

兴业证券2009年下半年投资策略

短期看毛利率反弹，长期看销量增长 ——造纸行业2009年下半年投资策略

兴业证券研发中心
雒雅梅

2009年7月



投资要点和行业评级

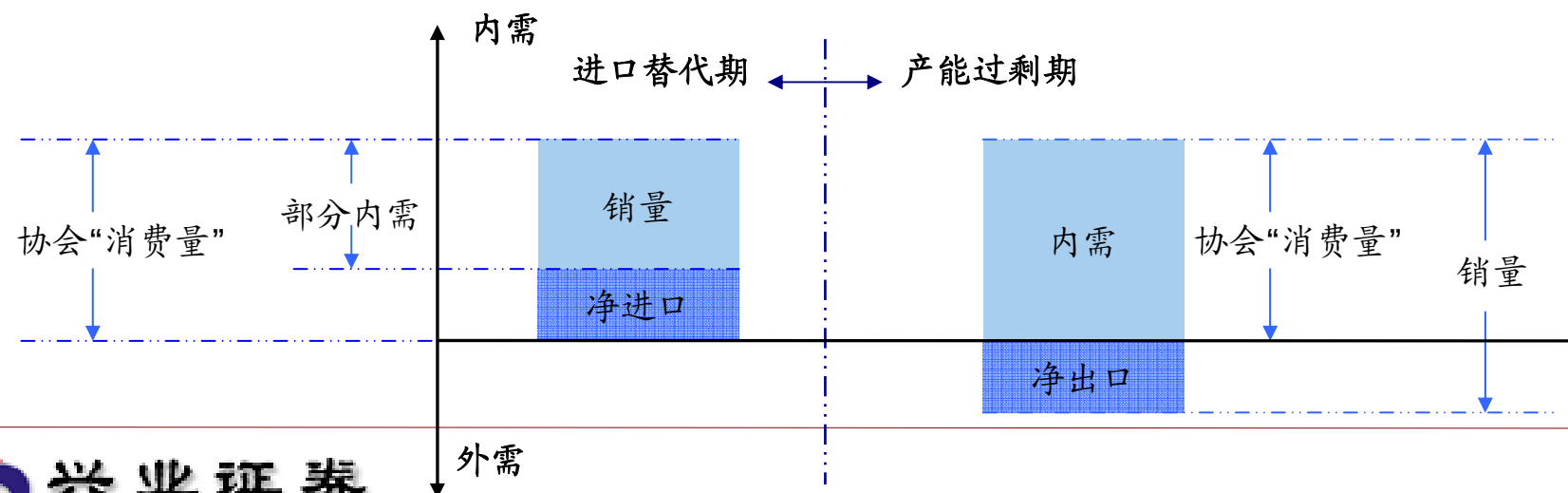
- 行业景气持续回升
需求向好推动供需关系改善
成本降低带动毛利率大幅反弹
产业链上游即将迎来转机
- 继续给予行业“推荐”投资评级
- 重点推荐太阳纸业、博汇纸业、华泰股份、晨鸣纸业

目录

- 需求好转带动供需关系改善
- 毛利率反弹推动下半年利润翻番
- 产业链上游即将迎来转机
- 行业投资路线推导
- 中期投资策略
- 重点推荐公司

用“销量”（而非“消费量”）来衡量“需求”更具合理性

- ❑ 协会“消费量”仅代表内需。以往的研究中，大家更多的是借用协会公布的“消费量”代表需求以衡量供需关系。而按照协会的统计口径：消费量=销量+净进口=消费量+进口量-出口量，可见，这种“消费量”实质上是国内消费量的概念，旨在核算内需，而对外需（净出口）则人为予以了扣除，未做考虑。
- ❑ 我们提出：在当前产能过剩时代，用“销售量”来衡量行业真实需求量更具合理性和科学性。我们认为，在过去进口替代时期，用上述“消费量”代表需求量衡量供需关系是科学、合理的。因为当时行业产能不足而需求旺盛，换言之，产能仅能满足部分内需，尚无暇兼顾外需。而当前情况已发生根本性扭转，进口替代已基本完成，产能过剩情况正日益突出，外需作为过剩产能的一个重要出路扮演着愈来愈重要的角色。在此情况下，如果我们仍旧对其视而不见，则将会使研究的科学性大打折扣。
- ❑ 行业总需求量（销量）=内需+外需=“消费量”+净出口



经济周期不同阶段行业需求量呈现出不同特性

- **预测方法：**由于造纸行业下游需求面广，度量难度较高，因此我们仍避免不了落入俗套，依据其和GDP的高度相关性来预测未来需求。
- **我们的研究特色：**将GDP按照经济周期进行划段，研究不同阶段上需求量的变化特点。
- **研究对象：**我们观察了1990年以来的两个完整经济周期（1990-1999，2000-2009）。通过研究经济周期不同阶段的消费量变化特点以期对未来2年行业走势提供指导和借鉴意义。

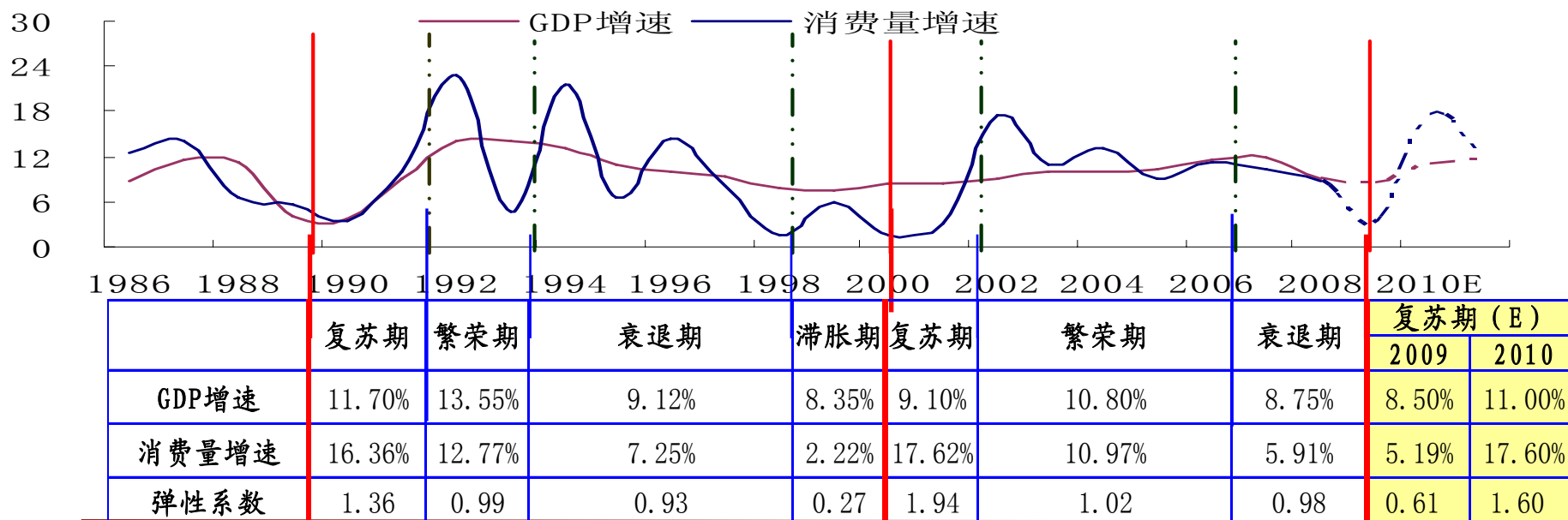
表：经济周期不同阶段行业消费量特性：

	宏观经济表现	时间段	行业需求量和GDP的关系
经济复苏期	GDP向上 CPI向下	1990-1992 2001-2002	平均增速高于GDP, 波动性较大。在复苏初期（如1990年、2001年），消费量增速低于GDP增速；而在全面复苏阶段（如1991年、2002年），消费量增速高于GDP增速。
经济繁荣期	GDP向上 CPI向上	1992-1994 2002-2007	平均增速和GDP趋同。消费量增速相对平稳，基本运行在GDP上方，而在繁荣末期（如1993年，2007年），则加速回落至GDP下方。
经济衰退期	GDP向下 CPI向下	1994-1999 2007-2009	平均增速低于GDP增速，呈加速回落态势。
经济滞胀期	GDP向下 CPI向上	1999-2001	消费量增速远落后于GDP增速，增长接近停滞。

资料来源：兴业证券研发中心

预测难点:弹性系数如何确定?

- 原因: 在确定了需求量变化规律的前提下, 预测的难点就转移到了不同时期行业需求量对GDP的敏感性系数如何确定? 弹性系数的小副变化往往会导致预测结果天壤之别, 我们要做的就是尽量减小这种波动, 使其更接近真实。
- 前提假设: 根据兴业宏观经济研究观点, 我们首先假设2009和2010年GDP增速分别为8.5%和11%。并且假设2009年经济处于复苏初期, 2010年全面复苏。
- 过程和结果: 参照前两个经济复苏期, 2009年弹性系数我们取历史同一阶段1990和2001年的平均值0.61; 2010年弹性系数我们取历史同阶段1991、1992和2002年的平均值1.6。根据弹性系数, 我们测算出2009年和2010年行业需求增速分别为5.19%和17.6%。



主要纸种供需关系预测

- 我们如法炮制，对主要纸种未来需求增速分别予以测算。但由于各子行业数据时序较短，我们难以从一个经济周期的波动中筛选出规律性的数据，因此，我们测算不同纸种需求时，充分结合时代背景、行业特点以及当期重大事件对干扰性因素予以扣除，尽量使我们的弹性系数接近真实、合理。
- 具体测算步骤如下：
 - 1、测算需求，具体分三个步骤：
 - 测算内需增速：分析国内消费量和GDP的关系，重点确定敏感性系数。
 - 测算外需增速：分析历史净出口量，按照合理比例测算未来净出口量。
 - 总需求增速：加总内需和外需
 - 2、测算供给：统计未来新增产能
 - 3、配比需求和供给，判断未来行业供需关系走势。

铜版纸：供需趋于恶化

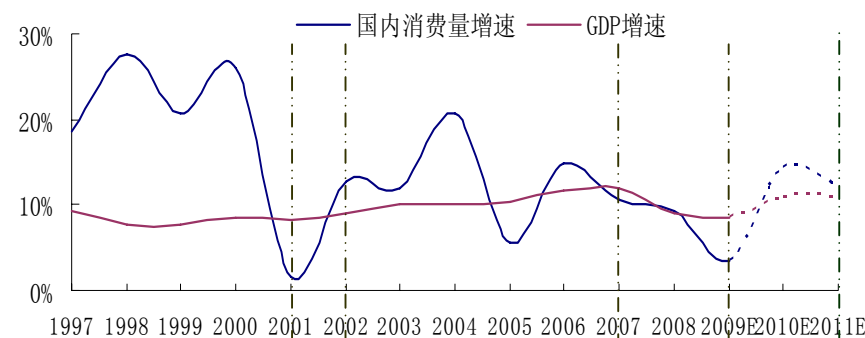
- 内需预测：2009-2011年增速分别为**3.4%**、**14.3%**和**12.1%**。

干扰因素：2000-2001，铜版纸内需增速由高点26%骤降至1.7%，波动剧烈，一方面是受到经济下滑影响；另一方面进口产能受到国内反倾销的压制，加剧了这种下滑速度。02年经济开始好转，增速大幅反弹至12.8%。据此，我们确定弹性系数时对此做适当扣除。

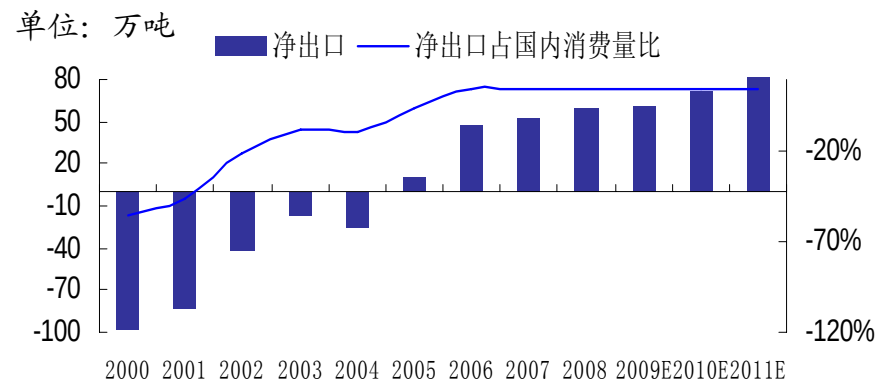
- 外需预测：2009-2011年净出口量分别为**61**、**71**、和**81**万吨。

假设：2009-2011年，净出口量与国内需求量的比值分别为14.71%、15%和15.3%。

依据：我们发现，2005年铜版纸完成进口替代后，净出口量与国内消费量的比例一直稳定在14.5%左右。而2009年前4个月铜版纸净出口量逆势增长11%，则我们判断09年总量或有增长。而2010-2011年随着全球经济复苏净出口量有望反弹。

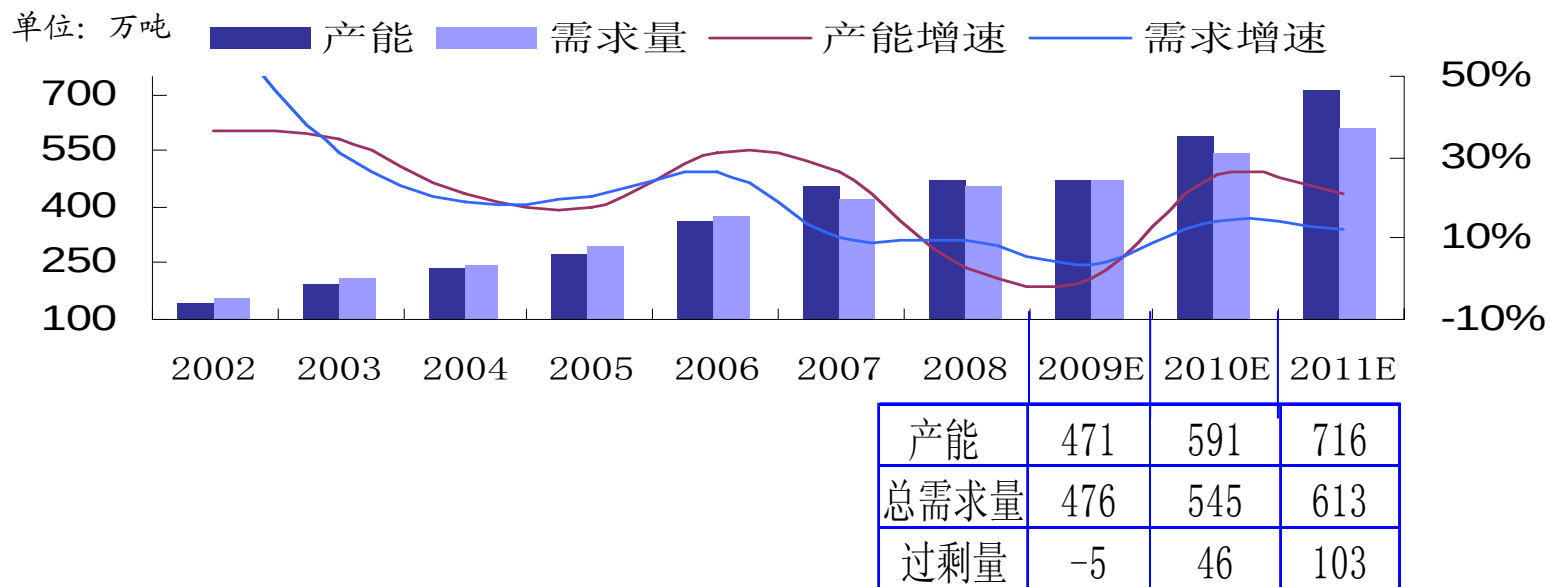


	复苏期		繁荣期	衰退期	复苏期		
	2001	2002	2002-2007	2007-2009	2009	2010	2011
GDP增速	8.3%	9.1%	10.8%	8.8%	8.5%	11.0%	11.0%
内需增速	1.7%	12.8%	12.6%	6.3%	3.4%	14.3%	12.1%
弹性系数	0.2	1.4	1.2	0.7	0.4	1.3	1.1



铜版纸：供需趋于恶化

- **总需求量：**结合内需和外需，我们测算出**2009-2011**年铜版纸总需求增速分别为**3.4%、14.59%和12.39%**。
- **产能：****09**年缓和，**2010**年起呈放大趋势。按照我们统计未来一段时期的新增产能来看，**09**年新增产能较少，而**2010**年约有**120**万吨左右的产能释放，供给压力较大。
- **供需关系趋于恶化：**配比产能和需求，结果显示，**2009**供需基本平衡，而**2010**年起。产能大幅释放将使供需关系趋于恶化。



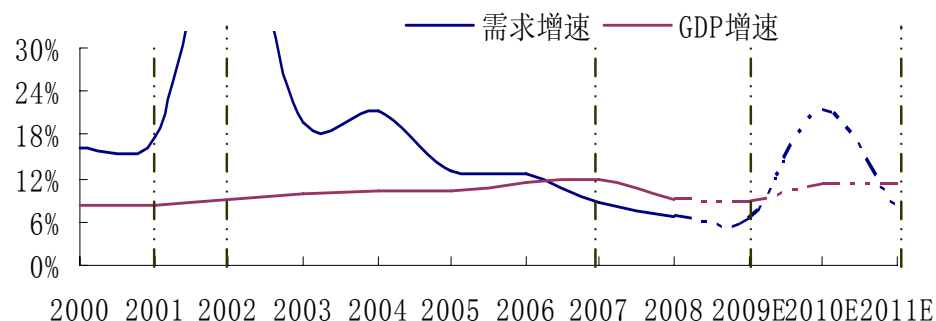
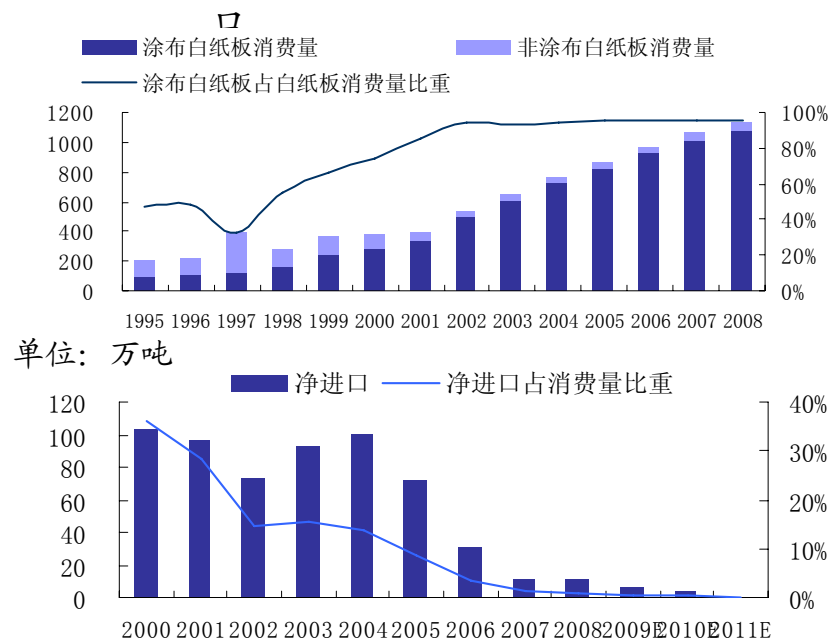
涂布白纸板（含白卡）：或将引领行业景气

□ 内需预测：2009-2010年增速分别为6.4%、21.1%和7.6%。

干扰因素：上轮经济复苏期，涂布白纸板正经历两个“替代”：一个是对进口的替代；二是涂布白纸板对非涂布白纸板的替代，从而增速高达30%以上。而当前进口替代已经完成，消费量进入了自然增长期。考虑这一历史背景，预测时将弹性系数做适当调整。

□ 外需预测：预计未来两年为“0”

涂布白纸板总体虽已完成进口替代，但是高档涂布白卡（如食品级白卡）产能仍存在结构性不足，尚需依赖进口。但我们预计随着国内技术的逐步成熟，不久的将来必然完全取代进口

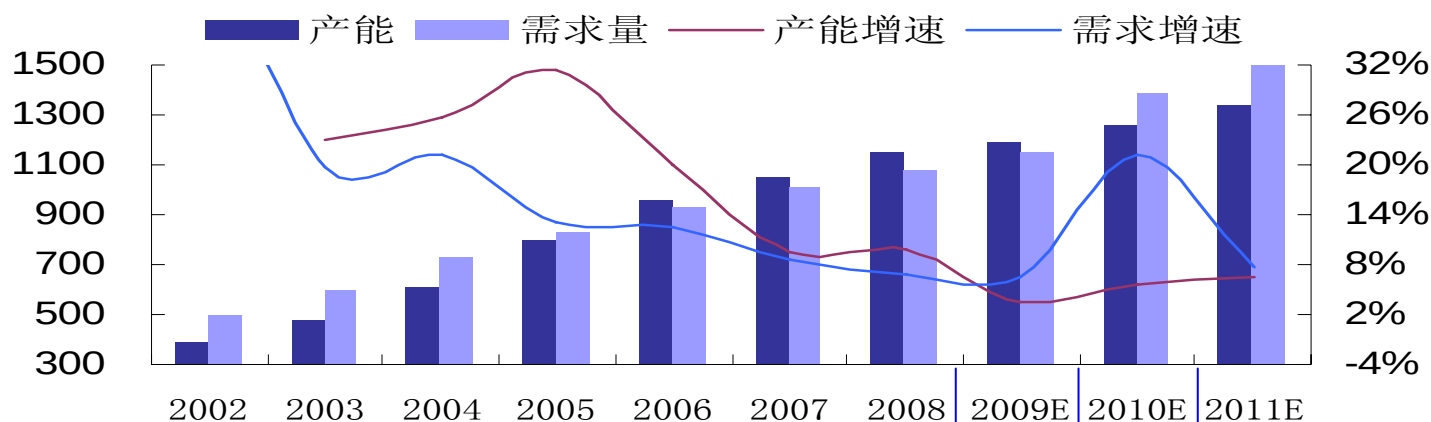


	复苏期		繁荣期	衰退期	复苏期		
	2001	2002	2002-2007	2007-2009	2009	2010	2011
GDP增速	8.3%	9.1%	10.8%	8.8%	8.5%	11.0%	11.0%
内需增速	17.8%	49.6%	19.8%	6.6%	6.4%	21.1%	7.6%
弹性系数	2.1	5.4	1.8	0.8	0.8	1.9	0.7

涂布白纸板（含白卡）：或将引领行业景气

- **总需求：**2009-2010年涂布白纸板（含白卡）总需求增速分别为6.44%、21.1%和7.6%。
- **产能：增长放缓。**09年产能释放压力较小，影响力相对较大的只有太阳纸业08年8月份投产的40万吨液包生产线年内会有部分产能释放出来。2010和2011年来看，我们统计在手约65万吨和80万吨新增产能释放，约占存量产能的5%和7%，供给总体较为缓和。
- **供需反转，景气攀升：**配比产能和需求，结果显示，在供给放缓的前提下，2010年需求的大幅反弹或将彻底扭转行业供需关系，未来2年内推动景气持续上升。

单位：万吨

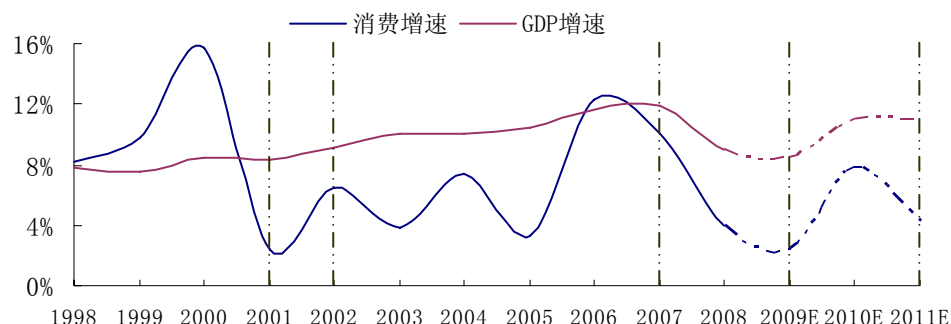


产能	1191	1256	1336
总需求量	1151	1394	1500
过剩量	40	-138	-164

未涂布印刷书写纸：好“景”不长

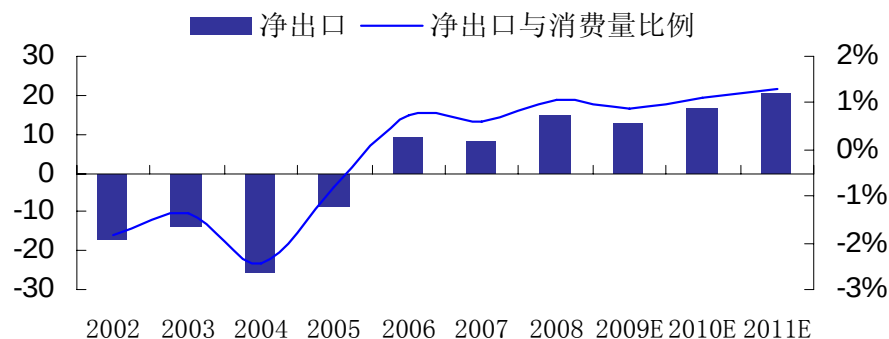
□ **内需预测：**随着商业传单、发票等日益广泛的使用，未涂布印刷书写纸和宏观经济的相关性越来越高。参照历史，我们测算**2009-2011**年消费量增速分别为**2.4%**、**7.8%**和**4.2%**。

□ **外需预测：**06年起，未涂布印刷书写纸实现净出口，但占国内消费量的比例仍然相对较小，未来随着全球经济复苏，有望逐步上升。据此，我们测算**2009-2010**年的出口量分别为**13万吨**、**17万吨**和**21万吨**。



	复苏期		繁荣期	衰退期	复苏期		
	2001	2002	002-200	007-200	2009	2010	2011
GDP增速	8.3%	9.1%	10.8%	8.8%	8.5%	11.0%	11.0%
内需增速	2.3%	6.5%	7.3%	3.2%	2.4%	7.8%	4.2%
弹性系数	0.3	0.7	0.7	0.4	0.3	0.7	0.4

单位：万吨



未涂布印刷书写纸：好“景”不长

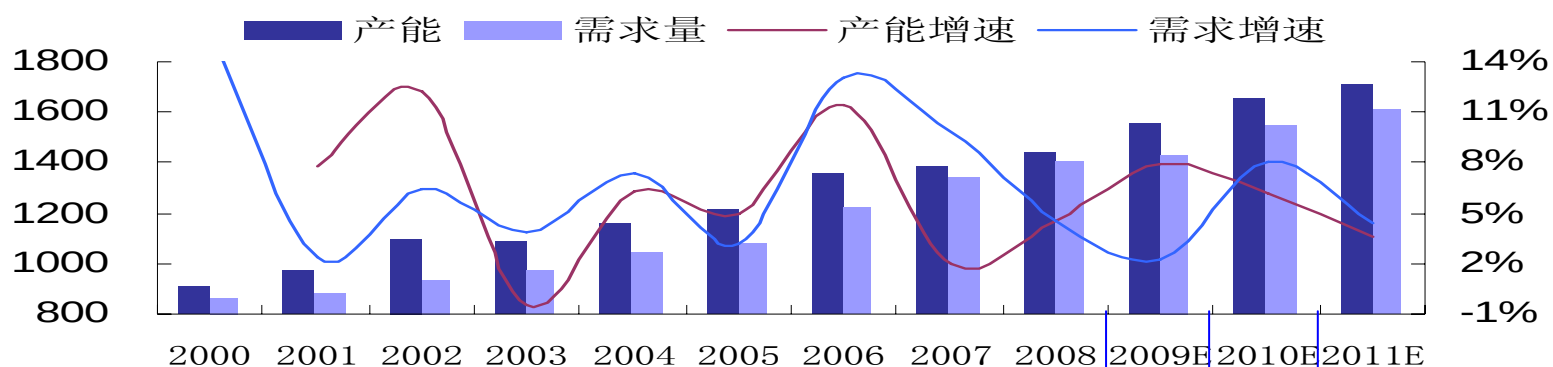
- 产能：在手数据显示，2009-2011 年新增产能分别为90万吨、95万吨和60万吨，约相当于存量产能的8%、7%和4%。

总体产能一直呈过剩状态，但其中高档产品受益于消费升级和节能减排在过去两年中呈现供不应求态势。但未来新增产能过大，景气恐难维系。

节能减排：实际上缩减的是中小企业产能，而新增产能一般来自于大型企业。两相因素交互作用的过程实质上就是产业集中度不断提高和产业结构不断优化的过程。但影响程度则取决于政策执行力度。

转产：由于近期新闻纸景气度低于文化纸导致部分新闻纸产能转产也一定程度上增加了文化纸的供给。考虑到这点，实际供给压力可能更大。

- 供需关系呈恶化态势。配比产能和需求，结果显示，未来两年未涂布印刷书写纸供需关系呈恶化状态，尤其是高档文化纸，产能扩张剧烈，不容乐观。



单位：万吨

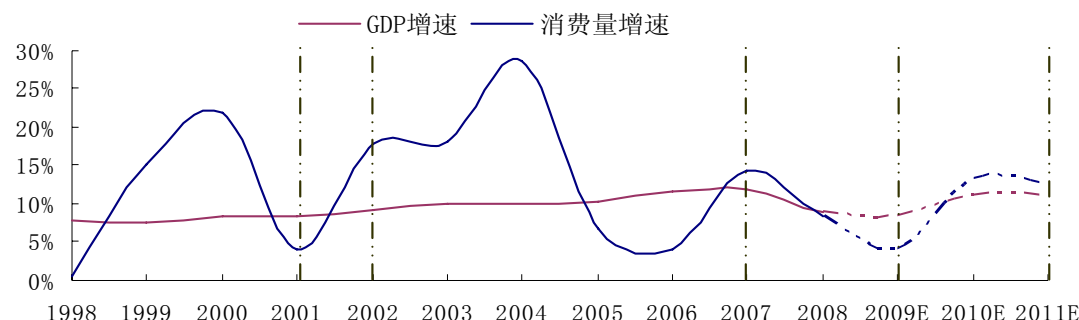
产能	1558	1653	1713
总需求量	1431	1546	1613
产能过剩量	127	107	100

新闻纸：景气提升

- 内需预测：2009-2011年内需增速分别为4.1%、14.2%和12.5%。

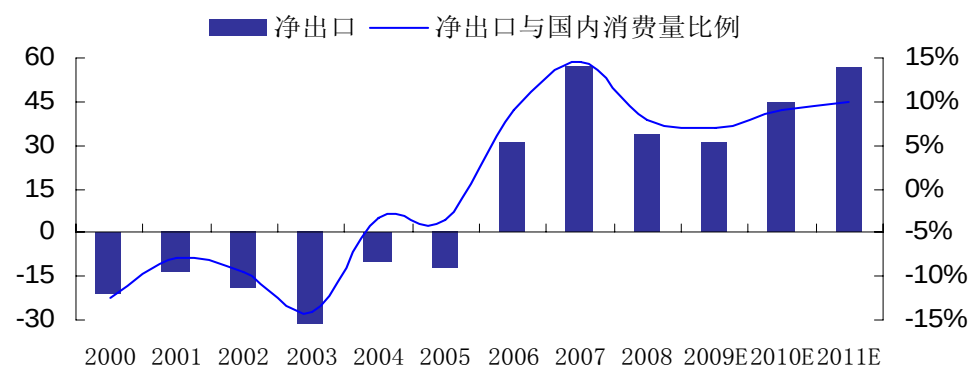
新闻纸近年遭遇的一大阻力就是电子媒体对其的替代，使得消费量增速呈不断下滑趋势，长期来看，衰退宿命难以避免。在做未来两年需求测算的时候，我们对这一因素予以考虑。

- 外需预测：2009-2011年净出口量分别为31万吨、45万吨和56万吨。约相当于国内消费量的7%、9%和10%。



	复苏期		繁荣期	衰退期	复苏期		
	2001	2002	2002-2007	2007-2009	2009	2010	2011
GDP增速	8.3%	9.1%	10.8%	8.8%	8.5%	11.0%	11.0%
内需增速	4.0%	17.9%	14.0%	6.2%	4.1%	13.2%	12.5%
弹性系数	0.5	2.0	1.3	0.7	0.5	1.2	1.1

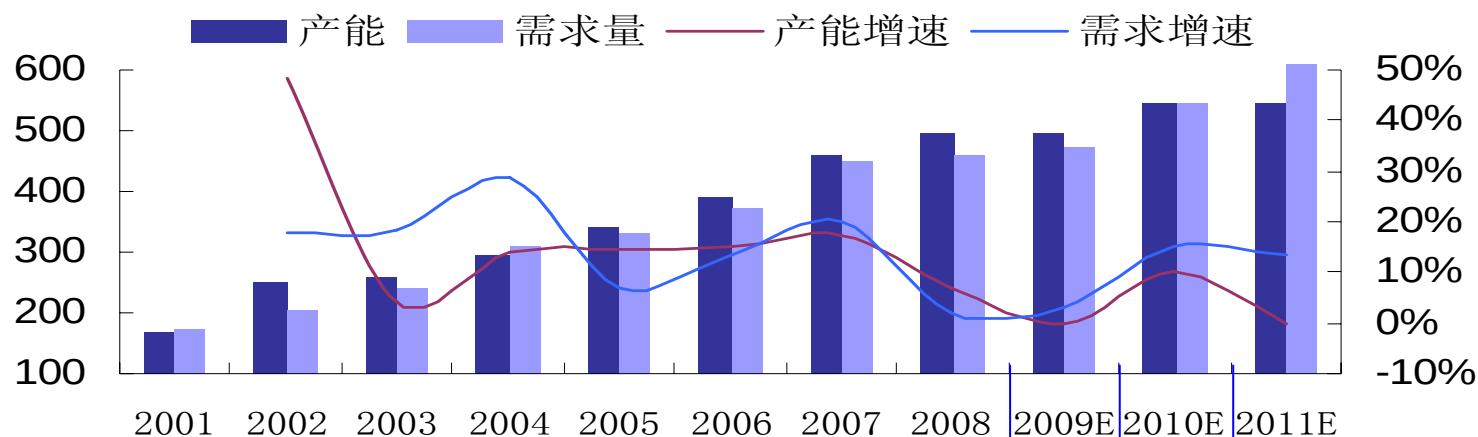
单位：万吨



新闻纸：景气提升

- 总需求：结合内外需，我们测算出**2009-2011**年新闻纸需求增速分别为**3.1 %**、**15.3 %**和**13.6 %**。
- 产能：出现空档期。在手资料显示，09年几乎无新增产能，而2010年约有50万吨左右的新增产能释放。2011年我们也尚未统计到新增产能。
- 供需呈好转态势：配比产能和需求，结果显示，新闻纸未来两年供需关系缓和，景气度呈上升态势。

单位：万吨



产能	494	544	544
总需求量	474	547	621
产能过剩量	20	-3	-77

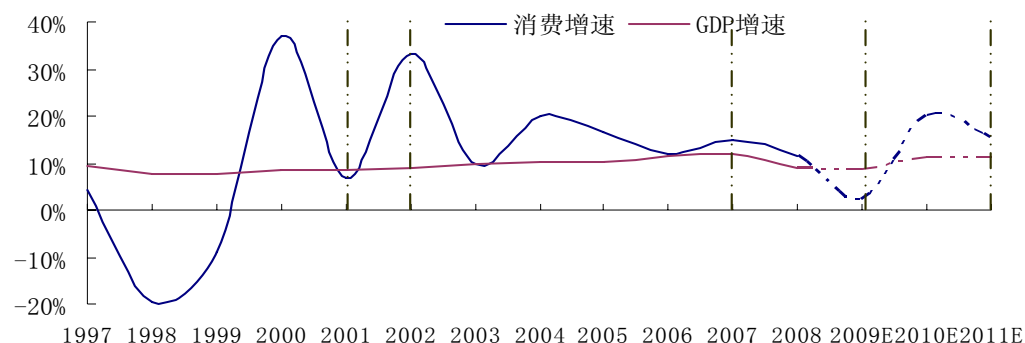
箱板纸：供需逐步改善

- 内需预测：2009-2011年增速分别为2%、19.8%和15.4%。

与GDP 高度相关，且波动性大，尤其是在经济转折期。参照上轮经济复苏，需对历史进口替代因素作适当扣除。

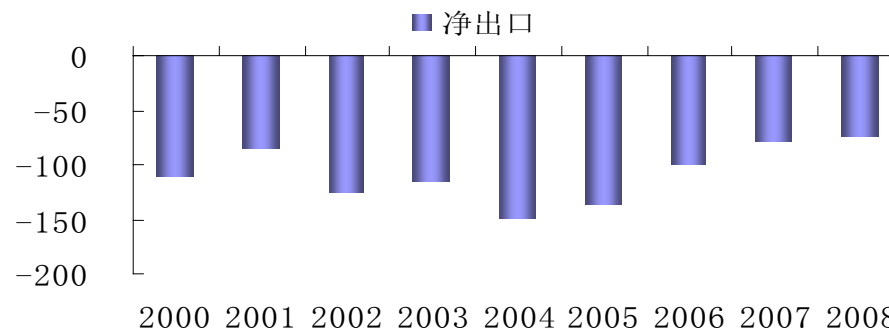
- 外需预测：预计未来两年为“0”

主要用于运输包装，直接出口很少，且高档箱板纸部分仍需依赖进口。虽然近年国内产能已严重过剩，但也只能依赖于下游出口工业的好转以间接转移过剩产能，因此我们假设未来两年国际市场对我国箱板纸的需求为0。



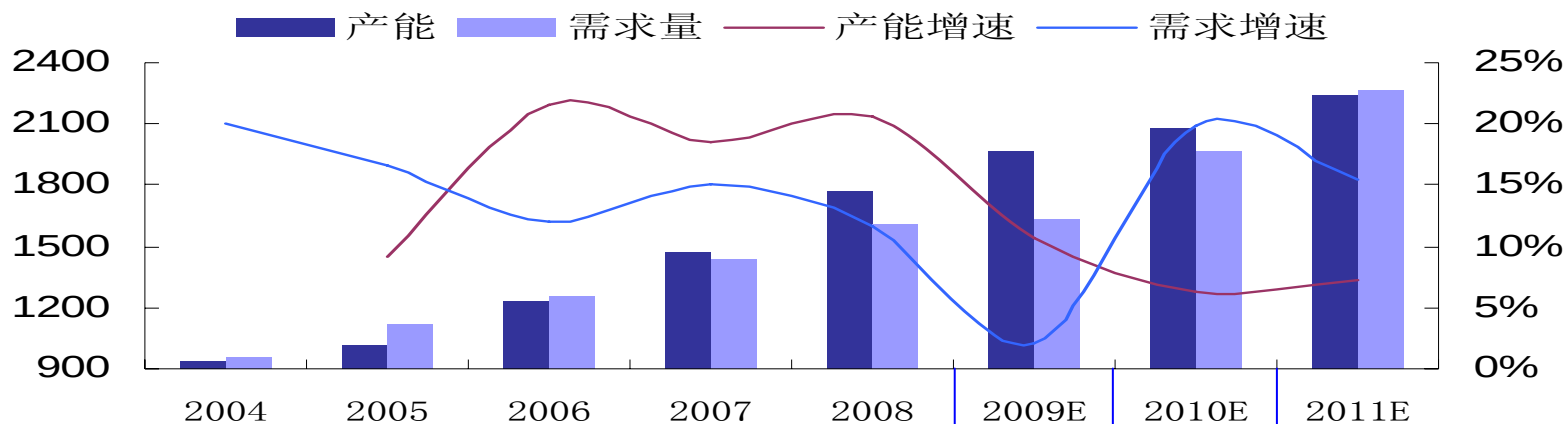
	复苏期		繁荣期	衰退期	复苏期		
	2001	2002	2002-2007	2007-2009	2009	2010	2011
GDP增速	8.3%	9.1%	10.8%	8.8%	8.5%	11.0%	11.0%
内需增速	6.7%	33.0%	14.7%	6.7%	2.0%	19.8%	15.4%
弹性系数	0.8	3.6	1.4	0.8	0.2	1.8	1.4

单位：万吨



箱板纸：供需逐步改善

- 总需求：结合内外需，则**2009-2011**年总需求增速分别为**2%**、**19.8%**和**15.4%**。
- 产能：平稳增长。05年箱板纸基本完成进口替代，07年开始产能出现过剩。我们在手数据显示，2008、2009年均有200万吨左右的产能释放，约相当于存量产能的20%，导致供给大幅过剩，供需矛盾十分突出。而2010和2011年产能增长步伐略有放缓，统计显示分别约有125万吨、150万吨。
- 供需关系逐步向好。配比产能和需求，虽然未来两年产能过剩依然严峻，但随着经济复苏需求将快速反弹，推动供需关系缓和。



单位：万吨

产能	1960	2085	2235
总需求量	1638	1962	2264
产能过剩量	322	123	-29

目录

- 需求向好带动供需关系改善
- 毛利率反弹推动下半年利润翻番
- 产业链上游即将迎来转机
- 行业投资路线推导
- 中期投资策略
- 重点推荐公司

下半年利润翻番

- 价格：持续上涨可期
- 成本：低位原料储备锁定低成本
- 销量：下游需求持续好转

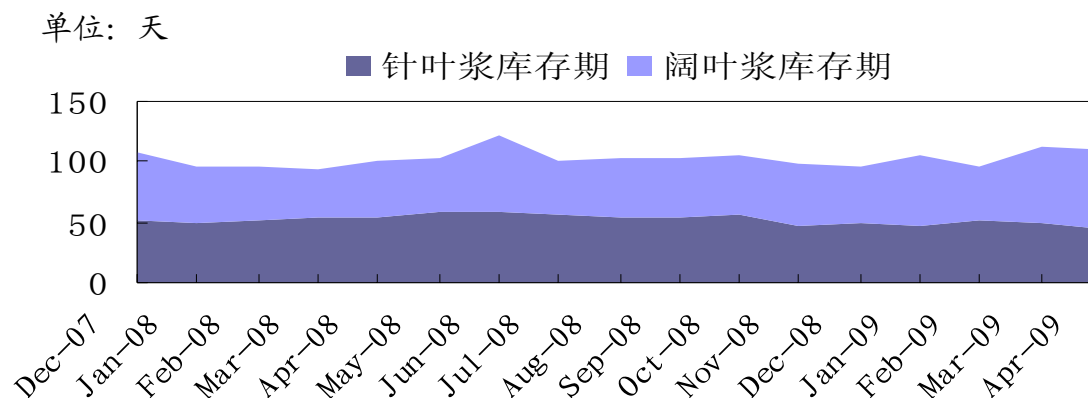
原材料价格震荡上行

上行理由:

- 成本方面，海运费已连续三个月呈现上涨走势。
- 供给方面，前期原料价格惨跌使供应商利润大减甚至亏损，部分供应商因无力应对而退出市场，而存活下来的也被迫缩减规模以度过难关，导致供应量急剧缩减。此外，经济下滑减少了国外纸品消费量进一步加剧了废纸供应的紧张。
- 需求方面，中国作为全球造纸原料的第一大进口国，随着内需的逐步复苏必将带动原料需求持续回暖。

短期或有小幅波动:

- 前期下游厂商“抄底”补库引发的需求短期放大伴随原材料价格的反弹或将告一段落。
- 国际木浆库存量、库存期近期又呈升高态势。



低位原料被提前锁定

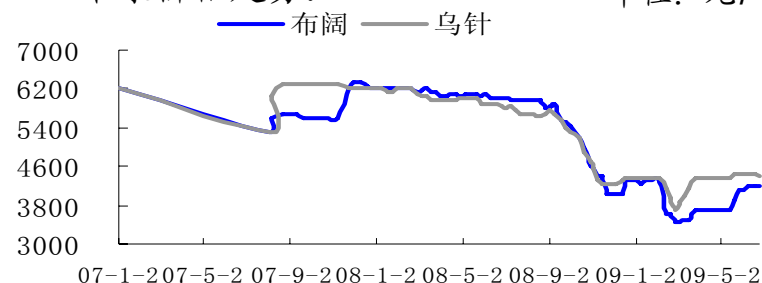
- 原料市场价格已大幅反弹。木浆方面，针叶浆涨幅10%左右，阔叶浆涨幅近20%；废纸方面，美废8#上涨25%，而美废11#更是强劲反弹39%。
- 低位原料储备提前锁定低成本。原料价格暴跌刺激业内厂商“抄底”囤货行为，使得低成本被提前锁定。以重点公司为例，我们测算出三季度实际使用原料成本如下表：

三季度重点公司实际使用原料成本预测表：

(元/美元)	针叶浆	阔叶浆	美废8#	美废11#
当前市场价	4400	4200	143	148
太阳纸业	3850	3400	140	
晨鸣纸业	4250	3950	138	140
博汇纸业	4300	4050		143
华泰股份		4100	135	

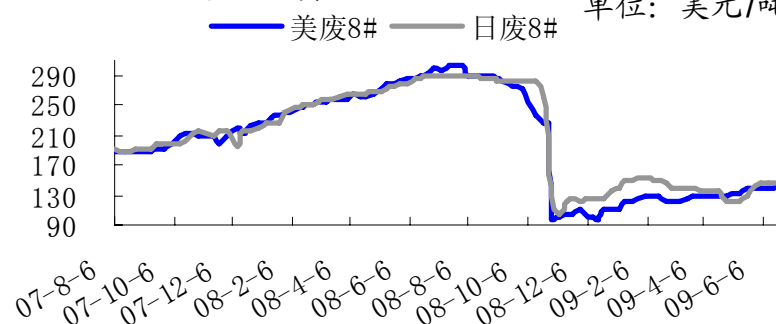
木浆价格走势：

单位：元/吨



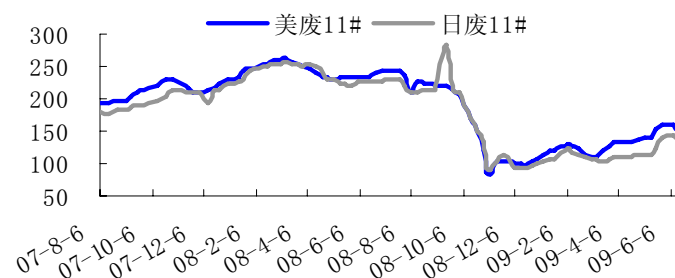
废纸8#价格走势：

单位：美元/吨



废纸11#价格走势：

单位：美元/吨



纸价：仍将延续上涨行情

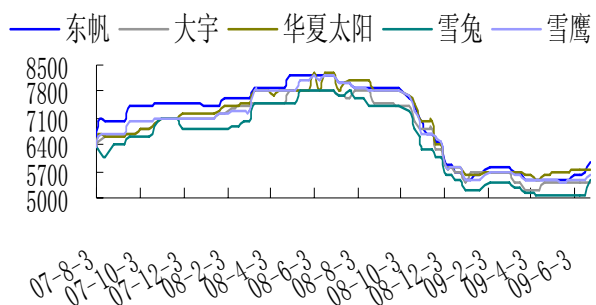
价格变动理由无外乎成本和供需关系两个方面：

- **成本推动：**上游原材料木浆、废纸一季度以来反弹力度较大，不同档次木浆涨幅6%-23%，废纸价格涨幅在25%-40%之间。并且我们预计后期上涨趋势不改。
- **供需改善：**我们预计后期需求的持续向好将逐步推动供需关系改善。需求向好主要得益于宏观经济的逐步复苏。

此外，下半年中秋等一些传统节日的到来将季节性刺激白卡等相关纸种的需求增长。虽然当前开工率相对不足的状况仍将使供给短期承压，但我们预计需求持续向好将逐步消化这些产能。

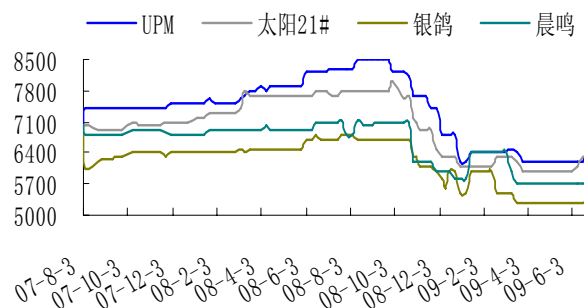
纸价：仍将延续上涨行情

铜版纸价格走势



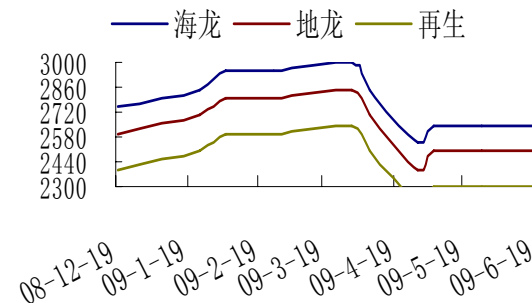
单位：元/吨

白纸板价格走势



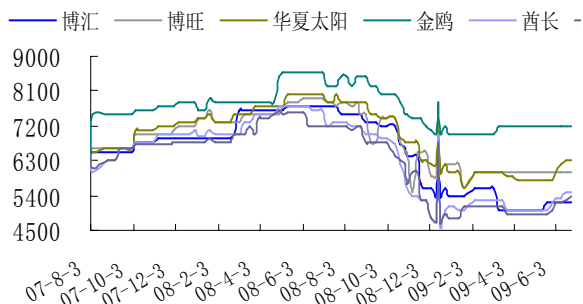
单位：元/吨

箱板纸价格走势

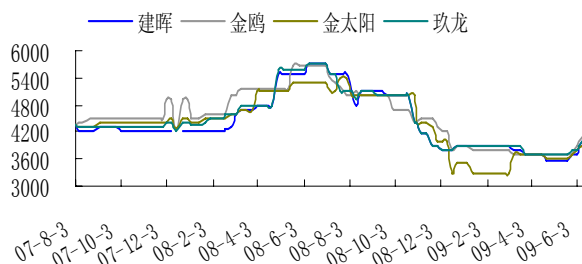


单位：元/吨

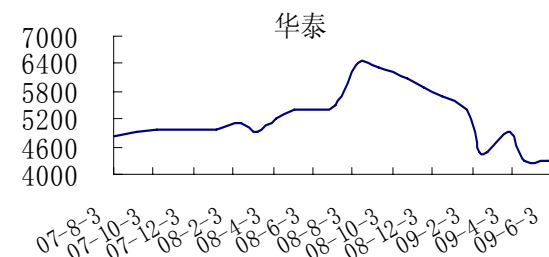
白卡纸价格走势



白纸板价格走势

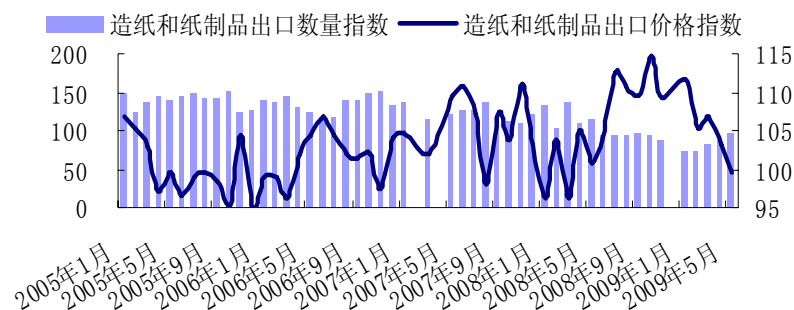
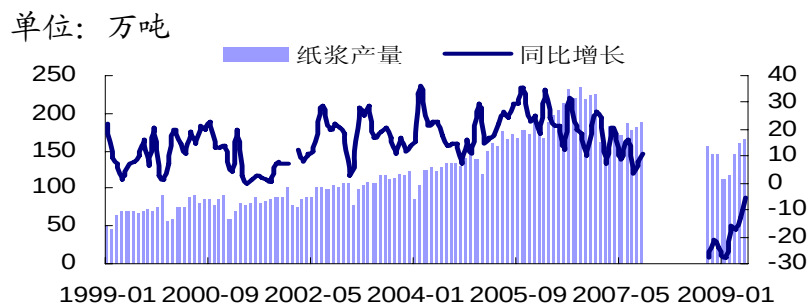
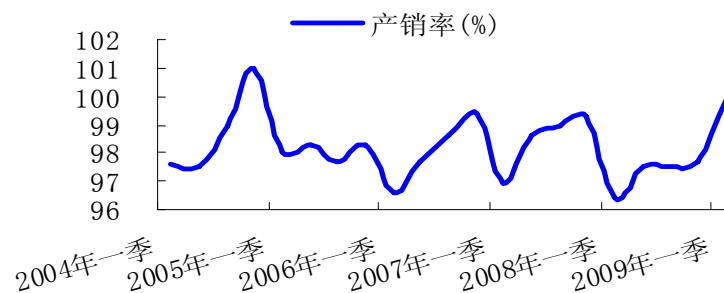
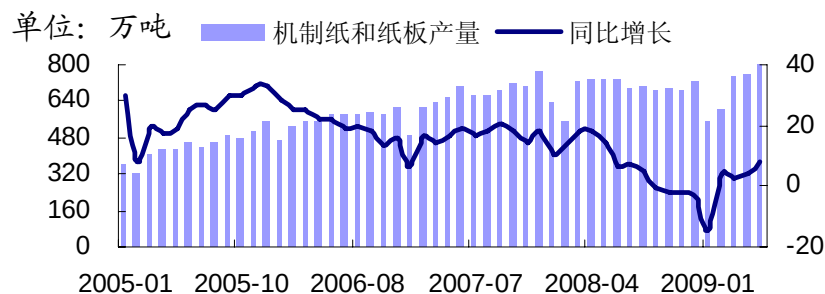


新闻纸价格走势



销量：有望稳步回升

- **内需持续向好：**纸和纸板、纸浆月度产量环比均呈现出持续回升态势。且一季度产销率已回升至99.9%。结合我们最新调研情况，当前大型纸企除全部销售当期产量外，还能消化一部分前期库存，这使我们对未来销量持续向好持乐观态度。
- **外需呈现改善迹象：**从月度出口数量指数可以看到，虽然同比仍表现为下降，但是环比回升势头显著，出口数量指数已由1月份最低点的73回升至5月份的96.6。这显示外需虽然总体不如内需，但也在缓慢恢复中。此外，需求转暖带动开工率不断回升的同时，国际市场营销力度也将不断加大。



下半年行业利润环比翻番

- 根据我们测算结果，三季度行业销量同比增长**15.4%**，收入同比增长**1.8%**，毛利率回升至**16.25%**，达到历史高点。利润总额同比增长**49.24%**，环比增长**95.05%**，利润率有望达到**7.5%**。
- 全年来看，我们测算结果显示：收入同比下滑**1.2%**；毛利率**14.2%**，同比上升近2个百分点；利润总额同比增长**2.4%**，利润率**6.13%**，高于08年**0.22**个百分点。

万元/万吨	2009			
	1-2月	3-5月	6-8月 (E)	1-11月 (E)
销量(E)	1131	2296	2411	8243
同比增长	-11.8%	9.1%	15.4%	5.5%
价格(E)	4470	4287	4501	4467
同比增长	1.3%	-17.1%	-5.6%	-6.4%
收入	5055133	9841988	10850792	36815720
同比增长	-10.7%	-9.5%	1.8%	-1.2%
环比增长		5.00%	10.30%	
成本	4542416	8584250	9087179	31544872
毛利	512717	1257738	1763613	5270848
毛利率	10.14%	12.78%	16.25%	14.32%
销售费用	138511	236900	261504	887659
占比	2.74%	2.41%	2.41%	2.41%
管理费用	156204	199786	220271	747359
占比	3.09%	2.03%	2.03%	3.03%
财务费用	112729	264735	291886	990343
占比	2.23%	2.69%	2.69%	2.69%
利润总额	119693	448579	874933	2255640
同比增长	-59.3%	-37.97%	22.64%	2.4%
环比增长		149.85%	95.05%	
利润率	2.37%	4.56%	7.50%	6.13%

目录

- 需求向好带动供需关系改善
- 毛利率反弹推动下半年利润翻番
- 产业链上游即将迎来转机
- 行业投资路线推导
- 中期投资策略
- 重点推荐公司

林木：上涨趋势不改

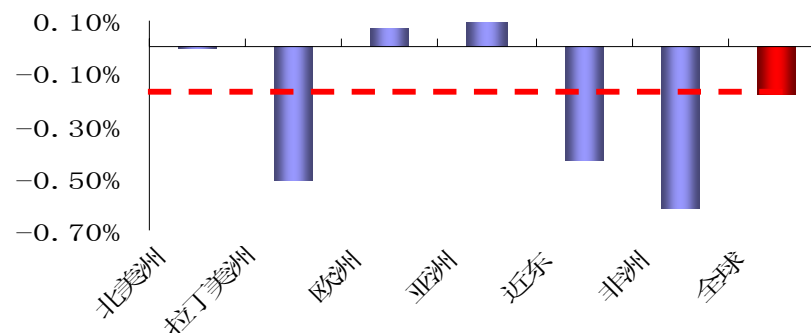
全球森林资源稀缺：

- 全球森林覆盖率较低，仅30%。
- 2000以来全球森林面积以每年0.18%的速度减少。

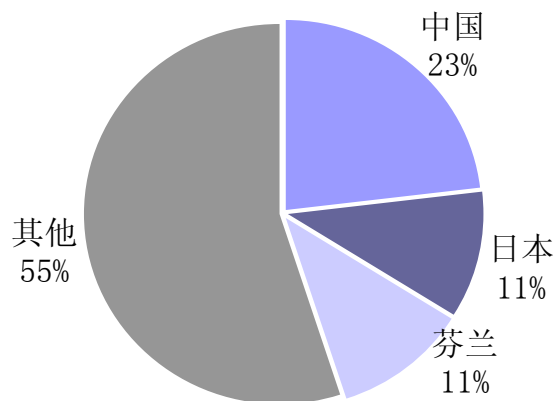
木材需求旺盛：

- 中国是全球第一大原木进口国。
- 2000年以来中国原木进口量年复合增长率为18.3%。

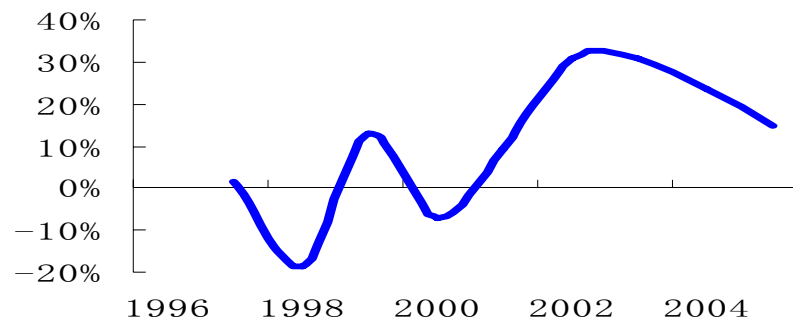
全球主要地区森林面积年均增长率



全球木浆主要进口国

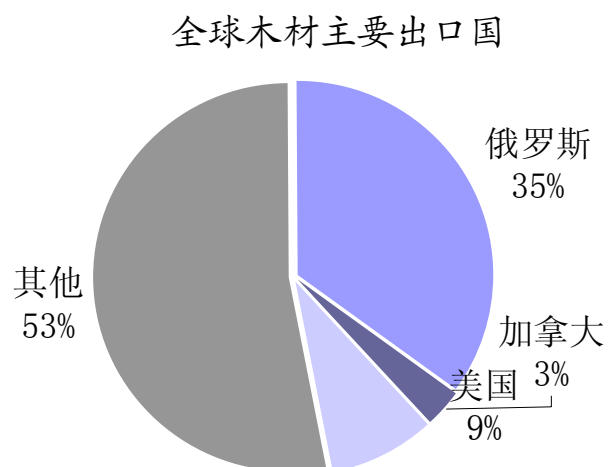


全球主要地区森林面积年均增长率



林木：上涨趋势不改

- 长期看，俄罗斯上调原木出口关税是必然趋势。俄罗斯是全球最大的原木出口国，在全球木材市场占有举足轻重的地位。近年俄罗斯为了发展本国木材深加工业，频繁调升原木出口关税。原本定于09年1月起，出口原木关税将从当前25%大幅提升至80%。虽然受金融危机影响延期，但我们认为长期来看，上调出口关税仍将是必然趋势。
- 我们认为，此举必将推动全球木材供应价格的上涨，对以木材为主的造纸行业将是一个不小的冲击。



树种	相关内容	2007年7月	2008年4月	2009后
针叶原木	税率(%)	20	25	80
	最低税额(欧元/立方米)	10	15	50
阔叶原木	税率(%)	20	20	40
	最低税额(欧元/立方米)	24	24	50
杨木	税率(%)	10	10	80
	最低税额(欧元/立方米)	5	5	50
边皮厚小于或等于15cm的半成品	税率(%)	10	15	50
	最低税额(欧元/立方米)	20	25	80

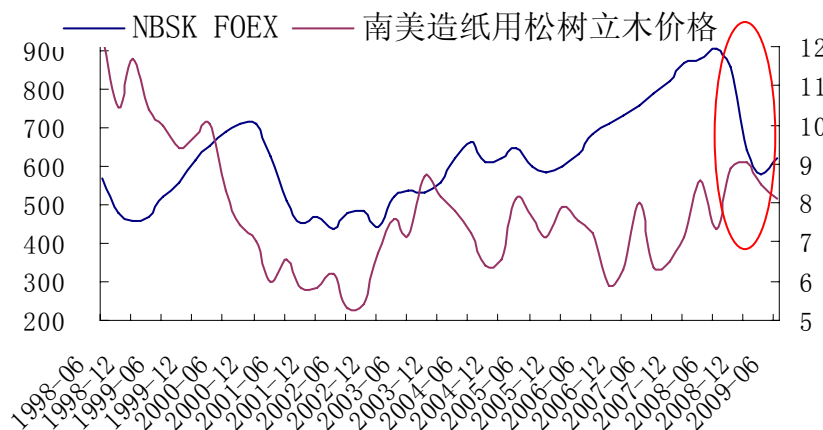
木浆：供需关系逐步向好

浆价大跌而木材价格依旧坚挺：

- 经济下滑带动木浆价格剧跌至历史低位。
- 而木材价格却相对坚挺，07年以来总体仍呈上升趋势。
- 制浆企业利润大减，高成本企业亏损严重，被迫停产或关闭。

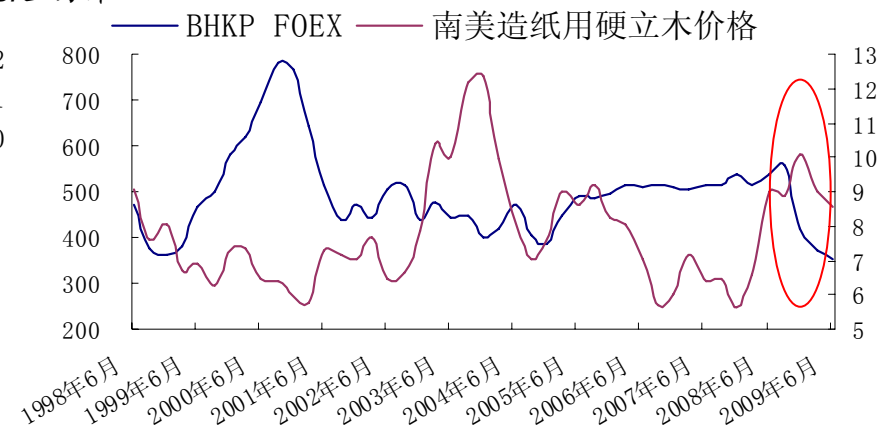
针叶浆价格与主要原料松木价格走势对比

单位：美元/吨



阔叶浆价格与主要原料硬木价格走势对比

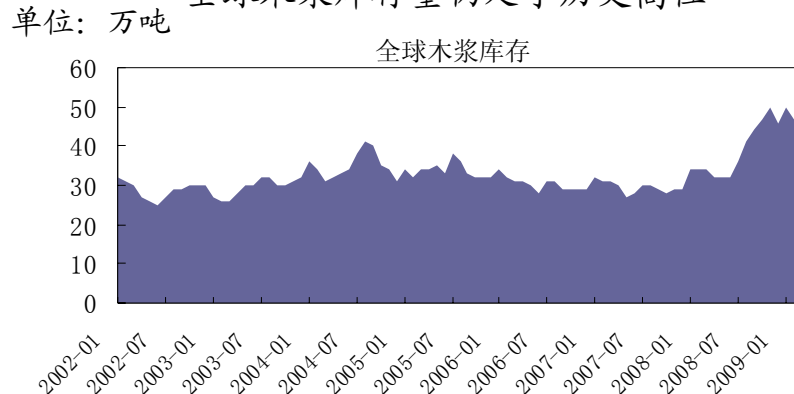
单位：美元/立方米



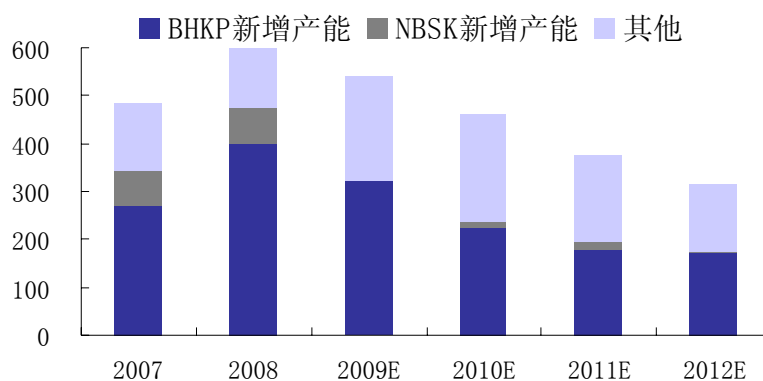
木浆：供给增速呈下降趋势

- **库存下降可期。**08年四季度以来全球木浆库存大幅攀升，当前虽有所降低，但总体仍居于历史高位。但我们预计随着制浆产能的大幅关闭，供给的缩减效应将逐步显现，同时需求持续向好可期，在此情况下，后期库存下降持乐观态度
- **产能增速放缓。**未来两年来看，数据显示，全球新增木浆产能呈下降趋势，产能增速亦将逐步降至历史低位。如果考虑到近期大规模的存量产能关停，我们预计未来两年全球木浆供给趋缓，压力逐步减小。

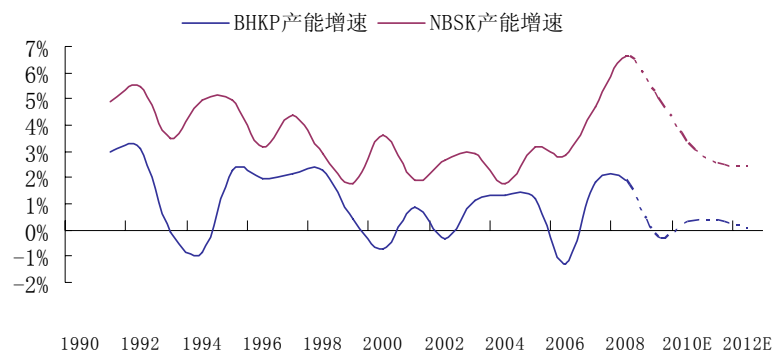
全球木浆库存量仍处于历史高位



未来两年年全球木浆新增产能



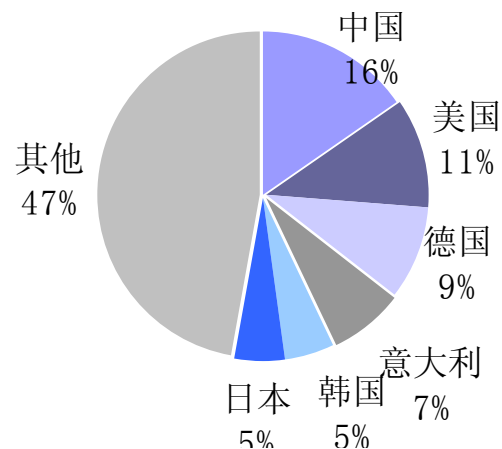
未来两年全球木浆产能增速预测



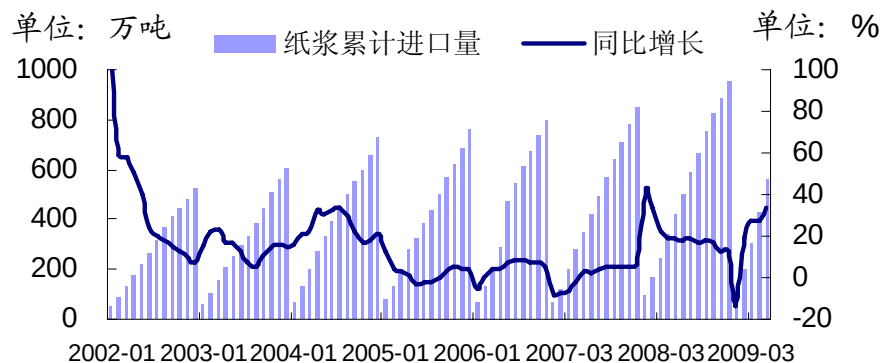
木浆：需求已现好转迹象

- 中国需求持续回暖。中国作为全球第一大木浆进口国，进口增速在经历四季度的大幅下滑后，一季度以来迅速回升，1-5月累计同比增长34.1%，创下17个月以来新高。我们判断在内需逐步向好的前提下，后期纸浆进口量的增长具有可持续性。
- 其他亦呈向好趋势。其他主要纸浆进口国均为发达国家，预期需求恢复可能会慢于中国，但是我们认为向好趋势已很难逆转。

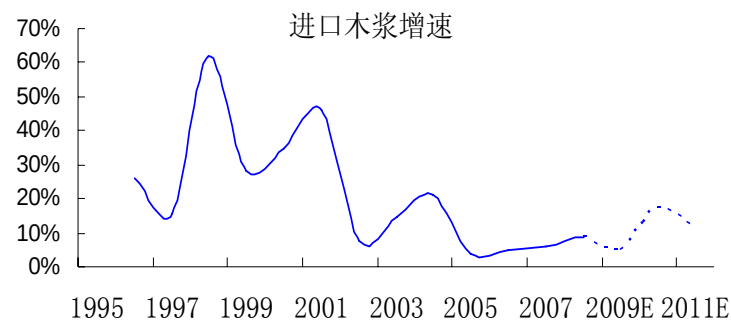
全球纸浆主要进口国



中国木浆进口量环比增加



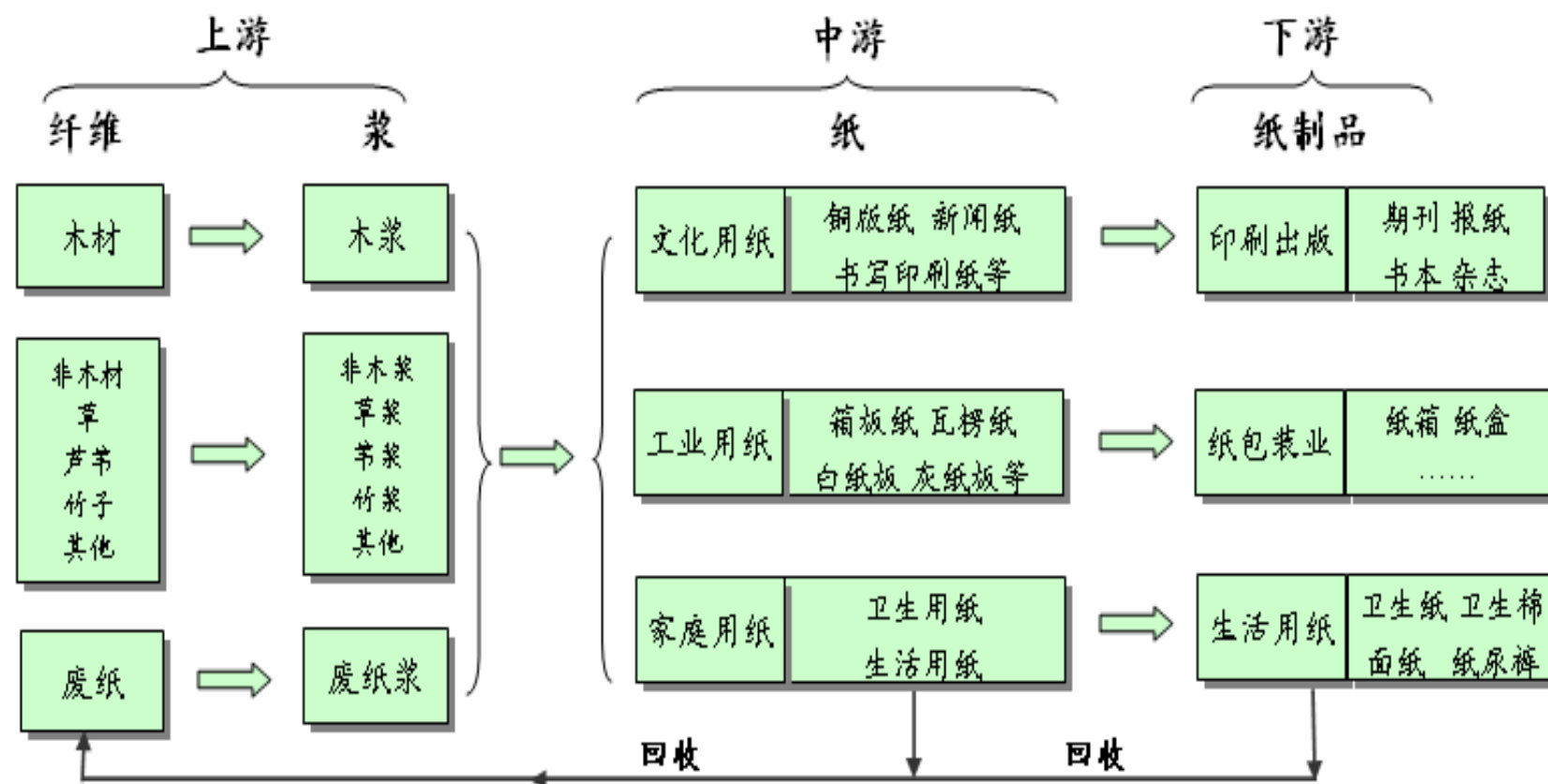
未来两年国内木浆进口增速预测



目录

- 需求向好带动供需关系改善
- 毛利率反弹推动下半年利润翻番
- 产业链上游即将迎来转机
- 行业投资路线推导
- 中期投资策略
- 重点推荐公司

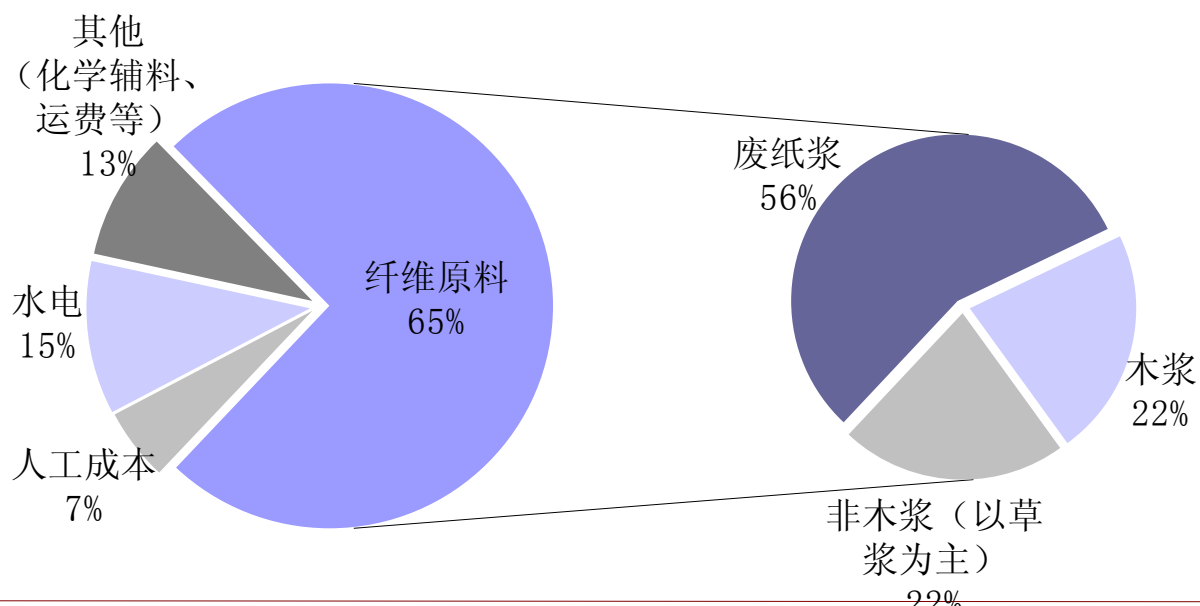
行业产业链



原材料是生产成本的重中之重

- 原材料占国内造纸成本结构比重最大，达65%。原材料中，主要以木浆和废纸浆为主，因此，木浆和废纸浆是生产成本的重中之重。
- 我们对国内进口木浆和废纸价格总体判断是：木浆长期看涨，短期或将回调；废纸上涨趋势难改。

国内造纸行业成本结构图



我们对行业杜邦要素（成本、价格、营运能力）的一点理解

1、上游资源缺失，成本控制力差。——不占有“地利”

由于我国森林资源匮乏，长期以来形成了“原料在外，市场在内”格局，对进口的高依存度导致成本波动性大，长期来看，“林”“浆”环节最具竞争优势。

2、定价权偏弱，约等于“靠天吃饭”——“天时”

“纸”环节集中度低，竞争激烈导致定价权偏弱，是价格的被动接受者，行业内利润已趋于平均化。企业只能通过被动降价或减产来打破供需均衡，获得短期利润，不存在超额利润。但由于行业进入壁垒低，产品可替代性强，因此很快就会被新增产能填补，导致利润又趋于平均化，这就是行业强周期性的根源。

3、资产周转率间接反映了企业的营运效率，但差异化小，因此是三个要素中影响相对较小的因素。——“人和”

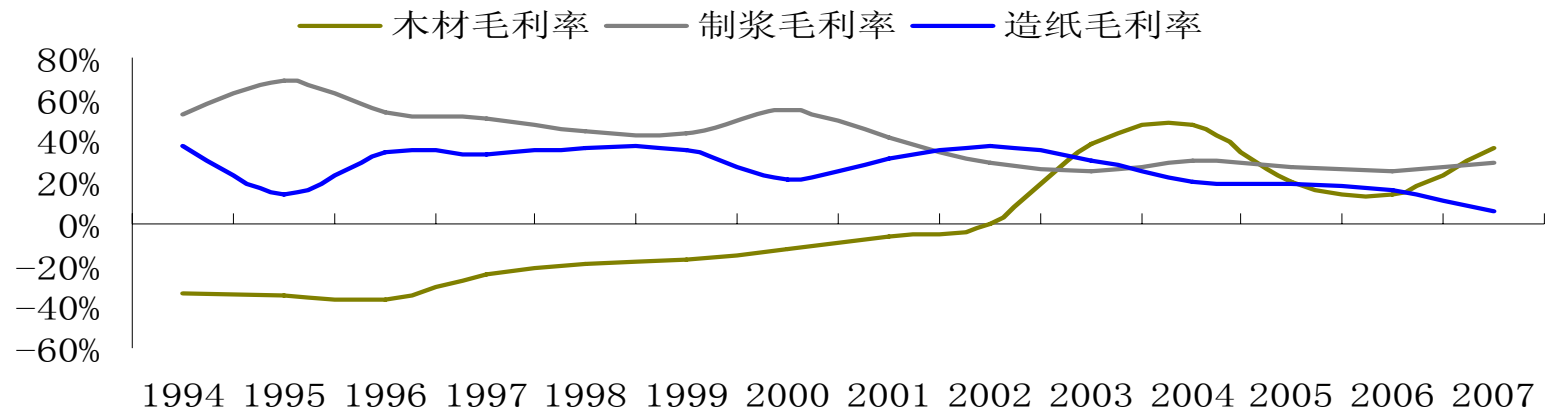
4、我们按照对盈利能力的影响程度排序，应为：

成本>价格>管理效率，即“地”利>“天”时>“人”和。

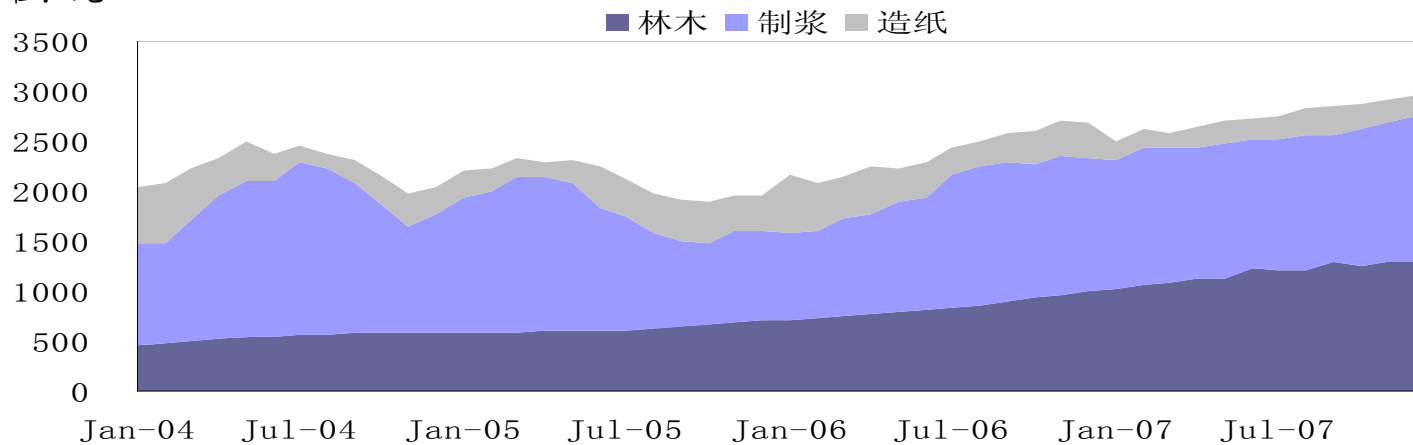
——相关分析详见我们08年12月25日的造纸行业深度研究报告《“地”利、“天”时、“人”和》

上游环节竞争力强

我们测算的“林”“浆”“纸”三个环节毛利率



单位：元 “林纸一体化”下，我们测算的吨纸毛利在“林”“浆”“纸”三个环节的分布



“林纸一体化”和“并购重组”是提升竞争力的有效途径

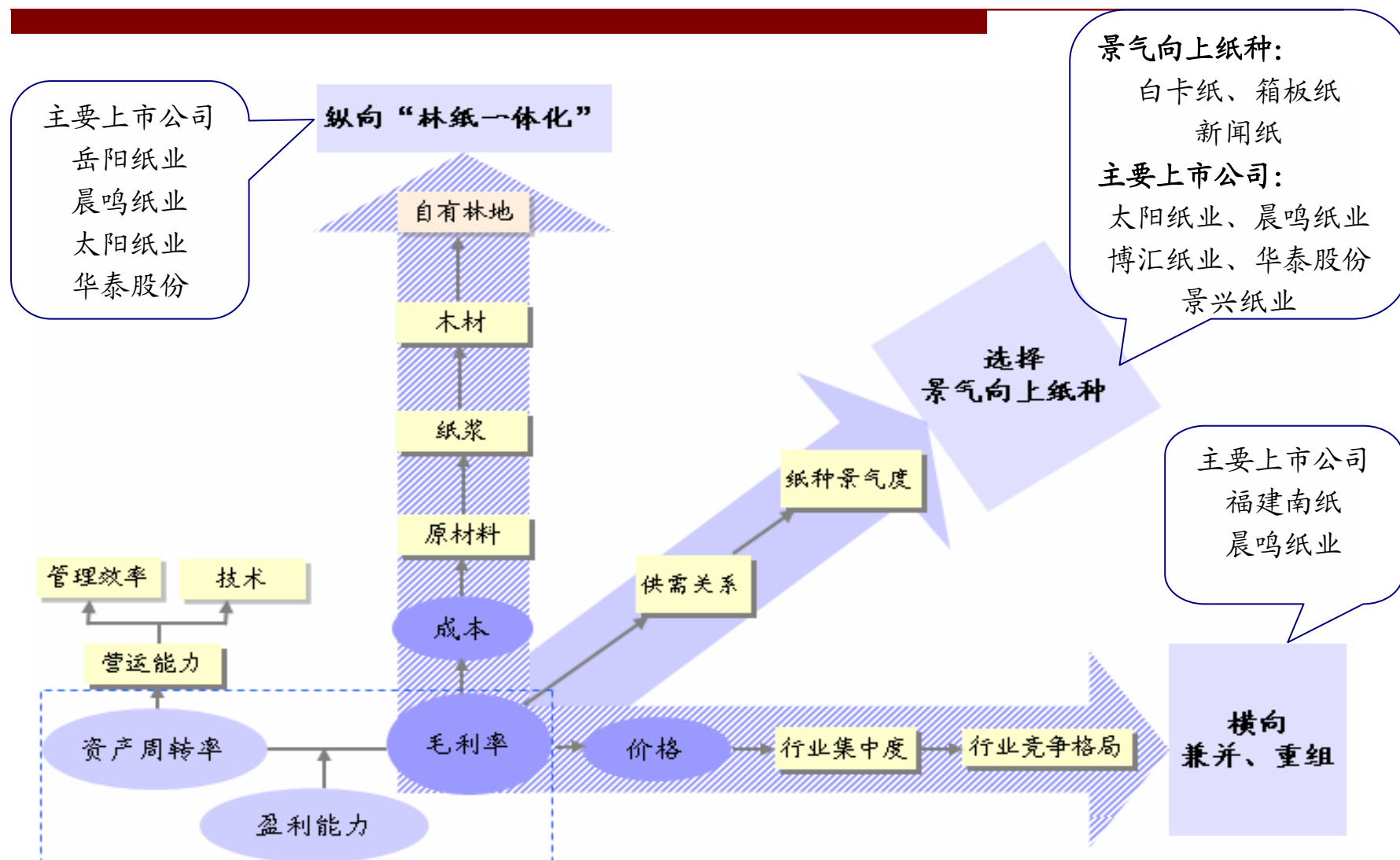
- 企业提升竞争力、超额利润只有两条途径：要么控制成本，要么提高定价权。

控制成本——“林纸一体化”：控制成本最有效的手段就是向上游延伸产业链，通过获取“林”“浆”环节的超额利润提升竞争力。即“林纸一体化”。

提高定价权——“并购重组”：在行业集中度低的情况下，提高定价权的最有效方式无外乎并购重组，提升市场份额以增强定价权。

- 否则只能被动依赖行业供需关系好转。在此情况下，可以选择景气度向好的子行业。但是对上游原料依赖和定价权的缺失仍将难以摆脱强周期性。

行业投资三维坐标图



关于并购重组

- 在纵向延伸产业链以控制成本的同时，为提高集中度，获取定价权而展开的并购重组运动近期亦大有加剧之势。
- 我们认为，并购重组将成为行业未来发展的另一大趋势。
- 并购重组是龙头企业短期内扩张规模，抢占市场份额以提升竞争力的一个有效手段。在行业产能已经饱和的情况下，必将成为行业未来发展的另一大趋势，值得我们长期关注。但同时，整合风险也同样不容轻视。
- 存在整合预期的企业：

福建南纸：“海峡西岸经济区”已受到中央政府的高度关注，有望成为未来中国的又一经济增长极。为此，福建省做出了对省属企业进行整合重组的重大战略决策，支持企业走出去扩张发展，充分利用资本市场做大做强。

而公司和青山纸业、同属福建省国资委下属造纸类上市公司，业务有一定互补性，并且南纸持有青山纸业6.5%的股权，两家公司历史关联交易亦比较频繁。因此我们认为，未来两家公司存在整合预期。

晨鸣纸业：公司一直秉承“低成本扩张，滚动式发展”战略，并购是其实现产能迅速扩张的一个重要途径。历史数据显示，其并购成本一般低于自建成本。以07年收购吉林纸业为例，当时吉林纸业账面价值为14亿元左右，而公司仅支付了7.4亿元便将其成功纳入囊中。通过一系列的收购整合，公司不但生产规模实现了跨越式增长，并且在也积累了丰富的经验，而良好的现金流也为其未来的并购奠定了基础。作为行业龙头，我们认为未来并购仍将是公司实现快速增长的一个重要途径。

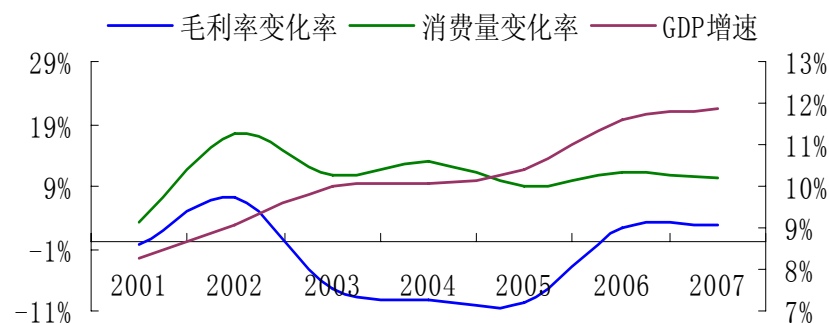
目录

- 需求向好带动供需关系改善
- 毛利率反弹推动下半年利润翻番
- 产业链上游即将迎来转机
- 行业投资路线推导图
- 中期投资策略
- 重点推荐公司

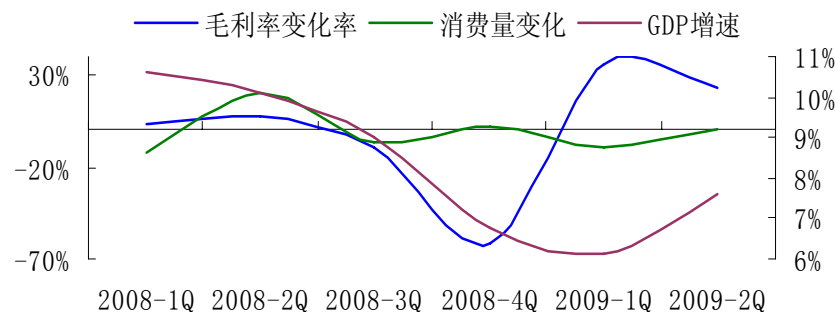
投资思路

- 业绩增长的核心要素在宏观经济不同阶段敏感性存在显著差异。业绩的增长无非来源于两个核心变量：毛利率和销量。宏观经济运行的周期性导致两个变量波动性在不同阶段存在显著差异。而某一时期波动性大的变量将成为影响业绩的关键因素。
- 在宏观经济稳定运行期，销量较为敏感。此时，原材料和纸价走势平稳使得毛利率基本保持在合理水平。而此时，产能投放、政策等因素导致的供需关系变化将使销量出现较大波动，成为业绩增长的关键因素。（前文已述）
- 在宏观经济转折期，毛利率更具波动性。此时，原材料和纸价往往发生大幅波动，而原料采购的“超前性”使得企业库存原料成本和原料市场价格“脱节”，从而导致毛利率异常波动，成为影响业绩的首要因素。

经济稳定运行期销量波动频繁，更具敏感性

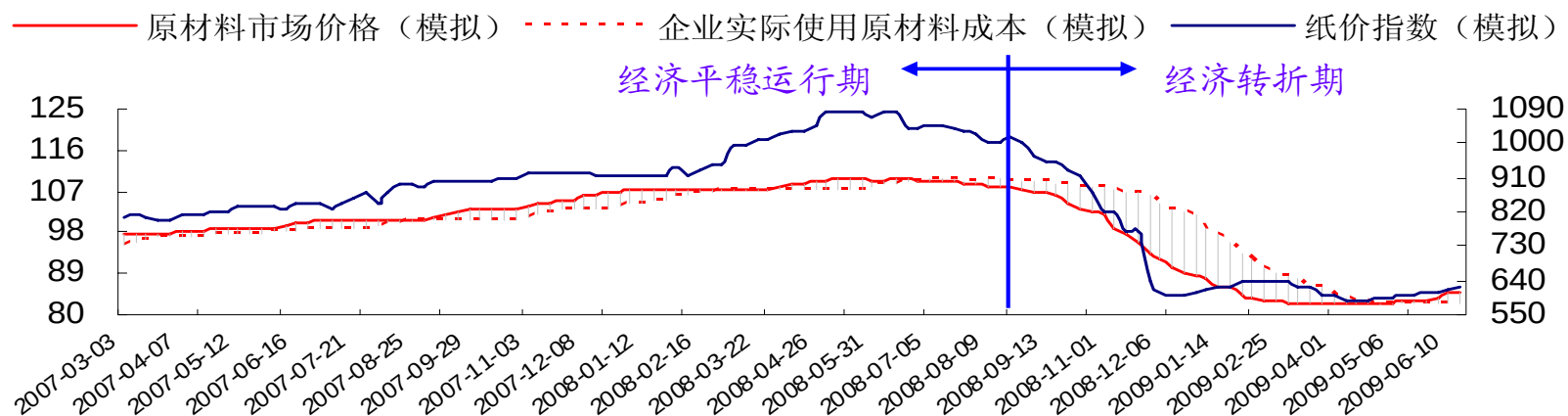


经济转折期毛利率波动剧烈



短期看毛利率反弹-逻辑与推理

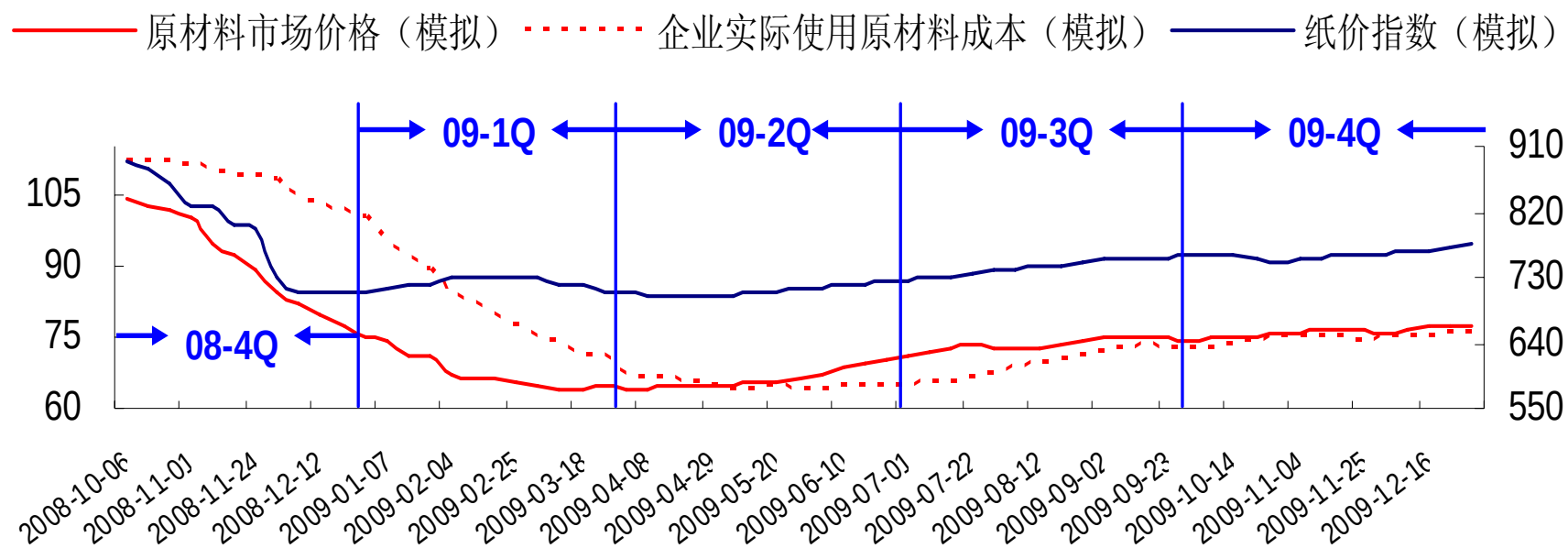
- ❑ 原料储备的“超前性”是导致经济转折期行业毛利率异常波动的最主要根源。通常情况下企业原料储备水平约在1-2个月左右，因此库存成本一般要滞后于市场价格1-2个月。
- ❑ 在经济平稳运行期，企业库存原料成本和原料市场价格基本一致，因此实际毛利率与市场毛利率不存在明显差异。（如图07年1月-08年9月）
- ❑ 在经济转折期，原材料和纸价往往发生大幅波动，在此情况下，原料储备的“超前性”使得库存原料成本和原料市场价格发生“错位”，从而导致企业实际毛利率与市场毛利率“脱节”，出现异常波动。表现为：在经济转折向下时，企业实际毛利率远低于市场毛利率（如08年四季度）；而在经济转折向上时，企业实际毛利率将高于市场毛利率（如09年三季度）。
- ❑ 由于库存成本仅仅是市场价格的延后，因此，随着库存的消化，毛利率必然会回归至合理水平，而回归过程的长短则取决于库存量。一般地，在经济经历大幅下挫后，毛利率会表现为一个向上修复的过程，而在经济快速复苏过程中，毛利率又可能会经历向下修复的考验。



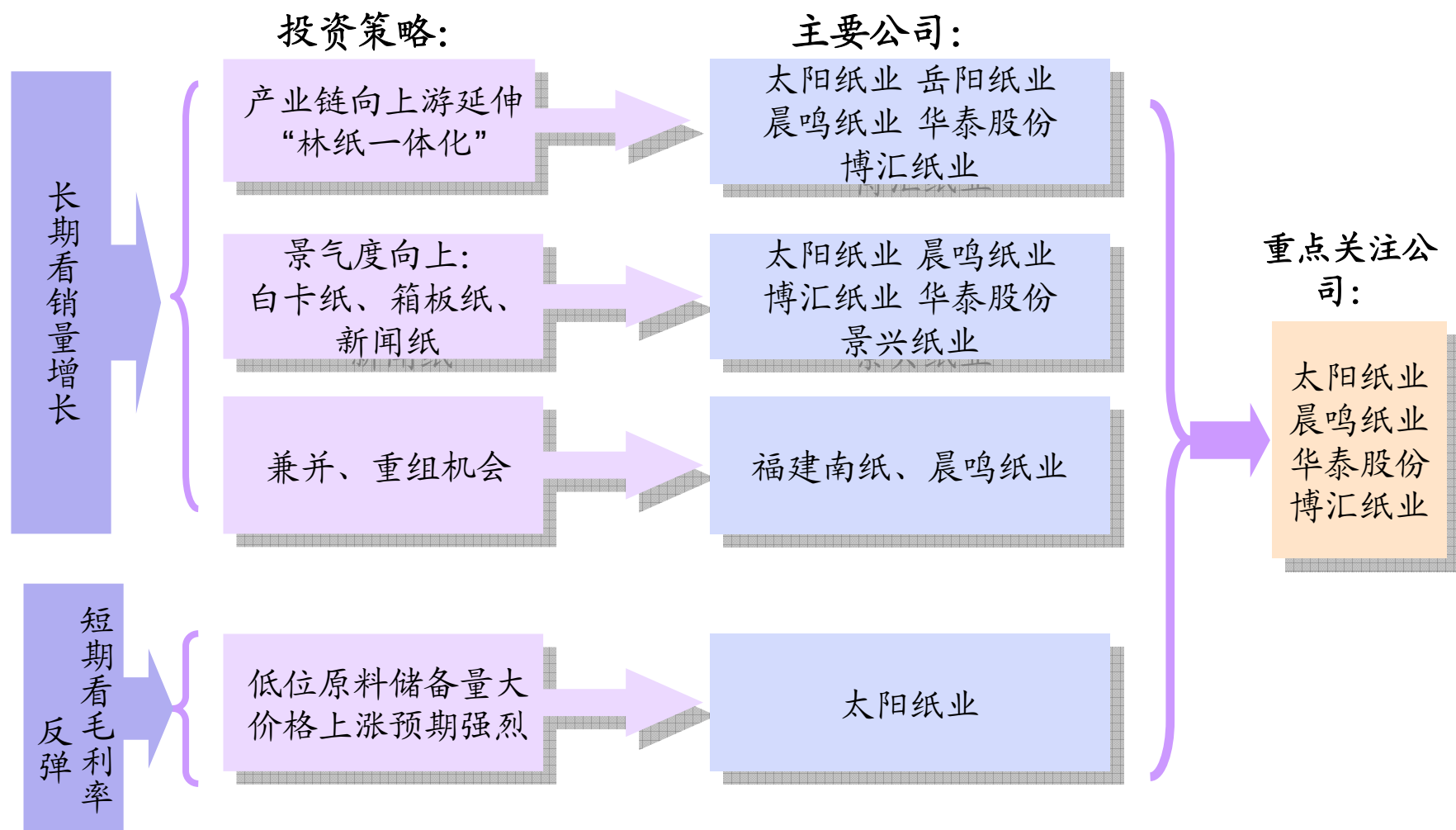
近期毛利率演化回顾与展望

- ❑ **08-4Q“低纸价+高成本”，毛利率过度下挫。**前期原料价格的节节攀升迫使很多企业在高位大量储备原材料。这样，在纸价措手不及暴跌的情况下，很多企业受高位原料拖累毛利率一度成为负数，亏损惨重。
- ❑ **09-1Q“低纸价+中高成本”，毛利率略有回升。**纸价虽然仍徘徊在谷底，而成本却随着高位原料的消耗得到了有效降低，但相对于同期原料市场价格来说，成本依然高企，此时，毛利率虽有所回升，但仍处于历史较低水平。
- ❑ **09-2Q“低纸价+中位成本”，毛利率有效提升。**从纸价来看，4月份仍然比较低迷，5、6月份纸价底部企稳反弹。而成本方面，一方面前期高位原料的影响仍未完全消除，而另一方面，前期采购的低位原料已部分使用，有效摊薄了成本，使毛利率进一步提升。
- ❑ **09-3Q“高纸价+低成本”，毛利率到达高点。**情况正好与08年四季度相反。一方面，纸价仍在继续反弹，提价效应在财务上得到充分体现；另一方面，虽然原材料市场价格已显著反弹，但企业内部，伴随高位原料影响的全部消除，前期储备的低位原料得到充分使用，成本被大幅削减。价格上涨和成本降低进一步拓展了毛利空间，推动毛利率再上一个台阶。
- ❑ **09-4Q“高纸价+高成本”，毛利率向下修复回归合理。**在市场价格稳步回升过程中，随着“抄底”低位原料的消耗殆尽，成本将重拾升势，向原料市场价格靠拢，在此情况下，毛利率将由前期的“虚高”向下回落至合理水平，并且伴随经济的稳定运行逐渐趋于平稳。

近期毛利率演化示意图



投资策略



目录

- 需求向好带动供需关系改善
- 毛利率反弹推动下半年利润翻番
- 产业链上游即将迎来转机
- 行业投资路线推导图
- 中期投资策略
- 重点推荐公司

主要公司估值比较

证券简称	EPS			PE			PB	投资评级
	2009	2010	2011	2009	2010	2011		
太阳纸业	0.6	0.83	1.39	25.73	18.60	11.11	2.80	推荐
晨鸣纸业	0.31	0.46	0.53	28.10	18.93	16.43	1.40	推荐
华泰股份	0.61	0.8	1.22	20.39	15.55	10.20	1.80	推荐
博汇纸业	0.32	0.48	0.63	28.63	19.08	14.54	1.70	推荐
岳阳纸业	0.15	0.37	0.53	62.27	25.24	17.62	1.90	中性
平均				33.02	19.48	13.98	1.92	

太阳纸业（002078）：长短期均值得看好

短期：

- 低位原料储备充足将带来下半年毛利率较大反弹
- 白卡、铜板当前景气度较高，销量稳步增长，价格仍存在上升预期。
- 年内两条浆线投产将一定程度上增厚业绩。

长期：

- 09年新建两条浆线产能全部释放
- 2010年上半年35万吨文化纸项目投产。
- 越南码头和木片加工厂2010年二季度有望投产，成本将得到进一步降低。
- 主要纸种白卡纸仍有望延续较高景气。

盈利预测：

- 预计09-11年的EPS为0.60元、0.83元、1.39元，维持“推荐”评级
- 风险提示：原料市场价格大幅波动。

	2008A	2009E	2010E	2011E
收入(万元)	579944	564173	645949	717721
净利润(万元)	22908	30148	41699	69834
净利润增长率(%)		31.6%	38.3%	67.47%
EPS(元)	0.46	0.60	0.83	1.39

华泰股份（600308）：新闻纸景气上升的最大受益者

- 我们判断未来新闻纸将成为景气度上升的纸种之一，在此情况下，公司作为新闻纸行业龙头将最大受益。
- 25万吨离子膜烧碱项目6月份建成投产，随着化工行业复苏盈利能力将稳步提升，对09年业绩产生一定增厚。
- 45万吨铜版纸项目和20万吨新闻纸项目将于近期开工建设，有望于2011年建成投产，将成为未来业绩增长的重要看点。
- 预计09-10年的EPS为0.61元、0.80元、1.22元，维持“推荐”评级。
- 风险提示：近期启动增发将加大业绩波动性；原材料尤其是废纸价格上涨的风险。

	2008A	2009E	2010E	2011E
收入(万元)	600629	574917	621866	804747
净利润(万元)	36464	33467	43892	66935
净利润增长率(%)		-8.22%	31.15%	52.5%
EPS(元)	0.67	0.61	0.80	1.22

博汇纸业（600966）：白卡项目预期向好，将成为一大看点

- 我们判断后期白卡纸供需关系呈加速向好趋势，而2010年公司30万吨白卡项目投产后，白卡纸产能将占公司总产能的50%以上，届时将充分受益白卡纸行业景气，推动业绩增长。
- 在上游景气逐渐复苏的预期下，08年中期建成投产的9.5万吨化学浆未来获利能力也值得期待。
- 另外两大纸种箱板纸和石膏护面纸我们预计未来景气也呈逐步向好趋势。
- 预计09-11年EPS分别为0.32元、0.46元、0.63元。维持“推荐”评级。
- 风险提示：新增产能投放力度加大将带来子行业供需关系恶化。

	2008A	2009E	2010E	2011E
收入(万元)	331067	230633	290131	397371
净利润(万元)	25371	16146	23210	31788
净利润增长率(%)		-36.36%	43.75%	39.69%
EPS(元)	0.50	0.32	0.46	0.63

晨鸣纸业（000488）：行业荣则公司荣

- 现有纸浆规模将伴随行业复苏，盈利逐步好转。
- 未来看点仍在上游，近期湛江“浆纸”项目建设进度有所加快，预计2011年有望投产。
- 近期将新建三个造纸项目，产能共185万吨，增幅57%，2011年有望逐步建成投产，届时龙头地位将更加稳固，未来市场溢价能力和扩张能力将进一步增强。
- 预计09-11年的EPS为0.31元、0.46元、0.53元。维持“推荐”评级。
- 风险提示：新建造纸项目可能带来行业供需关系恶化，盈利能力减弱

	2008A	2009E	2010E	2011E
收入(万元)	1552959	1420520	1580901	1821474
净利润(万元)	107529	63923	94854	109288
净利润增长率(%)		-40.55%	48.39%	15.22%
EPS(元)	0.57	0.31	0.46	0.53

欢迎交流

兴业证券研发中心 雒雅梅

luoym@xyzq.com.cn
(021) 68419393-1207