

[2009.08.11]

造纸行业整合全面提速

——09 年 8 月份造纸行业动态月报

王峰 **徐琳**
0755-23976228 021-38676644
wangfeng@gtjas.com xulin@gtjas.com

本报告导读：

➤ 纸产品累积提价效应已经显现，且多数公司估值相对偏低。另外国内造纸行业大规模的整合已经开始，行业集中度的变化有可能改变其产品的定价能力。

投资要点：

◆ 大体可以本次金融危机为标志性时间，在最近的半年多时间里，造纸行业业内的整合或者说在现有产能条件下的整合迅速升温，主要是排名前几的大公司或央企对中型企业的收购，主要推动因素是大多数中型企业通过本次危机已强烈意识到单靠自身的力量难以发展壮大，甚至有生存的危险，寻找发展的靠山已迫在眉睫。我们看重的是通过对现有存量产能的整合，行业集中度迅速提高，企业的定价能力有所提高，这在产能比较过剩的行业有其重要意义。

◆ 1-6 月国内纸及纸板累计产量 4310 万吨，同比+5.2%，6 月份产量 853 万吨，同比+15.7%，环比+6.8%，行业景气持续回升。浆市逐渐恢复活跃，6 月份商品浆产量 191 万吨，6 个月累计产量 905 万吨，6 月份当月同比+12.2%，环比+15.8%，预计将随着国际浆价的上涨继续增加。

◆ 细分行业来看，只有新闻纸仍呈现当月及累计的同比负增长，不过 6 月份环比增速 8.7%，也处于景气恢复阶段。随着下游行业出口业务的复苏，箱板纸继续前期的快速增长势头，6 月份当月产量同比+15.9%，环比+10.7%，属于出口复苏受益的重要行业。特别是铜版纸出口量不但恢复，甚至出现大幅的增长。

◆ 6 月份进口纸浆 138 万吨，同比+74.2%，环比+4.5%；进口废纸 272 万吨，同比+50.3%，环比+11.5%；6 月份单月进口纸及纸板 31.0 万吨，同比-2.1%，环比+6.9%；出口纸及纸板 32 万吨，同比+25.4%，环比+10.3%。

◆ 近期，进口纸浆、废纸等原材料价格大幅上扬，带动七月份国内纸产品价格出现了不同程度的上涨。而欧洲市场各纸种价格仍在低位徘徊，恢复程度远不如中国市场。但国际市场的纸浆库存已降至历史低位，瓦楞原纸等敏感程度较高的纸种价格也出现回稳迹象，这些或许是欧洲市场回暖的前期信号。

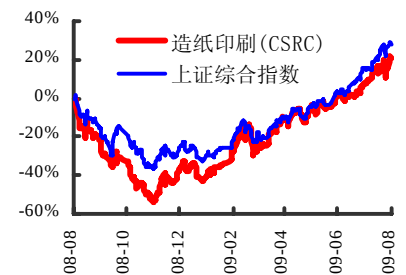
◆ 对于国内市场，我们仍然认为产品上涨的趋势已经形成，下半年无论原材料还是产成品都以陆续上涨为主基调，且企业盈利状况改善程度将高于原材料价格变化的程度。近期纸产品价格上涨也较频繁，加上纸业公司估值相对偏低，我们继续看好其后市。

◆ 推荐的顺序依然是太阳纸业、博汇纸业、晨鸣纸业、华泰股份、岳阳纸业。在有传闻重组可能的公司中如福建南纸、青山纸业、美利纸业、岳阳纸业等也值得关注。

行业及重点公司评级

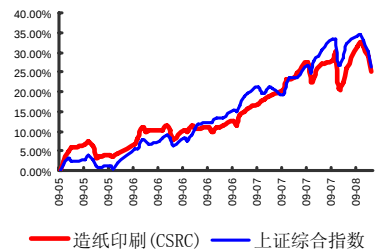
造纸业	增持
太阳纸业	增持
岳阳纸业	增持
华泰股份	增持
博汇纸业	谨慎增持
晨鸣纸业	谨慎增持
景兴纸业	谨慎增持
美利纸业	谨慎增持
银鸽投资	中性
山鹰纸业	中性

近 1 年行业指数与上证综指对比



近 52 周造纸行业指数跑输上证综指 6.9 个百分点。

最近 3 个月行业与上证综指对比



造纸印刷行业跑输大盘 1.34 个百分点

相关报告

行业景气回升有望持续

(09.07.09)

行业好转趋势明朗 公司存在补涨机会

(09.06.11)

景气回升进行时

(09.05.08)

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 国内纸业整合全面提速

业内企业进行重组联合本很平常，但从 08 年下半年以来，或大体可以本次金融危机为标志性时间，在最近的半年多时间里，造纸行业业内的整合或者说在现有产能条件下的整合迅速升温，主要是排名前几的大公司或央企对中型企业的收购，我们观察，有实力的大企业通过收购中小企业以进一步增强实力或占有市场的动力一直在持续，前几年业内重组联合较少主要阻力是中小企业拒绝收购或要价太高，甚至向往自己做大做强，但经过去年的金融危机及全球的经济衰退，大多数中型企业（规模较小的企业已不入大企业的视线）已强烈意识到单靠自身的力量恐难以发展壮大，甚至有生存的危险，寻找发展的靠山已迫在眉睫，这是近段时间以来大量整合事例的主要动力。

美利纸业、银鸽投资、冠豪高新等的重组已经揭示了这种重组的趋势，接下来预期还会有更多的非上市公司展开重组联合，当然晨鸣纸业、华泰股份、太阳纸业等国内龙头企业，央企如中冶、中物投以及国外纸业巨头一定是这场重组的主角。我们看重的是通过对现有存量产能的整合，在行业集中度迅速提高的同时，减少了竞争对手的牵制，该企业的定价能力将有所提高，这在产能比较过剩的行业有其重要意义。

2. 2009 年 1-6 月国内造纸生产状况：连续 5 个月环比增长

从统计数据看，国内纸及纸板总产量已连续 5 个月实现了环比增长。09 年 1-6 月份，国内纸及纸板累计生产量 4310.4 万吨，同比增长 5.2%，6 月份单月产量 852.6 万吨，同比涨幅达 15.7%，环比增幅 6.8%，行业景气度持续回升。各细分行业来看，只有新闻纸仍呈现当月及累计的同比负增长，不过 6 月份当月新闻纸产量环比增速达 8.7%，该子行业也正处于景气恢复阶段。随着下游行业出口业务的复苏，箱板纸继续前期的快速增长势头，6 月份当月产量同比增加 15.9%，环比增速为 10.7%，属于出口受益的重要行业。受国际浆价上涨影响，我国制浆市场逐渐恢复活跃，6 月份单月商品浆生产量（含原生浆与废纸浆）191.0 万吨，前 6 个月累计产量 905.0 万吨，6 月份当月同比实现上升，增速为 12.2%，与 5 月份环比增长 15.8%，预计产量将随着国际浆价的上涨而继续增加。

表 1：2009 年 1-6 月份纸浆及主要纸种产量变化（单位：万吨）

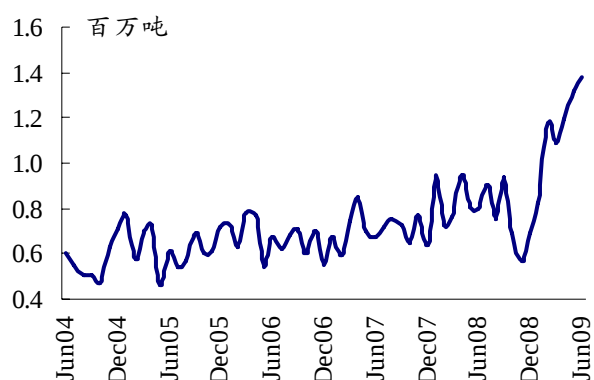
产品	完成量		同比%		环比%
	6 月当月	累计	6 月当月%	累计%	
纸浆	191.0	905.0	12.2%	-10.5%	15.8%
纸及纸板	852.6	4310.4	15.7%	5.2%	6.8%
其中：新闻纸	42.6	229.9	-1.4%	-8.6%	8.7%
箱板纸	130.2	590.8	15.85%	0.9%	10.7%
纸制品	558.2	1984.5	80.8%	17.6%	70.8%
其中：瓦楞纸箱	196.5	984.5	11.8%	6.8%	7.3%

数据来源：中国纸网，国泰君安证券

3. 2009 年 1-6 月国内造纸企业进出口概况

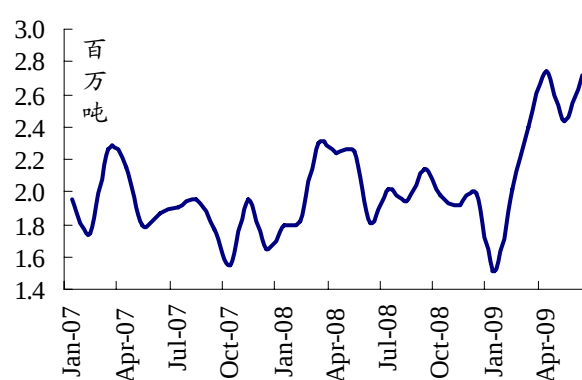
1-6 月累计进口纸浆 700 万吨，同比增加 40.5%；进口废纸 1383 万吨，同比增加 13.2%；进口纸及纸板 151 万吨，同比减少了 18.2%，出口纸及纸板 161 万吨，同比减少约 19.0%。从单月数据看，6 月份进口纸浆 138 万吨，同比增加 74.2%，环比增加 4.5%；进口废纸 272 万吨，同比增加 50.3%，环比增加 11.5%；6 月份单月进口纸及纸板 31.0 万吨，同比减少 2.1%，环比增加 6.9%；出口纸及纸板 32 万吨，同比增加 25.4%，环比增加 10.3%。

图 1：中国进口主要商品数量-纸浆（单月）



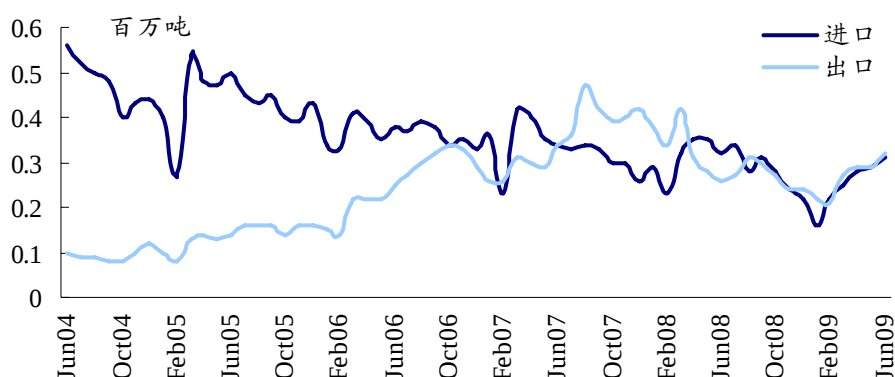
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

图 2：中国进口主要商品数量-废纸（单月）



数据来源：CEIC，国泰君安证券

图 3：中国进出口主要商品数量-纸及纸板（单月）

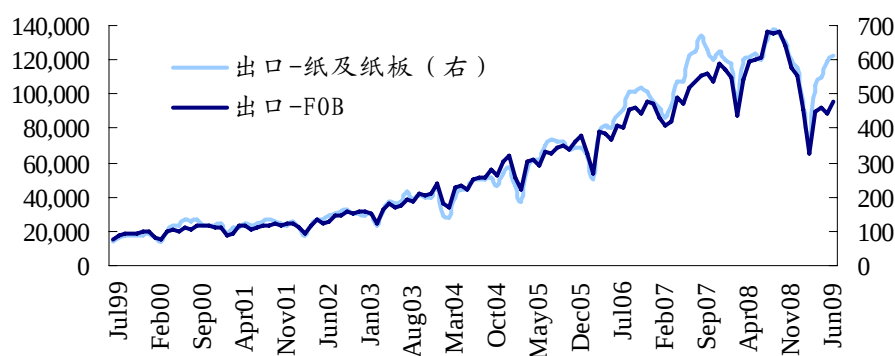


数据来源：中国纸网，国泰君安证券

2009 年前 5 个月，我国共出口纸及纸板（未切成形的）128.9 万吨，其中涂布纸、新闻纸、牛皮纸和瓦楞原纸分别出口 87 万吨、11.5 万吨、1.3 万吨和 0.5 万吨，分别下降 7.2%、34.4%、87.6%和 95%；铜版纸出口 51.5 万吨，增加 36.7%，逆势增长。从上图可以看出，进出口呈进一步回暖的趋势，铜版纸也将继续获益出口复苏。

在出口复苏行情下，造纸行业除了直接出口纸制品外，还可倚靠下游行业出口量的增加实现出口获益。例如，随着纺织、家具、玩具等出口收益行业的复苏，用于包装的瓦楞纸箱等作为附属品，消费量也必然随之增加。从下图可以看出，国家出口总额与造纸行业出口额的相关性较高，包装用纸行业也属于出口获益行业。

图 4：出口总额与造纸行业出口额（百万美元）

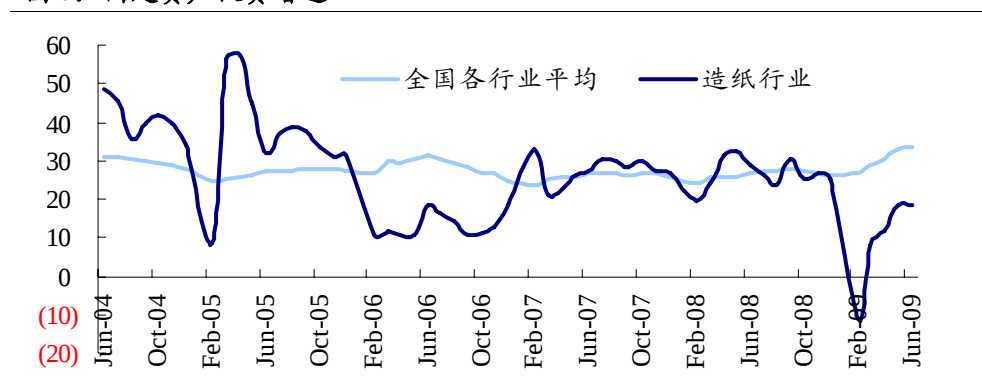


数据来源：CEIC，国泰君安证券

4. 09 年 1-6 月份行业固定资产投资增速

09 年 1-6 月造纸行业累计完成固定资产投资 534.74 亿元，同比增速为 18.3%，较全国同期 33.6% 的平均水平低 15.3 个百分点，较 08 年同期 28.9% 的增速也大为减缓，一定程度上有助于行业的复苏。我国的造纸行业当前面临供过于求的局面，前期产能集中释放和国内外需求萎缩带来的影响尚未完全消除，下半年仍将以产能消化为主要任务，许多新上项目都推后投产或开工，继续施工建设的多属于向上游发展的纸浆生产线。由于近期行业景气有所回升，前期停建的项目有复工的可能，由于造纸与制浆投资额难以分开，我们预计 2009 年整个造纸行业固定资产投资增速将有可能恢复到 20% 左右。

图 5：固定资产投资增速



数据来源：EDB，国泰君安证券

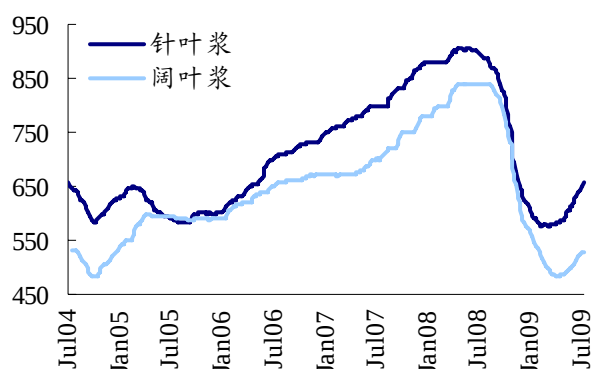
5. 近期原材料与主要产品价格走势分析

5.1. 纸浆价格：

国际市场浆价经过 3 个季度的大幅下跌，终于在 5 月初呈现见底迹象，6 月份开始迅速反弹。截至 8 月 4 日欧洲市场北方漂白软木牛皮浆（针叶浆）报价 657 美元/吨，已突破年初价位，较今年最低点上涨了 13.8%。硬木牛皮浆（阔叶浆）报价 529 美元/吨，年初以来累计跌幅 9.5%，但较今年最低点也上涨了 9.6%。截止 8 月 4 日美国市场上的针叶浆价格收于 694 美元/吨，每吨纸浆较欧洲市场仍然高出 37 美元的差价，预计美国市场浆价将在其他地区价格提升的带动下继续回升。

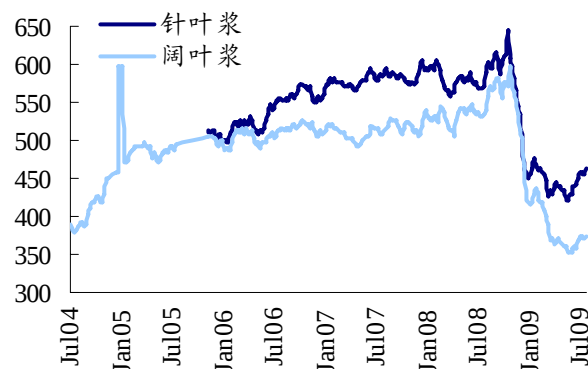
以欧元标价（常用在欧盟内部贸易的结算）的纸浆价格开始显现见底迹象，截至 8 月 4 日，针叶浆报价 464 欧元/吨，较年初价格提升了 1.4%；阔叶浆报价约 374 欧元/吨，累计跌幅 10.3%。

图 6: 欧洲市场以美元标价的纸浆价格指数



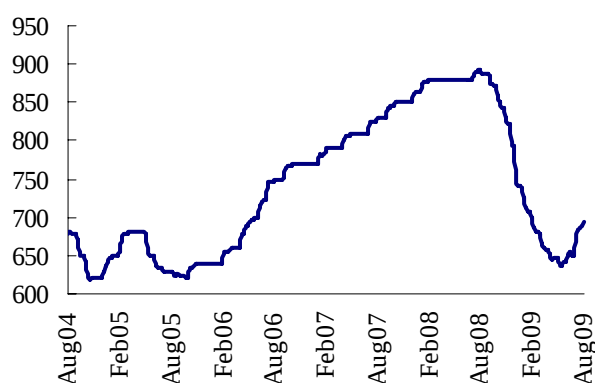
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 7: 欧洲市场以欧元标价的纸浆价格指数



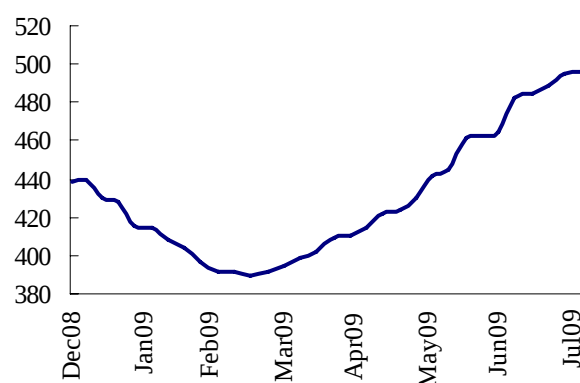
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 8: 美国市场针叶浆 NBSK (USD/t)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 9: 中国市场阔叶浆 BHKP (USD/t)



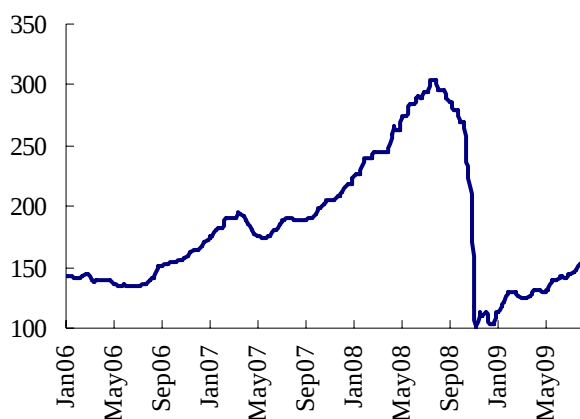
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

由于我国加大对纸浆的采购、全球性浆线限产保价、长达半年多的亏损以及对经济复苏的期待等因素，目前浆价见底已经基本确立。大多数浆厂盈亏已基本结束长达半年的亏损局面。截至 8 月 4 日，中国市场上进口的阔叶浆价格报在 496 美元/吨，较年初上涨了 13.1%，较今年以来的低点已有 27.5% 的涨幅。我们仍然认为下半年纸浆价格会以小幅度反弹为主要特征。

5.2. 废纸价格:

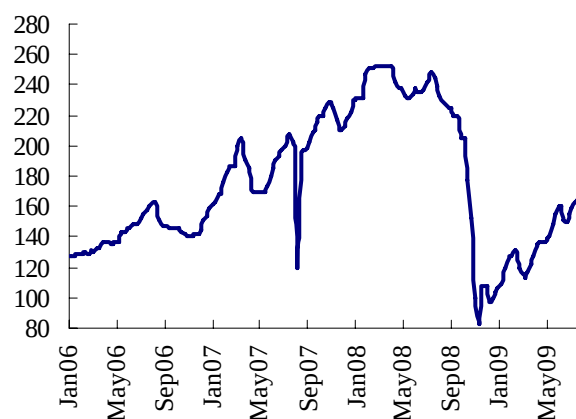
受益于国内纸业的复苏，前期库存的消化，废纸价格回升势头明显。截至 8 月初，8 号废纸（旧报纸）到岸价格已达 153 美元/吨，从年初至今涨幅达 36%，美废 11#（旧牛皮纸）到达 171 美元/吨，年初至今价格上涨 57%。原材料价格的上涨也带动着纸产品的提价。

图 10: 06 年以来美废 8# 价格走势



数据来源: Wind, 国泰君安证券

图 11: 06 年以来美废 11# 价格走势

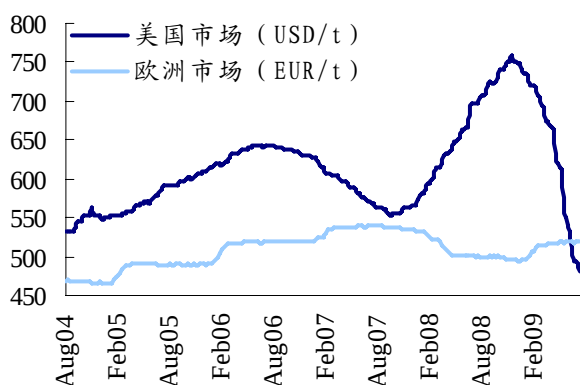


数据来源: Wind, 国泰君安证券

5.3. 国外主要纸种价格:

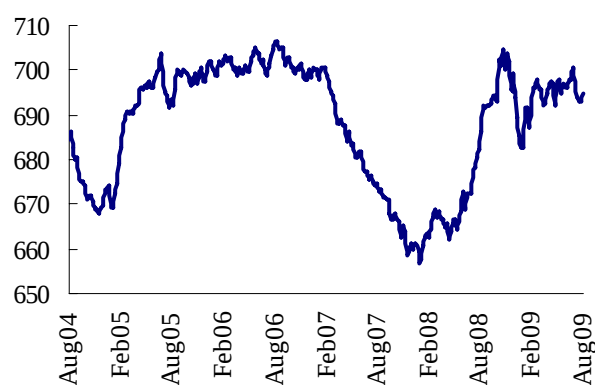
欧美造纸市场的恢复程度远不如中国市场。7 月份欧洲市场各纸种价格仍出现了不同程度的下跌。整体看来, 欧洲市场的新闻纸价格相对美国市场要平稳的多, 美国新闻纸价格自 08 年 12 月起持续下跌, 年初以来累计跌幅达 36%, 8 月初价格为 481 美元/吨, 欧洲市场新闻纸有 5% 的涨幅, 8 月初 519 欧元/吨。测算 8 月初美国新闻纸价格可折合约 333 欧元/吨, 3284 人民币/吨, 加上海运费用也不会高于国际其他市场价格。因而无论是国内市场还是国际市场, 新闻纸的复苏仍面临比较大的压力, 需要较长的一段时间。

图 12: 欧美市场新闻纸价格



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 13: 欧洲市场轻涂杂志纸 (EUR/t)



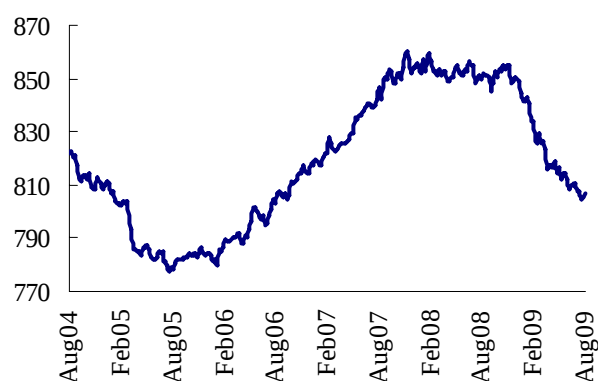
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 14: 欧洲市场涂布道林纸 (EUR/t)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

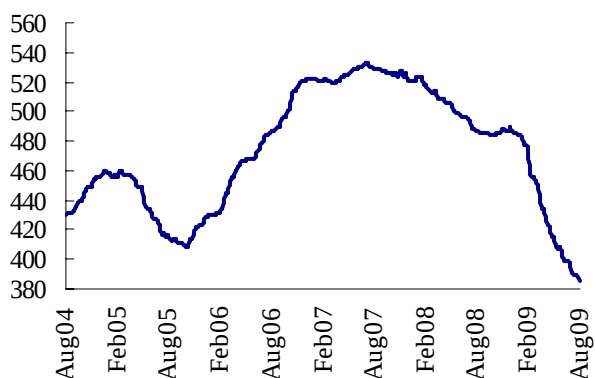
图 15: 欧洲市场 A4 复印纸 (EUR/t)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

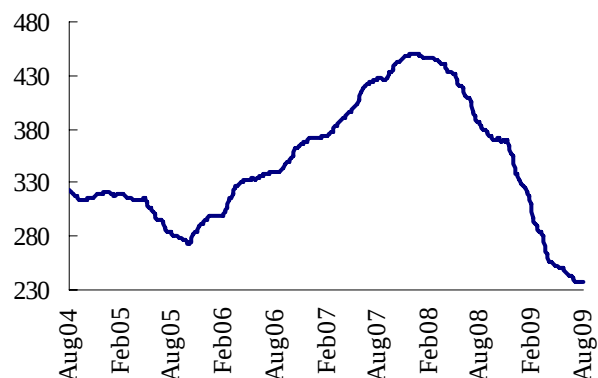
牛皮卡纸、瓦楞纸等包装纸价格依然处于下降过程中, 由于其对经济的敏感程度更高, 从下表可以看出, 欧洲的经济依然没有好转。瓦楞原纸价格似乎已出现回稳迹象, 或许是欧洲市场回暖的信号。

图 16: 欧洲市场牛皮卡纸 (EUR/t)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 17: 欧洲市场瓦楞原纸 (EUR/t)



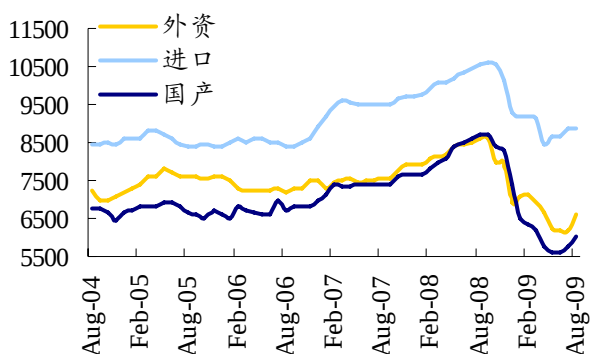
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

5.4. 国内主要纸种价格:

7 月份国产铜版纸价格较上月+4.5%, 新闻纸+5.5%, 双胶纸+0.2%, 白卡纸+2.3%, 轻涂纸-0.9%, 箱板纸+2.0%。其实纸产品价格的上涨从 09 年 2 月份已陆续开始, 上半年大家关注的重点在去库存、去产能等问题上, 对纸产品价格的上涨没有引起足够的重视。据我们了解, 国内几家纸业公司联手从 8 月 1 日起上调铜版纸、白卡纸的价格, 预期每吨纸调价 400 元/吨, 增幅约 7%。其他纸种近期也有不同程度的价格上涨。从 5 月份开始, 由于原材料浆价的上涨, 纸产品价格的上涨有了基础。由于经济的逐渐恢复, 纸产品销售压力目前已大有减轻。铜版纸、白卡

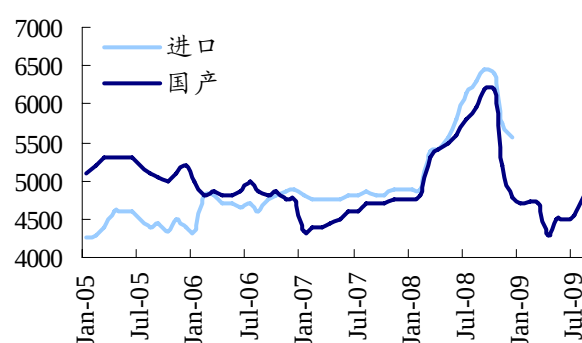
纸算上 8 月 1 日的上调,与年初最低点相比已有 800 元/吨以上,幅度约 15%。其他纸产品也有 5-10% 的涨幅。如我们前期判断,产品上涨的趋势已经形成,下半年无论原材料还是产成品都以陆续上涨为主基调,且企业盈利状况改善程度将高于原材料价格变化的程度。在“去库存、去产能”逐渐完成之后,下半年有望改善上半年企业盈利能力低于销售量增长的状况。

图 18: 铜版纸国内价格 (元/吨)



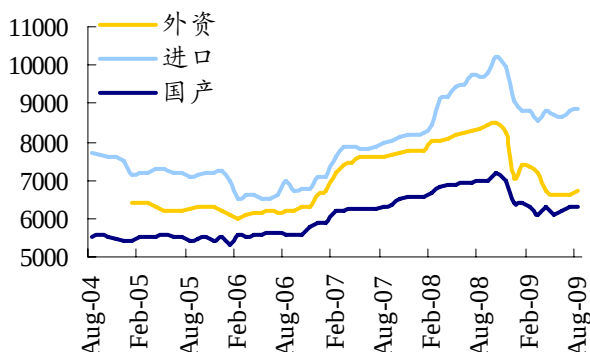
数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

图 19: 新闻纸国内价格 (元/吨)



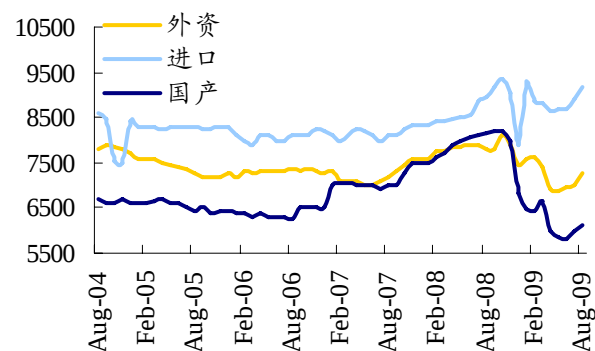
数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

图 20: 双胶纸国内价格 (元/吨)



数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

图 21: 白卡纸国内价格 (元/吨)



数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

图 22: 轻涂纸国内价格 (元/吨)

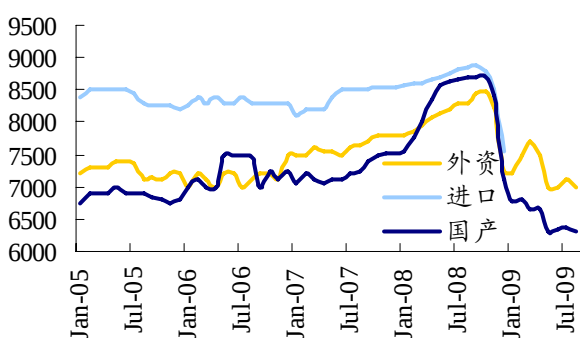
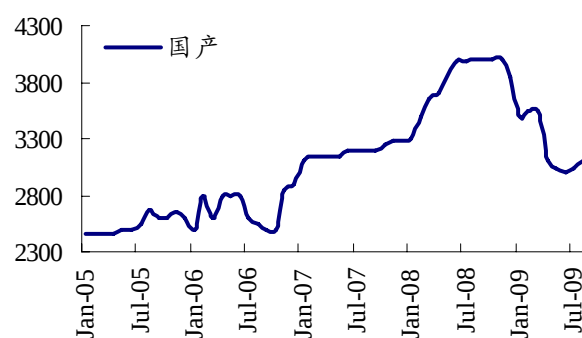


图 23: 箱板纸国内价格 (元/吨)



数据来源：中国纸网，国泰君安证券

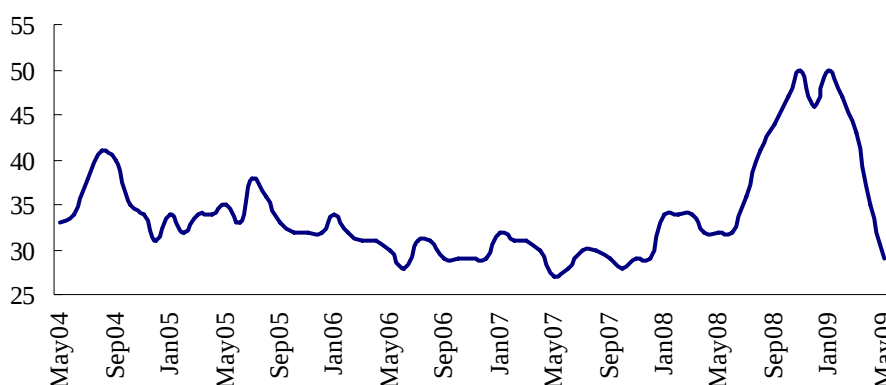
数据来源：中国纸网，国泰君安证券

6. 国际原材料与产品库存：恢复本轮景气周期起始水平

随着宏观经济的回暖，需求回升，对原材料的消耗也随之加大。从全球、美国、欧洲等库存情况来看，3 月份以来木浆库存水平急剧下降，高位库存对国际浆价的压力已基本解除。

5 月份全球纸浆库存量降至 29 天，已恢复到本轮景气周期起始水平，也处于历史上的较低水平，有助于纸浆的提价。但近期浆价的快速提升可能吸引来更多的生产商，前期停工的浆企也有了恢复生产的动力，我们判断这种库存低位不会持续很长时间，全球库存水平将回升至 30 天以上。欧洲制浆业的消费量也在回升，而库存量进一步下降，创下历史新低。

图 24：全球纸浆库存量（周转天数）



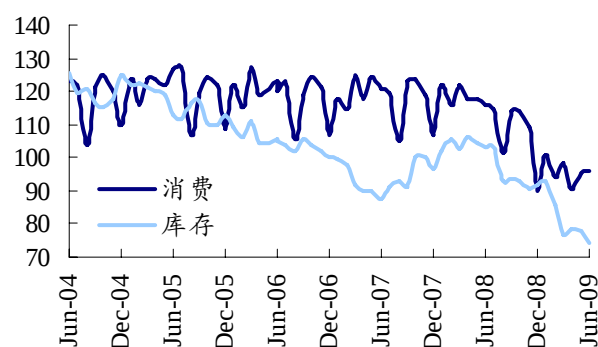
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

图 25：欧洲主要港口木浆库存合计（万吨）



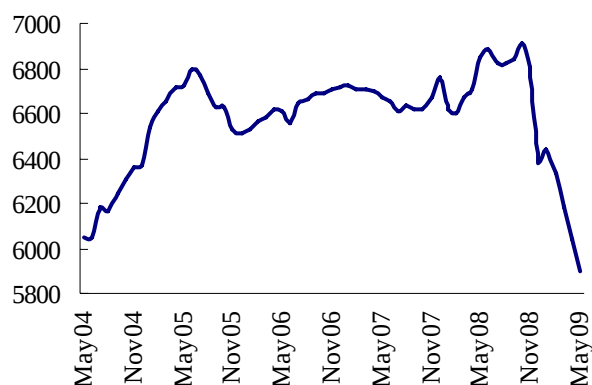
数据来源：Europulp，国泰君安证券

图 26：欧洲制造业库存-木浆（万吨）



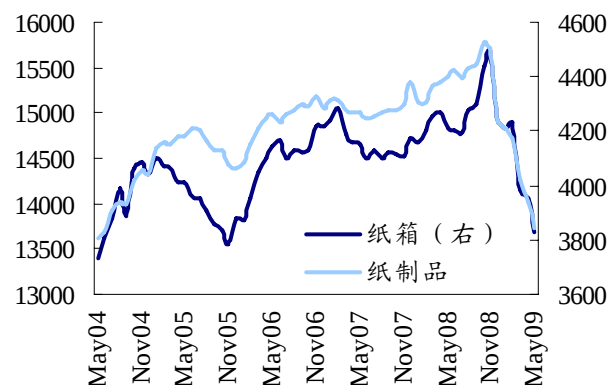
数据来源：Utupulp，国泰君安证券

图 27: 美国制造业库存-纸浆及纸板 (百万美元)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

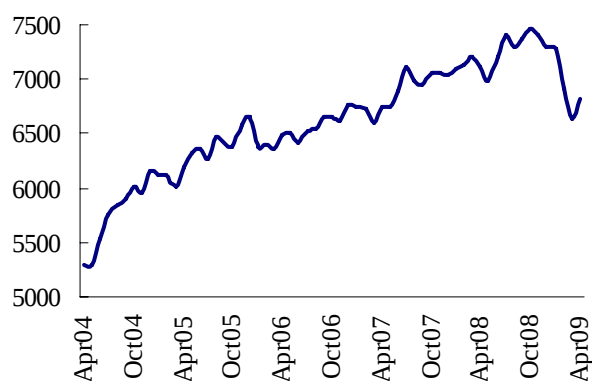
图 28: 美国制造业库存-纸箱、纸制品 (百万美元)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

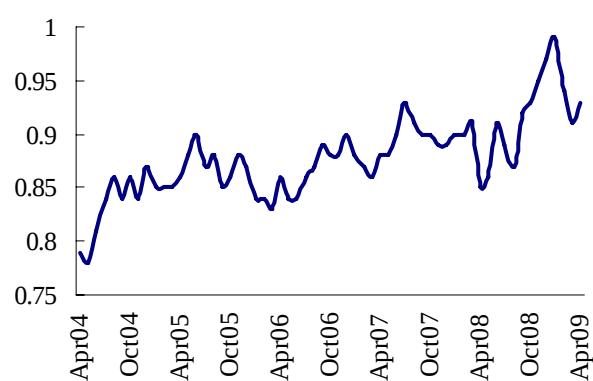
从美国情况来看, 08 年 4 季度以来去库存化已取得效果明显, 制造业库存已经达到甚至低于历史低位。从批发业库存来看, 尽管前期制造业减少的库存有很大一部分转移给经销商, 去库存化也继续在经销商处进行, 并且初见成效。

图 29: 美国商品批发业库存-纸张 (百万美元)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

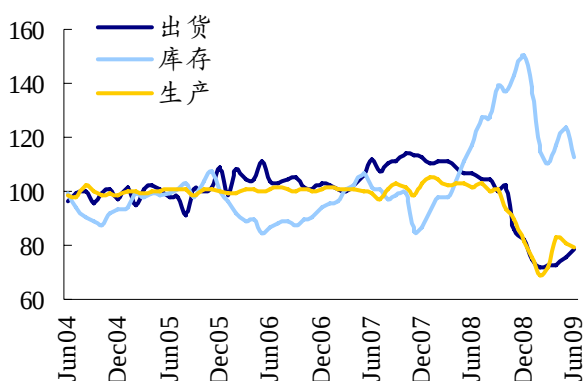
图 30: 美国批发业库存/销售比-纸张 (%)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

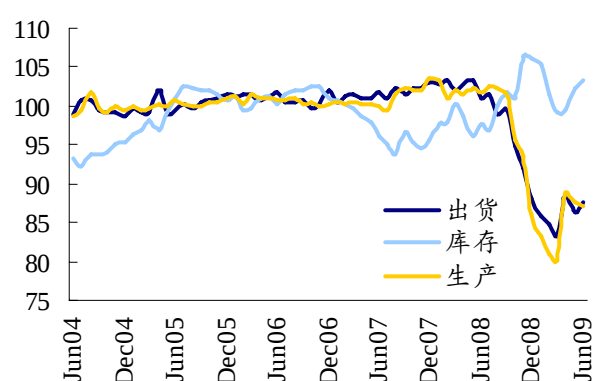
从日本情况来看, 1-6 月纸浆库存较年初累计减少了 25.28%, 纸浆、纸及纸板整体的库存较年初累计减幅为 2.73%, 库存水平已基本恢复正常, 生产和出货状况也在好转。

图 31: 日本工业产值纸浆指数 (2005 年=100)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 32: 日本工业产值纸浆、纸及纸板 (2005 年=100)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

7. 主要上市公司预计业绩与估值

近期投资者纷纷开始关注纸产品价格的上涨, 加上纸业公司估值相对偏低, 当大家对纸业的下半年复苏或价格陆续上涨形成共识的时候, 纸业股的上涨便水到渠成。因此我们继续看好纸业的补涨行情, 推荐的顺序依然是太阳纸业、博汇纸业、晨鸣纸业、华泰股份、岳阳纸业。在有重组可能的公司中如福建南纸、青山纸业、美利纸业、岳阳纸业等, 最看好福建南纸, 原因是其重组应由非纸业公司介入的可能性较大。

表 2: 造纸行业主要上市公司的财务预测与价值评估

公司	8.6 日价格	PB	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	本期建议
太阳纸业	17.05	3.29	0.46	0.70	0.96	37.1	24.4	17.8	增持
岳阳纸业	9.66	2.15	0.21	0.19	0.38	46.0	50.8	25.4	增持
华泰股份	14.11	2.07	0.66	0.68	1.07	21.4	20.8	13.2	增持
博汇纸业	10.83	2.20	0.50	0.38	0.51	21.7	28.5	21.2	谨慎增持
晨鸣纸业	9.82	1.65	0.52	0.40	0.53	18.9	24.6	18.5	谨慎增持
银鸽投资	8.55	3.64	0.06	0.14	0.23	142.5	61.1	37.2	中性
景兴纸业	6.75	1.57	-0.53	0.14	0.26	-12.7	48.2	26.0	谨慎增持
美利纸业	11.48	1.91	0.43	0.27	0.45	26.7	42.5	25.5	谨慎增持
山鹰纸业	4.81	1.59	0.01	0.08	0.13	481.0	60.1	37.0	中性

数据来源: Wind, 国泰君安证券

表 3: 造纸行业国际估值对比

公司简称	股价	08PE	09PE	10PE	PB	EV/EBITDA	ROE
IP	19.71	16.16	32.42	20.64	1.73	5.33	-19.97
UPM	7.98	-	-	37.29	0.72	10.81	-2.78
STORAENSO	4.51	-	451.00	41.00	0.64	27.85	-10.21
OJI	411.00	-	20.03	16.65	0.98	10.07	-1.39
HOLMENAB-B	198.00	26.99	19.26	19.99	1.10	11.49	3.94
DOMTAR	24.55	-	-	-	0.47	3.88	-21.46
理文纸业	13.26	49.92	13.76	11.19	1.78	24.06	3.66
玖龙纸业	8.75	29.72	26.05	20.90	2.49	22.72	15.15
阳光纸业	2.45	13.50	14.40	8.40	0.72	14.27	5.58
群星纸业	4.27	10.28	9.90	8.18	1.74	5.62	17.93
恒安国际	44.00	37.54	27.94	23.54	7.80	30.61	22.67
维达国际	5.28	45.56	16.92	14.35	2.79	16.06	10.45

数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

作者简介:

王峰: 复旦大学国际金融硕士, 96 年至今为君安证券、国泰君安证券行业部研究员, 主要从事轻工及造纸印刷行业的研究, 2008 年、2007 年获《新财富》造纸印刷行业最佳分析师第一名, 2006 年获得最佳分析师第二名, 2003-2005 年连续三年获得最佳分析师第一名, 2004 年同时获得食品饮料行业第三名。

徐琳: 毕业于厦门大学管理学院会计系, 香港理工大学金融与会计学院交流生。2007 年 7 月进入国泰君安证券研究所行业公司部。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com