

造纸包装：一季度行业利润或大幅下降 但需求正逐步回暖 中性（维持）

造纸包装行业 2009年3月31日

天相造纸包装组 010-66045555 service@txsec.com

事件描述：

2009年3月，我们对造纸包装行业主要上市公司做了电话调研，对比09年前2个月《工业企业主要经济指标》，对造纸包装板块内上市公司一季度业绩作出预测。

评论：

- 1. 09年一季度，行业利润或出现大幅下降。**根据09年前2个月《工业企业主要经济指标》，我国造纸及纸制品行业主营业务收入932.01亿元，同比减少2.25%，实现利润总额28.46亿元，同比减少40.81%，而剔除08年初我国南方地区发生大面积雪灾影响的话，下降幅度则会更大。这主要是由于经济危机导致下游需求减少，产品产销量不足，企业为保证资金流转，大幅降低产品价格实行“去库存化”，从而造成收入减少与毛利率下降，进而导致了利润的大幅下降。预计天相造纸包装板块中22家主营造纸及纸制品业的上市公司（剔除板块中塑料包装及林业公司）一季度营业收入与归属母公司净利润可能同比下降8%和59%左右，有可能超出行业下降速度。这主要由于上市公司中的主要企业位于北方地区，去年受雪灾影响较小，由于08年底与09年初的“去库存化”导致了部分企业一季度仍然亏损，而由于经济危机仍在肆虐，“去库存化”后，可能导致了下游行业在一季度的进一步需求不足。但根据我们在2月与3月的电话调研情况，了解到目前行业情况已在逐步好转。
- 2. 生产销售稳定，但价格较低。**就我们与主要上市公司电话调研的情况了解到目前大部分公司主要纸种销售情况都比较正常，随着国家加大政策投入拉动内需，轻工业振兴规划出台鼓励出口，造纸包装行业下游需求逐步恢复，已不存在去年底最困难时期的产品积压、限产减产情况，基本实现正常生产，正常销售。虽然销量得到了改善，但销售价格依然较低，较08年奥运会前后纸价最高时，双胶纸价格平均下跌15%，白卡纸下跌近20%，新闻纸下跌近25%，铜版纸平均下跌则接近30%。近期虽有部分纸品小幅提价，但整体纸价与近两年相比仍维持在低位。
- 3. 原材料进口增加，企业增加备货。**根据最新数据显示09年2月木浆进口量118万吨，环比增长44%，较08年12月增长71%（由于08年春节在2月，且受雪灾影响，数据波动较大因此不做同比比较）。原材料进口量的增加可能主要由于08年底的“去库存化”使得企业原料存货不足，且目前产销基本稳定，企业纷纷增加备货。木浆进口量增加，从一个侧面反映了目前造纸包装行业的产销形势已经较去年底好转。
- 4. 原材料价格依然维持低位，毛利率逐步回升。**国际浆价至3月25日NBSK报价为579.18美元/吨，BHKP报价498.82美元/吨，分别较上月下降0.91%和5.34%，暂没有上升的迹象，且我们预计由于全球经济目前依然存在较大不确定性，国际浆价大幅上涨的可能性很小。我们将造纸主要原材料木浆的价格与纸价进行指数化，以08年1月为基数，浆价选取价格较高的NBSK按汇率转换后的人民币标价，纸价选取木浆含量较高且价格波动幅度较大的铜版纸及白卡纸分别的市场平均价格，以纸价与木浆价格做差简单表示纸品的利润空间，如图1，可看出由于原材料价格先于纸价下跌，且下跌幅度更大，使得虽然目前纸价也有较大幅

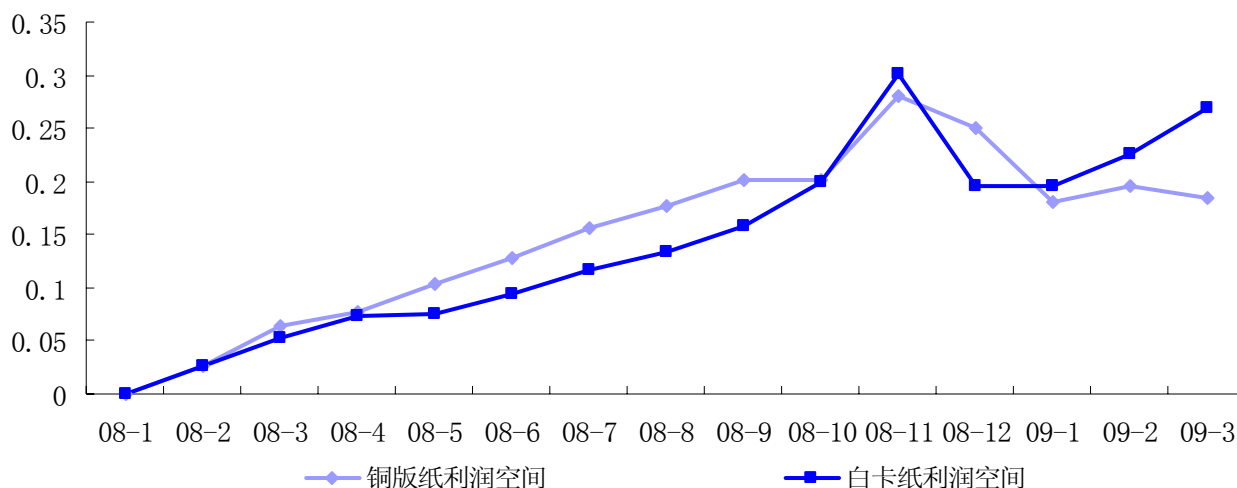
度下跌，但盈利能力并不低于08年平均水平。这再次印证了我们此前的观点：销量是目前危机时期影响行业利润的主要因素，08年底的危机时，销售困难才是元凶（“去库存化”时可能产生的非理性纸价同样也由于产品销售困难导致），产品价格和毛利率则要在稳定的销量下才影响利润水平。因此，我们认为，由于经过去年底的“去库存化”，高价原材料已经基本消化，目前的低价原材料足以为纸品提供有保障的盈利空间，随着销量的恢复与稳定，企业毛利率将逐步回升。

5. 节能减排、并购重组与鼓励出口是造纸包装行业三大主题。从《节能减排方案》、《造纸产业政策》到《轻工业振兴规划》，都反复提到了节能减排，降低污染、减少能耗与淘汰落后产能是造纸行业目前的主要任务，据悉09年9—10月，环保部可能对造纸行业进行全面检查，促进节能减排和结构调整；而并购重组，发展具国际竞争力的大型造纸企业也在上述政策文件中反复被提到，与节能减排共同作用将促进我国造纸业未来持续健康发展；而针对经济危机导致的需求下降，提出鼓励出口，提高出口退税率成了大家关注的利好政策，然而由于我国造纸业出口量很少，且作为“两高一资”产业，造纸业很难从中获得实质性利好。

6. 并购整合、优势纸种与需求稳定是下一阶段的选股思路。1) 我国造纸行业经过多年的高速发展，未来将逐渐进入成熟平稳期，产业整合、发展大型国际企业是国家对于造纸行业未来的布局思路，而具有资金、产能、技术优势的龙头企业将最有可能受益于淘汰落后产能与并购重组带来的新的市场份额，如晨鸣纸业；2) 节能减排造就了目前最具优势的文化纸，而白卡纸则更可能受益于市场的恢复，烟用纸则拥有刚性的需求，以该类纸品为主要产品的公司也将同时受益，如博汇纸业、恒丰纸业；3) 部分需求刚性较强且市场容量大的包装公司可重点关注，如合兴包装、永新股份；4) 我国林地覆盖率的不足造成了我国造纸需大量进口原材料的不利局面，发展林纸一体化成了造纸企业持续发展、提高盈利能力的必然趋势，拥有林地、布局林纸一体化的造纸企业将获得更持续的发展空间，如岳阳纸业。

7. 风险提示：目前造纸包装行业市场需求虽然有所恢复，但主要是对于去年底的危机而言，要想恢复到此前的景气时期短期内难以实现，国际经济危机并未结束，宏观经济仍具有不确定性，请投资者注意风险。

图表 1 铜版纸及白卡纸利润空间趋势图



数据来源：天相投资顾问有限公司



图表 2 部分重点公司盈利预测表（单位：万元）

股票代码	公司简称	每股收益（元）			市盈率			评级
		2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	
000488	晨鸣纸业	0.59	0.60	0.68	13	12	11	增持
000815	美利纸业	0.43	0.40	0.57	24	26	18	中性
002014	永新股份	0.49	0.55	0.65	23	20	17	增持
002078	太阳纸业	0.44	0.50	0.59	24	21	18	中性
002191	劲嘉股份	0.51	0.60	0.62	31	26	25	中性
002228	合兴包装	0.56	0.76	1.03	32	24	18	增持
600069	银鸽投资	0.18	0.28	0.40	31	20	14	中性
600308	华泰股份	0.67	0.77	0.88	14	13	11	增持
600356	恒丰纸业	0.33	0.44	0.60	28	21	15	增持（上调）
600963	岳阳纸业	0.21	0.22	0.35	35	33	21	增持
600966	博汇纸业	0.50	0.60	0.83	15	12	9	增持

数据来源：天相投资顾问有限公司（09年3月31日股价）

注：标黄公司08年数据已公布

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002