

造纸行业

一季报是全年盈利低点

下月投资主题

- **一季报有望成为年度盈利低点：**从我们跟踪的企业来看，一季度多数公司业绩有望超过预期，达到微利水平，博汇纸业、太阳纸业有经营性盈利；受益成本下行，恒丰纸业、劲嘉股份仍将有较好的业绩表现。尽管大多数企业盈利仍不理想，但我们认为一季报有望成为年度盈利低点，随着浆价企稳和需求的环比回升，造纸企业盈利将出现反弹。
- **环保新规 5 月 1 日实施，高举淘汰落后大旗：**我们认为产能 20 万吨以下的企业，环保欠账较多，存在被政府关停的可能性。我们注意到环保部门将于今年 9—10 月开始全国盘查，届时淘汰力度可能更大，这将促进行业供需趋衡。

研究结论

- **需求回暖带动 3 月产量同比反弹，开工率提升打响盈利反弹第一枪。**3 月国内生产纸品共 745.8 万吨，同比上涨 2.7%，我们认为下游需求逐月回暖是 3 月份产量反弹的主要因素。按照我们行业复苏先量后价的模式，当前产能利用率的提升是一个盈利反弹的先行指标，也符合我们前期认为浆价触底后，下游需求将恢复并带动开工率提升的结论。
- **一季度是盈利低点，未来环保新规落实有望成为大型纸企业业绩催化剂。**四季度以来纸品销售较为疲软，产能利用率较低，再加上国际浆价持续下跌，几大因素共同作用下导致企业一季度盈利较差，但随着未来木浆价格企稳和二季度需求的转暖，预计未来行业毛利率将反弹到历史平均的 14% 左右，一季度成为全年盈利的低点。此外，未来 5 月 1 日起环保新规的实施有望规范中小纸企生产经营行为，并提升其运营成本，从而拉大与大型企业成本差距，也加速了大型企业盈利反弹脚步。
- **木浆和废纸等相关造纸生产成本企稳。**国内针叶浆、阔叶浆和化机浆报价分别是 4200 元、3600 元和 3400 元，较 2 月份分别提升 200 元、100 元和 50 元，木浆价格已经开始走出低谷，美废 8# 最新报价在 130 美元，11# 在 120 美元，较 2 月上涨 3.2% 和 9.1%。而其他造纸企业相关成本也出现企稳趋势。
- **造纸行业相对估值和大市相比为 0.66，逐渐接近相对估值上限。**我们认为造纸行业在金融股上市后，相对大市市净率波动区间为 0.50 至 0.70 之间，在具有 50% 折价时有较大的安全边际，达到 0.7 后，超额收益消失。目前行业 PB 估值 1.84 倍。相对沪深 300 有 34% 的折价，已经接近相对估值的上限。
- **继续推荐大型造纸企业和需求较为稳定的纸种生产企业。**看好大型企业的规模和营销优势，如晨鸣纸业、玖龙纸业；此外，我们也继续推荐产品需求较为稳定的恒丰纸业、博汇纸业和劲嘉股份，维持行业谨慎看好评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

造纸、轻工行业分析师

63325888×6079

zhengkai@orientsec.com.cn

杨春燕

造纸、轻工行业资深分析师

8621-63325888×6080

yangy@orientsec.com.cn

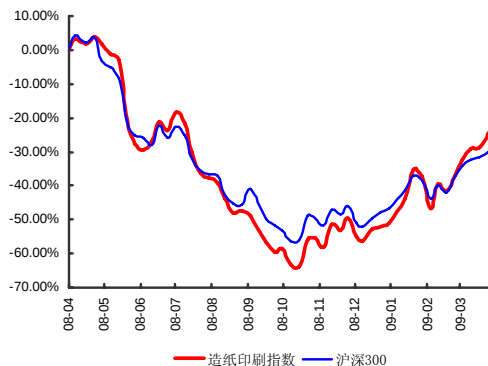
行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股

行业 造纸

报告日期 2009 年 4 月 21 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	7.2%	41.1%	-29.7%
相对表现 (%)	1.5%	10.7%	-3.1%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	07EPS	08EPS(E)	09EPS(E)	股价	评级
晨鸣纸业	0.59	0.55	0.41	7.89	增持
华泰股份	0.91	0.67	0.59	10.71	增持
景兴纸业	0.27	(0.54)	0.07	4.95	中性
博汇纸业	0.69	0.50	0.42	8.02	增持
岳阳纸业	0.29	0.21	0.19	8.05	增持
恒丰纸业	0.23	0.29	0.40	9.21	增持
劲嘉股份	0.81	0.51	0.72	17.40	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

2009 行业整合开局年——2009 年造纸策略	12 月 15 日
四季度行业深调，未来弱势均衡——年报前瞻	2 月 20 日
造纸、轻工行业振兴规划——短期利好有限	3 月 2 日
浆价企稳是重大转折点——3 月报	3 月 20 日
布局浆价企稳——2 季度造纸策略	3 月 30 日

行业大事

- **纸价小幅下滑**：4月份国内铜版纸综合报价 5490 元，双胶纸 5860 元，白卡报价 5760 元，新闻纸报价 4900 元，箱板纸报价 2600 元左右，瓦楞纸报价 2000 元。从报价来看，相较 3 月环比继续有所下滑，幅度在 100-200 元之间。
- **浆价企稳反弹**。国内针叶浆、阔叶浆和化机浆报价分别是 4200 元，3600 元和 3400 元，较 2 月份分别提升 200 元、100 元和 50 元，木浆价格已经开始走出低谷。从国际浆价库存来看，2 月份从 50 天的高点下滑到 47 天水平，尽管仍处在高位，但中国需求的增长和国际木浆产能的持续关停可能将使得木浆库存很快降回正常水平。
- **国际纸产量大幅回调，国内产量同比回升**。美国和日本地区的产能利用率再次回落，美国每周造纸工人工作时数 74.8 小时，较 2 月下降 2.1 小时，而日本产能利用率指数继续下滑至 79.4，较 2 月下降 3.1 个百分点。美日两国 3 月份指数化的纸产量水平下滑到 79 和 80.6，均是 2002 年有记录以来的最低水平。国内 3 月份行业产量 745.8 万吨万吨，同比增长小幅 2.70%，我们认为 3 月份的产量增长主要源自下游需求转暖。
- **主要浆出口国相对进口国汇率企稳，而浆进口国汇率持续升值**：3 月份主要浆出口国，如加拿大、巴西和俄罗斯等国家汇率继续出现企稳的迹象，我们在《浆价持续走低》专题报告中明确指出未影响浆价的四大指标：木浆库存、美元指数、中国需求和能源价格，目前除了木浆库存依然处在相对高位，其他几大指标均在 3 月出现了企稳的迹象，因此我们认为未来浆价持续下滑的可能很小，也意味着纸企盈利将持续回升。

目 录

一 业绩前瞻：一季度是盈利低点	4
1.1 一季度影响企业盈利两大障碍已经消除	4
1.2 一季度业绩前瞻：同比下滑而环比提升	5
二 行业基本面环比回升	6
1 纸价下滑而浆价企稳	6
1.1 国际浆价继续回落，纸价大多下滑	6
1.2 国内纸品价格逐渐企稳	6
2 产量与产能环比继续回升，出口恢复：打响盈利反弹第一枪	7
3 结论：行业步入二季度环比回升之路	8
三 上游各大成本走稳	8
1 国际浆价企稳、浆库存回落	8
2 废纸价格缓慢回升	9
3 造纸原料进口数量大幅上升	10
4 木材、能源、运费价格企稳	10
五 国际市场较为疲软	11
1 美、日产能利用率继续下降	11
2 国外纸厂持续退出：浆纸溢价上涨	11
3 浆出口国汇率企稳，进口国升值持续	12
六 国内外企业估值表	12
1 估值水平	12
2 国际国内企业估值表	13
分析师承诺	15
投资评级说明	15

一 业绩前瞻：一季度是盈利低点

我们在《一季度是盈利低点：1-2月造纸行业统计数据点评》中指出行业一季度盈利可能不太理想，盈利下滑主要来自前期高价成本制约盈利以及1-2月份销量下滑增加吨纸折旧的影响。

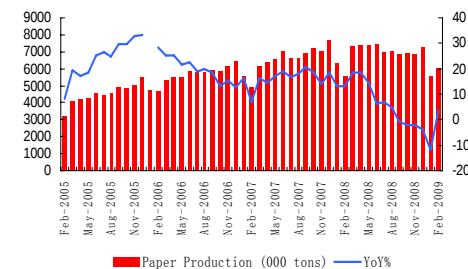
作为行业代表企业，我们预计一季度上市企业业绩也将随行业盈利下滑而回调，而且随纸种不同，产能结构的差异，企业间盈利分化也将出现，但我们强调此次业绩同比下滑将是全年盈利低点，整体预计大部分企业一季度有望微利，而部分浆纸脱钩型企业如太阳纸业、博汇纸业业绩可能超出市场平均水平，此外，恒丰纸业、劲嘉股份等下游需求较为稳定的企业将继续保持盈利上升势头。

1.1 一季度影响企业盈利两大障碍已经消除

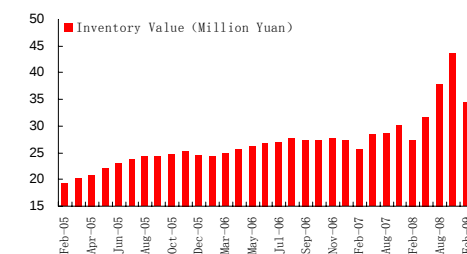
我们在以往的报告中提到产能利用率较低和浆价持续处在下滑通道是影响企业一季度盈利下滑的2个主要因素。而根据我们调研的情况来看，当前企业产能利用率回升和上游浆价企稳去除了桎梏企业盈利的两大障碍。

一是销量回升、库存下滑，带动企业产能利用率回升至80-90%一线。销量的回升降低了吨纸折旧，直接降低了企业的成本负担，从而扩大了盈利空间。从行业1-2月份数据来看，国内生产纸品共1157万吨，同比下滑2.4%，如果考虑到去年因为雪灾等低基数原因，生产实际下滑程度更大。但从2008年固定资产投资数据来看，我们预计08年新增产能与2007年相似，在产能增长10%左右，同时产量却同比下滑2.4%，因此我们认为行业1-2月产能利用率不高，较低的产能利用率无疑推高了折旧的占比，导致整体盈利水平的下降。但根据我们当前和企业的交流来看，产能利用率大多回升到80-90%左右的水平，摊薄了吨纸折旧水平，这将压低企业的生产成本，提升盈利水平。

图1 产量同比下滑，降低行业产能利用率



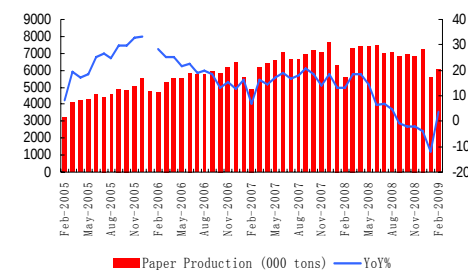
库存下滑接近去年中期水平



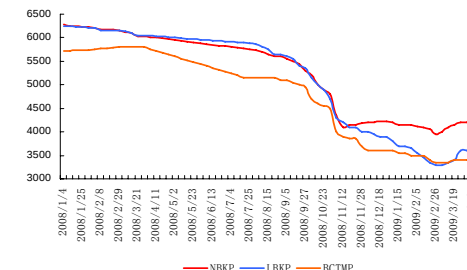
资料来源：东方证券研究所

二是浆价企稳反弹改善了上下游一致预期，未来需求环比上行纸价将企稳。国际浆价继续探底的过程使得纸企有被迫下调成品价格的压力。加之海上运输时间较长的原因，纸厂持续使用之前进口的高价木浆，导致企业盈利持续下行。但随着前期浆价的企稳反弹，我们认为上下游将达成一致预期，并衍生出部分存货需求，未来有望带动需求的环比增长。

图2 产量同比下滑，降低行业产能利用率



浆价经历了2月份低谷后企稳

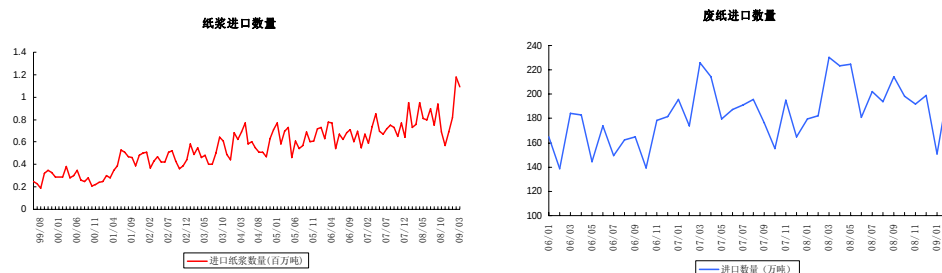


资料来源：东方证券研究所

克服了上文提到的各种致使盈利下滑因素后，我们认为企业未来盈利将逐月好转，同时我们认为大型企业二季度将具有领先优势，这主要由于国内纸企一季度进口木浆力度较大，3月进口木浆达到109万吨，同比继续大幅增长44%，行业一季度进口木浆价格处于历史地位，在需求环比增长的前提下，大量进口使得企业锁定二季度生产成本。有利于盈利好转。

综上所述，我们认为行业一季度盈利尽管同比下滑，但却是全年整体盈利的低点，我们重申在浆价企稳的大背景下，未来供需有望环比好转，企业业绩将走出低谷。

图3 3月国内木浆进口量同比持续反弹44% 年初至今废纸进口量也维持了反弹势头



资料来源：东方证券研究所

1.2 一季度业绩前瞻：同比下滑而环比提升

根据企业产能结构（浆线占比大小），纸种不同以及规模大小的差别，我们判断大型企业盈利状况会好于小型企业，而在国内自制浆出现亏损的状况下，我们预测浆纸脱钩类的企业将好于浆纸一体化的企业。

其次，根据纸种不同，我们认为箱板纸和新闻纸企业由于前期高价库存尚未完全消化，且需求的恢复需要一段时间累积，因此我们认为这类企业，如华泰股份、景兴纸业盈利仍在底部徘徊，但环比四季度大幅亏损来看，我们认为企业盈利也走向了上行轨道。

最后，需求较为稳定，以及浆纸脱钩类的企业，一季度可能将交出不错的答卷，我们认为恒丰纸业、劲嘉股份和博汇纸业、太阳纸业等几家公司一季度盈利可能超出大家预期，这与其纸种类别、产能结构是息息相关的

综上所述，我们认为一季度企业盈利逊色不足惧，随着未来需求的环比回升和毛利率的稳定，我们认为企业二季度盈利将出现一定程度的好转，我们重点公司的盈利预测如下：

表1：造纸行业重点公司预计盈利情况和估值水平

股票名称	08年EPS	09-1Q	09年EPS	08年PE	09年PE	08年PB	投资评级
晨鸣纸业	0.55	0.01	0.41	11.7	15.7	1.32	增持
华泰股份	0.64	0.10	0.59	12.9	17.2	1.50	增持
景兴纸业	(0.54)	0.01	0.07		58.3	0.96	中性
博汇纸业	0.53	0.05	0.42	11.6	14.7	1.63	增持
岳阳纸业	0.21	0.02	0.19	33.7	32.4	1.81	增持
恒丰纸业	0.29	0.10	0.40	27.5	19.9	1.66	增持
劲嘉股份	0.51	0.18	0.72	28.4	20.1	4.09	增持

资料来源：东方证券研究所

二 行业基本面环比上升

从行业四月份的具体数据来看，我们认为市场对纸价继续下滑的预期阴霾渐散，行业未来有盈利环比上升的趋势，主要表现在产能利用率和销量的逐月改善，随着 3 月份进口浆数量维持高位锁定了大型企业二季度生产成本，我们预计二季度企业的盈利将从谷底逐步回升。

1 纸价下滑而浆价企稳

1.1 国际浆价继续回落，纸价大多下滑

本月国际浆价继续回落，相比一年前价格已经下滑了 30%以上，当前国际价格与国内进口价格已经接轨，所以我们预计未来欧美地区浆价也将逐步企稳。

此外，目前国际浆库存从前期高点 50 天回落至 47 天，尽管主要浆进口国美国和日本纸产量仍在环比下降，但国际商品浆线的大规模关停使得木浆库存出现下滑，预计未来木浆供需有望回归弱势平衡。

表 2 国际纸品价格大部分上涨

International Price	Unit	Price 2009/4/13	Price Change One week%	Price Change One month%	Price Change One year%
漂白针叶木浆 (NBSK) - 欧洲	USD/Ton	577.34	0.0%	-0.1%	-34.7%
漂白针叶木浆 (NBSK) - 美国	USD/Ton	651.78	-0.7%	-2.0%	-25.9%
漂白阔叶木浆(BHKP)-美国	USD/Ton	488.12	-1.1%	-3.9%	-39.6%
美废 8#-中国	USD/Ton	132.00	1.5%	6.5%	-46.3%
美废 11#-中国	USD/Ton	116.00	0.0%	1.8%	-54.5%
欧废 A2-中国	USD/Ton	102.00	2.0%	6.3%	-53.2%
欧废 OCC(80/20)-中国	USD/Ton	106.00	1.9%	10.4%	-57.3%
日废 8#-中国	USD/Ton	144.00	1.4%	5.9%	-43.8%
日废 11#-中国	USD/Ton	110.00	1.9%	6.8%	-56.9%
新闻纸-美国	USD/Ton	675.09	-2.5%	-4.5%	9.1%
涂布道林书刊纸-欧洲	USD/Ton	920.10	-1.6%	1.6%	-13.4%
包装牛皮纸-欧洲	USD/Ton	565.95	-3.2%	-2.7%	-29.5%
A4 复印纸-欧洲	USD/Ton	1,078.13	-2.2%	0.9%	-19.7%
(废纸为原料)箱板纸-欧洲	USD/Ton	410.90	-5.6%	-7.5%	-43.7%
轻量涂布纸-欧洲	USD/Ton	918.39	-2.0%	2.1%	-12.7%
包装用瓦楞纸-欧洲	USD/Ton	338.51	-4.7%	-8.0%	-50.6%
白面牛卡纸-欧洲	USD/Long Ton	840.30	-3.1%	-2.4%	-25.1%
Name	Unit	Days Feb/09	Days Jan/09	Days Feb/08	Average Days One year
世界浆库存	Days	47	50	34	40.4

资料来源：东方证券研究所

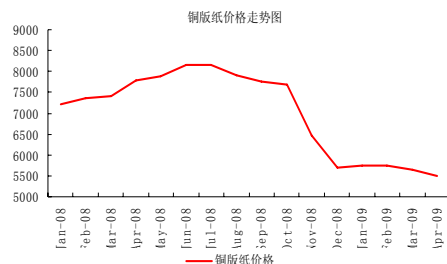
1.2 国内纸品价格逐渐企稳

4 月份国内铜版纸综合报价 5490 元，双胶纸 5860 元，白卡报价 5760 元，新闻纸报价 4900 元，箱板纸报价 2600 元左右，瓦楞纸报价 2000 元。从报价来看，相较 3 月环比继续有所下滑，幅度在 100-200 元之间。

我们认为 3 月份纸价下滑来自于前期浆价的走低，而 4 月份报价下行来自于企业产能利用率提升带来的吨纸折旧下降，企业有压价抢占市场的意图。随着需求的环比增长，将进一步促使企业产能利用率的回升，导致吨纸折旧和资金占用费用降低，这也是为何尽管纸价有所下行，但企业盈利却

出现上行的趋势，综上所述，我们认为 4 月份价格的下滑主要来自企业产能利用率提升带来折旧费用的减少。

图 4 铜版纸 4 月继续下滑 150 元



资料来源：东方证券研究所

双胶纸 4 月持稳

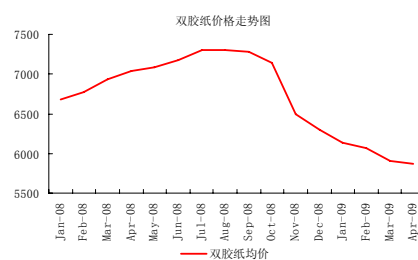
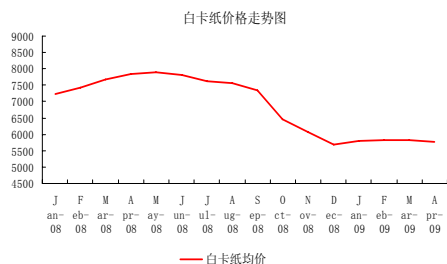


图 5 白卡纸 3 月价格下浮 50 元



资料来源：东方证券研究所

新闻纸价格反弹 400 元

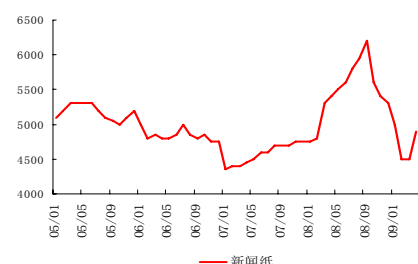
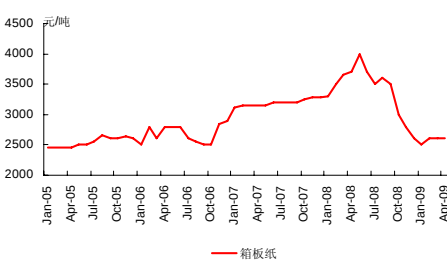
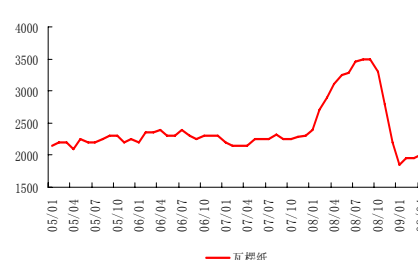


图 6 箱板纸价格维持不变



资料来源：东方证券研究所

瓦楞纸反弹近 50 元

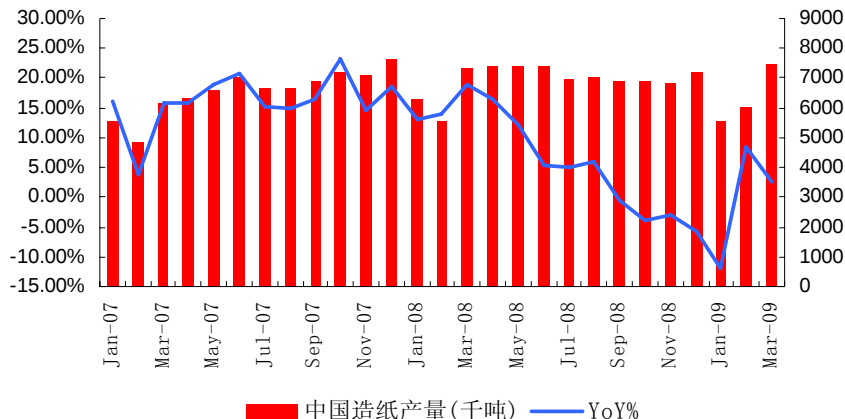


2 出口恢复：打响盈利反弹第一枪

行业 3 月份行业产量 745.8 万吨，同比增长小幅 2.70%，我们认为 2 月份同比增长主要来自去年雪灾与春节因素导致的基数偏低的影响，而 3 月份的产量增长我们认为主要来自下游需求转暖带来的，我们维持全年全行业产能利用率仍会保持在 70~80%水平，供需维持弱势平衡，大型企业将更快复苏。

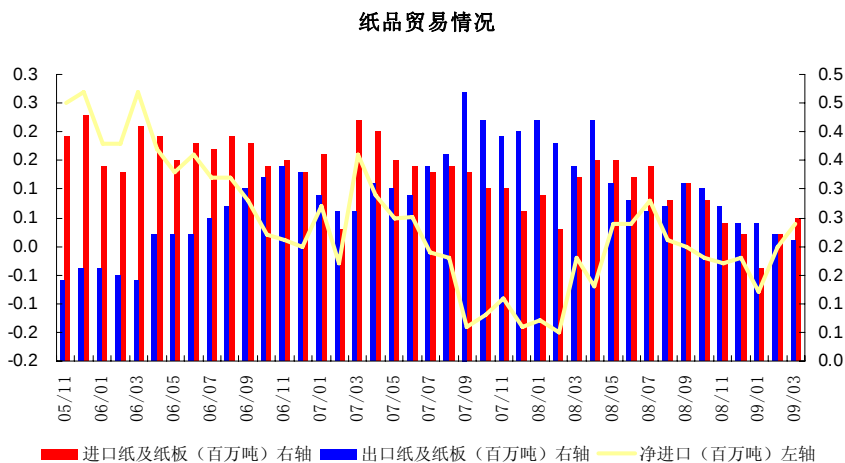
行业进出口水平也逐月下滑，2 月份，国内共出口纸张 21 万吨，出口下滑 38.1%，3 月进口 25 万吨新闻纸，下滑 21.9%，2 月实现净出口 1 万吨。

图 7 3 月份产量同比增长 2.7%



资料来源：东方证券研究所

图 8 进出口继续萎缩，2 月实现净出口 1 万吨



资料来源：东方证券研究所

3 结论：行业步入二季度环比上升之路

我们认为行业二季度将开始逐步实现盈利的环比上升，尽管当前 2-3 月盈利依然处于底部的区间段，但浆价的稳定将有利于行业在 2 季度纸品毛利率的恢复。3 月份进口木浆达到 109 万吨，继续维持在高位，低位进口的木浆价格有助于行业内大型企业锁定当前生产成本并提升企业盈利。不过我们认为行业 ROE 的反转尚需等待，盈利能力尽管即将可能反弹，但纸价挫跌导致企业资产周转下降，同时出于安全考虑，企业也有意识地减少杠杆水平，因此，我们认为行业 ROE 的反转有待时日。

三 上游各大成本走稳

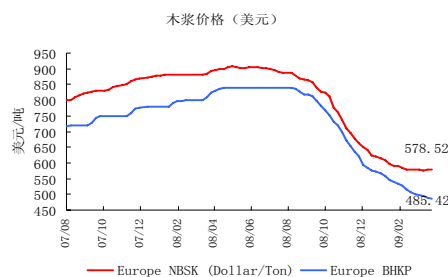
1 国际浆价企稳、浆库存回落

原油价格下滑，美元走强等多种因素的共同作用下，国际木浆（针叶浆 NBSK 和阔叶浆 BHKP）3 月报价 579 美元和 485 美元，较前期继续下滑。

国内针叶浆、阔叶浆和化机浆报价分别是 4200 元，3600 元和 3400 元，较 2 月份分别提升 200 元、100 元和 50 元，木浆价格已经开始走出低谷。

从国际浆价库存来看，2 月份从 50 天的高点下滑到 47 天水平，尽管仍处在高位，但中国需求的增长和国际木浆产能的持续关停可能将使得木浆库存很快降回正常水平。

图 9 国际浆价惯性下滑



资料来源：东方证券研究所

国内到岸浆价基本企稳

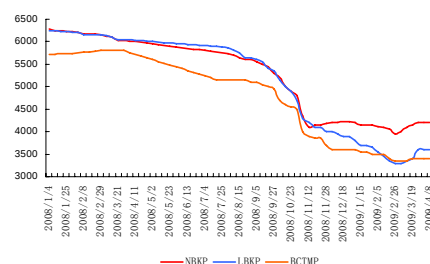
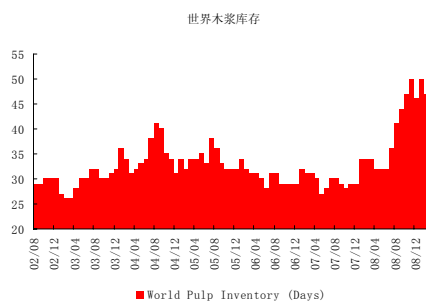
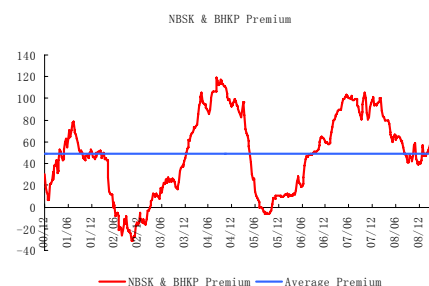


图 10 库存回落至 47 天，仍在高位



资料来源：东方证券研究所

针叶和阔叶价差扩大显示阔叶浆过剩更严重

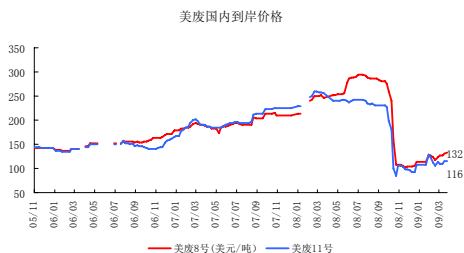


2 废纸价格缓慢回升

美废 8#最新报价在 130 美元，11#在 120 美元，较 2 月上涨 3.2%和 9.1%，我们认为废纸价格回暖主要来自国内旺盛的进口需求以及国际木浆价格开始企稳反弹。

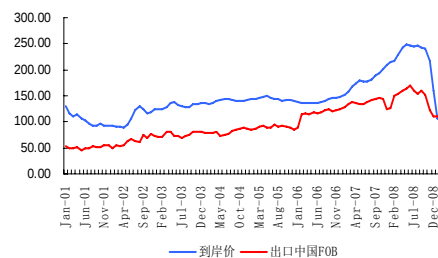
从美国海关得到的数据来看，美国 2 月份出口中国废纸综合价格在 116 美元/吨，环比 1 月份的进口到岸价格 110.7 美元/吨有小幅上涨，当期进口报价已经提升至 130 美元，因此我们预计未来 3、4 月的国内到岸价格仍将回升。

图 11 3 月废纸价格也出现企稳



资料来源：东方证券研究所

二季度废纸为原料企业生产成本将提升

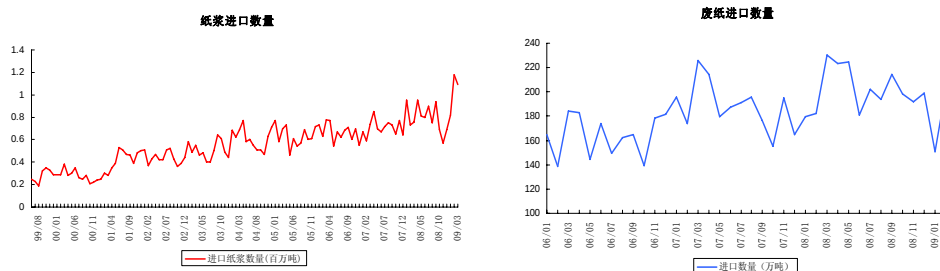


3 造纸原料进口数量大幅上升

3 月份进口木浆达到 109 万吨,同比增长 44%,2 月进口废纸 202 万吨,较 1 月份环比增长 34.4%,随着国内造纸开工率的回升,未来造纸企业进口数量仍将出现逐月回升的态势。

我们认为由于在途运输的影响,企业 3 月份进口的木浆其价格应在 2 月制定,这批木浆进口基本位于木浆价格的底部,进口这批产品的企业能够以最低的成本进行生产。

图 12 3 月国内木浆进口量同比持续反弹 44% 年初至今废纸进口量也维持了反弹势头



资料来源: 东方证券研究所

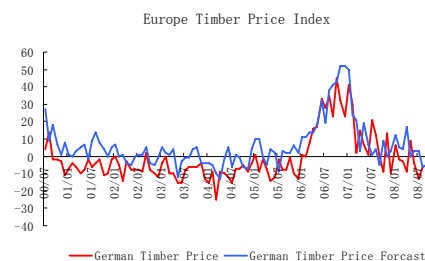
4 木材、能源、运费价格企稳

受到制浆产能退出的影响,欧美地区价格同比出现一定幅度回调,日韩地区松木和未抛光原木依然维持稳定,报价在 69.65 和 82 新元/吨。国内报价,从我们调研了解情况看,主要地区木材价格同比下降 10-15%,远小于同期纸及纸浆的下跌幅度。

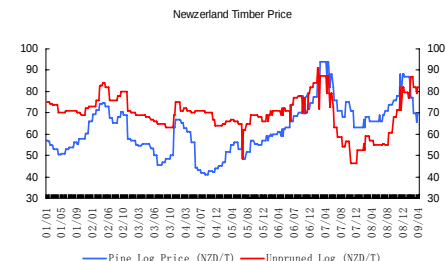
能源价格主要是煤炭价格小幅上扬到 570~590 元/吨的区间上,而运输 BDI 指数较前期有所回落至 1682 点。

总体来看,我们认为影响造纸企业的生产成本的各项指标均出现企稳的迹象。

图 13 欧美地区木材价格跌幅收窄

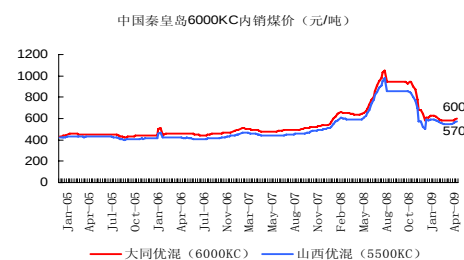


日韩地区木材价格稳定

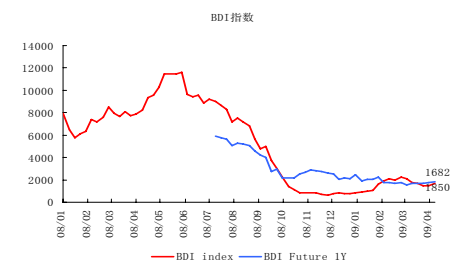


资料来源: 东方证券研究所

图 14 煤炭价格企稳



BDI 运费价格也基本企稳



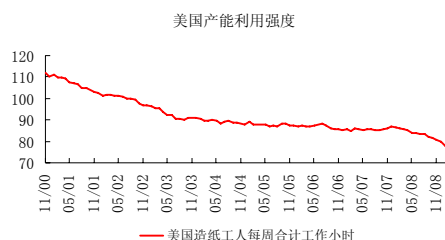
资料来源: 东方证券研究所

五 国际市场较为疲软

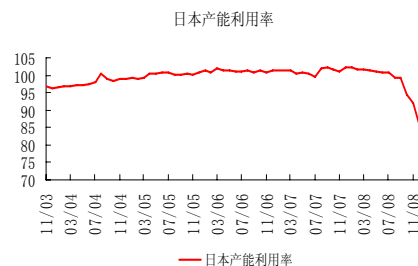
1 美、日产能利用率继续下降

受到经济危机的冲击,美国和日本地区的产能利用率均出现回落,美国每周造纸工人工作时数 74.8 小时,较 2 月下降 2.1 小时,而日本产能利用率指数继续下滑至 79.4,较 2 月下降 3.1 个百分点。美日两国 3 月份指数化的纸产量水平下滑到 79 和 80.6,均是 2002 年有记录以来的最低水平。以上数据表明发达国家地区造纸行业依然仍处于下滑区间。

图 15 美国产能利用强度继续下行

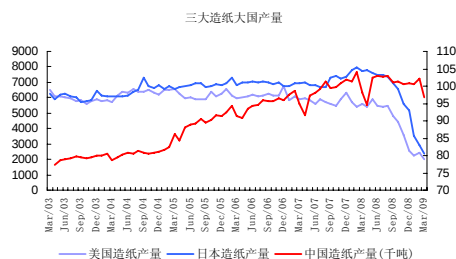


日本产能利用率继续回落



资料来源：东方证券研究所

图 16 美国和日本产纸量 3 月继续小幅下滑

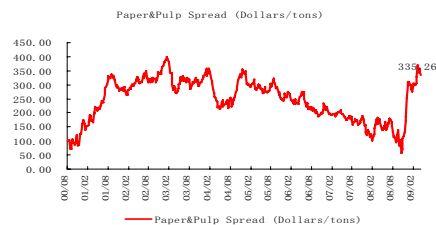


资料来源：东方证券研究所

2 国外纸厂持续退出：浆纸溢价上涨

欧洲地区纸厂下游需求萎缩导致这类纸企产能持续退出,而浆价的下滑使得国际浆纸溢价半年内持续上升到 335 欧元的高位,我们认为这一高位已经回到了行业 2002 年水平,未来必然伴随着纸厂复产带来纸价下滑或者浆价的上扬降低这一溢价水平,使得浆纸溢价缩小,其过程中国际纸价的调整将有可能减小国内纸品竞争优势并压制其出口。

图 17 国际浆造纸产能退出导致浆纸溢价快速上升



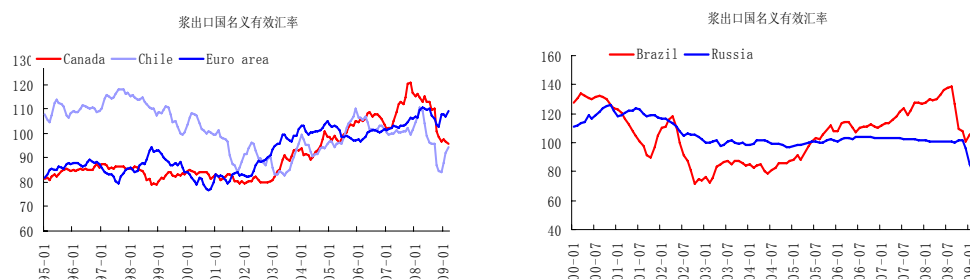
资料来源：东方证券研究所

3 浆出口国汇率企稳，进口国升值持续

3 月份主要浆出口国，如加拿大、巴西和俄罗斯等国家汇率继续出现企稳的迹象，将推动浆价企稳。但同时中国、日本和美国等国汇率却持续保持升值，有利于减缓这类国家企业进口原料压力。

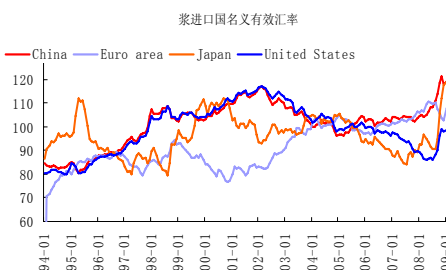
我们在《浆价持续走低》专题报告中明确指出未影响浆价的四大指标：木浆库存、美元指数、中国需求和能源价格，目前除了木浆库存依然处在相对高位，其他几大指标均在 3 月出现了企稳的迹象，因此我们认为未来浆价持续下滑的可能很小。

图 18 大部分木浆出口国汇率出现止跌回稳



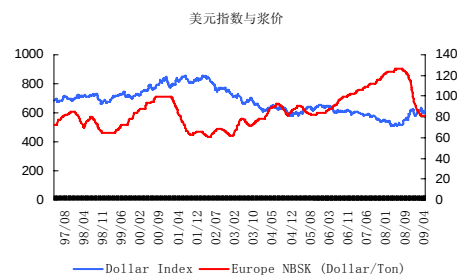
资料来源：东方证券研究所

图 19 大部分浆需求国汇率持续升值



资料来源：东方证券研究所

美元指数企稳，浆价跌幅收窄



六 国内外企业估值表

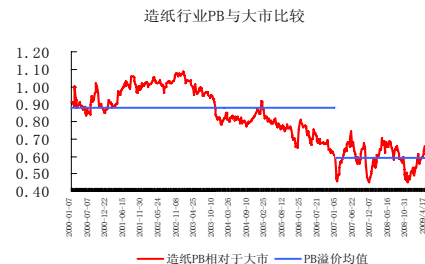
1 估值水平

我们认为 1 月份以来股价的大幅上升来源于估值的修复，企业盈利尚未恢复，从我们了解到的情况来看，大多数企业 1 月份还处于亏损的境地，2 月份实现盈亏平衡，3 月份开始盈利将逐步增长。

从 PB 的角度来看，按照 Wind 的统计，目前造纸市净率按去年年末计算为 1.84 倍，PB 估值相对沪深 300 有 34% 的折价，从 PE 的角度来看，目前行业市盈率为 25.3（年末和一季度业绩较差，实际 PE 较低），均从底部有了较大幅度的反弹。

当前造纸行业相对估值和大市相比为 0.66，逐渐接近相对估值上限。我们认为造纸行业在金融股上市后，相对大市市净率波动区间为 0.50 至 0.70 之间，在具有 50% 折价时有较大的安全边际，达到 0.7 后，超额收益消失。目前行业 PB 估值 1.84 倍。相对沪深 300 有 34% 的折价，已经接近相对估值的上限。

继续推荐大型造纸企业和需求较为稳定的纸种生产企业。看好大型企业的规模和营销优势，如晨鸣纸业、玖龙纸业；此外，我们也继续推荐产品需求较为稳定的恒丰纸业、博汇纸业和劲嘉股份，维持行业谨慎看好评级。

图 20 PB 估值 1.84 倍
相对市场沪深 300 估值有 34%折价


资料来源：东方证券研究所

2 国际国内企业估值表

相对于国际企业估值来看，国内企业目前市净率相比世界其他地区均较高，但市盈率和其他国家相比具有一定的估值优势。

表 3 国际企业估值

Name	Price	Market Cap	EPS08	EPS09	EPS10	PE08	PE09	PB09	Market Value
2009/4/17 (Million Dollars)									per ton(USD)
中国大陆 蓝底为东方证券研究所覆盖									
晨鸣纸业	8.09	1,318.11	0.58	0.41	0.53	13.95	19.73	1.40	411.91
华泰股份	10.89	874.43	0.67	0.59	0.84	16.25	18.45	1.69	546.52
岳阳纸业	8.05	768.38	0.21	0.19	0.38	38.33	42.37	1.79	1219.65
博汇纸业	8.15	601.84	0.50	0.42	0.47	16.30	19.40	1.66	752.30
景兴纸业	5.00	286.85	(0.54)	0.07	0.12	-	71.43	1.03	311.79
恒丰纸业	9.38	264.95	0.33	0.40	0.50	28.42	23.45	1.68	3010.77
劲嘉股份	17.75	1,111.84	0.52	0.72	0.87	34.13	24.65	4.36	
上证综合当前估值						21.57		2.48	
中国香港									
玖龙纸业	3.91	2185.41	0.44	0.15	0.19	26.07	20.58	1.11	280.18
晨鸣纸业 (H 股)	3.94	1,048.27	0.66	0.47	0.60	8.47	6.55	0.60	327.58
理文造纸	6.35	436.16	1.27	0.65	0.82	9.83	7.71	0.80	274.08
维达纸业	3.74	436.16	0.18	0.30	0.36	12.34	10.48	2.10	
阳光纸业	1.30	68.33	0.16	0.21	0.30	6.19	4.33	0.38	122.02
恒生指数当前估值						14.06		1.52	
北美									
International Paper	8.75	3,742.96	(3.05)	(0.04)	0.40	-	22.15	0.90	207.94
Kimberly-Clark	49.78	20,599.49	4.06	4.16	4.61	11.98	10.79	5.31	
MeadWestvaco	13.51	2,308.22	0.52	0.30	0.56	45.64	23.95	0.78	
Potlatch Corp	26.94	1,070.68	1.33	1.15	1.15	23.34	23.37	-	
Weyerhaeuser	32.42	6,848.00	(5.57)	(2.14)	(0.85)	-	-	1.42	
Temple-Inland	7.19	765.76	(0.08)	0.00	0.28	7190	25.3	0.99	
AbitibiBowater	0.53	-	-	(9.27)	(6.97)	-	-	-	
Sappi Ltd	2.30	1,186.62	-	(0.06)	0.13	-	17.42	-	
Smurfit Stone	-	-	-	(0.68)	-	-	-	-	
SINO-FOREST-CORP	9.99	2,044.40	1.25	1.34	1.68	6.14	4.91	0.99	
WEST FRASER TIMB	25.77	1,103.09	(3.20)	(3.44)	(0.55)	-	-	0.54	
标准普尔 500 当前估值						12.86		1.91	
欧洲									
Stora Enso	3.66	2,976.52	(0.85)	0.03	0.17	140.77	21.79	0.52	250.83

UPM-Kymmene	5.79	3,010.62	(0.35)	0.17	0.44	33.47	13.07	0.49	339.82
SCA HYGIENE PROD	315.00	2,233.99	12.71					1.55	
HOLMEN AB-B SHS	167.00	1,421.08	7.60	9.69	10.52	17.23	15.88	0.90	
LUNDBERGS AB-B	279.00	1,733.86	(36.19)	23.49	23.57	11.88	11.84	0.85	
PORTUCEL EMPRESA	1.46	1,121.32	0.17	0.11	0.12	13.78	12.18	0.88	
MONDI PLC	154.25	851.93	(0.42)	0.17	0.20	10.33	8.60	0.39	
Smurfit Kappa	1.60	348.84		0.29	0.34	5.48	4.66	-	
英国富时当前估值						17.21		1.44	
南美									
CMPC	13,200.00	4,576.18	647.23	540.66	1019.93	24.41	12.94	0.81	
Aracruz	14.95	8,073.25	(4.09)	(0.09)	(0.19)	-	-	16.01	
Suzano	13.52	4,251.80	(1.47)	1.23	2.00	-	6.76	1.11	
Votorantim	15.25	3,070.76	(6.51)	(2.53)	2.56	-	-	0.74	
巴西圣保罗估值						14.65		1.57	
日本									
Nippon Unipac	2775.00	3,115.03	52.01	18.16	150.82	152.80	18.40	0.69	
Oji Paper	425.00	4,523.62	11.90	6.14	25.96	69.25	16.37	0.88	
Daio Paper	900.00	1,161.17	38.94	20.45	55.95	44.01	16.09	0.96	
日经 225 当前估值						28.10		1.15	
中国台湾									
中华纸浆	11.05	195.40	0.18	(0.22)	(0.10)	-	-	0.78	
正隆	7.55	230.45	0.57	0.56	0.33	13.60	23.09	0.51	
台湾市场平均估值						21.12		1.37	
非洲									
MONDI LTD	2580.00		(0.42)	0.17	0.20	13.01	10.83	0.49	
SAPPI LTD	1925.00		0.29	0.15	0.30	14.52	7.14	0.58	
海湾合作委员会 200 指数						14.45		1.50	

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

杨春燕：造纸、轻工行业资深分析师

郑 恺：造纸、轻工行业分析师

本人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本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn