

王旭东 021-68407681
 wangxd@cmschina.com.cn

 濮冬燕 021-68407301
 pudu@cmschina.com.cn

2009年4月1日

成熟期投资看硬估值

造纸行业2009年二季度投资策略

原材料

造纸印刷

中性（维持）

上证指数 2374

行业规模

		占比%
股票家数（只）	34	2.2
总市值（亿元）	826	0.5
流通市值（亿元）	526	0.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	34	2.2	34
相对表现	826	0.5	826



相关报告

- 1、《估值应已大部反应基本面之恶化-造纸行业 2009 年度投资策略》2008/12/04
- 2、《晨鸣纸业（000488）-增长速度有所放缓》2008/11/4
- 3、《太阳纸业（002078）-高档包装纸行业龙头公司仍保持增长》2008/11/4
- 4、《景兴纸业（002067）-增收未能增利》2008/09/01
- 5、《博汇纸业（600966）-文化纸、卡纸和自制浆带动利润增长》2008/08/29
- 6、《华泰股份（600308）-新闻纸需求放缓》2008/11/4
- 7、《造纸行业 1 月月报-低 PB 成市场反弹热点》2009/2/11
- 8、《造纸行业周报（090316-090320）-国内纸价波动区间收窄》2009/03/23

本文提出可从 PB 强度建立行业投资线索,寻找“估值洼地”,并回避“估值高地”和“伪洼地”。具体公司投资宜从三方面分析: 1、“硬估值”的便宜程度; 2、公司地位即份额增长能力。2、产品舞台的大小,即行业的需求增长性。

□ **造纸行业已进入成熟期。**造纸行业 97 年至 04 年相对强势, 04 年至今相对趋弱, 主要是因为 97-04 年处于工业化阶段的高速成长期, 而且 97-04 年上市公司借助资本市场取得超高速增长。

□ **从 PB、PE 可寻找投资线索:**

(1) 估值洼地: “相对估值过度走低” + “绝对估值水平并不高”。

(2) 估值高地: “相对估值已持续走高” + “绝对估值水平偏高”。

(3) 伪估值洼地: 相对估值偏低+绝对估值水平严重偏高。

□ **面对长期必然平均利润的纸业进行投资时, 我们认为可从三方面着手:**

(1) 看公司地位, 管理水平与份额增长能力。

(2) 看产品舞台的大小, 不同纸种的舞台大小(即需求增长性)不一。

(3) 看硬估值便宜程度, 一看公司的“B”是否能带来对应的合理利润, 二看 PB 及分红回报率等是否有足够的吸引力。

□ **目前纸业仍存轻度的“估值洼地”效应。**从目前相对估值情况看, “造纸 PB/A 股 PB 乖离率”和“造纸 PE/A 股 PE 乖离率”分别为-17.3%和-12.5%, 仍存轻度的“估值洼地”效应(但相对历史极值, 乖离程度已经不大), 1.71 倍的绝对 PB 和 18 倍绝对 PE 说不上高估, 但也说不上明显低估。

□ **建议标配或略超配造纸行业, 公司选择依次为:** (1) 太阳纸业; (2) 金东纸业; (3) 晨鸣纸业; (4) 安妮股份; (5) 博汇纸业/美利纸业; (6) 岳阳纸业; (7) 华泰股份; (8) 合兴包装。

重点公司主要财务指标

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB	评级
太阳纸业	10.78	0.76	0.46	0.60	14.2	23.4	2.0	审慎推荐-A
晨鸣纸业	7.3	0.47	0.76	0.60	15.6	9.6	1.2	审慎推荐-A
安妮股份	15.64	0.45	0.60	0.69	26.1	22.7	3.6	审慎推荐-A
博汇纸业	7.27	0.39	0.50	0.54	18.5	14.5	1.5	审慎推荐-A
华泰股份	9.88	0.90	0.92	0.74	10.9	10.7	1.4	审慎推荐-A
景兴纸业	4.6	0.21	-	0.05	21.9	-	0.9	中性-B

资料来源: 招商证券

正文目录

一、造纸行业已进入成熟期	4
（一）造纸行业已进入成熟期	4
1、97-04 年处于工业化阶段的高速成长期	5
2、上市公司借助资本市场取得高于行业平均水平的高增长	5
（二）从 PB、PE 寻找投资线索	6
1、估值洼地（实际底部）：“相对估值过度走低” + “绝对估值水平并不高” ...	8
2、估值高地（持续下跌）：“相对估值已持续走高” + “绝对估值水平偏高” ...	8
3、伪估值洼地（实际顶部）：相对估值偏低+绝对估值水平严重偏高	8
4、研究结论:	9
（三）、目前纸业仍存轻度的“估值洼地”效应	9
二、选股思路—公司地位+子行业舞台+硬估值	12
（一）公司地位--兼并重组时势造英雄	12
（二）看产品的需求增长性-不同纸种的舞台大小不一	13
（三）硬估值--足够便宜时介入	14
（四）以“公司地位+子行业舞台+硬估值”排序	14
附录、行业运行数据	16
（一）国内各纸种价格走势	16
（二）国际各纸种价格走势	17
（三）废纸、纸浆价格走势	18

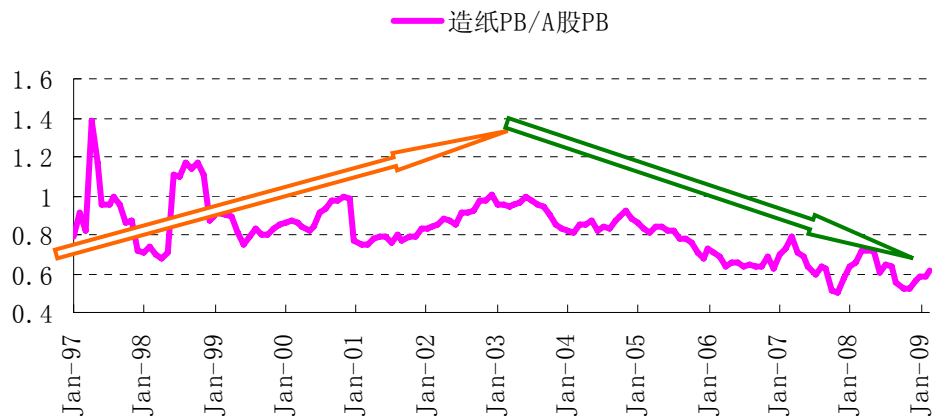
图表目录

图 1: 造纸行业与全部 A 股 PB 比率图.....	4
图 2: 造纸行业与全部 A 股 PE 比率图.....	4
图 3: 我国机制纸及纸板产销量及进出口情况.....	5
图 4: 行业固定资产投资—对应产能扩张情况.....	5
图 5: 造纸行业相对全市场 PB 估值强度.....	6
图 6: 造纸行业相对全市场 PE 估值强度.....	7
图 7: 造纸行业指数及 PB 估值强度叠加.....	7
图 8: 01-07 年行业收入集中度.....	13
图 9: 各国人均用纸量.....	13
图 10: 我国各纸种逐年消费量.....	14
图 11: 新闻纸价格走势.....	16
图 12: 双胶纸价格走势.....	16
图 13: 铜版纸价格走势.....	16
图 14: 白卡纸价格走势.....	16
图 15: 箱板纸价格走势.....	16
图 16: 瓦楞纸价格走势.....	16
图 17: 白板纸价格走势.....	17
图 18: 轻涂纸价格走势.....	17
图 19: 牛卡纸价格走势.....	17
图 20: 牛皮纸价格走势.....	17
图 21: 轻涂杂志纸(LWC)价格走势-欧洲市场.....	17
图 22: 涂布道林纸(Ctd WF)-欧洲市场.....	17
图 23: 牛皮卡纸价格走势-欧洲市场.....	18
图 24: 废纸挂面纸板 T2 价格走势-欧洲市场.....	18
图 25: 欧洲新闻纸价格走势.....	18
图 26: 美国新闻纸 30lb 价格走势.....	18
图 27: 北方漂白软木牛皮浆(NBSK) -美国市场.....	18
图 28: 北方漂白软木牛皮浆(NBSK) -欧洲市场.....	18
图 29: 美废、日废价格走势.....	19
图 30: 硬木牛皮浆价格走势 BHKP-欧洲市场.....	19
图 31: 针叶浆价格走势.....	19
图 32: 阔叶浆价格走势.....	19
表 1: 上市公司产能扩张图.....	6
表 2: 造纸行业相对估值情况.....	9
表 3: 国际造纸行业估值情况.....	10
表 5: “十一五”造纸工业发展对项目起始规模的要求.....	12
表 6: 重点公司列表 (按投资价值排序).....	15

一、造纸行业已进入成熟期

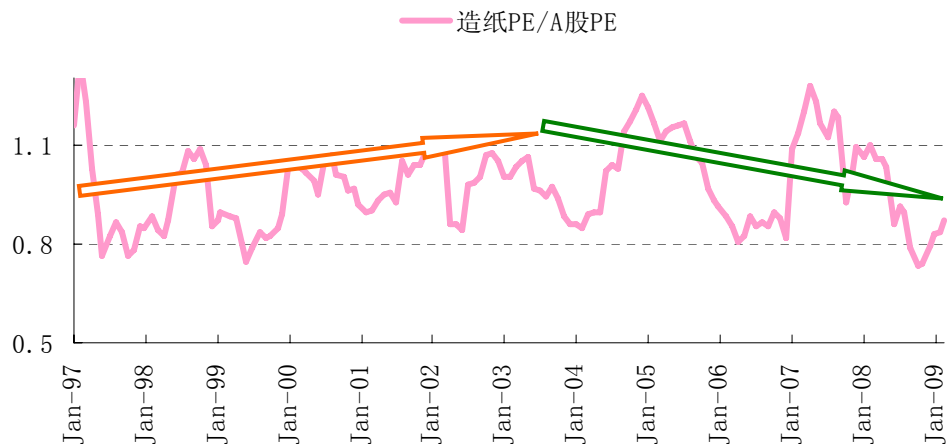
（一）造纸行业已进入成熟期

图1：造纸行业与全部A股PB比率图



资料来源：招商证券

图2：造纸行业与全部A股PE比率图



资料来源：招商证券

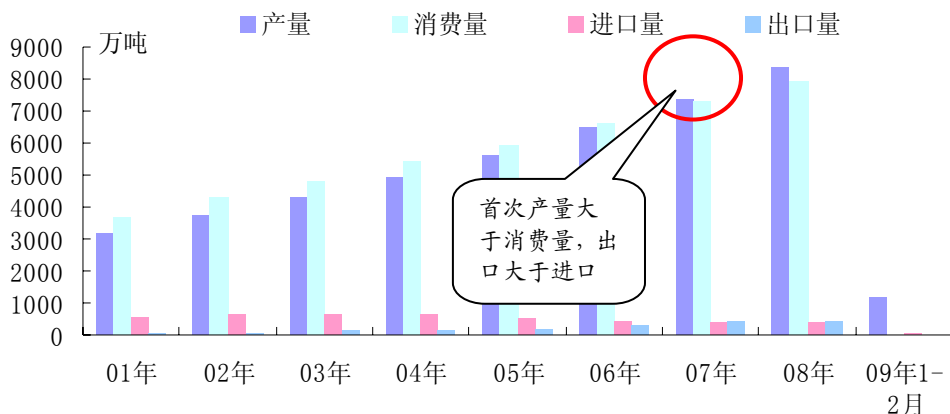
通过PB比值（造纸行业PB/A股PB）和PE比值（造纸PE/A股PE）研究发现，造纸行业在97-04年比值缓慢上升，最高到1.0以上，04年至今缓慢下降，目前PB比值为0.66（“97年至今”和“01年至今”的PB比值均值分别为0.81和0.77），PE比值为0.87（“97年至今”和“01年至今”的PE比值均值分别为0.97和0.99）。

分析结果说明，造纸行业97年至04年相对强势，04年至今相对全市场相对趋弱。造纸行业已经结束了其成长期，进入了成熟期，在估值上反应为相对市场估值水平下降。具体来说，我们认为造成上述估值现象的主要原因有两点：

1、97-04 年处于工业化阶段的高速成长期

作为不可或缺的工业原材料，造纸行业经历了进口替代到出口的高速发展阶段，至 07 年，行业产能扩张最高峰在 03、04 年，07 年首次出现国内产量大于消费量的行业步入成熟期的新现象。

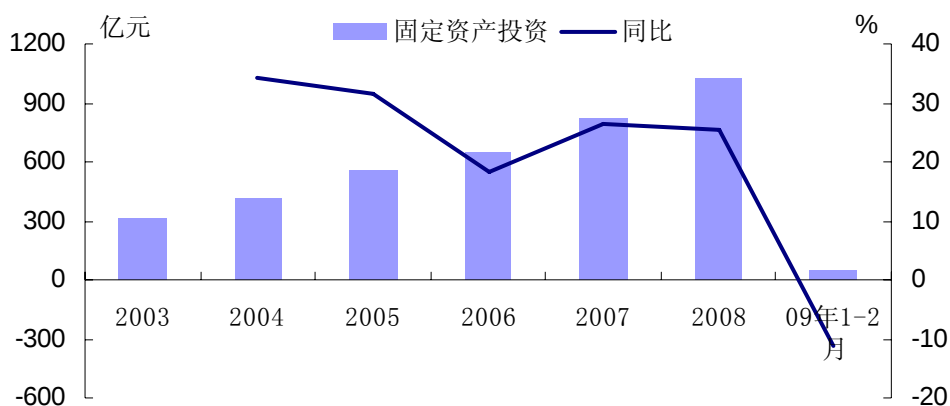
图3：我国机制纸及纸板产销量及进出口情况



资料来源：中国纸网

注：08年消费量数据为估计数

图4：行业固定资产投资—对应产能扩张情况



资料来源：招商证券

2、上市公司借助资本市场取得高于行业平均水平的高增长

在 97-03 年高速扩张期中，整体造纸行业经历了快速的外延式增长。同时，纸业上市公司借助资本市场，取得了高增长，高扩张能力带动了估值的提升。03 年以来，由于基数变大，行业扩张速度（同比）趋缓，上市公司也由于基数变大的原因，增长速度（同比）放缓，进入稳定增长（中的份额争夺）阶段。

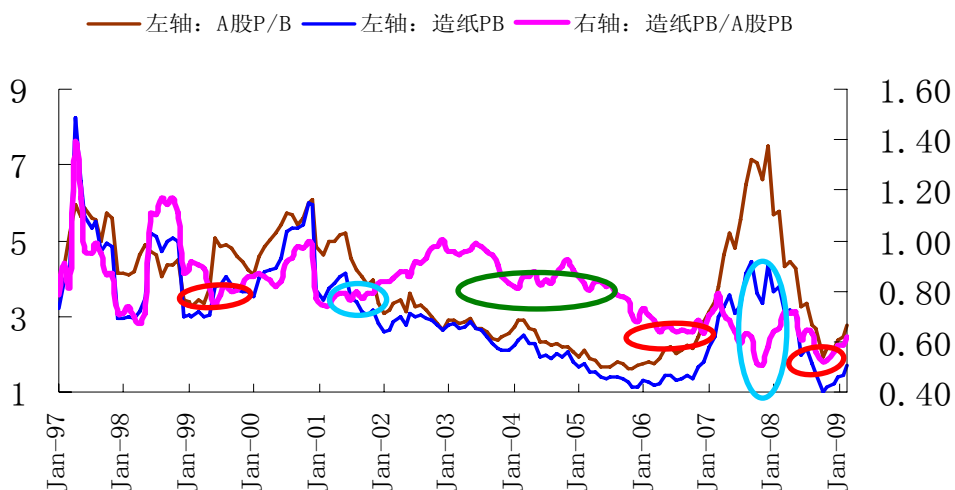
表 1: 上市公司产能扩张图

证券简称	上市日期	上市产能	现有产能	扩张倍数
华泰股份	2000-09-28	14	200	14.3
晨鸣纸业	2000-11-20	25	300	12.0
美利纸业	1998-06-09	3.5	35	10.0
银鸽投资	1997-04-30	10.5	63	6.0
岳阳纸业	2004-05-25	25	135	5.4
青山纸业	1997-07-03	9.7	50	5.2
山鹰纸业	2001-12-18	15.45	50	3.2
博汇纸业	2004-06-08	28	85	3.0
福建南纸	1998-06-02	15	40	2.7
景兴纸业	2006-09-15	32	85	2.7
太阳纸业	2006-11-16	75	155	2.1
金城股份	1998-06-30	11	15	1.4
安妮股份	2008-05-16	4.32	4.32	1.0

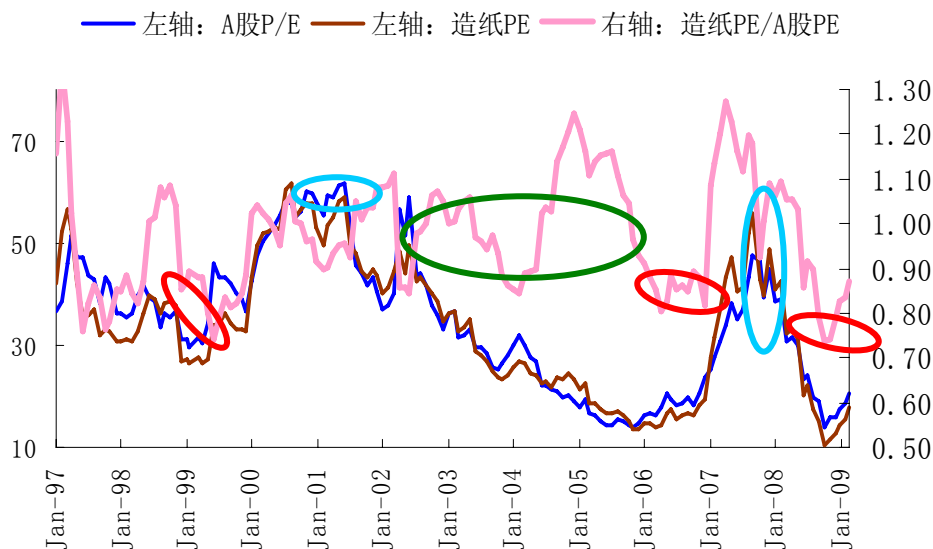
资料来源：公司公告、招商证券

（二）从 PB、PE 寻找投资线索

我们认为，从长期看，造纸行业是一个产业资本取得长期平均利润率的行业，公司稳定的净资产“B”会有一个长期的平均利润，利润率长期过高过低都不现实。这种市场特点反应在市场估值中，会有一个稳定的 PB 估值水平。我们将造纸行业分为“97-03 年”成长期和“04-今”成熟期进行实证研究。

图5：造纸行业相对全市场PB估值强度


资料来源：招商证券

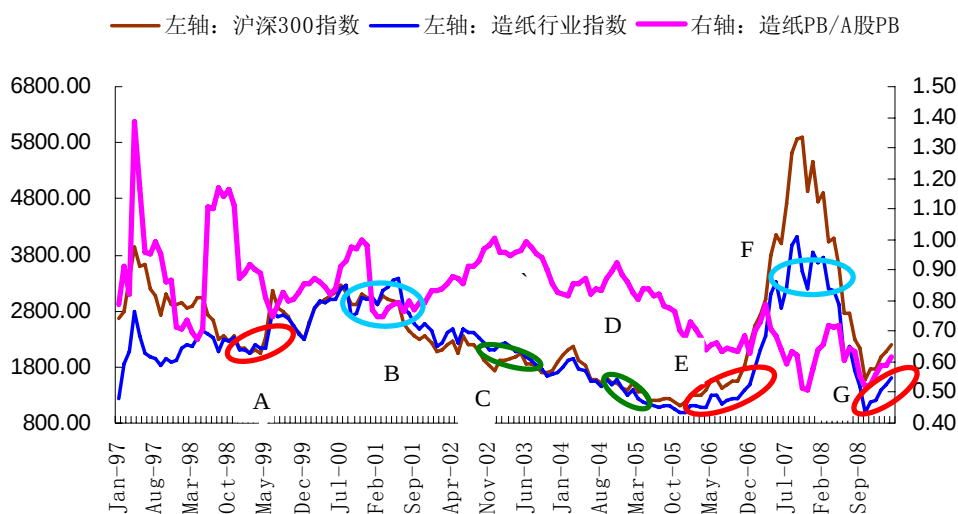
图6：造纸行业相对全市场PE估值强度


资料来源：招商证券

图5为造纸行业相对全市场PB估值强度图。“97-03年”“造纸PB/市场PB”的比值平均水平为0.89（即造纸行业PB估值相对全市场“89折”），“03-今”“造纸PB/市场PB”的比值平均水平为0.75（即造纸行业PB估值水平相对全市场“75折”）。

“97-03年”“造纸PB/市场PB”相对平均比值水平最大、最小乖离分别为+55%和-23%，“03-今”“造纸PB/市场PB”相对平均比值水平最大、最小乖离分别为+24%和-32%。

图6为造纸行业相对全市场PE估值强度图。“97-03年”和“03-今”“造纸PE/市场PE”比值水平分别在0.95、0.99，即从PE长期平均估值水平看，长期平均PE估值更接近全市场水平，但期间波动较大。“97-03年”“造纸PE/市场PE”相对平均比值水平最大、最小乖离分别为+42%和-22%，“03-今”“造纸PE/市场PE”相对平均比值水平最大、最小乖离分别为+28%和-26%。

图7：造纸行业指数及PB估值强度叠加


资料来源：招商证券

回顾造纸行业 97 年以来的表现（97 年之前样本公司少故未取样），大部分时间造纸行业指数跟随相对全市场指数同幅度波动，但也出现过七次（图 7 中 A-G）有明显特性的市场表现：

1、估值洼地（实际底部）：“相对估值过度走低”+“绝对估值水平并不高”

A（99 年 5 月-10 月）、E（06 年 4 月-10 月）、G（08 年 9 月-09 且 2 月）三个时间段，盘底后造纸行业指数出现强于全市场的上升行情，且绝对正收益幅度可观。三个强势时间段的共同特点是：“相对估值过度走低”和“绝对估值水平并不高”：

（1）“造纸 PB/市场 PB”比值相对均值负乖离（-15%），即相对长期平均的“相对 PB 估值强度”水平，造纸行业指数累计走弱-15%以上。“造纸 PE/市场 PE”比值相对“比值均值也负乖离。相对全市场，造纸行业相对估值过度走低了。

（2）造纸 PB 和 PE 绝对估值水平并不高，A、E、G 三区的 PB 水平分别为 3.3 倍（99 年可接受的新兴市场 PB 估值水平）、1.3 倍、1.1 倍。绝对 PE 水平也较低，分别为 34 倍（99 年可接受的新兴市场 PB 估值水平）、15 倍、13 倍。

2、估值高地（持续下跌）：“相对估值已持续走高”+“绝对估值水平偏高”

C（02 年 10 月-12 月）、D（04 年 9 月-05 年 1 月）二个时间段，见顶后持续盘跌，行业指数弱于全市场，且绝对负收益幅度较大。二个弱势时间段表现共同的特点是：“相对估值已持续走高”和“绝对估值水平偏高”：

（1）“造纸 PB/市场 PB”比值相对均值正乖离（+10%~+20%），即相对长期平均“相对 PB 估值强度”累计走强+10%以上。“造纸 PE/市场 PE”比值相对均值也正乖离。即相对全市场，造纸行业相对估值过度走高了。

（2）造纸 PB 和 PE 绝对估值水平偏高，C、D 二区的 2.8 倍、2 倍。绝对 PE 水平也高，分别为 39 倍、23 倍。

3、伪估值洼地（实际顶部）：相对估值偏低+绝对估值水平严重偏高

B（01 年 1 月-7 月）、F（07 年 10 月-12 月）

（1）“造纸 PB/市场 PB”比值相对均值负乖离（-15%~ -29%），即相对长期平均“相对 PB 估值强度”走弱-15%以上。“造纸 PE/市场 PE”比值相对均值也弱负乖离。即相对全市场，造纸行业似乎相对估值偏低了。

（2）值得注意的是，造纸 PB 和 PE 相对估值低时，绝对估值水平却严重偏高，B、F 区的 PB 水平分别为 4.1 倍（99 年可接受的新兴市场 PB 估值水平）、3.6 倍。绝对 PE 水平也高，分别为 60 倍（99 年新兴市场 PE 也偏高）、42 倍。

4、研究结论：

造纸行业大部分时间随大势作 $BATA=0.8$ 的波动，但从 PB、PE 的相对和绝对水平可以发现三类操作机会：**相对和绝对收益都正的估值洼地（实际底部）、相对收益为负的估值高地（持续下跌）和绝对收益为负的伪估值洼地（实际顶部）。**

从行业 PB、PE 与全市场 PB、PE 比较可能发现估值洼地（实际底部）、估值高地（持续走弱）。但得注意的是，当造纸行业 PB、PE 估值已超高时，相对全市场估值可能偏低（其它行业更疯狂），但也仅是造纸行业估值过高，全市场更高而已。因此，单纯的 PB、PE 相对全市场比值“低估”，并不能成为洼地的理由（历史两次伪洼地都是处于全市场疯狂时），因为这对比标准（BEBCHMARK）已经失真，这就是伪洼地形成的原理。

（三）、目前纸业仍存轻度的“估值洼地”效应

表 2：造纸行业相对估值情况

	全 A 股（去金融）		造纸行业		造纸 PB/A 股	造纸 PE/A 股	“造纸 PB/A 股	“造纸 PE/A 股
	PB	PE	PB	PE	PB	PE	PB”乖离率	PE”乖离率
97 年以来均值	3.70	34.4	3.03	33.5	0.82	0.97	-2.1%	0.2%
01 年以来均值	3.19	30.4	2.40	30.3	0.76	0.99	-3.9%	1.3%
97-03 平均值	4.19	42.3	3.74	40.3	0.90	0.95	0.0%	0.0%
03-今平均值	2.99	25.0	2.16	25.2	0.74	0.99	-3.3%	0.6%
MAX97-03	6.08	61.4	8.25	61.5	1.50	1.35	55.2%	41.8%
MAX03-至今	7.50	47.5	4.45	55.9	0.99	1.27	23.7%	28.2%
MIN97-03	2.39	25.4	2.12	23.4	0.70	0.74	-24.4%	-22.1%
MIN03-今	1.62	14.0	1.00	10.3	0.51	0.74	-32.0%	-26.0%
09 年 3 月 16 日	2.77	20.6	1.71	17.9	0.66	0.87	-17.3%	-12.5%

图 7F 区域（08 年 9 月-09 且 2 月）出现估值洼地，造纸行业指数取得 65%绝对正收益和 20%相对（沪深 300）正收益。

目前，市场已经处于 F 区域估值洼地后期的上升恢复阶段，从目前相对估值情况看，“造纸 PB/A 股 PB 乖离率”和“造纸 PE/A 股 PE 乖离率”分别为-17.3%和-12.5%，仍然为负，即仍存轻度的“估值洼地”效应（但相对历史极值，乖离程度已经不大），1.71 倍的绝对 PB 和 18 倍绝对 PE 说不上高估，但也说不上低估。

从国际估值情况看，国际平均估值水平为 08 年 PE 为 16 倍，PB 为 0.7 倍，国内重点造纸公司平均水平为 08 年 PE 为 15 倍、PB1.3 倍，静态估值又与国际估值水平拉大差距。

综合判断，目前造纸行业已经处于估值洼地后期的上升恢复阶段，可能还略有强于市场的表现，但“估值洼地”效应已经不明显。

表 3: 国际造纸行业估值情况

市场	公司	最新价	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB
中国	全球平均				16.0	10.1	0.7
	晨鸣纸业	6.60	0.76	0.60	8.7	11.0	1.1
	华泰股份	8.38	0.92	0.74	9.1	11.4	1.2
	太阳纸业	9.47	0.46	0.60	20.6	15.8	1.8
	博汇纸业	6.46	0.68	0.54	9.5	12.0	1.3
	景兴纸业	4.18	-	0.05	-	-	0.9
	岳阳纸业	6.41	0.23	0.26	27.9	24.7	1.4
	福建南纸	4.85	-	-	-	-	1.6
	晨鸣 B	3.9	0.76	0.60	5.11	6.47	0.6
	中国平均水平				15.1	15.0	1.3
香港	NINE DRAGONS PAP	2.5	0.22	0.29	10.2	7.8	0.7
	LEE & MAN MANUFA	4.0	0.68	0.84	5.9	4.7	0.5
	晨鸣 H	3.0	0.76	0.60	4.0	5.0	0.5
	香港平均水平				8.0	6.2	0.6
美国	INTL PAPER CO	6.2	0.17	0.58	35.5	10.6	0.6
	WEYERHAEUSER CO	23.8	-	-	-	-	1.1
	MEADWESTVACO COR	9.8	0.37	0.62	26.4	15.8	0.6
	美国平均水平				30.9	13.2	0.7
日本	OJI PAPER CO LTD	367	10.3	27	56.2	13.8	0.8
	NIPPON PAPER GRO	2235	47.5	161	47.0	13.9	0.6
	DAIO PAPER CORP	778	17.8	56	38.0	13.9	0.8
	日本平均水平				47.1	13.9	0.7
澳大利亚	PAPERLINX LTD	0.0	-	-	-	-	0.0
	GUNNS LIMITED	2.7	0.51	0.66	5.2	4.0	0.4
加拿大	ABITIBIBOWATER	224	4.3	14.9	52.1	15.0	0.4
	TEMBEC INC	224	4.3	14.9	52.1	15.0	0.4
芬兰	STORA ENSO OYJ-R	2.6	1.09	2.56	2.4	1.0	0.1
	UPM-KYMMENE OYJ	2.6	1.09	2.56	2.4	1.0	0.1
法国	SEQUANA	8.6	1.30	1.38	5.2	4.9	0.9
	EXACOMPTA CLAIRE	0.2	-	-	-	-	0.1
德国	CORDIER (ROBT)	0.3	-	-	-	-	0.0
荷兰	CROWN VAN GELDER	1.5	-	-	-	-	0.2
新西兰	TENON LTD	0.8	-	-	-	-	0.2
挪威	NORSKE SKOG	4.0	1.14	1.31	3.5	3.0	0.2
	BYGGMA ASA	64.0	-	-	-	-	0.2
英国	MONDI PLC		-	-	-	-	
波兰	GRAJEWO	0.2	-	-	-	-	0.6
	SWIECIE	46.5	3.54	4.07	13.1	11.4	2.2
葡萄牙	SONAE INDUS/NEW	1.4	-	-	-	-	
	SEMAPA	5.9	0.52	0.66	11.4	9.0	
西班牙	ENCE	1.9	0.08	0.12	23.6	15.8	0.5
	UNIPAPEL SA	9.0	0.61	0.64	14.9	14.1	0.8
瑞典	SVENSKA CELL-B	64.3	5.87	6.81	10.9	9.4	0.7
	HOLMEN AB-B SHS	151.5	10.6	11.53	14.4	13.1	0.8
	BILLERUD AB	19.4	-	2.48	-	7.8	0.4
	发达国家平均水平				25	10	0.5

资料来源：招商证券整理

续表 4

市场	公司	最新价	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB
印度	BALLARPUR INDUS	14.5	5.00	5.60	3.3	2.7	0.6
	ORIENT PAPER	21.6	9.50	10.00	2.2	2.1	0.7
	印度平均水平				2.8	2.4	0.6
印度尼	TJIWI KIMIA	760	-	-	-	-	0.1
西亚	BARITO PACIFIC	530	-	-	-	-	0.4
马来西	SAMLING GLOBAL L	0.2	0.00	0.02	10.7	2.0	0.2
亚	LINGUI DEV BHD	0.5	0.07	0.16	7.1	3.2	0.2
新加坡	NEW TOYO INTL	0.1	-	-	-	-	0.4
	HANSOL PAPER	8450	1076	1535	7.9	5.5	0.6
韩国	EN PAPER MFG CO	2160	-	-	-	-	0.2
	MOORIM PAPER CO	7370	1435	1823	5.1	4.0	0.5
	HANKUK PAPER MFG	25300	4330	5036	5.8	5.0	0.4
台湾	YUEN FOONG YU PA	7.2	0.53	0.26	13.6	27.7	0.5
	LONG CHEN PAPER	6.4	-	-	-	-	0.4
	台湾平均水平				13.6	27.7	0.5
泰国	THAI CANE PAPER	10.0	-	-	-	-	0.7
	亚洲国家平均水平				6.1	8.1	0.5
南非	MONDI LTD	3050	0.21	0.22	11.5	10.9	1.1
	SAPPI LTD	2000	0.28	0.42	7.3	4.8	0.5
	南非平均水平				9	8	1
阿根廷	CELULOSA ARGENT	0.8	-	-	-	-	0.2
	SUZANO PAPEL-PRA	9.8	-	1.63	-	6.0	0.7
巴西	ARACRUZ	14.1	-	0.56	-	25.3	3.7
	VOTORANTIM-PREF	9.4	-	0.84	-	11.3	0.4
智利	CMPC	11232	578	1146	19.5	9.8	0.7
	MASISA SA	48	0.02	0.02	5.4	5.1	0.4
	南美洲平均水平				12.4	11.5	1.0

资料来源：招商证券整理，更新日期2009年3月16日

二、选股思路—公司地位+子行业舞台+硬估值

造纸行需求相对刚性（除箱板纸），产能扩张和淘汰成为主要的景气驱动因素。行业利润超工业平均利润时，新产能逐步进入并最终形成景气高点下行；行业利润走低甚至亏损时，产能逐步退出（此外还有环保淘汰落后小产能因素）使得剩者（剩下并扩张的）取得合理利润。从长期看，造纸行业由于产品的高度同质，行业盈利能力必然维持在长期平均工业利润率的水平，想长期高利润不可能，长期亏损也不可能。

面对在这样的行业进行投资时，我们认为要点有三：

- 1、看公司地位，管理水平与份额增长能力。
- 2、看产品舞台的大小，即子行业的需求增长性。
- 3、硬估值便宜程度（PB、分红回报率和微观公司研究）。

（一）公司地位--兼并重组时势造英雄

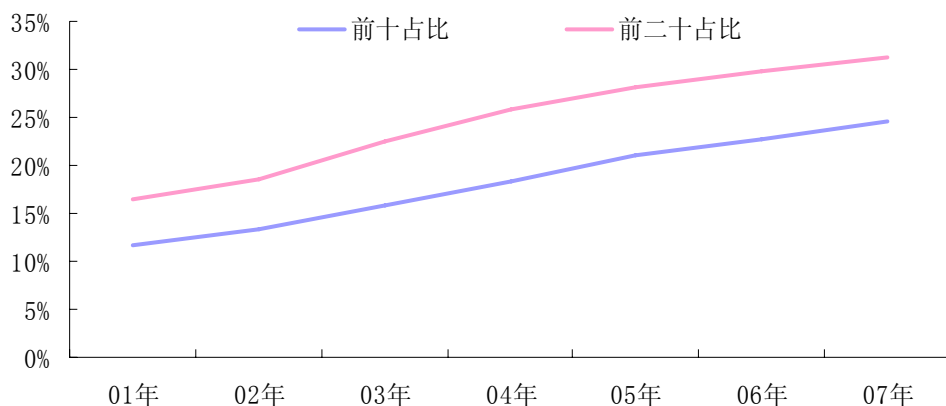
在行业整体不景气时，风险和机遇同在，龙头企业可以通过兼并重组国内外具有资源和技术优势的企业，减少技术开发周期和成本，扩大市场占有率，加快做大做强步伐，成为具有先进水平和国际竞争力的大型制浆造纸企业。

轻工振兴计划及环保政策都鼓励兼并重组，并驱动行业集中度的提高。我们要寻找的是产能沧桑变迁中的受益者（能优先找到新奶酪并抢别人奶酪者）。

表 5：“十一五”造纸工业发展对项目起始规模的要求

项目类别	项目性质	单条生产线起始规模
化学木浆	新建扩建	年产 30 万吨及以上。
	技改	年产 10 万吨及以上。
化学机械浆	新建扩建	年产 10 万吨及以上。
	技改	年产 5 万吨及以上。
非木化学浆	新建扩建	化学竹浆为年产 10 万吨及以上；其他非木化学浆为年产 5 万吨及以上。
	技改	化学竹浆为年产 5 万吨及以上；其他非木化学浆为年产 3.4 万吨及以上。
废纸浆	新建扩建	年产 10 万吨及以上。
	技改	年产 5 万吨及以上。
新闻纸	新建扩建	年产 30 万吨及以上。
	技改	年产 10 万吨及以上。
文化用纸	新建扩建	年产 10 万吨及以上。
	技改	年产 5 万吨及以上。
箱纸板、白纸板	新建扩建	年产 30 万吨及以上。
	技改	年产 10 万吨及以上。
瓦楞原纸及其他纸板	新建扩建	年产 10 万吨及以上。
	技改	年产 5 万吨及以上。
薄页纸，特种纸及纸板	新建扩建	起始规模不作规定。
	技改	起始规模不作规定。

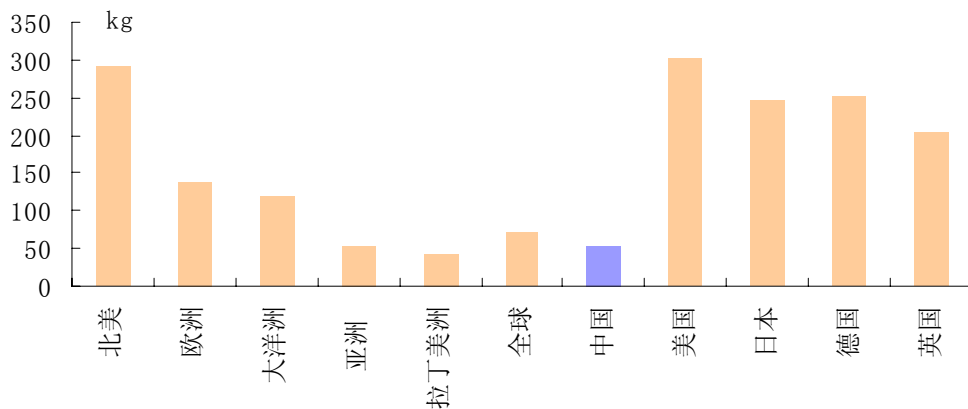
资料来源：造纸工业十一五规划

图8：01-07年行业收入集中度


资料来源：中国造纸协会

（二）看产品的需求增长性-不同纸种的舞台大小不一

从人均用纸看，人均用纸与经济发达水平高度正相关，随着中国城市化的加快，用纸人口及高档纸用量都将增长。中国 06 年人均用纸量为 54kg，为全球平均 70.8kg 的 76%，更远远低于欧洲 139kg、北美 292kg 的平均水平，长期增长空间仍然很大。

图9：各国人均用纸量


资料来源：中国造纸协会

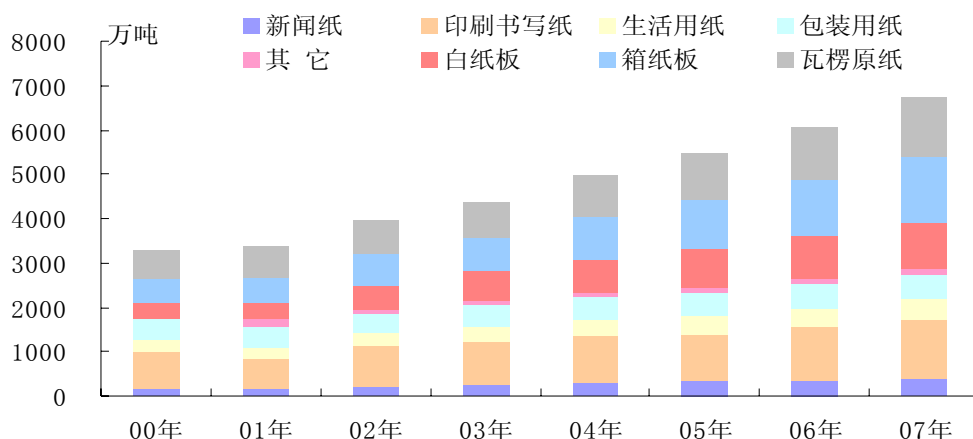
不同纸种的需求增长潜力差异很大，我国各纸种逐年消费量及趋势提示纸种增长势头从强至弱的纸种依次是：依次是白卡纸、双胶纸、铜版纸、箱板纸、新闻纸。

白卡纸作为高档包装纸，总体包装需求增长的同时，还有低端包装（运输型包装）向高档包装（消费型包装）升级的侵蚀型增长，实现双增长，因此说，白卡纸是最强的了行业。

双胶纸、铜版纸作为文化用纸，增长能力强。

新闻纸由于 INTER 高速发展而全球脱媒（平面媒体），是最弱的纸种。

箱板纸需求与经济景气高度正相关，是波动性最大的纸种。

图10：我国各纸种逐年消费量


数据来源：中国造纸协会

（三）硬估值--足够便宜时介入

纸业公司一般不存在太大的产品差异和技术差异，行业平均利润率是他们的必然结果（龙头公司可能利润率略高一点）。投资纸业公司的原则应该是硬估值（PB及公司行业竞争力分析），即价格足够便宜时介入，估值吸引力降低时出局。纸业公司不具备长期高估值的潜质。

（四）以“公司地位+子行业舞台+硬估值”排序

结合以上三点分析，进行公司排序如下：

- （1）太阳纸业：最强子行业（白卡纸）的龙头公司，子行业地位高，硬估值略高于纸业平均水平合理。
- （2）金东纸业：较强子行业（铜版纸、生活用纸）龙头企业。拟上市公司，上市后将提高纸业公司占总市值比例。
- （3）晨鸣纸业：子行业龙头企业，是历史至今纸业圈地运动的胜者。缺点是具体到每个纸种都不是国内第一。
- （4）安妮股份：较强子行业（商务活动用纸）中的强势企业，目前行业高度分散，需求增长快，存在总体市场和份额提高双增长机会。
- （5）博汇纸业/美利纸业：较强子行业（文化用纸）的较强势企业。
- （6）岳阳纸业：子行业较稳定，国内“林纸一体化”的先天禀赋最好，但中国与全球比，搞“林纸一体化”的先天禀赋极差。
- （7）华泰股份：子行业舞台不大（需求增长能力弱），全球最大新闻纸龙头企业，成长性差，稳定性强。在硬估值（现金分红率、PB、PE）方面产生吸引力时，会有安全性高的投资机会。
- （8）合兴包装：子行业波动性强，竞争激烈，但分散度高。标准化方面做的好，外延式增长前景可期。

表 6: 重点公司列表 (按投资价值排序)

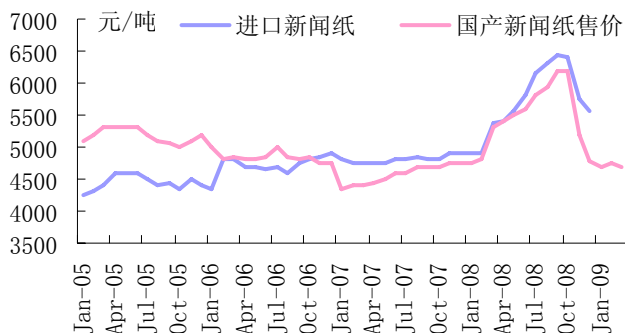
重点公司	股价	EPS07	EPS08	EPS09	08PE	09PE	PB	投资评级
太阳纸业	10.78	0.76	0.46	0.6	23.4	18.0	2.0	审慎推荐-A
金东纸业								尚未上市
晨鸣纸业	7.30	0.47	0.76	0.6	9.6	12.2	1.2	审慎推荐-A
安妮股份	15.64	0.45	0.60	0.69	26.1	22.7	3.6	审慎推荐-A
博汇纸业	7.27	0.39	0.5	0.54	14.5	13.5	1.5	审慎推荐-A
美利纸业	10.16	0.40	0.43	0.55	23.4	18.5	1.7	审慎推荐-A
岳阳纸业	7.65	0.17	0.21	0.26	36.4	29.4	1.7	审慎推荐-A
华泰股份	9.88	0.90	0.92	0.74	10.7	13.4	1.4	审慎推荐-A
合兴包装	18.15	0.35	0.51	0.54	35.5	33.6	4.6	中性-A
景兴纸业	4.60	0.21	-	0.05	-	92.0	0.9	中性-B

资料来源: 招商证券

附录、行业运行数据

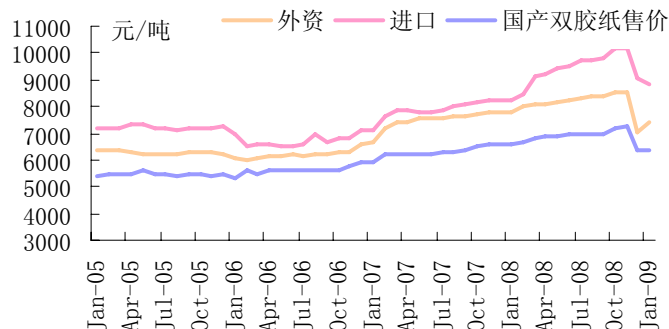
(一) 国内各纸种价格走势

图11: 新闻纸价格走势



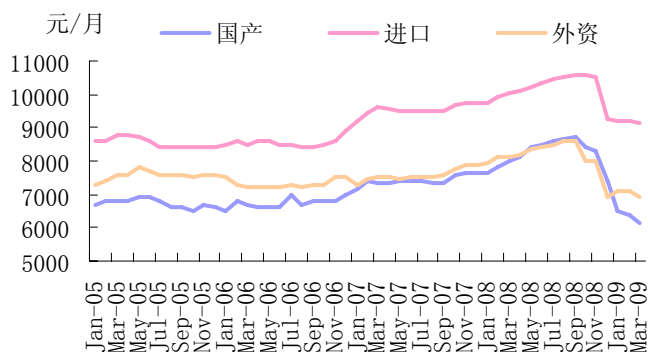
数据来源: 中国纸网

图12: 双胶纸价格走势



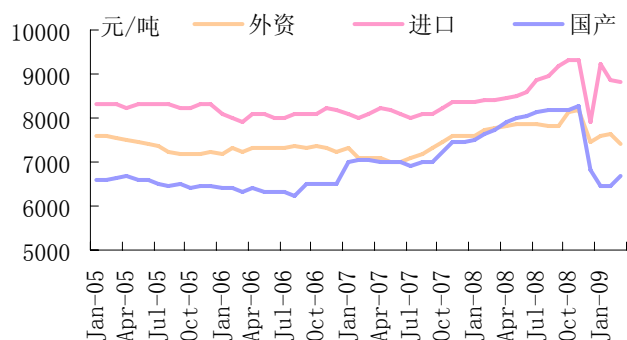
数据来源: 中国纸网

图13: 铜版纸价格走势



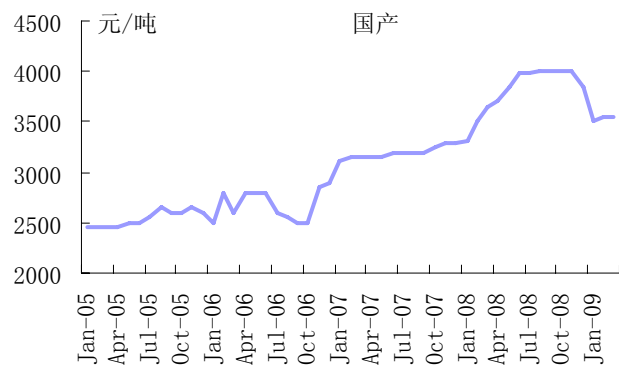
数据来源: 中国纸网

图14: 白卡纸价格走势



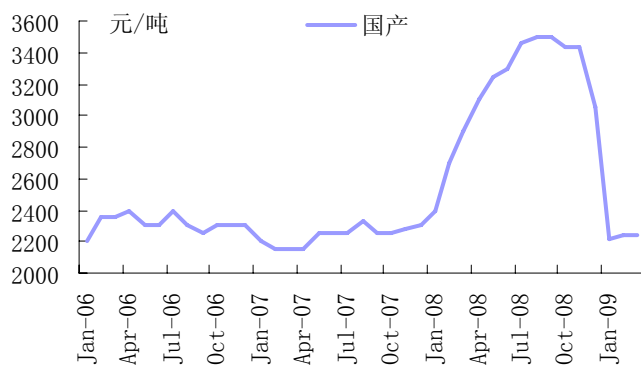
数据源: 中国纸网

图15: 箱板纸价格走势



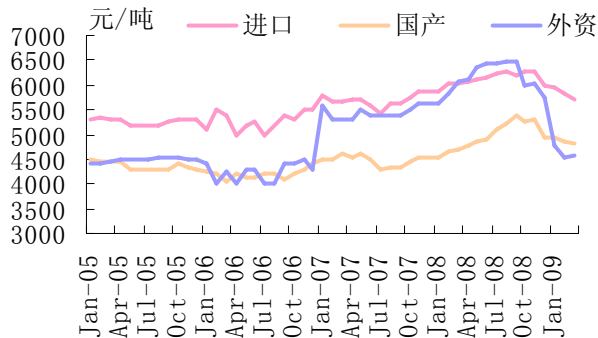
数据来源: 中国纸网

图16: 瓦楞纸价格走势



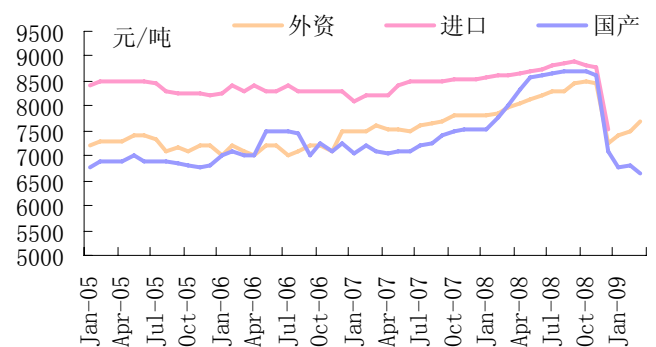
数据来源: 中国纸网

图17: 白板纸价格走势



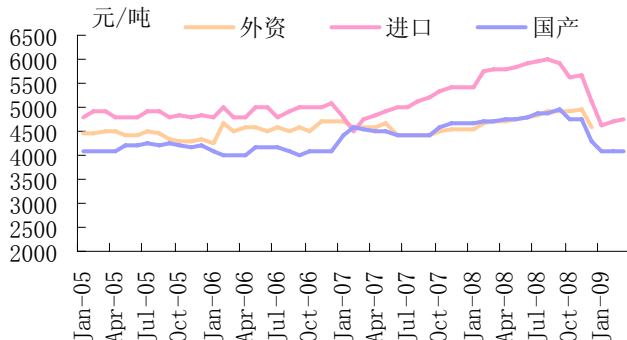
数据来源: 中国纸网

图18: 轻涂纸价格走势



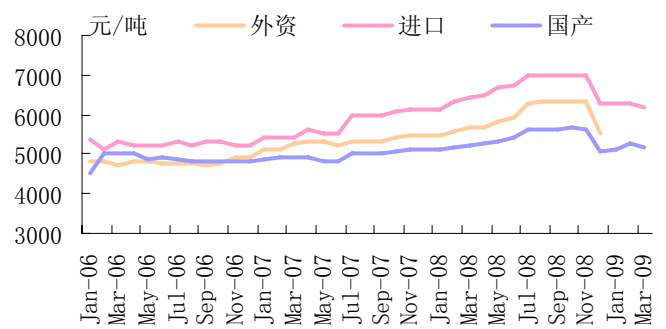
数据来源: 中国纸网

图19: 牛卡纸价格走势



数据来源: 中国纸网

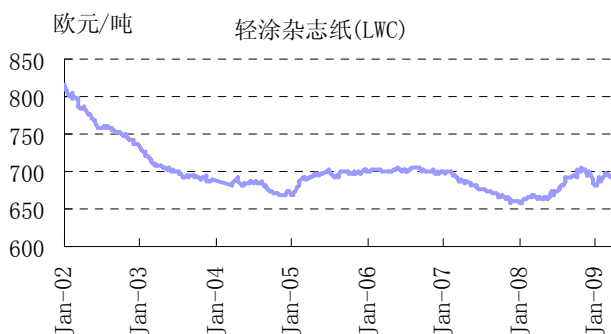
图20: 牛皮纸价格走势



数据来源: 中国纸网

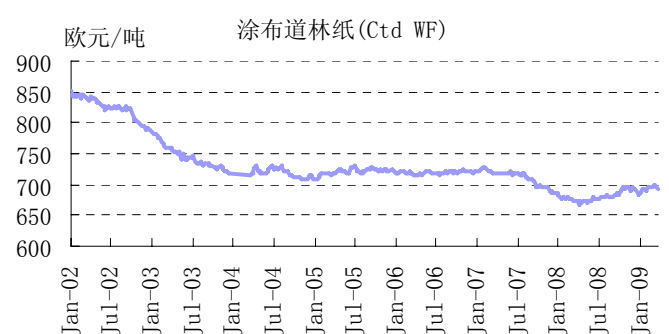
(二) 国际各纸种价格走势

图21: 轻涂杂志纸(LWC)价格走势-欧洲市场



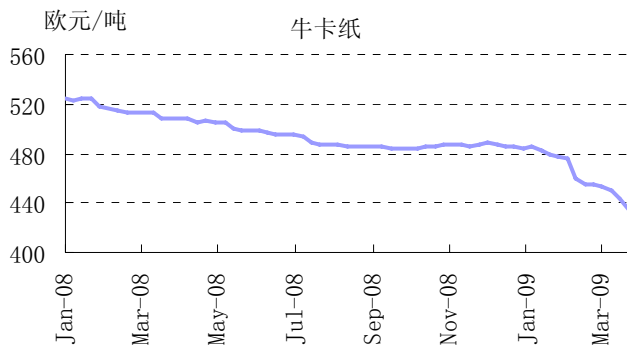
数据来源: 中国纸网

图22: 涂布道林纸(Ctd WF)-欧洲市场



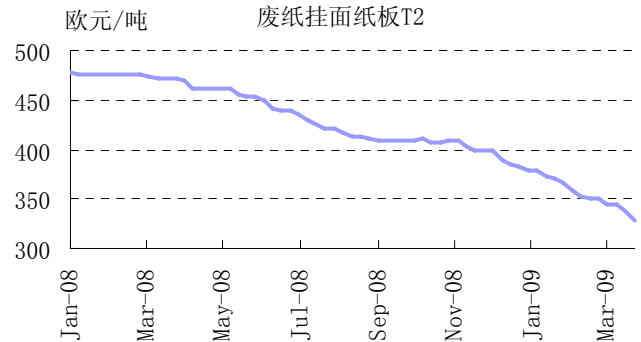
数据来源: 中国纸网

图23: 牛皮卡纸价格走势-欧洲市场



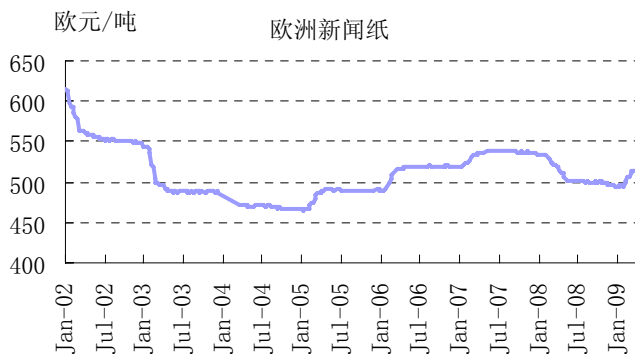
数据来源: 中国纸网

图24: 废纸挂面纸板T2价格走势-欧洲市场



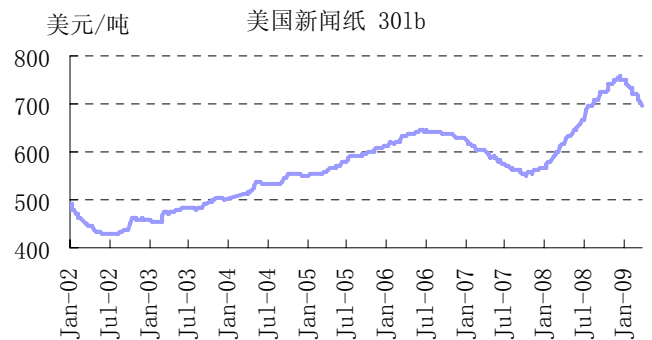
数据源: 中国纸网

图25: 欧洲新闻纸价格走势



数据来源: 中国纸网

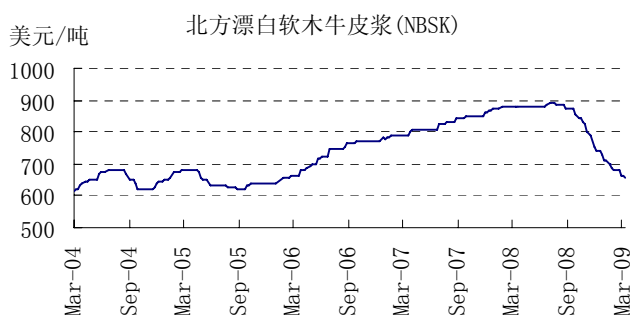
图26: 美国新闻纸301b价格走势



数据源: 中国纸网

(三) 废纸、纸浆价格走势

图27: 北方漂白软木牛皮浆(NBSK)-美国市场



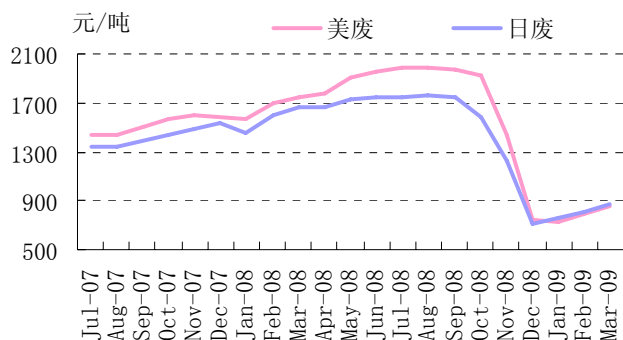
数据来源: 中国纸网

图28: 北方漂白软木牛皮浆(NBSK)-欧洲市场



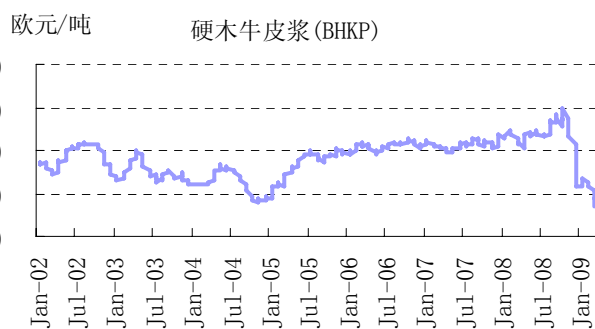
数据来源: 中国纸网

图29: 美废、日废价格走势



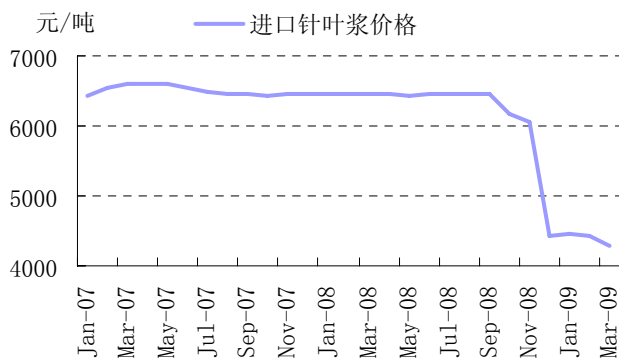
数据来源: 中国纸网

图30: 硬木牛皮浆价格走势BHKP-欧洲市场



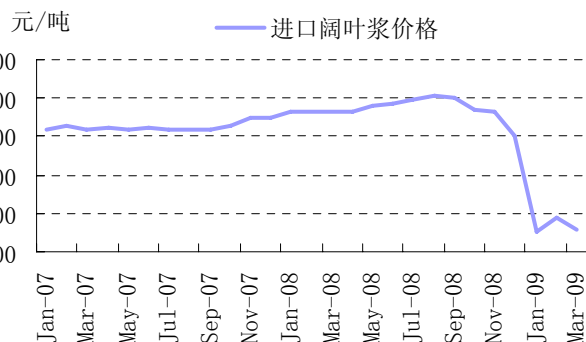
数据来源: 中国纸网

图31: 针叶浆价格走势



数据来源: 中国纸网

图32: 阔叶浆价格走势



数据来源: 中国纸网

参考报告:

- 1、《估值应已大部反应基本面之恶化-造纸行业 2009 年度投资策略》2008/12/04
- 2、《晨鸣纸业（000488）-增长速度有所放缓》2008/11/4
- 3、《太阳纸业（002078）-高档包装纸行业龙头公司仍保持增长》2008/11/4
- 4、《景兴纸业（002067）-增收未能增利》20080901
- 5、《博汇纸业（600966）-文化纸、卡纸和自制浆带动利润增长》20080829
- 6、《华泰股份（600308）-新闻纸需求放缓》2008/11/4
- 7、《造纸行业 1 月月报-低 PB 成市场反弹热点》2009/2/11
- 8、《造纸行业周报（090316-090320）-国内纸价波动区间收窄》2009/03/23

分析师简介

王旭东，毕业于西安交通大学和东南大学电子工程系（硕士），七年证券从业经验，现为招商证券水务、造纸分析师。2007年“21世纪金牌分析师”公用事业第二名，2008年“今日投资”公用事业最佳分析师，2008年新财富公用事业第四名（团队）。

濮冬燕，经济学学士，06年进入招商证券，现任公用事业、造纸印刷行业研究助理，具有3年证券从业经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。