

[2009.03.06]

行业状况要明显好转还需时日

王峰 徐琳
0755-23976228 021-38676644
wangfeng@gtjas.com xulin@gtjas.com

本报告导读：本文分别就国内外造纸行业的产销、价格、库存等方面进行了分析，国内外造纸行业都面临一定的困难。

投资要点：

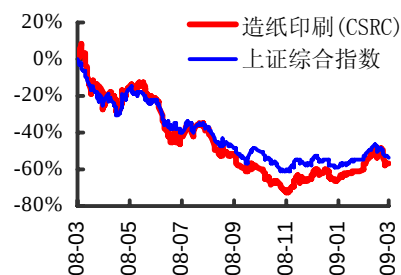
- 2008年1-12月份国内纸张、纸浆的生产增速相比上年有较大的放缓，共生产机制纸及纸板8391万吨，同比+8.8%，其中新闻纸461万吨，同比+9.5%；生产书写纸204万吨，同比+3.7%；生产箱板纸1202万吨，同比+18.5%。2008年1-12月份全国共生产纸浆2058万吨，同比-1.9%。
- 进口纸及纸板357万吨，同比-11.2%；其中新闻纸进口1.47万吨，同比-2.2%。出口纸及纸板412万吨，同比-13.5%，其中新闻纸出口36.0万吨，同比-39.28%。进口纸浆的价格已接近国内多数企业的制浆成本，导致国内纸浆的生产增速首次出现负增长，进口纸浆增速进一步加快。
- 08年1-12月造纸行业投资增速为25.4%，低于全国平均水平25.5%0.1个百分点，也低于07年同期26.5%1.1个百分点。目前纸业行业已面临市场萎缩、供过于求的局面，国内许多在建项目或筹备中的项目都有推后的打算，预计2009年造纸行业固定资产投资增速将低于10%。
- 国际上“去库存化”的效果不是十分乐观。美国制造业减少的库存很大一部分转移到经销商处，高位库存的问题尚未从根本上消除。日本纸浆库存的增长相当明显，08年末高峰时较年初翻了一番，纸浆、纸及纸板整体的生产量和出货量都在08年四季度起大幅下滑。
- 国际浆价实际水平已下滑到本轮周期的起点水平。库存方面，库存周转天数08年4季度快速上升，港口库存仍然高企，降价压力仍然存在。由于国内市场交易不够活跃，废纸价格在回升后又显现下调趋势。目前尚缺乏其他的供应渠道，而下游需求仍然强劲，预计进口废纸价格仍有上涨空间，但幅度不会很大。
- 随着造纸公司库存的下降，各纸种价格急剧下跌的势头逐步得到遏制，波动性不大。目前国内纸种价格基本上维持在行业三四年前的水平低位徘徊，我们预计这种态势将继续维持一段时间。国务院审议通过的《轻工业振兴规划》，有利于行业景气度的回升，但造纸整体恢复仍要取决于国内整体经济状况的恢复程度。
- 在投资建议方面，我们仍坚持策略报告的观点，行业整体复苏要取决于国内整个经济的复苏，造纸行业不可能领先于国内多数行业而提前复苏，因而继续给予中性的评级。个股方面可重点关注太阳纸业、博汇纸业、岳阳纸业、晨鸣纸业等。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

行业及重点公司评级

造纸业	中性
太阳纸业	增持
岳阳纸业	增持
晨鸣纸业	谨慎增持
华泰股份	谨慎增持
博汇纸业	谨慎增持
银鸽投资	谨慎增持
景兴纸业	谨慎增持
美利纸业	谨慎增持
山鹰纸业	谨慎增持

近1年行业指数与上证综指对比



时间段：近52周造纸行业指数与上证综指基本一致。

相关报告

最坏的时期已经过去

(09.02.18)

2008年4季度可能已是最坏时刻

(09.01.19)

关注宏观层面 弱化公司分析

(08.11.27)

1. 2008 年国内造纸企业生产及进出口概况

2008 年 1-12 月份国内纸张、纸浆的生产增速相比上年有较大的放缓，2008 年 12 月份是最坏的月份，四季度是最坏的季度。自 2008 年 11 月起，国内纸业公司包括上市公司大多数发生亏损，与此同时成品纸的出口速度也大为下滑，甚至出现负增长。目前进口纸浆的价格已接近国内多数企业的制浆成本，导致国内纸浆的生产增速首次出现负增长，进口纸浆的增速有所加快。

表 1：08 年 1-12 月份造纸行业主要生产及进出口增长情况

	生产量增长%			进出口增长%		
	纸及纸板	新闻纸	纸浆	纸张进口	纸张出口	纸浆进口
1-12 月份	8.75%	9.54%	-1.92%	-11.24%	-13.47%	12.40%
去年同期	18.07%	18.05%	16.06%	-8.97%	33.17%	6.46%

数据来源：中国纸网，国泰君安研究所

2008 年 1-12 月份，全国共生产机制纸及纸板 8391 万吨，同比增长 8.8%（低于 2007 年同期 18.1%的增长）；其中生产新闻纸 461 万吨，同比增长 9.5%（低于 07 年同期 18.1%的增长）；生产书写纸 204 万吨，同比增长 3.7%（远低于 07 年同期 20.2%的增长，且 12 月份当月同比下降 47.0%）；生产箱板纸 1202 万吨，同比增长 18.5%（高于 07 年同期 17.0%的增长）。2008 年 1-12 月份全国共生产纸浆 2058 万吨，同比下降 1.9%（远低于 07 年同期 16.1 的增长，且 12 月份当月同比下降 24.1%）。

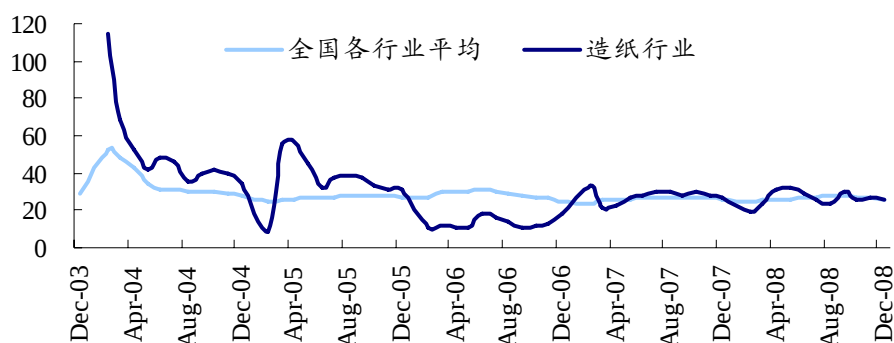
进口纸及纸板 357 万吨，同比下降 11.2%；其中新闻纸进口 1.47 万吨，同比下降 2.2%。出口纸及纸板 412 万吨，同比下降 13.5%（大大低于 2007 年同比 33.2%的增长），其中新闻纸出口 36.0 万吨，同比下降 39.28%。

2. 08 年 1-12 月份行业固定资产投资增速减缓

08 年 1-12 月造纸行业投资增速为 25.4%，较全国同期 25.5%的平均水平略低 0.1 个百分点，也低于 07 年同期 26.5%的增速 1.1 个百分点。固定资产投资增速的高低直接关系到未来一段时间纸产品的供给。从目前国内环保审批不断趋严情形看，国内纸业投资增长不应很快。另外我们通过调研知道，近一两年制浆生产线投资额大幅增长，造纸生产能力的增长可能并没有数据表现的那么快的增长（造纸与制浆投资额难以分开）。

由于目前纸业行业已面临市场萎缩、供过于求的局面，据我们了解国内许多在建项目或筹备中的项目都有推后投产或开工的打算，继续施工建设的多属于制浆生产线，因此预计 2009 年造纸行业固定资产投资增速将低于 10%。

图 1：固定资产投资增速



数据来源：中国纸网，国泰君安证券

08 年 3 季度以来国内纸业市场销售逐渐困难，4 季度面临的压力几乎是前所未有的，几乎所有的纸产品价格都出现了相当程度的下跌，除部分纸种与产能过剩有关外，其主要原因是国内、国际需求萎缩所致。过去的十几年时间，国内需求可以说一直保持比较稳定的增长，加上有几百万吨（300-600 万吨）的净进口可以逐渐替代，国内纸产品的需求并不是很大的问题，或者说市场出现不平衡的时候，问题往往是产能集中释放造成的，一般不超过一年的时间市场就可以趋于平衡。但 07 年我国出口首次超过进口，几百万吨的进口已被替代，以后的增长可能要更加依赖国内市场，或者说要想保持快速的增长，必须要有大量的出口，但国际市场变化多端，贸易摩擦大量增加，这样在很大程度上将约束我国造纸行业的增长，或者说要想保持前些年的增长速度已不大可能。

3. 09 年 1 季度行业走势判断

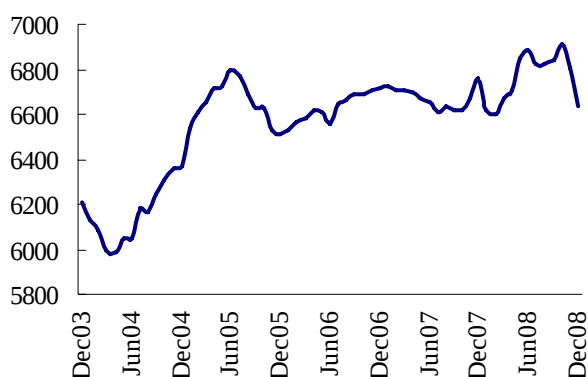
近期我们走访了山东几家造纸企业，通过调研进一步确认了前期观点：2008 年 12 月份是最坏的月份，相比 08 年 4 季度 09 年各季度逐渐好转的可能性较大，或者说过去的 08 年 4 季度可能是最坏的季度。如我们之前所预期的，2008 年 11 月份、12 月份造纸全行业性亏损，不少公司都采取了停工限产、计提减值准备等措施、控制高成本库存带来的不利影响。从目前情况来看，产成品和原材料库存基本上趋于正常水平，开工率也在恢复，生产经营活动逐渐恢复正常秩序。虽然 2009 年 1、2 月份行业整体情况有所好转，但不少企业仍有继续亏损的可能性。我们认为，与消化过剩库存相比，消化过剩产能才是最为重要的，虽然最近已有不少新上项目宣布暂停或者取消，但市场上供过于求的局面仍然没有得到明显缓解，行

业景气度仍将在底部徘徊，稍有冲动，库存还有增加的可能。

4. 国内外原材料与主要产品库存量分析

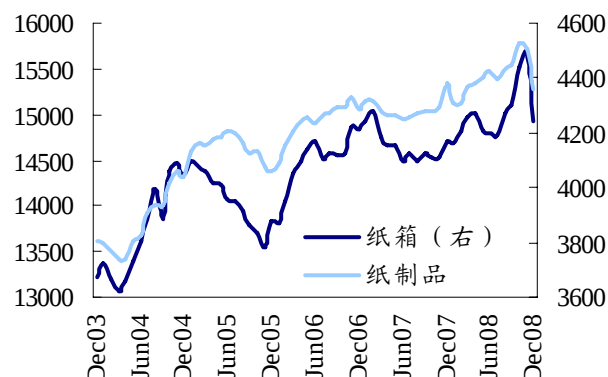
从美国情况来看，2008 年造纸行业的库存量虽较前期有所增加，但增幅不是很大，四季度还有所回调。对比批发业的纸张库存，制造业减少的库存有很大一部分转移到经销商处，可见高位库存的问题尚未从根本上消除，生产商和经销商还要采取进一步措施降低库存。

图 2：美国制造业库存-纸浆及纸板（百万美元）



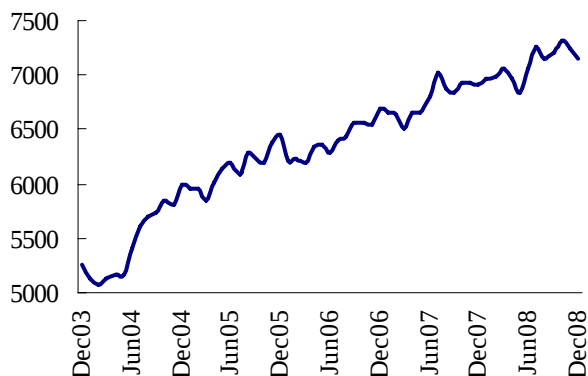
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

图 3：美国制造业库存-纸箱、纸制品（百万美元）



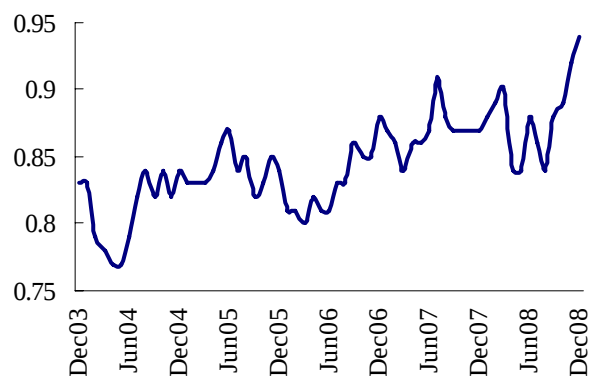
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

图 4：美国商品批发业库存-纸张（百万美元）



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

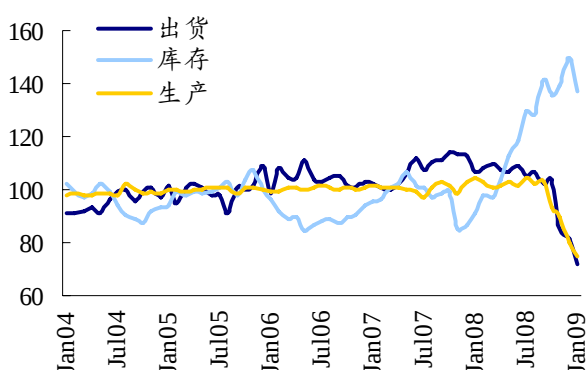
图 5：美国批发业库存/销售比-纸张（%）



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

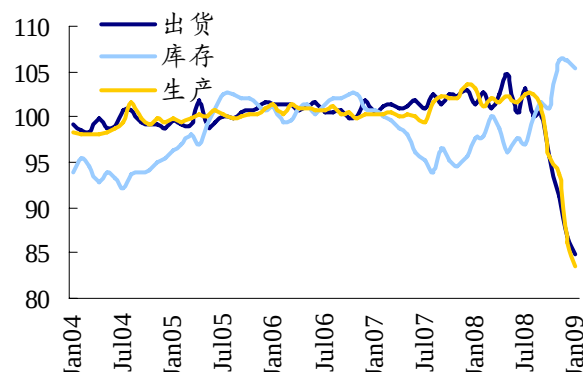
从日本情况来看，2008 年纸浆库存的增长相当明显，年末高峰时基本上较年初翻了一番，纸浆、纸及纸制品的库存量增幅相对较小。纸浆、纸及纸板整体的生产量和出货量都在 08 年四季度起大幅下滑，或许是厂商借此措施来应对高位库存问题。

图 6: 日本工业产值纸浆指数 (2005 年=100)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 7: 日本工业产值纸浆、纸及纸制品 (2005 年=100)



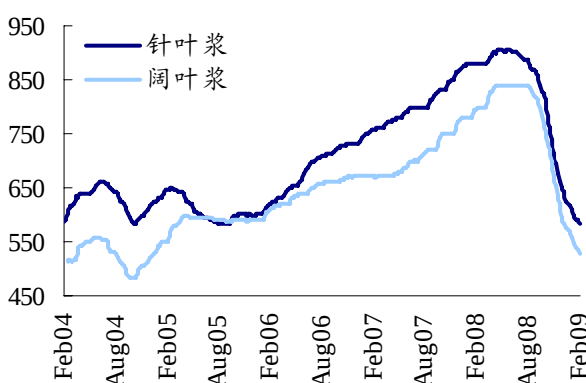
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

5. 近期原材料与主要产品价格走势分析

5.1. 纸浆价格:

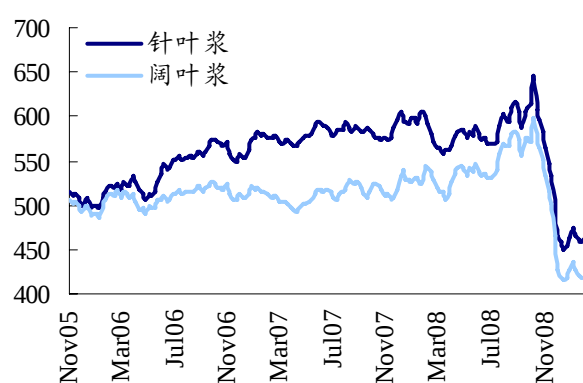
受下游消费下降和工厂停工等因素影响, 国外纸浆市场态势依然疲软。截至 2 月 24 日的一个月内, 欧洲市场北方漂白软木牛皮浆 (针叶浆) 价格下跌 3.89%, 硬木牛皮浆 (阔叶浆) 月跌幅 5.56%, 美国市场上的针叶浆价格下跌 3.83%。由于币值的影响, 以欧元标价的纸浆价格本月跌幅相对较小。从图 8、图 9 可以看出, 目前国际浆价实际水平已下滑到 05 年初, 即本轮周期的起点水平。库存方面, 09 年 1 月份下游库存较 08 年 12 月有所上升, 但比上年同期水平下降了 9%; 港口库存仍然高企。停工限产方面, 欧洲地区 1 季度已宣布的针叶浆停工计划超过 150 万吨, 主要产地阔叶浆停工计划达 100 万吨。纸浆市场上的降价压力仍然存在。

图 8: 欧洲市场以美元标价的纸浆价格指数



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 9: 欧洲市场以欧元标价的纸浆价格指数

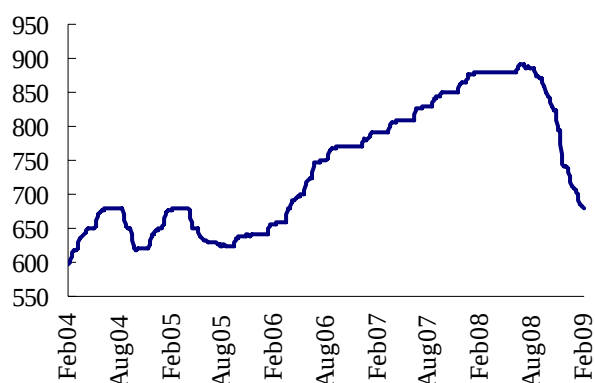


数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

中国市场上的阔叶浆价格跌至 396.39USD/t, 低于多数产商的成本水平。但由于去年年底大量订购的纸浆仍有部分尚未运抵国内, 加上高位港口库存和下游库存, 以及春节的影响, 1 月底 2 月初的交易活跃度不是很理想, 买方的热情明显

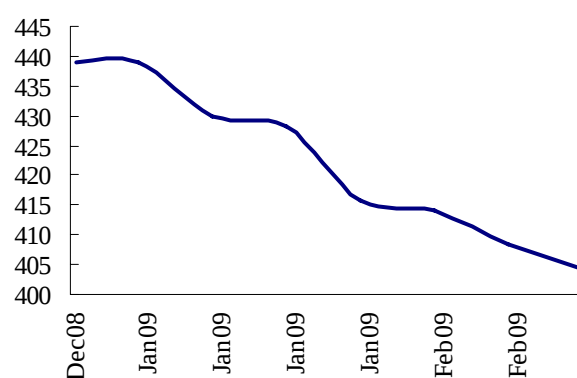
下降，价格也因此受到影响。

图 10: 美国市场针叶浆 NBSK (USD/t)



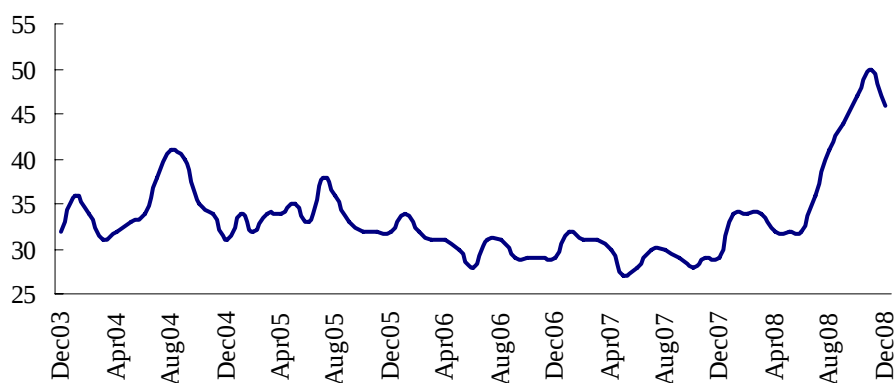
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 11: 中国市场阔叶浆 BHKP (USD/t)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 12: 全球纸浆库存量 (周转天数)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

5.2. 废纸价格:

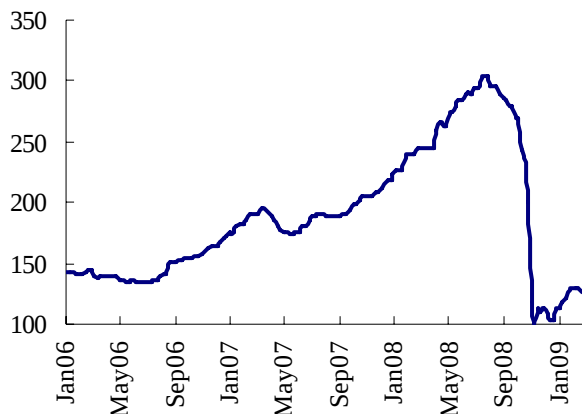
由于全球经济的放缓，进口美废价格自去年 8 月份起急促下挫，其中 8 号废纸最低跌破 100 美元/吨，比年内最高价下跌 68%。春节过后，国内各纸种的价格在大幅回调后逐渐企稳，带动主要进口废纸价格整体出现了不同程度的上涨。不过由于国内市场交易并没有明显起色，实际成交有限，废纸价格在前期回升后又显现下调趋势。大部分企业和纸厂在元宵节后恢复开工，有望带动市场交易慢慢复苏。

我国废纸进口主要来自美国、欧洲和日本，分别占我国废纸进口的 44%、28%和 16%，合计占比达 88%，由于目前尚缺乏其他的供应渠道，供应增长有限，而下游需求仍然强劲，预计进口废纸价格仍有上涨空间，但幅度不会很大。

截至 2 月 24 日的一个月内，8 号废纸价格从年初至今涨幅达 12.9%，本月略有回

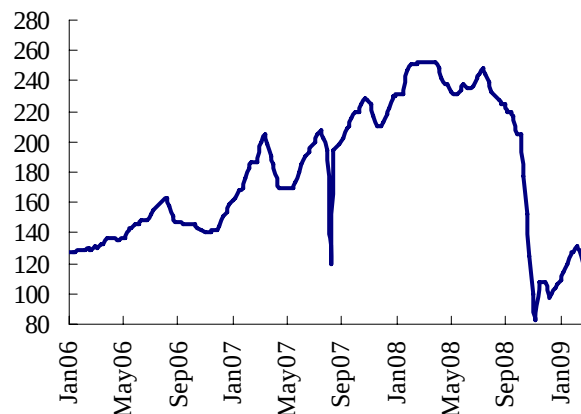
调，下降了 1.55%；美废 11#年初至今价格上涨 9.2%，本月有较大调整，下降了 6.67%。

图 13：06 年以来美废 8#价格走势



数据来源：Wind，国泰君安证券

图 14：06 年以来美废 11#价格走势



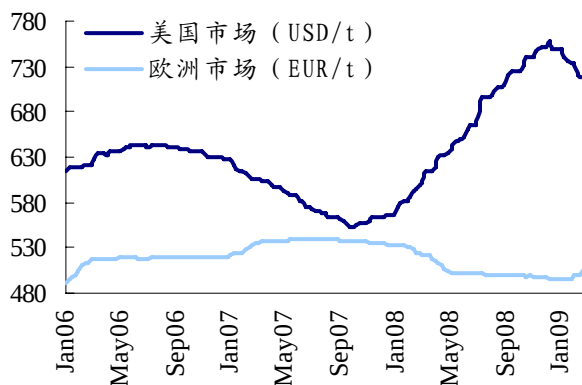
数据来源：Wind，国泰君安证券

5.3. 国外主要纸种价格：

近期，欧洲市场有几个出版商申请了破产保护。市场上出版物的页数甚至出版频率都出现了下降趋势，市场需求持续减少，受此影响新闻纸价格也有所下跌。截至 2 月 24 日的一个月内，美国新闻纸价格下跌 2.13%；受汇率影响，欧洲市场新闻纸有 2.47 的涨幅。从近几年整体情况来看，欧洲市场的新闻纸价格相对美国市场要平稳的多。

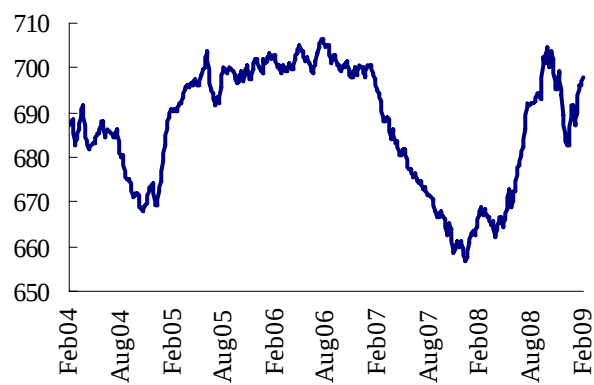
目前美国新闻纸价格维持在 720 美元/吨左右，合 4900 元人民币。已高于国内新闻纸的价格，国内新闻纸出口加大似乎已看到希望。

图 15：欧美市场新闻纸价格



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

图 16：欧洲市场轻涂杂志纸（EUR/t）



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

金融危机使得市场上的商业广告显著缩减，相关纸种尤其是较为高端的涂布道林

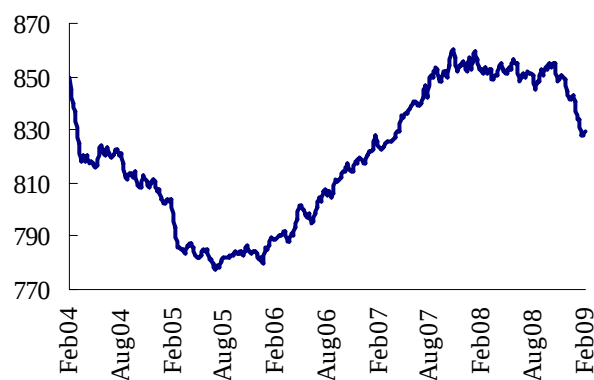
纸受到较为严重的冲击。受下游需求影响，北美一些生产商率先进行停工限产，随后欧洲的主要厂商也纷纷加入停工行列。在较为严峻的市场态势下，厂商们仍试图维持产品价格的上升态势，目前欧洲市场上涂布道林纸价格收于 696.67 EUR/t，月度涨幅为 1.17%，但较上周略有下降。

图 17：欧洲市场涂布道林纸（EUR/t）



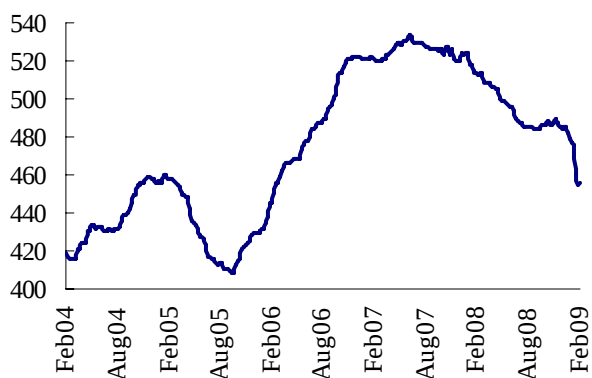
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

图 18：欧洲市场 A4 复印纸（EUR/t）



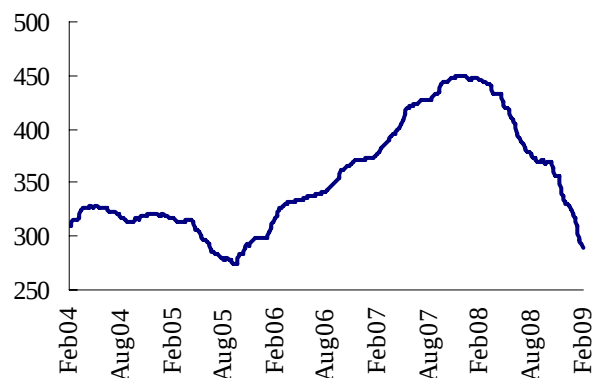
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

图 19：欧洲市场牛皮卡纸（EUR/t）



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

图 20：欧洲市场瓦楞原纸（EUR/t）



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

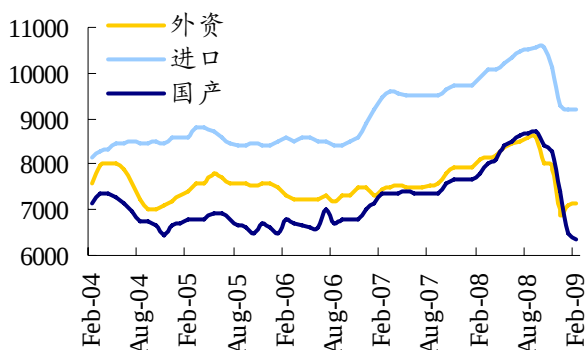
5.4. 国内主要纸种价格：

近期，随着造纸公司库存的下降，各纸种价格急剧下跌的势头逐步得到遏制，波动性不大。目前国内纸种价格基本上维持在行业三四年前的水平低位徘徊。国务院审议通过的《轻工业振兴规划》，有利于行业景气度的回升，但造纸整体恢复仍要取决于国内整体经济状况的恢复程度，也就是说要恢复到 07 年下半年及 08 年上半年的水平，我们判断需要较长一段时间。

2 月份铜版纸价格 6360 元/吨，较上月-2.15%；新闻纸 4740 元/吨，+0.85%；双胶纸 6290 元/吨，-1.72%；白卡纸 6440 元/吨，-0.31%；箱板纸 3550 元/吨，有

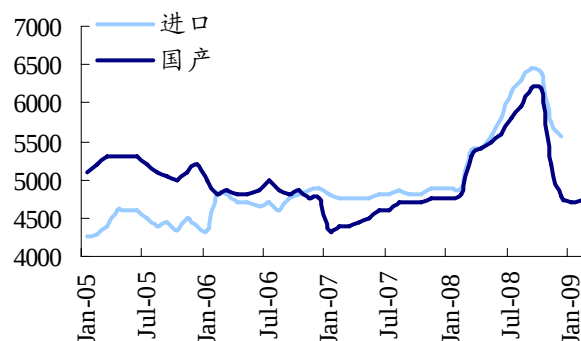
所回升，升幅 1.43%。

图 21: 铜版纸国内价格 (元/吨)



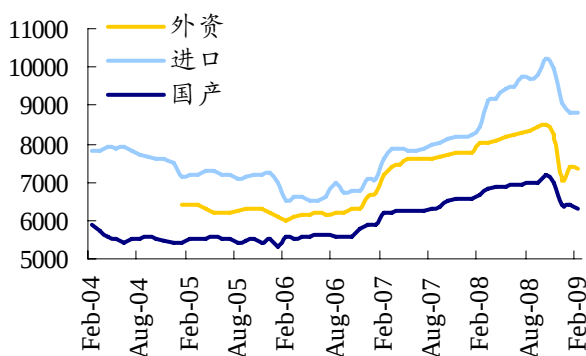
数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

图 22: 新闻纸国内价格 (元/吨)



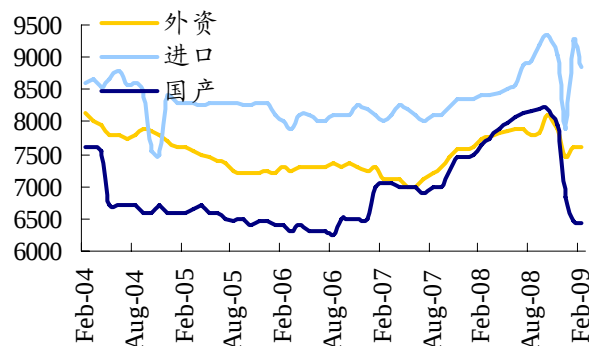
数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

图 23: 双胶纸国内价格 (元/吨)



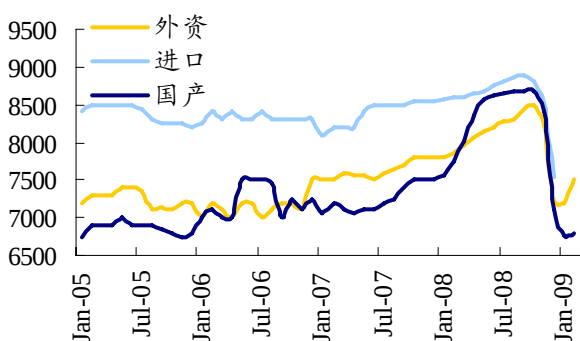
数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

图 24: 白卡纸国内价格 (元/吨)



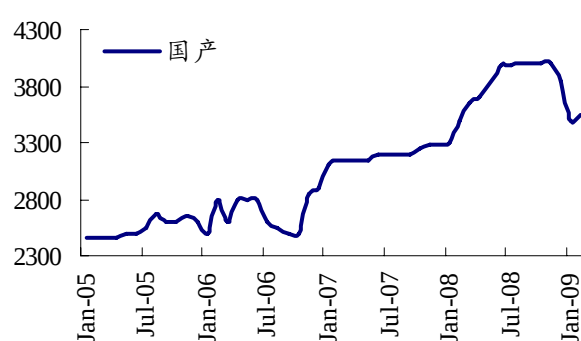
数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

图 25: 轻涂纸国内价格 (元/吨)



数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

图 26: 箱板纸国内价格 (元/吨)



数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

五、主要上市公司预计业绩与估值

我们预计 09 年上半年情况依然不乐观,但我们判断多数公司从 2 季度起不会亏损甚至有所盈利、以及 3、4 季度逐渐趋于好转。从下表 09 年 PE 值来看,与国内许多行业相比,市盈率水平显然偏高,但 PB 水平偏低,在经济处于低谷时期,似乎 PB 值的高低更能代表其价值水平。

在投资建议方面,我们仍坚持策略报告的观点,行业整体复苏要取决于国内整个经济的复苏,造纸行业不可能领先于国内多数行业而提前复苏,因而继续给予中性的评级。个股方面可重点关注太阳纸业、博汇纸业、岳阳纸业、晨鸣纸业等。

表 2: 造纸行业主要上市公司的财务预测与价值评估

公司	3.3 日价格	PB	07EPS 元	08EPS	09EPS	07PE	08PE	09PE	本期建议
太阳纸业	9.030	1.88	0.76	0.48	0.42	11.9	18.8	21.5	增持
岳阳纸业	6.280	1.46	0.26	0.23	0.20	24.2	27.3	31.4	增持
博汇纸业	6.280	1.28	0.39	0.50	0.35	16.1	12.6	17.9	谨慎增持
晨鸣纸业	6.410	1.51	0.57	0.55	0.35	11.2	11.7	18.3	谨慎增持
华泰股份	8.580	1.33	0.90	0.60	0.40	9.5	14.3	21.5	谨慎增持
银鸽投资	4.740	1.58	0.40	0.18	0.13	11.9	26.3	36.5	谨慎增持
景兴纸业	4.010	0.83	0.21	-0.55	0.05	19.1	-7.3	80.2	谨慎增持
美利纸业	8.870	1.59	0.40	0.20	0.18	22.2	44.4	49.3	谨慎增持
山鹰纸业	3.350	1.13	0.14	0.05	0.05	23.9	67.0	67.0	谨慎增持

数据来源: 国泰君安证券

作者简介:

王峰: 复旦大学国际金融硕士, 96 年至今为君安证券、国泰君安证券行业部研究员, 主要从事轻工及造纸印刷行业的研究, 2007 年获《新财富》造纸印刷行业最佳分析师第一名, 2006 年获得最佳分析师第二名, 2003-2005 年连续三年获得最佳分析师第一名, 2004 年同时获得食品饮料行业第三名。

徐琳: 毕业于厦门大学管理学院会计系, 香港理工大学金融与会计学院交流生。2007 年 7 月进入国泰君安证券研究所行业公司部。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com