

王旭东 021-68407681
 wangxd@cmschina.com.cn

 濮冬燕 021-68407301
 pudu@cmschina.com.cn

2009年5月13日

已经走出“估值洼地”

造纸行业09年5月月报

原材料

造纸印刷

中性(维持)

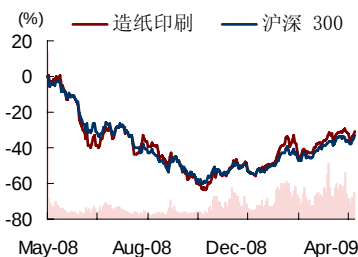
上证指数 2618

行业规模

		占比%
股票家数(只)	34	2.2
总市值(亿元)	900	0.5
流通市值(亿元)	588	0.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	2.6	90.9	-29.3
相对表现	-3.0	24.1	2.1



相关报告

- 1、《造纸行业 2009 年二季度投资策略-成熟期投资看硬估值》2009/04/01
- 2、《造纸行业 09 年 3 月月报-“估值洼地”效应已不明显》2009/4/13
- 3、《造纸行业周报(090413-090417) -浆价微升、纸价无波动》2009/04/27

□ **行业景气略有回暖。**09 年 1-3 月我国造纸工业主要产品产量为 1887.2 万吨,同比增长-0.21%,当月产量同比为 2.72%,为第二个月同比为正。进口为 14.28 万吨,出口为 64.58 万吨,同比分别为-39.46%、-38.51%。3 月份我国出口有所恢复,行业景气有所回暖。

□ **纸价处于低位运行。**

(1) 铜版纸:铜板纸价格自 08 年 10 月以来持续下跌,4 月跌幅有所缩小,环比为-2.9%,同比为-33.2%。国内几个大型的铜版纸项目相继推后或取消,对后期价格形成一定支撑。

(2) 新闻纸:新闻纸价格本月止跌回稳,环比为 4.7%,新闻纸价格的企稳依赖于未来过剩产能的消化,这使得新闻纸价短期内难以反弹。

(3) 白板纸:白板纸 4 月继续下跌,环比为-5.0%,同比为-13.4%。瓦楞纸:瓦楞纸 4 月月度跌幅为 11.6%。未来包装用纸价格的回升依附于经济的复苏。

(4) 白卡纸:相对于上月的 10%的跌幅,白卡纸 4 月跌幅明显收窄,为-2.5%。随着包装消费的增长及升级,我们预计白卡纸价格长期将回归上升趋势。

□ **维持行业“中性”评级。**市场已经处于 F 区域估值洼地后期的上升恢复阶段,从目前相对估值情况看,“造纸 PB/A 股 PB 乖离率”和“造纸 PE/A 股 PE 乖离率”分别为-12%和-9%,仍然为负,即仍存轻度的“估值洼地”效应(但相对历史极值,乖离程度已经不大),1.6 倍的绝对 PB 和 21 倍绝对 PE 说不上高估,但也说不上低估。因此,我们维持中性的投资评级。

□ **公司选择以长期需求成长性好的子行业为主。**公司选择与上篇月报相同,依次为:

(1) 太阳纸业;(2) 金东纸业;(3) 安妮股份;(4) 博汇纸业/美利纸业;(5) 晨鸣纸业;(6) 岳阳纸业;(7) 华泰股份;(8) 合兴包装。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	PB	评级
晨鸣纸业	7.35	0.52	0.49	0.51	14.1	15.0	1.2	中性-A
华泰股份	9.88	0.66	0.58	0.61	14.9	16.9	1.4	中性-A
太阳纸业	11.41	0.46	0.42	0.48	25.0	27.2	2.2	审慎推荐-A
博汇纸业	7.34	0.50	0.44	0.49	14.6	16.7	1.5	中性-A
景兴纸业	5.06	-	0.07	0.10	-9.5	72.3	1.2	中性-B

资料来源:招商证券,5月12日收盘价

正文目录

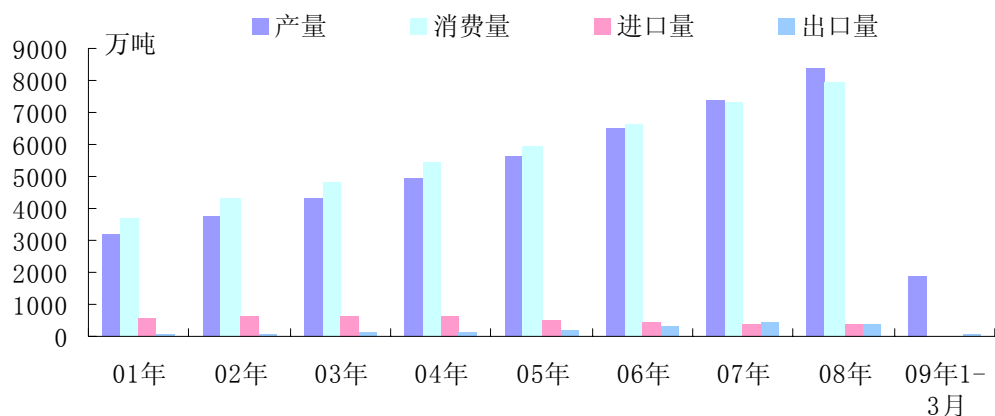
一、行业动态	3
二、公司动态	5
三、本月主题——纸业“估值洼地”效应已不明显	6
附录、行业运行数据	7
（一）造纸行业走势	7
（二）国内各纸种价格走势	7
（三）国际各纸种价格走势	9
（四）废纸、纸浆价格走势	10

图表目录

图 1: 我国机制纸及纸板产量及进出口情况	3
图 2: 我国机制纸及纸板当月产量及同比增长情况	3
图 3: 行业 06-09 年走势	7
图 4: 新闻纸价格走势	7
图 5: 双胶纸价格走势	7
图 6: 铜版纸价格走势	7
图 7: 白卡纸价格走势	7
图 8: 箱板纸价格走势	8
图 9: 瓦楞纸价格走势	8
图 10: 白板纸价格走势	8
图 11: 轻涂纸价格走势	8
图 12: 牛卡纸价格走势	8
图 13: 牛皮纸价格走势	8
图 14: 轻涂杂志纸(LWC)价格走势-欧洲市场	9
图 15: 涂布道林纸(Ctd WF)-欧洲市场	9
图 16: 牛皮卡纸价格走势-欧洲市场	9
图 17: 废纸挂面纸板 T2 价格走势-欧洲市场	9
图 18: 欧洲新闻纸价格走势	9
图 19: 美国新闻纸 30lb 价格走势	9
图 20: 北方漂白软木牛皮浆(NBSK) -美国市场	10
图 21: 北方漂白软木牛皮浆(NBSK) -欧洲市场	10
图 22: 美废、日废价格走势	10
图 23: 硬木牛皮浆价格走势 BHKP-欧洲市场	10
图 24: 针叶浆价格走势	10
图 25: 阔叶浆价格走势	10
表 1: 行业新闻及点评	4
表 2: 公司动态及简评	5
表 3: 国际造纸行业估值情况	11

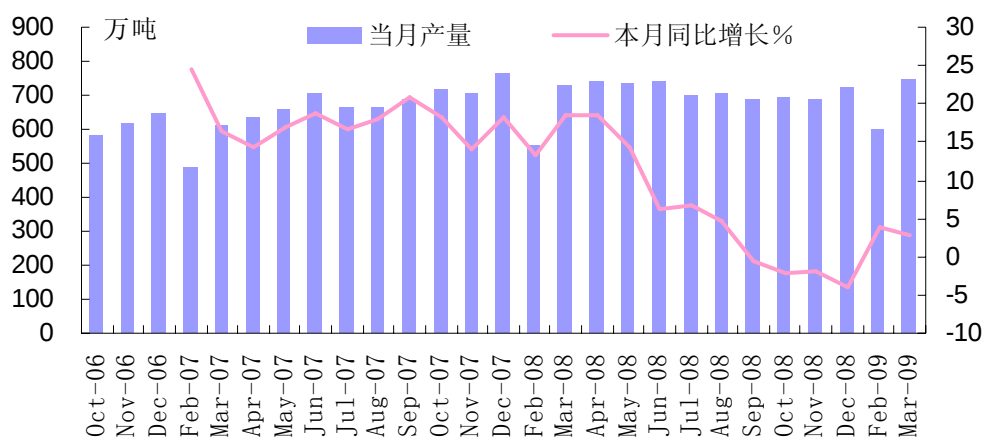
一、行业动态

图1：我国机制纸及纸板产量及进出口情况



资料来源：中国纸网

图2：我国机制纸及纸板当月产量及同比增长情况



资料来源：中国纸网

09年1-3月我国造纸工业主要产品产量为1887.2万吨，同比增长-0.21%，当月产量同比为2.72%，为第二个月同比为正。进口为14.28万吨，出口为64.58万吨，同比分别为-39.46%、-38.51%。3月份我国出口有所恢复，行业景气有所回暖。

表 1: 行业新闻及点评

2009-4-8	中国新闻出版报	日本新闻纸 2008 年产销量降至新低	
2009-4-8	必胜网	美国今年一二月商业印刷出货量继续下降	
2009-4-9	世华财讯	澳大利亚林业相关生产部门将因需求疲软而停产 10 天	
2009-4-20	香港经济日报	全球最大新闻纸生产商申请破产	国际纸业环境形势严峻
2009-4-21	中华印刷包装网	经济衰退仍在继续 英国回收纸行业步履维艰	
2009-4-24	印尼商报	首季印尼纸张纸浆生产剧降 35.7%	
2009-5-7	必胜网	美国: 2009 年 3 月份印刷出货量同比下降 9%	
2009-4-8	中国环境报	宁夏吴忠: 关闭三条化学制浆生产线	
2009-4-17	中国消防在线	福建莆田荔城区多部门联合查封 6 家造纸工厂	各地响应国家关停、整改政策
2009-4-9	日照网	山东莒县严查“小造纸”等违法项目	
2009-4-22	山西新闻网	山西: 14 家落后产能纸企 10 月底前淘汰	
2009-5-7	中国纸网	循环经济政策上报国务院利好林浆纸项目	
2009-4-9	人民日报	今年已实现造林 3112.5 万亩 造林任务完成 37.9%	林权改革逐步进行
2009-4-13	新华网海南频道	海南: 用 5 年完成全省集体林权制度改革任务	
2009-4-20	中新网	河南省首家林权交易服务中心在浉河区成立	
2009-4-20	中国纸网	造纸厂谨慎回收废纸	
2009-4-21	世界废料网	广东地区废纸价格有上涨迹象	废纸价格依然疲软。
2009-4-22	世界废料网	江苏地区废纸交易保持稳定	
2009-4-24	世界废料网	山东地区废纸有些微下跌	

资料来源: 招商证券

二、公司动态

表 2: 公司动态及简评

公司	内容	点评
景兴纸业	08 年报: 公司 08 年实现销售收入 20.55 亿元, 营业利润-2.57 亿元, 归属母公司净利润-2.08 亿元, 同比分别增长 81.78%、-391%、-352.25%。每股收益为-0.53 元。	公司巨幅亏损原因有: 1、开工率仅为 68%。为降低库存压力, 第三季度开工率低起, 加上新增产能的释放, 公司 08 年开工率水平大幅降低, 开工率由 07 年的 90%降为 68%。 2、毛利大幅下滑, 主要原因是前三季度浆、煤、电等价格高企, 且公司为加快回笼资金, 采取降价销售。 3、大幅计提存货跌价准备, 资产减值准备同比激增 0.62 亿元, 合 0.16 元/股。
	09 年一季报: 归属于母公司净利润较上年同期减少 78.45%。	09 年一季度消费需求的减少、毛利的下滑是引起利润同比下降的主要原因。
太阳纸业	08 年报: 实现销售收入 57.99 亿元, 营业利润 0.35 亿元, 归属母公司净利润 2.29 亿元, 同比分别增长 14.09%、-91.9%、-39.98%。公司 08 年每股收益为 0.46 元, 分配方案为 10 派 2 元。	产品价格下降和存货损失致利润大幅下降
博汇纸业	09 年一季报: 归属于母公司净利润较上年同期减少 74%。	公司 09 年一季度扭亏为盈, 虽然公司的文化纸、白卡是较强势纸种, 但业绩复苏有一个时间过程。
晨鸣纸业	08 年报: 实现销售收入 155.3 亿元, 营业利润 12.9 亿元, 归属母公司净利润 10.75 亿元, 同比分别增长 2.4%、0.78%、11.1%。每股收益为 0.52 元(摊薄)。	公司利润增速低于预期, 主要原因是产销率下降。
	09 年一季报: 归属母公司净利润同比减少 98.45%。	主要是由于受经济危机影响, 公司产品销量减少, 同时销售价格降低, 毛利率降低以及汇兑收益减少、收到的政府补助减少所致。

资料来源: 招商证券

三、本月主题——“估值洼地”效应已弱 难有超额收益

造纸行业前期（08 年 9 月-09 且 2 月）出现估值洼地，造纸行业指数取得 75%绝对正收益和 20%相对（沪深 300）正收益（参见笔者《造纸行业二季度策略-成熟期投资看硬估值》）。

目前，市场已经处于 F 区域估值洼地后期的上升恢复阶段，从目前相对估值情况看，“造纸 PB/A 股 PB 乖离率”和“造纸 PE/A 股 PE 乖离率”分别为-12%和-9%，仍然为负，即仍存轻度的“估值洼地”效应（但相对历史极值，乖离程度已经不大），1.6 倍的绝对 PB 和 21 倍绝对 PE 说不上高估，但也说不上低估。

从国际估值情况看，国际平均估值水平为 09 年 PE 为 13 倍，PB 为 1.1 倍，国内重点造纸公司平均水平为 09 年 PE 为 21 倍、PB1.6 倍，静态估值又与国际估值水平拉大差距。

综合判断，目前造纸行业已经处于估值洼地后期的上升恢复阶段，但“估值洼地”效应效应已弱，难有超额收益。

附录、行业运行数据

(一) 造纸行业走势

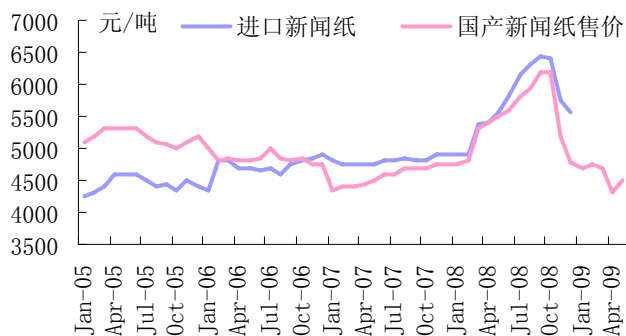
图3: 行业06-09年走势



资料来源: 招商证券

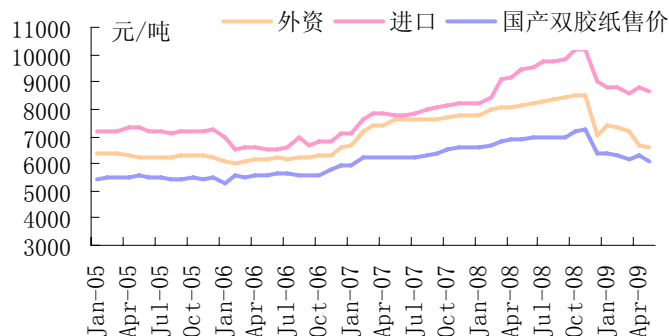
(二) 国内各纸种价格走势

图4: 新闻纸价格走势



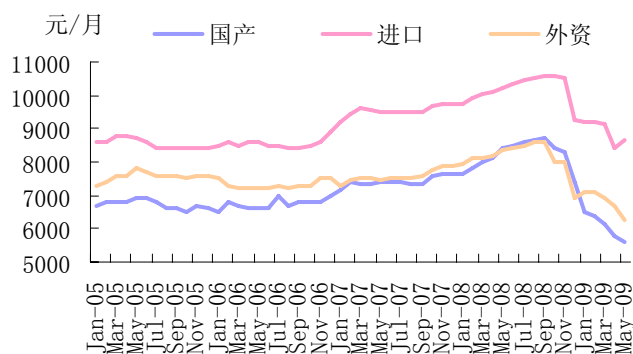
数据来源: 中国纸网

图5: 双胶纸价格走势



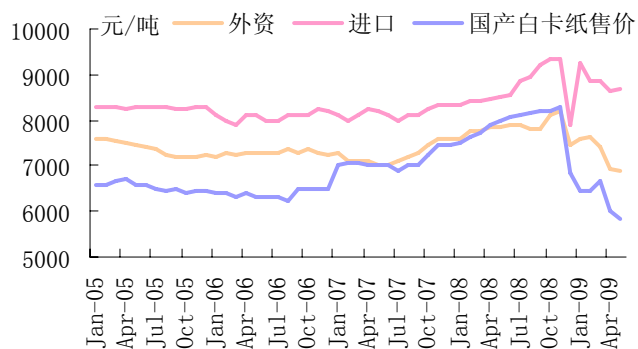
数据来源: 中国纸网

图6: 铜版纸价格走势



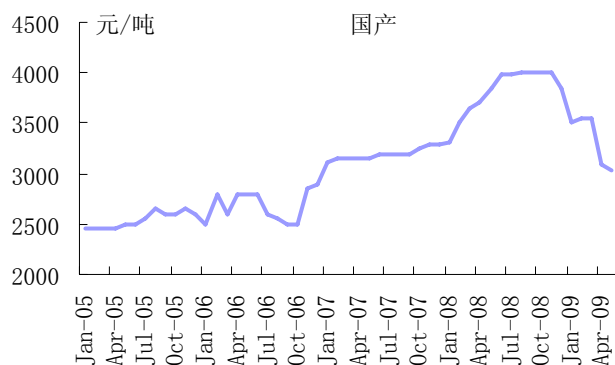
数据来源: 中国纸网

图7: 白卡纸价格走势



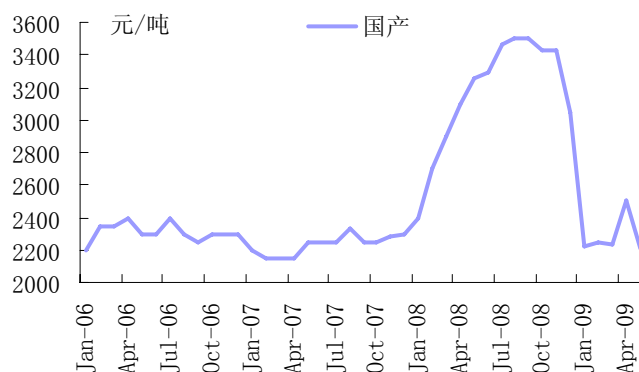
数据源: 中国纸网

图8: 箱板纸价格走势



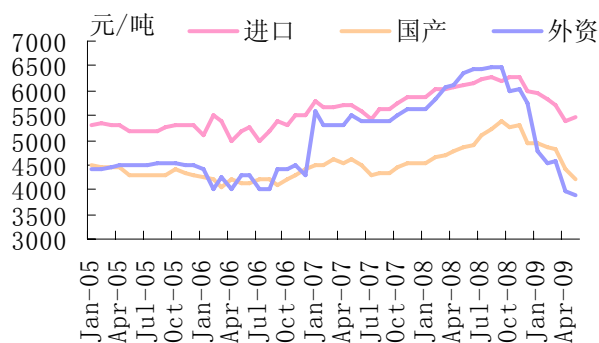
数据来源: 中国纸网

图9: 瓦楞纸价格走势



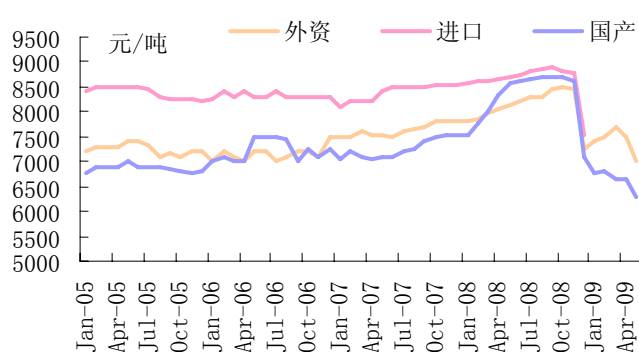
数据来源: 中国纸网

图10: 白板纸价格走势



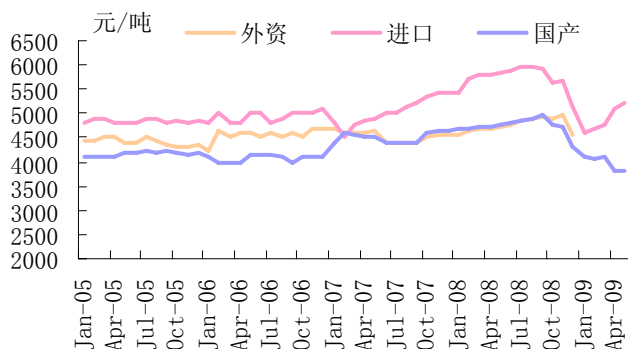
数据来源: 中国纸网

图11: 轻涂纸价格走势



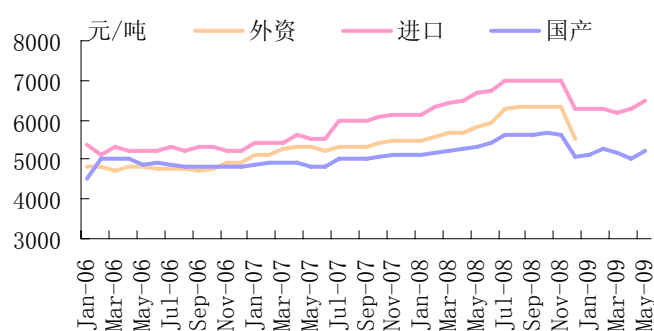
数据来源: 中国纸网

图12: 牛卡纸价格走势



数据来源: 中国纸网

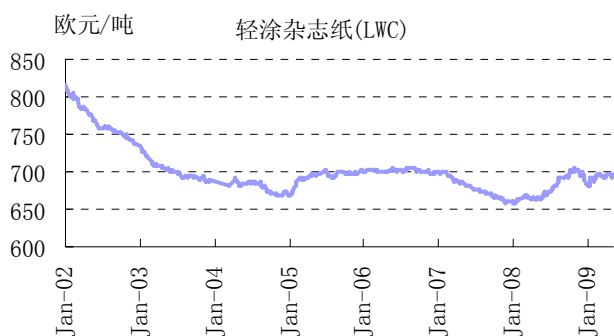
图13: 牛皮纸价格走势



数据来源: 中国纸网

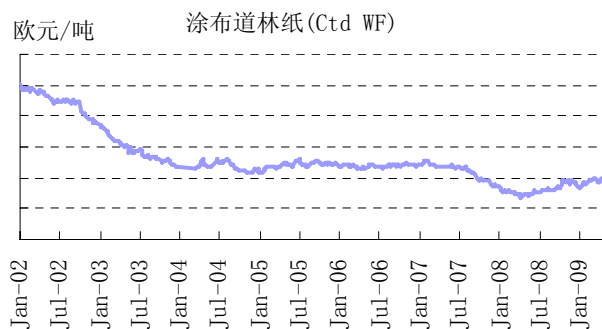
(三) 国际各纸种价格走势

图14: 轻涂杂志纸(LWC)价格走势-欧洲市场



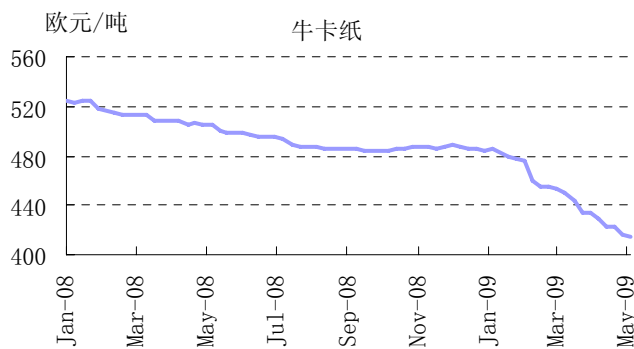
数据来源: 中国纸网

图15: 涂布道林纸(Ctd WF)-欧洲市场



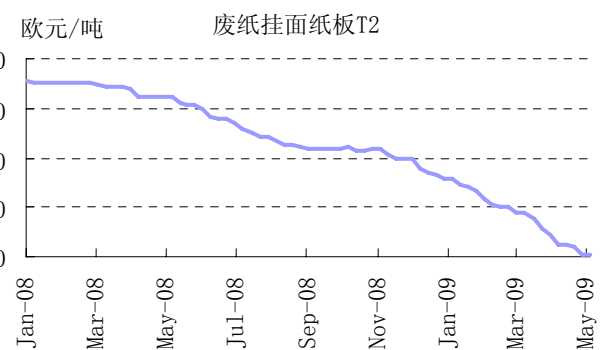
数据来源: 中国纸网

图16: 牛卡纸价格走势-欧洲市场



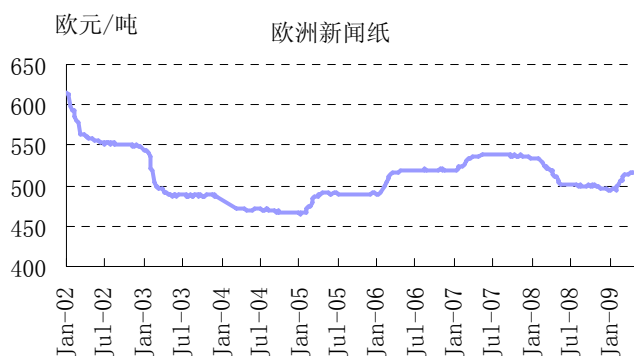
数据来源: 中国纸网

图17: 废纸挂面纸板T2价格走势-欧洲市场



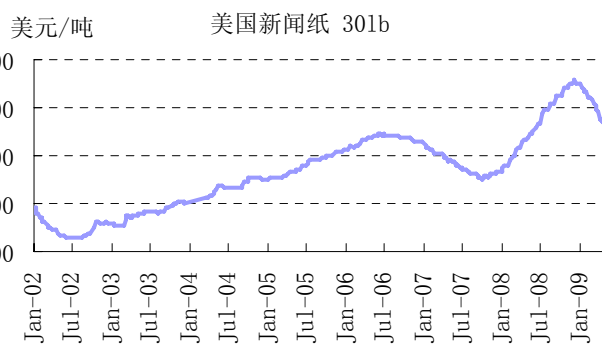
数据源: 中国纸网

图18: 欧洲新闻纸价格走势



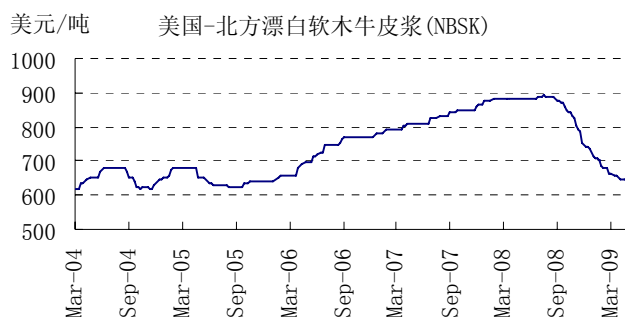
数据来源: 中国纸网

图19: 美国新闻纸301b价格走势

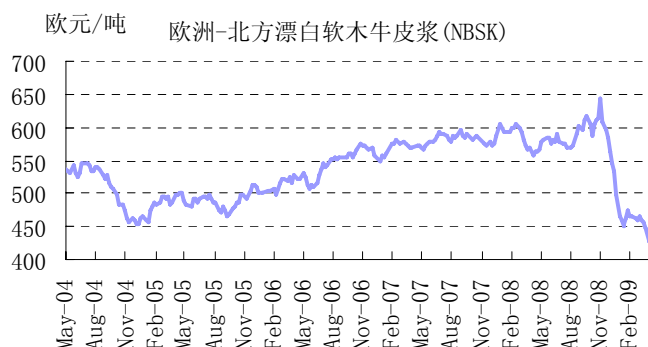


数据源: 中国纸网

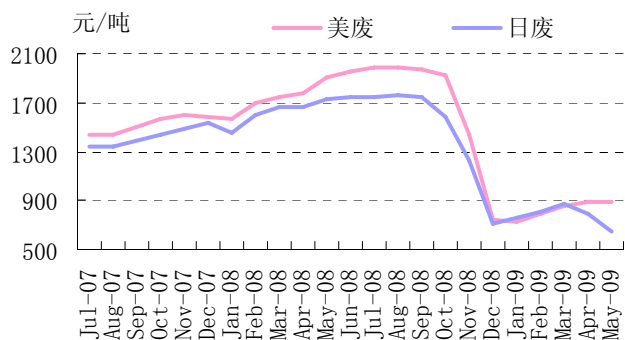
(四) 废纸、纸浆价格走势

图20: 北方漂白软木牛皮浆(NBSK)-美国市场


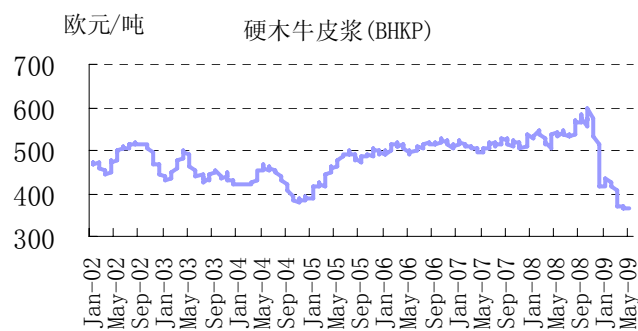
数据来源: 中国纸网

图21: 北方漂白软木牛皮浆(NBSK)-欧洲市场


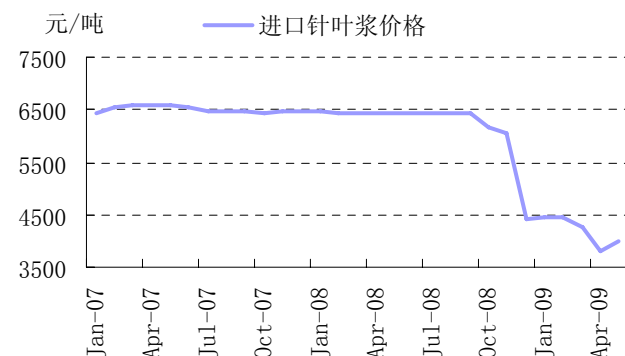
数据来源: 中国纸网

图22: 美废、日废价格走势


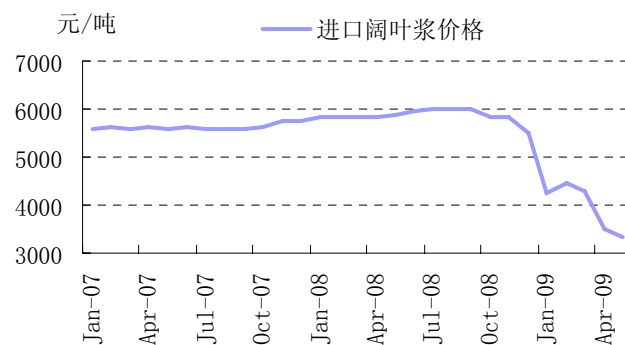
数据来源: 中国纸网

图23: 硬木牛皮浆价格走势BHKP-欧洲市场


数据来源: 中国纸网

图24: 针叶浆价格走势


数据来源: 中国纸网

图25: 阔叶浆价格走势


数据来源: 中国纸网

(五) 造纸行业估值比较

表 3: 国际造纸行业估值情况

市场	公司	最新价	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB
中国	全球平均				24.7	15.1	0.8
	晨鸣纸业	7.35	0.52	0.49	14.1	15.0	1.2
	华泰股份	9.88	0.66	0.58	14.9	16.9	1.4
	太阳纸业	11.41	0.46	0.42	25.0	27.2	2.2
	博汇纸业	7.34	0.50	0.44	14.6	16.7	1.5
	景兴纸业	5.06		0.07			1.2
	岳阳纸业	6.99	0.21	0.26	32.7	26.9	1.5
	福建南纸	4.40					1.5
	晨鸣 B	4.0	0.52	0.49	7.63	8.12	0.7
	中国平均水平				20.2	20.5	1.5
香港	NINE DRAGONS PAP	5.0	0.24	0.29	18.1	15.3	1.4
	LEE & MAN MANUFA	7.1	0.65	0.83	10.9	8.5	0.9
	晨鸣 H	4.0	0.52	0.49	7.6	8.1	0.7
	香港平均水平				14.5	11.9	1.2
美国	INTL PAPER CO	14.4	0.13	0.42	109	34.0	1.5
	WEYERHAEUSER CO	35.7					1.7
	MEADWESTVACO COR	15.9	0.25	0.60	62.9	26.4	1.0
	美国平均水平					30.2	1.4
日本	OJI PAPER CO LTD	429	10.3	24	41.7	18.0	0.9
	NIPPON PAPER GRO	2730	143	150	19.1	18.2	0.8
	DAIO PAPER CORP	916	17.8	46	23.2	20.1	1.0
	日本平均水平				28.0	18.8	0.9
澳大利亚	PAPERLINX LTD	0.0					0.0
	GUNNS LIMITED	5.1	0.48	0.50	10.5	10.1	0.8
加拿大	ABITIBIBOWATER	293	4.3	14.9	68.1	19.7	0.5
	TEMBEC INC	293	4.3	14.9	68.1	19.7	0.5
芬兰	STORA ENSO OYJ-R	3.3					0.2
	UPM-KYMMENE OYJ	3.3					0.2
法国	SEQUANA	12.8	1.32	1.65	8.5	6.8	1.3
	EXACOMPTA CLAIRE	0.3					0.2
德国	CORDIER (ROBT)	0.3					0.1
荷兰	CROWN VAN GELDER	2.8					0.3
新西兰	TENON LTD	1.9					0.8
挪威	NORSKE SKOG	5.3	1.08	0.97	4.9	5.4	0.4
	BYGGMAASA	68.0					0.2
英国	MONDI PLC						
波兰	GRAJEWO	0.2					0.6
	SWIECIE	47.5	3.87	4.85	12.3	9.8	2.2
葡萄牙	SONAE INDUS/NEW	2.3					0.8
	SEMAPA	6.3	0.52	0.48	12.2	13.2	0.9
西班牙	ENCE	2.8		0.04		75.4	0.7
	UNIPAPEL SA	10.0	0.58	0.63	17.4	16.0	0.9
瑞典	SVENSKA CELL-B	87.3	6.03	6.99	14.5	12.5	0.9
	HOLMEN AB-B SHS	202.0	10.5	10.5	19.2	19.3	1.1
	BILLERUD AB	39.7		4.28		9.3	0.8
	发达国家平均水平				32	20	0.8

表 3: 国际造纸行业估值情况

市场	公司	最新价	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB
印度	BALLARPUR INDUS	17.3	2.80	5.50	6.2	3.1	0.7
	ORIENT PAPER	31.0	9.50	10	3.1	2.8	1.0
	印度平均水平				4.6	3.0	0.9
印度尼	TJIWI KIMIA	1580					0.3
西亚	BARITO PACIFIC	1120					1.1
马来西	SAMLING GLOBAL L	0.5		0.02		4.6	0.5
亚	LINGUI DEV BHD	1.0	0.07	0.13	13.4	7.5	0.4
新加坡	NEW TOYO INTL	0.2					0.4
	HANSOL PAPER	10300	992	1566	10.8	6.2	0.8
韩国	EN PAPER MFG CO	2500					0.2
	MOORIM PAPER CO	8470	1847	2158	4.6	3.9	0.6
	HANKUK PAPER MFG	33900	5512	7605	6.2	4.5	0.5
台湾	YUEN FOONG YU PA	12.0	0.14	0.47	85.7	25.5	1.1
	LONG CHEN PAPER	8.2					0.5
	台湾平均水平				85.7		0.8
泰国	THAI CANE PAPER	10.0					0.7
	亚洲国家平均水平				24.5	6.8	0.7
南非	MONDI LTD	3175	0.15	0.18	18.8	15.2	0.6
	SAPPI LTD	2575	0.21	0.33	15.0	9.4	0.8
	南非平均水平				17	12	0.7
阿根廷	CELULOSA ARGENT	1.0					0.2
	SUZANO PAPEL-PRA	15.8	1.4	1.86	11.1	8.5	1.3
巴西	ARACRUZ	14.9					
	VOTORANTIM-PREF	24.3		2.39		10.1	1.2
智利	CMPC	14565	535	1020	27.2	14.3	0.9
	MASISA SA	73	0.01	0.01	25.8	11.7	0.6
	南美洲平均水平				21.4	11.2	0.8

资料来源：招商证券整理，更新日期2009年5月12日

参考报告:

- 1、《造纸行业 2009 年二季度投资策略-成熟期投资看硬估值》2009/04/01
- 2、《造纸行业 09 年 3 月月报-“估值洼地”效应已不明显》2009/4/13
- 3、《造纸行业周报（090413-090417）-浆价微升、纸价无波动》2009/04/27

分析师简介

王旭东，毕业于西安交通大学和东南大学电子工程系（硕士），七年证券从业经验，现为招商证券水务、造纸分析师。2007 年“21 世纪金牌分析师”公用事业第二名，2008 年“今日投资”公用事业最佳行业分析师，2008 年新财富公用事业第四名（团队）。

濮冬燕，经济学学士，06 年进入招商证券，现任公用事业、造纸印刷行业研究助理，具有 3 年证券从业经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。