

行业步入“超调”后的恢复期， 股价高度将取决于恢复的程度

谨慎推荐 维持评级

核心观点：

- 在09年造纸业投资策略报告中，我们认为造纸产业链正在经历由良性成长到失衡的转变，产业链的各个环节处在“再平衡”的调整过程。近期纸品价格的企稳上涨标志着纸业链“再平衡”过程接近尾声。
- 过去的两个季度，浆厂、纸厂和经销商的去库存行为，放大了需求减弱的效应，使原料和产品价格的下降出现“超调”。春节前后，多数产品价格开始小幅上调，则属于对前期“超调”的恢复性上涨。我们相信，后期这种小幅上涨的态势有望继续。
- 08年12月份应当是企业盈利的最差时期，而随着高价原料的消耗和产品价格的提升，09年一季度的盈利将有望好转。
- 我们前期一直强调存货状况的重要性。在价格见底并开始反弹时，公司的毛利率将逐渐回升。此时销量是影响我们业绩预判最重要的变量，因此后期需要密切跟踪销售状况，而存货指标对我们分析的重要性则相对下降。
- 对于近期股价的优异表现，我们倾向于认为是以下两大因素所致：（1）行业低PB所带来的估值吸引力；（2）近期纸价见底反弹，改变了市场过度悲观的看法，对股价上涨形成有效的催化作用。
- 当前PB与合理PB水平相比仍然略被低估。而与历史估值相比，当前PB也处于较低的水平。预期行业状况仍将进一步好转，我们所作的保守预测不排除向上修正的可能性。
- 维持对行业的谨慎推荐评级。谨慎推荐晨鸣纸业、太阳纸业、华泰股份、博汇纸业、银鸽投资。

分析师

叶云燕

✉: yeyunyan@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8028

相关研究

- 1.《毛利率将呈“V”型走势，盈利有望2010年企稳——09年造纸业投资报告》2008.11.12
- 2.《纸业链“再平衡”即将结束，盈利有望触底——纸品提价简评》2009.01.08

需要关注的重点公司

股票名称	股票代码	评级	股价(元)	合理价值 (元)	PE (X)			08-10EPS CAGR	ROE2008
					2008E	2009E	2010E		
晨鸣纸业	000488.SZ	谨慎推荐	7.16	8.6-9.00	13.3	17.4	13.7	3.60%	10.48%
太阳纸业	002078.SZ	谨慎推荐	10.78	10.21-12.7	27.9	22.1	16.6	-5.13%	7.81%
华泰股份	600308.SH	谨慎推荐	9.17	10.29-12.35	13.0	16.1	13.6	-9.25%	9.88%
博汇纸业	600966.SH	谨慎推荐	7.00	7.49-8.98	12.2	15.0	11.8	14.89%	13.44%
银鸽投资	600069.SH	谨慎推荐	4.90	4.98-5.57	24.5	18.3	14.0	-4.11%	6.07%

资料来源：中国银河证券研究所

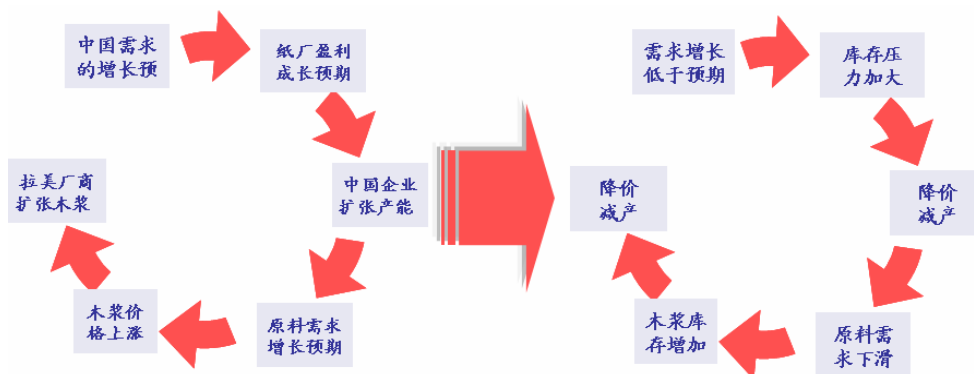
一、纸业链“再平衡”步入尾声

在 09 年造纸业投资策略报告中,我们认为造纸产业链正在经历由良性成长到失衡的转变,产业链的各个环节都处在“再平衡”的调整过程(参见图 1、图 2),而在这个再平衡的过程中,把握行业投资机会的关键在于把握住行业 and 企业的盈利变化路径。为此,我们把盈利变化路径的问题分解成了三个问题:(1)再平衡或调整的时间会持续多长?(2)销售收入如何变化?(3)毛利率如何变化?当时我们对第(2)和第(3)个问题作了详细讨论,而面对第(1)各问题,我们只能依靠后期密切的跟踪来获得答案(具体可参见我们的 09 年度造纸行业投资策略略报告)。

(3) 毛利率如何变化?当时我们对第(2)和第(3)个问题作了详细讨论,而面对第(1)各问题,我们只能依靠后期密切的跟踪来获得答案(具体可参见我们的 09 年度造纸行业投资策略略报告)。

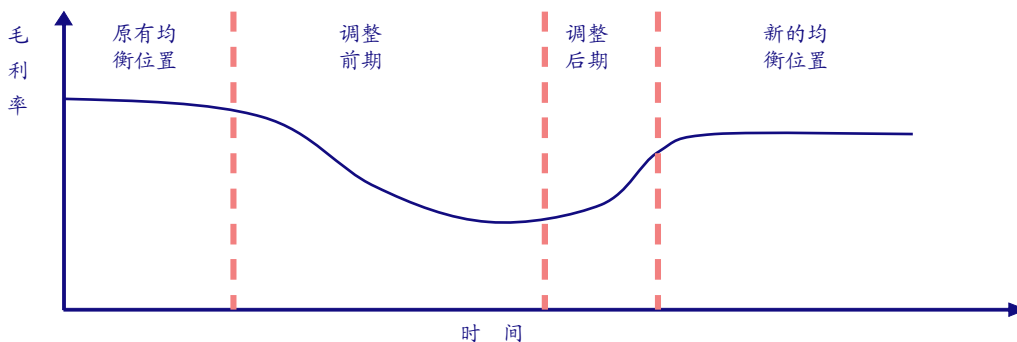
在近 2 个月的时间里,我们对产品价格和产业链各环节(纸厂和经销商)的存货状况作了密切的跟踪和观察。在元旦过后,市场发生了一些积极的变化,部分产品出厂价成功提高。而经销商和企业的心态发生了重要的转变。当时的简评报告中,我们判断行业的再平衡过程正在步入尾声,企业盈利有望触底。而春节过后,部分产品再次发出提价通知,使我们对上述判断更加确信。

图 1: 造纸产业链由良性成长到失衡的转变



资料来源: 中国银河证券研究所

图 2: 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

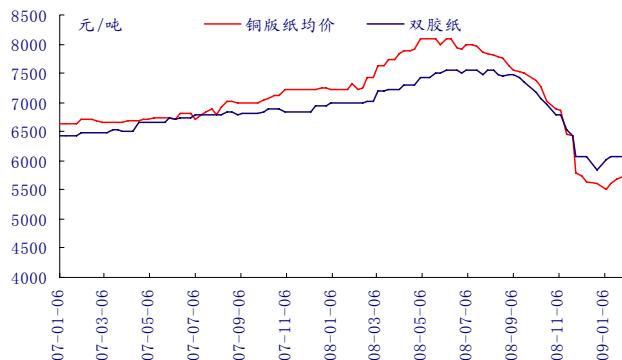
二、“超调”的价格体系正处修复期

08 年三季度以来，受需求转弱的影响，无论是纸品，还是废纸、木浆等原料价格都经历了大幅度的下降。在这个过程中，纸厂、经销商和终端客户处理库存的一些“过激”行为，则放大了需求减弱的效应，使原料和产品价格的下降出现“超调”——绝大部分厂商在四季度都出现亏损。

当一个行业内大部分厂商都亏损时，其价格体系必然是不合理的，并无法持续的。至 09 年 1 月，部分产品价格开始出现上涨，我们将其定义为“修复”性上涨。铜版纸、双胶纸、白卡纸和白纸板的市场价格都有小幅的上涨（图 3、4），出厂价也有过两次上调。我们相信，后期这种小幅上涨的态势仍有望继续。而新闻纸价格则尚未见底。

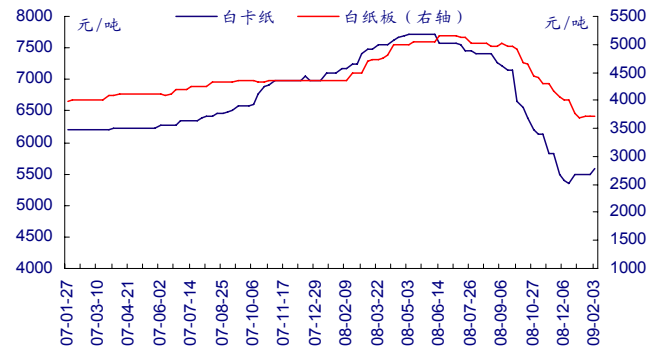
在原料市场，价格也正在寻底，而原料价格若获得支撑，未来将有助于纸价获取支撑。。其中，废纸价格已经在低位企稳，并略有反弹（图 5）。考虑到废纸收购打包成本、运输费用和贸易商的合理利润，100-120 美元/吨的价位应能获得支撑。而国际木浆市场离底部也应不远。虽然美元计价的木浆价格仍在下跌，但是欧元价格已有企稳迹象，这期间美元汇率的强势是重要原因。由于全球商品浆库存数据迟未发布，无法对当前木浆市场做更多的评论。我们调研了解到，当前浆价下，国内浆线已处于亏损状态，处于底部。

图 3：铜版纸与双胶纸市场价格略有上涨



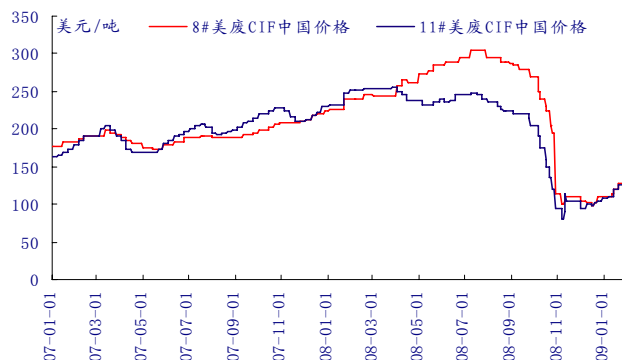
资料来源：中国银河证券研究所

图 4：白卡纸与白板纸市场价格略有上涨



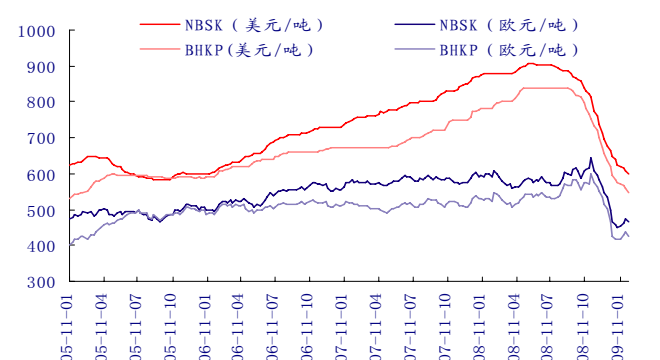
资料来源：中国银河证券研究所

图 5：进口美废价格低位企稳



资料来源：中国银河证券研究所

图 6：欧元浆价企稳，而美元降价仍续跌



资料来源：中国银河证券研究所

三、12 月份盈利见底，09 年一季度有望改善

08 年 12 月份应当是最差的时期，而随着高价原料的消耗和产品价格的提升，09 年一季度的盈利有望好转。其中，1 月份受春节的影响销售情况尚未明显好转，因此大部分公司仍将处于亏损或微盈的状态，但是相比 12 月份仍会有改善。我们调研了解到，由于经销商和终端客户的备货力度加大，春节前后，市场销售情况有所好转。因此 2 月份将会有相当部分公司有望实现盈利。

我们前期一直强调存货状况的重要性。在价格已经见底并开始反弹时，公司的毛利率也将逐渐回升。此时销量（即市场需求）是影响我们业绩预判最重要的变量，因此后期需要密切跟踪市场销售情况。而存货指标对我们的分析的重要性则相对下降。

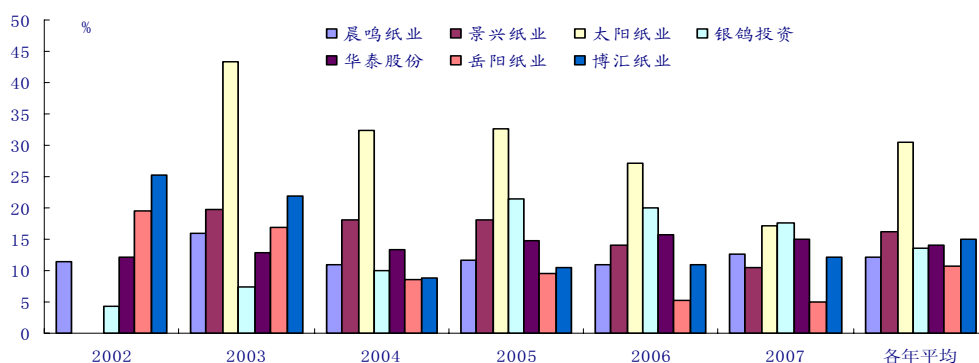
四、“估值纠错”+预期好转，维持行业评级

近期，造纸行业股票表现超级优异，众多投资者也在寻找各种理由。我们倾向于认为是以下两大因素所致：（1）行业低 PB 所带来的估值吸引力。在上涨之前，造纸公司 PB 在 0.8x-1.2x 之间，平均水平约 1x，在整个市场中仅高于钢铁行业；（2）近期纸价的见底反弹，改变了市场过度的悲观看法，对股价上涨的形成有效催化作用。

历史数据显示，各公司的 ROE 平均处于 12-20%之间（图 7），这一区间应当能合理反映这些主流公司的盈利能力。按此推算，保守的合理 PB 应当在 1.5x-2.5x 之间。经过近期的上涨，行业过低的 PB 已经获得明显的纠正。平均 PB 水平已恢复至约 1.5x 的水平。几个重要公司的 PB 都处在 1.1x-2.1x 之间（表 1），与合理 PB 水平相比仍然略被低估。另外，跟历史估值相比，当前 PB 也处于较低的水平。

本轮反弹的高度取决于未来行业的恢复程度。我们预期 3 月份将能看到行业进一步的好转，我们所作的保守预测不排除向上修正的可能性。维持对行业的谨慎推荐评级。重要公司评级参见表 1。

图 7：各公司历史 ROE



资料来源：中国银河证券研究所

表 1: 重点公司预测及评级

代码	简称	投资评级	股价 (2-4)	EPS					BVPS	PE				PB
				06	07	08E	09E	10E		07	08E	09E	10E	
000488	晨鸣纸业	谨慎推荐	7.16	0.26	0.57	0.54	0.41	0.52	6.00	12.6	13.3	17.4	13.7	1.19
002078	太阳纸业	谨慎推荐	10.78	1.06	1.06	0.39	0.49	0.65	5.11	10.1	27.6	22.1	16.6	2.11
600966	博汇纸业	谨慎推荐	7.00	0.52	0.63	0.58	0.47	0.59	4.99	11.2	12.2	15.0	11.8	1.40
600308	华泰股份	谨慎推荐	9.17	0.88	0.90	0.71	0.57	0.68	6.86	10.1	13.0	16.1	13.6	1.34
600069	银鸽投资	谨慎推荐	4.90	0.30	0.40	0.20	0.27	0.35	3.10	12.3	24.5	18.3	14.0	1.58

资料来源: 中国银河证券研究所

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。

造纸印刷行业分析师覆盖股票范围：

A 股：晨鸣纸业（000488.SZ）、华泰股份（600308.SH）、太阳纸业（002078.SZ）、景兴纸业（002067.SZ）、博汇纸业（600966.SH）、银鸽投资（600069.SH）、安妮股份（002235.SZ）、合兴包装（002228.SZ）。

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