

造纸行业

业绩分水岭凸现

—— 2009 年造纸行业中报前瞻

研究结论

- 下半年是“量价利”的复苏循环的第三阶段：盈利回归均值。我们认为继节后销量出现回升后，价格的上调是产能利用率提升后的必然，同时，行业 3 季度成本最低以及执行上调后的价格将导致盈利的复苏，这是一个“量价利”的正向循环过程。
- 未涂布纸种的提价预期、中报盈利好转和政策淘汰有望成为行业市场表现的催化剂。5 月开始的涂布类纸种提价主要由于下游需求回暖以及本年度新增产能较少的共同结果，而非涂布纸种，如新闻纸和箱板纸的价格由于前期供需关系恶化剧烈，导致提价滞后，我们认为在当前废纸和木浆报价下，非涂布纸有较为强烈的上涨可能；此外，中报盈利环比增长以及政策类淘汰将改善行业预期，从而推动股价表现。

- 我们预计中报可能超预期或者业绩较为靓丽的公司有：

太阳纸业：预期中报 0.28 元，市场普遍预期 0.25 元，超预期的原因在于二季度去库存化速度远快于市场平均，公司业绩对涂布纸涨价弹性较大；

劲嘉股份：预期中报 0.24 元，市场的普遍预期为 0.22 元，超预期（或者业绩较好）的原因是成本下滑，毛利率继续上升；

- 中报可能低于预期或者业绩可能较差的公司有：

博汇纸业：预期中报 0.16 元，市场的普遍预期为 0.23 元，低于预期的原因主要在于烟卡二季度盈利低于预期；

岳阳纸业：预期中报 0.06 元，市场的普遍预期为 0.09 元，低于预期的原因在于企业自制浆线开工不足；

- 影响 Q2 业绩预测准确性的风险因素：公司会计上对业绩的平滑处理。
- 维持行业看好评级，控制成本是未来制胜之道：尽管行业下半年盈利反弹并无悬念，但我们认为行业产能过剩的压力在当前 3 年内无法消除，这弱化了行业对下游的议价能力，因此控制成本将成为纸企未来发展的主要竞争手段。在这一逻辑下，我们推荐产业链一体化以及成本控制能力强的企业，如晨鸣纸业、太阳纸业和岳阳纸业；此外，我们也推荐产品需求较为稳定的劲嘉股份、博汇纸业和恒丰纸业。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

造纸、轻工行业分析师

8621-63325888 × 6079

zhengkai@orientsec.com.cn

杨春燕

造纸、轻工行业资深分析师

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

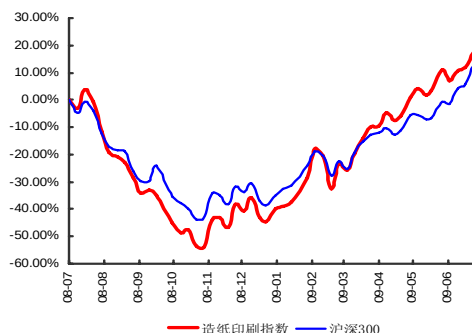
行业

造纸

报告日期

2009 年 7 月 8 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

5.5%

19.3%

32.3%

相对表现 (%)

0.0%

-8.1%

-7.3%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	08 年报	09 中报 E	09 年报 E	股价	评级
晨鸣纸业	0.57	0.08	0.36	8.23	增持
华泰股份	0.67	0.26	0.72	11.70	增持
景兴纸业	(0.53)	0.03	0.07	6.38	中性
博汇纸业	0.50	0.16	0.42	8.53	增持
岳阳纸业	0.21	0.06	0.19	8.36	增持
恒丰纸业	0.33	0.19	0.40	10.51	增持
劲嘉股份	0.52	0.23	0.77	11.26	增持
太阳纸业	0.46	0.28	0.55	14.30	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
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
盈利继续反弹无悬念	6 月 29 日

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。

目 录

1 上半年走过盈利低谷	3
1.1 浆价仍是行业盈利的先行指标	3
1.2 一季度去库存化结束，纸价二季度反弹	4
2 下半年盈利反弹：量价利循环的第三阶段	5
2.1 销量回升：盈利均值回归的前奏	6
2.2 价格上涨：盈利最主要的驱动因素	6
2.3 结论：三季度企业盈利继续增长	7
3 短期展望乐观，未来成本制胜	8
3.1 下半年政策面和基本面双轮驱动	8
3.2 未来坚持成本制胜的战略	9
3.3 继续推荐控制成本的企业	9
分析师承诺	12
投资评级说明	12

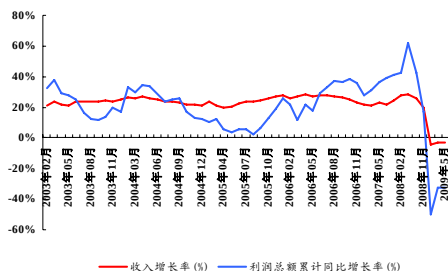
1 上半年走过盈利低谷

承接我们《布局浆价企稳》和《一季度是盈利低点》报告中的逻辑架构，行业上半年盈利处于历史低位，但从下半年开始我们认为企业盈利分水岭开始显现，体现为公司业绩环比出现明显的逐季改善。

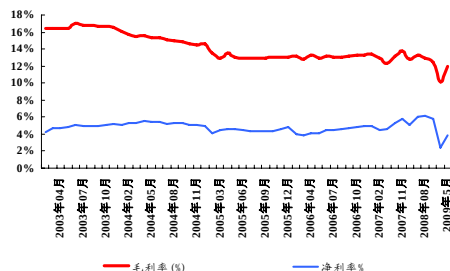
行业的实际数据也支持以上的论断，从国家统计局 1-5 月份的统计数据来看，行业销售收入 1617 亿元，同比下滑 3.34%，较 1-2 月跌幅收窄，实现利润 62.7 亿元，较去年同期下滑 32.7%，值得注意的是，去年上半年是行业盈利的巅峰时期，因此同比业绩下挫是符合我们预期的。

而我们更为关注企业产量提升和企业库存情况，一方面产量的提升意味着企业产能利用率回暖，5 月份的行业产量为 799 万吨，同比增长 8.3%，在 09 年产能增长 10% 的前提条件下，产量增长表明行业产能利用率有所提升，闲置产能的减少本身也意味着行业转暖的开始；另一方面，产量提升同时库存没有积压意味着下游需求恢复较为明显，从 5 月份的统计数据来看，5 月底行业纸品库存值为 366 亿元，较 11 月底 436 亿元有了较大幅度的下降，也表明行业去库存化进展顺利。综上两点因素，我们认为企业产量有所恢复而库存没有大幅增长，下游需求企稳现象得以证实，行业整体上半年完成了小幅微亏—略有盈利的转变过程。

图 1 1-5 月份行业盈利负增长

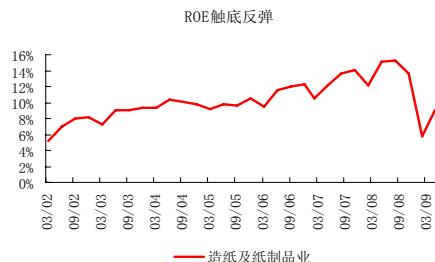


造纸毛利率和净利率触底反弹

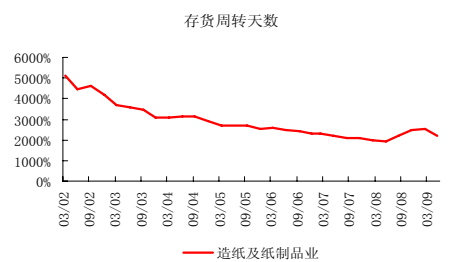


资料来源：东方证券研究所

图 2 行业 ROE 触底出现反弹



业内存货周转率提升



资料来源：东方证券研究所

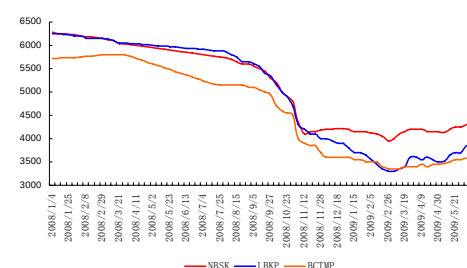
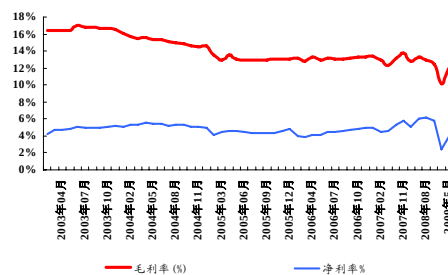
1.1 浆价仍是行业盈利的先行指标

我们认为在产能过剩的背景下，投资者更需关注企业中长期生产成本变化，造纸行业最大的成本木浆价格即为企业盈利的先行指标。从我们 3 月底推出《布局浆价企稳》的二季度策略报告后的行

业实际取向来看，完全符合我们“浆价触底带来企业盈利反弹”的观点：我们首先观察到浆价于3月份趋稳，同时纸价4月份止跌，需求的环比回暖带动5月开启了以铜版纸和白卡纸为主的第一轮涨价并取得成功，而产能利用率的持续回暖也引发了6月份的第二轮涨价，并带动企业盈利的反弹。

我们认为此轮涨价主要基于几个逻辑，首先是浆价止跌引发了下游对纸价不再继续下滑的预期；其次，终端库存已经处于零点，对上游价格是一个接收者；最后，国内大型纸厂库存均出现下滑，产能负荷达到高点，生产厂家涨价意愿强烈。以上三点形成了此轮涨价的充分条件。

从下图来看，我们也可以看到浆价企稳和企业盈利的反弹是一个前后脚的关系，我们先期的论点得到实际行业走势的证实。

图3 浆价3月起企稳

浆价企稳，行业盈利环比转暖


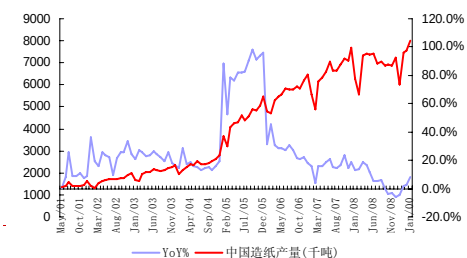
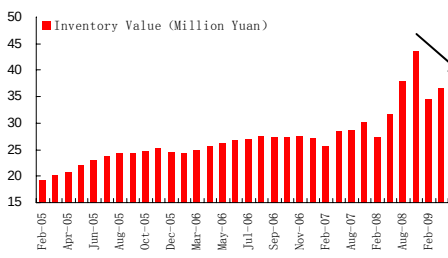
资料来源：东方证券研究所

1.2 一季度去库存化结束，纸价二季度反弹

始于去年四季度开始的行业深调，其影响1季度仍在持续，我们注意到一季度产能利用率较低，企业的主要任务是回收现金，清理存货，因此去库存化的过程中不可避免的削价竞争也伤害了企业盈利能力，这也导致了行业一季度毛利率和净利率的大幅回调。

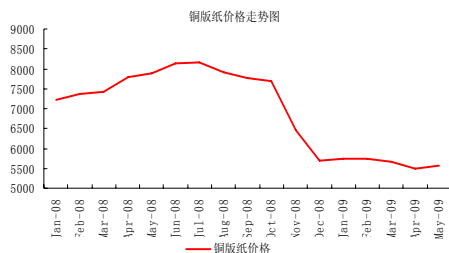
随着3月开始下游需求的逐月走高，企业很快摆脱了高库存带来的压力，行业盈利也趋于正常，尽管期间有所反复，但从纸厂、经销商等各环节都看到了纸品生产毛利率的环比上升，这带来了二季度造纸业绩的快速反弹。

纸价的调升时间点上基本符合我们先期预期，从调价品种来看，主要以今年产能扩张较少的纸种为主，如白卡纸和铜版纸，5月份调价150元左右，6月进一步上调300元。5、6月的调价主要以涂布纸种为主，未来我们认为随着废纸成本的上涨，未涂布纸，如新闻纸和箱板纸的调价预期渐浓。

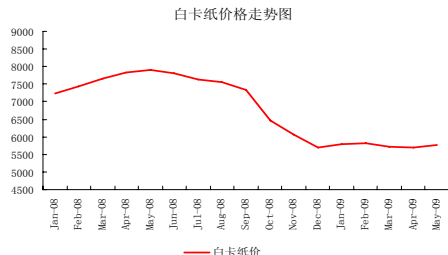
图4 5月产量增长8.3%，产能利用提升

库存从顶点回落


资料来源：东方证券研究所

图 5 铜版纸 6 月提价 300 元



白卡纸 6 月提价 300 元



资料来源：东方证券研究所

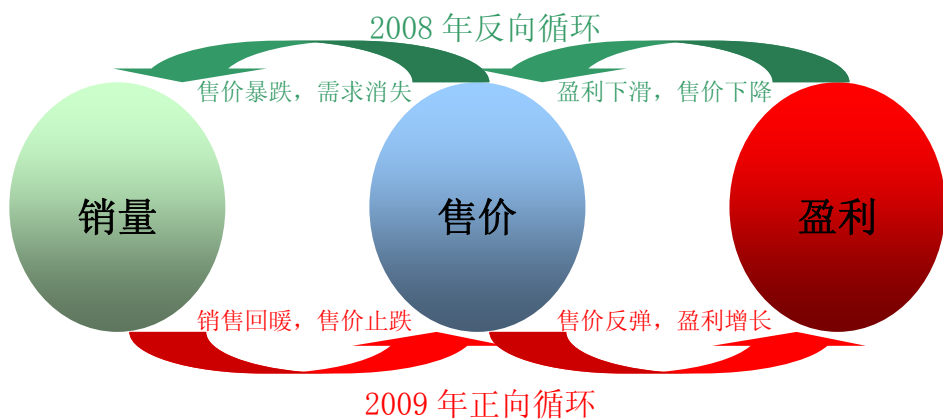
2 下半年盈利反弹：量价利循环的第三阶段

我们在《盈利继续反弹无悬念》的中期策略报告中提出行业“量价利”循环的复苏模式，我们认为上半年一季度行业呈现销量的反弹，二季度后半期行业总体库存下滑，带来部分纸品售价的回升，下半年将有望引发“量价利”循环的第三阶段，即盈利的反弹。

我们的量价利循环机制在历史上可以验证，从2008年的情况来看，正好是一个利价量的反向循环过程，而在去年同期，行业正处在顶点时期，行业的盈利增速非常快，5月份达到历史高点的62%，毛利率达到13.27%，但随后8月份开始利润增速和毛利率水平分别下滑到42%和12.94%，以博汇纸业为例更加明显，一季度盈利预增300%以上，二季度增速下滑至150%左右，且环比盈利出现下降；此后，奥运会结束，8、9、10月份纸价开始由滞涨转向微跌，而11、12、今年1月则表现为企业销售困难，市场需求消失。

综上所述，我们认为2009年上半年恰好是行业“量价利”的正向循环，未来盈利的回暖将是一个大概率的事件。

图 6 行业量、价、利的三循环，2008 年反向，2009 年正向



资料来源：东方证券研究所

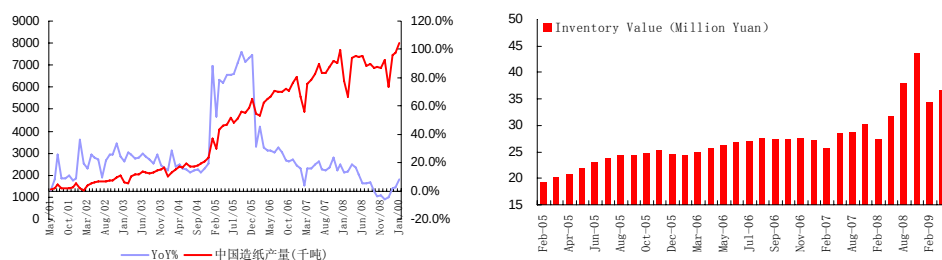
2.1 销量回升：盈利均值回归的前奏

从上文的分析来看，我们认为销量的增长是未来价格和盈利反弹的先决条件。从 1-5 月份的产量和库存数据来看，我们可以反推企业面临的下游需求有所恢复，实际上 3 月初浆价企稳后，行业面临的下游需求已经有了一定程度的反弹，而只不过行业内大型企业库存依然维持在高位，使得行业即便有提价的冲动，却迟迟不能付诸实施。

然而进入二季度后，这一现状有所改观，行业月均产量较一季度增长 15%，扣除季节性因素也有 10% 以上的增长，需求的持续走高压低了企业库存，并酝酿了提价的预期，而 5-6 月份涂布纸提价正是对这一预期的回应。因此，从这一意义上说，销量回升正是企业盈利均值回归的前奏。

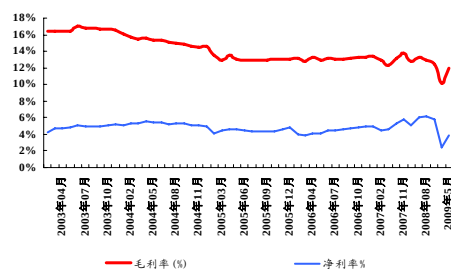
图 7 5 月产量增长 8.3%，产能利用提升

库存同期比增长幅度不大



资料来源：东方证券研究所

图 8 盈利能力二季度出现反弹



资料来源：东方证券研究所

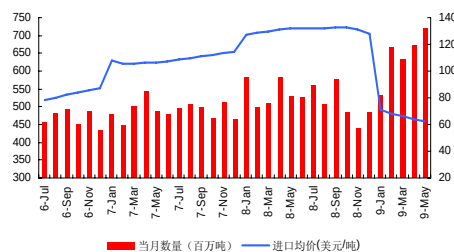
2.2 价格上涨：盈利最主要的驱动因素

销量的提升对企业盈利的贡献较小，事实上，前期高价原材料库存的延续使得企业销量环比增长的同时盈利增长甚少，这也构成了一季度行业的盈利低点。但随着二季度末纸厂上调纸品出厂价格，企业盈利将快速恢复，这也成为盈利反弹最主要也最直接的驱动因素。

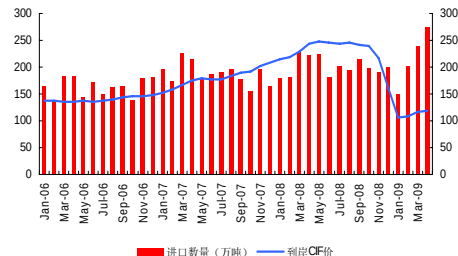
通过我们调研了解到，库存从订购到真正到厂需要 2 个月左右时间，而加上公司在库库存一般为一个月左右，因此行业内正常需要从 6 月份才能用上最为便宜的成本浆，三季度成本由于前期囤货因素，因此成本也将维持在 6 月份的水平上；另一方面，企业 5、6 月份开始提价，但前期的订单未能执行提价后的价格，因此提价反映到利润有 2 周左右的滞后，同时新闻纸、箱板纸的提价

预期也渐浓，行业在成本最低的三季度面临一个转升的产品价格，因此我们断定行业盈利继续反弹应无悬念。

图 9 国内实际到岸浆价 5 月降至最低

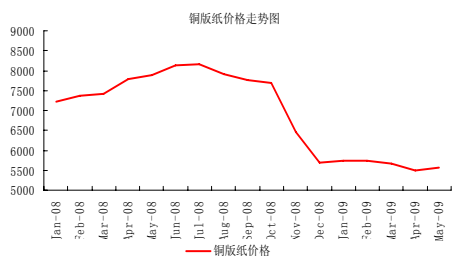


废纸到岸价处于底部，企业加紧囤积

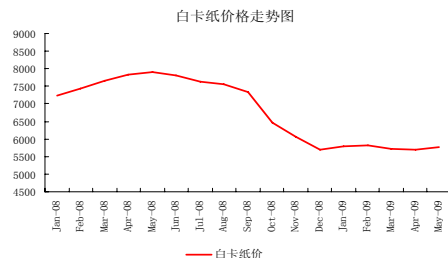


资料来源：东方证券研究所

图 10 铜版纸 6 月提价 300 元



白卡纸 6 月提价 300 元

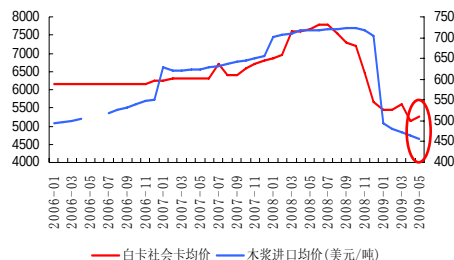


资料来源：东方证券研究所

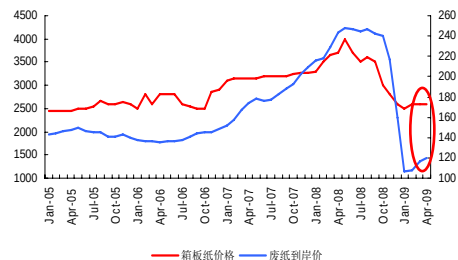
2.3 结论：三季度企业盈利继续增长

上半年行业的复苏情况基本符合预期。考虑到夏季是主要纸种的需求淡季，东方证券研究所认为这一期间油价将处于区间盘整，我们认为国际浆价经过近二个多月的连续上升将进入调整期。由于当前是主要涂布纸种的需求淡季，我们认为当前市场的弱势平衡将维持一段时间，在需求进入旺季前夕，主要产品价格有望继续提高。

图 11：纸品和实际到岸木浆价差扩大



包装纸与废纸价差将可能扩大



资料来源：东方证券研究所

由于主要纸厂在 2-3 月订购大量的低价纸浆，这部分低价产品将从 5-6 月进入成本，导致纸厂 2-3 季度的加权平均生产成本出现逐月下降。在当前基本满产的情况下，我们认为，未来盈利的增长将是二、三季度的主旋律。

以上是定性的分析，从定量的角度来看，我们的证据更加明确，以下图为例，我们可以观察到 2 季度的木浆实际进口成本是一路下行的，而废纸进口到岸价也是维系在低点区域，而 5 月份开始的二轮涨价将拉开企业的毛利空间，从而导致盈利的持续反弹。

因此，我们从这一逻辑基础上分析，我们认为下半年的主题是企业盈利能力和利润的恢复，尽管当前 PE 水平较高，但我们认为下半年盈利的复苏将导致 E 的环比增长快于 P 的增长，从而保障了 PE 水平的下滑，这在周期性行业中屡见不鲜，据此，我们也预计当前行业 PE 高企应是一种暂时的现象，未来企业有望在盈利快速反弹过程中，带来估值水平的下降。

3 短期展望乐观，未来成本制胜

从上文的分析，我们对三季度行业盈利的继续反弹持较为乐观的态度，正如我们在《盈利继续反弹无悬念：09 年下半年策略》报告中提出，三季度行业整体面临的成本将达到最低的水平，而 5、6 月份的部分纸种提价带动企业三季度盈利环比继续增长较为确定。我们预计企业二季度盈利如下表所示。

表 1：造纸行业 2 季度盈利预测

	08 年 EPS	EPS09-1Q	EPS09-1H	EPS09E	EPS10E	股价	PB08	PE09	评级
晨鸣纸业	0.57	0.00	0.08	0.36	0.53	8.23	1.38	22.86	增持
华泰股份	0.67	0.06	0.26	0.72	0.84	11.70	1.70	16.25	增持
景兴纸业	(0.53)	0.01	0.03	0.07	0.07	6.38	1.48	91.14	中性
博汇纸业	0.50	0.04	0.16	0.42	0.47	8.53	1.78	20.31	增持
岳阳纸业	0.21	0.02	0.06	0.19	0.42	8.36	1.85	44.00	增持
恒丰纸业	0.33	0.09	0.19	0.40	0.50	10.51	1.93	26.28	增持
劲嘉股份	0.52	0.19	0.23	0.77	0.83	11.26	4.27	14.62	增持
太阳纸业	0.46	0.12	0.28	0.55	0.71	14.30	2.80	26.00	增持

资料来源：东方证券研究所

从更为长远的角度来看，我们认为未来行业中企业的发展将会出现分化，唯有能够控制自身生产成本的企业才有望在将来激烈的市场竞争中脱颖而出。

3.1 下半年政策面和基本面双轮驱动

我们推荐投资者关注下半年行业投资机会，其市场表现将得到政策面和基本面的双轮驱动。

行业下半年将面临一系列政策的利好措施，如 9~10 月份全国环保大盘查，国家已经于 5 月 1 日开始执行环保新标准，标准的提高意味着制污投资和制污成本的大幅提高。全国范围内，外资和少数的规模企业基本达到了新的排放标准，而小型企业达标较为困难，但地方政府的治污决心并没有因为保经济和保就业有所松动，各地环保部门针对小纸厂偷排污水行为制定了“零点行动”，如河北地区环保部分对辖区内企业“造纸企业三次超标排放将关停”，“重点企业每月两次以上现场

监察”等政策措施，湖南地区开通了治污举报热线，对辖区内企业实施拉网式盘查，不符合新标准企业生产一律停产整顿，这一系列措施均超出我们预期。落后产能的淘汰将改善行业过剩的产能存量，这将加快业内达标企业盈利恢复速度。

表 2 环保投入门槛日趋严格

2009-2011 年现有企业标准				
	制浆企业	联合生产企业		造纸企业
		废纸制浆和造纸企业	其他制浆和造纸企业	
COD (mg/L)	200	120	150	100
BOD (mg/L)	50	30	30	30
色度	80	50	50	50
吨浆纸排水量 (方)	80	20	60	20
2011 年后现有企业和 2008 年新建企业标准				
	制浆企业	联合生产企业		造纸企业
		废纸制浆和造纸企业	其他制浆和造纸企业	
COD (mg/L)	100	90	80	80
BOD (mg/L)	20	20	20	20
色度	50	50	50	50
吨浆纸排水量 (方)	50	40	20	20

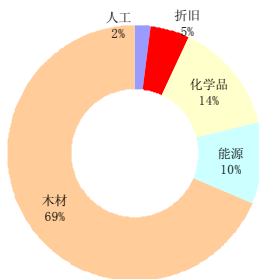
资料来源：环保部，东方证券研究所

同时，企业下半年盈利的恢复确定也为市场表现提供了较为坚实的基本面基础，从我们山东调研的结果来看，企业的盈利水平和议价能力均较前期有较大幅度的提升，三季度毛利率将继续反弹，且伴随着四季度节日需求和教材课本需求的释放，企业盈利料将继续走高。

3.2 未来坚持成本制胜的战略

下半年的盈利反弹是我们提出的主基调，从更长的时点来看，我们认为造纸行业的出路和发展基础仍在于成本控制。这是由于产能过剩的背景下，行业集中度 C10 仅为 25%，企业对下游没有议价能力，因此唯有控制成本，使自己成本低于行业平均水平才能使自己在激烈的竞争中存活下来，做大做强。

图 12 2007 年国内制浆成本结构



资料来源：东方证券研究所

另一方面，作为不具备成本控制能力的国内企业而言，压缩成本也并不容易，如企业造纸成本包括木浆（67%），能源（10%），化学品（14%），折旧（9%）等等，我国国内木材自给率低，基本依赖俄罗斯、东南亚地区进口，因此未来行业的胜出者必定是产业链一体化，且能够控制资源的规模化企业。

此外，作为行业内的龙头企业，其充沛的现金储备带来的经营灵活性，使其投资成本将能控制较低水平，掌握好的投资时机能使得企业吨纸折旧成本下滑 100 元以上，从而在未来的激烈竞争中获得较大的价格优势。

3.3 继续推荐控制成本的企业

综上所述，我们坚持一季度是行业盈利低点的基本判断，下半年企业盈利跟随“量、价、利”的发展模式逐月好转是一个大概率的事件，因此我们看好行业下半年市场表现。

同时，从行业的远景发展目标来看，我们认为“成本制胜”是一个在未来 2~3 年的主要逻辑线，也是企业能否率先于行业走出低谷的关键。从我们的比较优势来看，人工和能源是我们相对成本较低的优势所在，而是否能够压低木浆和折旧成本将成为衡量企业管理层优异与否的硬指标。

从当前行业内的情况来看，我们认为晨鸣纸业、太阳纸业和岳阳纸业相对具有优势，其产业链一体化或对原料的掌控领先于同行。

此外，我们也推荐所产产品需求较为稳定的企业，这类企业产品价格波动相对较小，未来不易受到经济萎缩带来的冲击，这类企业主要是劲嘉股份、博汇纸业和恒丰纸业。

附录 1：国际造纸行业估值比较

Name	Price	Market Cap	EPS08	EPS09	EPS10	PE08	PE09	PB09	Market value
2009/7/7 (Million Dollars)			per ton(USD)						
蓝底为东方证券研究所覆盖									
中国大陆									
晨鸣纸业	7.99	2,410.67	0.58	0.36	0.53	13.78	22.19	1.38	753.34
华泰股份	11.53	925.58	0.64	0.72	0.84	18.02	16.01	1.69	578.49
岳阳纸业	8.17	779.64	0.21	0.19	0.42	38.90	43.00	1.82	1237.53
太阳纸业	13.77	1,012.23	0.44	0.55	0.71	31.30	25.04	2.66	532.76
博汇纸业	8.25	609.08	0.50	0.34	0.47	16.50	24.26	1.68	761.35
景兴纸业	6.25	358.48	(0.54)	0.07	0.12	-	89.29	1.45	389.65
恒丰纸业	10.14	286.34	0.33	0.40	0.50	30.73	25.35	1.82	3253.91
劲嘉股份	11.06	1,038.92	0.52	0.52	0.56	21.27	21.27	2.72	
大亚科技	8.57	661.45	0.38	0.50	0.64	22.55	17.14	2.22	
上证综合当前估值						31.24	3.06		
中国香港									
玖龙纸业	5.11	2858.61	0.44	0.15	0.19	34.07	26.89	1.46	366.49
晨鸣纸业（H股）	5.55	1,476.65	0.66	0.41	0.60	13.60	9.23	0.85	461.45
理文造纸	7.61	606.70	1.27	0.63	0.89	12.08	8.59	0.96	328.47
维达纸业	5.20	606.70	0.18	0.31	0.36	16.88	14.33	2.75	
阳光纸业	2.00	105.12	0.16	0.21	0.30	9.52	6.67	0.59	187.72
恒生指数当前估值						16.13	1.76		
北美									
International Paper	14.75	6,375.05	(3.05)	0.15	0.46	-	32.28	1.54	354.17
Kimberly-Clark	53.26	22,060.61	4.06	4.19	4.73	12.71	11.26	6.17	
MeadWestvaco	15.84	2,710.17	0.52	0.23	0.57	68.28	27.79	0.97	
Potlatch Corp	23.72	942.71	1.33	0.98	1.04	24.13	22.92	-	
Weyerhaeuser	29.99	6,338.59	(5.57)	(2.40)	(0.88)	-	-	1.45	
Temple-Inland	12.09	1,287.63	(0.08)	0.39	0.38	31	31.6	1.80	
SINO-FOREST-CORP	12.17	2,910.39	1.25	1.36	1.71	7.69	6.12	1.24	
WEST FRASER TIMB	23.06	987.09	(3.20)	(4.43)	(1.93)	-	-	0.50	
标准普尔 500 当前估值						14.24	1.95		
欧洲									
Stora Enso	3.63	3,041.41	(0.85)	(0.04)	0.10	#N/A	N/A	0.53	265.35
UPM-Kymmene	6.07	3,156.22	(0.35)	(0.22)	0.15	#N/A	N/A	0.55	380.00
SCA HYGIENE PROD	320.00	2,247.50	14.37					1.80	
HOLMEN AB-B SHS	165.50	1,446.83	7.60	10.17	9.83	16.28	16.84	0.92	
LUNDBERGS AB-B	290.00	1,802.22	(36.19)	30.35	15.87	9.56	18.27	0.88	
PORTUCEL EMPRESA	1.72	1,318.57	0.17	0.10	0.10	17.71	17.90	1.04	
MONDI PLC	199.25	1,110.74	(0.42)	0.14	0.19	16.57	12.21	0.51	
Smurfit Kappa	3.31	720.57		0.21	0.32	15.59	10.20	-	
英国富时当前估值						32.07	1.52		
南美									
CMPC	14,359.00	5,310.77	1.24	0.89	1.49	29.77	17.77	0.81	
Aracruz	14.10	8,399.61	(4.09)	(0.43)	(0.24)	-	-	15.05	
Suzano	14.92	4,692.08	(1.47)	1.58	1.93	-	7.73	1.20	
Votorantim	20.64	8,506.89	(6.51)	(2.40)	1.05	-	-	0.64	
巴西圣保罗估值						20.31	1.65		
日本									
Nippon Unipac	2380.00	2,671.63	(208.60)	120.28	137.26	-	17.34	0.66	
Oji Paper	394.00	4,193.66	(6.40)	21.76	25.02	-	15.74	0.94	
Daio Paper	802.00	1,034.73	0.95	39.55	45.55	20.28	17.61	0.91	
日经 225 当前估值						#N/A	N/A	1.32	
中国台湾									
中华纸浆	11.20	203.32	0.18	(0.66)	0.41	-	-	0.79	
正隆	9.98	312.73	0.09	0.52	0.39	19.34	25.59	0.65	
台湾市场平均估值						63.08	1.62		
非洲									
MONDI LTD	3350.00		(0.42)	0.14	0.19	21.49	15.84	0.67	
SAPPI LTD	2130.00		0.45	(0.01)	0.15	#N/A	N/A	0.72	
海湾合作委员会 200 指数						19.40	1.63		

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