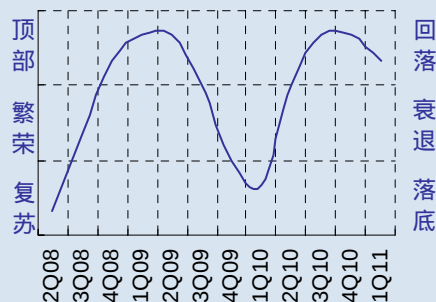


2009 年 03 月 27 日

长期竞争力评级：等于市场均值

市场数据

行业优化平均市盈率	22.51
市场优化平均市盈率	20.60
国金造纸指数	1039.67
沪深 300 指数	2479.79
上证指数	2361.70
深证成指	8983.87
中小板指数	3578.36


行业景气周期预期2Q08-1Q11


造纸行业 2009 年 2 季度报告

——纸业趋好，资源类和价格反弹是关注主线

减持

持有

增持

投资要点

- 我们建议未来可以增加纸业的配置，其理由在于：
 - ◆ 行业正在好转：二季度出现纸价反弹的可能性很大；纸业盈利能力正在逐渐的恢复。
 - ◆ 新环保标准、轻工产业政策的实施以及可能的退税政策都将给纸业正面的刺激。
 - ◆ 纸业存在估值的折价。
- 我们认为纸业价格在二季度出现反弹的理由在于季节性销量环比增加以及浆价上涨带来的成本推动。
- 我们认为浆价上涨主要是基于对美元贬值的预期以及欧洲、加拿大的浆厂在目前浆价下亏损，对于合计浆产量最大的这两个地区长期亏损的情况是难以持续的。
- 纸销量目前还看不到好转的明显迹象，这也是我们此次依然维持行业“持有”评级的主要原因。但是我们相信在纸价逐渐走高的过程中将会带来行业下游的补库动作，那时候将出现销量的放大，我们积极的关注这一信号的出现。
- 对于行业内股票的选择：我们遵循两条逻辑：一是未来美元贬值的预期带来浆和林木价格的上涨，看好资源类的股票，岳阳纸业；二是选择价格反弹，白卡、铜版的价格反弹可能性最大，这将带来公司经营改善，按照弹性大小次序，依此看好太阳、博汇、晨鸣。包装印刷类的我们继续看好劲嘉股份和安妮股份。

图表 1：行业内重点公司投资评级（人民币）

股票名称	收盘价 (元)	已上市流通A股 (百万股)	08EPS (元)	EPS 09%08	09EPS (元)	08PE	09PE	投资 评级	上期 评级
晨鸣纸业	7.23	2062.05	0.525	-30.47%	0.365	13.77	19.81	买入	买入
太阳纸业	10.87	502.41	0.475	14.32%	0.543	22.88	20.02	买入	买入
华泰股份	9.37	548.65	0.658	7.29%	0.706	14.24	13.27	持有	持有
博汇纸业	7.09	504.58	0.504	-17.06%	0.418	14.07	16.96	买入	买入
岳阳纸业	7.43	506.39	0.212	16.53%	0.254	35.05	29.25	买入	-
景兴纸业	4.52	193.00	-0.54		0.037		122.1	持有	持有
劲嘉股份	15.94	121.91	0.521	45.68%	0.759	30.60	21.00	买入	买入
安妮股份	15.75	25.00	0.542	25.09%	0.678	29.06	23.23	买入	买入

来源：国金证券研究所

万友林

 (8621)61038259
 wanyl@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
 泰滨江大厦 15A 层 (200011)

内容目录

纸业在好转	3
纸价预期向上	5
浆价预期向上	6
我们的策略	9
行业内重点公司简析	10
劲嘉股份：买入	10
安妮股份：买入	10

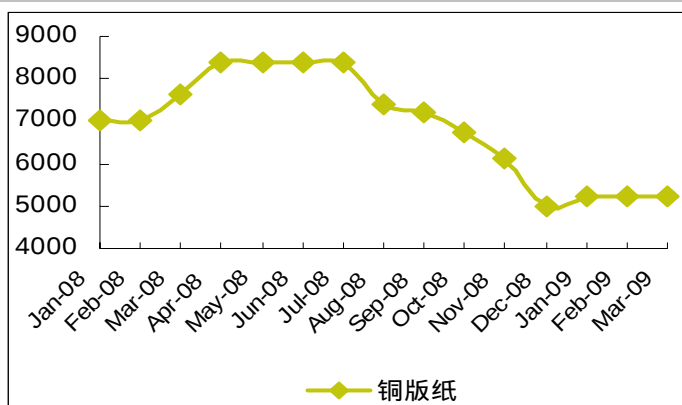
图表目录

图表 1：铜版纸价格走势	3
图表 2：白卡纸价格走势	3
图表 3：双胶纸价格走势	3
图表 4：新闻纸价格走势	3
图表 5：漂针浆价格走势	4
图表 6：漂阔浆价格走势	4
图表 7：废纸价格走势	4
图表 8：主要纸种的成本变化	5
图表 9：纸业单月产量及同比增长率	5
图表 23：近年来纸产量季节性比较（环比上升比例）	6
图表 8：几个主要纸种的吨纸盈利变化测算	6
图表 11：国际浆价主要影响因素	7
图表 17：阔叶商品浆各地成本（CIF）（2008Q2）	7
图表 18：针叶商品浆各地成本（CIF）（2008Q2）	7
图表 21：不同时间阔叶浆成本变化	7
图表 22：成本/浆价	7
图表 19：2007 年商品浆产能分布	8
图表 20：2008-2012 各地区商品浆产能年均复合增长率	8
图表 12：国际商品浆库存天数	8
图表 13：美元在贬值	8
图表 14：美元兑雷亚尔，巴西货币升值	8
图表 15：国际浆价走势	9
图表 16：美元有效汇率	9
图表 25：估值表	10

纸业在好转

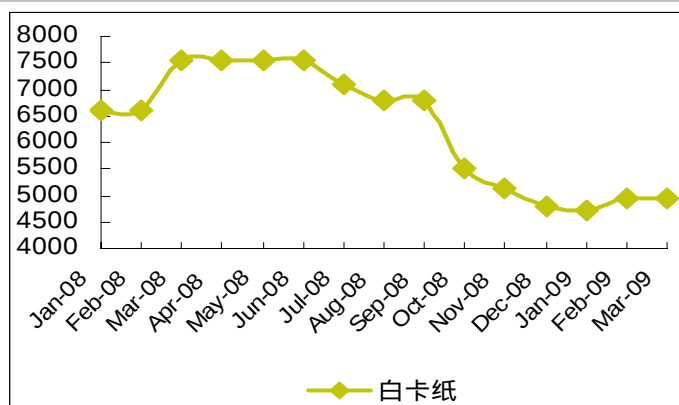
- 价格已经基本稳定：2008 年 8 月以后，造纸行业产品、原材料价格都经历了大幅下跌，2008 年 12 月份以来，纸价保持平稳，原材料价格还出现了小幅的反弹。
- ◆ 几个主要纸种价格下跌幅度均在 30%左右，2008 年 12 月份以来相对保持稳定，除了新闻纸价格继续下跌。
- ◆ 原材料价格在 50%左右的下跌后出现了小幅的反弹。
- 价格的平稳体现了行业已经度过了需求快速下降，库存迅速上升的恐慌性时期，新的平衡已经形成。

图表1：铜版纸价格走势

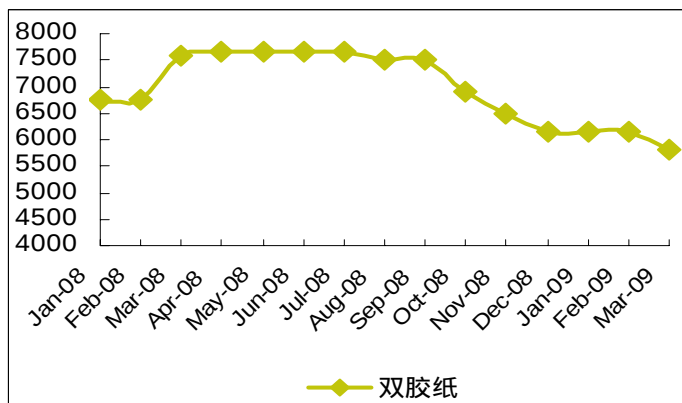


来源：国金证券研究所

图表2：白卡纸价格走势

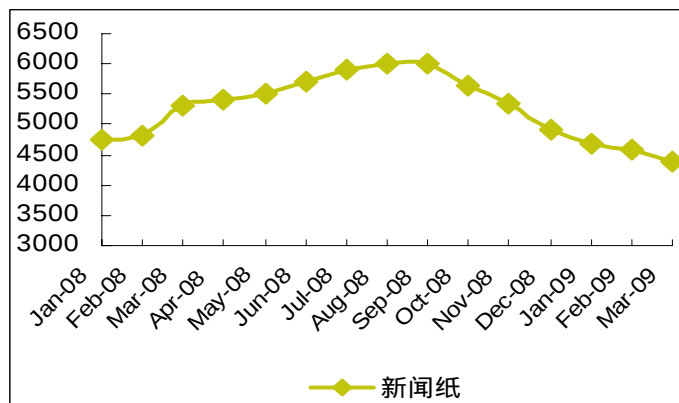


图表3：双胶纸价格走势

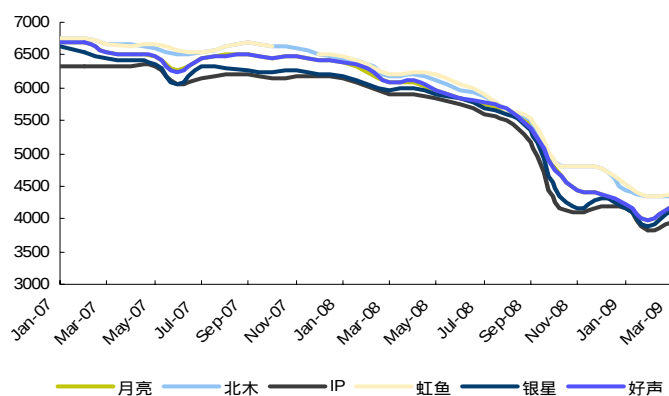


来源：国金证券研究所

图表4：新闻纸价格走势

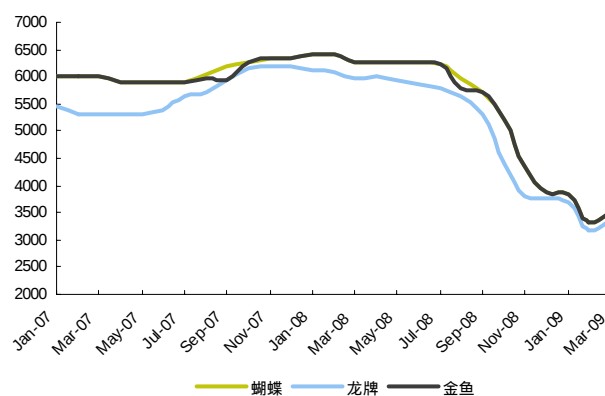


图表5：漂针浆价格走势

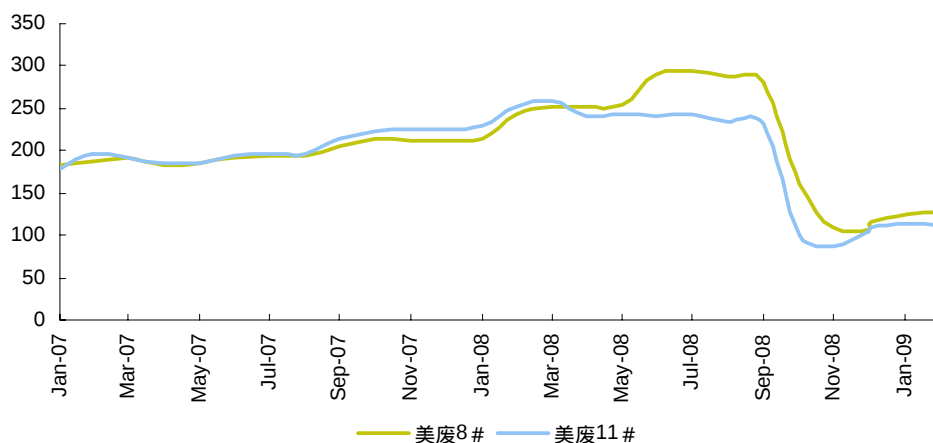


来源：国金证券研究所

图表6：漂阔浆价格走势



图表7：废纸价格走势

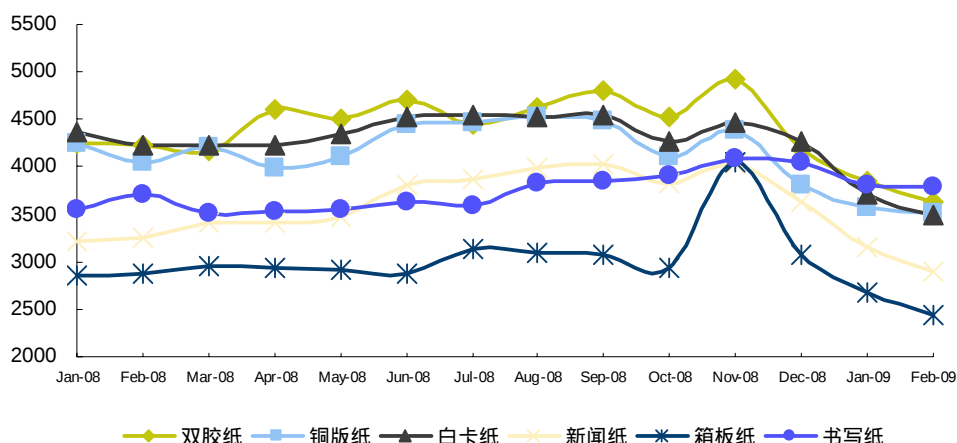


来源：国金证券研究所

■ 行业盈利在恢复：

- ◆ 2008 年四季度，纸价大幅下跌，而高价库存的存在使得造纸企业纷纷出现亏损，我们一直认为 2008 年的 12 月份是造纸企业盈利的低点。
- ◆ 我们跟踪的主要纸种的成本变化显示 2009 年 2 月份高价的产成品和原材料库存已经逐渐消化。我们观察的主要纸种成本 2009 年 2 月比 2007 年 12 月分别下降 20% - 30%，以废纸类为原料的纸品成本更是下降了 40%。
- ◆ 从 2008 年 12 月份以来，纸品的价格保持平稳，而成本逐渐降低使得行业的盈利能力逐渐恢复。

图表8：主要纸种的成本变化

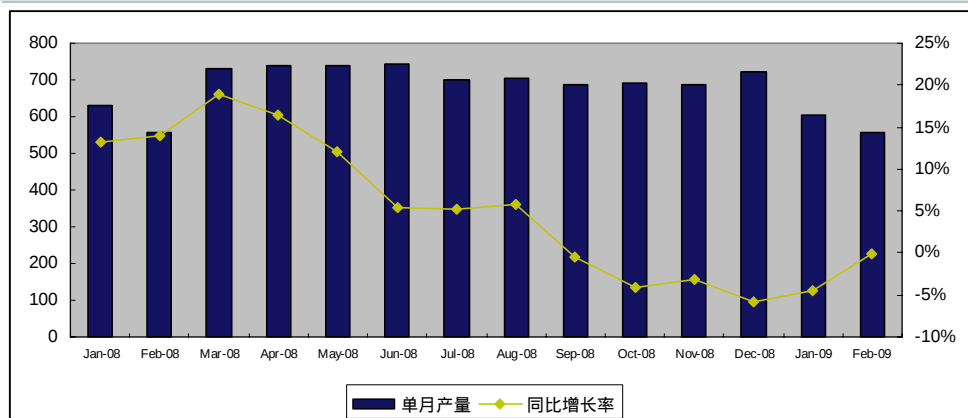


来源：国金证券研究所 成本变化来自于我们对特定纸种的估算

■ 量的好转尚不明显，但也出现了积极的信号。

- ◆ 国内纸业在经历了 4 个月的产量同比下滑之后，从 2 月份开始行业月度产量数据同比基本持平。

图表9：纸业单月产量及同比增长率



来源：国金证券研究所

■ 未来行业存在的积极因素：

- ◆ 5 月 1 日的新环保标准的提高；出口退税的恢复；这些无论效果的大小，对行业都是正面的影响；
- ◆ 轻工产业振兴规划的实施对造纸行业带来的影响；
- ◆ 出口退税的影响。

纸价预期向上

- 与我们 2 月份行业简报预计的一致，近期的纸价平稳甚至小幅下行，主要原因也是我们前期判断的在下游需求不旺的情况下经销商消化库存，加上这段时间是经销商年前购进纸品的帐期，因此价格发生波动。
- 我们认为纸价已经处于底部，2 季度价格上涨的可能性非常大。
 - ◆ 目前经销商库存和终端库存都不大，尤其是下游终端；
 - ◆ 行业的季节性销量变化是存在的，二季度的销量会比一季度好，过去四年的数据显示 2 季度销量环比上升 13% - 20%。销量的季节性增加会拉动价格的上涨。

- ◆ 浆价未来上涨是纸价上涨的一个刺激因素，这点在下面详细论述。我们认为成本上升会推动纸价上涨（纸目前盈利很少），这会引来下游增加库存，而目前销售量没有放大除了下游需求不旺外一个重要原因在于下游库存很低，补库意愿弱。

图表10：近年来纸产量季节性比较（环比上升比例）

	Q2/Q1	Q3/Q2	Q4/Q3
2005	19.68%	5.32%	10.97%
2006	13.90%	3.87%	6.23%
2007	20.44%	1.11%	8.66%
2008	15.78%	-5.77%	0.42%

来源：国金证券研究所

- 在纸价上涨预期下，我们依然认为白卡纸和铜版纸是反弹弹性最大的，这主要是这两个纸种目前盈利最差。

图表11：几个主要纸种的吨纸盈利变化测算

铜版纸	Jan-08	Feb-08	Mar-08	Apr-08	May-08	Jun-08	Jul-08	Aug-08	Sep-08	Oct-08	Nov-08	Dec-08	Jan-09
铜版纸含税价	7200	7350	8000	8150	8400	8400	8400	7675	7500	6850	6425	5700	5700
裸价	6154	6282	6838	6966	7179	7179	7179	6560	6410	5855	5491	4872	4872
对应的BHKP成本	762	777	789	798	818	838	840	840	839	832	832	832	600
吨纸成本	4826	4900	4950	4990	5080	5160	5165	5165	5165	5120	5120	5120	4148
毛利率	21.58%	22.00%	27.61%	28.36%	29.24%	28.13%	28.06%	21.26%	19.43%	12.55%	6.76%	-5.09%	14.86%
吨纸毛利	1328	1382	1888	1976	2099	2019	2014	1395	1245	735	371	-248	724

白卡纸	Jan-08	Feb-08	Mar-08	Apr-08	May-08	Jun-08	Jul-08	Aug-08	Sep-08	Oct-08	Nov-08	Dec-08	Jan-09
白卡纸含税价	7250	7600	7750	7750	8000	8000	7650	7650	7650	6600	6400	5500	5500
裸价	6197	6496	6624	6624	6838	6838	6538	6538	6538	5641	5470	4701	4701
对应的BHKP成本	762	777	789	798	818	838	840	840	839	832	832	832	600
吨纸成本	5100	5180	5230	5275	5370	5455	5461	5461	5461	5417	5417	5417	4369
毛利率	17.70%	20.26%	21.04%	20.36%	21.46%	20.22%	16.48%	16.48%	16.48%	3.97%	0.97%	-15.23%	7.06%
吨纸毛利	1097	1316	1394	1349	1468	1383	1077	1077	1077	224	53	-716	332

双胶纸	Jan-08	Feb-08	Mar-08	Apr-08	May-08	Jun-08	Jul-08	Aug-08	Sep-08	Oct-08	Nov-08	Dec-08	Jan-09
双胶纸含税价	6750	6750	7600	7650	7650	7650	7650	7500	7500	6900	6500	6150	6150
裸价	5769	5769	6496	6538	6538	6538	6538	6410	6410	5897	5556	5256	5256
对应的BHKP成本	762	777	789	798	818	838	840	840	839	832	832	832	600
吨纸成本	4895	4970	4930	5060	5155	5245	5250	5250	5250	5210	5210	5210	4168
毛利率	15.15%	13.85%	24.10%	22.61%	21.16%	19.78%	19.71%	18.10%	18.10%	11.66%	6.22%	0.88%	20.71%
吨纸毛利	874	799	1566	1478	1383	1293	1288	1160	1160	687	346	46	1088

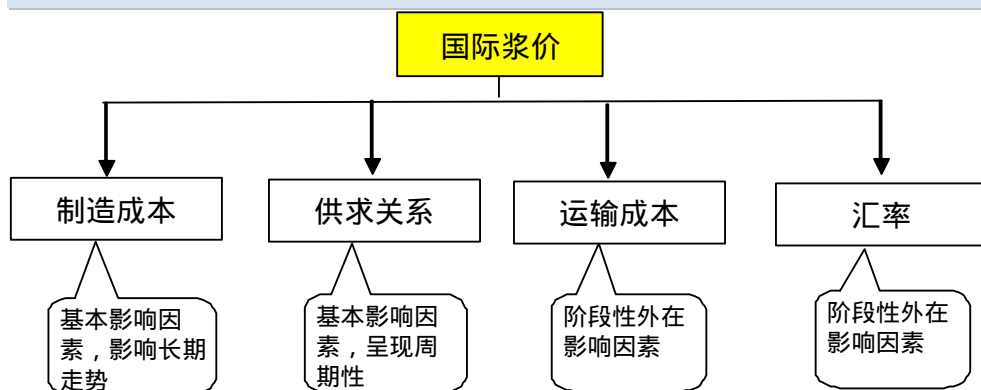
新闻纸	Jan-08	Feb-08	Mar-08	Apr-08	May-08	Jun-08	Jul-08	Aug-08	Sep-08	Oct-08	Nov-08	Dec-08	Jan-09
新闻纸含税价	4750	4800	5300	5400	5500	5700	5900	6000	6000	5650	5350	4900	4500
裸价	4060	4103	4530	4615	4701	4872	5043	5128	5128	4829	4573	4188	3846
对应的美废8#成本	211	211	214	243	251	253	254	289	295	288	288	288	115
吨纸成本	3303	3303	3340	3570	3655	3660	3660	4015	4060	4015	4015	4015	2471
毛利率	18.64%	19.49%	26.27%	22.65%	22.25%	24.87%	27.42%	21.71%	20.83%	16.86%	12.20%	4.13%	35.75%
吨纸毛利	757	800	1190	1045	1046	1212	1383	1113	1068	814	558	173	1375

来源：国金证券研究所

浆价预期向上

- 影响浆价的几个因素中目前来看制造成本和汇率将促使浆价上涨，而供求关系在预期未来经济好转的情况下不会再恶化。我们预计未来国际浆价趋于上升。

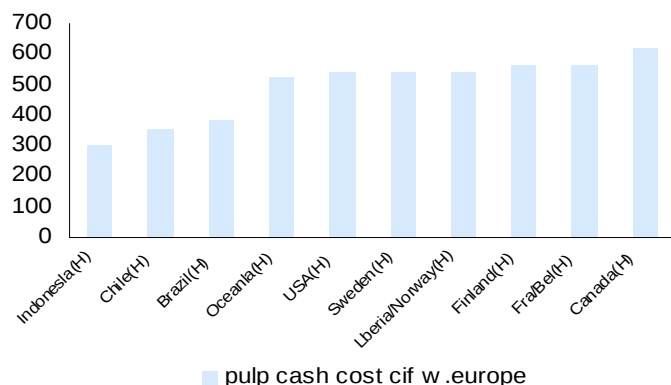
图表12：国际浆价主要影响因素



来源：国金证券研究所

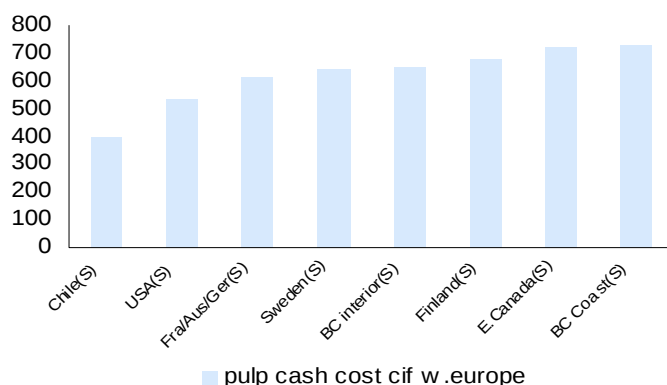
- 成本：欧洲和加拿大的浆厂在目前浆价下都处于亏损的状态，这是不能持续的。
 - ◆ 我们比较了 2008 年 2 季度的全球各地区的木浆成本，欧洲、加拿大是成本较高的地区，目前虽然两个地区的木浆成本都有下降，但是浆价下跌的幅度更大，
 - ◆ 我们比较成本占浆价的比例，在 2008 年 2 季度时欧洲和加拿大的成本占浆价的比分别为 85%、93%，而目前这一比值分别为 107%、112%，处于亏损状态。（我们用芬兰代替欧洲的成本）

图表13：阔叶商品浆各地成本（CIF）（2008Q2）

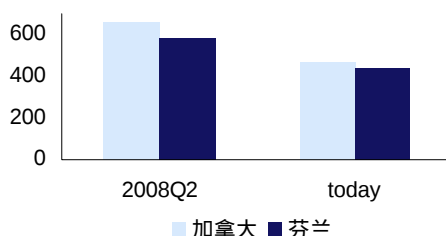


来源：国金证券研究所

图表14：针叶商品浆各地成本（CIF）（2008Q2）

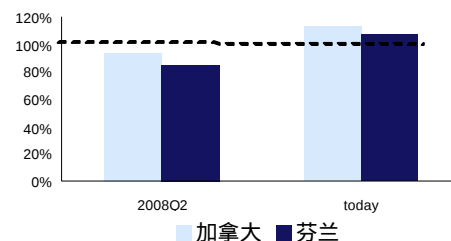


图表15：不同时间阔叶浆成本变化



来源：国金证券研究所

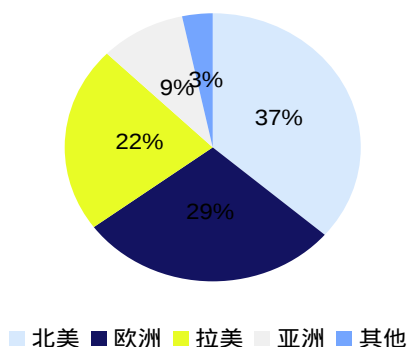
图表16：成本/浆价



- ◆ 虽然南美的成本在目前价位下还是能够盈利的，但是对于世界商品浆而言，欧洲和加拿大是重要的产浆地区，在去库存化后它们有恢复到正常盈利的需求。目前国际商品浆的库存也有下降的趋势。（我们从 2007 年来看这些地区的商品浆占到全球的一般左右，虽然 2007 年以

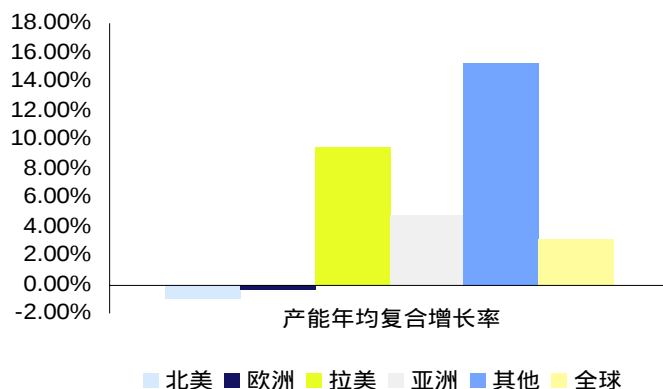
后南美的浆产能增长最快，但是我们相信这两个地区的浆产能目前依然是全球最大的。))

图表17：2007 年商品浆产能分布

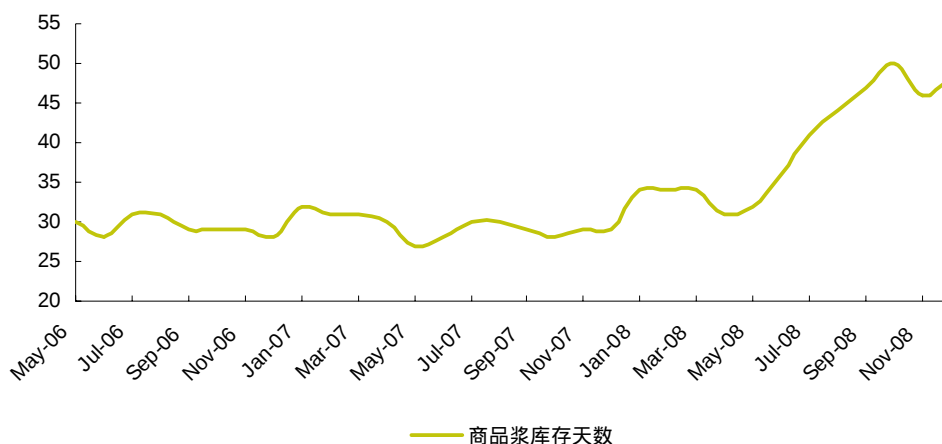


来源：国金证券研究所

图表18：2008-2012 各地区商品浆产能年均复合增长率



图表19：国际商品浆库存天数

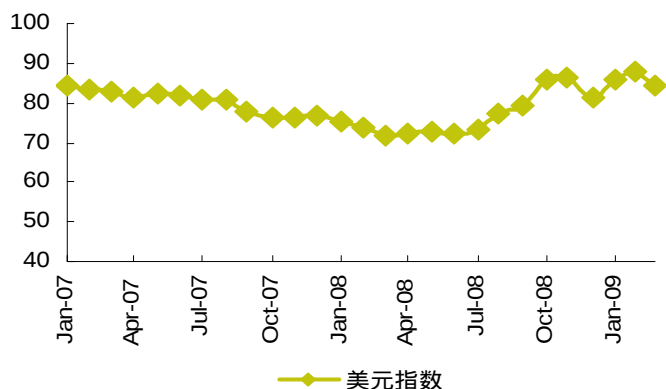


来源：国金证券研究所

■ 汇率

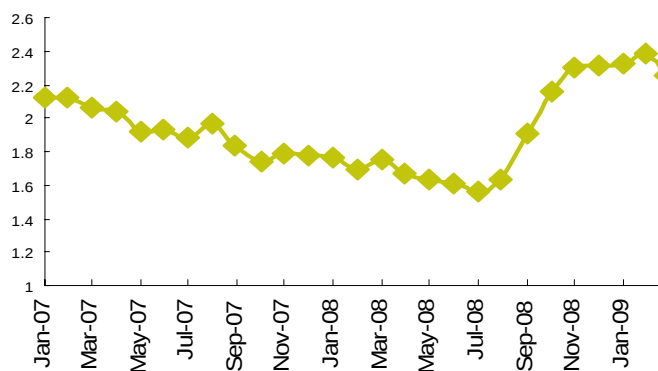
- ◆ 美元贬值的预期，巴西货币相对与美元升值，在国际商品浆市场上以美元计价，因此我们认为汇率的因素也将促使浆价趋涨。而美元的贬值引发浆价的上涨在历史上已经多次出现。

图表20：美元在贬值



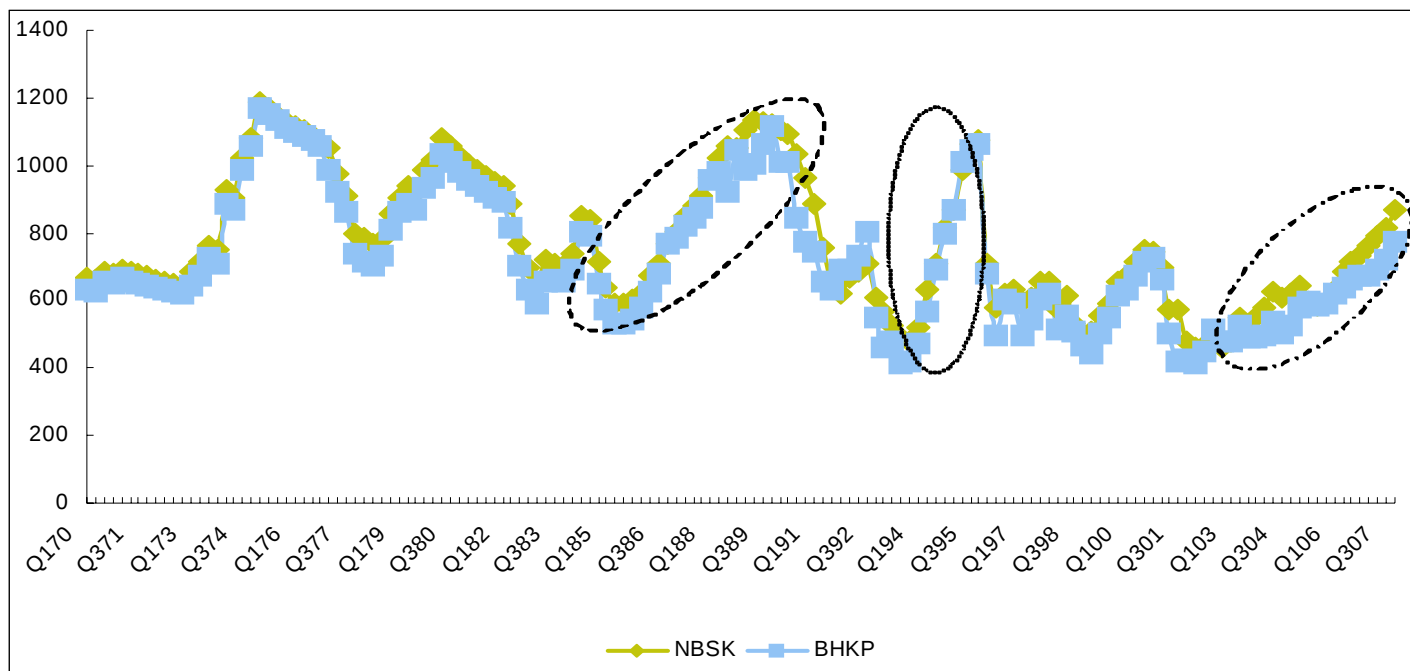
来源：国金证券研究所

图表21：美元兑雷亚尔，巴西货币升值



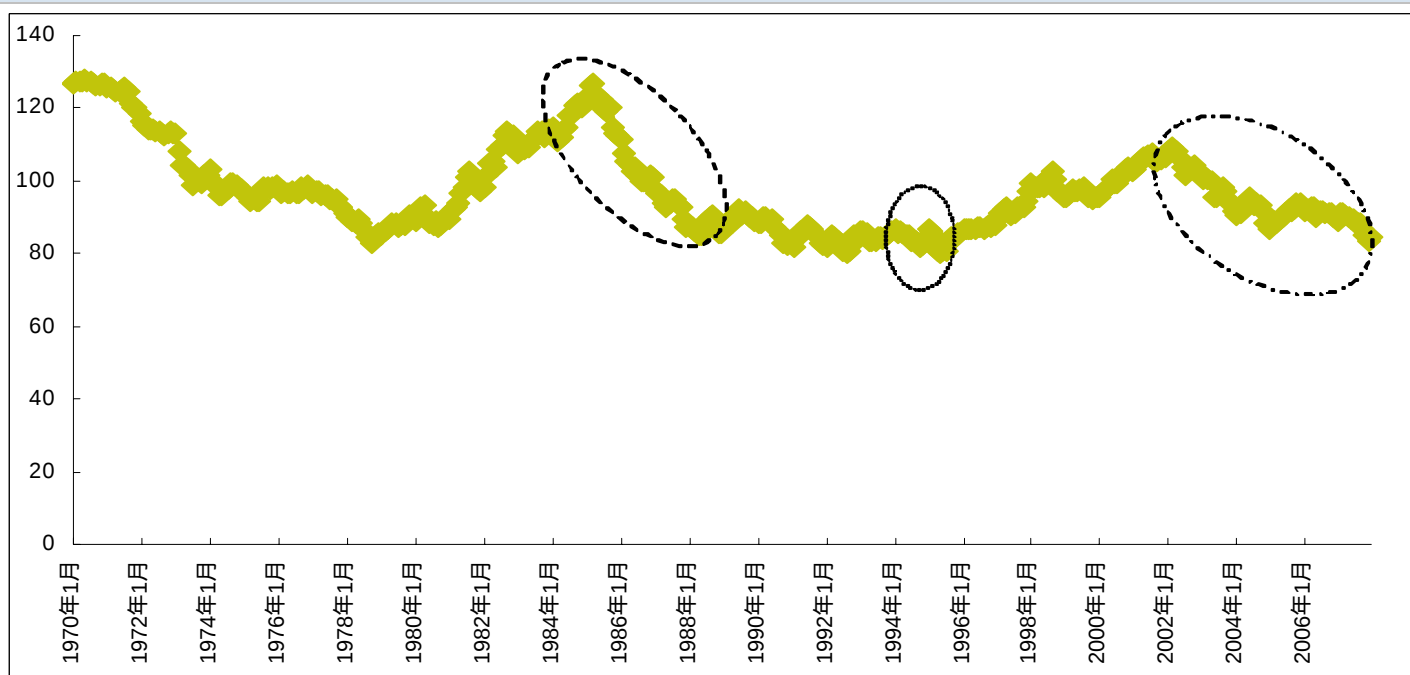
◆ 历史上的几次美元贬值都伴随着浆价的上涨

图表22：国际浆价走势



来源：国金证券研究所

图表23：美元有效汇率



来源：国金证券研究所

我们的策略

- 我们认为未来浆价上升，木材价格看涨；我们认为二季度纸价上涨会出现，其价格上涨弹性最大的是白卡纸和铜版纸。

- 基于以上的观点，我们看好资源类的公司，岳阳纸业；我们看好白卡、铜版纸类企业，他们经营改善的弹性大，其推荐的次序是太阳纸业、博汇纸业晨、鸣纸业。
- 对于包装印刷类企业，我们看好劲嘉股份和安妮股份。
- 重点公司估值表

图表24：估值表

		股价(2009-3-26)	股本(百万股)	市值(亿元)	EPS			PE			每股净资产	PB	投资评级
					08E	09E	10E	08E	09E	10E			
600963	岳阳纸业	7.43	652.20	48.46	0.212	0.254	0.436	35.05	29.25	17.04	4.59	1.62	买入
000488	晨鸣纸业	7.23	2062.05	149.09	0.525	0.365	0.433	13.77	19.81	16.70	6.04	1.20	买入
002078	太阳纸业	10.87	502.41	54.61	0.475	0.543	0.704	22.88	20.02	15.44	5.17	2.10	买入
600963	博汇纸业	7.09	504.58	35.77	0.504	0.418	0.574	14.07	16.96	12.35	4.92	1.44	买入
600308	华泰股份	9.37	548.65	51.41	0.658	0.706	0.812	14.24	13.27	11.54	6.84	1.37	持有
002067	景兴纸业	4.52	392.00	17.72	-0.543	0.037	0.092		122.16	49.13	4.29	1.05	持有
002191	劲嘉股份	15.94	428.00	68.22	0.521	0.759	1.024	30.60	21.00	15.57	4.02	3.97	买入
002235	安妮股份	15.75	100.00	15.75	0.542	0.678	0.955	29.06	23.23	16.49	4.53	3.48	买入

来源：国金证券研究所

行业内重点公司简介

劲嘉股份：买入

- 长期专注于烟标印刷，未来公司的发展也将围绕这一业务展开，其产品为烟草配套，烟草行业的稳定给公司带来较强的抗周期性。
- 烟草行业的变革给下游烟标印刷优势企业带来市场份额扩张的机会。
 - ◆ 百牌号战略、跨省联合，国内烟草品牌迅速减少，原先为一些品牌配套的烟标厂商由于单一订单丢失而失去市场，而优势香烟品牌市场份额不断扩大，其配套的企业市场份额不断扩大。
 - ◆ 烟草三产的剥离已经启动，行业收购不断发生，优势的企业可以通过收购获得新的市场。
- 我们认为公司在烟标印刷行业具有较强的竞争力，未来两年是公司发展壮大的黄金时间，不断的收购扩大公司的市场份额提高公司的盈利能力。2008 - 2010 年我们预测业绩分别为 0.521 元、0.759 元、1.024 元，鉴于公司还存在收购增厚业绩的强烈预期，我们维持买入建议，目标价 20 元。

安妮股份：买入

- 公司在办公信息用纸行业建立了一个新的销售模式，这是公司最大的看点。
 - ◆ 公司定位于商务信息用纸的全国性服务商，建立了拥有 5 个生产基地、13 家分公司、23 个办事机构，5000 家分销商的多层次分销网络，全国性的销售网络已经初步建立。
 - ◆ 国内与公司在完全产业链上竞争的企业几乎没有，涂布厂、地区经销商、外资销售商是目前国内办公信息用纸的主要经营者，他们与公司分别在某个地区或者某个环节上竞争，我们认为公司具有相对优势。
 - ◆ 全国渠道的建立及完善，我们认为会在行业内建立壁垒，使得公司能够发展为行业内的龙头企业。

- 大客户销售的不断增加体现了公司销售模式的竞争优势，从 2005 年的 22%到 2008 年的 40%，未来两年将超过 50%，大客户份额的不断增加保证了公司高成长性。
- 我们预测公司 2008 - 2010 年销售分别为 488 百万元、567 百万元、734 百万元，EPS 分别为 0.542、0.678、0.955 元。
- 公司在未来逐渐趋向于一个服务类型的公司，销售渠道、大客户的开拓带来公司业务的增长，渠道的逐渐完善将在行业内形成较高的壁垒，同时未来在渠道的基础上形成增值服务的可能性较大，我们给与公司 2009 年 25 - 30 倍的 PE，目标价格 17 - 20 元。建议“买入”。

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于行业基本面，评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。