

王旭东 021-88888888
zhangly@cmschina.com.cn

濮冬燕 021-68407301
pudy@cmschina.com.cn

2009年11月13日

铜版纸“双反”中短期影响小

造纸行业09年10月月报

原材料

造纸印刷

中性（维持）

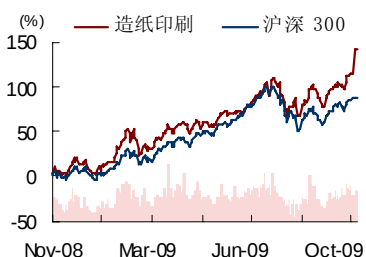
上证指数 3173

行业规模

		占比%
股票家数（只）	34	2.1
总市值（亿元）	1268	0.5
流通市值（亿元）	856	0.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	27.7	52.7	157.9
相对表现	16.7	27.2	63.7



相关报告

1、《造纸行业 2009 年四季度投资策略-四季度业绩向好 估值基本合理》
2009/10/29

- **经济数据受益于行业景气提升。**09 年 1-9 月我国造纸工业主要产品产量为 6738 万吨，同比增长 8.76%，当月产量同比为 18.74%，单月同比增长幅度略有缩小。机制纸及纸板 09 年 1-9 月累计进口为 224.9 万吨，出口为 242.3 万吨，同比分别为-10.0%、-6.5%。下跌幅度有所减少，进出口均有所改善。
- **美国对铜版纸的“双反”对国内铜版纸企业中短期景气影响不大。**09 年上半年，我国铜版纸出口量为 63.4 万吨，其中向美国出口量为 9.6 万吨，占比为 15.14%。主要出口的公司为金东纸业（非上市公司），而上市公司中主要为晨鸣纸业与太阳纸业，其出口量较少，受此次“双反”不大。但从长期来看，因为出口转内销，国内铜版纸企业销售压力将加大。
- **铜版纸受产能影响，长期毛利率继续上升受压抑。**根据我们的统计，铜版纸现有产能约为 560 万吨，09-10 年新建产能为 225 万吨，将对铜版纸毛利率的进一步提升增加压力。未来主要产能扩张来自于 APP、王子制纸、晨鸣纸业和华泰股份：
 - （1）09 年夏季 APP 海南金海浆 160 万吨项目一期 60-80 万吨投产；2010 年 3 月二期 80 万吨计划投产；
 - （2）王子制纸在南通铜版纸项目一期 40 万吨，计划 2010 年建成，二期 40 万吨计划 2015 年建成；
 - （3）华泰股份林纸一体化项目 “60 万亩速生林、30 万吨浆、45 万吨高档铜版纸” 建成后，铜版纸年产能最高可达 80 万吨，预计 2010 年上半年建成投产。
- **维持行业“中性”评级，公司选择以长期成长性好的为主。**公司选择与上篇月报相同，依次为：
 - （1）太阳纸业—长期竞争力最强。（2）晨鸣纸业—低 PB 且有业绩；
 - （3）金东纸业-拟上市龙头；（4）博汇纸业/美利纸业；（5）安妮股份；（6）华泰股份；（7）合兴包装（8）岳阳纸业

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	PB	评级
晨鸣纸业	8.14	0.52	0.38	0.45	16	21	1.3	审慎推荐-A
华泰股份	13.39	0.56	0.60	0.71	24	22	1.7	中性-A
岳阳纸业	9.15	0.21	0.19	0.38	43	48	2.4	审慎推荐-A
太阳纸业	17.45	0.46	0.86	1.00	38	20	3.1	审慎推荐-A
博汇纸业	10.17	0.50	0.38	0.47	20	27	1.8	中性-A
景兴纸业	6.19	-	0.07	0.12	-	88	1.4	中性-A

资料来源：招商证券

正文目录

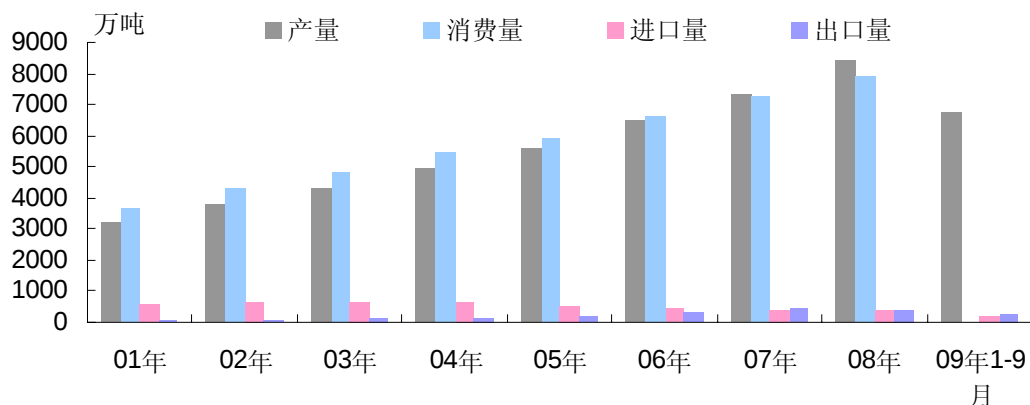
一、行业动态	3
二、公司动态	5
三、本月主题——铜版纸受产能影响，毛利率继续上升受压抑	6
附录、行业运行数据	8
（一）造纸行业走势	8
（二）国内各纸种价格走势	8
（三）国际各纸种价格走势	10
（四）废纸、纸浆价格走势	11

图表目录

图 1: 我国机制纸及纸板产量及进出口情况	3
图 2: 我国机制纸及纸板当月产量及同比增长情况	3
图 3: 铜版纸月度进口比较	6
图 4: 铜版纸月度出口比较	6
图 5: 铜版纸完全成本及吨纸毛利模拟	7
图 6: 铜版纸实际毛利率、预测毛利率以及吨纸毛利走势图	7
图 7: 行业 06-09 年走势	8
图 8: 新闻纸价格走势	8
图 9: 双胶纸价格走势	8
图 10: 铜版纸价格走势	8
图 11: 白卡纸价格走势	8
图 12: 箱板纸价格走势	9
图 13: 瓦楞纸价格走势	9
图 14: 白板纸价格走势	9
图 15: 轻涂纸价格走势	9
图 16: 牛卡纸价格走势	9
图 17: 牛皮纸价格走势	9
图 18: 轻涂杂志纸(LWC)价格走势-欧洲市场	10
图 19: 涂布道林纸(Ctd WF)-欧洲市场	10
图 20: 牛皮卡纸价格走势-欧洲市场	10
图 21: 废纸挂面纸板 T2 价格走势-欧洲市场	10
图 22: 欧洲新闻纸价格走势	10
图 23: 美国新闻纸 30lb 价格走势	10
图 24: 北方漂白软木牛皮浆(NBSK) -美国市场	11
图 25: 北方漂白软木牛皮浆(NBSK) -欧洲市场	11
图 26: 美废、日废价格走势	11
图 27: 硬木牛皮浆价格走势 BHKP-欧洲市场	11
图 28: 针叶浆价格走势	11
图 29: 阔叶浆价格走势	11
表 1: 行业新闻及点评	4
表 2: 公司动态及简评	5
表 3: 国际造纸行业估值情况	12

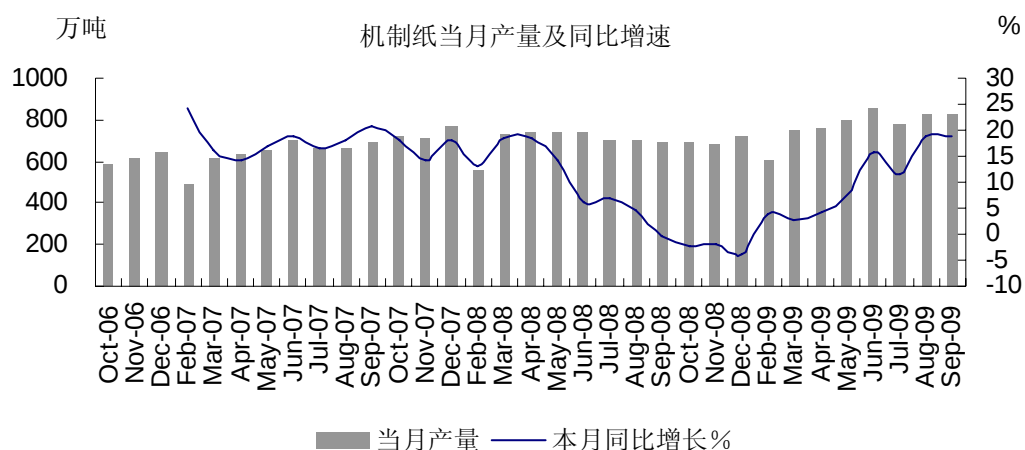
一、行业动态

图 1: 我国机制纸及纸板产量及进出口情况



资料来源: 中国纸网

图 2: 我国机制纸及纸板当月产量及同比增长情况



资料来源: 中国纸网

09 年 1-9 月我国造纸工业主要产品产量为 6738 万吨，同比增长 8.76%，当月产量同比为 18.74%，单月同比增长幅度略有缩小。机制纸及纸板 09 年 1-9 月累计进口为 224.9 万吨，出口为 242.3 万吨，同比分别为 -10.0%、-6.5%。下跌幅度有所减少，进出口均有所改善。

表 1: 行业新闻及点评

2009-10-28	辽宁日报	辽宁 269 家造纸企业被关治污效果显著	节能减排任重道远
2009-10-22	新快报	广东关停污染企业 1093 家 限期治理 848 家	
2009-10-29	食品商务网	福伊特牵手驻马店白云纸业 20 万吨新项目	纸业公司重视生活纸、文化纸投资
2009-10-19	昆商糖网	广西农垦年产 20 万吨文化用纸项目开工	
2009-10-19	雅安日报	5.36 亿元生活用纸项目花落雅安	
2009-10-10	世华财讯	美利纸业拟建年产 3.5 万吨中高档生活用纸生产线	

资料来源: 招商证券

二、公司动态

表 2: 公司动态及简评

公司	内容	点评
	全资子公司东营协发化工与苏威化工拟成立合资公司。	
华泰股份	公司收购新加坡诺斯克泛亚私人有限公司持有的诺斯克(河北)纸业有限公司(截止到 09 年 8 月 31 日净资产为 5.04 亿元)100%的股权事宜已于 09 年 10 月 23 日取得河北省商务厅有关文批复, 本次交易正式生效。	公司在新闻纸领域的龙头地位进一步确立。
景兴纸业	09 年前三季度每股收益 0.04 元, 每股净资产 4.34 元, 净资产收益率 0.97%。	
安妮股份	安妮股份 09 年前三季度每股收益 0.29 元, 每股净资产 3.22 元, 净资产收益率 8.88%。	
合兴包装	09 年前三季度每股收益 0.25 元, 每股净资产 2.19 元, 净资产收益率 11.45%。	
晨鸣纸业	09 年前三季度每股收益 0.22 元, 每股净资产 6.119 元, 净资产收益率 3.66%。	
美利纸业	2009 年前三季度每股收益 0.03 元, 每股净资产 6.05 元, 净资产收益率 0.51%。	受益于行业景气提升, 三季度业绩持续回升。
太阳纸业	09 年前三季度每股收益 0.64 元, 每股净资产 5.63 元, 净资产收益率 11.34%。 公司首期股票期权激励计划相关事项的公告	
岳阳纸业	09 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润 6759 万元, 基本每股收益 0.10 元, 同比分别为-58.94%、-58.94%。 岳阳纸业实际控制人湖南省国资委与中国冶金科工集团签订《合作框架协议》	

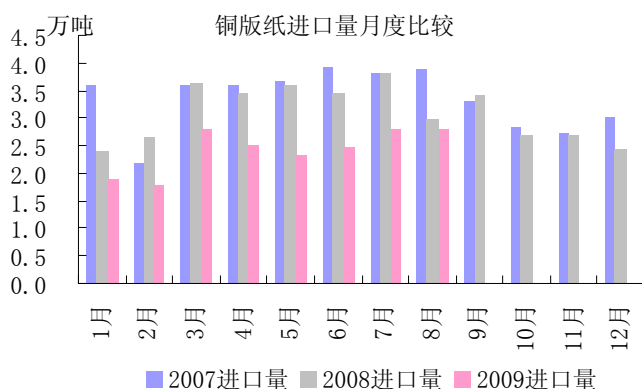
资料来源: 招商证券

三、本月主题——铜版纸受产能影响，毛利率继续上升受压抑

（一）美国对铜版纸的“双反”对国内铜版纸企业中短期景气影响不大

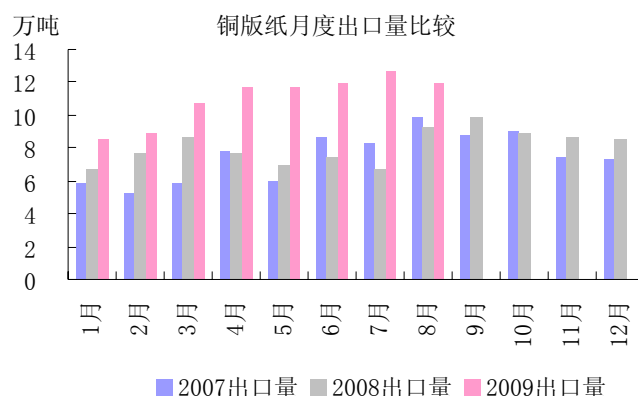
09年上半年，我国铜版纸出口量为63.4万吨，其中向美国出口量为9.6万吨，占比为15.14%。主要出口的公司为金东纸业（非上市公司），而上市公司中主要为晨鸣纸业与太阳纸业，其出口量较少，受此次“双反”不大。但从长期来看，因为出口转内销，国内铜版纸企业销售压力将加大。

图3：铜版纸月度进口比较



数据来源：中国纸网

图4：铜版纸月度出口比较



数据来源：中国纸网

（二）铜版纸将迎来季节性需求高峰

第四季度为挂历、卡片生产旺季，受此影响，铜版纸短期将迎来季节性需求高峰。

（三）铜版纸受产能影响，毛利率继续上升受压抑

从成本分析看，国内铜版纸已恢复至22%的毛利率水平，毛利回升至1000元/吨之上。

未来主要产能释放集中在10-11年，主要产能扩张来自于APP、王子制纸、晨鸣纸业和华泰股份。

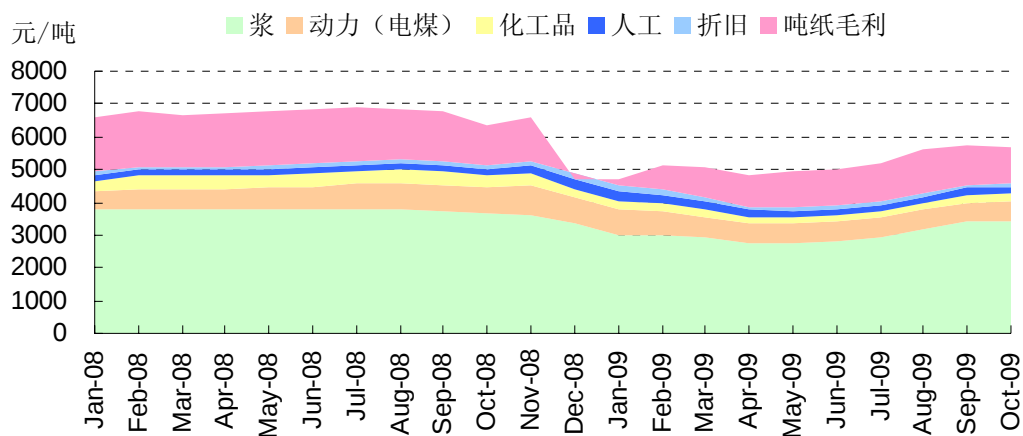
（1）2009年夏季APP海南金海浆160万吨项目一期60-80万吨投产；2010年3月份的上海世博会期间，二期80万吨计划投产；

（2）王子制纸在南通铜版纸项目一期40万吨，计划2010年建成，二期40万吨计划2015年建成；

（3）华泰股份林纸一体化项目是获得国家发改委正式批复、国务院立项的“60万亩速生林、30万吨浆、45万吨高档铜版纸”国家重点项目，项目建成后，铜版纸年产能最高可达80万吨，预计2010年上半年建成投产。

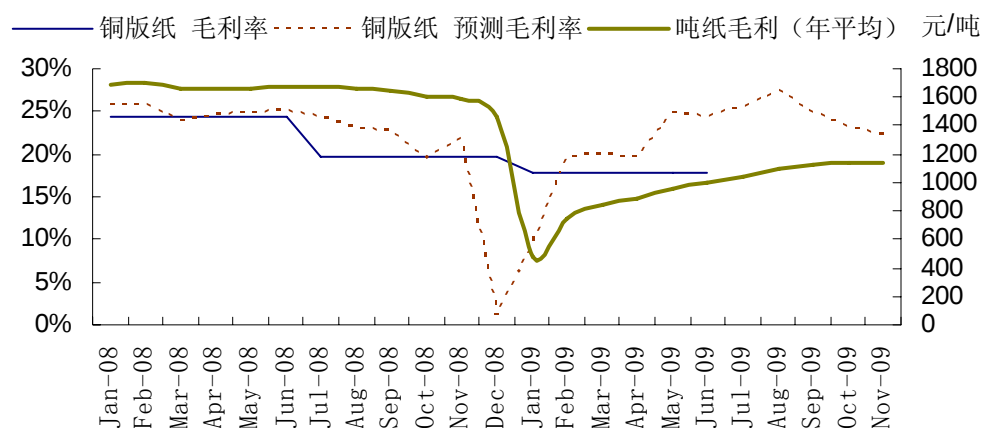
根据我们的统计，铜版纸现有产能约为560万吨，09-10年新建产能的预期投产为225万吨，产能增幅达40%，将对铜版纸毛利率的进一步提升增加压力。

图5：铜版纸完全成本及吨纸毛利模拟



资料来源：招商证券

图6：铜版纸实际毛利率、预测毛利率以及吨纸毛利走势图



资料来源：招商证券

附录、行业运行数据

(一) 造纸行业走势

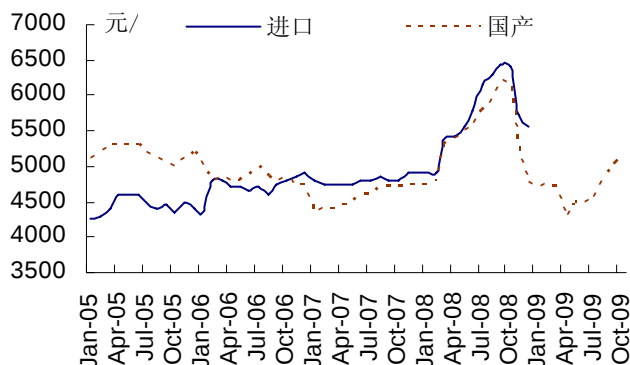
图 7：行业06-09年走势



资料来源：招商证券

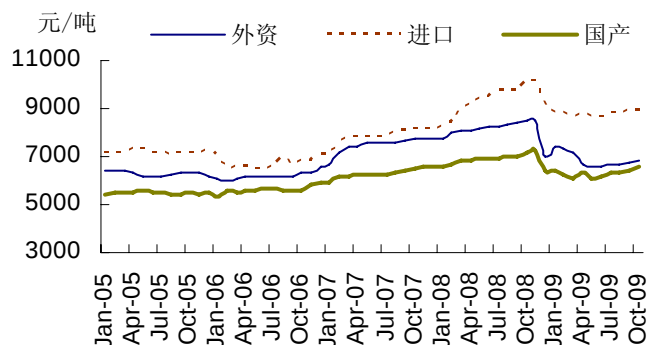
(二) 国内各纸种价格走势

图 8：新闻纸价格走势



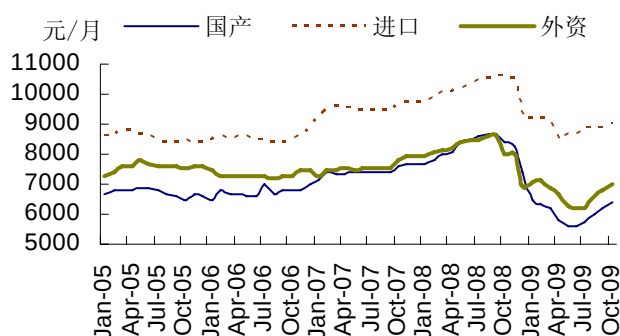
数据来源：中国纸网

图 9：双胶纸价格走势



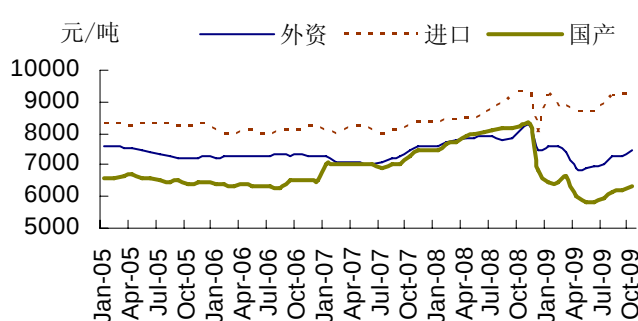
数据来源：中国纸网

图10：铜版纸价格走势



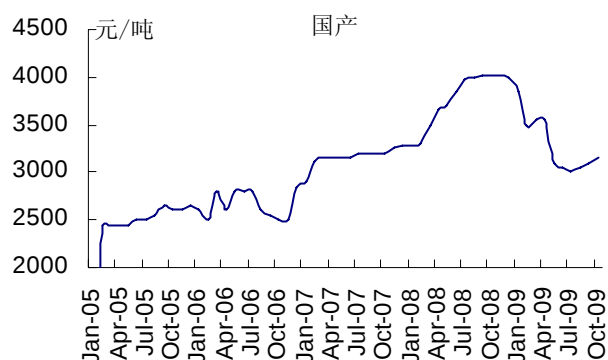
数据来源：中国纸网

图11：白卡纸价格走势



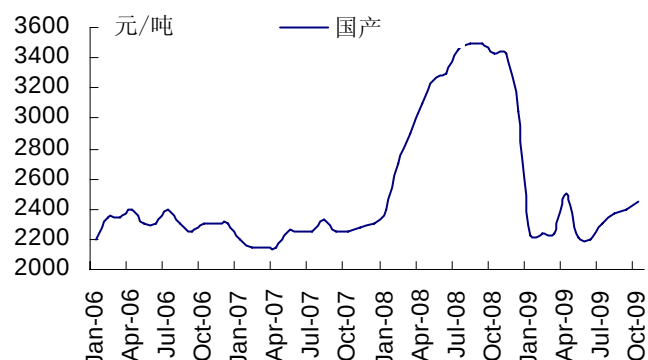
数据源：中国纸网

图12: 箱板纸价格走势



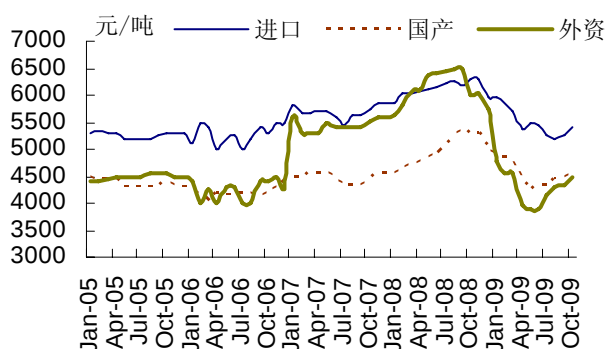
数据来源: 中国纸网

图13: 瓦楞纸价格走势



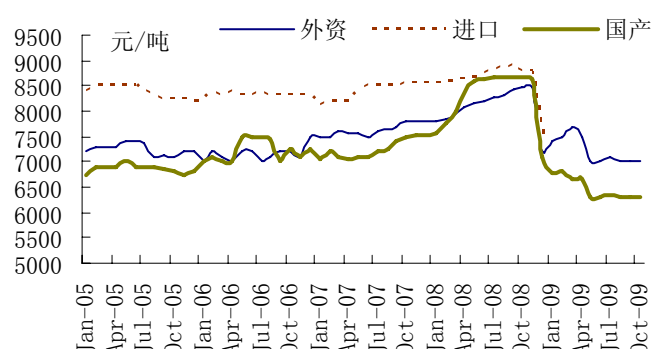
数据来源: 中国纸网

图14: 白板纸价格走势



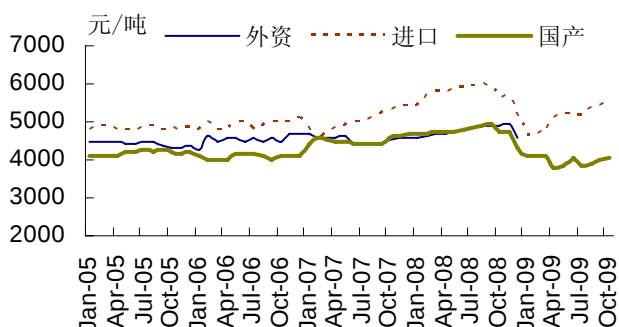
数据来源: 中国纸网

图15: 轻涂纸价格走势



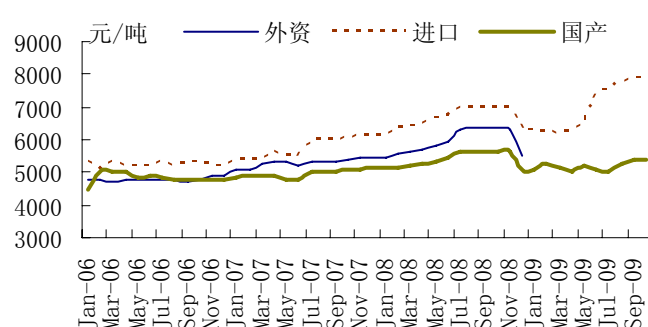
数据来源: 中国纸网

图16: 牛卡纸价格走势



数据来源: 中国纸网

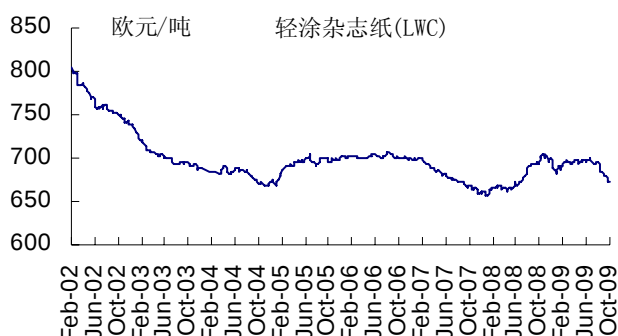
图17: 牛皮纸价格走势



数据来源: 中国纸网

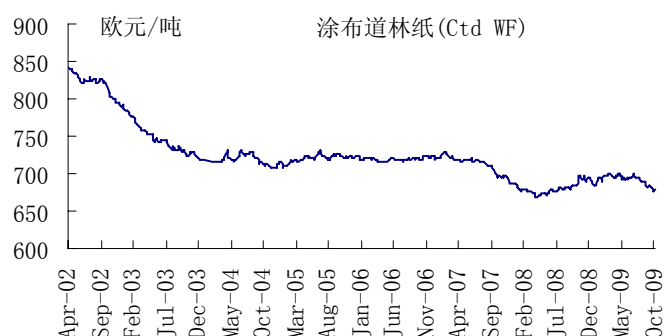
(三) 国际各纸种价格走势

图18: 轻涂杂志纸(LWC)价格走势-欧洲市场



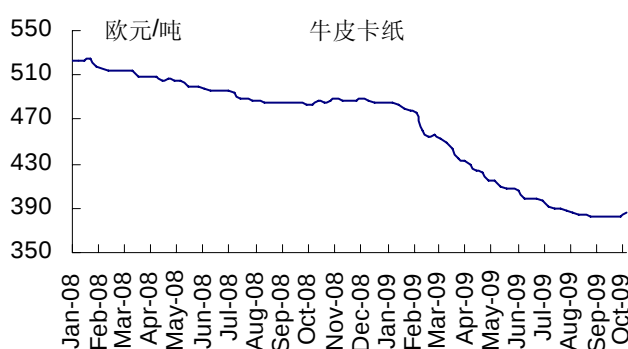
数据来源: 中国纸网

图19: 涂布道林纸(Ctd WF)-欧洲市场



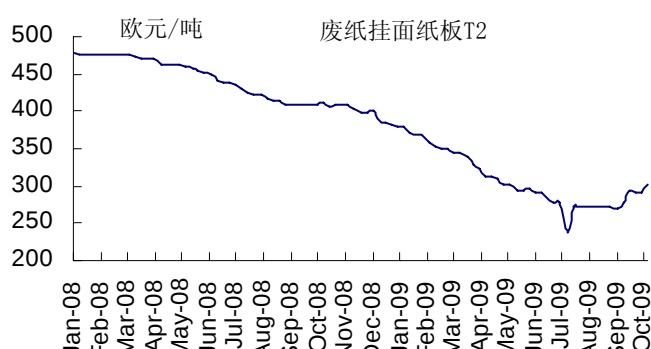
数据来源: 中国纸网

图20: 牛皮卡纸价格走势-欧洲市场



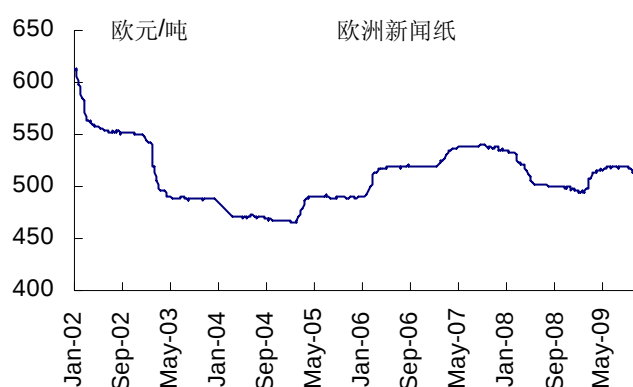
数据来源: 中国纸网

图21: 废纸挂面纸板T2价格走势-欧洲市场



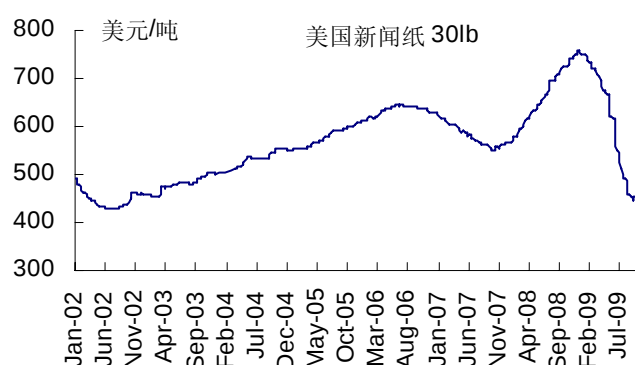
数据来源: 中国纸网

图22: 欧洲新闻纸价格走势



数据来源: 中国纸网

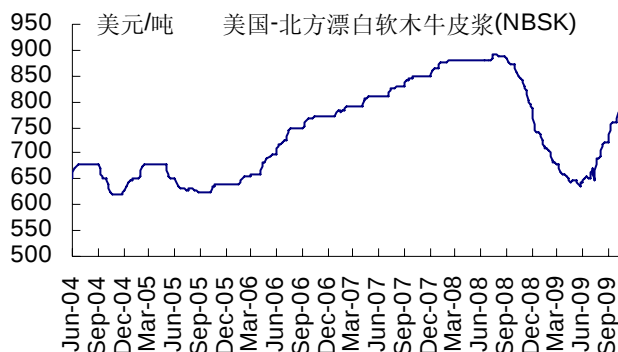
图23: 美国新闻纸30lb价格走势



数据源: 中国纸网

(四) 废纸、纸浆价格走势

图24: 北方漂白软木牛皮浆(NBSK)-美国市场



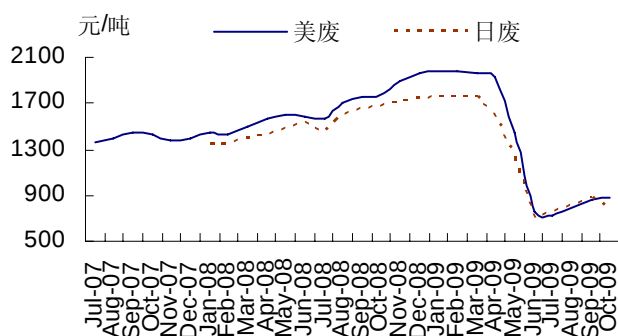
数据来源: 中国纸网

图25: 北方漂白软木牛皮浆(NBSK)-欧洲市场



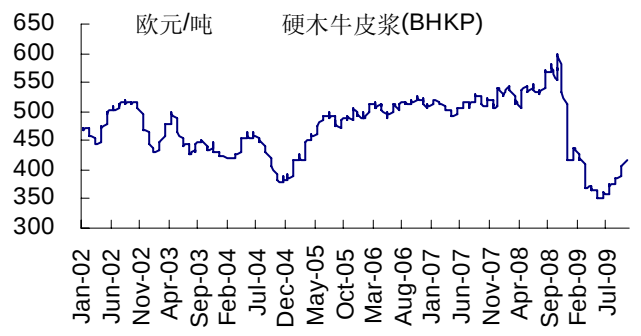
数据来源: 中国纸网

图26: 美废、日废价格走势



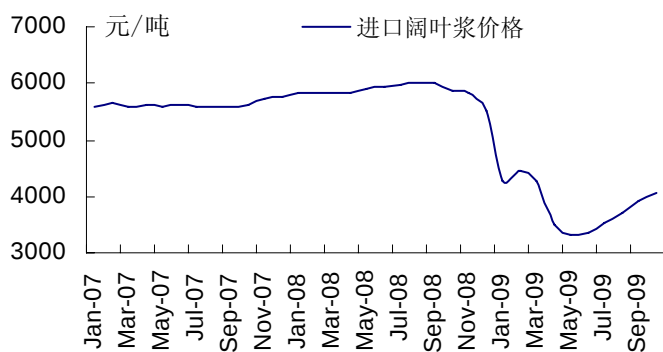
数据来源: 中国纸网

图27: 硬木牛皮浆价格走势BHKP-欧洲市场



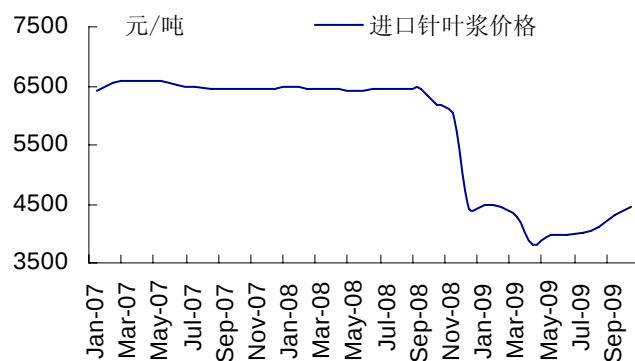
数据来源: 中国纸网

图28: 针叶浆价格走势



数据来源: 中国纸网

图29: 阔叶浆价格走势



数据来源: 中国纸网

(五) 造纸行业估值比较

表 3: 国际造纸行业估值情况

市场	公司	最新价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	PB
中国	全球平均					25	21	17	1.1
	晨鸣纸业	8.14	0.52	0.38	0.45	16	21	18	1.3
	华泰股份	13.39	0.56	0.60	0.71	24	22	19	1.7
	太阳纸业	17.45	0.46	0.86	1.00	38	20	17	3.1
	博汇纸业	10.17	0.50	0.38	0.47	20	27	22	1.8
	景兴纸业	6.19		0.07	0.12				1.4
	岳阳纸业	9.15	0.21	0.19	0.38	43	48	24	2.0
	福建南纸	5.31	0.00						1.9
	晨鸣 B	5.24	0.52	0.38	0.45	10	14	12	0.9
	中国平均水平					28	28	20	1.9
香港	NINE DRAGONS PAP	12.84	0.06	0.50	0.63	30	23	18	3.3
	LEE & MAN MANUFA	19.90	0.16	1.30	1.63	50	15	12	2.4
	晨鸣 H	4.84	0.52	0.38	0.45	9	13	11	0.8
	香港平均水平					30	17	14	2
美国	INTL PAPER CO	23.4	2.7	0.6	1.0	19	37	23	2.1
	WEYERHAEUSER CO	36.8	3.6			10			1.8
	MEADWESTVACO COR	22.1	1.6	0.4	0.6	53	55	35	1.2
	美国平均水平					27	46	29	1.7
日本	OJI PAPER CO LTD	370	0.1	24	28		16	13	0.8
	NIPPON PAPER GRO	2270	46	159	135	50	14	17	0.6
	DAIO PAPER CORP	717	0.3	35	50		21	14	0.8
	日本平均水平						17	15	0.7
澳大利亚	PAPERLINX LTD	0.00	2.8						0.0
	GUNNS LIMITED	9.66	1.2	0.7	1.0		13	9	1.0
加拿大	ABITIBIBOWATER	231							0.4
	TEMBEC INC	231							0.4
芬兰	STORA ENSO OYJ-R	3.34	4.3			8			0.2
	UPM-KYMMENE OYJ	3.34	4.3			8			0.2
法国	SEQUANA	17.7	0.9	1.3	1.6	13	13	10	1.7
	EXACOMPTA CLAIRE	0.19							0.3
挪威	NORSKE SKOG	8.36	3.9	1.1	1.2	2	7	7	0.6
	BYGGMA ASA	93	17.3			20			0.3
波兰	GRAJEWO	0.08							
	SWIECIE	74	1.8	1.5	3.8	61	49	19	3.2
葡萄牙	SONAE INDUS/NEW	2.50	0.8						0.9
	SEMAPA	7.77	1.5	0.6	0.6	12	13	13	1.1
西班牙	ENCE	2.73	0.5		0.1	6		23	0.8
	UNIPAPEL SA	10.60	1.8	0.5	1.1	43	19	9	1.0
瑞典	SVENSKA CELL-B	99	1.5	8.0	8.5	14	12	12	1.1
	HOLMEN AB-B SHS	183	2.6	11.8	9.4	15	15	19	0.9
	BILLERUD AB	42	1.0	1.4	4.3	44	29	10	1.1
	发达国家平均水平					24	24	16	1.0

表 3: 国际造纸行业估值情况

市场	公司	最新价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	PB
印度	BALLARPUR INDUS	24	0.1	5	6	8	5	4	0.9
	ORIENT PAPER	44	0.3	11.9	12.4	4	4	4	1.3
	印度平均水平						5	4	1.1
印度尼西亚	TJIWI KIMIA	1800	0.01			8			0.4
	BARITO PACIFIC	1340	0.00	112.0	71.0		12	19	1.4
马来西亚	SAMLING GLOBAL L	0.64	0.00	0.01	0.01		10	8	0.7
	LINGUI DEV BHD	1.05	0.04	0.1	0.10	28	18	10	0.4
新加坡	NEW TOYO INTL	0.21	0.03			7			0.5
	HANSOL PAPER	10400		1396	1976		7	5	0.8
韩国	EN PAPER MFG CO	4740		867	2068		5	2	0.2
	MOORIM PAPER CO	9740	0.4	2988	2661		3	4	0.6
	HANKUK PAPER MFG	36000		12549	12281				0.6
台湾	YUEN FOONG YU PA	12.3	0.02		0.4			32	1.1
	LONG CHEN PAPER	10.8	0.0						0.7
	台湾平均水平							32	0.9
泰国	THAI CANE PAPER	11.0	0.01						0.8
	亚洲国家平均水平								0.8
南非	MONDI LTD	4330	0.62	0.14	0.16		28	25	0.9
	SAPPI LTD	2855	0.89		0.27			14	1.1
	南非平均水平						28	20	1.0
阿根廷	CELULOSA ARGENT	2.20	0.0						0.6
	SUZANO PAPEL-PRA	16.09	0.9	2.8	1.5	18	6	11	1.1
巴西	ARACRUZ	10.80	0.5	0.3	0.2		32	54	
	VOTORANTIM-PREF		2.1	3.5	2.2				
智利	CMPC	19149	2.4	0.8	1.5	66	49	24	1.2
	MASISA SA	78	0.0	0.0	0.0		31	17	0.8
	南美洲平均水平					42	29	26	0.9

资料来源: 招商证券

参考报告:

- 1、《造纸行业 2009 年中期投资策略-景气于低位初企稳》2009/06/15

分析师简介

王旭东，毕业于西安交通大学和东南大学电子工程系（硕士），七年证券从业经验，现为招商证券水务、造纸分析师。2007 年“21 世纪金牌分析师”公用事业第二名，2008 年“今日投资”公用事业最佳行业分析师，2008 年新财富公用事业第四名（团队）。

濮冬燕，经济学学士，06 年进入招商证券，现任公用事业、造纸印刷行业研究助理。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。