

## 行业回暖已成定局 —— 造纸包装行业 2009 年下半年投资策略

## 造纸包装行业

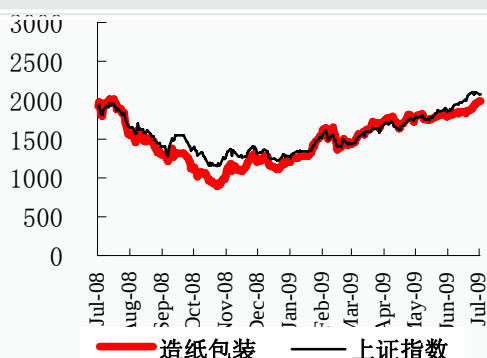
增持（上调）

报告日期：2009 年 7 月 14 日

## 行业指数与相关市场指数比较

|        | 收盘      | 月涨幅（%） |
|--------|---------|--------|
| 天相行业指数 | 1989.25 | 11.46  |
| 天相流通指数 | 3528.14 | 14.08  |
| 上证指数   | 3080.56 | 12.27  |

## 行业指数近一年走势图



## 相关报告：

《造纸包装：电话调研上市公司，市场恢复需求稳定》

2009 年 2 月 6 日

《造纸包装：行业或已度过最困难时期》

2009 年 2 月 13 日

《造纸包装：一季度行业利润或大幅下降 但需求正逐步回暖》

2009 年 3 月 31 日

《行业逐步走出低谷 —— 造纸包装行业 08 年年报、09 年一季报综述》

2009 年 5 月 6 日

## 天相消费品组

## 天相造纸包装组

服务热线：010-66045549

服务邮箱：[nis@txsec.com](mailto:nis@txsec.com)

## 本报告关注点：

- 对比分析近1年行业效益数据；
- 行业回暖已成定局，2009年下半年投资策略；
- 重点公司盈利预测与评级。

## 投资要点：

- **行业效益数据明显恢复。**2009年1-5月，造纸及纸制品业实现主营业务收入2859.29亿元，同比增长0.24%；利润总额116.27亿元，同比下降24.73%。行业平均毛利率为12.83%，同比减少0.46个百分点。与08年底及09年初相比，行业效益数据已明显回升。
- **造纸包装行业三大子行业冷暖不同。**1) 纸浆制造业仍维持低迷：纸浆产量仍然维持在自2008年8月伊始的负增长状态，行业维持低迷。这一方面由于需求恢复传导有滞后性，另一方面还受到国际纸浆供需的影响。行业毛利率的大幅下降，主要由于木浆价格下降导致。2) 造纸业整体恢复，产品呈结构性差异：2009年3-5月行业收入与利润已基本恢复到去年9-11月的水平，下降速度减缓，而毛利率更是已超过去年6-8月的水平。文化纸、白卡纸与烟用纸供需环境较好。3) 纸制品制造业受经济危机影响较小：行业效益数据始终保持增长，主要由于下游产业规模庞大，发展迅速，促进了需求始终保持着快速的增长，同时由于行业下游分布广泛，有效的消除了部分行业受经济危机冲击需求减少的不利影响。
- **2009年下半年投资策略：**造纸包装行业的回暖已成定局，未来行业效益有望进一步提升。我们认为2009年下半年可在业绩稳定的基础上大胆的选择一些下游需求良好，且需求有望进一步扩大的产品，尤其是可受益于国家政策扶持的行业与产品。我们以此为主线，将2009年下半年投资策略分成了稳健型、发展型与预期型三大类：1) 稳健型以关注文化纸与烟用纸为主，如博汇纸业、劲嘉股份和恒丰纸业；2) 发展型以关注白卡纸及包装类产品为主，如太阳纸业、合兴包装和永新股份；3) 预期型以关注上游纸浆行业的回暖为主，如岳阳纸业和银鸽投资。
- **上调行业评级至“增持”。**行业全面恢复已成定局，重返去年底的低谷已不可能，上调行业评级至“增持”。维持博汇纸业的“买入”评级，上调太阳纸业至“增持”评级，维持合兴包装等8家公司的“增持”评级。

## 正文目录

|                          |           |
|--------------------------|-----------|
| <b>1. 行业已逐步走出谷底</b>      | <b>4</b>  |
| 1.1 行业效益数据已明显回升          | 4         |
| 1.2 产品产量连续 4 个月增长        | 5         |
| <b>2. 三大子行业强弱不同</b>      | <b>5</b>  |
| 2.1 纸浆制造业依然维持低迷          | 6         |
| 2.2 造纸业整体恢复，产品呈现结构性差异    | 10        |
| 2.3 纸制品制造业受经济危机影响较小      | 13        |
| <b>3. 2009 年下半年投资策略</b>  | <b>14</b> |
| 3.1 文化纸与烟用纸下游需求稳中有升      | 14        |
| 3.2 白卡纸及下游包装行业需求有望进一步扩大  | 15        |
| 3.3 造纸包装业的恢复带来了上游行业发展的预期 | 15        |
| 3.4 其他投资策略——坚持选择大型龙头企业   | 15        |
| <b>4. 风险提示</b>           | <b>16</b> |
| <b>5. 重点公司的评级和盈利预测</b>   | <b>16</b> |

## 图表目录

|      |                         |    |
|------|-------------------------|----|
| 表 1  | 造纸及纸制品业主要经营指标明显恢复 ..... | 4  |
| 表 2  | 纸浆需大量依靠进口 .....         | 6  |
| 表 3  | 造纸业效益较年初有所恢复 .....      | 10 |
| 表 4  | 纸制品业受经济危机影响较小 .....     | 13 |
| 表 5  | 重点公司盈利预测 .....          | 19 |
|      |                         |    |
| 图 1  | 我国纸及纸制品产量明显回升 .....     | 5  |
| 图 2  | 纸浆产量依然维持负增长 .....       | 6  |
| 图 3  | 国际木浆价格小幅回升 .....        | 7  |
| 图 4  | 国内木浆价格回升明确 .....        | 7  |
| 图 5  | 废纸价格逐步回升 .....          | 8  |
| 图 6  | 美废价格稳定回升 .....          | 9  |
| 图 7  | 纸浆单月产量与进口量总和恢复明显 .....  | 9  |
| 图 8  | 机制纸及纸板产量明显回升 .....      | 10 |
| 图 9  | 各纸品价格维持低位 .....         | 12 |
| 图 10 | 2009 年纸制品产量增速回升 .....   | 14 |

撰写本文主要针对目前行业的良好恢复情况，调整 2009 年下半年投资策略，可在业绩稳定的基础上大胆的选择一些下游需求良好，并有望进一步扩大的产品，尤其是可受益于国家政策扶持的行业与产品。并以此为主线，将 2009 年下半年投资策略分成了稳健型、发展型与预期型三大类。上调造纸包装行业评级至“增持”。

## 1. 行业已逐步走出谷底

### 1.1 行业效益数据已明显回升

2008 年由于受到全球经济危机和自然灾害影响，我国经济增速明显放缓，GDP 增速为 9.0%，较 2007 年下降 4 个百分点。由于宏观经济衰退，经济危机导致下游需求减弱，奥运会后行业效益由最高点开始快速下滑，产品消费困难，库存积压，产品价格下降等等，导致行业收入、利润与毛利率均大幅下降。

为此，各造纸及纸制品企业不得不通过适当的减产限产，降低产品价格等多种手段，进行去库存化。至 2009 年初，去库存化基本以胜利告终，企业已消耗了高价原材料，售出了积压的库存商品，并在 08 年底对于库存产品、原材料计提了存货跌价准备，随着下游需求的逐步恢复，目前各造纸及纸制品企业已恢复正常生产经营，开机率与产销率均恢复到正常水平，企业效益已逐步恢复。

根据国家统计局的统计数据，2009 年 1-5 月，造纸及纸制品业实现主营业务收入 2859.29 亿元，同比增长 0.24%；利润总额 116.27 亿元，同比下降 24.73%。行业平均毛利率为 12.83%，同比减少 0.46 个百分点。

与 08 年底及 09 年初相比，行业效益数据已明显回升。

表 1 造纸及纸制品业主要经营指标明显恢复

|               | 销售收入<br>(亿元) | 同比增长% | 利润总额<br>(亿元) | 同比增长%  | 毛利率%  | 同比上升<br>(百分点) |
|---------------|--------------|-------|--------------|--------|-------|---------------|
| 2008 年 6-8 月  | 1933.41      | 23.98 | 114.52       | 19.32  | 12.05 | -2.35         |
| 2008 年 9-11 月 | 1846.41      | 9.69  | 78.94        | -26.09 | 11.56 | -3.19         |
| 2009 年 1-2 月  | 932.01       | -4.33 | 28.46        | -42.25 | 12.05 | -1.71         |
| 2009 年 3-5 月  | 1927.28      | 1.79  | 87.81        | -22.23 | 13.21 | -0.64         |

数据来源：国家统计局 天相投顾整理

由上表可明显看出 2009 年 3-5 月，造纸及纸制品业收入已同比增长，并已超过了去年 9-11 月。这主要受益于下游需求回升，产品销量保持稳定。但产品价格依然较低，对收入的增长贡献较小。

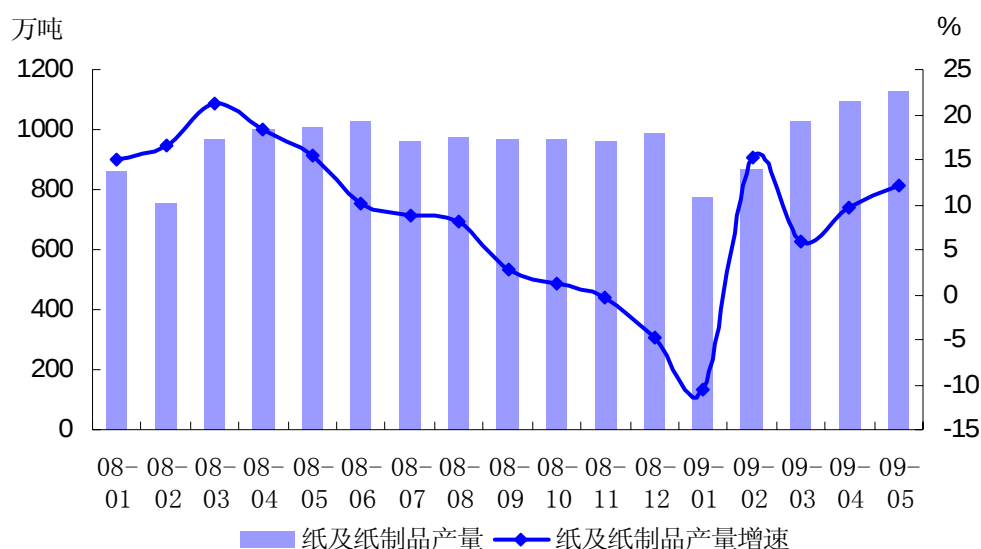
利润总额方面，降幅也已较去年底与今年初明显收窄，并已超过了去年 9-11 月的行业利润总额，且同样受益于产品销量的回升。

毛利率方面，2008 年底，由于企业提前购进的原材料价格较高，在产品销量下降、价格降低后，毛利率便快速下滑。但到 2009 年，由于企业已消耗了原有高价原材料，而市场原材料价格已经大幅回落，在销量稳定后，企业毛利率不降反升，完全符合我们此前的预期。

## 1.2 产品产量连续 4 个月增长

2009 年前 5 个月，我国纸及纸制品生产 4880.64 万吨，同比增长 6.50%，5 月当月生产纸及纸制品 125.30 万吨，同比增长 8.33%，环比增长 2.86%。并且自 3 月以来单月产量连创新高。

图 1 我国纸及纸制品产量明显回升



数据来源：国家统计局 天相投顾整理

我国纸及纸制品产量自去年 3 月以来增速持续下滑，2008 年 7 月开始单月产量较前几月已明显降低，并在 11 月首现负增长。但进入 2009 年以后，随着下游需求的恢复，企业自身通过去库存化消除了积压的产品，恢复了正常的生产与销售，纸及纸制品产量快速回升，产品产量较去年初的高位仍有所上升，且增速稳中有升。

产品产量的恢复是验证行业下游需求恢复的最直观数据，同时也是目前的恢复阶段影响行业效益的最重要指标。我们认为行业目前仍处于恢复阶段，随着宏观经济预期将逐步转暖，下游行业需求将进一步恢复，行业效益也会进一步升高，倒退回 2008 年底的低谷已基本不可能。

因此我们看好行业持续恢复的前景，建议根据造纸包装行业不同子行业的回暖程度不同，可进一步关注下游需求稳定的子行业。

## 2. 三大子行业强弱不同

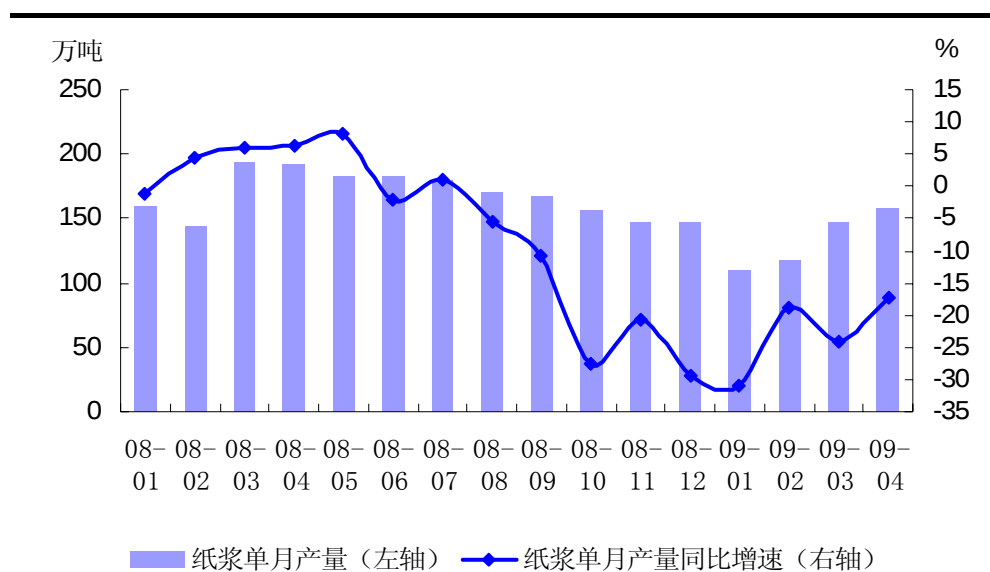
我们将造纸及纸制品行业大致划分为纸浆制造，造纸，纸制品制造三大子行业，其中造纸业占比最大，收入占造纸及纸制品业总收入的 56.56%，纸制品制造行业收入占造纸及纸制品业总收入的 39.67%，纸浆制造业仅占 3.77%。但由于此前的行业危机始于下游需求不足，因此当前的恢复期，也由纸制品制造业率先走强，庞大的造纸业内部不同的细分行业则表现出了不同的结构性区别，而纸浆制造业受下游恢复传导较慢，仍然低迷。

## 2.1 纸浆制造业依然维持低迷

根据国家统计局的统计数据，2009 年 1-5 月，我国纸浆制造业实现主营业务收入 107.85 亿元，同比减少 8.03%；利润总额亏损 4.42 亿元，行业平均毛利率为 4.22%，同比减少 16.09 个百分点。行业依然低迷，其中毛利率的大幅下降，主要由于浆价大幅下跌导致。

作为造纸的主要原材料，下游纸张的产量影响着纸浆的产量，2009 年 1-4 月我国纸浆产量 534.37 万吨，同比减少 22.78%，4 月当月产量 159.02 万吨，同比减少 17.42%，环比增长 8.08%。

图 2 纸浆产量依然维持负增长



数据来源：中国纸网、天相投顾整理

虽然纸浆产量已连续 3 个月回升，但仍然维持在自 2008 年 8 月伊始的负增长状态，表明了我国纸浆制造业虽然也随下游需求恢复而有所恢复，但依然低迷。这一方面由于需求恢复的传导有滞后性，另一方面还受到国际纸浆供需的影响。

由于我国森林覆盖率低，废纸回收率低，因此每年需进口大量木浆和废纸。2007 年，我国造纸消耗的木浆中 58%来源于进口木浆，而废纸浆中 45%为进口废纸制造。

表 2 纸浆需大量依靠进口

|          | 2000年 | 2001年 | 2002年 | 2003年 | 2004年 | 2005年  | 2006年  | 2007年  |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 木浆       | 535   | 690   | 740   | 820   | 970   | 1130   | 1322   | 1450   |
| 其中：进口木浆  | 334   | 490   | 526   | 603   | 732   | 759    | 796    | 845    |
| 废纸浆      | 1140  | 1310  | 1620  | 1920  | 2305  | 2810   | 3380   | 4017   |
| 其中：进口废纸浆 | 296.8 | 512.8 | 549.6 | 750.4 | 984   | 1362.4 | 1569.6 | 1804.8 |

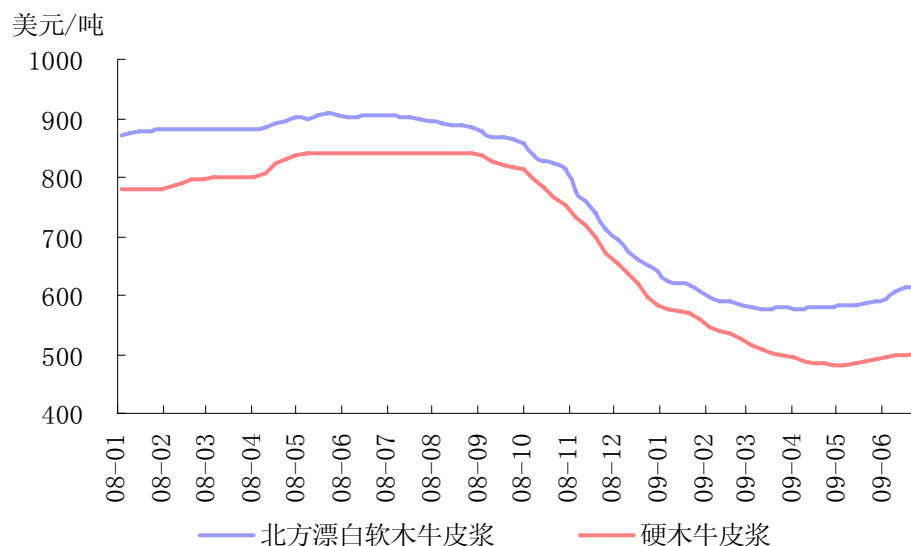
数据来源：中国纸网 天相投顾整理

如此的依靠进口，使得国际木浆与废纸的价格既影响了我国的纸浆制造业的效益，同时也作为造纸原材料也影响着下游造纸业的效益。

### 2.1.1 木浆价格企稳回升

2009 年 6 月最新报价北方漂白软木牛皮浆为 613.52 美元/吨, 同比下降 32.18%, 环比增长 4.21%; 硬木牛皮浆为 502.90 美元/吨, 同比下降 40.13%, 环比增长 2.12%。

图 3 国际木浆价格小幅回升

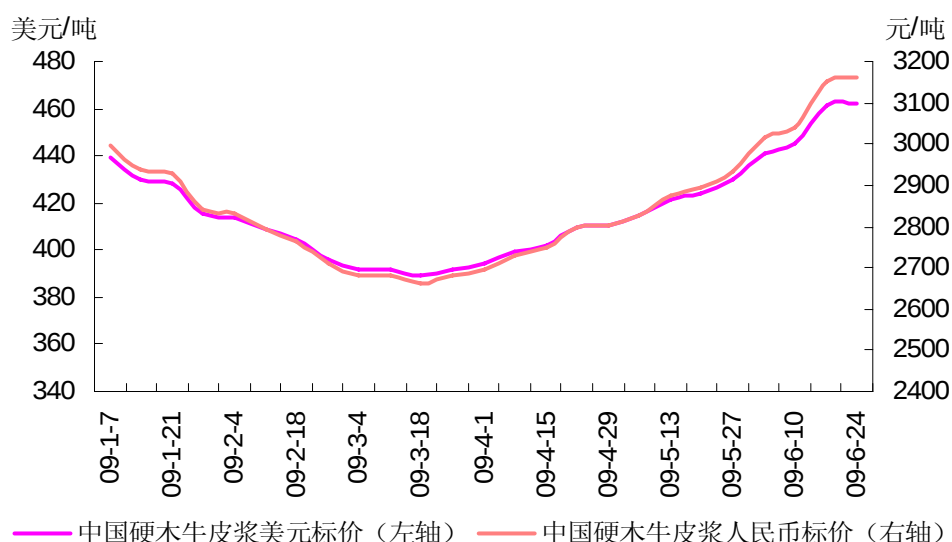


数据来源: 中国纸网 天相投顾整理

国际木浆价格受到经济危机影响, 价格大幅下滑, 目前依然维持在较低位置, 但受下游需求, 尤其是中国市场需求恢复影响, 价格已经有所回升, 北方漂白软木牛皮浆与硬木牛皮浆, 较 4 月价格最低时分别上涨 6.31% 和 4.14%。

由于国内造纸市场较国际市场恢复良好, 国内木浆价格也回升明确。6 月最新报价, 国内硬木牛皮浆 3160.38 元/吨, 环比增长 0.26%, 超过 2009 年初的最高价 5.48%。

图 4 国内木浆价格回升明确



数据来源: 中国纸网 天相投顾整理

由于国内木浆价格较国际木浆价格仍有将近每吨 100 美元的差距,因此仍有上涨空间。但下游需求的恢复仍将是推动国际、国内浆价在未来继续回升的主要动力。

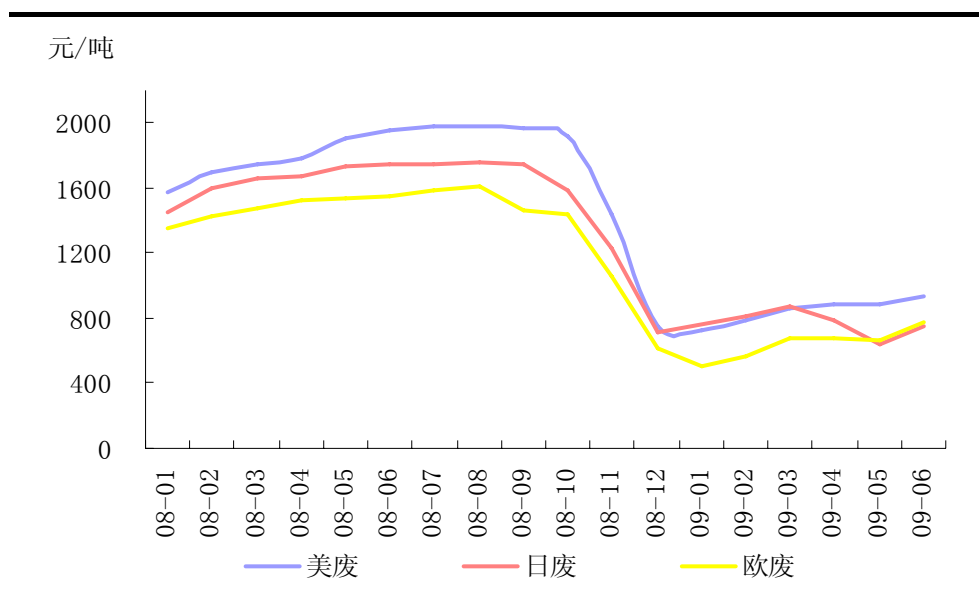
由于最近几年木浆价格不断上涨,促使下游众多造纸企业早已习惯于提前备货,而 2008 年 9 月开始,受全球经济危机影响,国际浆价、纸价均出现大幅下跌,导致企业高价购进的原材料成了企业利润的直接杀手。但到了今年,随着木浆价格回落,企业购入了最新的低价原材料,为企业的盈利提供了空间。

我们预计未来随着宏观经济好转,下游需求的回升,木浆价格将进一步提高,有望推动下游以木浆为主的纸种,如高档文化纸、白卡纸、铜版纸等价格提升,同时提升产品毛利率。

### 2.1.2 废纸价格逐步回升

由于我国废纸回收率较低,国产废纸浆质量也存在不足,因此每年需自欧美日等国家地区进口大量废纸。2009 年 6 月最新报价,我国进口美废均价为 940 元/吨,同比下降 52.04%,环比增长 5.62%,进口日废均价 750 元/吨,同比下降 56.90%,环比增长 17.19%,进口欧废 780 元/吨,同比下降 49.68%,环比增长 18.18%。

图 5 废纸价格逐步回升

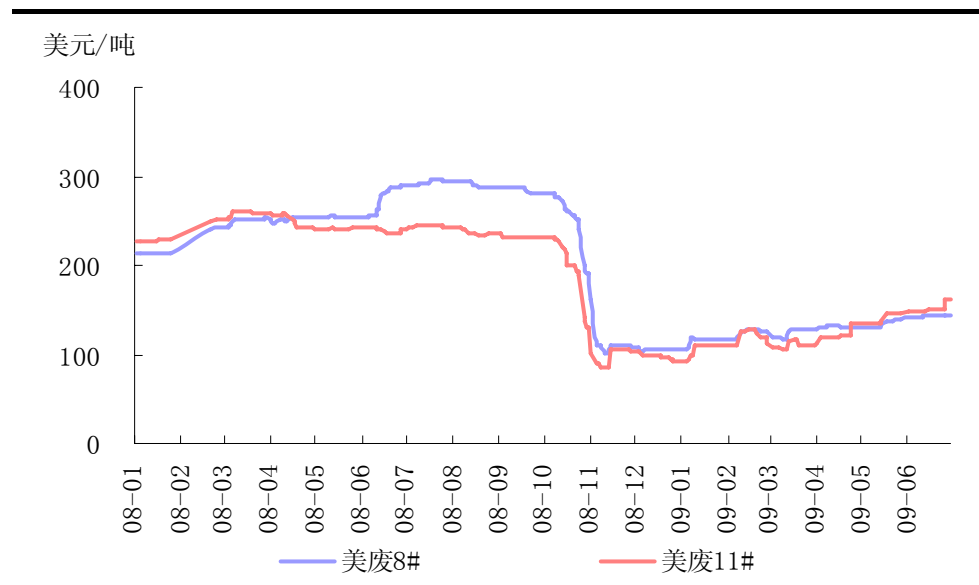


数据来源: 中国纸网 天相投顾整理

进口废纸表现出了与进口木浆较为类似的走势,只是去年价格的下跌更为迅速,这与世界废纸出口市场主要依赖我国进口有关,由于我国造纸业在 2008 年下半年以后受到经济危机影响,产品滞销,导致原材料进口大幅下降,我国国内以及香港、日本等地均出现了废纸售价、出口价不及收购价的情况,废纸回收一度停滞。

进口废纸中最有代表性的是美废 8#和美废 11#,进口量大、产品质量好,分别主要应用于新闻纸与箱板纸的生产。2009 年 6 月底美废 8#最新到岸价为 144 美元/吨,同比下降 50.17%,环比增长 3.60%,美废 11#最新到岸价为 161 美元/吨,同比下降 33.20%,环比增长 9.52%。

图 6 美废价格稳定回升



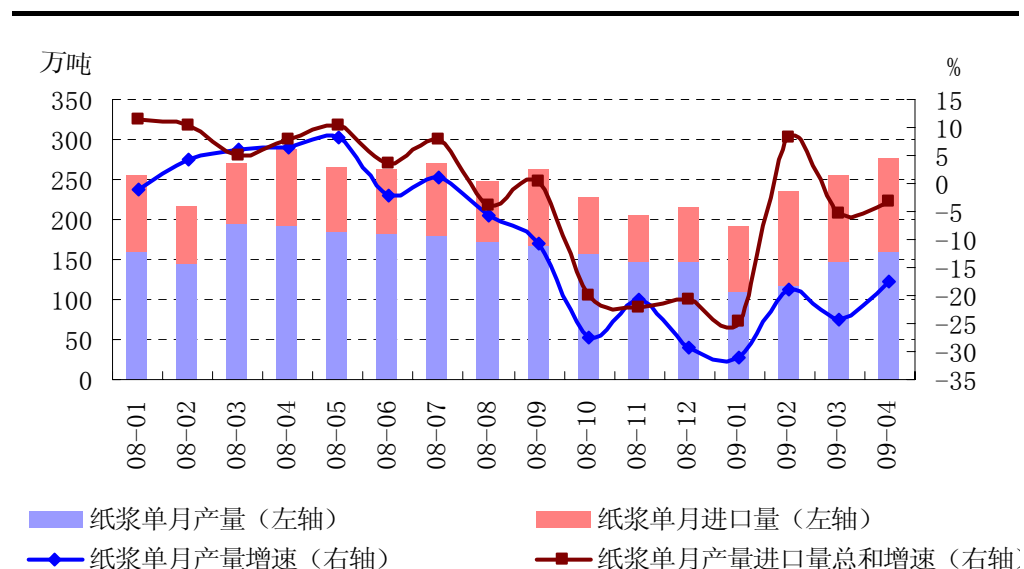
数据来源：中国再生资源交易网 天相投顾整理

废纸价格虽然有所回升，但绝对价格依然较低，其中美废 11# 价格回升情况更为良好，体现了其下游主要产品箱板纸、瓦楞纸市场的快速恢复，而美废 8# 由于下游主要产品新闻纸失去了去年奥运会的刺激作用，目前价格反而低于美废 11#。

### 2.1.3 国内造浆市场低迷不等于耗浆市场低迷

我们认为国内纸浆制造业依然维持低迷，国产浆价格与毛利率较低，使得国内制浆企业或拥有制浆产能的造纸企业难以从中盈利，近期不可以像去年时以产浆能力作为衡量企业盈利能力的标准。但国际浆价的低位以及下游需求的恢复却使得纸浆进口量大幅增长，2009 年 1-4 月纸浆进口量 428.47 万吨，同比增长 26.39%，4 月当月进口 119.47 万吨，同比增长 25.75%，环比增长 9.60%。如此高的纸浆进口增速，一方面说明了国内制浆业的困境，而另一方面也说明了耗浆市场——下游造纸业的恢复。

图 7 纸浆单月产量与进口量总和恢复明显



数据来源：中国纸网、天相投顾整理

由上图可看出，我国纸浆产量与进口量总和恢复情况明显好于纸浆产量恢复情况，因我国单月纸浆出口量不足1万吨，国产与进口纸浆均主要用于国内生产，可见纸浆需求恢复良好。接下来，我们将对纸浆需求市场，造纸业的恢复情况进行分析。

## 2.2 造纸业整体恢复，产品呈现结构性差异

根据统计局数据，2009年1-5月，造纸业实现主营业务收入1617.23亿元，同比减少3.25%；利润总额62.73亿元，同比下降32.85%。行业平均毛利率为12.00%，同比减少1.27个百分点。

表3 造纸业效益较年初有所恢复

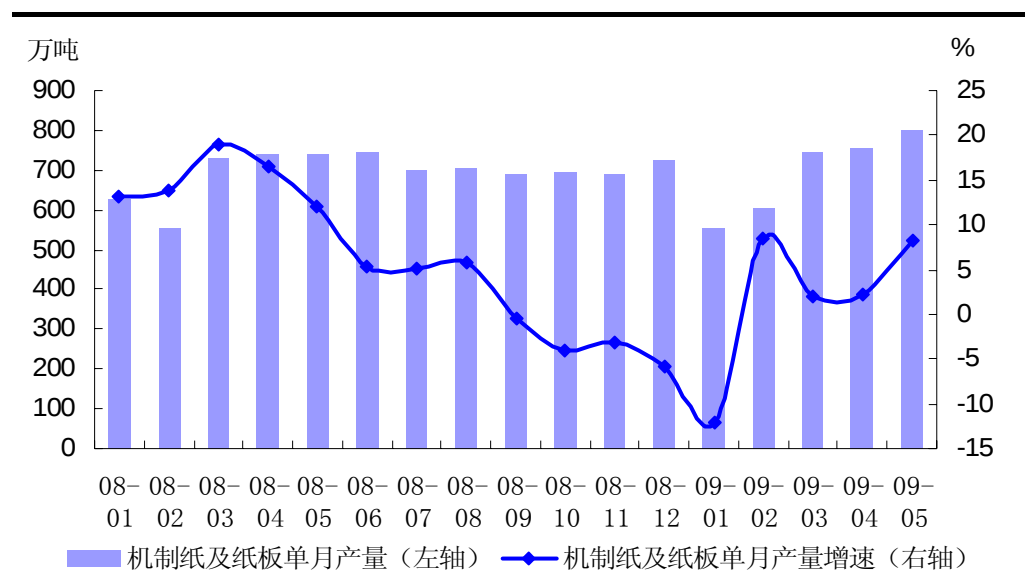
|            | 销售收入<br>(亿元) | 同比增长% | 利润总额<br>(亿元) | 同比增长%  | 毛利率%  | 同比上升<br>(百分点) |
|------------|--------------|-------|--------------|--------|-------|---------------|
| 2008年6-8月  | 1139.79      | 19.96 | 74.26        | 23.63  | 12.43 | -1.87         |
| 2008年9-11月 | 1076.97      | 3.82  | 48.89        | -29.85 | 11.25 | -3.87         |
| 2009年1-2月  | 549.82       | -8.07 | 14.29        | -52.93 | 10.40 | -2.34         |
| 2009年3-5月  | 1067.41      | -7.60 | 48.44        | -35.16 | 12.82 | -0.72         |

数据来源：国家统计局 天相投顾整理

虽然造纸业各项效益数据同比仍在下降，但较年初相比已经有所回升，2009年3-5月行业收入与利润已基本恢复到2008年9-11月的水平，下降速度也均有减缓，而毛利率更是已超过了去年6-8月的水平，毛利率的回升完全符合我们此前的预期。这主要由于原材料价格大幅下降所致。

而行业整体效益的恢复则是依靠下游需求的回暖。根据统计局数据，2009年1-5月我国机制纸及纸板产量3458.26万吨，同比增长1.89%，5月单月产量798.50万吨，同比增长8.33%，环比增长5.53%。

图8 机制纸及纸板产量明显回升





数据来源：国家统计局 天相投顾整理

2009 年以来机制纸及纸板产量保持连续 4 月增长，3 月产量更是超过了 2008 年的最高单月产量，此后两月又连创新高。机制纸及纸板的产量直接说明了行业需求的恢复，而此前的危机正是由于下游需求不足，产品销售困难导致的。目前各造纸企业均保持正常开机率，产品销量也恢复正常水平。

下游需求的恢复，企业销量的稳定，奠定了行业恢复的基础，而企业通过去年底的去库存化消耗了高价原材料，购入了当前的低价原材料，又保证了企业的毛利率稳步回升。目前对于宏观经济回暖的普遍预期，加上以上这两点使得行业的进一步回暖成为必然，重回去年底的低谷已不可能。在目前的行业恢复期，由于产品销量是重要因素，我们应重点关注那些下游需求稳定的纸种。如文化纸、白卡纸以及烟用纸等。

### 2.2.1 文化纸受益于节能减排

其中文化纸主要用作教材和图书杂志等的双色或单色印刷，07 年 6 月，国务院颁布《节能减排综合性工作方案》，明确提出“十一五”期间将关闭将近 650 万吨的落后产能，预计其中 40%为低档文化纸。随后国家发改委又发布了《造纸产业发展政策》，今年 2 月又颁布《轻工业调整振兴规划》，一再强调推进深化节能减排，根据相关规定，淘汰的落后低档文化纸产能，将受限于更高的环保与准入标准，已难以补充，而高档文化纸价格较高，完全替代淘汰的低档产能尚需时日。

同时，文化纸下游需求刚性，受经济危机影响较小，并仍能长期稳定增长，是受益于节能减排淘汰落后产能的最主要纸品，其中低档文化纸，如书写纸近期更是明显受益。而高档文化纸更可能受益于原材料价格上涨推动带来的纸价上涨，毛利率有进一步提升的预期。我们认为目前文化纸依然是最具优势的纸种。

但值得注意的是，2010 年以后，将陆续有大量新增文化纸产能投产，其市场供需关系可能发生不利转变。

### 2.2.2 白卡纸受益于下游需求恢复

白卡纸主要分为社会卡与烟卡两大类，社会卡多用于食品、药品、化妆品等包装，烟卡则用于香烟包装。其中社会卡下游行业由于近年发展较快，有效的拉动了消费的增长，而烟卡则具有稳定的需求和较高的利润。

此次造纸行业的危机始于下游需求不足，而当前的恢复也同样得益于下游需求的恢复，白卡纸作为包装用纸，其下游需求广泛，烟卡、食品、医药类包装本身需求稳定，加之烟草行业整合、轻工业振兴规划以及医保等政策的支持，该类产品需求有望进一步扩大，是直接受益于经济恢复的纸种，而其中的一些高档白卡纸更是始终表现出供不应求的市场环境。同样，作为木浆含量较高的纸种，原材料价格的上涨可能推动产品提价，提升毛利率。

同样美中不足的是，2010 年以后，新增投放的白卡纸产能较多，不利于维持良好的市场供需环境。但宏观经济的恢复，对下游各个产业的拉动，也将进一步扩大白卡纸的消费量，在供需的博弈中，白卡纸将是前景最为广阔的纸种之一。

### 2.2.3 烟用纸拥有刚性需求

烟用纸包括卷烟纸，烟卡纸等众多种类，其中烟卡亦属于高档白卡纸的一种。由

于上游烟草行业具有持续稳定增长的特点,因此其原材料及包装材料用纸市场需求也增长稳定。而随着上游烟草行业的重组,主要的烟用纸生产企业有望依靠技术、规模优势获得更高的市场份额。

同时烟用纸由于其用途的特殊性,具有行业准入门槛高、产能供给有限以及产品毛利率高等众多特点,这与经济危机下的其他纸品有着明显的区别。由此我们认为,其他一些高档特种纸,由于也有着类似的特点与市场环境,将同样成为目前拥有稳定市场与收益的纸种。

#### 2.2.4 瓦楞纸市场供需环境良好

瓦楞纸是制作纸箱的材料之一,作为一种低端产品,其同样成为了国家节能减排的重点对象,这也就使得大量的落后产能被淘汰,供给趋紧。同时由于其是制作包装箱原材料,下游需求较大,经济恢复期市场回复情况也较快,因此行业出现了供不应求的状况。

但可惜的是瓦楞纸产能往往分布较散,缺少以瓦楞纸生产为主的大型造纸企业,因此难以有公司从中明确受益。

#### 2.2.5 其他纸品供需关系紧张

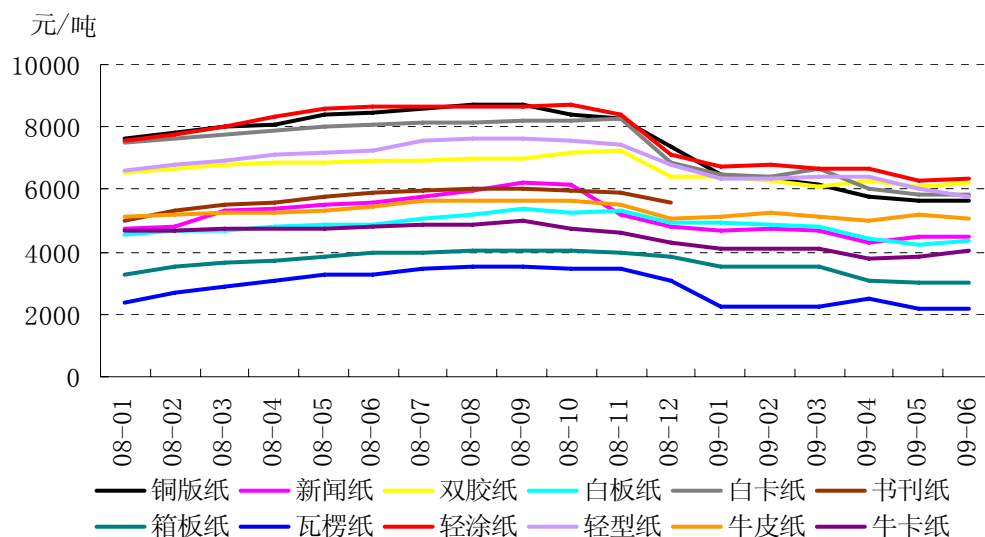
其他几种主要纸品还包括铜版纸、新闻纸以及箱板纸,由于内在的产能过剩,而需求缺少刺激因素,使得该三类产品目前较为弱势。

其中铜版纸作为一种高档纸品,有可能会受益于木浆价格上涨推动产品涨价,毛利率有望提升,而2010年的世博会,新闻纸与多用于广告印刷的铜版纸需求也许会有所上升,但仍是明年的主题。

#### 2.2.6 产品有望受原材料推动涨价

虽然纸品销量已经恢复正常水平,但产品价格依然维持低位,2009年6月铜版纸价格同比下跌34%,新闻纸价格同比下跌20%,双胶纸价格同比下跌11%,白卡纸价格同比下跌28%,箱板纸价格同比下跌25%,瓦楞纸价格同比下跌33%。

图9 各纸品价格维持低位



数据来源：中国纸网、天相投顾整理

虽然部分企业文化纸、白卡纸以及铜版纸等有所小幅提价，但整体纸价依然处于低位。而目前的供需关系还不足以为纸价的上涨提供足够的动力。但随着需求的回暖，产量的回升，原材料价格已经开始明显回升，预计随着各纸品产量的稳定回升，原材料价格将进一步上涨，为纸品涨价提供支持。

由于各企业往往会提前备货，尤其在原材料价格上涨预期较明确的时期，以便抵消掉一些原材料价格上涨的负面影响。这样受原材料市场价格推动的产品涨价便可能提升产品毛利率。

## 2.3 纸制品制造业受经济危机影响较小

纸制品制造业以各种纸制品容器为主，瓦楞纸箱包装是主要代表。根据统计局数字，2009年1-5月，我国纸制品制造业实现主营业务收入1134.20亿元，同比增长6.63%；利润总额57.95亿元，同比增长10.68%。行业平均毛利率为14.83%，同比增长0.53个百分点。

表4 纸制品业受经济危机影响较小

|            | 销售收入<br>(亿元) | 同比增长% | 利润总额<br>(亿元) | 同比增长% | 毛利率%  | 同比上升<br>(百分点) |
|------------|--------------|-------|--------------|-------|-------|---------------|
| 2008年6-8月  | 749.19       | 31.81 | 38.78        | 22.06 | 11.23 | -2.73         |
| 2008年9-11月 | 728.94       | 21.06 | 32.88        | 1.36  | 12.12 | -1.45         |
| 2009年1-2月  | 361.05       | 2.99  | 16.64        | 2.37  | 15.07 | 0.19          |
| 2009年3-5月  | 773.15       | 11.63 | 41.31        | 19.11 | 14.71 | 0.71          |

数据来源：国家统计局 天相投顾整理

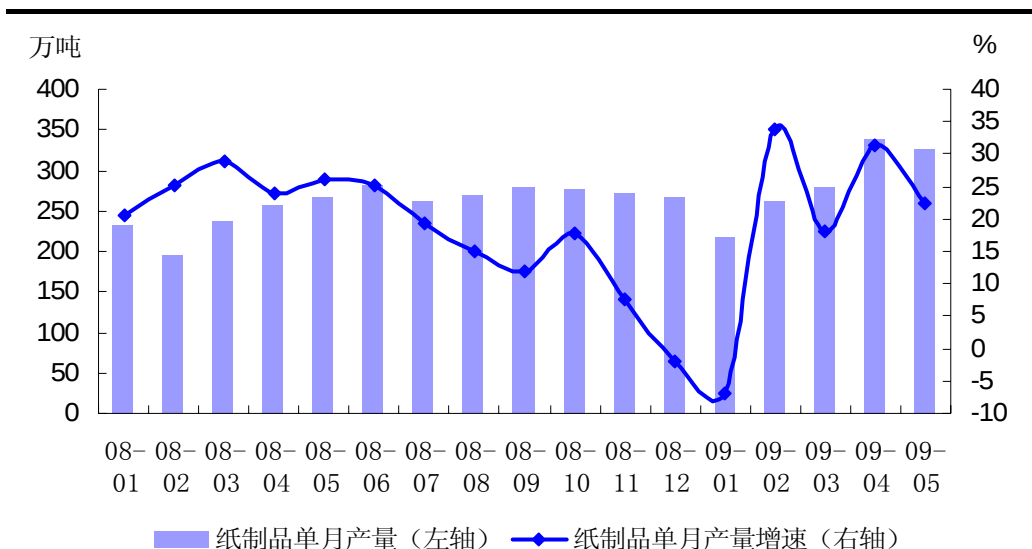
由上表可明显看出，纸制品制造业受经济危机影响较小，行业各项效益数据基本维持稳定上升，2009年3-5月份收入与利润均创2008年以来新高，毛利率也较去年有明显提升。

纸制品制造业之所以受经济危机影响较小，还需从纸制品业的产业链来分析。纸制品制造业以纸制容器、瓦楞纸箱包装为主，属于包装产业的一个分支。其上游为造纸行业，下游则包括食品、饮料、电子、机械、医药、日化等各个行业。

一方面，上游造纸行业的低迷导致纸价下跌，纸制品业原材料成本下降；而另一方面更重要的是，由于下游产业规模庞大，发展迅速，促进了需求始终保持着快速增长，同时由于下游产业广泛，有效的消除了部分行业受经济危机冲击需求减少的不利影响。

根据统计局数据，2009年1-5月我国纸制品产量1422.38万吨，同比增长19.65%，5月单月产量326.80万吨，同比增长22.40%，环比下降3.14%。虽然纸制品行业受经济危机冲击较小，但2008年7月起纸制品产量增速依然出现了明显的下滑，但到2009年2月，随着宏观经济回暖，及国家一系列拉动内需政策的出台，纸制品产量与增速快速回升到了去年上半年的较高水平。

图 10 2009 年纸制品产量增速回升



数据来源：国家统计局 天相投顾整理

预计随着全球经济危机影响减弱，纸制品业下游将再次迎来高速发展的机会，纸制品制造业自身效益也会进一步提高。

与纸制品业类似，其他塑料包装行业也由于上游石化行业受经济危机冲击，下游包装产业快速发展影响，依然保持着良好的增长速度，并将获得进一步发展的机会。

### 3. 2009 年下半年投资策略

根据以上分析，我们认为目前造纸包装行业的回暖已成定局，未来行业效益有望进一步提升，我们将造纸包装行业评级由“中性”上调至“增持”。因此 2009 年下半年的投资策略较上半年应有所调整，上半年我们建议主要把握下游需求稳定的产品，而随着宏观经济与造纸包装行业的回暖，我们认为下半年应在业绩稳定的基础上大胆的选择一些下游需求良好，并有望进一步扩大的产品，尤其是可受益于国家政策扶持的行业与产品。我们以此为主线，将 2009 年下半年投资策略分成了稳健型、发展型与预期型三大类。

#### 3.1 文化纸与烟用纸下游需求稳中有升

文化纸与烟用纸就属于下游需求良好，受益于国家政策利好的产品。前文已分析过，文化纸多用于印刷，其中教材、书籍等需求刚性较强，尤其受益于节能减排淘汰落后产能，导致市场供不应求；而烟用纸由于其上游烟草行业持续稳定增长，产品质量、技术要求较高，客户源较为稳定等特点，保证了需求的稳定增长，并导致新增产能不易进入市场，同时受益于上游烟草行业整合，龙头公司有望进一步开拓市场。

主要受益公司包括主要生产文化纸与烟卡纸的博汇纸业，卷烟纸生产商恒丰纸业，烟标印刷企业劲嘉股份等。



### 3.2 白卡纸及下游包装行业需求有望进一步扩大

前文已述，包装业由于下游产业发展迅速，行业分布广泛，因此受经济危机影响较小，因此用于包装类的产品未来需求有望进一步扩大。其中白卡纸多用于食品、医药类包装，需求较为稳定，且受益于轻工业振兴规划、医改政策等，下游行业的发展会进一步扩大白卡纸的需求量，尤其一些高档白卡纸，发展空间更广阔；同时我们预期随着国际木浆价格的回升，可能推动白卡纸进一步涨价，毛利率也有进一步提高的可能。而瓦楞纸箱包装业则一面受益上游纸价的下跌，一面受益于下游更为广阔的需求市场，包括食品、饮料、电子、机械、医药、日化等各个行业，而随着各项产业振兴规划的出台、家电下乡、医改以及提高出口退税率等都利于下游需求的进一步增加。对于塑料包装行业，虽然目前原油价格较年初的低点有大幅的反弹，但仍低于去年同期水平，石化衍生物价格也维持在较低的水平，因此，塑料包装企业在原材料方面压力较小；同时，食品、医药、洗涤用品等下游行业的相对刚性则为塑料包装行业的平稳增长提供了较大力度的支持。

主要受益公司包括拥有文化纸与高档白卡纸生产线的太阳纸业，快速扩张的“标准化工厂”合兴包装以及需求稳定的塑料包装龙头永新股份

### 3.3 造纸包装业的恢复带来了上游行业发展的预期

随着造纸包装行业的恢复，上游原材料价格已开始缓缓回升，虽然由于绝对价格较以往仍处低位，国内造浆业依然低迷，但通过纸浆需求量的快速回升，其回暖的趋势已经形成。因此拥有林地，及较强造浆能力的造纸包装企业，可能在未来获得收益。此外轻工业振兴规划明确提出：加快重点项目建设，到 2011 年，新增木浆 220 万吨、竹浆 30 万吨产能，提高国产木浆比重，推动林纸一体化发展，支持企业收储纸浆。这使得造浆行业在下游需求回暖的同时获得了国家政策的扶持。

我们预期在 2009 年底，国内造浆业将有较明显恢复，自产浆能力强的造纸包装企业将获得竞争优势。

受益公司如拥有大片林地造浆能力可自给自足的岳阳纸业以及积极布局竹浆建基地的银鸽投资。

### 3.4 其他投资策略——坚持选择大型龙头企业

选择大型龙头企业是符合我国造纸包装行业长期发展的路线。我国造纸行业经过多年发展，目前正在逐步由快速成长期转型进入成熟发展期，出现了内在的供大于求，与原材料依靠进口两点问题，阻碍了行业的持续健康发展。因此发展林纸一体化，组建大型龙头企业就成了行业持续发展的不变路线。

从 07 年颁布的《节能减排方案》、《造纸产业政策》到近日的《轻工业振兴规划》，都反复提到了节能减排，降低污染、减少能耗与淘汰落后产能是造纸行业目前的主要任务，并支持鼓励国内企业通过兼并、联合、重组和扩建等形式，发展若干家年产 300 万吨以上跨地区、跨部门、跨所有制的、具有国际竞争力的大型制浆造纸企业集团。而拥有先进的环保设备，具备资金、技术优势的行业龙头企业，则更可能从中获益，获得新的发展机会。



同时国家也在积极布局林纸一体化,并正在实施林权体制改革,增强林地的流动性。造纸包装企业通过向上游发展,可有效避免因国际浆价大起大落带来的不确定性,同时可通过减少运费来降低成本,既保证原料的质量和数量,又增加新的利润增长点。

根据这样的行业发展规划,就必然后要关注到绝对造纸龙头晨鸣纸业。

#### 4. 风险提示

1、宏观经济目前依然存在不确定性,一旦宏观经济恶化,将直接破坏需求,对行业产生不利影响。

2、行业虽已进入全面恢复期,但要恢复到此前的高景气阶段,短期内仍难以实现。

3、目前原材料价格处于低位,但随着需求的回暖,原材料价格上涨,可能侵蚀行业利润。

#### 5. 重点公司的评级和盈利预测

**晨鸣纸业 (000488):** 公司 2008 年实现营业收入 155.30 亿元,同比增长 2.41%;营业利润 12.93 亿元,同比增长 0.62%;归属母公司净利润 10.75 亿元,同比增长 11.13%;基本每股收益 0.57 元。2009 年一季度实现营业收入 28.74 亿元,同比减少 30.22%;营业利润亏损 518 万元;归属母公司净利润 785 万元,同比减少 98.33%;基本每股收益 0.004 元。公司作为行业绝对龙头,符合发展具有国际竞争力的大型造纸造浆企业的发展规划,具备持续发展的动力。目前公司湛江 70 万吨林纸一体化项目在 H 股发行的资金保证下也在顺利建设中,现已造林 60 万亩,预计 2010 年将逐步投产,近期公司还投资建设 80 万吨高档低量铜版纸项目,60 万吨高档涂布白牛卡纸项目以及 45 万吨文化纸项目预计将于 2011 陆续年投产,均将成为未来新增利润增长点。但大规模投资项目可能造成财务费用增加,侵蚀公司利润,因此我们下调公司 2009、2010 年 EPS 为 0.40 元和 0.49 元的盈利预测,以 2009 年 7 月 13 日收盘价 8.29 元计算,对应 PE 为 21 倍和 17 倍,维持“增持”评级。

**大亚科技 (000910):** 公司 2008 年实现营业收入 57.13 亿元,同比减少 1.60%;营业利润 2.20 亿元,同比减少 6.59%;归属母公司净利润 2.00 亿元,同比减少 7.04%;基本每股收益 0.38 元。2009 年一季度实现营业收入 10.21 亿元,同比减少 5.69%;营业利润 3484.08 万元,同比减少 33.81%;归属母公司净利润 3655.31 万元,同比减少 7.26%;基本每股收益 0.07 元。公司签署协议收购圣象集团全部股权,完成后可以增强公司在地板行业的市场地位和竞争实力,对保持公司的长期稳定发展,提高公司抵御市场风险的能力都有重要意义,预计此次收购可增厚公司 09 年 0.06 元左右业绩,而未来随着木地板下游需求恢复,将为公司带来更多收益。我们维持公司 2009、2010 年 EPS 为 0.47 元和 0.62 元,以 09 年 7 月 13 日收盘价 9.52 元计算,对应动态市盈率分别为 20 倍和 15 倍,维持“增持”评级。

**永新股份 (002014):** 公司 2008 年营业收入为 12.19 亿元,同比增长 16.63%;营业利润 8303 万元,同比增长 19.58%;归属母公司所有者的净利润为 6805 万元,



同比增长 26.46%；摊薄每股收益为 0.49 元。2009 年一季度实现营业收入 2.83 亿元，同比下降 3.47%；营业利润 2198 万元，同比增长 10.13%；归属母公司所有者的净利润 1809 万元，同比增长 22.52%；实现摊薄每股收益 0.13 元；公司预计今年上半年归属于母公司所有者的净利润同比增长幅度将小于 30%。上游石化原材料价格的大幅回落、下游需求的相对刚性将有利于公司业绩实现长期平稳增长；此外，股权激励的逐步落实，也将有助于提升管理层经营好公司的动力。我们预计公司 2009、2010 年的 EPS 分别为 0.55 元和 0.65 元，7 月 13 日收盘价 12.70 元对应的动态 PE 分别为 23 倍和 20 倍，维持“增持”评级。

**太阳纸业 (002078)：**公司 2008 年全年实现营业收入 57.99 亿元，同比增长 14.09%；营业利润 3529.46 万元，同比下降 91.85%；归属母公司净利润 2.29 亿元，同比下降 39.98%；基本每股收益 0.46 元。2009 年一季度公司实现营业收入 13.47 亿元，同比增长 43.47%；实现营业利润 7988.95 万元，同比减少 46.03%；实现归属母公司所有者的净利润 6065.24 万元，同比减少 43.58%；基本每股收益 0.12 元。公司主营产品文化纸受益于节能减排，供需关系良好，白卡纸受益于下游产业恢复，需求有望进一步扩大，而去年投产的 40 万吨高档白卡纸也将在今年全面贡献利润，业绩增长稳定。此外公司在 2010 年还将投产一文化纸项目，但由于公司的公告中没有具体说明，我们暂不计入盈利预测。根据我们的盈利预测，预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.58 元和 0.61 元，对应 2009 年 7 月 13 日收盘价 14.50 元，动态市盈率分别为 25 倍和 24 倍，上调至“增持”评级。

**劲嘉股份 (002191)：**公司 2008 年全年实现营业总收入 19.08 亿元，比上年同期增长 30.81%；实现营业利润 3.73 亿元，比上年同期增长 56%；实现归属于母公司净利润 2.24 亿元，比上年同期增加 35.41%；基本每股收益 0.52 元。2009 年一季度公司实现营业收入 5.98 亿元，同比增长 43.47%；实现营业利润 1.32 亿元，同比增长 70.86%；实现归属母公司所有者的净利润 8080.12 万元，同比增长 60.28%；基本每股收益 0.19 元。公司主营产品为烟标（烟盒），是细份行业的龙头企业之一。随着烟草行业的重组，品牌集中度进一步提高，公司的生产经营规模也随之不断扩大，规模优势逐步得到体现。根据我们的盈利预测，预计公司 2009、2010 年每股收益分别为 0.46 元和 0.59 元，对应 2009 年 7 月 13 日收盘价 12.18 元，动态市盈率分别为 26 倍和 20 倍，维持“增持”评级。

**合兴包装 (002228)：**公司 2008 年实现营业收入 6.38 亿元，同比增长 37.46%；营业利润 5809.48 万元，同比增长 41.14%；归属母公司净利润 5105.78 万元，同比增长 45.50%；基本每股收益 0.56 元。2009 年一季度实现营业收入 1.48 亿元，同比增长 10.31%；营业利润 1018.01 万元，同比减少 15.29%；归属母公司净利润 1019.45 万元，同比减少 11.02%；基本每股收益 0.10 元。公司预计今年上半年归属于母公司所有者的净利润同比增长幅度将小于 30%。公司主营产品瓦楞纸箱包装市场下游发展迅速，产品需求量很大，受经济危机影响较小，同时受益于家电下乡、医改、出口退税率上调、惠台八条、海西经济区等多项国家政策，加之最近两年有大量新增项目投产，预计公司未来利润将保持较快速增长。由于公司进行了股本转增，我们以最新股本计算公司 2009、2010 年 EPS 为 0.37 元和 0.55 元，以 09 年 7 月 13 日收盘价 13.16 元计算，对应 PE 为 35 倍和 24 倍，维持“增持”评级。

**银鸽投资 (600069)：**公司 2008 年实现营业收入 20.93 亿元，同比增长 8.99%；营业利润 1936.86 万元，同比下降 91.76%；归属母公司净利润 3275.03 万元，同比



下降 80.68%；基本每股收益 0.08 元。2009 年一季度公司实现营业收入 3.96 亿元，同比减少 18.50%；营业利润亏损 2231.32 万元；归属母公司净利润亏损 670.19 万元；基本每股收益-0.02 元。公司 05-07 年三年平均归属母公司净利润超过 1.1 亿元，而 2008 年受利润下降主要受非经常性损益影响，剔除非经常性损益及股票投资影响，加之公司 08 年新建项目将在未来释放产能，我们预计公司 2009、2010 年 EPS 为 0.13 元和 0.20 元，以 09 年 7 月 13 日收盘价 7.73 元计算，对应 PE 为 60 倍和 39 倍，公司业绩可能超预期，参考公司 2005-2007 年三年平均 0.35 元的摊薄每股收益，公司 PE 有望进一步降低。此外公司是少数在积极布局竹浆生产基地的企业，轻工业振兴规划明确提出 2011 年前要新增 30 万吨竹浆产能，有利于公司竹浆基地早日建成投产，近日公司还成功增发投入 10 万吨高档文化纸项目，预计均将成为未来利润增长点。维持公司“增持”评级。

**恒丰纸业(600356)：**公司 2008 年实现营业收入 10.87 亿元，同比增长 22.61%；营业利润 7936.39 万元，同比增长 13.4%；归属于母公司净利润 6276 万元，同比增长 66.52%；基本每股收益 0.33 元。2009 年一季度公司实现营业收入 2.97 亿元，同比增长 6.6%；实现营业利润 2398.21 万元，同比增长 42.65%；实现归属母公司所有者的净利润 1820.92 万元，同比增长 42.62%；基本每股收益 0.094 元。公司为国内卷烟配套用纸市场细分龙头之一，其主营产品拥有较高的毛利率。且卷烟纸行业具有高壁垒、需求刚性、非周期性的突出特点。而公司主导产品市场占有率超过 20%，多年来业绩保持着稳步的增长。此外，恒丰纸业生产品质量、生产成本均达到国际一流水平，具备参与国际竞争的的实力。根据我们的盈利预测，预计公司 2009、2010 年 EPS 为 0.44 元和 0.60 元；对应 2009 年 7 月 13 日收盘价 10.26 元，动态市盈率分别为 24 倍和 17 倍，维持“增持”评级。

**岳阳纸业(600963)：**公司 2008 年实现营业收入 32.72 亿元，同比增长 10.36%；营业利润 1.61 亿元，同比增长 8.23%；归属母公司净利润 1.40 亿元，同比增长 23.58%；基本每股收益 0.21 元。2009 年一季度公司实现营业收入 6.01 亿元，同比减少 25.43%；营业利润亏损 1204.22 万元；归属母公司净利润 1339.79 万元，同比减少 66.67%；基本每股收益 0.02 元。公司“林浆纸一体化”的发展战略完全符合造纸行业发展的趋势和国家产业政策的要求，有利于公司强化对上游原材料的控制力，走循环经济发展模式，年产 40 万吨含机械浆印刷纸项目将于 2009 年下半年投产，届时公司造纸产能将达到 100 万吨，为公司提供新的利润增长点。此外随着浆价的逐步上升，公司的大量造浆产能将可为公司贡献更多利润。预计公司 2009、2010 年 EPS 为 0.20 元和 0.27 元，对应 2009 年 7 月 13 日收盘价 8.35 元，PE 为 42 倍和 31 倍，维持“增持”评级。

**博汇纸业(600966)：**公司 2008 年实现营业收入 33.11 亿元，同比增长 4.52%；营业利润 3.46 亿元，同比增长 24.39%；归属母公司净利润 2.54 亿元，同比增长 28.23%；基本每股收益 0.50 元。2009 年一季度公司实现营业收入 6.45 亿元，同比减少 28.70%；营业利润 3054.68 万元，同比减少 72.27%；归属母公司净利润 2132.07 万元，同比减少 73.95%；基本每股收益 0.04 元。由于行业的回暖以及主要产品文化纸与高档烟卡纸需求稳定，公司业绩将保持稳定增长。且 2010 年有新增 35 万吨白卡纸产能投产，将成为未来新增利润增长点。预计公司 2009、2010 年 EPS 为 0.51 元和 0.71 元，对应 2009 年 7 月 13 日收盘价 8.38 元，PE 为 16 倍和 12 倍。维持“买入”评级。

表 5 重点公司盈利预测（2009 年 7 月 13 日收盘价）

| 股票代码   | 公司简称 | 每股收益（元） |       |       | 市盈率   |       |       | 评级 |
|--------|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
|        |      | 2008A   | 2009E | 2010E | 2008A | 2009E | 2010E |    |
| 000488 | 晨鸣纸业 | 0.57    | 0.40  | 0.49  | 15    | 21    | 17    | 增持 |
| 000815 | 美利纸业 | 0.43    | 0.26  | 0.40  | 25    | 42    | 27    | 中性 |
| 000910 | 大亚科技 | 0.38    | 0.47  | 0.62  | 25    | 20    | 15    | 增持 |
| 002014 | 永新股份 | 0.49    | 0.55  | 0.65  | 26    | 23    | 20    | 增持 |
| 002078 | 太阳纸业 | 0.46    | 0.58  | 0.61  | 32    | 25    | 24    | 增持 |
| 002191 | 劲嘉股份 | 0.51    | 0.46  | 0.59  | 24    | 26    | 20    | 增持 |
| 002228 | 合兴包装 | 0.56    | 0.37  | 0.55  | 24    | 35    | 24    | 增持 |
| 600069 | 银鸽投资 | 0.08    | 0.13  | 0.20  | 97    | 60    | 39    | 增持 |
| 600308 | 华泰股份 | 0.67    | 0.71  | 0.84  | 17    | 16    | 14    | 中性 |
| 600356 | 恒丰纸业 | 0.33    | 0.44  | 0.60  | 32    | 24    | 17    | 增持 |
| 600963 | 岳阳纸业 | 0.21    | 0.20  | 0.27  | 40    | 42    | 31    | 增持 |
| 600966 | 博汇纸业 | 0.50    | 0.51  | 0.71  | 17    | 16    | 12    | 买入 |

资料来源：天相投顾整理

## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

|   | 投资建议 | 预期个股相对天相流通指数涨幅    |
|---|------|-------------------|
| 1 | 买入   | >15%              |
| 2 | 增持   | 5---15%           |
| 3 | 中性   | (-) 5%--- (+) 5%  |
| 4 | 减持   | (-) 5%--- (-) 15% |
| 5 | 卖出   | < (-) 15%         |

## 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 天相投资顾问有限公司

|       |                                                                                      |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京富凯  | 地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室<br>电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032        |
| 北京新盛  | 地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层<br>电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100034 |
| 北京德胜园 | 地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层<br>电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088              |
| 上海天相  | 地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座<br>电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120            |
| 深圳天相  | 地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室<br>电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041          |
| 山东天相  | 地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C<br>电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014               |