

日期：2009 年 8 月 3 日

行业：造纸行业



齐敏华
021-53519888-1913
qiminhua@sigchina.com

行业收入利润增长（09 年 1-5 月）

销售收入（亿元）	1617.23
增长率	-3.25%
利润总额（亿元）	62.73
增长率	-32.84%

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号：

QMH09-MIT07

相关报告：QMH09-MIT06

业绩环比有望继续向好

——2009 年 8 月造纸行业投资策略

■ 主要观点：

产量继续回升，纤维原料进口增长显著

行业产量继续呈回升态势，2009 年 6 月产量同比增长 15.65%，增幅较 5 月份又有提升。同时随着造纸开工率的回升，对纸浆需求恢复增长，上游纸浆生产在持续近一年的下滑后实现正增长，同时纤维原料进口呈现显著增长，6 月纸浆进口量同比增幅达 72.5%。

产品提价，原料价格继续回升

产品市场方面，白卡、铜版纸价格持续上升。原料方面，中国采购、减产、成本等因素共同作用下，国际浆价及废纸继续呈现回升态势。

业绩环比有望继续向好，子行业恢复前景各异

从已公布的半年报及业绩预告来看，上市公司业绩环比有较大提升，预计随着产品提价的落实，需求逐步回暖带来的销量的回升，行业下半年仍将继续盈利恢复的进程，三季度业绩环比有望继续向好。基于提价的实施，我们认为铜版纸、白卡纸下半年盈利恢复前景较好。新闻纸及箱板纸由于需求回升有限，价格提升空间不大，而同时又面临原料价格上涨压力，子行业的盈利恢复将较为缓慢。

■ 投资建议：

评级：未来十二个月内，中性。

我们维持对行业“中性”的评级。我们对铜版纸、白卡纸子行业下半年盈利恢复前景较为看好，建议关注铜版纸、白卡纸占比较高的企业，特别是在低位有较多原材料储备的企业，将充分受益于提价效应，如太阳纸业。

■ 数据预测与估值：

重点上市公司业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			08A	09E	10E	08A	09E	10E		
太阳纸业	002078	16.58	0.46	0.55	0.70	36.04	30.15	23.69	3.13	跑赢大市
晨鸣纸业	000488	8.70	0.52	0.35	0.46	16.73	24.86	18.91	1.46	跑赢大市
博汇纸业	600966	9.77	0.50	0.38	0.45	19.54	25.71	21.71	2.00	大市同步
华泰股份	600308	13.85	0.67	0.60	0.70	20.67	23.08	19.79	1.98	大市同步

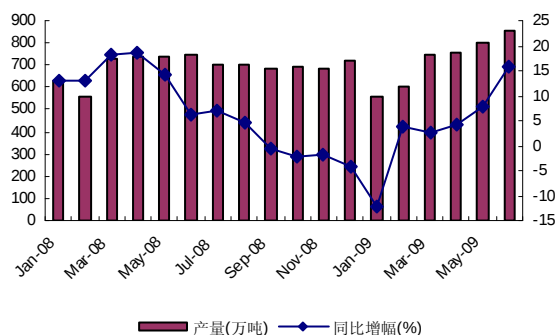
资料来源：上海证券研究所整理；股价数据为 2009 年 7 月 31 日收盘价

一、近期行业运行态势分析

1、行业产量继续回升

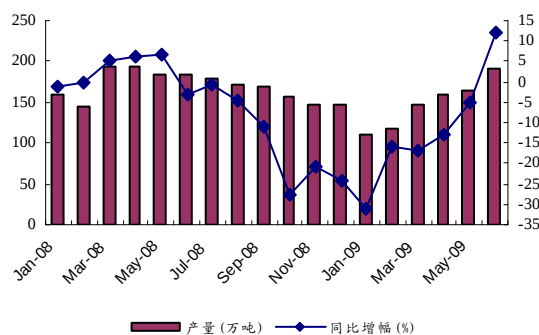
行业产量继续自 09 年 2 月份起的回升态势, 2009 年 6 月全国规模以上造纸企业机制纸及纸板产量为 852.29 万吨, 同比增长 15.65%, 增幅较 5 月份的 7.7% 又有提升。同时随着造纸开工率的回升, 对纸浆需求恢复增长, 上游纸浆生产在持续近一年的下滑后实现正增长, 6 月份国内纸浆产量 191 万吨, 同比增幅为 12.17%。

图 1 造纸业行业产量图



数据来源：上海证券研究所整理

图 2 国内纸浆产量图

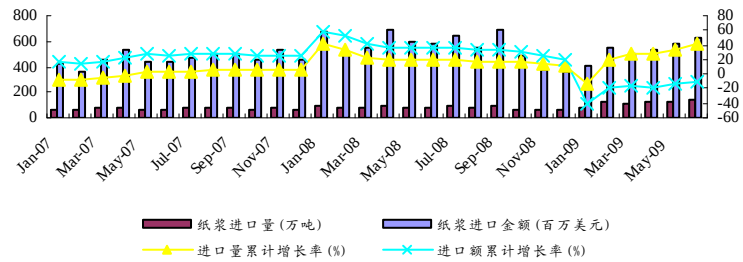


数据来源：上海证券研究所整理

2、纤维原料进口回升显著

随着造纸开工率的恢复, 对纤维的需求回升, 纤维原料进口呈现显著回升态势。2009 年 6 月, 纸浆进口量为 138 万吨, 同比增长 72.5%, 进口金额 6.28 亿元, 同比增长 9.29%。6 月旧报纸进口量 78.67 万吨, 环比上升了 21.23%, 1-6 月的进口总量为 383.99 万吨, 同比增幅 24.22%; 旧箱板纸 6 月进口量为 161 万吨, 环比上升 8.42%, 上半年的进口总量为 831 万吨, 同比增幅为 20.98%。

图 3 纸浆进口图

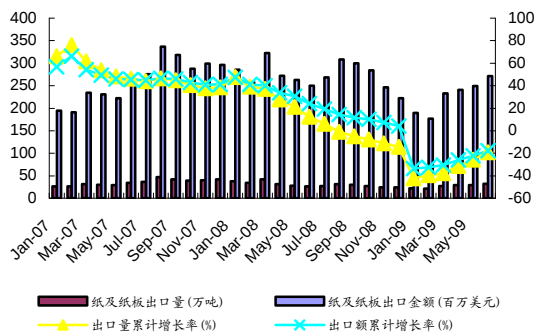


数据来源：WIND

3、纸及纸板出口重现增长

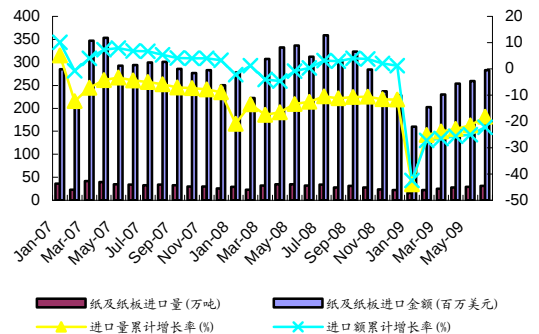
在纸及纸板的出口及进口方面今年以来基本呈现出逐月回升的态势。出口在持续了一年的同比下滑后，自09年5月份起恢复同比增长。2009年6月我国纸及纸板（未切成形）出口量为32万吨，同比增长23.08%，出口金额2.71亿元，同比增长8.45%。进口方面同比降幅收窄，6月份进口量为31万吨，同比下降3.12%，进口金额为2.83亿元，同比下降9.21%。

图 4 纸及纸板出口情况图



数据来源：上海证券研究所整理

图 5 纸及纸板进口情况图

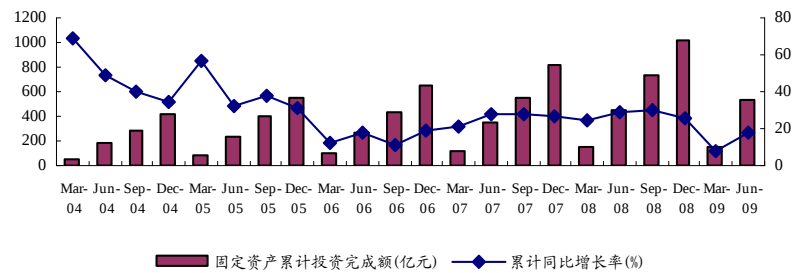


数据来源：上海证券研究所整理

4、固定资产投资回升

随着行业景气的逐步复苏，行业固定资产投资继续自3月份开始的回升态势。6月份固定资产投资完成额167.94亿元，单月同比增幅18.4%，2009年上半年的行业固定资产投资累计完成额534.74亿元，同比增长18.3%，目前的固定资产投资增速与06年同期持平。

图 6 造纸行业固定资产投资完成额增长图

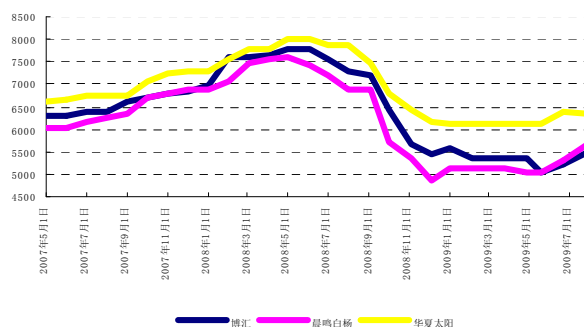


数据来源: WIND

5、产品市场提价，原料价格继续回升

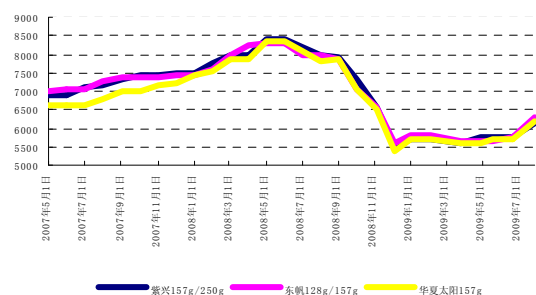
产品市场方面，白卡、铜版纸、双胶纸实现提价，其中白卡、铜版纸产品市场呈现价格持续上升的态势，基于下游较好的接受度，厂商在浆价回升的背景下有继续提价的意愿。原料方面，中国采购、减产、成本及货币因素共同作用下，国际浆价继续呈现回升态势，以美元标价的针叶浆在 649.25 美元/吨，阔叶浆为 529.27 美元/吨，均较上月末有 5%以上的升幅。废纸方面，在供应偏紧和中国需求活跃、海运费上涨等因素的共同作用下，价格亦继续呈现上升态势，美废 8# 报价 155 美元/吨，美废 11# 报价 171 美元/吨，较上月末分别上涨 6.9% 及 8.9%。

图 7 白卡价格图



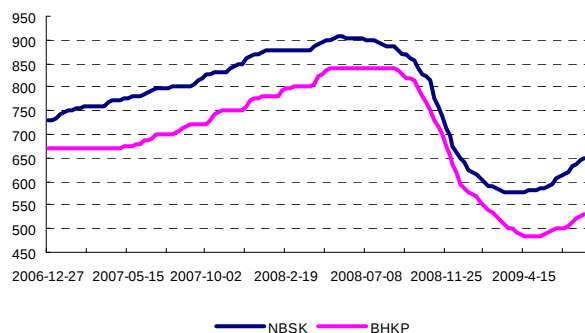
数据来源: 上海证券研究所整理

图 8 铜版纸价格图



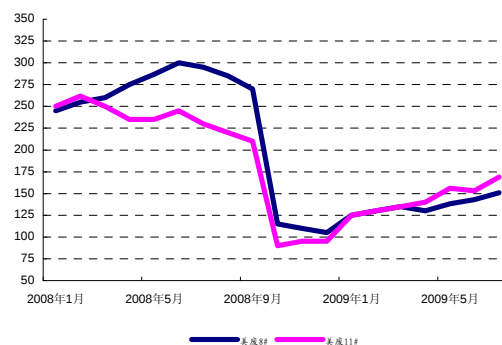
数据来源: 上海证券研究所整理

图 9 国际浆价走势图(美元/吨)



数据来源：上海证券研究所整理

图 10 废纸报价图(美元/吨)

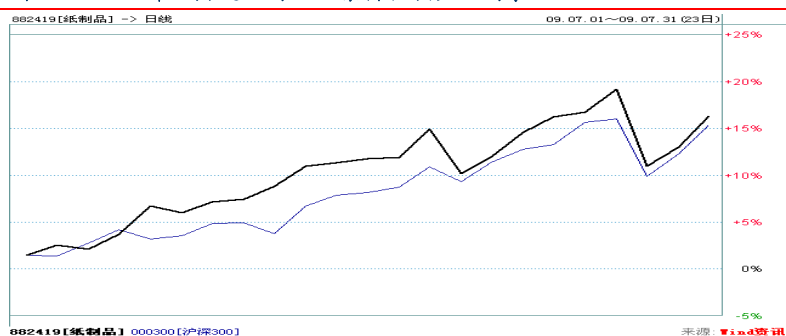


数据来源：上海证券研究所整理

二、7 月造纸行业股票市场表现

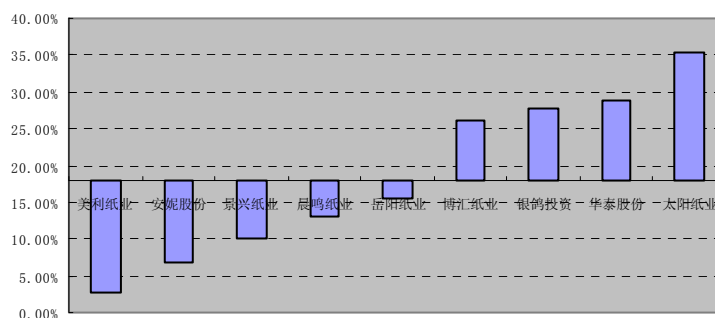
2009 年 7 月造纸指数上涨 16.29%，同期沪深 300 指数上涨 17.94%，行业走势基本同步于大盘。基于对于业绩环比回升的良好预期，太阳纸业、华泰股份等涨幅居前。

图 11 2009 年 7 月造纸行业股票价格指数运行表现



数据来源：WIND

图 12 2009 年 7 月造纸板块重点公司股份相对沪深 300 表现



数据来源：WIND

三、行业运行趋势展望

1、业绩环比有望继续向好

造纸业盈利在经历了 08 年四季度的低点后，目前正处于逐步回升阶段。二季度由于销量的回升，高价位原料的消化完毕，产品价格的企稳上升，企业盈利状况继续改善，从已公布的半年报及预告来看，上市公司业绩环比有较大提升，但由于去年上半年较高的基数，同比仍有较大幅度的下滑。华泰股份半年报显示营业收入同比下降 22.03%，净利润同比下降 54.37%，实现每股收益 0.251 元；其中二季度营业收入环比上升 53.8%，净利润环比上升 240.75%，单季每股收益 0.194 元。银鸽投资上半年营业收入同比下降 9.76%，净利润同比下降 79.64%，每股收益 0.03 元；其中二季度实现扭亏，收入环比上升 54.11%，净利润环比上升 338.38%，每股收益 0.05 元。景兴纸业公布业绩快报，上半年收入同比下降 22.49%，净利润同比下降 72.83%，每股收益 0.03 元；其中二季度收入环比增长 11.22%，净利润环比增长 234.01%，实现每股收益 0.02 元。此外，晨鸣纸业预告上半年净利润约 1.6 亿，同比下降 70-85%，每股收益约 0.08 元，公司一季度净利润仅为 785 万，则二季度业绩环比提升显著。我们预计随着产品提价的落实，需求逐步回暖带来的销量的回升，行业下半年仍将继续盈利恢复的进程，三季度业绩环比有望继续向好。

2、子行业盈利恢复前景各异

铜版纸、白卡纸、灰底白板纸价格近期呈现较为明显的上涨态势，基于短期无新产能释放，需求回暖、原料价格上涨形成支撑、产品价格上涨促进经销商补库，我们预计铜版纸、白卡纸价格仍将维持稳中有升的态势。基于提价的实施，我们认为铜版纸、白卡纸下半年盈利恢复前景较好，特别是在低位有较多原材料储备的企业，将充分受益于提价效应。新闻纸及箱板纸由于较为严峻的供求状况，子行业仍较为低迷，由于需求回升有限，价格提升空间不大，而同时又面临原料价格上涨压力（今年以来美废 8#及美废 11#涨幅已有 37 及 55%），我们认为新闻纸及箱板纸子行业的盈利恢复将较为缓慢。

四、行业评级、策略及重点股票

1、维持“中性”评级

总体看造纸行业复苏取决于经济回暖的程度及“去过剩产能”执行的力度，目前 A 股的造纸板块 PE 已不具估值优势，PB 具安全边际，我们维持对行业“未来十二个月内，中性”的评级。

2、关注纸种优势企业

铜版纸、白卡纸、灰底白板纸价格近期呈现较为明显的上涨态势，我们对铜版纸、白卡纸子行业下半年盈利恢复前景较为看好，建议关注铜版纸、白卡纸占比较高的企业，特别是在低位有较多原材料储备的企业，将充分受益于提价效应，如太阳纸业。

表 1 造纸上市公司估值比较

代码	简称	价格 (7-31)	EPS			PE			PB
			08A	09E	10E	08(X)	09(X)	10(X)	
002078.SZ	太阳纸业	16.58	0.46	0.56	0.73	36.36	29.43	22.69	3.13
000488.SZ	晨鸣纸业	8.70	0.52	0.41	0.51	16.68	21.12	17.03	1.46
600966.SH	博汇纸业	9.77	0.50	0.41	0.56	19.43	24.03	17.52	2.00
600308.SH	华泰股份	13.85	0.66	0.63	0.85	20.84	22.06	16.37	1.98
002067.SZ	景兴纸业	6.34	-0.53	0.08	0.12	-11.94	82.44	53.01	1.47
600963.SH	岳阳纸业	9.11	0.21	0.19	0.35	42.55	48.46	25.76	2.02
000815.SZ	美利纸业	11.03	0.43	0.38	0.47	25.39	29.22	23.24	1.83
600069.SH	银鸽投资	9.04	0.06	0.12	0.19	151.93	78.27	46.89	2.55
002235.SZ	安妮股份	12.53	0.35	0.43	0.56	35.61	28.95	22.58	4.06
国内平均						37.43	40.44	27.23	2.28
2689.HK	玖龙纸业	8.00	0.47	0.29	0.35	17.02	27.59	22.86	2.28
2314.HK	理文造纸	12.02	1.27	0.95	1.15	9.46	12.65	10.45	1.61
2002.HK	阳光纸业	2.11	0.18	0.17	0.28	11.72	12.41	7.54	0.62
3868.HK	群星纸业	4.39	0.41	0.38	0.46	10.71	11.55	9.54	1.79
香港平均						12.23	16.05	12.60	1.58

数据来源：WIND、BLOOMBERG

分析师承诺

分析师 齐敏华

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。