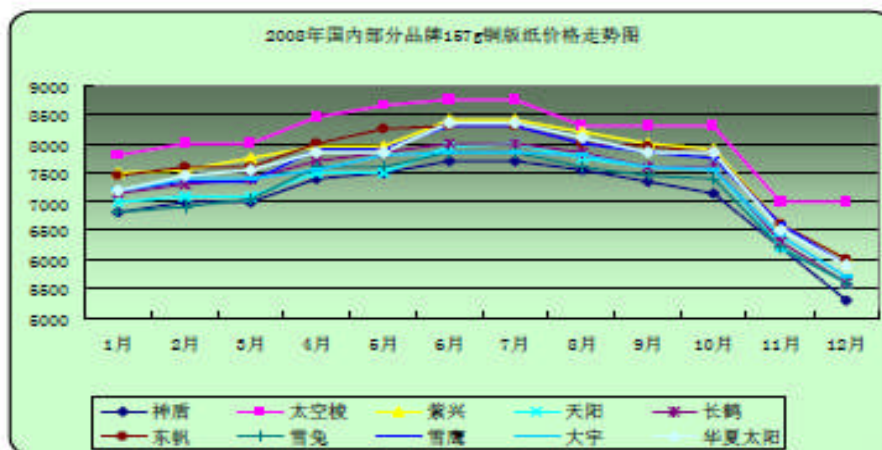
数据来源 纸联资讯 民生证券研究所

图5 双胶纸价格情况



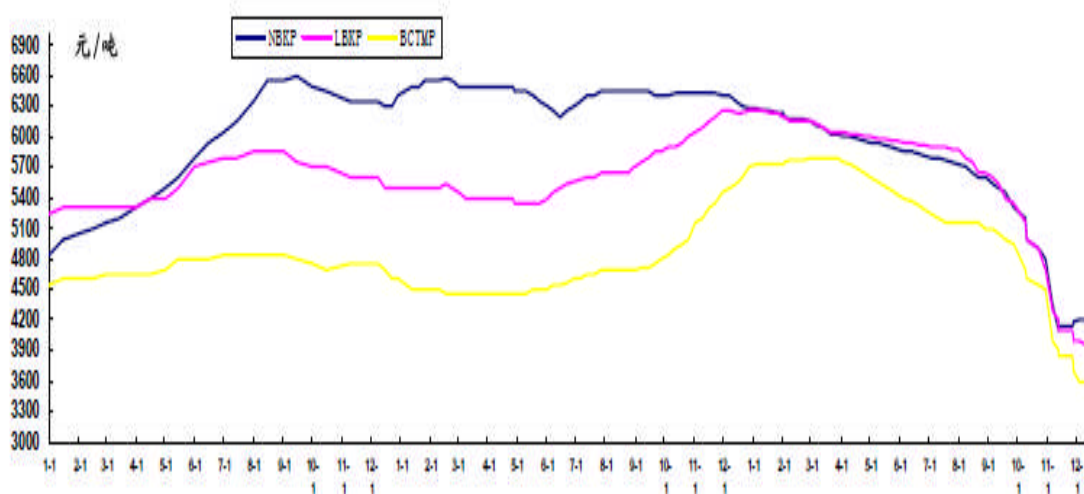
数据来源 纸联资讯 民生证券研究所

图6 铜版纸价格情况



数据来源 纸联资讯 民生证券研究所

图7 纸浆价格走势



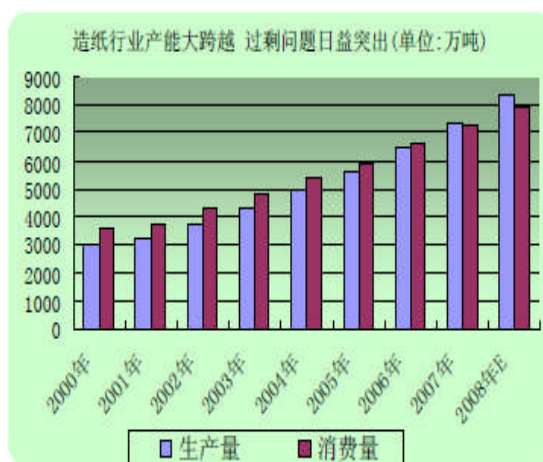
数据来源 纸联资讯 民生证券研究所

2. 行业供求大趋势转好还须时日，行业利润上半年同比下滑确定，ttm利润低点在中期。

行业大的展望看，我们维持年度报告主要观点，像造纸行业这样和经济同步性很强的周期行业，不大可能独立于经济状况而独立好转。而行业供求看，在2007年实现产量超过消费量之后，2008年这一特点更为突出，虽然全球来看，主要国家的造纸产能是在萎缩的，这为产能释放提供帮助，但在目前的世界经济背景下，更多的是远景，而反映到行业利润看，去年前三个季度的高增长带来的是今年利润同比下滑，预计行业ttm利润低点要在中期到三季报之间，全年看由于去年只有三个季度贡献利润，因此预计今年利润下滑在10%以内。在此期间，小厂商仍是主要的冲击对象，如果这个期间能实现行业的整合，则大厂商之后的日子会更稳定，这是我们在年度策略报告中依然看好如太阳和晨鸣这样的龙头企业的原因。

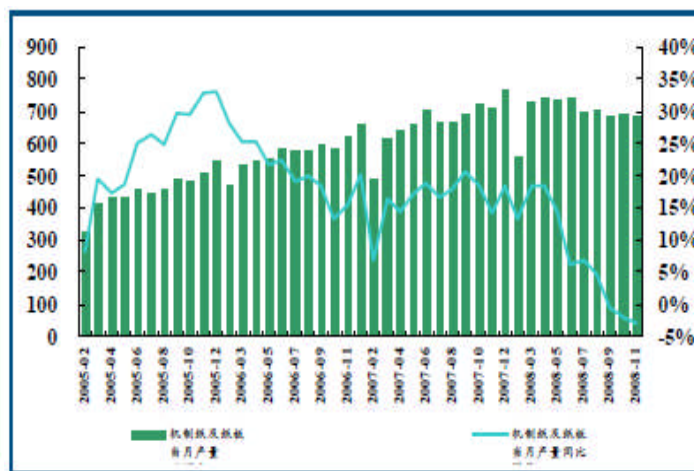
我们初步判断，在目前经济环境下，行业利润趋势转暖而非反弹要到四季度之后，届时经济状况也有复苏的可能，从而带动需求。

图8 近年行业产销量情况



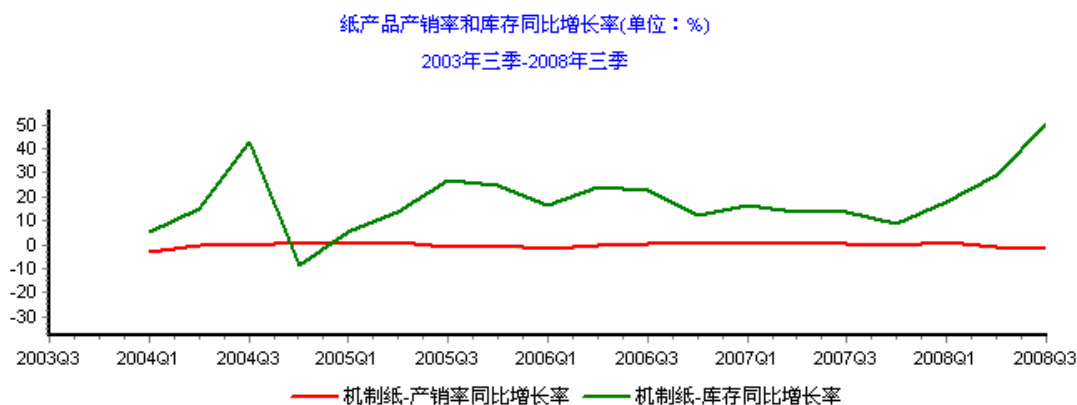
数据来源 纸联资讯 民生证券研究所

图9 今年行业月度产量以及增速



数据来源 纸联资讯 民生证券研究所

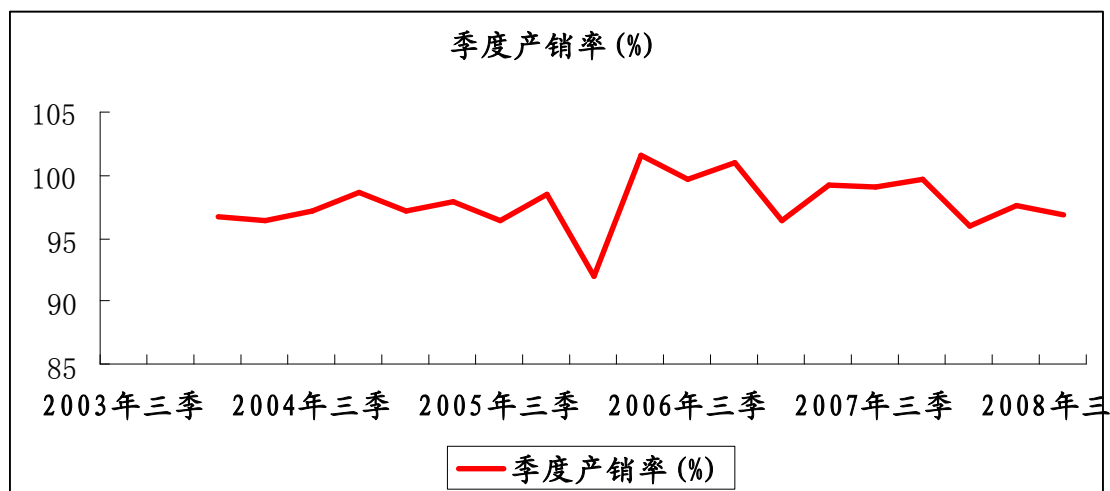
图10 纸产品产销率和库存的同比增长率



数据来源: Wind资讯

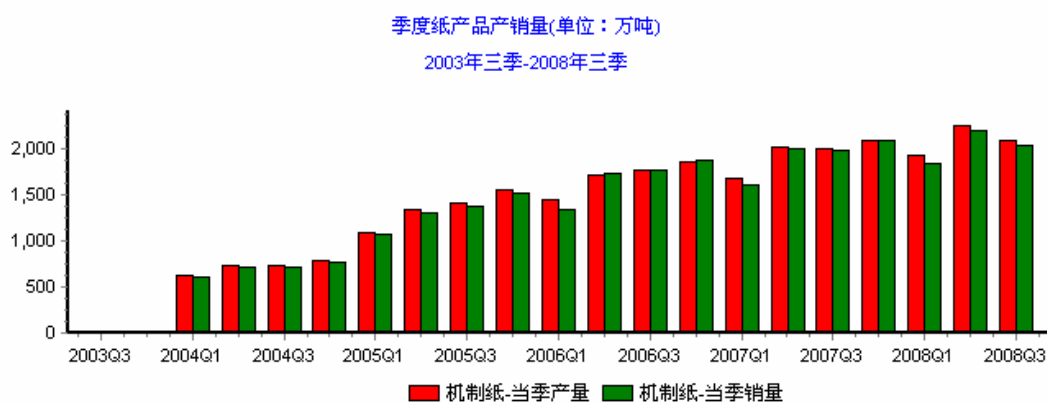
数据来源 wind 民生证券研究所

图11 行业季度产销率情况



数据来源 wind 民生证券研究所

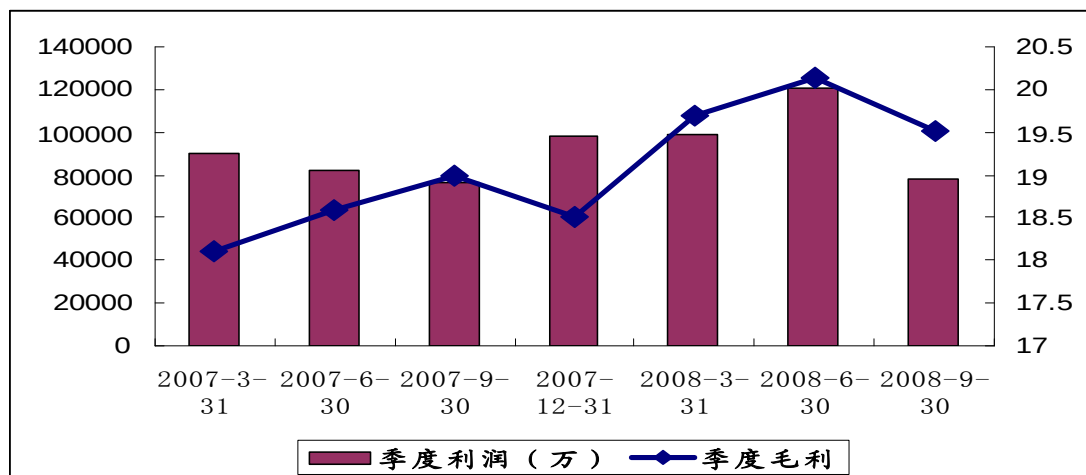
图12 行业季度产销量



数据来源: Wind资讯

数据来源 wind 民生证券研究所

图13 上市公司行业季度利润情况



数据来源 wind 民生证券研究所

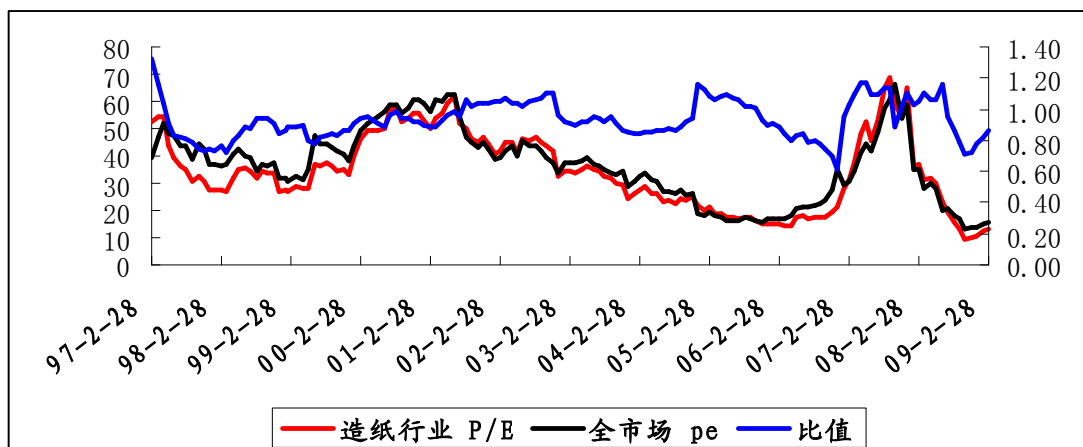
3. 投资策略

行业估值情况看，目前行业pe和pb处在历史低端，而从和市场相比的情况看，由于行业从来就不是一个主导性行业，因此无论是pe还是pb都不曾持续超越市场，pb更是一直低于市场，因此与市场偏离过远是机会所在，而如果偏离过远的同时，行业有景气配合则产生超额机会。

而基本价值看，重置成本是相对清晰的底线，如果不涉及行业进入趋势性降低产能阶段的问题（如同现在西方国家的情况），我们认为这个基准还是有较好的参考意义，因此产能是有意义的。我们在前期年度报告中明确提出了主要公司已经大幅跌破重置成本，是长线投资者可以关注的阶段，长期看有较好的安全边际。而近期的持续强势我们认为除了行业内部有提价带来的毛利好转预期外，市场因素更主要，实际上近期很多板块都出现了上涨，无论是军工还是新能源，以及行业振兴计划的影响，都不是现阶段就具备利润推动特征的，都属于预期型，因此我们认为近阶段造纸行业的强势也有外部氛围的原因，如果是三个月前行业也提价很难看到目前这种效应，而在大幅下跌之后的上涨阶段，基本面的支持意义不会很突出，而持续时间较长的趋势性强势却必然是有基本面因素的，这也是目前没有外部因素刺激的大行业和大公司表现不佳的一个原因。

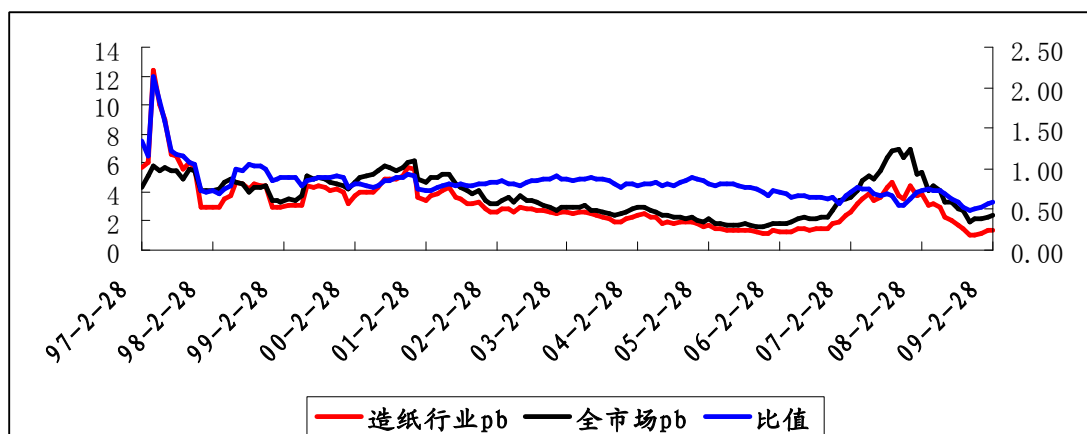
而具体到行业的投资策略，我们总体上维持年度报告的方针，即基于对大型优秀龙头公司的低估值因素的选择，以及对有行业整合预期因素的公司选择，而前者看，低估值或者低的价格水平是现阶段主要的选择因素，在行业没有系统性转好的前提下，短期的提价因素我们更倾向于波段性的交易型机会，目前阶段仍可维持交易趋势；而第二类机会我们更加关注，它的机会存在和行业的变化趋势关系度会小很多，现阶段估值上他们并不占优势，相对来看，岳阳纸业的林地资产更可见，但市值偏大，而美利纸业的低市值和大股东的强势背景其博弈机会更有吸引力。

图14 行业pe水平以及与市场比较



数据来源 天相投资 民生证券研究所

图15 行业pb水平以及与市场比较



数据来源 天相投资 民生证券研究所

表1 行业主要公司估值情况

数据截至 2009-2-3

证券简称	PE/TTM	PB	总市值/亿元	产能/万吨	吨纸市值
岳阳纸业	18.47	1.48	44.22	100.00	4422
太阳纸业	10.96	1.86	50.19	180.00	2788
华泰股份	9.15	1.22	45.76	120.00	3813
博汇纸业	9.79	1.32	32.85	80.00	4106
晨鸣纸业	8.66	1.08	134.45	300.00	4482
美利纸业	13.37	1.20	11.26	50.00	2252

数据来源 wind 民生证券研究所

图16 近期行业表现



数据来源 天相投资 民生证券研究所

民生证券评级标准

公司评级标准

强烈推荐： 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

推荐： 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性： 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

回避： 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在-5%以下；

行业评级标准

推荐： 我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性： 我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

回避： 我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归民生证券有限责任公司所有。未获得民生证券研究所事先书面授权，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“民生证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。