



2009 年 4 月 27 日 星期一

行业评级: (维持)

造纸行业: 中性

文化纸子行业: 中性

白卡纸子行业: 中性

新闻纸子行业: 回避

箱板纸子行业: 回避

相对回报:

相关研究:

造纸行业 2009 年度投资策略报告

造纸行业 2009 年二季度策略报告

造纸行业 2009 年 2 月、3 月投资策略报告

**齐鲁证券有限公司研究所
行业公司部**

分析师 孙国东

Tel: (86531) 8128-3782

Fax: (86531) 8128-3791

Email: sungd@qlzq.com.cn

产销继续好转 盈利能力恢复缓慢

——造纸行业 2009 年 5 月份投资策略报告

投资要点:

◇造纸行业产销继续好转,虽然一季度累计产量同比下降0.21%,但2、3月份产量同比都有正增长,已经扭转了自去年5月份以来的同比下滑趋势。随着纸品消费的回暖,预计机制纸及纸板产量仍会继续逐步回升。

◇在 2009 年一季度全社会固定资产投资累计同比增长 28.80%的情况下,造纸行业固定资产投资一季度同比增长仅为 8.00%,固定资产投资回升慢,新增产能将继续释放。

◇我们仍然坚持我们在2009年二季度投资策略报告中的观点,即预计造纸行业一季度整体利润环比扭亏,但同比仍下降50%—60%;4、5月份虽环比继续向好,但受价格的同比下降和成本刚性影响,盈利能力恢复缓慢,预计上半年盈利同比仍将下滑接近50%,即上半年全行业利润总额可能仅恢复到去年同期行业高景气时的一半水平。

◇相关上市公司股价的持续反弹已经反映了盈利能力回升的预期,动态估值已处于合理水平,因此,维持造纸行业的“中性”投资评级。行业内四大龙头公司中,继续维持太阳纸业的“推荐”评级,维持晨鸣纸业、博汇纸业的“谨慎推荐”评级,维持华泰股份的“中性”评级。

◇由于新《制浆造纸工业水污染物排放标准》要求现有制浆造纸联合企业自2009年5月1日起降低COD排放限值,或对造纸行业上市公司短期股价的炒作形成概念性利好。

造纸行业重点公司盈利预测(摊薄)和投资评级:

公司简称	股价	EPS (摊薄)			PE			投资评级
		07	08E	09E	07	08E	09E	
太阳纸业	11.78	0.76	0.44	0.61	15.50	26.77	19.31	推荐
晨鸣纸业	7.81	0.47	0.57	0.49	16.62	13.70	15.94	谨慎推荐
博汇纸业	7.8	0.5	0.39	0.51	15.60	20.00	15.29	谨慎推荐
华泰股份	11.23	0.91	0.67	0.57	12.34	16.76	19.70	中性
银鸽投资	6.67	0.43	0.08	0.15	15.51	83.38	44.47	回避
岳阳纸业	7.38	0.29	0.21	0.19	25.45	35.14	38.84	回避
美利纸业	9.88	0.4	0.43	0.31	24.70	22.98	31.87	回避
景兴纸业	5.07	0.27	-0.53	0.08	18.78	--	63.38	回避

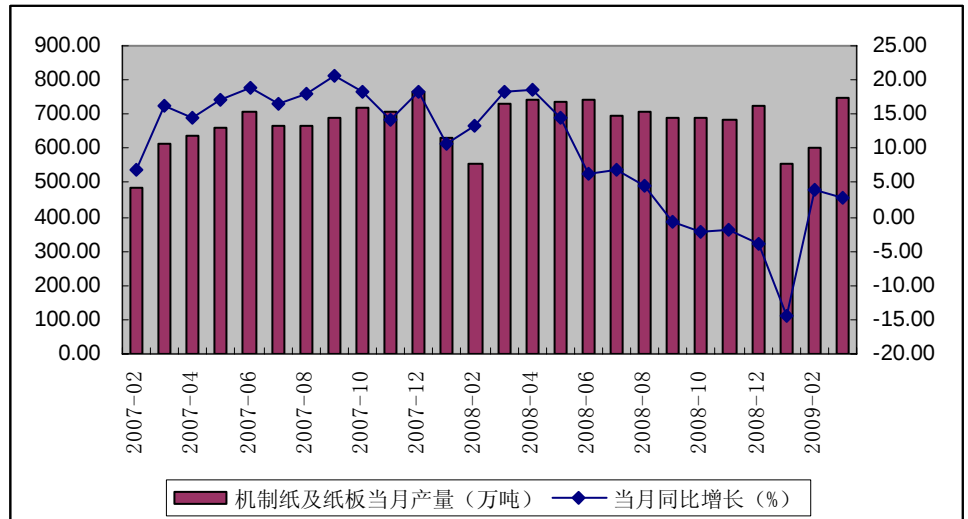
重要声明:本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下,我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



1 造纸行业产销继续好转

造纸行业全国机制纸及纸板月产量同比增速自08年5月开始大幅下降，08年9月—09年1月当月产量皆为负增长，今年1月份同比负增长达14.39%，2月份后由于下游库存减少，需求开始回升，2、3月份产量开始回升。

图表1 造纸行业月度产量对比



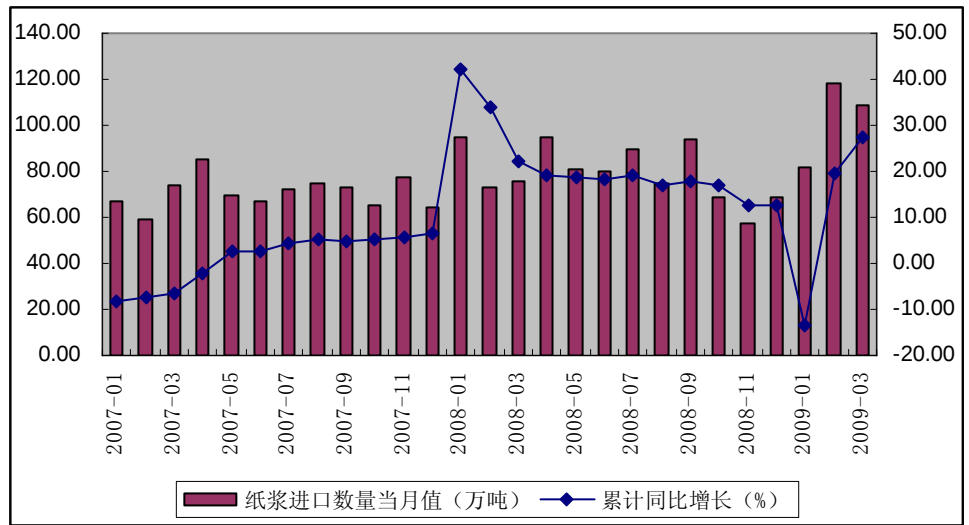
数据来源：WIND资讯

从机制纸及纸板的各月产量看，虽然一季度累计产量同比下降0.21%，但2、3月份产量同比都有正增长，已经扭转了自去年5月份以来的同比下滑趋势。随着宏观经济的趋稳和纸品消费的回升，预计二季度机制纸及纸板产量仍会继续逐步回升。

从原材料进口看，一季度纸浆进口量创出新高，进口量同比增长达27.30%，进口金额同比下降25%以上，这一方面说明造纸企业去年的高价库存原材料已经消化，另一方面，在原材料价格低位时增加进口也说明企业的生产和经营信心逐步恢复。



图表2 造纸行业纸浆进口数量月度对比



数据来源：WIND资讯

我们仍然坚持我们在2009年二季度投资策略报告中的观点，即造纸行业在经过去年四季度的全行业亏损后，预计今年一季度全行业将扭亏为盈，但预计一季度利润总额同比仍下滑超过50%，二季度生产经营虽继续恢复，但预计同比仍将下滑接近50%，即上半年全行业利润总额可能仅恢复到去年同期行业高景气时的一半水平。

图表3 造纸行业前两月盈利指标对比

前两月指标 (亿元)	2008 年 1-2 月	同比增长 (%)	2009 年 1-2 月	同比增长 (%)
累计产品销售收入	565.99	28.55	505.51	-5.49
累计产品销售成本	493.54	28.64	454.25	-2.72
累计利润总额	29.41	43.02	11.97	-59.3

数据来源：WIND资讯

2 固定资产投资回升慢，新增产能继续释放

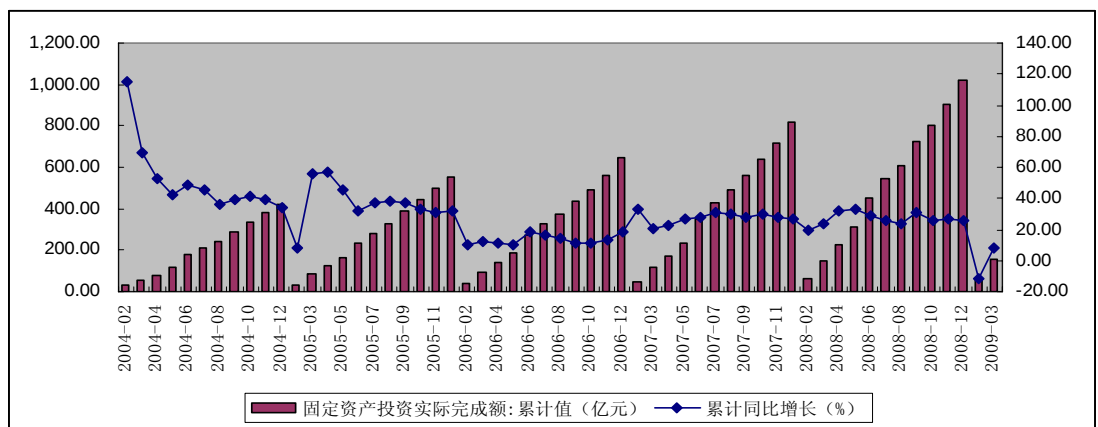
造纸行业的建设周期一般为12-18个月，国内造纸业04、05年的固定资产投资增长率曾分别高达34.1%及31.6%，大量新上造纸项目在06年陆续投产，产能释放比较集中，从而导致以新闻纸和铜版纸为主的几类产品供大于求，产品价格走软，行业景气度自06年初下滑至07年上半年。因此，06年造纸行业固定资产投资的增长率大幅度降低，只有16.93%，造成07年行业的整体新增产能并不多，纸品供给增速放缓，行业景气度回升。



在产品价格回升及盈利好转的情况下，造纸企业投资积极性提高，新增项目又大量上马。07 年我国造纸行业固定资产投资增速又回升至 26.5%，08 年固定资产投资累计完成额 1024.09 亿元，同比增长 25.40%。

在 2009 年一季度全社会固定资产投资累计同比增长 28.80% 的情况下，造纸行业固定资产投资一季度同比增长仅为 8.00%，说明造纸行业在前几年的投资转化成了目前的过剩产能，在供大于需的情况下企业的新增信心不强。

图表4 造纸及纸制品固定资产投资实际完成额-累计（亿元）



数据来源：Wind 资讯

固定资产投资增速07、08年的回升意味着较大的新增产能压力，新项目在2008年下半年及2009年陆续释放产能，预计09年新增产能占08年产量的10%以上。而且，产能投放有可能出现结构性的集中，近年来这种某纸种产能集中释放的情况屡见不鲜，例如06年的新闻纸、07年的箱板纸和08年的白卡纸等。未来产能投放压力最大的纸种是箱板纸和铜版纸，而白卡纸（涂布纸板）在08年产能集中投放后，未来也面临消化过剩产能的艰难过程。


图表5 造纸产能主要新增项目表(万吨)

纸种	公司	产能	投产时间	备注
铜版纸	APP	160	2009-2010 年	一期 60-80 万吨 09 年投产
	王子	80	2010 年	南通项目
	晨鸣	20	2008 年 9 月	投产
	华泰	45	待定	东营林纸一体化项目
	太阳	45	待定	纸机选型
白卡纸	河南新亚	15	2008 上半年	投产
	美利	30	2008 上半年	投产
	太阳	40	2008 年 8 月	投产
	博汇	35	2009 年底	在建
文化纸	华泰	20	2008 年 8 月	SC 纸, 与斯道拉恩索合资
	华泰	40	待定	与广东新会双水发电厂合资
	岳阳纸业	40	2009 年下半年	在建
	濮阳龙丰	25	2009 年	
	福建南纸	25	2009 年	在建
	中冶银河	20	2009 年	
箱板纸	玖龙	175	2009-2010 年	在建
	理文	45	2009 年	在建
	景兴	60	2009 年	在建
	镇江金河	60	2010 年	
	江苏华兴	40	2008-009 年	
	荣成纸业	50	2008-009 年	
	振隆造纸	20	2008-009 年	
	河北永新	40	2008-009 年	
	福建联盛	30	待定	
	上海正隆	30	待定	

数据来源：齐鲁证券研究所

由于目前造纸行业面临的局面与过去的几年完全不同。一方面由于需求增长放缓，产能利用率下滑，导致产品价格下滑；另一方面原材料成本也大幅下降。由于两端在同向变化，而且二者会动态的相互影响。但成本的改善相对于利润的影响在目前的情况下变得不明显。在行业景气低迷阶段，成本的转嫁能力会下降，成本下降不会带来行业盈利能力的显著提高。

3 新排污标准的实施有利于造纸行业的再次复苏

造纸属于“两高一资”（高耗能、高污染、资源性）行业，新《制浆造纸工业水污染物排放标准》于 2008 年 8 月 1 日起正式执行。现有



制浆造纸联合企业自 2009 年 5 月 1 日至 2011 年 6 月 30 日，COD 排放限值由 400mg/L 下降到 120mg/L（废纸制浆及造纸企业）及 150mg/L（其他制浆及造纸企业），2011 年 7 月 1 日起统一执行 90mg/L 的标准，新建制浆造纸企业于 2008 年 8 月 1 日起执行 90mg/L 的标准。新的排放标准将提高行业进入门槛，环保风暴带来的关停力度的加大，将进一步限制行业供给，同时亦有利于已实行较高环保标准的龙头企业的发展。

在宏观经济减速背景下，虽然需求大幅下降，但由于《节能减排综合性工作方案》、《造纸产业发展政策》和新《制浆造纸工业水污染物排放标准》等政策都对供给进行了限制，因此可以预计将在需求不振的情况下缓解供需矛盾，减缓行业再次出现过度价格下降和效益严重下滑局面的出现。另外，这些政策也将推进行业的整合，有利于具有规模优势的龙头企业的发展，使行业集中度提高。

4 主要原材料和产品价格分析

4.1 原材料价格仍保持在低位

造纸成本中最主要的是原材料和能源，其中原材料占国内造纸成本结构比重最大，达 65%，原材料中，主要以木浆和废纸浆为主。由于各国经济景气持续低迷，影响了对原材料的需求，纸厂开工率下降，木浆及废纸价格大幅走低。因此，原材料价格和能源价格的回落，造纸企业的成本压力将有所减轻。

图表 6 国内造纸行业主营成本构成

	占比
纤维原料	65%
水电	14%
折旧	7%
人工成本	2%
化学辅料	12%
合计	100%

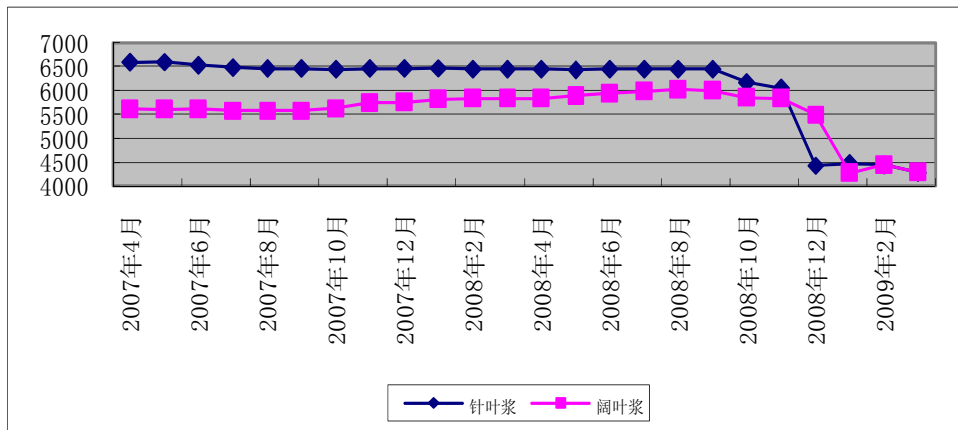
资料来源：齐鲁证券研究所

由于我国森林资源较少，造纸工业纤维不足，致使我国造纸所需纤维原料大量需要从国外进口。08年1-8月份，国际木浆价格总体相对平



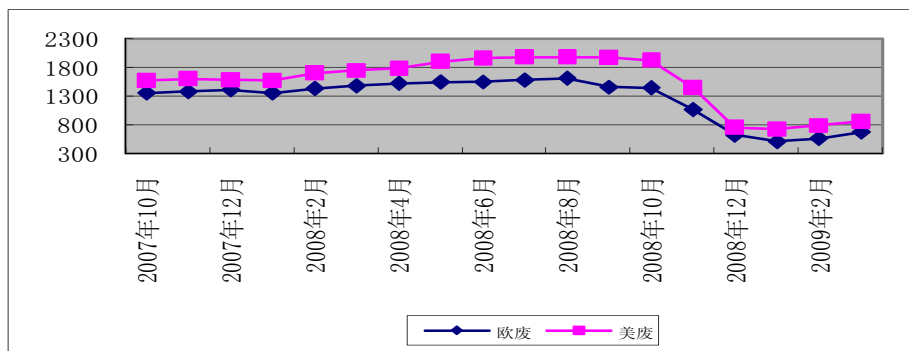
稳，10-12月份大幅下降，进口废纸欧废和美废价格也在08年9月份后纷纷下跌，目前仍保持在低位，有利于缓解行业内企业的原料成本压力。

图表7 国内进口木浆价格走势



资料来源：中国纸网

图表8 国内进口废纸价格走势



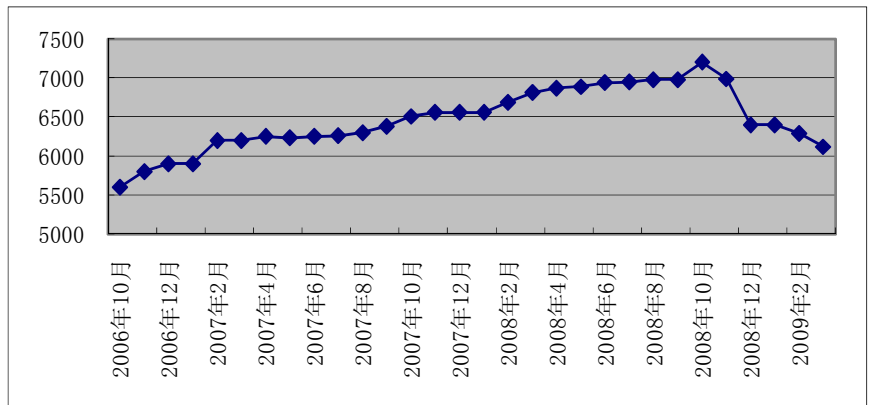
资料来源：中国纸网

4.2 双胶纸市场供需相对稳定

双胶纸广泛用于胶版印刷书刊、课本、封面、插图、彩色图片等，也是很好的办公用纸，需求相对稳定。国产双胶纸价格自去年10月份后持续下跌，因淘汰落后产能政策、09年新增产能较少，预计双胶纸价格将触底，并不会再出现大幅下跌的情况。



图表9 国产双胶纸价格走势

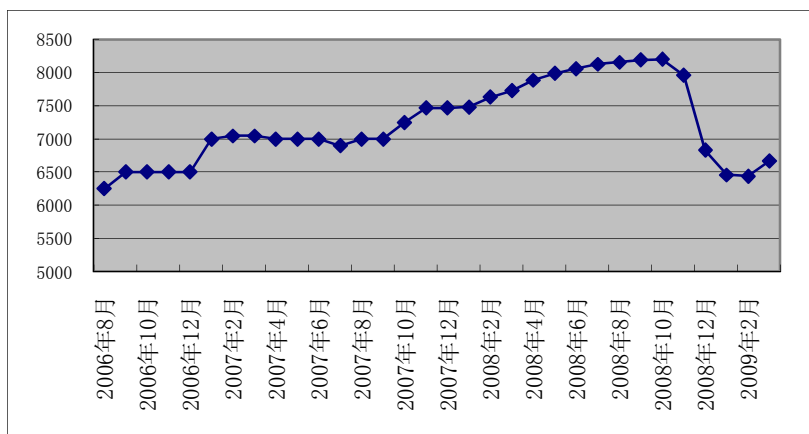


资料来源：中国纸网

4.3 白卡纸产能释放

白卡纸作为涂布白纸板的中高档产品，主要用于香烟、药品、化妆品、食品饮料、小家电、衬衣等方面的包装，因此也主要分为烟卡和社会卡。其中烟卡需求较为稳定，社会卡的下游为医药、化妆品、食品等，其中医药消费受经济波动影响较小，化妆品、食品等相对敏感，但从目前白卡下游行业的景气指数来看仍较为稳定。因此预计国产白卡纸价格一季度已经触底，但由于受国内市场新增产能释放的冲击，价格较难出现大幅回升。

图表10 国产白卡纸价格走势



资料来源：中国纸网

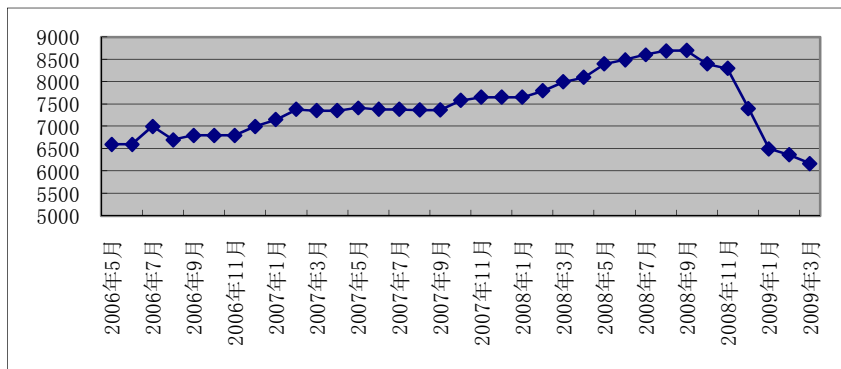
4.4 铜版纸仍然供过于求

铜版纸是高档印刷宣传用纸，03年以前，我国铜版纸产能严重不足，03、04年国内企业开始大量投产铜版纸，使得铜版纸产能在05、06年集



中释放，迅速地扭转了以往供不应求的局面，从06年开始通过出口来消化国内过剩的产能。近期在铜版纸产能新增较少的情况下，铜版纸价格的大幅下跌主要受需求萎缩和出口下降的影响。由于原先过剩的产能仅能靠扩大出口来以缓解，但目前外围经济仍不景气，铜版纸价格将继续保持低位运行。

图表11 国产铜版纸价格走势

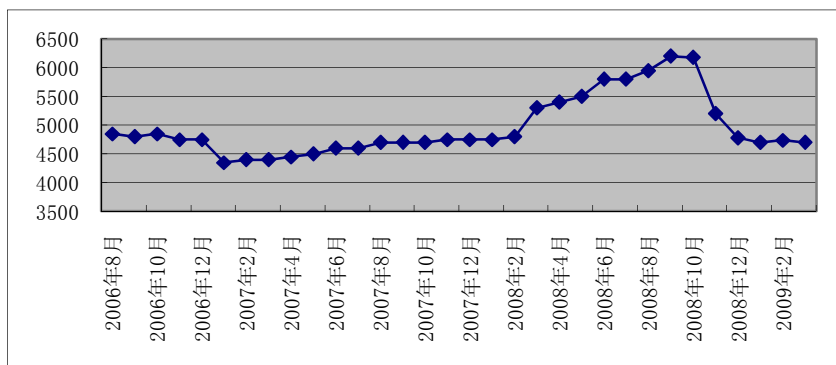


资料来源：中国纸网

4.5 新闻纸需求增速大幅降低

2000年至2004年，我国新闻纸消费量增长较快，但从05年开始，由于印刷克重的降低以及电子媒体对报业形成的冲击，新闻纸的消费增速明显放缓，但供给却集中释放，因此新闻纸市场长期低迷。我们认为，相比文化纸需求的刚性，新闻纸在需求端并无太多空间，再加上国内各类报纸纷纷提价，报纸订阅量可能下降，国产新闻纸价格的运行趋势将主要受原材料废纸价格的影响。

图表12 国产新闻纸价格走势



资料来源：中国纸网

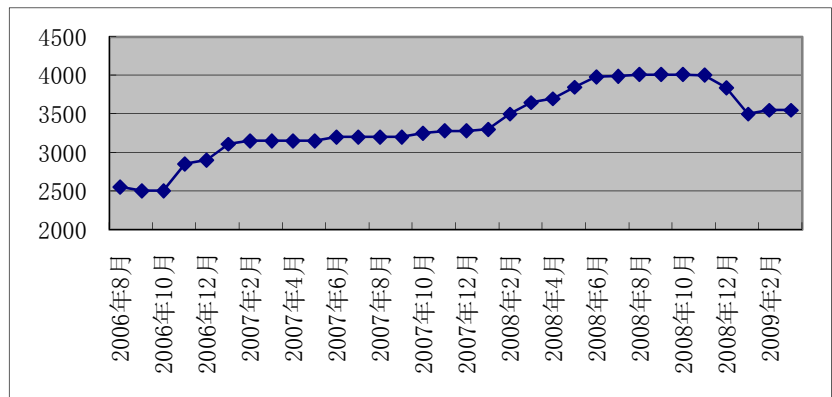


4.6 箱板纸严重供过于求

箱板纸主要用于加工成纸箱，然后用于工业及消费品的包装。1996-2007年箱板纸的消费年增长速度达到12.7%。随着经济增速的放缓，预计未来箱板纸的需求增速将下降到9%以下。受前几年的旺盛需求拉动，国内核心箱板纸企业新增投资项目和产能迅速扩张，08年以来产能集中释放，预计整个行业两年内新增产能将达到500万吨，远远超过新增的需求。

经济减速对箱板纸的需求影响最为直接，影响程度最大。包装用纸的下游客户有相当一部份为外向型企业，本轮经济调整给这类企业带来较大冲击，将不可避免地传导给上游的箱板纸生产企业。在产能集中释放及需求降低的背景下，虽然价格受成本影响未大幅降低，但箱板纸子行业的景气度受宏观经济减速的冲击最大。

图表13 国产箱板纸价格走势



资料来源：中国纸网

5 造纸行业5月份投资策略

供过于求的市场环境将致使原材料价格和纸张价格继续低位运行，预计造纸行业一季度整体利润环比扭亏，但同比下降50%—60%，5月份虽环比继续向好，但受产销的同比下降和成本的刚性，盈利能力恢复缓慢，预计上半年盈利同比仍将下滑接近50%，即上半年全行业利润总额可能仅恢复到去年同期行业高景气时的一半水平。

各子行业盈利能力由强至弱依次为：中低档文化纸、白卡纸、高档文化纸、新闻纸、箱板纸。除中低档文化纸盈利水平能保持稳定外，其



它纸种均会面临毛利率和销量同比双双下降的局面，其中以箱板纸等低挡包装纸为主业的生产企业仍将继续亏损。

我们仍然坚持认为，受需求减弱的影响，行业整体的景气度在08年二季度达到顶峰后回落，2009年行业景气度继续下滑，尽管目前行业盈利能力缓慢回升，但行业复苏远未到来。相关上市公司股价的持续反弹已经对盈利能力的回升有了充分反映，动态估值已处于合理水平，因此，我们继续维持对造纸行业的“中性”投资评级。

由于各纸种面临供需情况不同和成本的差异，造纸各子行业的盈利能力也严重分化。文化纸子行业受节能减排政策推动，供求将相对稳定，但毛利率将小幅回落，维持“中性”投资评级；白卡纸子行业下游需求稳定，但新增产能的冲击使毛利率也将小幅下降，维持“中性”投资评级；新闻纸子行业需求增速大幅降低，供过于求的状况将会继续存在，毛利率将持续降低，维持“回避”评级；箱板纸子行业产能集中释放，产品严重供过于求，毛利率处于低位，维持“回避”评级。

在目前股价下，重点公司的动态估值处于历史合理区域，但由于行业仍未迎来景气阶段，行业内四大龙头公司中，继续维持太阳纸业的评级为“推荐”，维持晨鸣纸业、博汇纸业的评级为“谨慎推荐”，维持华泰股份的评级为“中性”。

由于新《制浆造纸工业水污染物排放标准》要求现有制浆造纸联合企业自2009年5月1日起降低COD排放限值，或对造纸行业上市公司短期股价的炒作形成概念性利好。

图表14 造纸行业重点公司盈利预测和投资评级：

公司简称	股价	EPS（摊薄）			PE			投资评级
		07	08	09E	07	08	09E	
太阳纸业	11.78	0.76	0.44	0.61	15.50	26.77	19.31	推荐
晨鸣纸业	7.81	0.47	0.57	0.49	16.62	13.70	15.94	谨慎推荐
博汇纸业	7.8	0.5	0.39	0.51	15.60	20.00	15.29	谨慎推荐
华泰股份	11.23	0.91	0.67	0.57	12.34	16.76	19.70	中性
银鸽投资	6.67	0.43	0.08	0.15	15.51	83.38	44.47	回避
岳阳纸业	7.38	0.29	0.21	0.19	25.45	35.14	38.84	回避
美利纸业	9.88	0.4	0.43	0.31	24.70	22.98	31.87	回避
景兴纸业	5.07	0.27	-0.53	0.08	18.78	--	63.38	回避

资料来源：齐鲁证券研究所


投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

