

深度报告

造纸印刷行业

2009 年二季度投资策略

谨慎推荐

(上调评级)

2009 年 3 月 20 日

本报告的独到之处

- 预期 5 月废水排放新标准实施将改善部分纸种当前不利的供需关系，或令行业景气回升提前
- 随着未来经济的复苏，行业在新环保标准、自我净化及振兴规划三因素共同作用下可能迎来 1~2 年的景气上升过程，我们主张积极的投资策略

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

- 2009-03-02,《攻防兼备品种》，劲嘉股份调研报告
- 2009-02-26,《四月复兴》，凯恩股份调研报告
- 2009-02-13,《振兴规划及产业自净或加快盈利恢复》，造纸行业 2009 年 1 月月度报告
- 2008-12-25,《四季度盈利低点，一季度预期回升》，造纸行业 2009 年 12 月月度报告
- 2008-12-25,《IPO 烟标项目进入设备采购阶段》，劲嘉股份评述
- 2008-12-09,《净化之年》，造纸行业 09 年年度投资策略报告
- 2008-11-27,《积极参与行业整合，盈利预期较快增长》，劲嘉股份调研报告

造纸行业首席分析师：李世新

电话：(0755) 82130565
(0755) 82130833-1810
E-mail: lisx@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

季度投资策略

五月环保新标或令景气提前回升

● 5 月份浆纸业废水排放新标准或是行业景气回升的导火索

新标准的实施将加快占目前总产能约 17% 的落后产能的淘汰进程，产业分散的文化纸受益最为明显，纸种景气预期沿着“低档文化纸—中高档文化纸—新闻纸”路径逐级传导，形成大文化纸率先突围行业景气谷底的趋势。

● 三个因素将改善行业当前不利的供需关系

5 月环保新标准、产业自我净化及振兴规划三个因素的合力有助于改善当前不利的供需状况——环保新标准实施将缩减存量产能，产业自净压制新增产能释放，振兴规划令出口市场预期扩大。正在下降和预期进一步下降的固定资产投资会带来 1~2 年暂可预见的景气回升期。

● 今年纸业需求预期增长 5.6%

出口依赖不足 7% 表明纸业市场属相对封闭的国内市场，这决定了其需求主要受国内经济影响。未来经济增长将更多地以投资拉动，使单位 GDP 纸品消费量下降，在 GDP 增长 8% 和单位实际 GDP 纸品需求下降 40 吨/亿元的假设下，2009 年纸业需求预期增长 5.6%，而 2010 年的增长可能达到 8.8%，这支持上述景气回升期的判断。

● 核心风险提示

经济超预期下滑、环保新标准实施与保增长之间的冲突可能延缓纸业景气的复苏进程。

● 上调行业评级至“谨慎推荐”

基于行业景气驱动因素显现及纸业当前估值有利，我们主张积极的投资策略，并将行业的投资评级由“中性”上调为“谨慎推荐”。我们同时上调文化纸权益产能占比较大的博汇纸业、银鸽投资、华泰股份、晨鸣纸业和太阳纸业的评级至“谨慎推荐”，维持劲嘉股份“推荐”评级、岳阳纸业“未评级”评级和凯恩股份“谨慎推荐”评级。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘 (元)	EPS		PE		投资评级
				09E	10E	09E	10E	
000488	晨鸣纸业	13,568	6.58	0.48	0.57	13.9	11.5	谨慎推荐
002191	劲嘉股份	5,979	13.97	0.74	0.86	18.9	16.2	推荐
002078	太阳纸业	4,743	9.44	0.56	0.80	16.9	11.8	谨慎推荐
600308	华泰股份	4,631	8.44	0.81	0.97	10.5	8.7	谨慎推荐
600963	岳阳纸业	4,155	6.37	0.29	0.48	21.7	13.2	未评级
600966	博汇纸业	3,209	6.36	0.56	0.67	11.4	9.5	谨慎推荐
600069	银鸽投资	2,152	5.05	0.19	0.26	27.0	19.1	谨慎推荐
002067	景兴纸业	1,639	4.18	0.01	0.10	-	43.5	中性
002012	凯恩股份	1,537	7.89	0.10	0.23	78.9	34.3	谨慎推荐

资料来源：公司资料和国信证券预测

投资摘要

关键结论与投资建议

5月份浆纸业废水排放新标准的实施或成为行业景气提前回升的导火索，它将加快占目前总产能约17%的落后产能的淘汰进程，产业分散的文化纸受益最为明显，纸种景气预期沿着“低档文化纸—中高档文化纸—新闻纸”路径逐级传导，形成大文化纸率先突围行业景气谷底的趋势。

环保新标准、产业自我净化及振兴规划三个因素的合力有助于改善当前不利的供需状况——环保新标准实施将缩减存量产能，产业自净压制新增产能释放，振兴规划令出口市场预期扩大。正在下降和预期进一步下降的固定资产投资会带来1~2年暂可预见的景气回升期。

出口依赖不足7%表明纸业市场属相对封闭的国内市场，这决定了其需求主要受国内经济影响。未来经济增长将更多地以投资拉动，使单位GDP纸品消费量下降，预期2009年纸业需求预期增长5.6%，而2010年的增长可能达到8.8%，这支持上述景气回升期的判断。

基于行业景气驱动因素显现及纸业当前估值有利，我们主张积极的投资策略，并将行业的投资评级由“中性”上调为“谨慎推荐”。我们同时上调文化纸权益产能占比较大的晨鸣纸业、华泰股份、博汇纸业、太阳纸业和银鸽投资的评级至“谨慎推荐”，维持劲嘉股份“推荐”评级、岳阳纸业“未评级”评级和凯恩股份“谨慎推荐”评级。

与市场预期的不同之处

市场认为纸业景气难以脱离经济影响，而经济的变化趋势并不确定，纸业景气趋势因而不明朗。我们认为纸业景气并非由需求单方面决定，它是供给与需求的综合体，供给压力减弱同样有利于景气的改善，环保新标准实施和产业自净功能将分别缩减存量产能和压制新增产能释放。

市场也担心全球经济下滑对纸业的影响。我们认为国内纸业市场相对封闭，行业的需求主要由国内经济决定，除非全球经济下滑对国内经济产生严重不利影响。因此，对纸业需求的不同判断基本源于对国内经济信心的差异。

股价变化的催化因素

5月份环保新标准如期实施；更多的重大拟建项目中止；行业固定资产投资增速进一步下降；《轻工业振兴规划》出台并实施等。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、2009年GDP增长8%；
- 2、环保新标准实施与经济保增长之间的冲突不明显。

内容目录

景气总体追随经济	5
需求是制约盈利的主导因素	5
今年需求预期增长 5.6%	5
盈利能力尚需经历一段稳定期	6
三个因素改善供需	9
产业自我净化缩减供给	9
5 月实施更严格的废水排放标准	10
产业振兴规划可预期的中短期措施	11
五月环保成为主题	12
行业污染依然严重	12
文化纸或率先突围	12
公司受益程度排序	13
核心风险	14
经济超预期下滑	14
环保政策与保增长的冲突	14
行业投资评级及策略建议	14
行业投资评级	14
策略建议	15

图表目录

图 1: 纸业在金融危机中预期的运行过程示意	5
图 2: 国内纸业消费与GDP强相关	6
图 3: 近年来纸业消费增长针对GDP的弹性系数为 90%	6
图 4: 预期 2009 年纸业消费增长 5.6%	6
图 5: 中国纸品出口占产量的比重不足 7%	6
图 6: 2009~2011 年新闻纸开工率预期	7
图 7: 2009~2011 年涂布白板纸开工率预期	7
图 8: 2009~2011 年铜版纸开工率预期	8
图 9: 2009~2011 年主要纸种综合开工率预期	8
图 10: 木浆价格依然下滑	8
图 11: 进口废纸价格暂时企稳	8
图 12: 全球木浆库存冲高回落	9
图 13: 主要纸品价格走势	9
图 14: 2008 年第四季度浆纸业固定资产投资增速下降	10
图 15: 造纸行业经济贡献率只有 2.0~2.3%	12
图 16: 造纸行业的COD贡献率却高达 32.4~34.5%	12
图 17: 造纸行业占工业废水排放量的 18.1%	12
图 18: 造纸行业COD排放强度逐年下降	12
图 19: 造纸行业产量集中度仍低	13
图 20: “十一五”期间计划逐年关闭的落后产能	13
图 21: 各纸业公司纸种结构	13
图 22: 造纸行业与市场P/B系数处于偏低位置	15
 表 1: 2009 年主要纸种景气趋势	 7
表 2: 2001 年 1 月 1 日开始实施的《造纸工业水污染物排放标准》	10
表 3: 2009 年 5 月 1 日开始实施的《制浆造纸工业水污染物排放标准》	11
表 4: 主要纸业公司在绝对估值上具有一定的安全边际	14
表 5: 重点公司盈利预测、估值及投资评级	15

景气总体追随经济

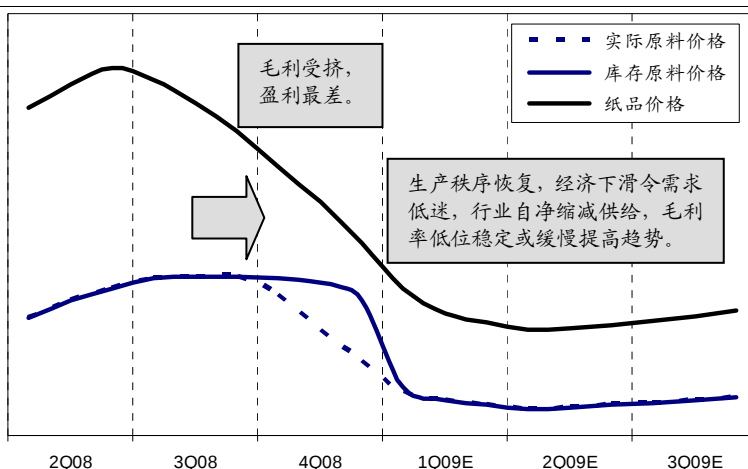
需求是制约盈利的主导因素

2008 年下半年纸业景气非寻常的转向显然主要由需求的快速下滑而非供给的增长所导致，因过往纸业的过剩较多地出现在部分纸种上，需求增长相对稳定表明供给快速增长是过剩根源，同一时期纸种间的景气差异容易区分，但这次的过剩似乎没有哪个纸种可以逃过。这种全行业的系统性风险实际是全行业或整个经济需求的锐减。

同时，去年下半年行业盈利的快速下滑实际上又夸大了需求不利的影响，原因众所周知——高价原料痛苦的去库存过程。那么，在生产秩序恢复之后，仅需求低迷单一因素将不足以导致今年纸业再次的较大亏损。伴随着盈利的艰难，行业以减产和减少投资等手段形成的自我净化已经开始并体现效果，尽管由此构建的供需关系非常脆弱，但主流厂商为保证生存决定了这种均衡其实是行业必然结果，这个时期的盈利能力因而基本属底部区域。

以此为基础，行业盈利能力上升弹性将大于下降弹性，弹性方向取决于经济增长率变动方向，如果 2009 年经济保持一定的增长，纸业需求便无下降的担心，盈利能力低位徘徊或缓慢回升是两种可以预期的运行方式。

图 1：纸业在金融危机中预期的运行过程示意



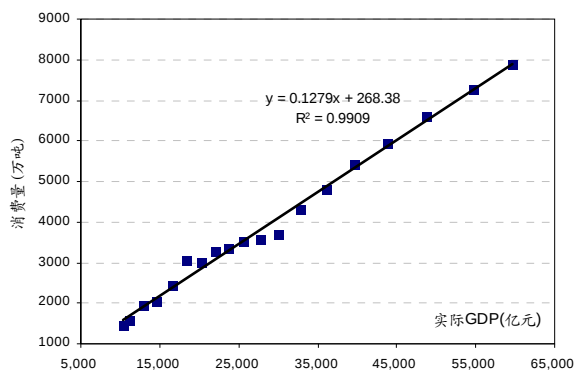
资料来源：国信证券经济研究所预测

今年需求预期增长 5.6%

过往纸业消费与实际 GDP 近乎完全正相关，增长弹性系数也达到 90~97%，两者之间的密切联系源于纸品消费在经济领域的广泛渗透性。2009 年国内经济增长将更多地依靠投资拉动，造纸行业因并非主要投资领域可能令单位 GDP 纸品消费下降，在 GDP 增长 8%、单位实际 GDP 下降 40 吨/亿元的假设下，我们测算 2009 年纸业消费增长率为 5.6%，它与经济增长的系数为 70%，显著地小于过往的区间。2010 年历时半年的世博会预计单位 GDP 纸品消费提高，当年的消费增长可能超过 GDP 增速，我们测算 8% 的 GDP 增长将带来 8.8% 的纸品消费增长，当年消费量将达到 8300 万吨，显示纸业景气回升可以预期。

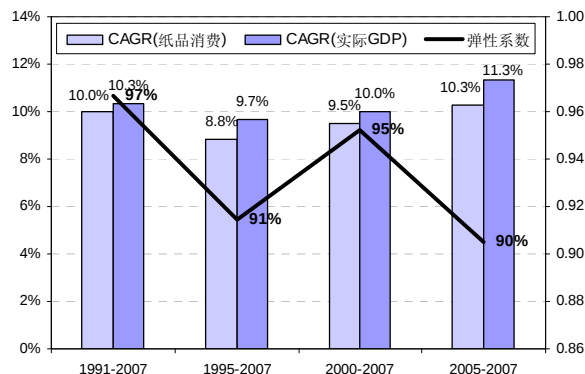
此外，纸业市场属于较封闭的国内市场，纸品出口量占产量的比重尽管逐年上升，但最高的 2007 年也仅达到 6.3%，2008 年受全球需求下滑影响又回落到 5.2%。与国内经济 40% 的对外依存度相比，纸业增长显示较强的内需拉动特征，这决定了 2009 年纸业需求不易出现大幅下滑。

图 2：国内纸业消费与 GDP 强相关



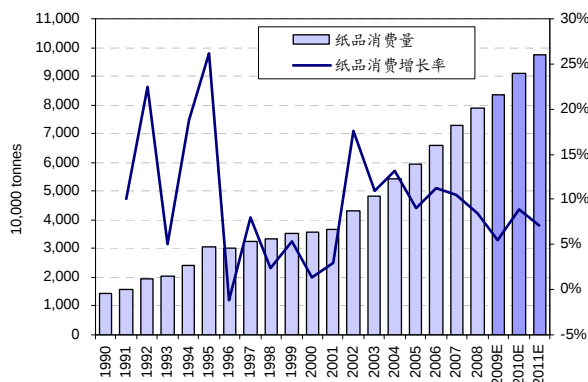
资料来源：国家统计局、中国造纸协会

图 3：近年来纸业消费增长针对 GDP 的弹性系数为 90%



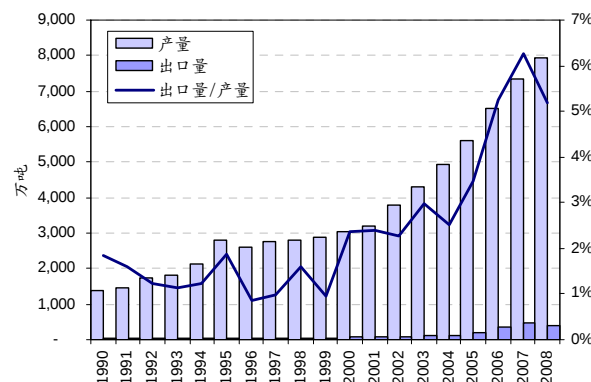
资料来源：国家统计局、中国造纸协会

图 4：预期 2009 年纸业消费增长 5.6%



资料来源：中国造纸协会、国信证券经济研究所预测

图 5：中国纸品出口占产量的比重不足 7%



资料来源：中国造纸协会

盈利能力尚需经历一段稳定期

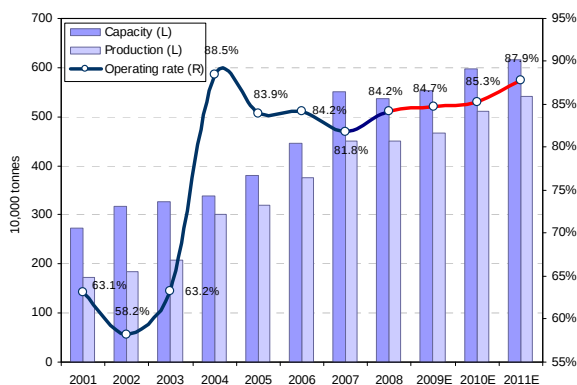
在经济未发生转折之前，纸业需求总体仍将保持低迷。我们测算主要纸种开工水平低于上年（综合开工率由上年的 91% 下降到 89%，其中新闻纸与上年持平，涂布白板纸由 95% 下降到 92%，铜版纸由 87% 下降到 84%），显示行业供需关系年内总体较差，而供需关系在年度内的预期改善表明上半年要差于下半年，因而行业盈利能力会在上半年持续一段时期的低水平。

表1: 2009年主要纸种景气趋势

纸种	2009年景气趋势	原因	相关公司
文化纸	较高景气且持续	- 中低档文化纸因草浆和苇浆原料不断关闭令供给持续缩减, 为景气最好纸种; 2009年5月新的污水排放标准实施有助于该景气的提高, 是我们这一年来最明确的投资机会; - 高档文化纸景气差于中低端产品, 但或受益于后者景气的滞后传导。	岳阳纸业 博汇纸业 银鸽投资 晨鸣纸业
新闻纸	先降后升	2008年开始暂无新的投产计划, 2007年成为谷底且景气持续上升; - 当前至2009年上半年受产能由文化纸回转变影响而供给增加; 2009年5月份后预期形成与文化纸的景气滞后联动。	华泰股份 晨鸣纸业
涂布纸板	降幅较大, 年中减弱趋势	- 前期美利纸业和太阳纸业白卡生产线的投产令其景气快速下滑; 2009年底博汇纸业35万吨项目若按计划投产会进一步拉低开工水平; 2010年后回升趋势视APP金桂浆纸30万吨和玖龙太仓42万吨项目是否如期投产。	太阳纸业 博汇纸业 晨鸣纸业
铜版纸	下滑且持续	- 晨鸣纸业近20万吨产能今年7月的投产似乎拉开了该纸种又一波的扩产序幕; - APP金海浆纸60~80万吨生产线原计划于2009年夏季投产, 其二期的80万吨生产线也规划在2010年世博会期间投产; - 其间仍有日本王子南通二期80万吨和华泰股份40万吨不确定时间投产, 均可能构成该纸种持续的景气下滑。	太阳纸业 晨鸣纸业
工业包装纸	下滑至低位徘徊	- 玖龙与理文近年相继投产的规模高达600多万吨, 产能增长不低于20%, 这部分存量产能仍需要一段时期的消化; - 两公司尽管正遭受市场过剩煎熬, 但仍未彻底放弃扩张; - 出口及国内包装受全球经济影响明显也可能抑制对工业包装纸的需求, 令供需关系难以短期改善。	玖龙纸业 理文造纸 景兴纸业 晨鸣纸业 银鸽投资

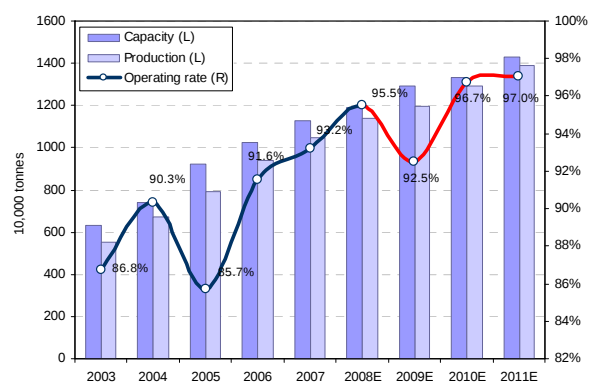
资料来源: 国信证券经济研究所

图 6: 2009~2011 年新闻纸开工率预期



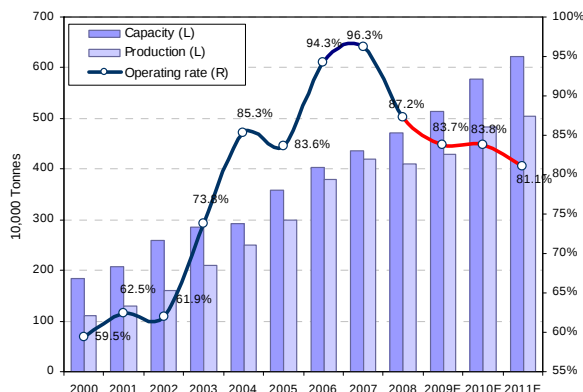
资料来源: 中国造纸协会、国信证券经济研究所预测

图 7: 2009~2011 年涂布白板纸开工率预期



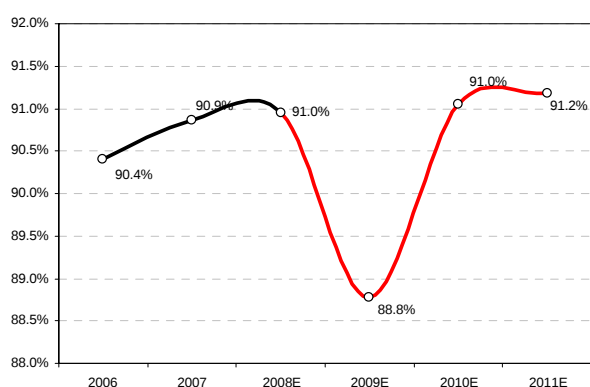
资料来源: 中国造纸协会、国信证券经济研究所预测

图 8: 2009~2011 年铜版纸开工率预期



资料来源：中国造纸协会、国信证券经济研究所预测

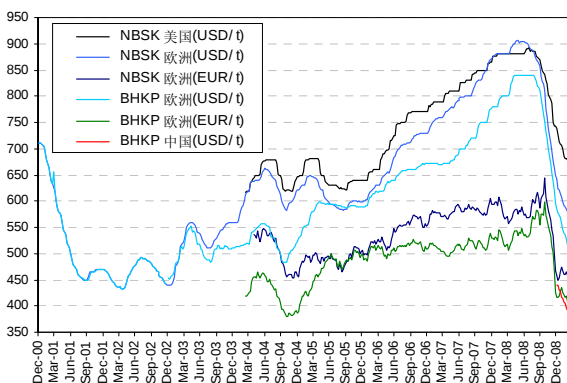
图 9: 2009~2011 年主要纸种综合开工率预期



资料来源：中国造纸协会、国信证券经济研究所预测

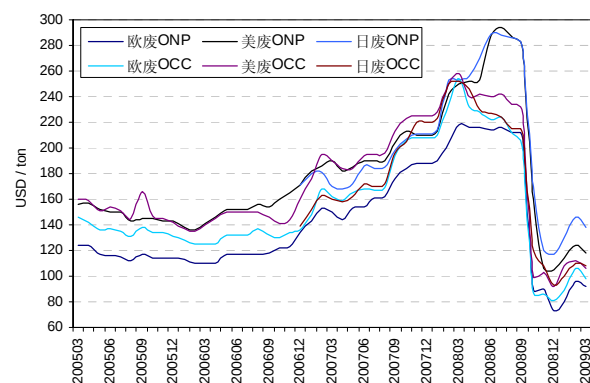
从产业链上看，原料价格的低迷不仅表明了当前纸业需求虚弱，它也将有效反映纸业需求正在发生的变化。自去年中期以来，木浆及废纸价格均出现了巨幅滑落，至今浆价跌势未止而废纸价格初显企稳，显示国内外纸业需求均快速下降。废纸价格暂时稳定主要因存储困难，北美一度出现焚烧处理方式，年初造纸厂商库存回补抑制了价格进一步下跌。而木浆库存容易实现，去年下半年全球木浆库存逐月飙升，并于 11 月达到创记录的 50 天，远超近 6 年来 33 天的平均水平。12 月份下降到 46 天而终止了上扬步伐，一方面因北美及亚洲浆厂大规模减产作用体现（去年四季度全球减产共 202.7 万吨，相当于一个半月库存量），另一方面中国纸厂原料开始回补消化了部分存量。由于全球经济仍在衰退且复苏预期落后中国，木浆价格仍将维持一段较长时期的低位，以反映纸品需求的持续低迷。而浆价未来的稳定或上涨，体现的应当是经济最早复苏的中国其纸品需求的恢复。

图 10: 木浆价格依然下滑



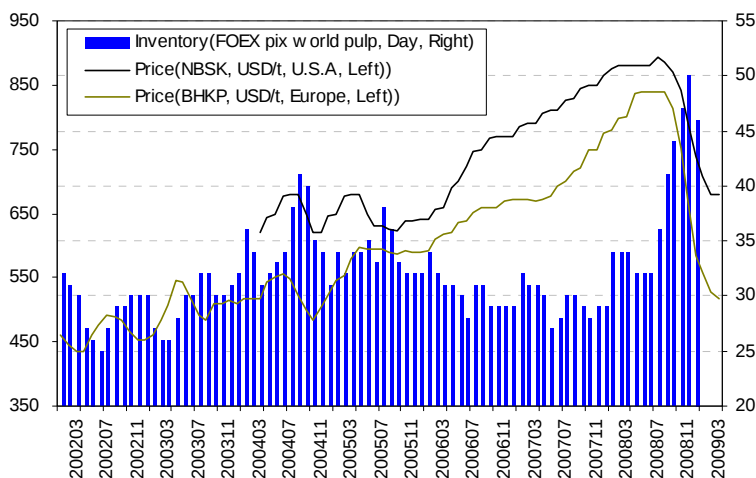
资料来源：FOEX

图 11: 进口废纸价格暂时企稳



资料来源：世界废料网

图 12: 全球木浆库存冲高回落



资料来源: FOEX

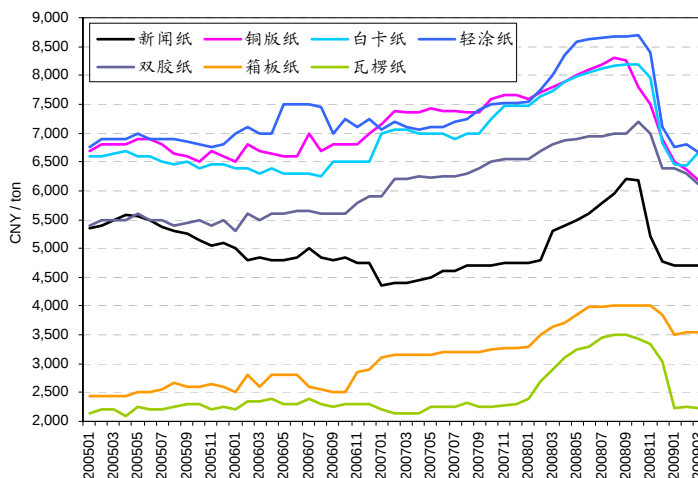
三个因素改善供需

产业自我净化缩减供给

从去年第四季度开始的减产和减少投资标志着行业自我净化过程启动。

在减产方面，主流厂商去年底开工水平下降到 70%左右，部分纸种开工率仅 50%，厂商出于盈利考虑而于 1 月份尝试纸品小幅提价在需求低迷、原料价格低位的背景下显得一厢情愿，下游对此反映冷淡，这契合于当前不利供需状况下的低利润率特征。减产属行业不利情况下抑制产品利润或价格下跌的被动行为，原料价格的下跌将下拉纸品价格，令厂商提价逆势而行，决定了其计划的最终难以实现，除非原料价格已经企稳。

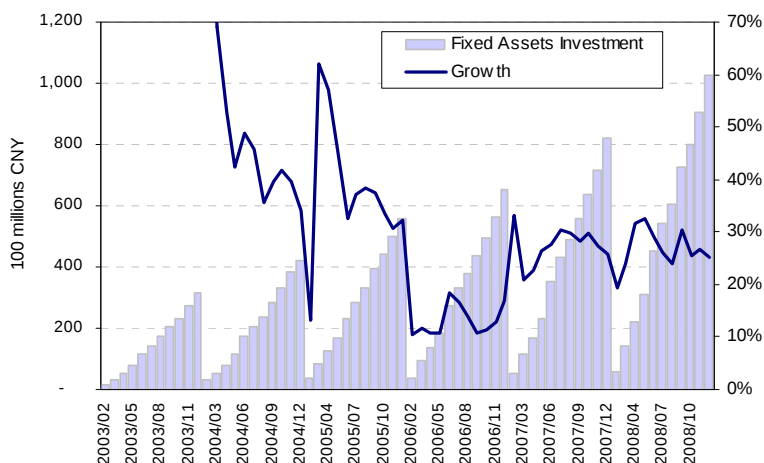
图 13: 主要纸品价格走势



资料来源: 国信证券经济研究所

减少投资则在 2008 年第四季度开始体现，投资增速从第三季度末的 30.5% 下降到年底的 25.0%。由于期间为应对今年 5 月开始实施的新的废水排放标准，现有厂商增加了环保投入，否则增速要更低些。在不利的供需环境下，今年行业投资增速进一步下降可以预期，其影响表现为，一方面，在建项目的中止将直接减少年内的供给；另一方面，拟建项目的推迟也将减弱明年的供给压力，两者共同形成行业景气回升预期。

图 14: 2008 年第四季度浆纸业固定资产投资增速下降



资料来源：国家统计局

5 月实施更严格的废水排放标准

将于 2009 年 5 月 1 日实施的新的浆纸业废水排放标准不仅提高了排放限值，还增加了 4 项指标，总体标准大幅提高。如漂白草浆造纸企业的 COD 排放限值由原标准的 450 mg/L 提高到 150 mg/L，吨浆排水量由 300 t 缩减至 60 t。

环保投入资本和运行费用并不与上述指标呈简单的线性关系，单位标准的提高将增加更多的成本和费用。目前中小企业运行的环保设施或需要重建、或需要新设，投资规模以数千万元计，在目前产业景气下滑企业普遍资金紧缺的情况下，我们判断本就实力不济的部分中小企业将无力构建而被迫退出。

表2: 2001年1月1日开始实施的《造纸工业水污染物排放标准》

指标	单位	制浆、制浆造纸				造纸
		木浆		非木浆		一般机制纸、纸板
		本色浆	漂白浆	本色浆	漂白浆	
1 排水量	m ³ /t	150	220	100	300	60
2 生化需氧量 (BOD ₅)	mg/L	70	70	100	100	60
3 化学需氧量 (COD _{Cr})	mg/L	350	400	400	450	100
4 悬浮物 (SS)	mg/L	100	100	100	100	100
5 可吸附有机卤化物 (AOX)	mg/L	-	12	-	9	-
6 PH 值	-	6-9	6-9	6-9	6-9	6-9

资料来源：国家环保部

表3：2009年5月1日开始实施的《制浆造纸工业水污染物排放标准》

企业生产类型/指标	单位	制浆企业	制浆和造纸联合生产企业		造纸企业	污染物排放监控位置
			废纸制浆和造纸企业	其他制浆和造纸企业		
1 PH 值	-	6~9	6~9	6~9	6~9	企业废水总排放口
2 色度（稀释倍数）	-	80	50	50	50	企业废水总排放口
排 3 悬浮物（SS）	mg/L	70	50	50	50	企业废水总排放口
放 4 生化需氧量（BOD ₅ ）	mg/L	50	30	30	30	企业废水总排放口
限 5 化学需氧量（COD _{Cr} ）	mg/L	200	120	150	100	企业废水总排放口
值 6 氨氮	mg/L	15	10	10	10	企业废水总排放口
7 总氮	mg/L	18	15	15	15	企业废水总排放口
8 总磷	mg/L	1	1	1	1	企业废水总排放口
9 可吸附有机卤化物（AOX）	mg/L	15	15	15	15	车间或生产设施废水排放口
单位产品基准排水量	t/t(浆)	80	20	60	20	排水量计量位置与污染物排放监控位置一致

资料来源：国家环保部

新的排污标准仍非最严格水平，2001 年的标准仅与国外 90 年代水平接近。以木浆制浆 COD 排放量为例，国内 300~400 mg/L 的浓度限额相当于 52.5~88kg 的吨浆排放量，它与芬兰 1994 年 65kg、台湾 1998 年 150kg 和印尼 1991 年 35kg 的标准相比并不显得更严格；2008 年新标准的限额为 26kg，仍低于目前发达国家 15 kg 以下的水平。环保水平与一国经济发展水平同步，新的标准实施期限为 2009 年 5 月 1 日至 2011 年 6 月 30 日，意味着标准未来仍将进一步提高，中小企业退出市场将会持续。

产业振兴规划可预期的中短期措施

即将出台的《轻工业振兴规划》从对造纸行业的影响程度来划分，大致包括改善供需关系措施、提高公司竞争力措施和资金财税支持措施等。

- **改善行业供需关系措施：**我们认为这些措施具有实质意义，它们包括提高产品出口退税率、恢复废纸加工贸易、继续加大落后产能的淘汰力度、国家和地方产品及原料储备等。其中提高出口退税率和恢复废纸加工贸易将有利于缓解国内供给压力、提高产品盈利能力和扩大产品销量，尽管纸品出口占总产量的比重 2007 年只有 6.3%，但出口增速 CAGR（1999~2007）高达 42.4%，且该增速在过往零退税和部分加工贸易禁止背景下取得，纸业真实的出口能力显然没有得到充分发挥。我们判断上述措施将令过往出口规模较大的晨鸣纸业、华泰股份和太阳纸业受惠，而恢复废纸加工贸易可能有助于以废纸为主要原料的华泰股份额外受惠。在继续加大落后产能淘汰力度方面，受益纸种依然是文化纸系列，相关公司包括岳阳纸业、博汇纸业、银鸽投资和晨鸣纸业等。至于产品及原料储备制度的建立，我们暂认为它可能属针对行业阶段性运行恶化由国家和地方财政提供的资金支持的急救措施，持续收储不太可能，毕竟浆纸产品可以规模化无度生产。总体上，在先进生产力不受损害的原则下，规模及技术领先企业可能受到较多的政策性保护。
- **提高公司竞争力措施：**包括支持林纸一体化工程重点项目、支持行业兼并重组、发展循环经济模式等。这些措施将利于一体化的岳阳纸业、晨鸣纸业，以及规模和技术领先的优势企业。
- **资金财税支持措施：**包括进一步扩大信贷规模以切实解决企业融资难的问题、商业银行提供并购贷款、产品及原料的动态储备制度等。

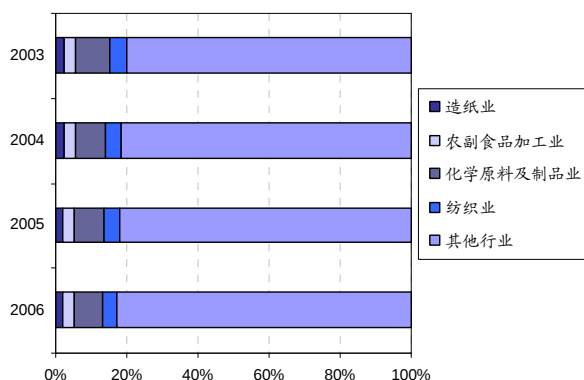
规划方案如果能够获得通过，其中的改善行业中短期供需关系的措施在执行上并不存在明显的技术性障碍，措施的效果或可较快得到体现，令行业景气回升加快。

五月环保成为主题

行业污染依然严重

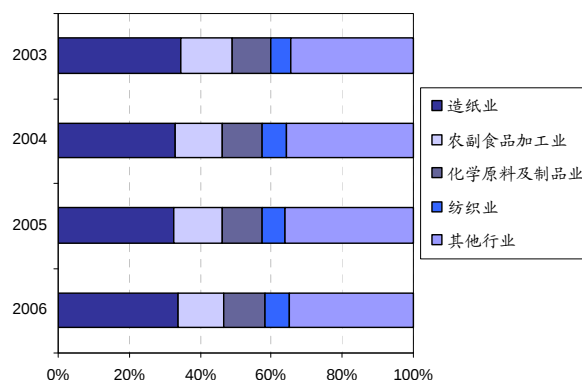
近年来造纸行业按产值计算的经济贡献率只有 2.0~2.3%，但工业废水排放量却占总排放量的 18.1%，在废水中的 COD 含量方面，尽管排放强度逐年下降，但其贡献率仍稳定在 32.4~34.5%。

图 15: 造纸行业经济贡献率只有 2.0~2.3%



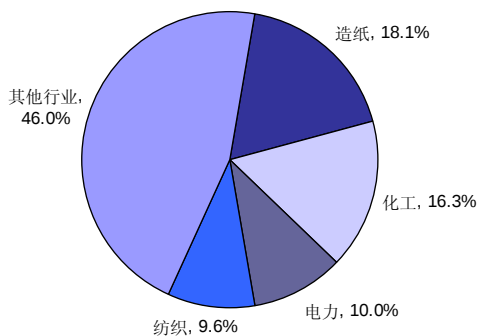
资料来源：国家统计局

图 16: 造纸行业的 COD 贡献率却高达 32.4~34.5%



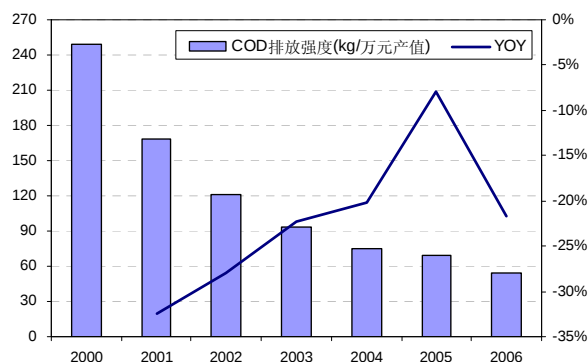
资料来源：国家环保部

图 17: 造纸行业占工业废水排放量的 18.1%



资料来源：国家环保部

图 18: 造纸行业 COD 排放强度逐年下降



资料来源：国家环保部

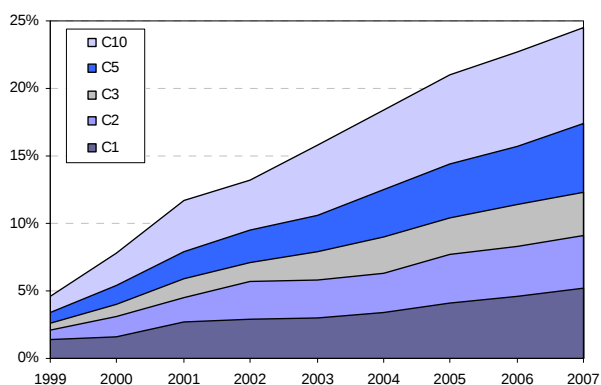
文化纸或率先突围

环保标准提高将净化产业分散的纸种，原因是产业高集中的新闻纸、铜版纸等市场均由大厂构成，它们依赖资金实力在环保投入进而达标要容易得多，退出相对困难。目前国内产业分散的纸种主要是文化纸和工业包装纸，由于工业包装纸以废纸为主要原料，污染程度低，企业相对容易达标而可能继续生存。这样，文化纸（尤其是低档产品）厂商退出面将最大，该纸种景气将易于上升。相关公司包括岳阳纸业、博汇纸业、银鸽投资、晨鸣纸业等。

造纸行业整体也是小而散。近年来产量 TOP10 集中度平均以每年 2.5 个百分点上升，至 2007 年仍只有 24.5%，TOP20 和 TOP30 的集中度分别为 31.3% 和 35.7%。

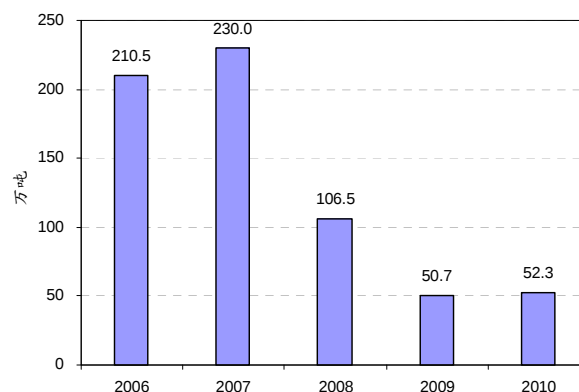
在 3000 家造纸公司中，除前 30 家以外的公司平均产能只有 1.6 万吨，小而散的状况没有根本改变，导致行业污染难以控制。中国造纸协会统计 2005 年的落后产能占总产能的 30%，总量为 2100 万吨左右，属政策性淘汰对象。2007 年国务院印发的《节能减排综合性工作方案》明确在“十一五”期间淘汰其中的 650 万吨，5 年仅淘汰落后产能的 1/3，当时已经给文化纸带来较高的景气。环保新标准的实施可能令剩余的落后产能加速淘汰，从 2006~2008 年已淘汰的 550 万吨左右产能看，这部分剩余落后产能总量仍达 1550 万吨，相当与目前 9000 万吨总产能的 17%。

图 19：造纸行业产量集中度仍低



资料来源：中国造纸协会

图 20：“十一五”期间计划逐年关闭的落后产能



资料来源：国务院《节能减排综合性工作方案》（2007）

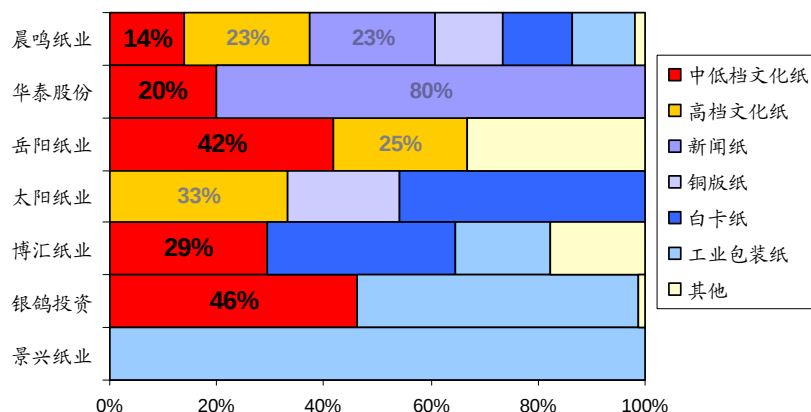
进一步的景气演化是，低端文化纸景气传导至中高端文化纸，之后，新闻纸因与中高端文化纸可共机生产或将获得景气滞后联动，就如去年 3~8 月份一样，新闻纸景气快速谷底回升得益于 2007 年下半年文化纸景气上升。

因此，5 月份开始的大文化类纸供需关系改善基本是年度行业的主要投资机会，惟景气强度尚受到中小企业退出程度的不确定因素影响，需届时密切跟踪。

公司受益程度排序

新环保标准的实施预期令纸业景气沿着“低档文化纸——中高档文化纸——新闻纸”路径传导，从各公司权益产能结构看，这可能形成如下的公司受益序列：

图 21：各纸业公司纸种结构



资料来源：各公司公开信息、国信证券经济研究所

- 低档文化纸：银鸽投资、岳阳纸业、博汇纸业、华泰股份、晨鸣纸业；
- 中高档文化纸：太阳纸业、岳阳纸业、晨鸣纸业；
- 新闻纸：华泰股份、晨鸣纸业

低档文化纸属直接受益纸种，景气向下的传导可能受产能未发生变化及经济不利影响而逐级减弱，因此，投资品种的选择至少在最初阶段侧重于低档文化纸权益产能占比较大的公司，并视经济复苏趋势再做品种的相应延伸。

核心风险

经济超预期下滑

鉴于纸业消费与 GDP 强相关，经济如果超预期下滑，纸业需求将低于我们的预期，行业景气回升将相应推迟。

环保政策与保增长的冲突

2006 年以来国家节能减排措施在造纸行业执行力度逐步加大，行业得到逐步净化，景气得到提高。但面临当前经济下滑趋势，国家政策重点转向保增长，这可能令部分应当淘汰的落后产能和企业得以暂时生存，环保政策的执行力度或不如过往有力，造纸行业净化及相应的景气回升均可能延迟。

行业投资评级及策略建议

行业投资评级

基于以下理由，我们将行业的投资评级由“中性”上调为“谨慎推荐”：

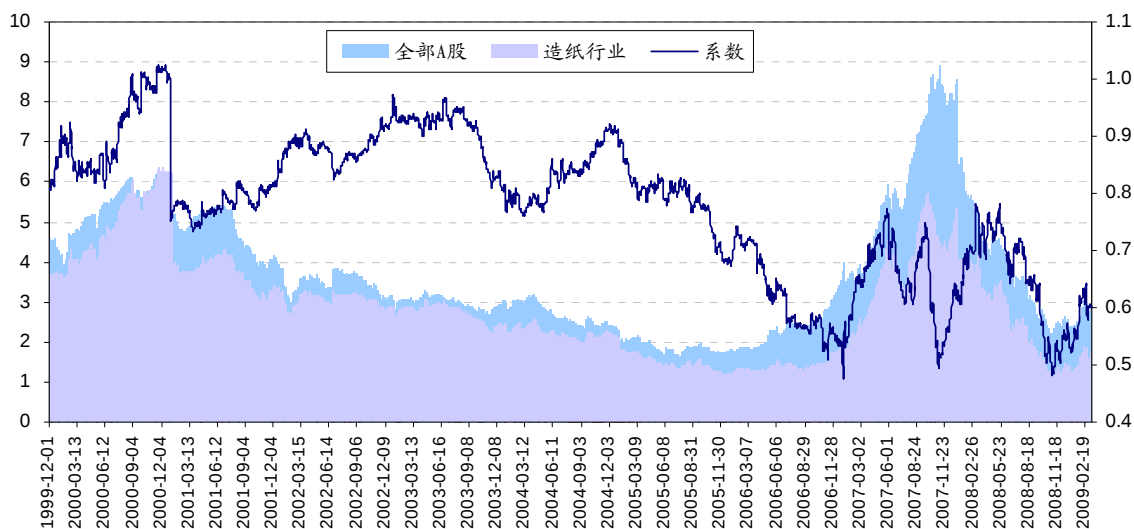
- 新的环保标准实施可能令低档文化纸率先走出景气低谷，并可能形成向中高档文化纸及新闻纸的景气传导；
- 在新环保标准实施、产业自我净化及振兴规划三个因素的共同作用下，造纸行业的供需关系可能发生有利的变化；
- 在估值方面，大部分公司绝对估值具有一定的安全边际，而行业相对与市场的相对估值参数也处于偏低位置。

表4：主要纸业公司在绝对估值上具有一定的安全边际

公司名称	昨收盘	内在价值（元/股）		安全边际	
		当前	半年后	当前	半年后
晨鸣纸业	6.58	7.83	8.27	-16%	-20%
劲嘉股份	13.97	15.81	17.02	-12%	-18%
太阳纸业	9.44	10.17	10.85	-7%	-13%
华泰股份	8.44	9.38	9.86	-10%	-14%
岳阳纸业	6.37	9.44	10.06	-33%	-37%
博汇纸业	6.36	7.29	7.82	-13%	-19%
银鸽投资	5.05	4.49	4.78	13%	6%
景兴纸业	4.18	3.86	4.15	8%	6%
凯恩股份	7.89	8.08	8.78	-2%	-10%

资料来源：国信证券经济研究所

图 22: 造纸行业与市场 P/B 系数处于偏低位置



资料来源: Wind、国信证券经济研究所

策略建议

同样的理由, 我们上调低档及中高档文化纸权益产能占比较大的公司投资评级: 将晨鸣纸业、华泰股份、博汇纸业、银鸽投资、太阳纸业的投资评级由“中性”上调为“谨慎推荐”。

维持劲嘉股份“推荐”评级、岳阳纸业“未评级(国信投行项目)”评级、凯恩股份“谨慎推荐”评级和景兴纸业“中性”评级。

表5: 重点公司盈利预测、估值及投资评级

公司名称	代码	昨收盘	EPS				P/E				P/B 3Q08	投资评级
			07A	08A/E	09E	10E	07A	08A/E	09E	10E		
晨鸣纸业	000488	6.58	0.57	0.56	0.48	0.57	11.6	11.7	13.9	11.5	1.28	谨慎推荐
劲嘉股份	002191	13.97	0.39	0.51	0.74	0.86	36.1	27.4	18.9	16.2	3.37	推荐
太阳纸业	002078	9.44	0.76	0.44	0.56	0.80	12.4	21.5	16.9	11.8	1.97	谨慎推荐
华泰股份	600308	8.44	0.90	0.77	0.81	0.97	9.4	11.0	10.5	8.7	1.31	谨慎推荐
岳阳纸业	600963	6.37	0.26	0.23	0.29	0.48	24.1	27.3	21.7	13.2	1.48	未评级
博汇纸业	600966	6.36	0.39	0.50	0.56	0.67	16.2	12.7	11.4	9.5	1.42	谨慎推荐
银鸽投资	600069	5.05	0.43	0.15	0.19	0.26	11.7	33.0	27.0	19.1	1.68	谨慎推荐
景兴纸业	002067	4.18	0.21	-0.55	0.01	0.10	19.8	-	-	43.5	0.87	中性
凯恩股份	002012	7.89	-0.08	0.12	0.10	0.23	-	65.8	78.9	34.3	4.31	谨慎推荐

数据来源: 各公司公开信息、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	电力设备行业首席分析师 彭继忠
批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轩	化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽
家电行业首席分析师 王念春	通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真
建筑行业首席分析师 邱 波	建材行业高级分析师 杨 昕	有色金属行业高级分析师 彭 波
医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌	汽车与汽配行业资深分析师 李 君
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	宏观经济资深分析师 林松立
有色金属行业资深分析师 黄安乐	金融衍生品资深分析师 董艺婷	房地产行业分析师 陈 林
银行业分析师 谈 煜	银行业分析师 黄 飙	保险行业分析师 武建刚
证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平	宏观经济分析师 周炳林
食品饮料行业分析师 黄 茂	策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平
有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明
IT行业分析师 王俊峰	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张 如
基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	金融工程分析师 王军清

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wanacs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456