

日期: 2009 年 1 月 23 日

行业: 造纸行业



齐敏华
021-53519888-1913
qiminhua@sigchina.com

高价库存伤业绩，行业回暖待时日

——2009 年 2 月造纸行业投资策略

主要观点:

行业月产量继续下降，原料进口略有回升

由于经济下滑需求下降，为消化高库存，纸企以减产应对，行业开工率下降，行业产量继续呈现下滑态势。08 年 12 月单月全国规模以上造纸企业机制纸及纸板产量为 722.46 万吨，同比下降 4%。由于纸厂减产对原料需求的急剧下降，11 月我国纤维原料进口呈负增长，但 12 月国内原料进口较 11 月有所回升，12 月我国木浆进口量 64.3 万吨，环比上升 21.32%。

产品市场呈现走稳态势

产品市场方面 1 月表现较为平稳，价格呈企稳态势，部分纸种如铜版、白卡市场销售价格已有回暖，厂家亦有提价意愿，虽然实际执行情况尚待观察，但也说明部分纸种的部分厂商“去库存化”已近尾声。

高价库存伤业绩，08 四季度或是行业最差时

从 12 月底至 1 月，业内多家公司大幅向下修正业绩预告，原因主要是行业景气快速下行带来的经营冲击及计提存货跌价准备。我们认为 08 年四季度或是行业最坏的时刻，存货减值的计提将有利于企业 09 年轻装上阵，同时高价位库存逐步消化，产品市场亦呈现出走稳态势，企业毛利水平将有望有所恢复。

投资建议:

评级: 未来十二个月内，中性。

在经历了四季度的行业景气快速下行后，目前产品市场呈现出走稳态势，但行业走出低谷还待宏观经济回暖带动下下游需求的恢复，同时行业过剩产能的淘汰、行业内部的净化还需要时间。我们维持对行业“中性”的评级。在低谷期恰是行业自净、提高产业集中度的时机，继续建议关注行业内龙头企业。

数据预测与估值:

重点上市公司业绩预测和市盈率

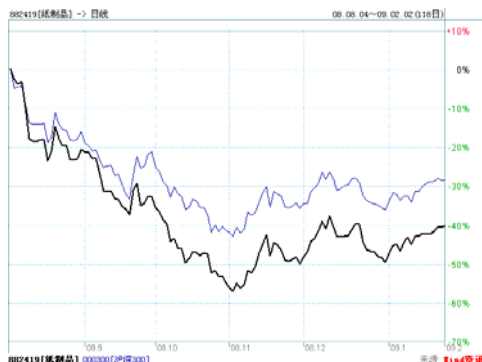
公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			07A	08E	09E	07A	08E	09E		
太阳纸业	002078	8.68	0.76	0.45	0.50	11.47	19.29	17.36	1.62	跑赢大市
晨鸣纸业	000488	5.99	0.47	0.60	0.54	12.74	9.98	11.09	0.99	跑赢大市
岳阳纸业	600963	6.31	0.18	0.23	0.25	35.83	27.43	25.24	1.38	跑赢大市
华泰股份	600308	7.35	0.90	0.70	0.63	8.13	10.50	11.67	1.07	跑赢大市

资料来源: 上海证券研究所整理; 股价数据为 2009 年 1 月 23 日收盘价

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

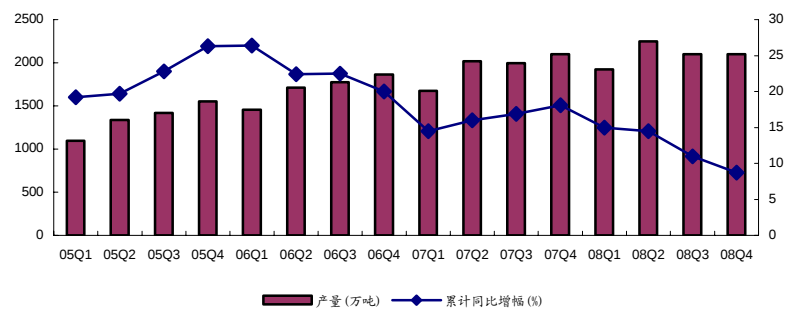
重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责声明。

一、近期行业运行态势分析

1、行业月产量继续呈现下降态势

由于经济下滑需求下降，为消化高库存，纸企以减产应对，行业开工率下降，行业产量继续呈现下滑态势。08年12月单月全国规模以上造纸企业机制纸及纸板产量为722.46万吨，同比下降4%，这已是连续第四个月行业产量负增长。2008年全国规模以上造纸企业机制纸及纸板累计产量为8390.94万吨，同比增长8.7%，增幅较上年同期的18.1%回落显著。

图 1 纸及纸板产量图

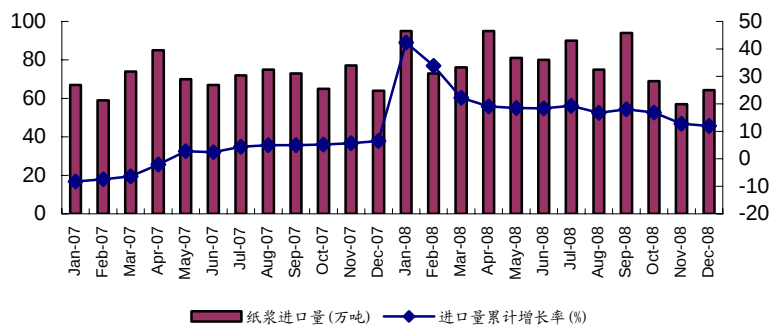


数据来源：上海证券研究所整理

2、原料进口 12 月有回升

由于纸厂减产对原料需求的急剧下降，11月我国纤维原料进口呈负增长，但12月国内原料进口较11月有所回升。混合废纸12月进口总量31.53万吨，较11月上升了4.5%；旧报纸12月进口总量51.42万吨，环比上升了10.51%；旧箱板纸12月进口总量115万吨，环比上升了0.94%。12月我国木浆进口量64.3万吨，较11月增加11.3万吨，各浆种均比11月进口量有所增加。漂白针叶浆12月总到货量25.86万吨，较11月上升了14.93%，阔叶浆12月总到货量29.91万吨，较11月上升了23.35%，本色浆12月总到货量3.3万吨，较11月上升了27.3%，机械浆12月总到货量5.24万吨，较11月上升了43.3%。

图 2 纸浆进口量图



数据来源：上海证券研究所整理

二、1 月造纸行业股票市场表现

2009 年 1 月，造纸板块市场表现略强于大盘，造纸指数上涨 17.55%，同期沪深 300 指数上涨 11.83%。行业内龙头企业太阳纸业、华泰股份、岳阳纸业有 20%以上的涨幅。

图 3 2009 年 1 月造纸行业股票价格指数运行表现



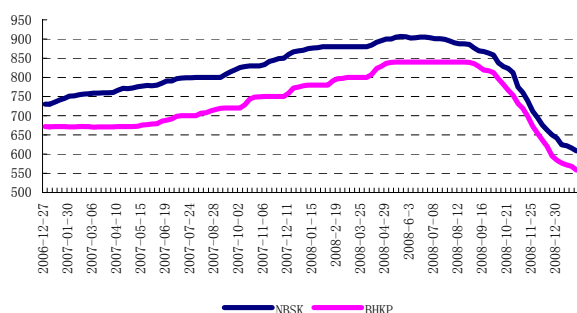
数据来源：WIND

三、行业运行趋势展望

1、产品市场呈现走稳态势

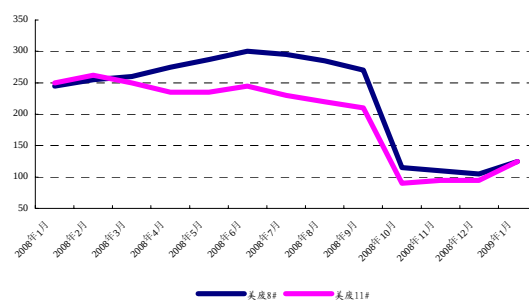
产品市场方面 1 月表现较为平稳，价格呈企稳态势，部分纸种如铜版、白卡市场销售价格已有回暖，厂家亦有提价意愿，虽然实际执行情况尚待观察，但也说明部分纸种的部分厂商“去库存化”已近尾声。原料方面，以美元标价的国际浆价继续下行，目前针叶浆在 608.11 美元/吨，阔叶浆为 557.98 美元/吨。数据显示 12 月全球木浆出运量为 344.2 万吨，较去年同期下降了 4.8%，但较 11 月的 291.7 万吨增长了 18%，12 月漂白针叶浆出运量由 11 月的 147.4 万吨增加至 160.9 万吨，而漂白阔叶浆也由 11 月的 135 万吨增至 173.8 万吨。12 月出货量与产能比率由 11 月的 79% 增至 90%。12 月全球木浆库存量由 11 月的 50 天降至 46 天，但相比去年 12 月的 29 天仍然较高；其中 12 月欧洲的木浆库存历史高位，欧洲木浆库存总量 176.7 万吨，较 11 月的 156.7 万吨又上升了 12.7%，较 07 年同期的 130.9 万吨，涨幅更是达到 34.9%。虽然 12 月出货量较 11 月有改观，但基于库存继续高位，需求尚未放大，预期浆价仍将低位。而废纸方面价格则略有回升，美废 8# 报价 125 美元/吨；美废 11# 主流报盘 125 美元/吨。

图 4 国际市场浆价图（美元）



数据来源：上海证券研究所

图 5 废纸价格图（美元）



数据来源：上海证券研究所

2、高价库存伤业绩，08 四季度或是行业最坏的时刻

由于行业四季度的供需关系和盈利环境的恶化，业内重点公司纷纷公告向下修正业绩。太阳纸业 1 月发布业绩修正公告，预计净利润同比下降 30%-50%，主要原因是行业景气快速下行导致的经营受到冲击，合资、合作公司亏损及计提存货跌价准备。12 月底景兴纸业

公告，由于四季度由于产品销售形势恶化，为消化库存进行降价销售而导致大额经营性亏损，同时对存货计提减值准备，预计 2008 年净利润同比下滑 350%-380%，亏损 2.05-2.3 亿元。此外，12 月底岳阳纸业也因为计提存货跌价准备增加，公告向下大幅调整 2008 年度业绩，预计业绩同比增长 20-40%（原预计增长 100%以上）。存货跌价成为侵蚀业绩的重要因素，行业整体数据显示产品库存第三季末较年初增长达 50%，库存压力导致降价；同时由于上半年的景气导致企业在中期加大原料采购力度，而下半年开工率下降使原材料存货消耗周期拉长，产品、原料价格双双大幅下降使企业盈利状况急剧恶化。我们认为 08 年四季度或是行业最坏的时刻，存货减值的计提将有利于企业 09 年轻装上阵，同时高价位库存逐步消化，产品市场亦呈现出走稳态势，企业毛利水平将有望有所恢复。

四、行业评级、策略

1、维持“中性”评级

在经历了四季度的行业景气快速下行后，目前产品市场呈现出走稳态势，但行业走出低谷还待宏观经济回暖带动下下游需求的恢复，同时行业过剩产能的淘汰、行业内部的净化还需要时间。我们维持对行业“未来十二个月内，中性”的评级。

2、关注龙头企业

行业复苏取决于宏观经济的回暖，在低谷期恰是行业自净，提高产业集中度的时机。2009 年全国环境保护工作会议确定将加大执行国家产业政策和年度落后产能淘汰计划的督促力度，积极促进电力、水泥、钢铁、造纸等行业落后生产能力有序退出，造纸计划淘汰落后产能 50 万吨。产业政策和落后产能淘汰计划的实施，将提升行业集中度，有利于龙头企业的发展，继续建议关注行业内龙头企业。

表 1 造纸上市公司估值比较

代码	简称	价格	EPS				PE		PB
		(1-23)	07A	08E	09E	07(X)	08(X)	09(X)	
002078.SZ	太阳纸业	8.68	0.76	0.95	1.14	11.42	9.13	7.59	1.62
000488.SZ	晨鸣纸业	5.99	0.47	0.79	0.80	12.76	7.58	7.48	0.99
600966.SH	博汇纸业	5.84	0.39	0.69	0.71	14.89	8.46	8.26	1.18
600308.SH	华泰股份	7.35	0.90	0.98	1.13	8.13	7.47	6.52	1.07
002067.SZ	景兴纸业	3.80	0.21	0.16	0.29	18.05	24.50	13.29	0.77
600963.SH	岳阳纸业	6.31	0.18	0.37	0.55	35.83	17.17	11.53	1.38
000815.SZ	美利纸业	6.59	0.40	0.55	0.65	16.32	11.99	10.08	1.11
600069.SH	银鸽投资	3.99	0.40	0.39	0.48	10.03	10.36	8.23	1.28
600567.SH	山鹰纸业	3.06	0.14	0.20	0.24	22.01	15.51	13.02	0.98
002235.SZ	安妮股份	10.73	0.45	0.57	0.72	23.75	18.78	14.99	2.47
国内平均						17.32	13.10	10.10	1.29
2689.HK	玖龙纸业	1.90	0.47	0.26	0.34	4.04	7.31	5.59	0.55
2314.HK	理文造纸	3.18	1.27	0.75	0.87	2.50	4.24	3.66	0.40
2002.HK	阳光纸业	0.98	0.71	0.38	0.47	1.38	2.58	2.09	0.29
3868.HK	群星纸业	1.51	0.43	0.36	0.41	3.51	4.19	3.68	0.66
香港平均						2.86	4.58	3.75	0.47

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。