

行业动态研究报告

上半年仍将反复筑底

投资紧抓三条主线

纸浆企业受困程度大于纸和纸板企业

纸浆企业的累计产量、营业收入和利润总额全部为同比下降，而机制纸与纸板的累计产量仍然实现了同比正增长，营业收入和利润总额虽然同比下滑，但利润总额仍为正数，可见纸浆企业的受困程度要远高于机制纸与纸板企业。由此我们判断今年自制浆占比较重的公司盈利能力将比纯粹的车间型公司要逊色，因为如果采用自制浆，相比现在的外购浆而言不具备成本优势，而如若降低自制浆比例，加大外购浆比例，浆线的固定成本得不到有效摊销又会削弱公司纸品的毛利率。

原材料进口大幅增加

我们认为这其中有三点原因：一是纸企开工好转；二是在进口浆与国内浆的价差缺口缩减以后，进口浆对国内浆存在一定的替代作用；三是纸企的抄底囤积行为。1-2 月到港的木浆应是 11-12 月的订单。而从 1-2 月的现货价格来看，纸浆价格并未筑底，反而又进一步下跌，因此不排除一季度纸企又形成新的“高价”原材料库存。

上半年反复筑底，下半年景气好转

看好造纸行业下半年景气拐点的理由：1) 是 5 月 1 日造纸行业将执行新的水污染物排放限值标准，将会进一步淘汰落后产能，有利于部分改善行业目前供过于求的不均衡状态。2) 是业内预计 4 万亿投资效果将于 5 月后开始逐步显现，作为重要的工业原材料，其周期要落后于宏观经济，因此我们判断下半年造纸行业下半年见底回暖的可能性较大。3) 2008 年纸业下半年基础相对较低。

投资策略紧抓三条主线

一是防御型，需求相对稳定的纸种，如博汇纸业。二是逆市布局型，又分为投资者逆市布局拥有林业资产类的岳阳纸业和美利纸业，以及逆市海外扩张的太阳纸业。三是寻找具有资产注入预期的公司，寻找大股东仍有纸业资产游离于上市公司体系外，与上市公司构成同业竞争的，或是拥有与上市公司构成关联交易的资产，或是股改时曾承诺注入资产的公司。岳阳纸业和美利纸业。

风险提示

造纸行业与宏观经济有高度的相关性，如果宏观经济的复苏弱于我们的预期，纸业的复苏状况也将不如预期。

造纸

维持

中性

陈含芝

chenhanzhi@csc.com.cn

010-85130976

郑绮

zhengqi@csc.com.cn

010-85130985

分析日期：2009 年 04 月 02 日

股价表现



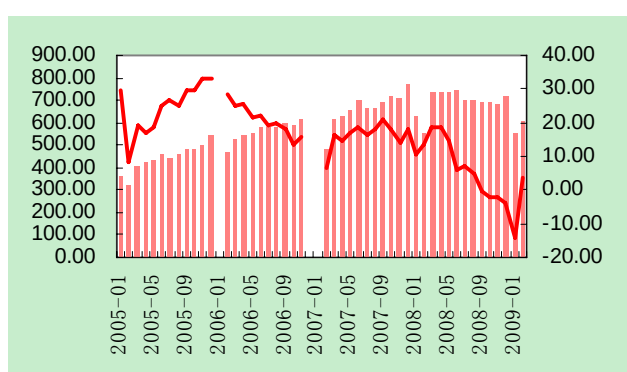
相关研究报告

造纸行业 1-2 月份数据显示纸浆企业受困程度大于纸和纸板企业

1、机制纸与纸板

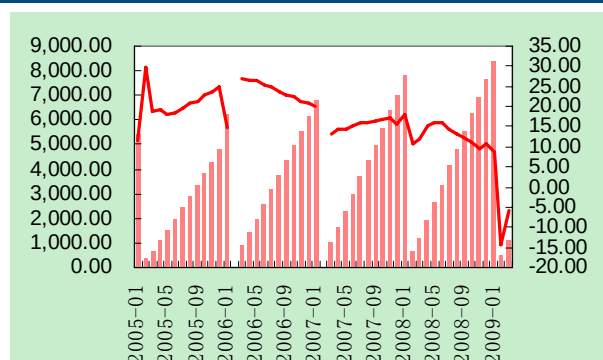
日前国家统计局公布了造纸行业 1-2 月份统计数据, 数据显示机制纸和纸板行业累计生产机制纸及纸板 1157.26 万吨, 同比下降 5.78%, 其中 1 月份当月产量为 554.69 万吨, 同比下降 14.39%, 二月份产量为 602.58 万吨, 同比增长 3.84%。全行业 1-2 月共实现营业收入 505.51 亿元, 同比下降 5.49%, 累计实现利润总额 11.97 亿元, 同比大幅下降 55.32%, 而 2008 年 1-2 月行业营业收入和利润总额比上年同期分别增长 28.55%和 43.02%。

图 1: 机制纸与纸板行业当月产量及同比增速 单位: 万吨



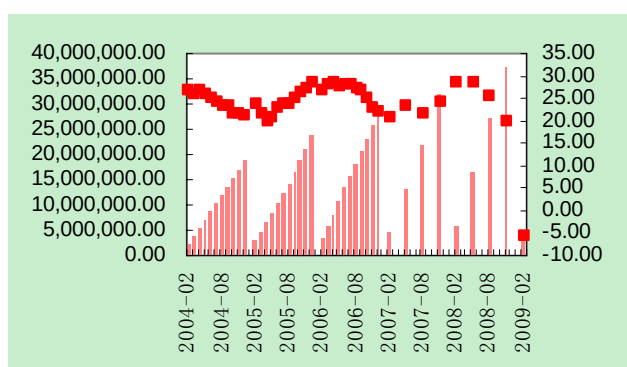
资料来源: wind 中信建投证券研究所

图 2: 机制纸与纸板行业累计产量及同比增速 单位: 万吨



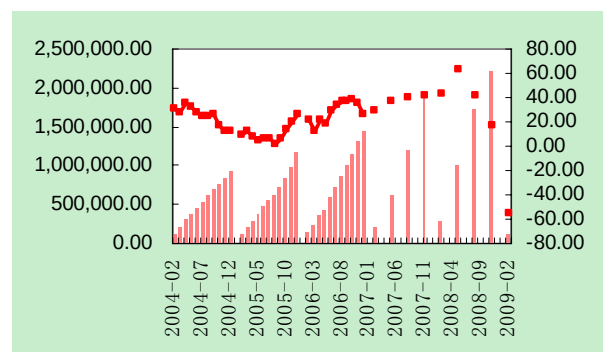
wind 中信建投证券研究所

图 3: 机制纸与纸板行业营业收入及同比增速 单位: 万元



资料来源: wind 中信建投证券研究所

图 4: 机制纸与纸板行业利润总额及同比增速 单位: 万元



wind 中信建投证券研究所

2、纸浆

1-2 月份纸浆累计产量为 228.20 万吨, 同比下降 22.20%, 实现营业收入 211,417.20 万元, 同比下降 28.58%, 实现利润总额-54884.30 万元, 同比下降 181.43%。

纸浆企业的累计产量、营业收入和利润总额全部为同比下降, 而机制纸与纸板的累计产量仍然实现了同比正增长, 营业收入和利润总额虽然同比下滑, 但利润总额仍为正数, 可见纸浆企业的受困程度要远高于机制纸

与纸板企业。由此我们判断今年自制浆占比较重的公司盈利能力将比纯粹的车间型公司要逊色，因为如果采用自制浆，相比现在的外购浆而言不具备成本优势，而如若降低自制浆比例，加大外购浆比例，浆线的固定成本得不到有效摊销又会削弱公司纸品的毛利率。

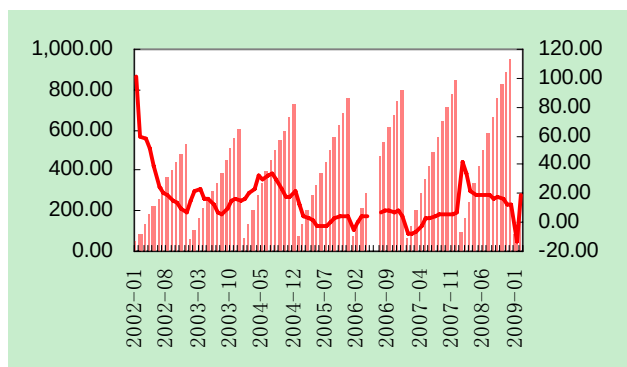
3、原材料进口大幅增加

根据海关总署的统计数据，1-2 月我国共进口纸浆 200 万吨，同比增长 19.40%，我们认为这其中有三点原因：一是纸企开工好转；二是在进口浆与国内浆的价差缺口缩减以后，进口浆对国内浆存在一定的替代作用；三是纸企的抄底囤积行为。纸企在去年底曾判断浆价已经到底，因此加大了囤积行为，这在我们之前的调研活动中也得到纸企的印证。我们认为将会对一季度的纸业形成不利影响，一般而言，从下单到纸浆到港周期约需 40-50 天，加上 12 月下旬正值西方国家的新年假期，因此 1-2 月到港的木浆应是 11-12 月的订单。而从 1-2 月的现货价格来看，纸浆价格并未筑底，反而又进一步下跌（见图 6 黑线右侧区域），因此不排除一季度纸企又形成新的“高价”原材料库存。不过相比去年最糟糕的时期而言，一二月的浆价下跌幅度要平缓得多，同时大型纸企订货一般有一定的折扣，因此，“高价原材料”的库存压力较去年第四季度低。

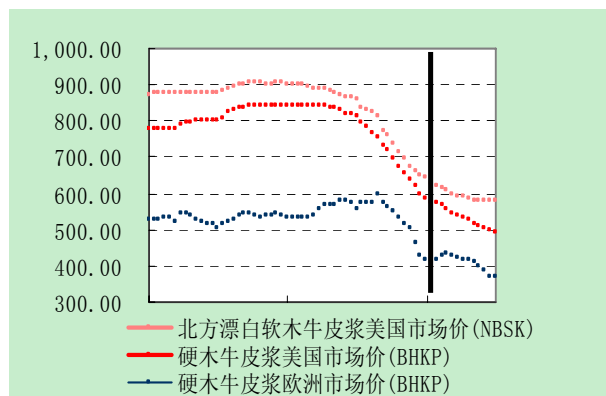
图 5：木浆累计进口数量及同比增速

单位：万吨

图 6：纸价价格走势图



资料来源：wind 中信建投证券研究所



wind 中信建投证券研究所

上半年反复筑底，下半年景气好转

1、三月纸品价格有走低趋势

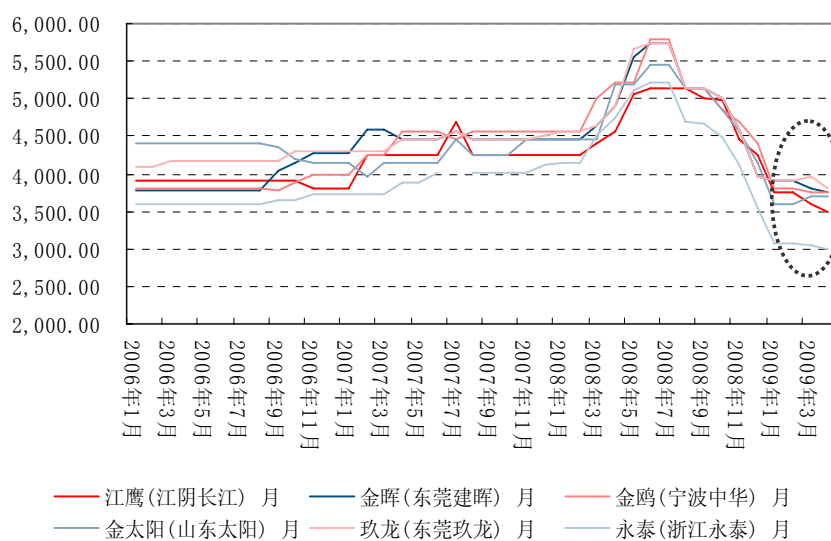
一二月份纸业开工状况环比普遍好转，同时多数纸品价格也得以顺利提价，正如我们前期报告中提到的观点：纸业经营状况环比好转，但是否真正见底还有待观察。从三月份的运行情况来看，多数纸品销售不旺，纸企进一步提价失败，价格开始松动，多数纸品价格转而下跌。

从包装用纸看，灰底白板纸 3 月上旬价格无太大波动，下旬开始有走低迹象；而白卡纸需求较为疲软，大多品牌价格未能企稳，从月中松动，下旬下调迹象较为明显；相比而言，箱板纸表现较为理想，理文实现月初涨价 100 元/吨目标。

文纸用纸方面无论是双胶纸还是铜版纸均出现了 100 元左右的价格下调幅度，而且成交量也平平，显示需求较为疲弱。

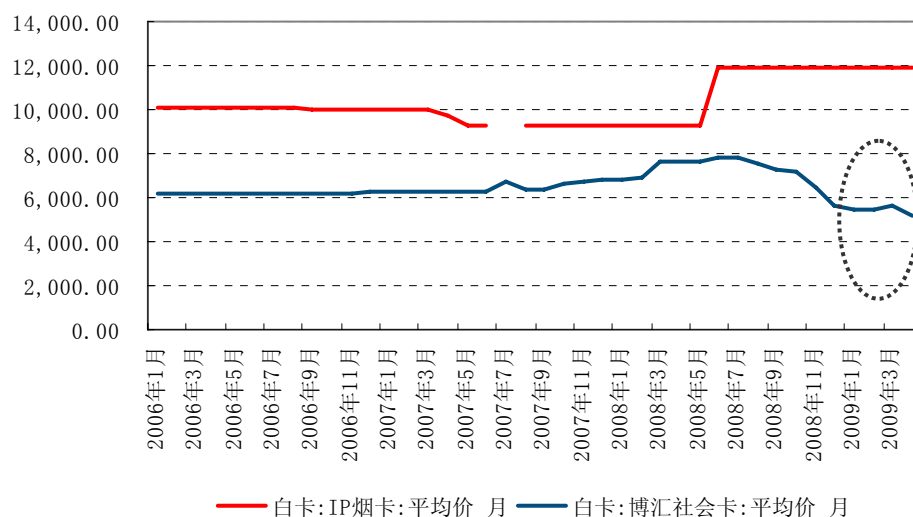
图 7：灰底白板纸华东市场价格

单位：元



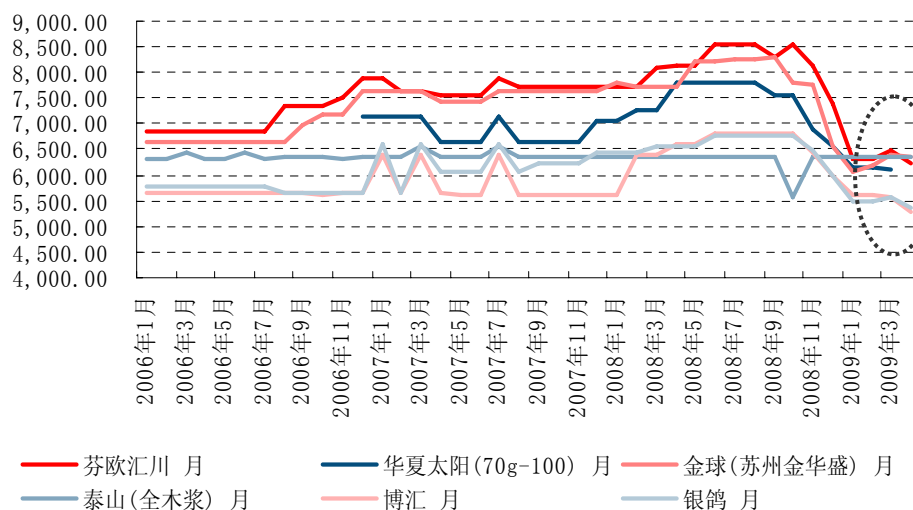
资料来源：wind 中信建投证券研究所

图 8：白卡纸华东市场价格 单位：元



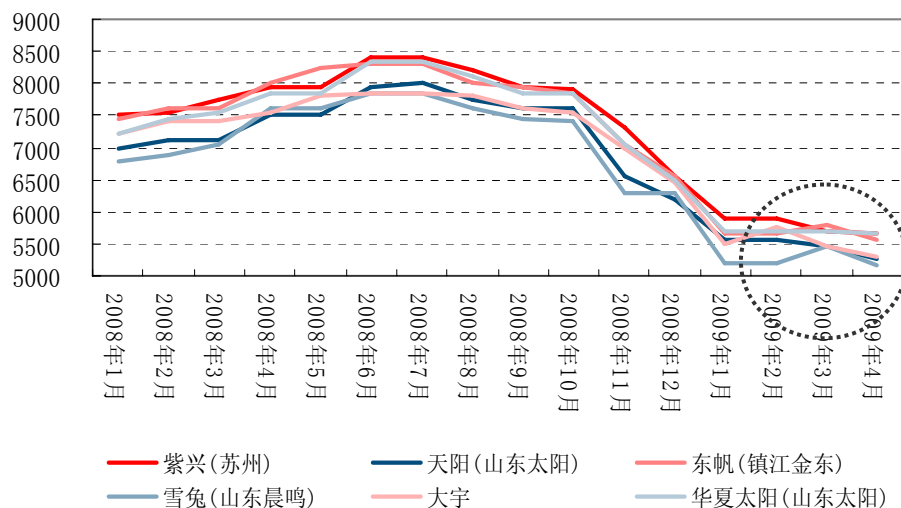
资料来源: wind 中信建投证券研究所

图 9：双胶纸华东市场价格 单位：元



资料来源: wind 中信建投证券研究所

图 10: 铜版纸华东市场价格 单位: 元

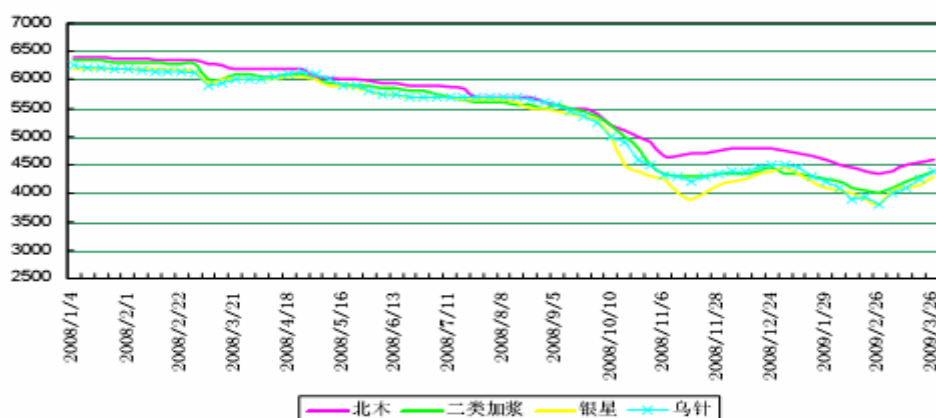


资料来源: wind 中信建投证券研究所

2、国内浆纸开始启稳走高

三月国内针叶浆、阔叶浆现货价格均有一定幅度的上调,其中针叶浆涨价幅度在 10%左右,三月几乎保持了每周上涨 100 元的节奏,阔叶浆跟随针叶浆上涨,涨幅稍逊于针叶浆。本色浆和机械浆本月启稳并略有上涨,废纸在 3 月因供应量缩减,价格也步入上升通道。

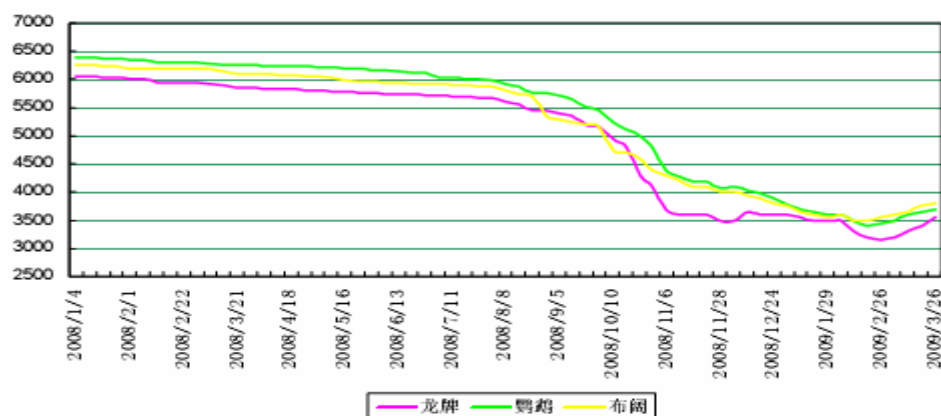
图 11: 国内针叶浆价格走势 单位: 元



资料来源: 纸业联讯

图 12: 国内阔叶浆价格走势

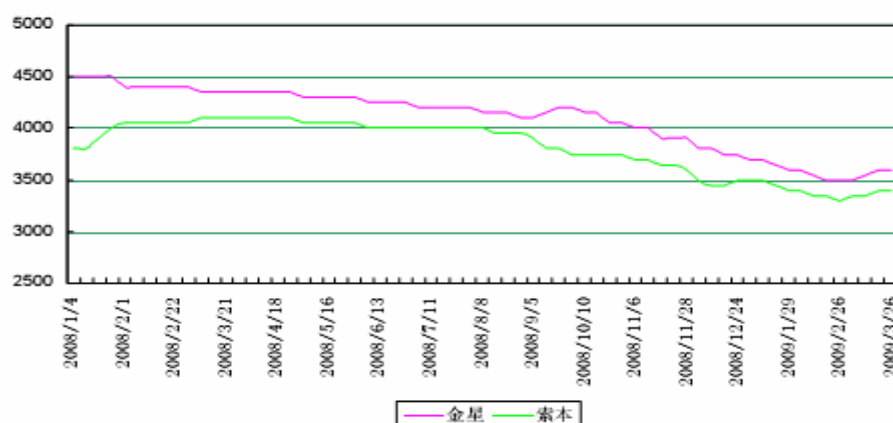
单位: 元



资料来源: 纸业联讯

图 13: 国内本色浆价格走势

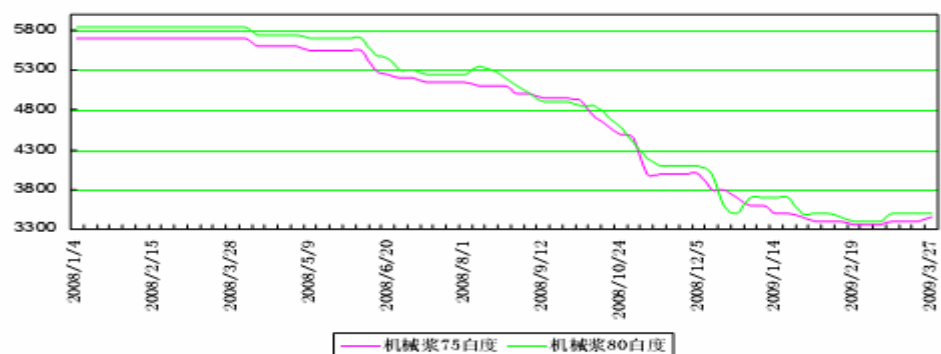
单位: 元



资料来源: 纸业联讯

图 14: 国内机械浆价格走势

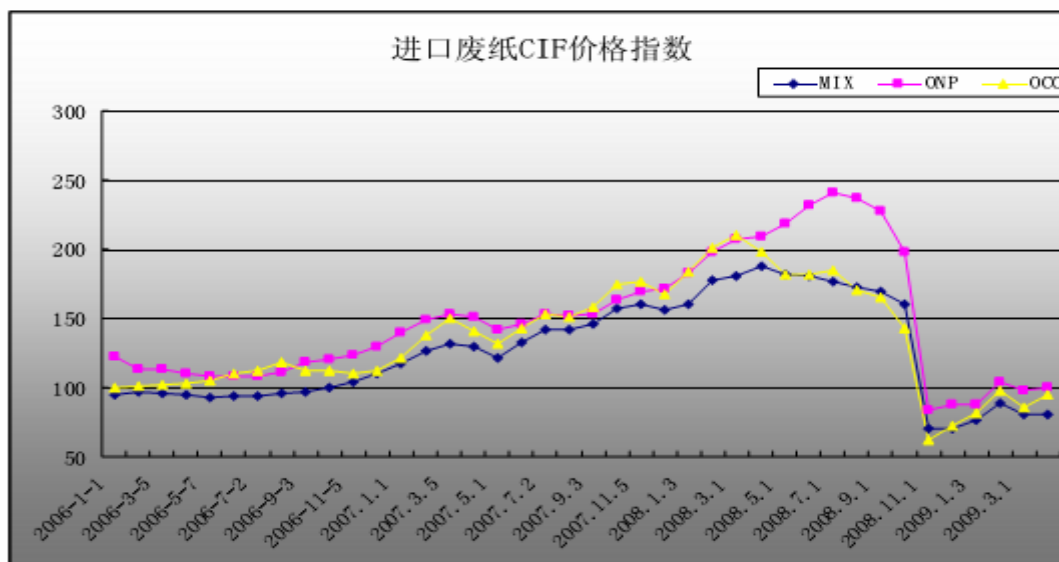
单位: 元



资料来源: 纸业联讯

图 15: 进口废纸 CIF 价格指数

单位: 元



资料来源: 纸业联讯

3、浆价与纸价走势背离的思考: 一二月份纸张价格上涨, 而浆价以及废纸价格却进一步回落, 三月份的价格走势却是相反, 纸品价格松动, 而浆价以及废纸价格却上扬, 纸品价格与纸浆价格出现了背离走势, 历史情况显示浆价一般先行于纸价, 但一季度这种背离走势是一种偶然因素还是确实关联关系发生了一定的变化? 我们认为无论是纸品价格还是浆的价格, 在供给不是制约因素后, 需求将成为决定性因素, 纸品需求方面我们暂时未看到复苏迹象, 因此作为纸的上游原材料我们认为三月份的上涨缺乏需求方面的有效支撑, 或者说是某一段时期内的需求相对集中释放出来, 加上一定的投机因素, 因此我们总体仍不看好二季度的浆价走势, 无论是纸品价格还是浆价都仍有整固以夯实底部的需要。

4、上半年反复筑底, 下半年景气好转

以下三个因素是我们看好造纸行业下半年景气拐点的理由:

1) 是 5 月 1 日造纸行业将执行新的水污染物排放限值标准, 将会进一步淘汰落后产能, 有利于部分改善行业目前供过于求的不均衡状态。此前曾有不少投资者担心在国家经济不景气的背景下, 保增长将会压倒一切, 因此环保执行力度将会流于形式, 但从近期出台的政策以及新年以来的情况来看, 各地针对纸业的环保行动并未减弱, 因此我们认为新的水污染物排放限值标准的实行对行业内的落后产能切实能达到淘汰的效果。

图 16：2009.5.1-2011.6.30 现有企业水污染物排放限值

表 1 现有企业水污染物排放限值

企业生产类型			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		
排放限值	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
	3	悬浮物（mg/L）	70	50	50	50	企业废水总排放口
	4	五日生化需氧量（BOD ₅ , mg/L）	50	30	30	30	企业废水总排放口
	5	化学需氧量（COD _{Cr} , mg/L）	200	120	150	100	企业废水总排放口
	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）	1.0	1.0	1.0	1.0	企业废水总排放口
	9	可吸附有机卤素（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，吨/吨（浆）			80	20	60	20	排水量计量位置与污染物排放监控位置一致
说明： 1、可吸附有机卤素（AOX）指标适用于采用含氯漂白工艺的情况。							

资料来源：国家环保部

2) 是业内预计 4 万亿投资效果将于 5 月后开始逐步显现，作为重要的工业原材料，其周期要落后于宏观经济，因此我们判断下半年造纸行业下半年见底回暖的可能性较大。

3) 是 2008 年由于奥运因素，下游行业在奥运会前夕加大了备货力度，而下半年情况风云突变，需求急剧萎缩，价格暴跌，导致下半年纸业纷纷停产减产，2008 年 9 月，纸及纸板月度生产量第一次出现负增长，不遗余力的进行清除库存成为全行业的一致行为，造成 2008 下半年的基数较低，而造纸行业历来有下半年产量销量大于上半年的惯例，因此我们判断造纸行业下半年经营状况要好于上半年。

造纸行业投资策略紧抓三条主线

宏观经济周期以及行业自身高速发展之后的调整需求决定了造纸行业在 2009 年是调整之年，全年行业利润将同比下滑 18%（具体参见《从关键要素看行业 09 年利润》）。根据 WIND 数据，从年初至今，造纸指数涨幅为 65%，列三类行业指数的第 56 名，今年以来行情中中小盘股表现要明显优于大盘股，由于造纸行业市值总体偏小，另外从 PB 水平看，造纸板块相对整体 A 股有较大的折价，截止 4 月 2 日数据，全部 A 股的 PB 值为 2.68 倍，造纸行业为 1.61 倍，有 39.92% 的折价，PB 折价补偿也是造纸板块最近走强的一大原因。我们认为 2009 年造纸行业投资策略应抓住以下三条主线：

一是防御型。防御型机会是指在行业总体下滑背景下业绩相对平稳的公司，其中的典型公司是**博汇纸业（600966）**。博汇纸业 40% 以上的产品为需求较为稳定的烟卡以及文化教育印刷用纸，这使得公司在需求不旺的行业背景下销售得到一定的保障，从而取得超越行业平均水平的业绩。

二是逆市布局型。这有两层含义：

首先从投资者来说，我们认为某些资产在现时来看似乎盈利能力不强，但却不能依此否认其长期价值，这里的资产主要是指林业资产，其中的典型公司是**岳阳纸业（600963）**和**美利纸业（000815）**。虽然目前浆纸一体化公司并不具备成本优势，反而成为拖累业绩表现的一大因素，但林业资产由于其受一定的生长周期制约，因此其长期投资价值不应被忽视或被抹杀，而且林业资产不同于一般生产性资产，其固定成本主要体现为地租以及养护成本，相对来说较为低廉，同时在会计处理上也不同于生产线，需要计提折旧，因此林业资产的所有者拥有更为灵活的择机出售资产的选择权。从这些角度看拥有林业资产的公司估值仍然有理由要享受高于一般生产型造纸公司。

其次从上市公司来说，在行业低迷时期，众多项目被推迟或取消的情况下，某些公司从长期战略布局出发，逆市出击，积极进行扩张，为公司长远发展奠定基础，其中的典型公司为**太阳纸业（002078）**。太阳纸业曾公告在老挝设立独资公司，实施林纸一体化生产和销售。我们认为公司实施走出国门的策略是在复制东盟以及中国改革开放三十年的成功模式——低成本优势模式。老挝的人力成本、地租成本、资产成本等相较现时的中国更有优势，因此我们十分看好太阳纸业逆市布局策略对公司的远期影响。

三是投机型。这是指具有资产注入预期的公司。我们要寻找大股东仍有纸业资产游离于上市公司体系外，与上市公司构成同业竞争的，或是拥有与上市公司构成关联交易的资产，或是股改时曾承诺注入资产的公司。这里典型的公司是**岳阳纸业（600963）**和**美利纸业（000815）**。

风险分析

造纸行业与宏观经济有高度的相关性，如果宏观经济的复苏弱于我们的预期，纸业的复苏状况也将不如预期。

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，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。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

郑绮：消费组首席分析师；陈含芝：造纸行业分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8610) 8513-0588	电话：(8621) 6880-5588
传真：(8610) 6518-0322	传真：(8621) 6880-5010