

造纸、轻工

四季度行业深调，未来弱势均衡

——造纸、轻工行业 2008 年年报前瞻

研究结论

- 08 年四季度行业供过于求集中体现，一季度供需维持弱势均衡。四季度行业下游需求萎缩，纸企开展了大规模的减产和促销活动，产销率从 10 月份的 94—95% 的低位反弹至 12 月份 101%。同时由于投资惯性，08 年产能的大幅扩张遭遇需求的快速下滑，致使不少企业新建项目无法投产，或者试运行后便停产。进入一季度后，下游需求有所回暖，但我们整体认为需求的反弹无法完全消化当前纸厂供给的上升，随着去库存化的结束，企业大幅降价的可能不再，未来行业供需将维持弱势均衡状态。
- 四季度纸价大幅下滑和存货减值准备导致企业亏损。企业高位的原材料库存减值准备和持续下滑的纸品价格是纸企业绩不达预期的主要因素。由于上半年行业景气持续高位，纸企业经营较为乐观，于奥运会之前高价进口了较多原材料，但奥运后的原料和成品价格同时大跌，导致大量存货减值准备的产生，同时，由于造纸行业是资本密集型行业，吨纸折旧占比较大，在纸价大幅下跌的情况下，产能利用率下降的情况下，高额折旧成为企业盈利下滑的关键因素。我们预计四季度全行业亏损可能性较大。
- 政策扶持是 2009 年行业的一大亮点，有助于大型企业自低点的复苏。除了 08 年已经出台的设备投资增值税抵免和降息之外，新出台的轻工业振兴规划立足扩大内需，保持出口稳定，提高行业进入门槛建立行业退出机制，支持优势企业的技术改造和兼并重组，提高产业集中度，均有利于规模企业的做大做强。我们预计废纸加工贸易政策有望恢复，部分产品出口退税率有望略有提高，在扶持重点规模企业上国家将给予更大的政策支持。
- 策略上我们维持较强的商业关系作为 09 年贯穿全年的选股思路。我们认为较强的商业关系可以使公司在有限的市场需求中获得尽可能多的订单，而且过程中产生大额坏帐的可能性也会相对较小。在当前行业总体需求仍不足的情况下，政策上扶持等使得行业集中度在提高，龙头企业实际影响力在增强，有利于行业中长期的发展。上市公司中，玖龙纸业、晨鸣纸业和华泰股份符合这样的选股思路。
- 目前股价行业内重点公司 08 年动态 PE 在 13—15 倍，PB 在 1.1—1.6 倍之间，基本合理。但是考虑到当前行业比较中造纸行业整体 PB 仍处于各行业较低水平，我们认为目前股价仍有一定上涨空间。维持晨鸣纸业增持评级、博汇纸业增持评级、岳阳纸业增持评级和恒丰纸业增持评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

造纸、轻工行业资深分析师

63325888×6080

yangy@orientsec.com.cn

郑 恺

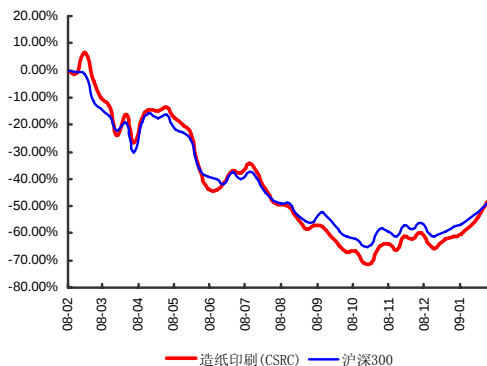
造纸、轻工行业分析师

8621-63325888×6079

zhengkai@orientsec.com.cn

行业评级 看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区 中国/A 股
行业 造纸、轻工
报告日期 2009 年 2 月 16 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	29.3%	51.8%	-38.6%
相对表现 (%)	11.3%	20.7%	-1.9%

资料来源: WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	07EPS	08EPS	08PB	股价	评级
晨鸣纸业	0.59	0.55	1.21	7.31	增持
华泰股份	0.91	0.64	1.34	9.14	中性
景兴纸业	0.27	(0.56)	0.94	4.60	中性
博汇纸业	0.69	0.53	1.46	7.20	增持
岳阳纸业	0.29	0.23	1.59	7.27	增持
恒丰纸业	0.23	0.29	1.34	7.31	增持

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方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

一 四季度行业深调	3
1 四季度纸价深跌，库存上涨	3
2 调整来自行业需求下滑	4
二 行业一季度经营情况	5
1 当前去库存化效果明显	5
2 内需：订单反弹，供求弱市平衡	5
3 外需：09 年纸品出口不乐观	6
三 行业政策暖风频频	7
1 政策面有助大型企业快速复苏	7
2 5 月 1 日新标准环保政策实施	7
四 重点公司年报前瞻	8
1 各大公司经营情况	8
2 投资策略与盈利前瞻	10
分析师承诺	13
投资评级说明	13

一 08 年四季度行业深调

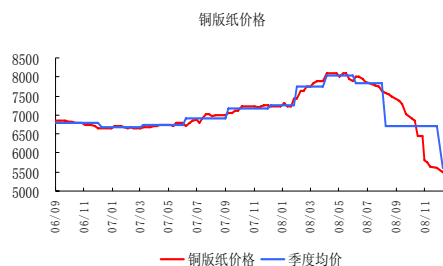
根据国研网统计, 08 年 1-12 月份全国机制纸产量 8391 万吨, 同比增长 8.75%, 平均产销率 97%, 与 07 年基本持平。同比数据来看, 造纸行业 1-11 月销售增长 17.7%, 利润增长 17%, 增速较 07 年 24.2%和 43%的水平出现一定程度下滑。环比数据看, 8-11 月较 5-8 月销量下降 5.5%, 净利润下降 34%; 从盈利指标看, 1-11 月毛利率和净利润分别为 12.48%和 5.75%, 较 1-8 月的 12.94%和 6.2%分别下降 0.46 个百分点和 0.45 个百分点。四季度行业整体表现为量价齐跌。

从上市公司调研情况来看, 四季度行业整体深度回调的迹象非常明显。奥运前夕行业内公司普遍对后市持乐观态度, 原材料和产成品备货非常充分, 但 9 月下旬, 尤其是 10 月开始, 市场需求突然消失, 原材料出现暴跌, 金融危机的影响波及实体经济并对整个市场信心冲击较大, 市场秩序和产品定价体系被打乱, 产品价格短期内出现持续快速下跌, 由于前期原材料备料较多致使总体成本处于高位, 四季度行业整体盈利能力大幅下跌。我们测算, 不考虑减值等因素, 四季度全行业整体将处于亏损状态。

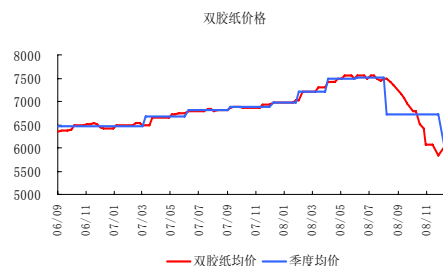
1 四季度纸价深跌, 库存上涨

四季度需求停滞导致纸品价格出现大幅下跌, 铜版纸、双胶纸、白卡纸、箱板纸和新闻纸均价分别下滑 1150 元、800 元、1250 元、730 元和 550 元/吨, 较年中高点跌幅分别达到 28.7%、19.3%、27.7%、26.3%和 15.2%。库存方面, 截止 11 月底行业整体库存存在 8 月份的基础上进一步上行达到 436 亿元, 环比增加 15%。

图 1: 铜版纸四季度均价下滑 1150 元

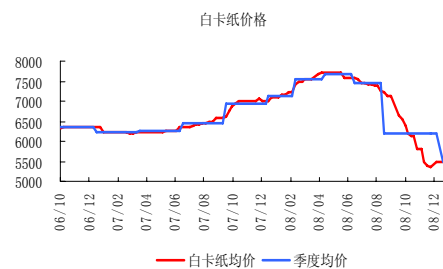


双胶纸四季度均价回落 800 元

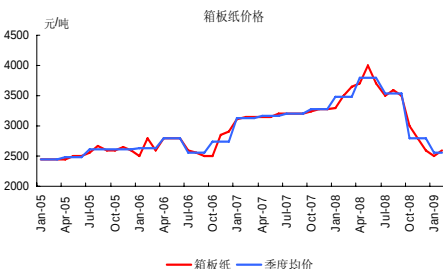


资料来源: 东方证券研究所

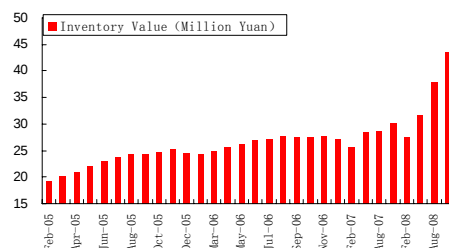
图 2: 白卡纸四季度均价下滑 1250 元



箱板纸四季度均价下滑 730 元



资料来源: 东方证券研究所

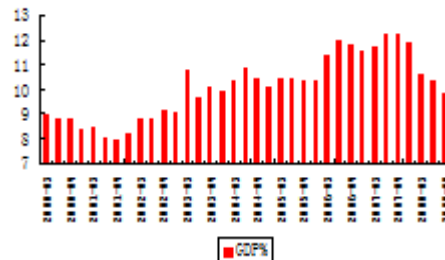
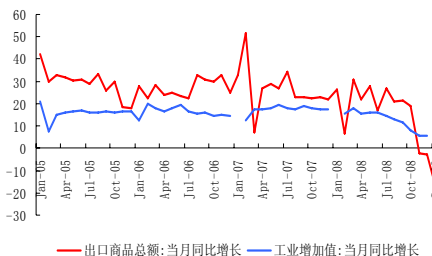
图 3：新闻纸四季度均价下滑 550 元
行业 11 月底库存增加至 436 亿人民币


资料来源：东方证券研究所

2 调整来自行业需求下降

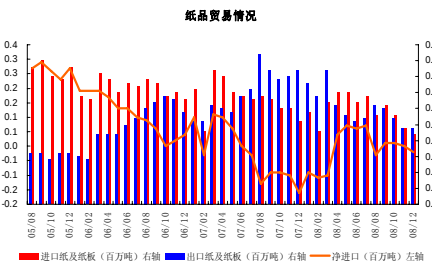
我们认为产品价格大幅下跌以及盈利下滑主要来自两大方面，一是企业下半年延续了对于上半年行业供需两旺的惯性思维，经营过程中采取了较为激进的策略，而且进口原料往往有 1 个半月到 2 个月的时滞，因此大量高价原材料囤积在企业手中；二是来自下游内外需求的突然停滞，带来产品库存积压，企业被迫降价甩卖产品，而此时原料却仍处于高位，两方面因素夹击致使行业盈利的快速下滑。

根据我们 2009 年投资策略观点，国内工业增加值、出口和 GDP 的下行挤出了对于造纸产品的需求，从而使得企业销路受阻。据统计来看，四季度造纸行业产量 2100 万吨，较二季度旺季 2220 万吨的产量下滑 5.4%，而产销率也从二季度的 97.2%下滑至四季度 96.8%。

图 4：出口下滑拖累包装纸需求
经济回落挤出文化纸需求


资料来源：东方证券研究所

另一方面，全球金融危机的影响下，外需减弱，而人民币名义汇率升值也使得国内造纸出口竞争力下降。据统计，2008 年一共出口纸张 362 万吨，同比出口下滑 14.2%，其中第四季度出口 75 万吨，环比三季度下滑 14.8%。分纸种来看，铜版纸的出口仍有 15% 左右的增长，而其他纸种，如双胶纸、白卡白板纸、新闻纸、箱板纸出口均出现较大幅度约 40% 以上的下滑。在内外需同时削弱的情况下，国内造纸企业面临的市场环境恶化而最终体现到盈利的迅速下行。

图 5 进出口均开始萎缩
名义汇率的升值削弱国内纸品竞争力


资料来源：东方证券研究所

二 09 年一季度经营情况

我们总结影响四季度企业盈利大幅下滑的原因主要存在需求突然下滑，而企业产品库存维持在高位，这也直接导致了企业策略转向大幅削减产品价格进行促销。

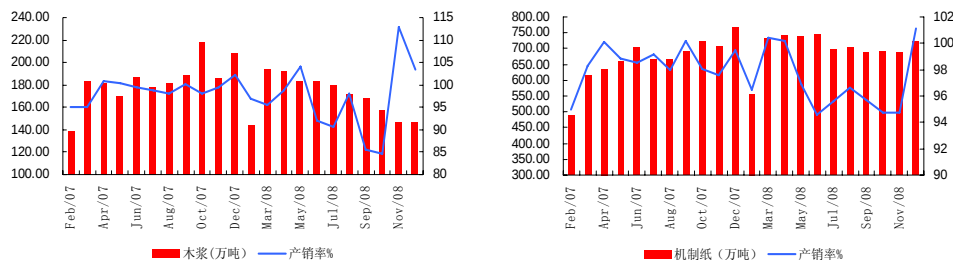
反观之一季度情况来看，影响企业短期盈利的两大因素中，市场上纸品高库存的因素已经逐渐消失，企业持续亏损也使其不再具有降价抛售的动力，这对于造纸行业而言是一个值得庆幸的有利因素；另外，需求方面，我们认为国内市场有低位企稳的迹象，而国际需求受到本币有效汇率升值和外国经济环境恶化的影响，环比可能仍会下滑，所以我们总体预计行业再次出现盈利大幅下降的可能性较小，未来行业处于弱市平衡的状态。

1 当前去库存化效果明显

从统计数据看，10-11 月上旬造纸行业产量环比没有大幅下降，但随着库存的持续增加产能利用率下降非常明显，根据我们的调研，行业 11-12 月的产能利用率平均在 70-80%的水平，较前期满产的状态下降 20%以上。大幅减产和去库存持续近 3 个月后，至 1 月初行业下游基本没有库存，行业内虽然库存量仍较大，但较 11 月底有明显下降。从产销率来看，10-12 月行业平均产销率分别是 94.7%，94.7%和 101.4%。子行业来看，木浆、箱板纸、新闻纸的库存压力最大，从我们的统计来看，制浆企业年底的产能利用率仅 60%，由此其 11 月的产销率达到 112%。

截止 1 月底，虽然行业库存仍较大，但前期高成本库存基本消化完毕，随着春节前夕需求的上升，各子行业库存均有一定下降，基本控制在 1-2 个月水平，行业基本从前期高成本库存的阴霾中走出来。

图 6：行业 11-12 月份去库存化效果显著



资料来源：东方证券研究所

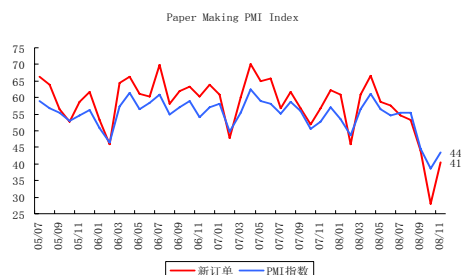
2 内需：订单反弹，供求弱势平衡

11、12 月份是造纸企业最为艰难的一个时段。市场供给持续维持在高位，根据 1-12 月份固定资产投资来看，行业依然维持在 25.4%左右的水平，和 2007 年基本持平，我们推算今年供应仍处于 10%左右的高位。供给的持续增长也使得部分大型项目建成后停产的现象普遍。如高档文化纸方面，APP 和斯道拉恩索在广西的项目一个推迟一个暂停；APP 海南项目机器设备已运达，但迟迟不安装；日本王子在南通项目去年 11 月已经安装完毕，试生产后一直停机；箱板纸方面，玖龙纸业天津项目原计划今年 6 月投产，现在要推迟；理文造纸前期预订纸机要求退货，未获得通过（纸机已经完工），但之后一直没有运输到厂。

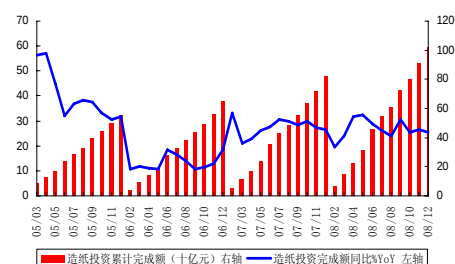
另一方面，进入四季度下半段后，纸价大幅下跌激发下游需求，PMI 新订单指数从低值的 28%回升到 41%。但总体而言，我们认为需求的回暖尚不足以消化 2008 年的新增产能，未来产能利用率

仍将维持低位徘徊，而企业继续大幅降价的可能也不再，因此我们整体预计行业处于弱市平衡的状态。

图 7：造纸 PMI 指数触底反弹



造纸固定资产投资依然维持高位

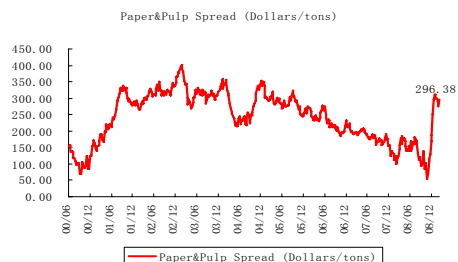


资料来源：东方证券研究所

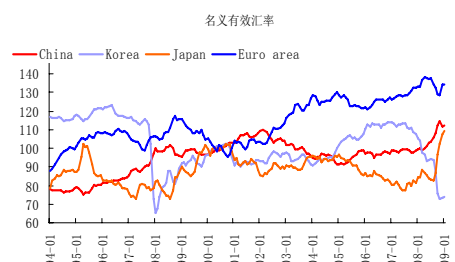
3 外需：09 年纸品出口不乐观

由于国际纸价高于国内，造纸出口一直成为国内舒缓产能过剩的重要手段，如铜版纸、新闻纸等出口缓解了行业过剩的现状。但我们预计 09 年纸品出口面临的困难较多，一方面需求的萎缩致使欧美关停产能力度加大，如果浆纸溢价上升将引发这些地区闲置产能的复产；另一方面，由于人民币名义有效汇率上升到 1998 年的高点，未来低附加值的纸品出口竞争力将下降，从而压缩国内造纸出口的空间。

图 8：浆纸溢价上升引发部分欧美产能复产

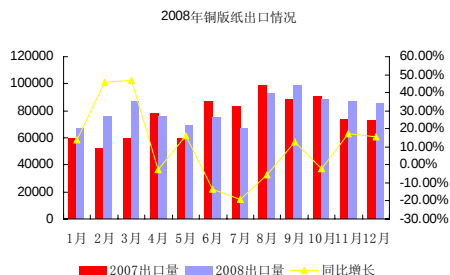


人民币有效汇率上升、纸品出口竞争力下降

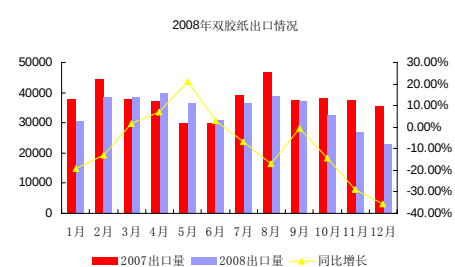


资料来源：东方证券研究所

图 9：铜版纸出口有小幅增长



双胶纸出口大幅下滑



资料来源：东方证券研究所

三 行业政策暖风频频

尽管行业在出口下滑和需求回落等因素带动下受到较大的冲击,但国内积极扶持政策的出台也将为造纸企业的后续发展铺平了道路,我们视这些政策因素对行业的发展有积极正面的影响。

1 政策面有助大型企业快速复苏

政府去年已经出台了許多工业的振兴政策,如增值税从生产型向消费型转变,与此同时,央行的大幅降息也节省了企业的较多财务费用。

增值税转型利好主要体现在设备抵税上,条例允许纸机设备投资额能够全部进入企业进项税,可以节约投资成本,对于企业而言,大型纸机和浆线投资分别占据总投资额的 60-70%和 50%,因此,此次增值税的调整对大型造纸公司而言,节余投资的效果不言而喻。而对股东的影响主要体现在每年折旧减少上,因此带动盈利提升,但因折旧时间较长,所以分摊到每年的影响不大。

除此以外,今年下半年开始进入利率下降通道,这也舒缓高负债造纸行业的财务压力,降低了其投资成本,据我们测算,以 1 年期为例,贷款利率从最高点的 7.47%下滑了 2.16 个百分点,对于行业负债率 60%的造纸而言,这相当程度降低了行业的生存压力,有助于特别是高负债企业轻装上阵。

刚获得国务院原则通过的轻工业振兴规划的细则也值得期待。根据目前批露的统稿,造纸行业的影响主要涉及二个方面,一是立足扩大内需,保持出口稳定。可能出台的政策有取消废纸加工贸易限制,提高部分产品出口退税率;二是提高行业进入门槛建立行业退出机制,支持优势企业的技术改造和兼并重组,提高产业集中度。预计在扶持重点规模企业上国家将给予更大的政策支持。

2 5 月 1 日新标准环保政策实施

2008 年 6 月,环境保护部和国家质量监督检验检疫总局联合发布制浆造纸工业水污染物排放标准(国家标准),根据此标准,现有制浆造纸企业自 2009 年 5 月 1 日起执行 COD 排放标准为 150 mg/L,造纸 100 mg/L,新建制浆造纸企业 90 mg/L,造纸企业 80 mg/L。这与目前全国平均近 200 mg/L 的水平相比,此次新标准提高幅度非常大。

表 1 环保投入门槛日趋严格

2009-2011 年现有企业标准				
	制浆企业	联合生产企业		造纸企业
		废纸制浆和造纸企业	其他制浆和造纸企业	
COD (mg/L)	200	120	150	100
BOD (mg/L)	50	30	30	30
色度	80	50	50	50
吨浆纸排水量(方)	80	20	60	20
2011 年后现有企业和 2008 年新建企业标准				
	制浆企业	联合生产企业		造纸企业
COD (mg/L)	100	90		80
BOD (mg/L)	20	20		20
色度	50	50		50
吨浆纸排水量(方)	50	40		20

资料来源:环保部,东方证券研究所

据我们调研了解,环保部 5 月 1 日起严格实施新排污标准的可能性很大,行业内大型企业均在积极投入环保设备以应对标准的提升,这也意味着对小型企业而言制污投资和制污成本的大幅提高。

从调研得到的信息来看，总产能 20 万吨以下企业，由于其规模有限，历史上环保欠账较多，其治污压力将非常大。而这些企业占到国内近 3600 家造纸企业的近 9 成。因此从理论上讲，如果准时并坚决施行该规划，那么仅治污费用一项就将淘汰掉大部分小型纸厂，使得行业集中度在短期内迅速提高，长期来看有利于行业的持续发展。

四 重点公司年报前瞻

根据国研网的统计资料，1-12 月份行业总共生产 8391 万吨，同比增长 8.75%。行业 1-11 月销售增长 17.7%，利润增长 17%，同比增速均出现下滑，造纸行业 8-11 月经营销售量下滑，库存量上升，11 月底行业库存在 8 月份的基础上进一步上行达到 436 亿元，环比增加 15%。12 月和 1 月处于经营淡季，经营基本以清理库存为主。

从价格来看，经过前期纸价大幅下滑和高价库存消化后，纸企有意向将产品价格略微提升 100-200 元左右，但由于下游节后开工不足，需求仍持续在低位，因此企业提价能力受到影响。近期随着废纸等原材料价格的上升，主要纸种价格从底部略有反弹，但由于需求仍不旺盛，实际成交价上涨不明显。值得一提的是，1 月份至今国际浆价再次出现下跌趋势，国内市场价格再创近年新低，这也为纸企的提价蒙上了阴影。

表 2 重点企业产能分布

万吨	涂布白纸板	箱板纸	铜版纸	新闻纸	文化纸	其他纸品	自制浆
晨鸣纸业	40	30	60	65	40	35	60
华泰股份				120	40		
太阳纸业	105		40		30		30
博汇纸业	25	15			25	15	
银鸽投资	25	20			40	3	
景兴纸业		75				10	
岳阳纸业					40	20	43

资料来源：东方证券研究所

注：涂布白纸板包括涂布白板纸及涂布白卡纸

1 各大公司经营情况

A、晨鸣纸业——增持

我们预计公司 08 年业绩 EPS0.55 元，低于市场一致预期 0.65 元，我们认为企业低于市场平均预期主要来自于库存的减值准备和 11-12 月经营性亏损。四季度公司主导产品铜版纸、白卡纸、新闻纸、箱板纸价格出现快速下跌，尤其是后三个品种价跌量缩非常明显，由于成本处于高位，我们预计这些品种单月经营较难盈利。

进入 1 季度以来，企业激进的销售策略有所缓和，主导产品价格略有上涨，但由于销量上涨仍不明显，在目前的成本价格水平下，企业总体实现盈利仍较困难。未来随着“相对高价”的原材料消化完毕，企业可能率先走出盈利底部的阴影。

前瞻来看，公司所产的文化纸、铜版纸和白卡纸产能所占比例为 50%左右，公司 2010 年前后湛江项目达产后，增加 70 万吨浆线将使得公司自供浆比例进一步提高至 100%。我们认可公司长期林纸一体化的战略策略。

综上所述，公司为行业中最具代表性的纸业企业，稳健的资产负债表、灵活的市场反应策略和上下游稳固的商业关系使得我们看好企业未来三年的长期发展。我们预计 08 年全年-09 年 EPS 分别为

0.55 元和 0.41 元。目前股价 09 年动态市盈率 13 倍，我们认为公司处于林纸一体化的进程中，未来经营风险将进一步降低，维持增持评级。

主要风险：价格战再度打响；浆线达产后盈利下降；铜版纸出口受限；湛江项目建设进程不达预期。

B、岳阳纸业——增持

我们预计岳阳纸业 2008 年盈利大约 0.23 元，四季度亏损 3900 万元，折合每股收益 0.06 元。公司以生产和销售中档文化纸为主，虽然此类产品需求相对稳对，但四季度产品价格仍有 10% 以上的下跌，由于成本处于高位，预计经营性亏损是造成四季度亏损的主要原因。

从一季度情况看，目前需求有一定回升，但价格基本维持在底部，近期并没有随部分品种一起上涨。考虑到行业内库存仍较大，但消化前期高成本库存基本结束，在节能减排力度加大的预期下，我们对中档文化纸持相对乐观的态度。从公司来看，由于浆纸一体化率已达 100%，制浆效益的大幅下滑将对短期盈利回升造成一定影响。

我们预期公司 08-10 年每股收益分别为 0.23 元、0.19 元和 0.33 元。目前股价 08 年动态市盈率 32 倍，PB1.7 倍，尽管 PE 高于行业内其他公司，但企业拥有的林地资产使得其 PB 有所低估，我们继续给予增持评级。

主要风险：自有林地砍伐情况可能影响我们的预期，以及怀化项目注入的低于预期。

C、华泰股份——中性

我们预计华泰股份 2008 年每股收益 0.64 元，其中四季度亏损 3300 万元，折合每股收益 0.06 元。公司主营业务的下跌是造成四季度亏损的主要原因。与其他子行业不同的是，此轮新闻纸涨价晚于其他子行业，幅度相对也有限，相对的跌价也明显晚于其他子行业，跌幅相对缓和。从统计来看 10 月新闻纸跌价近 500 元，11 月下跌 200 元，12 月下跌 100 元，季度合计跌幅近 13%，弱于箱板纸、白卡纸 20% 以上的跌幅。另外，季度内公司盐化工产品（氯气、双氧水）也出现较大跌幅，导致其化工部分盈利缩水。

从一季度情况看，由于产能过剩严重，库存消化相对较慢，1 月份价格再次下跌近 500 元，虽然短期内由于废纸价格上升等因素，价格再次下跌可能性较小，但在当前总体需求不足的情况，盈利能力提高尚需时日。

我们认为未来两年新闻纸产能扩张速度将大幅缩减，2009 年唯有福建南纸有一条 18 万吨的纸机扩建。另外，作为新闻纸龙头企业，公司有望成为政策扶持规模企业的试点企业之一。

我们预计 08、09 年 EPS 为 0.64 和 0.48 元，目前股价 08 年动态市盈率 14 倍，基本合理。给予中性评级。

主要风险：新闻纸未来价格继续下滑、化工产品盈利下降。

D、博汇纸业——增持

我们预计公司 2008 年 EPS 为 0.53 元，低于市场一致预期 0.60 元。公司主要纸种为低档文化纸和白卡纸（烟卡纸），这两个纸种都具备需求下滑区间较为稳定的特征。

公司目前仍处于产能扩张期，2010 年公司 15 万吨石膏护面纸达产带来产量的增长，同时计划通过发行可转债投资 35 万吨白卡纸项目，继续扩大公司在烟卡及社会卡方面的市场占有率，该项目预计将于 2010 年中期投产，成为 2010 年增长点。

产能方面，07 年投产的 15 万吨石膏面板纸和 9.5 万吨化学浆将有一定产能释放，将成为 08 年的业绩增长点之一。

预计 08-09 年每股收益 0.53 元和 0.49 元，09 年动态市盈率为 13 倍，我们给予增持评级。

主要风险：公司业绩对白卡和文化价格敏感。

2 投资策略与盈利前瞻

我们维持造纸行业 2009 年的投资策略：

1. 较强的商业关系。我们认为较强的商业关系可以使公司在有限的市场需求中获得尽可能多的订单，而且过程中产生大额坏帐的可能性也会相对较小。这种商业关系表现在各个方面，其中销售网络及与银行的关系是我们当前关注的重点。在对 2009 年行业相对悲观的预期下，我们认为商业关系的强弱是选股最主要思路。上市公司中，玖龙纸业、晨鸣纸业和华泰股份符合这样的选股思路。
2. 部分纸种受到经济周期影响较小。部分纸种行业对经济下滑下敏感，这类纸种主要与烟草有关，如烟卡和卷烟纸。这类纸种一般下游需求稳定，进入门槛非常高，市场格局年变化较小，在国际浆价大幅下跌的过程中，企业的毛利空间反而可能拉大。另外，相对而言中低端文化纸需求下降空间较其他纸种要小。这类公司有，恒丰纸业、博汇纸业。
3. 林地资源长期升值。虽然当前木材价格略有下跌，但从中长期来看，随着需求的上升国内木材资源的短缺是个长期存在的问题，林地中长期价值将会持续上升。目前上市公司中，在这方面取得领先优势的公司有岳阳纸业、晨鸣纸业。

我们预计我们重点关注的上市公司 08 年业绩如下表所示：

表 3：造纸行业重点公司 08 年业绩预测

股票名称	07 年 EPS	08 年 EPS	09 年 EPS	08 年 PE	09 年 PE	投资评级
晨鸣纸业	0.6	0.55	0.41	13.3	17.8	增持
华泰股份	0.91	0.64	0.48	14.3	19.0	中性
景兴纸业	0.29	-0.56	0.07	-	65.7	中性
博汇纸业	0.69	0.53	0.49	13.6	14.7	增持
岳阳纸业	0.27	0.23	0.19	31.7	38.3	增持
恒丰纸业	0.23	0.29	0.4	25.3	18.3	增持

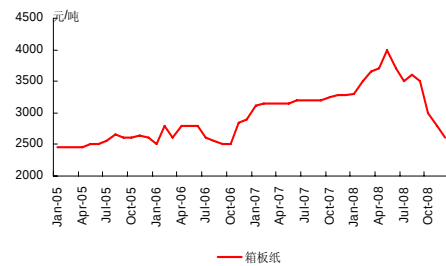
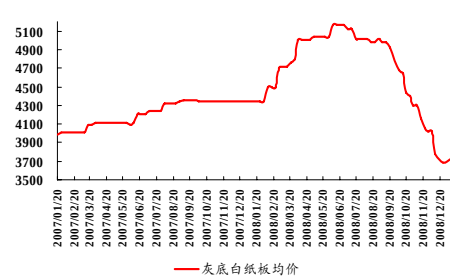
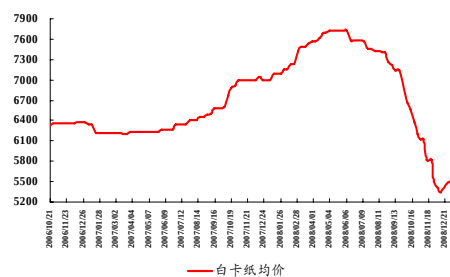
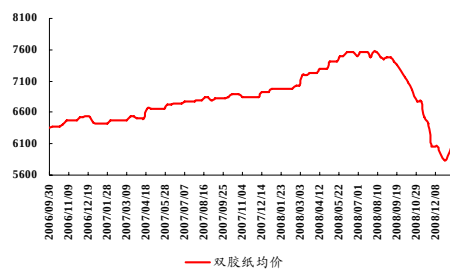
资料来源：东方证券研究所

附录 1：国际造纸行业估值比较

Name	Price 2009/2/19	Market Cap (Million Dollars)	EPS07	EPS08	EPS09	PE08	PE09	PB08
中国大陆 蓝底为东方证券研究所覆盖								
晨鸣纸业	7.31	1,190.58	0.62	0.55	0.41	13.29	17.83	1.49
华泰股份	9.14	733.63	0.91	0.64	0.48	14.28	19.04	1.42
岳阳纸业	7.27	693.67	0.29	0.23	0.19	31.61	38.26	1.13
太阳纸业	10.75	790.13	1.06	0.82	0.75	13.11	14.33	1.60
博汇纸业	7.20	531.49	0.69	0.53	0.49	13.58	14.69	1.00
景兴纸业	4.60	263.80	0.27	(0.56)	0.07	(8.2)	65.7	0.95
恒丰纸业	7.34	207.25	0.23	0.29	0.40	25.31	18.35	1.37
上证综合当前估值						17.55		2.13
中国香港								
玖龙纸业	2.63	1469.19	0.44	0.15	0.19	17.53	13.84	0.75
晨鸣纸业 (H 股)	3.29	874.86	0.70	0.62	0.47	5.27	7.07	0.51
理文造纸	4.13	347.34	1.27	0.72	0.86	5.72	4.79	0.52
维达纸业	2.98	347.34	0.10	0.15	0.23	20.14	12.74	1.67
阳光纸业	1.07	56.21	0.69	0.05	0.15	21.40	7.13	0.32
恒生指数当前估值						8.07		1.22
北美								
International Paper	6.47	2,766.12	0.14	0.14	0.74	47.57	8.77	0.50
Kimberly-Clark	48.43	20,038.39	4.06	4.15	4.62	11.66	10.48	4.01
MeadWestvaco	10.20	1,742.28	0.52	0.39	0.65	25.89	15.69	0.59
Potlatch Corp	23.85	942.58	1.33	1.15	1.14	20.67	20.92	-
Weyerhaeuser	25.27	5,339.28	(5.57)	(1.92)	(0.58)	-	-	1.11
Temple-Inland	4.40	468.64	(0.08)	0.18	0.34	25	13.1	0.68
Abitibowater	0.46	24.48	(14.11)	(9.20)	(6.11)	-	-	0.02
Sappi Ltd	2.60	1,341.39	-	0.12	0.19	21.14	13.54	-
Smurfit Stone	0.03	-	-	(0.41)	(0.68)	-	-	-
SINO-FOREST-CORP	10.15	2,050.15	0.91	1.30	1.32	6.28	6.18	1.04
WEST FRASER TIMB	26.72	1,143.75	(0.80)	(2.52)	(2.11)	-	-	0.56
标准普尔 500 当前估值						10.71		1.65
欧洲								
Stora Enso	4.01	3,187.31	(0.85)	0.20	0.30	19.95	13.55	0.57
UPM-Kymmene	6.74	3,504.59	(0.35)	0.31	0.53	21.88	12.77	0.57
SCA HYGIENE PROD	290.30	2,058.81	12.71					1.42
HOLMEN AB-B SHS	165.50	1,408.37	7.60	11.71	12.62	14.14	13.11	0.89
LUNDBERGS AB-B	283.00	1,758.72	(36.19)	21.99	21.77	12.87	13.00	0.77
PORTUCEL EMPRESA	1.40	1,074.50	0.17	0.12	0.14	11.57	10.37	0.89
MONDI PLC	138.25	753.34	0.45	0.39	0.31	4.01	5.01	0.27
Smurfit Kappa	1.42	309.59		0.41	0.42	3.46	3.36	-
英国富时当前估值						8.38		1.26
南美								
CMPC	12,200.00	4,076.18	647.23	584.41	1156.08	20.88	10.55	0.75
Aracruz	12.75	6,901.42	1.01	(3.01)	0.56	-	22.85	3.30
Suzano	11.45	3,600.82	1.72	0.22	1.73	52.52	6.61	0.83
Votorantim	12.74	2,565.34	4.10	(4.53)	0.84	-	15.26	0.50
巴西圣保罗估值						8.89		1.34
日本								
Nippon Unipac	2430.00	2,727.76	5200.50	47.86	166.78	50.77	14.57	0.01
Oji Paper	387.00	4,119.16	11.90	10.52	27.68	36.79	13.98	0.80
Daio Paper	860.00	1,109.56	38.94	36.60	71.65	23.50	12.00	0.92
日经 225 当前估值						23.12		0.97
中国台湾								
中华纸浆	8.11	140.04	1.41	0.63	0.25	12.81	32.44	0.53
正隆	6.02	184.33	0.57	0.61	0.44	9.95	13.59	0.40
台湾市场平均估值						11.37		1.11
非洲								
MONDI LTD	2405.00		0.45	0.39	0.31	4.85	6.06	0.33
SAPPI LTD	2607.00		0.45	0.43	0.64	6.11	4.10	0.71
海湾合作委员会 200 指数						12.63		1.31

资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

附录 2 各大纸种价格变动情况



资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

杨春燕：造纸、轻工行业资深分析师

郑 铠：造纸、轻工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

— 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

— 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

— 行业投资评级的量化标准

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn