

行业盈利能力明显好转, 仍有较大改善空间

——造纸行业近期动态点评

核心观点

当前造纸行业正处于行业盈利能力恢复时期, 主要基于以下 3 点: (1) 当前产销情况已经明显好转, 机制纸及纸板产量增速连续三个月扩大, 一季度销售数据也实现了同比正增长, 我们认为二季度增幅将大于一季度增幅, 随着国家各项政策效果的显现, 下游需求好转明显; (2) 成品纸价格近期开始回升, 特别是近期铜版纸、白卡纸、灰底白板纸涨幅较大, 浆价和废纸价格虽然已经反弹较多, 但与历史高点比仍然较低; (3) 从当前公布数据来看, 造纸行业营业收入、利润总额降幅明显好转, 行业盈利能力也明显好转, 我们认为当前盈利能力虽然好转但是仍然有较大改善空间, 随着宏观经济的复苏, 造纸行业盈利状况有望稳步提升。

产销好转明显。2009 年 1-5 月, 机制纸产量同比增长 1.89%, 其中 5 月产量同比增长 7.7%; 从销售来看, 1 季度销量实现同比正增长, 目前还没有 2 季度数据, 但是 2 季度增幅肯定大于 1 季度。

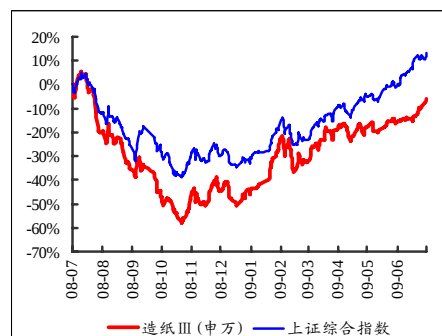
铜版纸、白卡纸、灰底白板纸价格反弹幅度较大。6 月份铜版纸、白卡纸、灰底白板纸价格较 4 月分别上涨 7.1%、4.4%、8.4%, 并且进入 7 月之后涨势依然很明显, 此三类纸价有望继续上涨。新闻纸和双胶纸价格保持平稳, 由于成本上升压力, 后期厂商有可能提价转嫁成本。

行业盈利能力正在稳步好转。2009 年 1-5 月, 造纸行业实现主营业务收入 1617.23 亿元, 同比下降 3.24%, 相比 09 年 1-2 月份主营业务收入降幅收窄 1.2 个百分点; 利润总额为 62.73 亿元, 同比下降 32.85%, 相比 09 年 1-2 月份造纸行业利润总额降幅收窄 17.25 个百分点。营业费用、财务费用、管理费用增长放缓, 三项费用占主营业务比例下降, 行业毛利率、销售利润率以及成本费用利润率显著提升, 但是仍有提升空间。

维持行业“推荐-A”投资评级。随着宏观经济的复苏, 造纸行业盈利状况有望稳步提升, 因此我们维持造纸行业“推荐-A”的投资评级。在个股方面, 推荐直接受益于铜版纸、白卡纸、灰底白板纸涨价的**太阳纸业 (002078)**、**晨鸣纸业 (000488)**, 同时建议关注有公开增发预期的**华泰股份 (600308)**。

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

行业近一年股价走势:



相关报告:

1. 把握行业盈利能力改善的投资机会——2009 年下半年造纸行业投资策略
2. 行业盈利改善和高成长性决定投资价值——太阳纸业 (002078) 投资价值分析
3. 太阳纸业 (002078): 林浆项目或成为公司业绩的新增长点

国都证券研究所

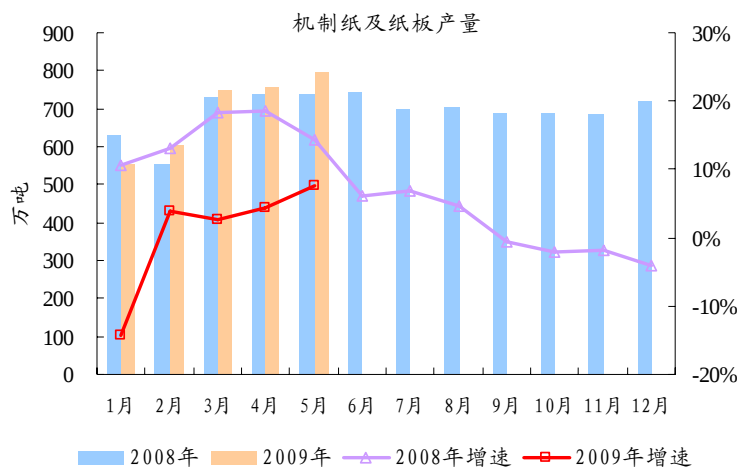
联系人: 周红军

电话: 010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

1. 5月机制纸及纸板产量同比增长7.7%

图表 1: 机制纸及纸板产量连续同比正增长

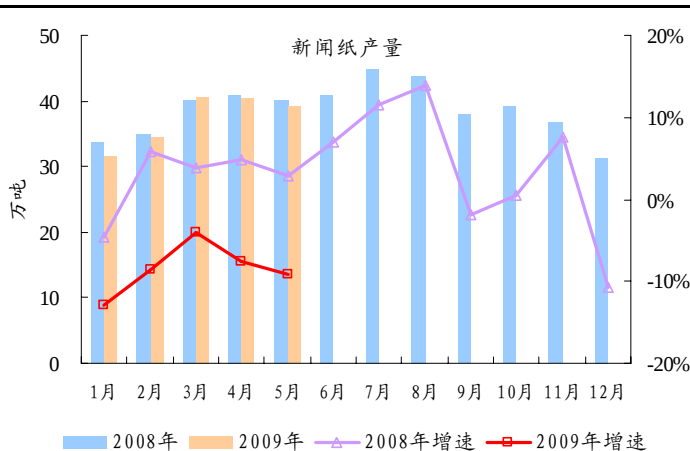


数据来源: WIND

2009年1-5月,我国机制纸及纸板产量为3458万吨,同比增长1.89%,其中1月份同比下降14.39%,降幅较大主要是由于春节因素的影响,前两个月累计产量还是略有下降,3月-5月产量分别同比增长2.72%、4.39%、7.70%,由于原材料价格处于较低价位同时纸价也有企稳迹象,许多关停的工厂陆续开工,这是导致产量增长的原因之一。同时,我们也认为随着多项振兴经济措施的实施,我国宏观经济确有回暖迹象,这样导致了对纸及纸板需求的增加。

从分品种的情况来看,2009年1-5月份,涂布类印刷用纸、卫生用纸原纸分别同比增长5.3%和53.8%,未涂布印刷用纸、新闻纸、箱板纸产量下降2.2%-10.3%不等。新闻纸5月份产量为39.19万吨,同比下降9.10%,降幅较上月扩大1.5个百分点。

图表 2: 新闻纸产量依旧低迷

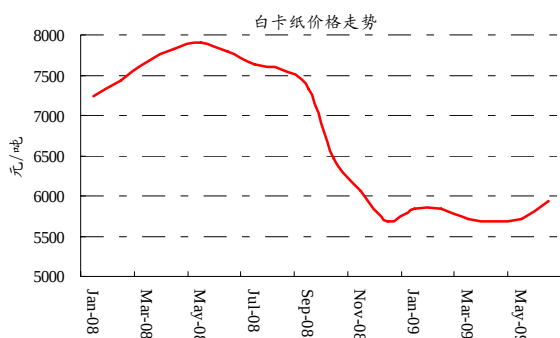


数据来源: WIND

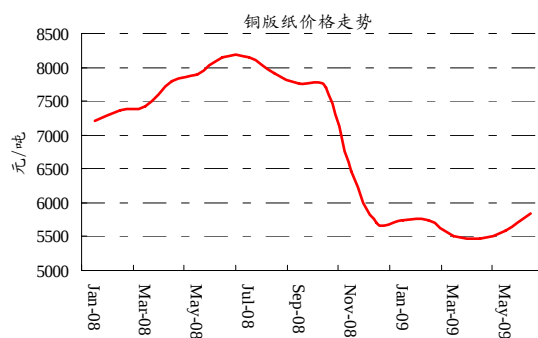
2. 铜版纸、白卡纸价格回升明显，双胶纸稳中有升

总体来看，近期铜版纸、白卡纸、灰底白板纸价格提升明显，6月份价格较前期（4月份）低点分别上涨7.1%、4.4%、8.4%，并且进入7月份以来此三类纸价涨势依然明显，未来有望继续提升；近期双胶纸价格以稳定为主，没有出现较大幅度反弹，近期可能会出现小幅反弹；箱板纸已经持续三个月上涨，每月上涨幅度大约在100元/吨；新闻纸价格止住了前期的下降趋势，4月份之后保持平稳，近期废纸价格反弹加大，后期厂商有可能提价来缓解成本上涨压力。

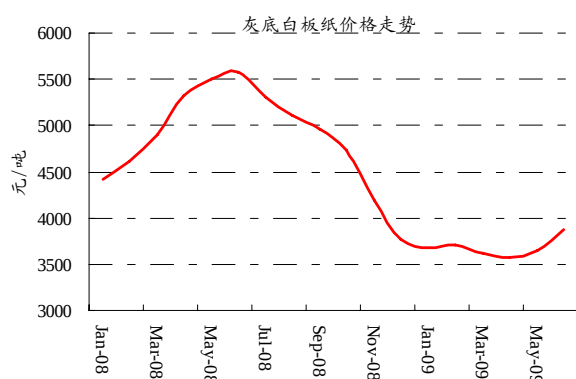
图表 3：白卡纸价格提升明显



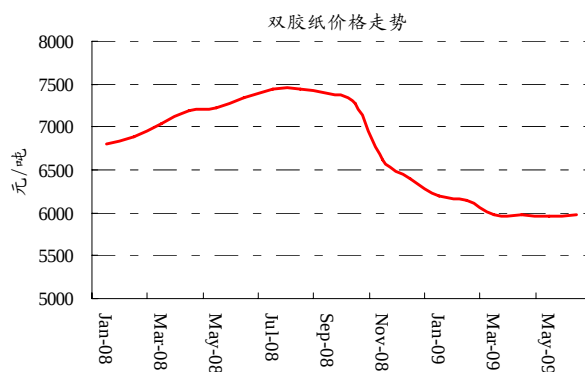
图表 4：铜版纸价格提升明显



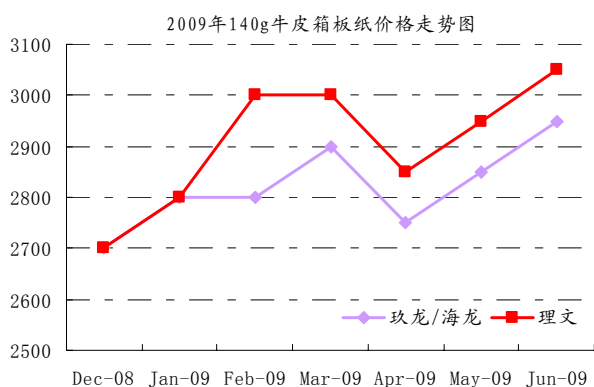
图表 5：灰底白板纸提价明显



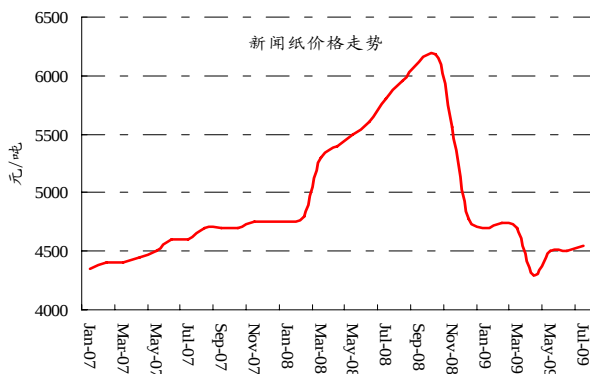
图表 6：双胶纸价格以稳定为主



图表 7：牛皮箱板纸价格持续反弹



图表 8：新闻纸价格平稳有企稳迹象



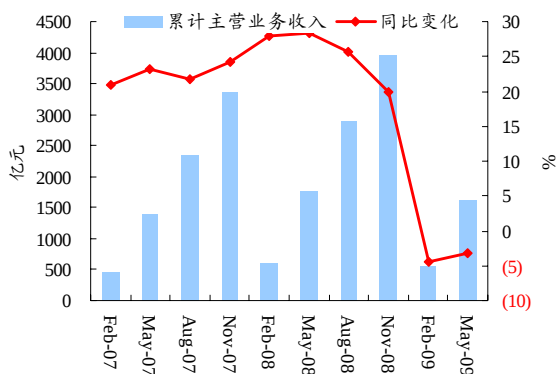
数据来源：WIND

3. 造纸行业盈利状况明显好转

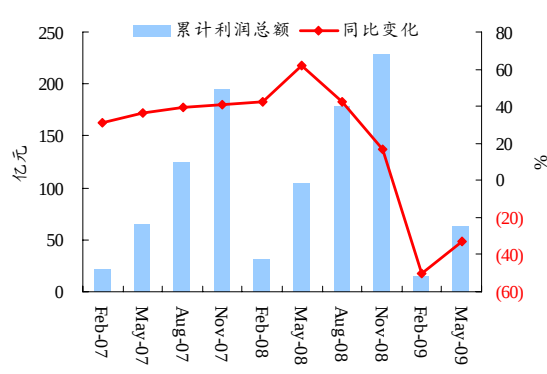
3.1 主营业务收入和利润总值降幅均收窄

2009 年前 5 个月造纸行业实现主营业务收入 1617.23 亿元, 同比下降 3.24%, 相比 09 年 1-2 月份主营业务收入同比下降 4.45%, 降幅收窄 1.2 个百分点; 利润总额为 62.73 亿元, 同比下降 32.85%, 相比 09 年 1-2 月份造纸行业利润总额同比下降 50.10%, 降幅收窄 17.25 个百分点, 造纸行业主营收入和利润总额已经有了较大改观。

图表 9: 主营业务收入降幅小幅收窄



图表 10: 利润总额降幅大幅收窄

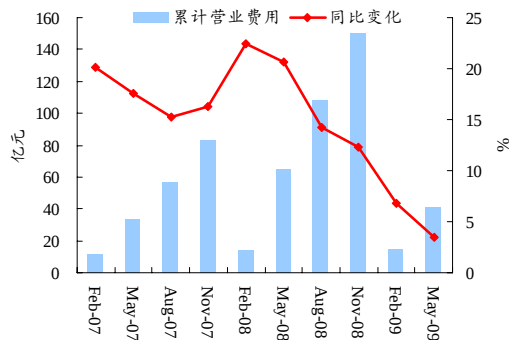


数据来源: WIND

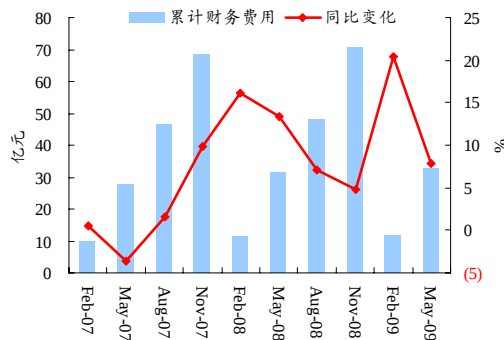
3.2 三项费用占比下降

从期间费用来看, 2009 年 1-5 月份, 营业费用、财务费用、管理费用分别为 40.82 亿元、32.64 亿元、46.51 亿元, 分别同比增长 3.45%、7.93%、6.13%, 涨幅较上月分别缩小 3.36 个百分点、12.51 个百分点、0.15 个百分点。从三项费用之和占主营业务收入的比例来看, 2009 年 1-5 月三项目费用之和占主营收入的比例为 7.42%, 环比下降 0.62 个百分点。

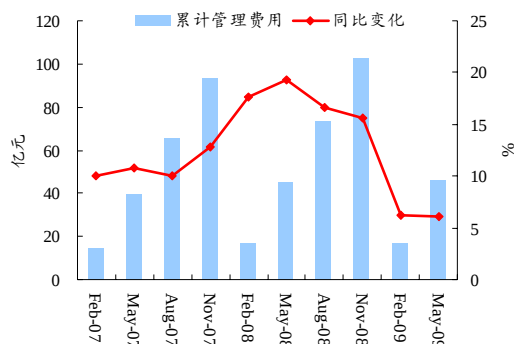
图表 11: 营业费用同比增幅下降明显



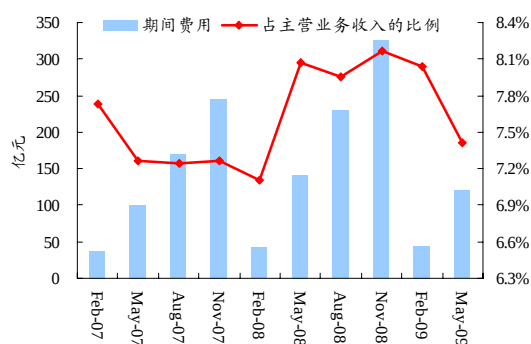
图表 12: 财务费用增幅环比大幅下降



图表 13: 管理费用增幅环比持平



图表 14: 期间费用率下降明显

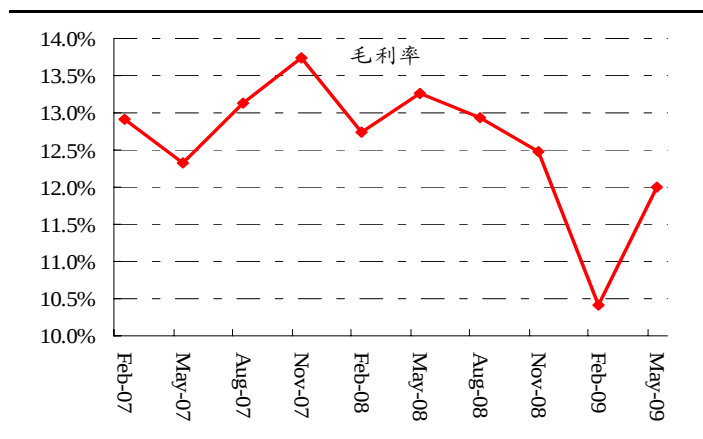


数据来源: WIND、国都证券研究所整理

3.3 造纸行业盈利能力正在逐步好转

从毛利水平来看, 2009 年 1-5 月份, 造纸行业毛利率为 12%, 环比今年 1-2 月份毛利率提升了 2 个百分点, 对于整体毛利水平较低的造纸行业来讲, 毛利率提升的幅度还是很明显, 目前的毛利率水平还是低于前两年的平均水平, 因此整体来讲还存在较大改善空间。

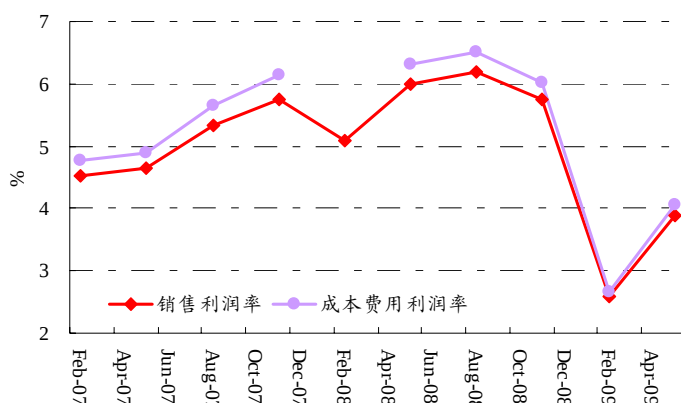
图表 15: 行业毛利率环比好转



数据来源: WIND

2009 年 1-5 月份, 造纸行业销售利润率为 3.68%, 环比上涨了 1.28 个百分点; 造纸行业成本费用利润率为 4.07%, 环比上涨了 1.41 个百分点。近三个月, 行业盈利状况明显好转, 销售利润率与成本费用利润率在 09 年 2 月份之后改善明显, 但是和前两年的情况相比还是有较大的改善空间。整体来看, 不论从毛利率还是从销售利润率与成本费用利润率来看, 近期改善都很明显, 但是与前两年平均水平相比仍有改善空间, 当前造纸行业仍处在行业盈利能力逐步改善的进程之中。

图表 16: 销售利润率与成本费用利润率明显提升



数据来源: WIND

4. 维持行业“推荐-A”投资评级

我们认为当前造纸行业正处于行业盈利能力恢复的时期,主要基于以下几点:(1)当前产销情况已经明显好转,机制纸及纸板产量增速连续三个月扩大,一季度销售数据也实现了同比正增长,我们认为二季度增幅将大于一季度增幅,随着国家各项政策效果的显现,下游需求好转明显;(2)成品纸价格近期开始回升,特别是近期铜版纸、白卡纸、灰底白板纸涨幅较大,浆价和废纸价格虽然已经反弹较多,但与历史高点比仍然较低;(3)从当前公布数据来看,造纸行业营业收入、利润总额降幅明显好转,行业盈利能力也明显好转,我们认为当前盈利能力虽然好转但是仍然有较大改善空间,随着宏观经济的复苏,造纸行业盈利状况有望稳步提升,因此我们维持造纸行业“推荐-A”的投资评级。在个股方面,推荐直接受益于铜版纸、白卡纸、灰底白板纸涨价的太阳纸业(002078)、晨鸣纸业(000488),同时建议关注有公开增发预期的华泰股份(600308)。

图表 17: 造纸行业估值一览

	简称	股价 (元)	总股本 (亿股)	每股收益(元)			PE			PB	评级
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E		
000488	晨鸣纸业	8.44	20.62	0.57	0.37	0.56	14.8	22.8	15.1	1.42	推荐-A
002078	太阳纸业	15.33	5.02	0.46	0.56	0.70	33.3	27.4	21.9	2.89	推荐-A
600966	博汇纸业	8.69	5.05	0.50	0.36	0.64	17.4	24.1	13.6	1.78	推荐-A
600308	华泰股份	11.93	5.49	0.67	0.62	0.92	17.8	19.2	13.0	1.74	推荐-A
600963	岳阳纸业	8.59	6.52	0.21	0.2	0.4	40.9	43.0	21.5	1.9	
600356	恒丰纸业	10.86	1.93	0.33	0.40	0.50	32.9	27.2	21.7	1.92	
000815	美利纸业	11.13	1.58	0.43	0.31	0.45	25.9	35.9	24.7	1.85	
002067	景兴纸业	6.42		(0.53)	0.06	0.16	(12.1)	107.0	40.1	1.49	
600069	银鸽投资	7.74		0.08	0.18	0.25	96.8	43.0	31.0	3.31	
	平均	9.9	6.6	0.3	0.3	0.5	29.7	38.8	22.5	2.0	

数据来源: 国都证券研究所

国都证券投资评级

表 1: 国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2: 国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	减持	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明: 本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。