

[2009.04.14]

行业好转趋势已经明朗

-----2009 年二季度造纸行业投资策略

王峰 徐琳
0755-23976228 021-38676644
wangfeng@gtjas.com xulin@gtjas.com

本报告导读：本文分别就国内外造纸行业的产销、价格、库存等方面进行了分析，国内造纸行业好转迹象已经明朗。

投资要点：

◆ 09 年 1 季度国内造纸行业相比 08 年 4 季度已出现较为明显的好转。进入 09 年后，除 1 月份多数企业虽有减亏仍有一定亏损外，2 月份多数企业已处于盈亏平衡状态，3 月份多数企业已经开始盈利。综合起来看，09 年 1 季度国内大多数规模较大的企业盈亏已基本平衡，虽然同比有较大差距，但从环比看，无论季度还是月度，已有相当明显的改善。

◆ 09 年 1-2 月份，国内纸及纸板累计生产 1157.3 万吨，同比下降 5.8%，但 2 月份情况已出现明显变化，2 月份单月同比增长 3.84%，环比增长 8.6%。纸浆 1-2 月份生产量（含原生浆与废纸浆）228.2 万吨，同比下降 22.2%，2 月份单月同比下降 15.95%，下降速度减缓，与 1 月环比增长 5.96%。

◆ 分纸种来看，09 年 1-2 月份累计同比卫生纸、纸制品、瓦楞纸箱已呈现正的增长，2 月环比除涂布印刷纸外，大多数纸产品均呈现正的增长。特别是箱板纸 2 月份当月同比呈现正增长，作为纸产品中最大的纸种，他的趋暖不仅显示造纸行业的好转，也在一定程度上显示轻纺工业出口及国内物流业的好转。

◆ 09 年 1-2 月造纸行业固定资产投资增速继续放缓到 19.4%，较全国同期 24.3% 的平均水平低 4.9 个百分点。这与国内许多在建项目或筹备中的项目的推后直接相关，预计 2009 年造纸行业固定资产投资增速将在 10% 左右。

◆ 就行业整体而言“去库存化”已取得成效，但随着开工率的提升（大多数企业的设备都已运转，但未达到满负荷生产），不少企业库存水平依然偏高，显示产品销售仍有较大的压力。

◆ 国际浆价及欧美市场成品纸价格在 1 季度仍在下滑，虽然国际木浆价格处于亏损区域，但全球特别是欧洲木浆库存仍处在高位，预示未来一段时间国际浆价仍有下行的压力。

◆ 在国内无论是木浆、废纸还是产成品价格都已企稳，原材料与产成品之间的价格已基本理顺，对于进口原材料较大的企业毛利水平还有提高的可能，这主要得益于国内经济大环境好于国外。

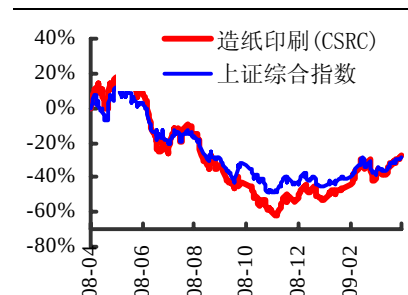
◆ 在投资建议方面，我们行业好转趋势已经明朗，二季度及下半年将继续好转，而另一方面造纸行业的市场表现低于许多周期性行业，因此上调行业评级至增持。个股方面重点推荐太阳纸业、博汇纸业、岳阳纸业、晨鸣纸业、华泰股份等。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

行业及重点公司评级

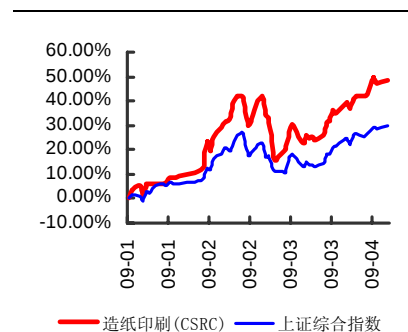
造纸业	增持
太阳纸业	增持
岳阳纸业	增持
博汇纸业	谨慎增持
晨鸣纸业	谨慎增持
华泰股份	谨慎增持
银鸽投资	谨慎增持
景兴纸业	谨慎增持
美利纸业	谨慎增持
山鹰纸业	中性

近 1 年行业指数与上证综指对比



近 52 周造纸行业指数与上证综指基本一致。

最近 3 个月行业与上证综指对比



造纸印刷行业跑赢大盘 18.4 个百分点

相关报告

2009 年造纸行业投资策略报告	
行业状况要明显好转还需时日	(09.03.06)
最坏的时期已经过去	(09.02.18)
2008 年 4 季度可能已是最坏时刻	(09.01.19)

1. 2009 年一季度国内造纸行业概况

09 年 1 季度国内造纸行业相比 08 年 4 季度已出现较为明显的好转。08 年 4 季度全行业亏损且幅度较大。但进入 09 年后，除 1 月份多数企业虽有减亏仍有一定亏损外，2 月份多数企业已处于盈亏平衡状态，3 月份多数企业已经开始盈利。综合起来看，09 年 1 季度国内大多数规模较大的企业盈亏已基本平衡，部分企业已有可观的盈利。与往年同比看仍有相当的差距需要恢复，但从环比看，无论季度还是月度，已有相当明显的改善。

2009 年 1-2 月造纸行业销售收入达到 505.5 亿元，同比下滑 10.7%，利润总额为 12.0 亿元，同比下滑 59.3%。行业毛利率为 10.1%，净利率为 2.4%，较去年 1-11 月 12.6%和 5.9%分别走低 2.5 个百分点和 3.5 个百分点。制浆行业销售收入 21.1 亿元，同比下滑 3.1%，受累浆价下跌，全行业亏损 2.46 亿元，其中毛利率为 3.1%，净利率为-11.7%。

09 年 1-2 月份，国内纸及纸板累计生产 1157.3 万吨，同比下降 5.8%，但 2 月份情况已出现明显变化，2 月份单月同比增长 3.84%，环比增长 8.6%。纸浆 1-2 月份生产量(含原生浆与废纸浆)228.2 万吨，同比下降 22.2%，2 月份单月同比下降 15.95%，下降速度减缓，与 1 月环比增长 5.96%。

表 1: 2009 年 1-2 月份纸浆及主要纸种产量变化 万吨

产品	完成量		同比%		环比%
	2 月当月	累计	2 月当月%	累计%	
纸浆	117.4	228.2	-15.96	-22.3	5.96
纸及纸板	602.6	1157.2	3.84	-5.78	8.60
其中：未涂布书写纸	60.0	112.2	-3.17	-6.32	14.9
新闻纸	34.4	66.1	-8.60	-10.7	8.52
涂布印刷纸	40.5	88.9	-23.12	-17.1	-16.3
卫生纸原纸	13.1	22.5	82.2	57.9	39.4
箱板纸	73.2	139.3	4.43	-10.4	10.7
纸制品	261.7	478.5	32.77	12.46	20.7
其中：瓦楞纸箱	130.3	265.9	18.2	11.4	-3.9

资料来源：中国纸网 国泰君安证券

从上表 1-2 月份累计同比来看，无论纸浆还是总的纸及纸板都在下降，但环比都已出现积极变化，呈现正的增长。从主要纸种来看，除卫生原纸保持强劲增长外，最积极的变化当属箱板纸和瓦楞纸箱，2 月份当月同比也已正增长。

箱板纸是纸产品中最大的纸种，他的趋暖不仅显示造纸行业的好转，也在一定程度上显示轻纺工业出口及国内物流业的好转。

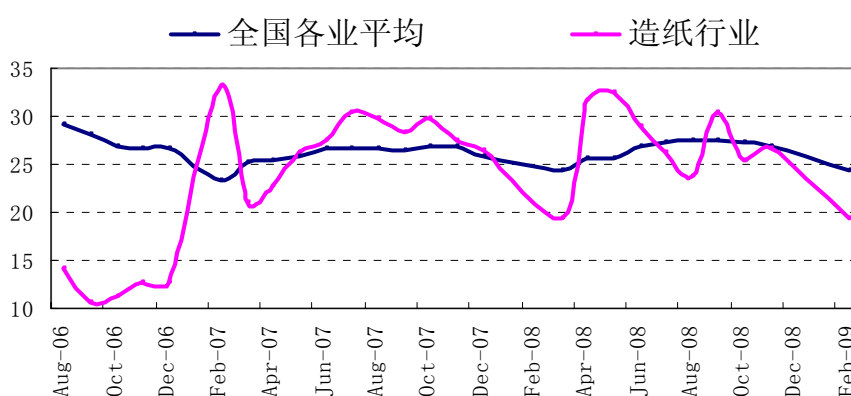
3 月 27 日，财政部和国家税务总局发布了《关于提高轻纺、电子信息等商品出口退税率的通知》，大宗机制纸和纸板再次无缘出口退税率上调。只提高了部分纸制品的出口退税率到 13%，对整个造纸行业的影响甚微。

2. 09 年 1—2 月份行业固定资产投资增速继续减缓

09 年 1-2 月造纸行业投资增速为 19.4%，较全国同期 24.3% 的平均水平低 4.9 个百分点，与 08 年同期基本持平。

从目前国内纸业供求形势以及国内环保审批不断趋严情形看，国内纸业投资增长不应很快。另外我们通过调研知道，近一两年制浆生产线投资额大幅增长，造纸生产能力的增长可能并没有数据表现的那么快的增长（造纸与制浆投资额难以分开）。许多在建项目或筹备中的项目都有推后投产或开工的打算，继续施工建设的多属于制浆生产线，因此预计 2009 年造纸行业固定资产投资增速将在 10% 左右。

图 1：固定资产投资增速



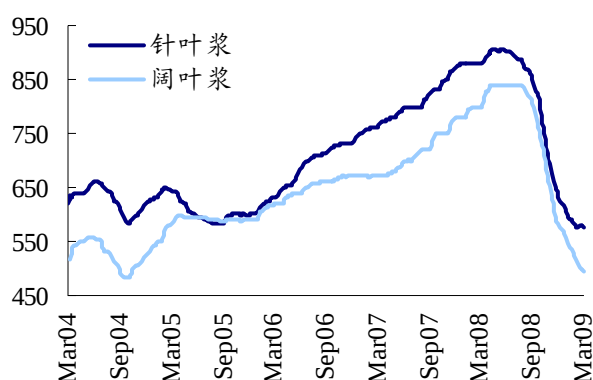
资料来源：中国纸网 国泰君安证券

3. 近期原材料与主要产品价格走势分析

3.1.1. 纸浆价格：

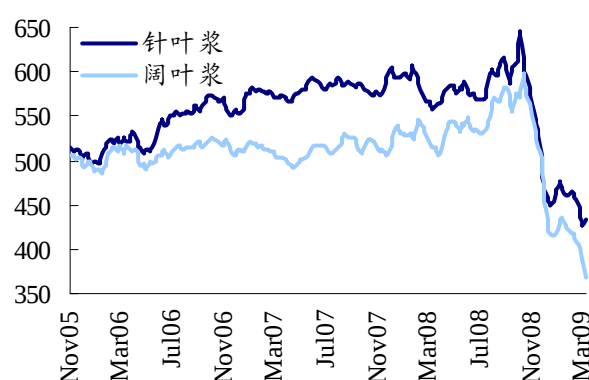
受下游消费下降和纸厂停工等因素影响，国外纸浆市场依然疲软，无论在欧洲还是在欧洲均无反弹。截至 3 月 31 日欧洲市场北方漂白软木牛皮浆（针叶浆）报价 577 美元/吨，累计较年初下跌 10.0%，硬木牛皮浆（阔叶浆）报价 494 美元/吨，累计跌幅 15.6%。以欧元标价的纸浆价格跌幅相对较小，针叶浆目前报价约 430 欧元/吨，1 季度跌幅约 6.1%。阔叶浆报价约 363 欧元/吨，1 季度跌幅约 12.5%。目前国际浆价实际水平已下滑到 04 年甚至更低的水平，也低于本轮周期的起点水平。浆线停工限产的效果还没有体现出来。

图 2：欧洲市场以美元标价的纸浆价格指数



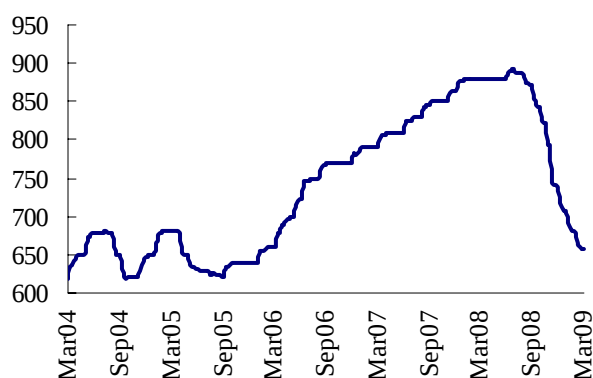
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

图 3：欧洲市场以欧元标价的纸浆价格指数



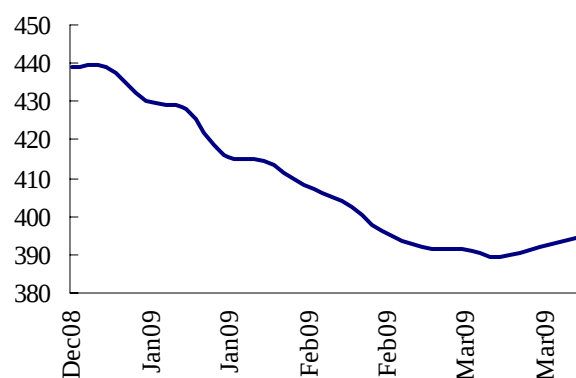
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

图 4：美国市场针叶浆 NBSK (USD/t)



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

图 5：中国市场阔叶浆 BHKP (USD/t)

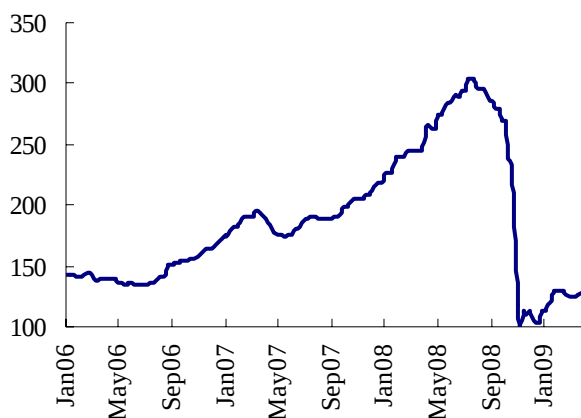


数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

美国市场针叶浆价格虽然已下跌很多，但仍无见底迹象。中国市场上进口的阔叶浆价格跌至 400USD/t，较年初跌幅达 9.04%，已低于多数国内产商的成本水平。进口纸浆价格的低企，总体上有利于国内纸业渡过难关，但另一方面原先没有上游资源生存困难的中小企业有可能起死回生，增加了市场的供给，又延缓了国内造纸行业的复苏。

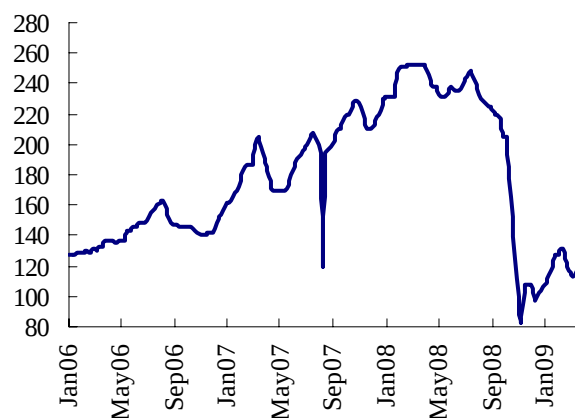
3.1.2. 废纸价格:

图 6: 06 年以来美废 8# 价格走势



数据来源: Wind, 国泰君安证券

图 7: 06 年以来美废 11# 价格走势



数据来源: Wind, 国泰君安证券

由于全球经济的放缓, 进口美废价格自去年 8 月份起急促下挫, 其中 8 号废纸最低跌破 100 美元/吨, 比年内最高价下跌 68%。春节过后, 国内各纸种的价格在大幅回调后逐渐企稳, 带动主要进口废纸价格整体出现了不同程度的上涨。不过由于国内市场交易并没有明显起色, 实际成交有限, 废纸价格在前期回升后又显现下调趋势。大部分企业和纸厂在元宵节后恢复开工, 有望带动市场交易慢慢复苏。

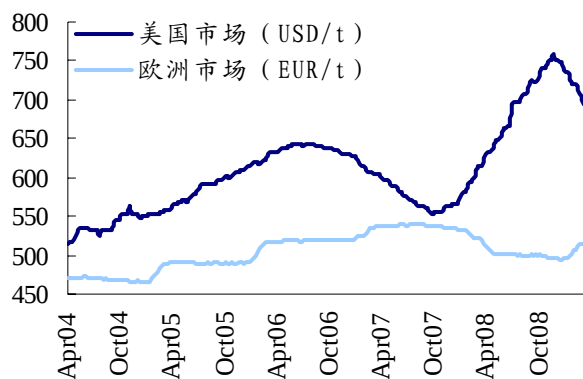
我国废纸进口主要来自美国、欧洲和日本, 分别占我国废纸进口的 44%、28% 和 16%, 合计占比达 88%。截至 3 月 31 日, 8 号废纸价格从年初至今涨幅达 15%。美废 11# 年初至今价格上涨 10%。总体来看由于我国对废纸需求量巨大, 伴随着经济恢复正常, 进口废纸的价格也会逐渐回升。

3.1.3. 国外主要纸种价格:

近期, 欧洲市场有几个出版商申请了破产保护。市场上出版物的页数甚至出版频率都出现了下降趋势, 市场需求持续减少。CEPIPRINT 数据显示, 09 年 1、2 月份欧洲区域新闻纸市场需求较上年同期下降了 17.9%, 受此影响新闻纸价格也有所下跌。09 年第一季度美国新闻纸价格下跌 9.94%; 受汇率影响, 欧洲市场新闻纸有 4.17% 的涨幅, 从近几年整体情况来看, 欧洲市场的新闻纸价格相对美国市场要平稳的多。

图 8: 欧美市场新闻纸价格

图 9: 欧洲市场轻涂杂志纸 (EUR/t)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券



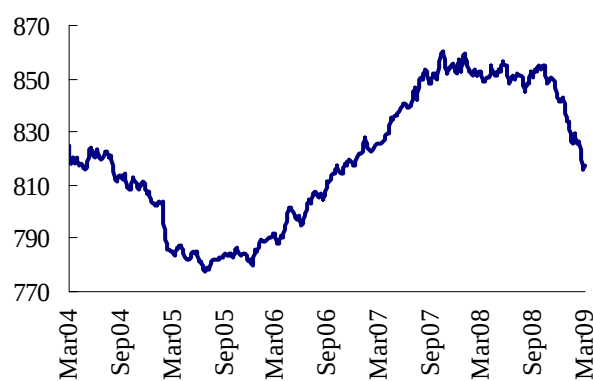
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 10: 欧洲市场涂布道林纸 (EUR/t)



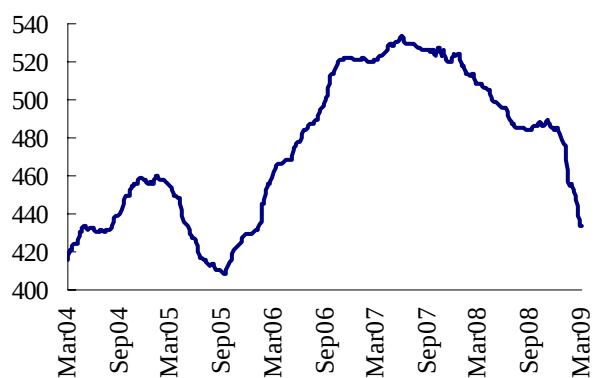
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 11: 欧洲市场 A4 复印纸 (EUR/t)



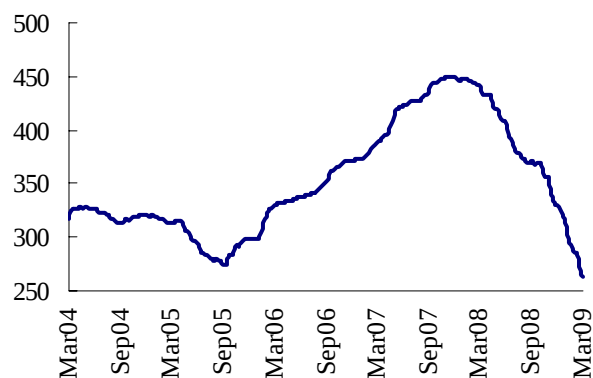
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 12: 欧洲市场牛皮卡纸 (EUR/t)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 13: 欧洲市场瓦楞原纸 (EUR/t)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

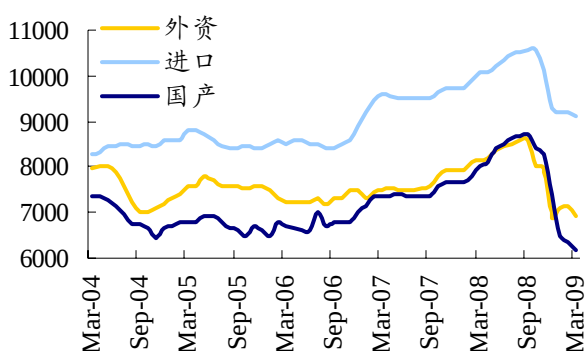
金融危机使得市场上的商业广告显著缩减,相关纸种尤其是较为高端的涂布道林纸受到较为严重的冲击。受下游需求影响,北美一些生产商率先进行停工限产,随后欧洲的主要厂商也纷纷加入停工行列。CEPIFINE 公布的数据显示,欧洲区域涂布纸 1、2 月份累计需求同比下降 20.0%,出运量同比下滑 28.9%;未涂布文化纸需求

同比下降 16.0%，出运量下滑了 18.9%，行业景气度下降的比较明显。供给量的减少维持了价格的稳定，欧洲市场涂布道林纸价格较年初下降了 1.91%，A4 复印纸价格季度跌幅为 2.95%，相对稳定于其他纸种。

3.1.4.国内主要纸种价格:

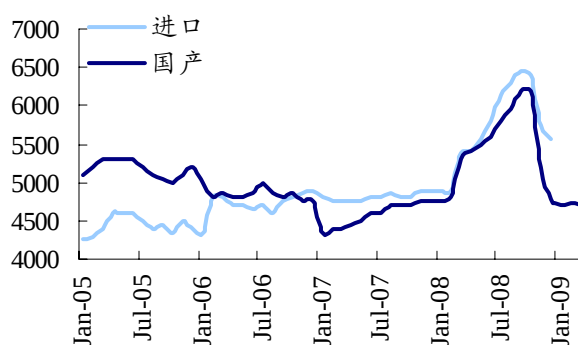
09 年 1 季度国内主要纸张价格趋于下调，但幅度相对平和，约在 5%左右。我们认为纸产品价格的下滑并不意味着行业的进一步恶化，主要原因是原材料价格的下滑以及开工率的逐渐恢复共同促使产成品价格的小幅下滑。目前原材料与产成品价格已基本理顺，即使产成品价格有所波动也不会对企业造成大的伤害。

图 14: 铜版纸国内价格 (元/吨)



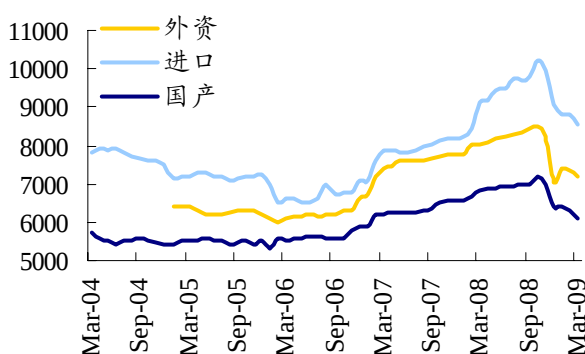
数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

图 15: 新闻纸国内价格 (元/吨)



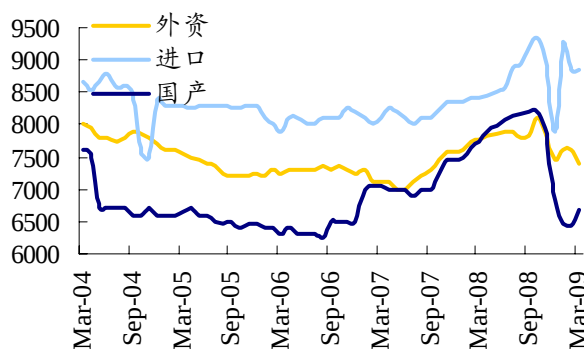
数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

图 16: 双胶纸国内价格 (元/吨)



数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

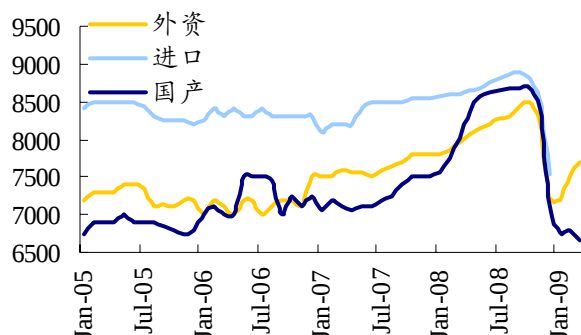
图 17: 白卡纸国内价格 (元/吨)



数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

图 18: 轻涂纸国内价格 (元/吨)

图 19: 箱板纸国内价格 (元/吨)



数据来源：中国纸网，国泰君安证券

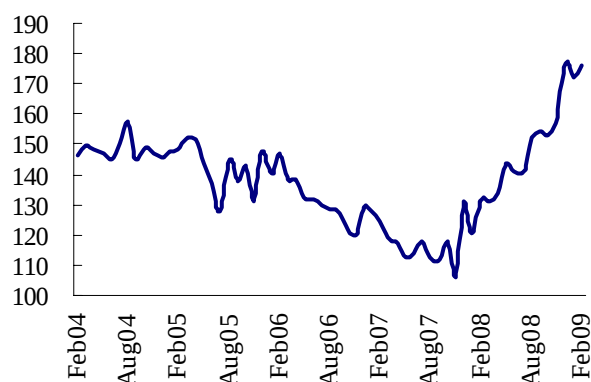


数据来源：中国纸网，国泰君安证券

4. 国内外原材料与主要产品库存量分析

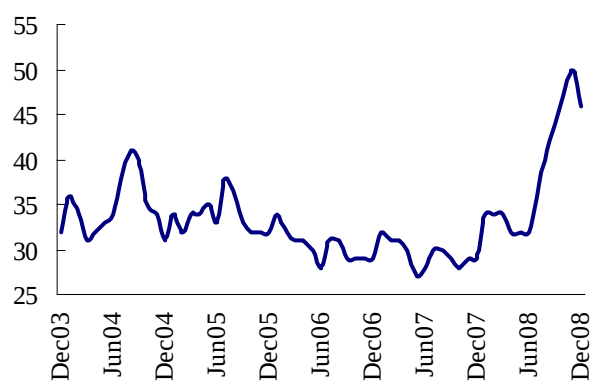
从全球、美国、欧洲等库存情况来看，形势并不乐观，木浆库存量处于近 5 年来的高位，至少在短期内对国际浆价压力较大。

图 20：欧洲主要港口木浆库存合计（万吨）



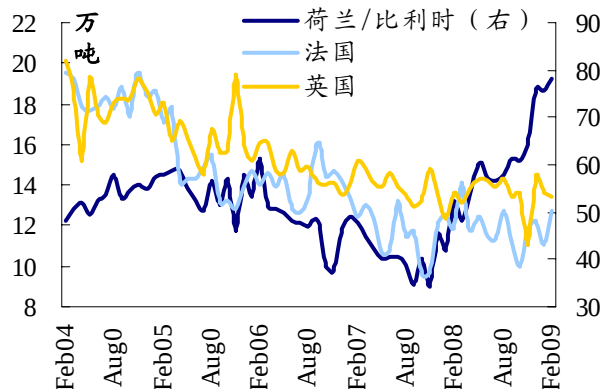
数据来源：Europulp，国泰君安证券

图 21：全球纸浆库存量（周转天数）



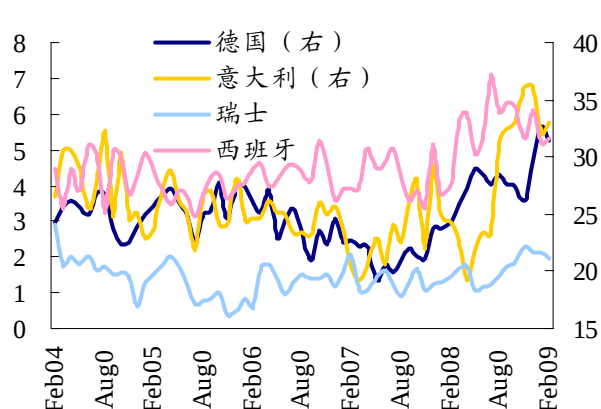
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

图 22：欧洲主要港口木浆库存（万吨）



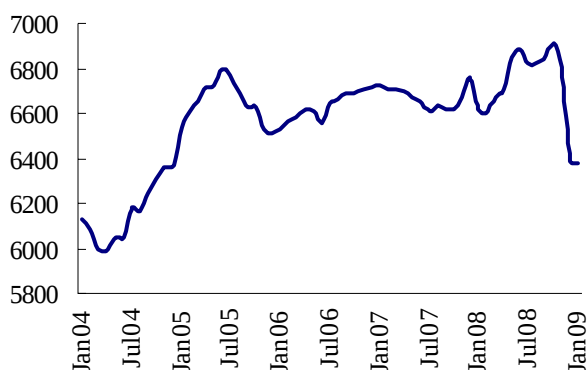
数据来源：Europulp，国泰君安证券

图 23：欧洲主要港口木浆库存（万吨）



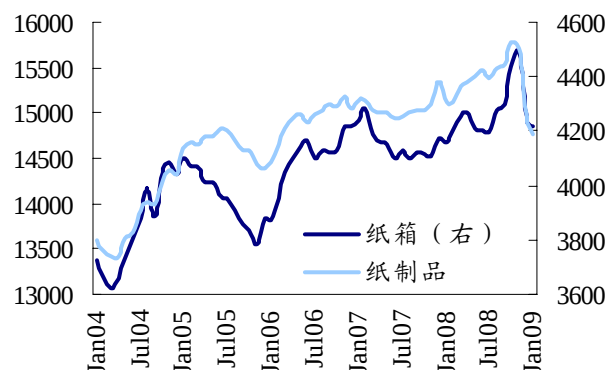
数据来源：Europulp，国泰君安证券

图 24: 美国制造业库存-纸浆及纸板 (百万美元)



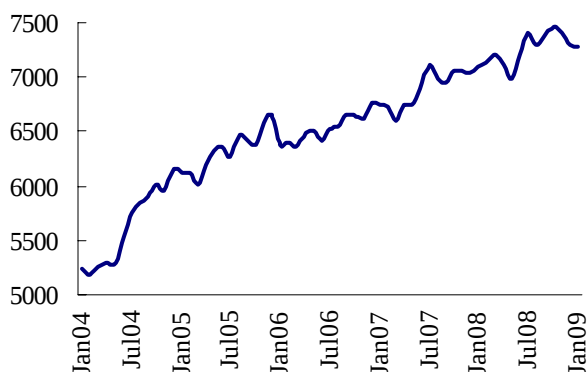
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 25: 美国制造业库存-纸箱、纸制品 (百万美元)



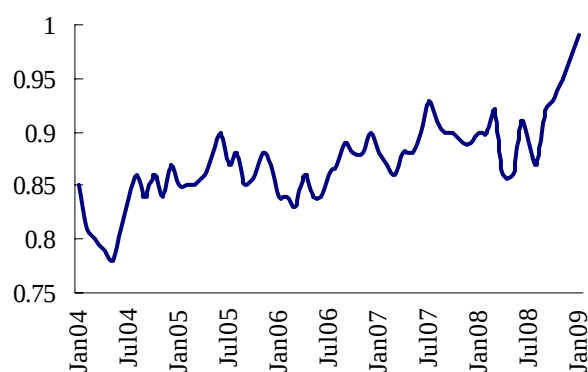
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 26: 美国商品批发业库存-纸张 (百万美元)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

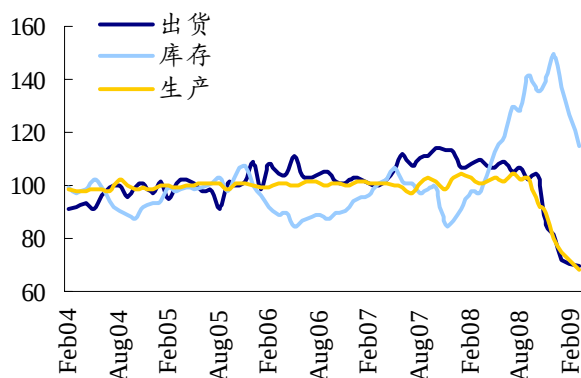
图 27: 美国批发业库存/销售比-纸张 (%)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

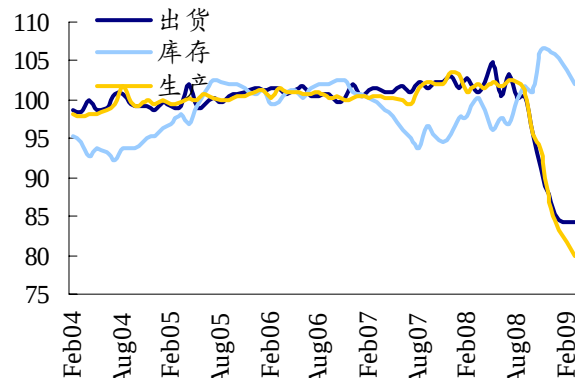
图 24、25、26、27 显示美国批发业的纸张库存也处在高位。制造业减少的库存有很大一部分转移到经销商处, 可见高位库存的问题尚未从根本上消除, 生产商和经销商还要采取进一步措施降低库存。

图 28: 日本工业产值纸浆指数 (2005 年=100)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 29 日本工业产值纸浆、纸及纸制品 (2005 年=100)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

从日本情况来看，2008 年纸浆库存的增长相当明显，年末高峰时基本上较年初翻了一番，纸浆、纸及纸制品的库存量增幅相对较小。纸浆、纸及纸板整体的生产量和出货量都在 08 年四季度起大幅下滑。

5. 主要上市公司预计业绩与估值

我们认为行业好转趋势已经明朗，二季度及下半年将继续好转，而另一方面造纸行业的市场表现低于许多周期性行业，因此上调行业评级至增持。个股方面可重点关注太阳纸业、博汇纸业、岳阳纸业、晨鸣纸业、华泰股份等。

表 2: 造纸行业主要上市公司的财务预测与价值评估

公司	4.13 价格	PB	07EPS 元	08EPS	09EPS	07PE	08PE	09PE	本期建议
太阳纸业	11.65	2.25	0.76	0.48	0.42	15.3	24.3	27.7	增持
岳阳纸业	8.14	1.80	0.17	0.21	0.19	47.9	38.8	42.8	增持
博汇纸业	8.00	1.63	0.39	0.50	0.35	20.5	16.0	22.9	谨慎增持
晨鸣纸业	7.87	1.32	0.57	0.55	0.35	13.8	14.3	22.5	谨慎增持
华泰股份	10.24	1.50	0.90	0.60	0.40	11.4	17.1	25.6	谨慎增持
银鸽投资	6.02	1.94	0.40	0.18	0.13	15.1	33.4	46.3	谨慎增持
景兴纸业	4.73	1.10	0.21	-0.55	0.05	22.5	-8.6	94.6	谨慎增持
美利纸业	11.15	1.85	0.40	0.43	0.31	27.9	25.9	36.0	谨慎增持
山鹰纸业	4.24	1.40	0.14	0.01	0.11	30.3	424.0	38.5	中性

数据来源：国泰君安证券

表 3: 造纸行业国际估值对比

公司简称	股价	07PE	08PE	09PE	PB	EV/EBITDA	ROE
IP	7.04	3.69	251.43	15.04	0.72	5.30	(19.97)
UPM	4.35	#N/AN/A	20.23	9.08	0.37	6.02	(2.78)
STORAENSO	2.70	#N/AN/A	47.37	14.67	0.38	8.24	(10.21)
OJI	416.00	27.15	64.63	15.48	0.86	9.88	2.32
HOLMENAB-B	135.00	17.73	13.88	12.84	0.72	8.90	3.94
DOMTAR	0.95	5.28	#N/AN/A	9.13	0.22	3.41	(21.46)
理文纸业	4.64	3.79	6.87	5.54	0.58	6.39	19.72
玖龙纸业	3.09	10.50	11.03	9.70	0.88	12.44	15.15
阳光纸业	0.97	1.45	2.31	1.97	0.29	4.88	20.91
群星纸业	2.32	5.59	5.11	4.09	0.95	1.48	17.93
恒安国际	30.80	26.28	20.59	17.80	5.85	21.79	22.35

维达国际	3.38	79.19	22.24	13.10	1.90	16.77	8.12
------	------	-------	-------	-------	------	-------	------

数据来源: bloomberg, 国泰君安证券

作者简介:

王峰: 复旦大学国际金融硕士, 96 年至今为君安证券、国泰君安证券行业部研究员, 主要从事轻工及造纸印刷行业的研究, 2008 年、2007 年获《新财富》造纸印刷行业最佳分析师第一名, 2006 年获得最佳分析师第二名, 2003-2005 年连续三年获得最佳分析师第一名, 2004 年同时获得食品饮料行业第三名。

徐琳: 毕业于厦门大学管理学院会计系, 香港理工大学金融与会计学院交流生。2007 年 7 月进入国泰君安证券研究所行业公司部。

免责声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com