

动态报告

造纸行业

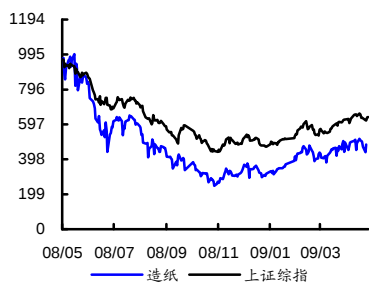
2009 年 4 月月报

谨慎推荐

(维持评级)

2009 年 5 月 4 日

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

2009-04-02,《行业复苏迹象将越发显现》，造纸行业 3 月月报

2009-03-20,《五月环保新标或令景气提前回升》，造纸行业二季度策略

2009-02-13,《振兴规划及产业自净或加快盈利恢复》，造纸行业 1 月月报

分析师：李世新

电话：0755-82130565

E-mail: Lisx@guosen.com.cn

行业月报

预计二季度盈利同比降六成环比增两倍

● 一季度复苏

在经历了巨额亏损、行业盈利见底的 4Q08 之后，1Q09 纸业收入环比略降，实现扭亏为盈，毛利率由上季的 5.6%回升到 10.2%。

● 二季度盈利增长的主要依据

(1) 2Q09 在高开工率下去库存：与前两季去纸品库存采取减产甚至停产方式不同，3 月份以来主流厂商开工率显著提高显示需求正在回升。因此，本季产品销量将提高，毛利率在供需改善下预期也将进一步回升。

(2) 原料价格上涨：国内现货浆价及进口废纸价均在回升，这有利于国内浆线复产、推动纸价上涨刺激下游合理库存的回补、去年底计提的原料存货减值准备或可形成较充分的冲回。

(3) 新环保标准已于 5 月 1 日实施令存量产能退出仍可预期。

● 预计二季度盈利同比降六成环比增两倍

我们预计 7 家主流厂商 2Q09 累计盈利将达到 4.1 亿元，尽管相对与行业最景气时期的 2Q08 仍将下降 60%，但较上季将上升两倍左右，毛利率也将由上季的 10.2%快速提高到 16.8%。

● 维持行业“谨慎推荐”的投资评级。

维持行业“谨慎推荐”的投资评级。维持劲嘉股份、华泰股份“推荐”的投资评级，晨鸣纸业、太阳纸业、博汇纸业、银鸽投资、凯恩股份“谨慎推荐”的投资评级，景兴纸业“中性”的投资评级。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	收盘(元)	EPS		PE		投资评级
				2009-4-30	2009E	2009E	2010E	
000488	晨鸣纸业	15321.0	7.43	0.37	0.49	20.3	15.0	谨慎推荐
002191	劲嘉股份	7327.4	17.12	0.74	0.86	23.1	19.9	推荐
002078	太阳纸业	5717.4	11.38	0.56	0.71	20.2	16.2	谨慎推荐
600308	华泰股份	5678.5	10.35	0.87	1.17	11.9	8.8	推荐
600963	岳阳纸业	4552.4	6.98	0.19	0.29	37.6	23.6	无评级
600966	博汇纸业	3733.9	7.40	0.40	0.56	18.6	13.2	谨慎推荐
600069	银鸽投资	2898.2	6.80	0.16	0.29	41.4	23.4	谨慎推荐
002067	景兴纸业	1952.2	4.98	0.07	0.16	67.3	31.0	中性
002012	凯恩股份	1636.2	8.40	0.11	0.24	77.9	35.6	谨慎推荐

资料来源：公司资料和国信证券预测

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

行业于一季度初步复苏

销售收入环比基本持平

以 17 家纸业上市公司为样本。在销售收入方面，4Q08 共实现 100.2 亿元，同比下降 22.9%，环比下降 22.1%；而市值较大的前 7 家公司共实现 73.7 亿元，同比下降 28.2%，环比下降 24.7%。主流厂商收入下降幅度更大，显示本季其销售较中小厂商更加困难。

进入 1Q09, 17 家公司共实现收入 95.7 亿元, 同比下降 25.4%, 环比下降 4.5%; 前 7 家公司实现收入 73.0 亿元, 同比下降 26.4%, 环比下降 1.0%。主流厂商回升略快。

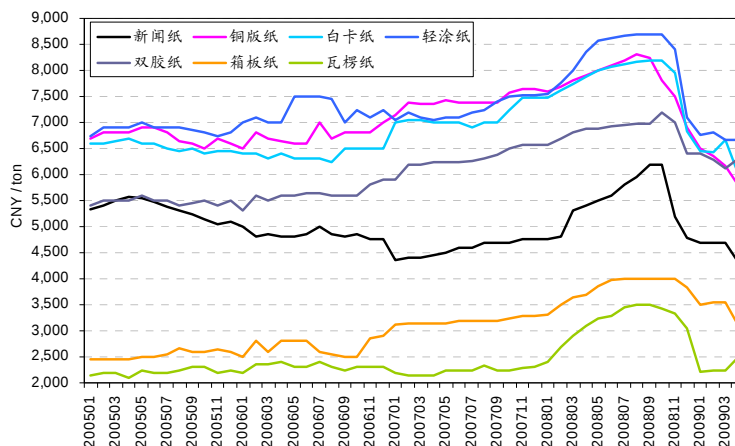
1Q09 收入略低于上季其实反映了销量的回升，因本季产品价格较上季有较明显的下跌。销量的上升是景气改善的重要信号。

表 1: 4Q08 及 1Q09 销售收入同比与环比 (单位: 百万元)

公司简称	4Q07	1Q08	3Q08	4Q08	同比	环比	1Q09	同比	环比
晨鸣纸业	4198	4119	3857	3120	-25.7%	-19.1%	2874	-30.2%	-7.9%
华泰股份	1526	1448	1627	1008	-34.0%	-38.1%	1028	-29.0%	2.0%
岳阳纸业	1464	805	832	677	-53.8%	-18.6%	601	-25.4%	-11.2%
太阳纸业	1366	1620	1559	1120	-18.0%	-28.1%	1347	-16.8%	20.2%
博汇纸业	857	905	866	569	-33.5%	-34.3%	645	-28.7%	13.3%
景兴纸业	360	531	504	444	23.2%	-12.0%	406	-23.5%	-8.4%
银鸽投资	505	486	543	435	-13.9%	-20.0%	396	-18.5%	-8.9%
凯恩股份	88	79	116	86	-2.1%	-26.1%	87	10.5%	1.5%
山鹰纸业	577	649	727	684	18.6%	-5.9%	512	-21.1%	-25.2%
恒丰纸业	239	279	268	260	8.9%	-2.8%	297	6.6%	14.2%
青山纸业	396	451	403	392	-1.0%	-2.8%	263	-41.7%	-32.8%
福建南纸	390	345	405	268	-31.1%	-33.7%	243	-29.5%	-9.3%
美利纸业	303	299	301	244	-19.4%	-19.0%	207	-30.7%	-15.2%
民丰特纸	254	305	281	290	14.0%	3.1%	302	-0.9%	4.4%
冠豪高新	167	164	161	141	-16.0%	-12.9%	139	-15.2%	-1.2%
ST 石岘	134	168	214	151	13.2%	-29.4%	102	-39.6%	-32.8%
*ST 宜纸	167	170	191	127	-23.6%	-33.2%	115	-32.2%	-9.6%
17 家合计	12989	12824	12857	10016	-22.9%	-22.1%	9565	-25.4%	-4.5%
前 7 家合计	10275	9914	9788	7373	-28.2%	-24.7%	7297	-26.4%	-1.0%

资料来源: 各公司定期报告

图 1: 纸价于 1Q09 总体下跌



资料来源: 国信证券经济研究所

扭亏为盈

在净利润方面，17家公司在4Q08共亏损907.5亿元，7家公司亏660.9亿元，前者亏损额超过了3Q08的盈利，而后者正好相等，显示主流厂商抗风险能力较强。

17家公司在1Q09依然亏损108.0亿元，但前7家公司实现了130.9亿元的盈利，主流厂商盈利恢复能力显著强于中小厂商。前7家公司净利润同比仍下滑84.8%表明行业在1Q09处于初步复苏阶段。

表 2: 4Q08 及 1Q09 净利润同比与环比 (单位: 百万元)

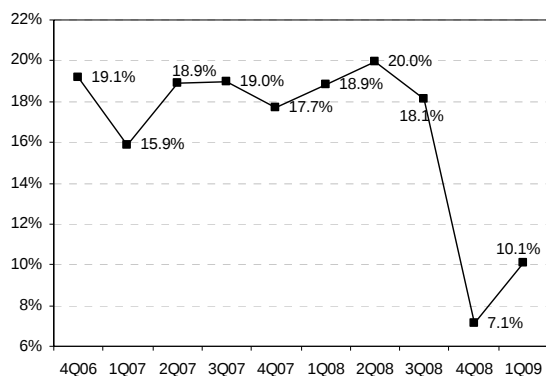
公司简称	4Q07	1Q08	3Q08	4Q08	同比	环比	1Q09	同比	环比
晨鸣纸业	282.4	469.3	322.6	-194.8	-	-	7.8	-98.3%	-
华泰股份	114.9	112.6	83.2	-20.8	-	-	31.2	-72.3%	-
岳阳纸业	47.2	40.2	68.9	-52.6	-	-	13.4	-66.7%	-
太阳纸业	136.0	107.5	97.1	-92.9	-	-	60.7	-43.6%	-
博汇纸业	77.3	81.9	80.1	-4.4	-	-	21.3	-74.0%	-
景兴纸业	20.6	15.0	-8.7	-239.2	-	-	3.2	-78.5%	-
银鸽投资	38.9	37.1	17.6	-56.1	-	-	-6.7	-	-
凯恩股份	-12.5	14.8	5.4	-1.6	-	-	3.2	-78.6%	-
山鹰纸业	13.2	12.2	10.8	-43.6	-	-	-31.0	-	-
恒丰纸业	9.0	12.8	13.7	23.2	156.6%	68.8%	18.2	42.6%	-
青山纸业	3.1	11.6	-1.4	-16.1	-	-	-24.9	-	-
福建南纸	11.2	38.5	0.4	-22.9	-	-	-128.1	-	-
美利纸业	32.1	11.7	3.9	16.6	-48.1%	329.9%	0.9	-92.2%	-
民丰特纸	17.1	7.9	-1.0	-2.0	-	-	11.2	42.1%	-
冠豪高新	-4.6	0.5	-0.2	-23.3	-	-	-3.0	-	-
ST 石岷	252.3	-30.8	2.1	-179.5	-	-	-76.3	-	-
*ST 宜纸	-38.9	-2.0	1.8	2.6	-106.6%	39.7%	-9.1	-	-
17 家合计	999.3	940.7	696.4	-907.5	-	-	-108.0	-	-
前 7 家合计	717.3	863.6	660.9	-660.9	-	-	130.9	-84.8%	-

资料来源: 各公司定期报告

毛利率小幅反弹

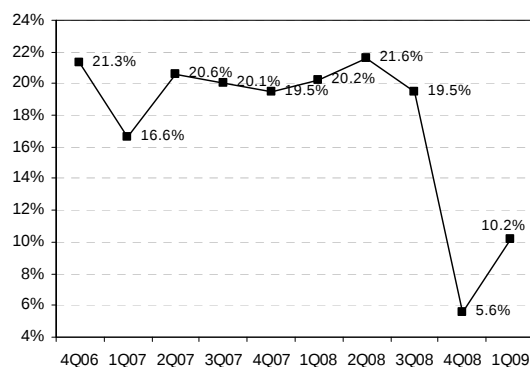
毛利率的变化进一步反映了行业于1Q09的复苏。本季17家公司的毛利率由4Q08的7.1%上升至10.1%，前7家公司则由5.6%上升到10.2%。由于17家和7家公司本季费用率均高达13.8%超过毛利率，营业利润经过4Q08存货减值准备计提的冲回实现正值。17家和7家公司4Q08存货减值准备计提分别为6.1亿元和4.2亿元，1Q09冲回分别为2.6亿元和2.9亿元，因计提减值原材料多于库存商品，原料价格本季反弹若能延续将仍有较大的冲回金额，但纸价跌势若不能止住也将形成二次计提可能而对冲上述冲回。

图 2: 17 家公司毛利率于 1Q09 回升



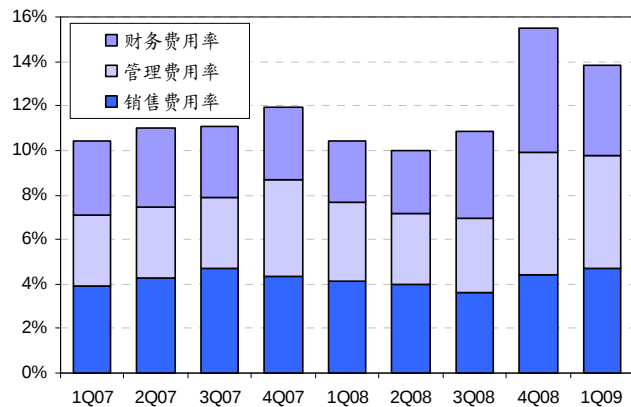
资料来源: 各公司定期报告、国信证券经济研究所

图 3: 7 家公司毛利率于 1Q09 回升



资料来源: 各公司定期报告、国信证券经济研究所

图 4: 7 家公司 1Q09 费用率高企



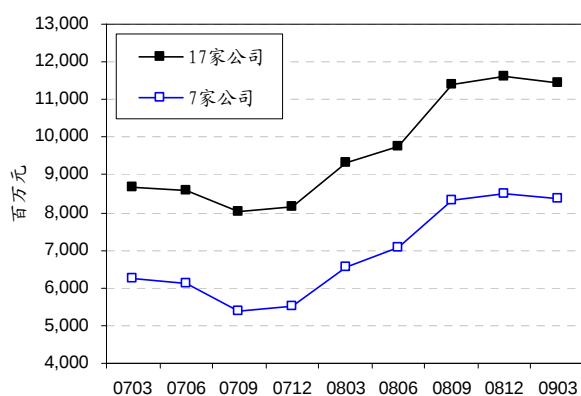
资料来源: 各公司定期报告、国信证券经济研究所

预计二季度盈利环比增长两倍

盈利增长的依据

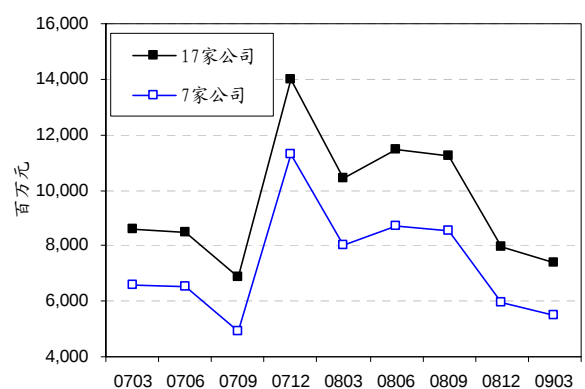
(1) 2Q09 在高开工率下去库存: 3Q08 存货上升至高点后又持续了两个季度, 而 4Q08~1Q09 原材料采购持续下降, 表明上述高位存货实现着原料向纸品的转化, 在完成了原料去库存后, 2Q09 将继续纸品的去库存过程。与前两季去纸品库存采取减产甚至停产方式不同, 3 月份以来主流厂商开工率显著提高, 部分厂商或部分纸种生产线满负荷生产, 显示需求正在回升。因此, 二季度产品销量将提高, 毛利率在供需改善下预期也将进一步回升。

图 5: 4Q08~1Q09 存货维持高位



资料来源: 各公司定期报告、国信证券经济研究所

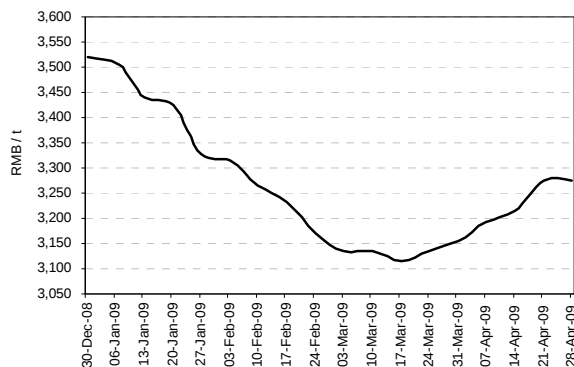
图 6: 4Q08~1Q09 原料采购减少



资料来源: 各公司定期报告、国信证券经济研究所

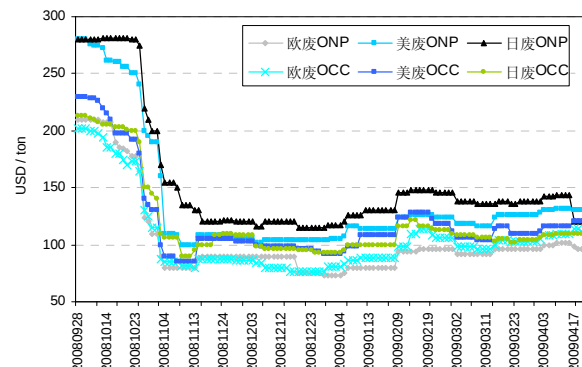
(2) 原料价格上涨: 国内现货浆价自 3 月中旬以来缓慢上升, 而不同类型进口废纸价自去年底以来也上涨了 10~30%, 原料尤其是木浆价格的上升有利于国内制浆生产线恢复生产, 降低前期停产导致的管理费用率快速上升; 其次, 原料价格的上涨也有助于推动纸价上涨, 刺激下游合理库存的回补, 改善纸业市场供需关系; 最后, 去年底计提的原料存货减值准备或因其价格的回升会形成较充分的冲回。

图 5: 国内木浆价格上涨



资料来源: 国信证券经济研究所

图 6: 进口废纸价格上涨



资料来源: 国信证券经济研究所

(3) 新环保标准实施令存量产能退出仍可预期: 5月1日已经正式实施新的环保标准, 对行业的相关影响我们之前讨论多次, 这里不再赘述, 标准的执行情况值得密切关注。

预期二季度盈利继续回升

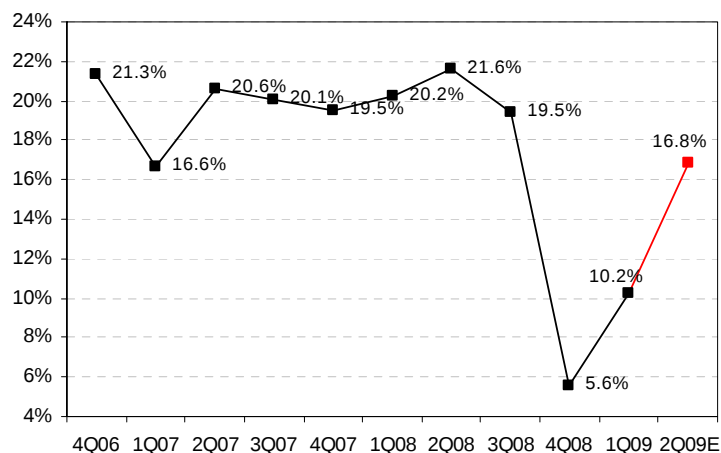
我们预计 7 家主流厂商 2Q09 累计盈利将达到 4.1 亿元, 尽管相对与行业最景气时期的 2Q08 (同比) 仍将下降 60%, 但较上季将上升两倍左右, 毛利率也将由上季的 10.2% 快速提高到 16.8%。

表 3: 预期 2Q09 净利润及同比与环比 (单位: 百万元)

公司简称	2Q08	1Q09	2Q09E	同比	环比	2Q09EPS(E)
晨鸣纸业	478.2	7.8	161.3	-66.3%	1955.9%	0.08
华泰股份	189.6	31.2	104.7	-44.8%	236.2%	0.19
岳阳纸业	83.1	13.4	28.4	-65.8%	112.0%	0.04
太阳纸业	117.3	60.7	54.5	-53.6%	-10.2%	0.11
博汇纸业	96.2	21.3	31.3	-67.5%	46.7%	0.06
景兴纸业	24.8	3.2	10.2	-58.7%	215.9%	0.03
银鸽投资	34.2	-6.7	15.1	-55.8%	-325.4%	0.04
7 家合计	1023.3	130.9	405.5	-84.8%	209.8%	-

资料来源: 各公司定期报告、国信证券经济研究所预测

图 7: 预期 2Q09 毛利率回升



资料来源: 各公司定期报告、国信证券经济研究所预测

投资评级

维持行业“谨慎推荐”的投资评级。维持劲嘉股份、华泰股份“推荐”的投资评级，晨鸣纸业、太阳纸业、博汇纸业、银鸽投资、凯恩股份“谨慎推荐”的投资评级，景兴纸业“中性”的投资评级。

附表 1: 重点公司盈利预测及估值

公司名称	公司代码	收盘价 2009-4-30	EPS			P/E			P/B			评级
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
晨鸣纸业	000488	7.43	0.52	0.37	0.49	14.2	20.3	15.0	1.2	1.1	1.1	谨慎推荐
劲嘉股份	002191	17.12	0.52	0.74	0.86	32.7	23.1	19.9	4.2	3.5	3.1	推荐
太阳纸业	002078	11.38	0.46	0.56	0.71	25.0	20.2	16.2	2.2	2.0	1.8	谨慎推荐
华泰股份	600308	10.35	0.66	0.87	1.17	15.6	11.9	8.8	1.5	1.3	1.2	推荐
岳阳纸业	600963	6.98	0.21	0.19	0.29	32.6	37.6	23.6	1.6	1.5	1.4	无评级
博汇纸业	600966	7.40	0.50	0.40	0.56	14.7	18.6	13.2	1.5	1.4	1.3	谨慎推荐
银鸽投资	600069	6.80	0.08	0.16	0.29	88.5	41.4	23.4	2.2	2.0	1.9	谨慎推荐
景兴纸业	002067	4.98	-0.53	0.07	0.16	-	67.3	31.0	1.2	1.2	1.1	中性
凯恩股份	002012	8.40	0.11	0.11	0.24	73.4	77.9	35.6	4.6	4.3	3.9	谨慎推荐

数据来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观			策略			交通运输		
杨建龙			汤小生	021-68864595		唐建华	0755-82130468	
林松立	010-82254212		黄海培	021-68864598		孙菲菲	0755-82133400	
任泽平	010-82254206		崔嵘	021-68866202		高健	0755-82130678	
周炳林	0755-82133339		廖喆	021-68866236		黄金香	010-82252922	
			赵谦	021-68866295				
银行			房地产			信息技术		
邱志承	021-68864597		方焱	0755-82130648		肖利娟	010-82252322	
黄飙	0755-82133476		陈林	0755-82133343		王俊峰	010-82254205	
谈煊	010-82254212		区瑞明	0755-82130678		凌晨	021-68866233	
戴志锋	0755-82133343							
有色金属			汽车及零配件			钢铁		
彭波	0755-82133909		李君	021-68866235		郑东	010-82254160	
李洪冀	010-82252922		左涛	021-68866253		秦波	010-82252922	
商业贸易			基础化工			非银行金融		
胡鸿轲	021-68866206		邱伟	0755-82133263		武建刚	010-82250828	
吴美玉	010-82252911		陆震	0755-82130532		王一峰	010-82250828	
石油与石化			电力设备			传媒		
李晨	021-68866252		彭继忠	021-68866203		陈财茂	021-68866236	
严蓓娜	021-68866253		皮家银	021-68866205		廖绪发	021-68866237	
机械			电力与公用事业			医药		
余爱斌	0755-82133400		徐颖真	021-68864007		贺平鸽	0755-82133396	
李筱筠	010-82254205		谢达成	021-68866236		丁丹	0755-82130678	
通信			造纸			家电		
严平	021-68865025		李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407	
纺织服装			建材			旅游		
方军平	021-68866202		杨昕	021-68864596		陈财茂	021-68866236	
						廖绪发	021-68866237	
中小股票			食品饮料					
高芳敏	021-68864586		黄茂	0755-82133476				
陈爱华			谢鸿鹤	0755-82130646				
农业			煤炭			建筑		
张如	021-68866233		李然	0755-82130681		邱波	0755-82133390	
固定收益与基金			金融工程			金融工程		
皮敏	021-68864011		葛新元	0755-82133332		王军清	0755-82133297	
张旭	010-82254210		董艺婷	021-68866946		黄志文	0755-82130532	
杨涛	0755-82133339		戴军	021-68864585		林晓明		

国信证券经济研究所机构销售部

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-68864592		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-68866025		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-68866205		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
庞博	0755-82130818		黄胜蓝	021-68866011		焦骥	010-82254209	
	0755-82133343			13761873797			13601094018	
	pangb@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		刘塑	021-68866236				
	15814403667			13817906789				
	zhubin@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn				