

人民币升值预期提升造纸行业投资价值

核心观点

1. 人民币升值压力增大。人民币升值的主要压力有: (1) APEC 部长级会议对于汇率市场化的呼吁; (2) IMF 总裁对于人民币被低估的表态; (3) 11 月 15 日美国总统奥巴马访华势必向人民币汇率施压; (4) 部分新兴市场国家近期也加入对人民币施压的行列, 包括巴西、俄罗斯、印尼、泰国等, 认为人民币今年以来的弱势导致其出口竞争力受到打击。
2. 人民币升值主要从三个方面影响上市公司业绩: (1) 国内造纸原料中的木浆和废纸进口比例较大, 人民币升值后购买力增强, 有利于降低进口原材料成本; (2) 国内大部分大型纸机依靠进口, 人民币购买力增强降低引进设备成本; (3) 汇兑收益, 因为进口纸机和原材料需要外币, 上市公司有外币负债, 随着人民币升值, 将为部分企业带来可观的汇兑收益。
3. “原料在外, 市场在内”的行业特点决定行业将受益于人民币升值。

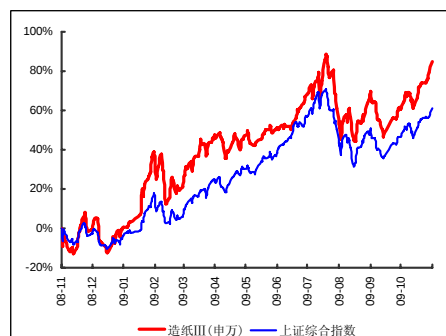
2008 年全行业消耗纸浆 7360 万吨, 其中木浆、非木浆、废纸浆分别占 22.1%、17.6%、60.3%, 木浆和废纸进口量分别为 952 万吨、1936 万吨, 进口纸浆 (包括木浆和废纸浆) 合计占比为 39.2%, 其中木浆 58.6% 依靠进口, 废纸浆 43.6% 依靠进口。

从产成品市场来看, 2008 年全行业纸及纸板产量 7980 万吨, 消费量 7935 万吨, 生产和消费基本平衡。2007 年以前, 我国是纸及纸板净进口国, 2007 年开始我国开始成为纸及纸板的净出口国, 但是出口量在产量中占比较小, 从历史来看, 出口量在产量中的占比从未超过 6.5%。2007 年、2008 年净出口量仅为 60 万吨、45 万吨, 不足全国产量的 1%。

综上所述, 我国造纸行业主要的销售市场在中国国内, 出口占比非常小, 另外, 造纸行业的主要原材料纸浆近 40% 依靠国外进口, 因此“原料在外, 市场在内”是我国造纸行业的重要特点之一。正是这个特点决定了人民币升值将会降低原材料的采购成本, 而主要销售市场又在国内, 终端销售受人民币升值影响较小, 从而提升行业的盈利能力。

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:



国都证券研究所

北京市东城区东直门南大街 3 号国华投资大厦

联系人: 汪立

电话: 010-84183136

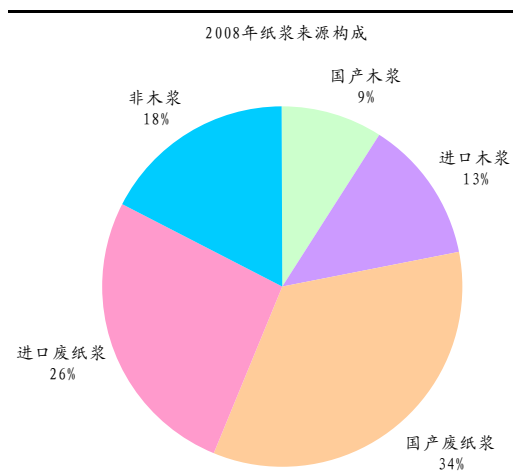
E-mail: wangli@guodu.com

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

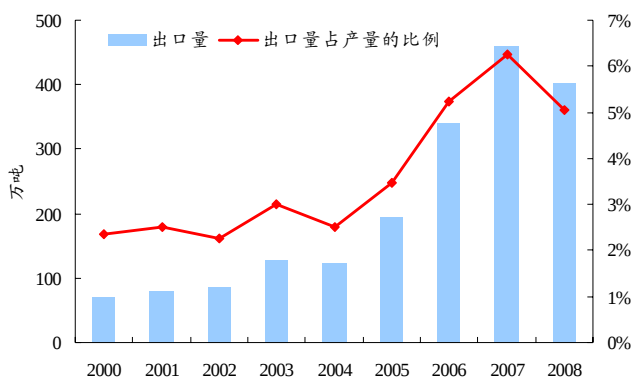
E-mail: zhouhongjun@guodu.com

图表 1: 2008 年纸浆构成

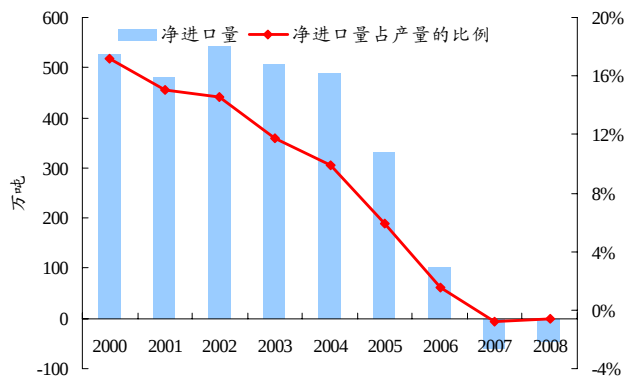


数据来源: 中国造纸协会

图表 2: 出口量在产量中的占比较小



图表 3: 近年净出口量占比很小



数据来源: 中国造纸协会

4. 人民币升值降低进口纸机成本。造纸行业的主要设备纸机大部分依靠进口, 随着人民币升值, 人民币购买力提升, 能够有效降低纸机的进口成本。对相关公司的业绩影响主要体现在折旧地减少, 从而提升了盈利能力。近期已经购进和将要购进纸机的上市公司有晨鸣纸业、华泰股份、博汇纸业、太阳纸业等公司 (不完全统计)。

图表 4: 近期主要在建和投产项目

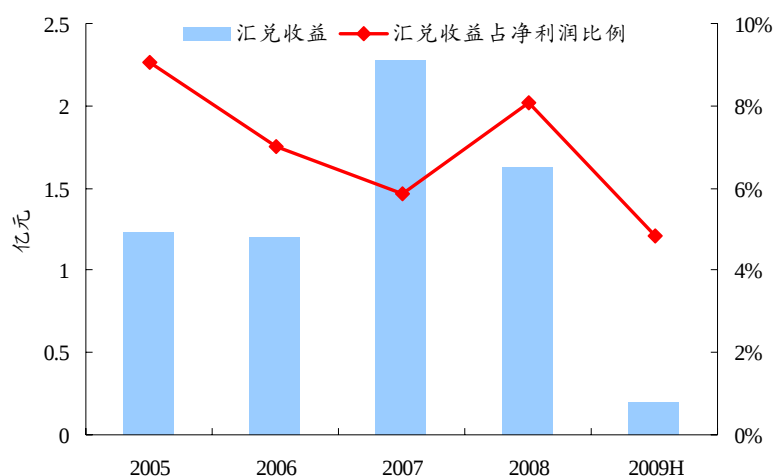
公司名称	项目名称	投资预算 (亿元)	预计投产时间
晨鸣纸业	年产80万吨高档低定量铜版纸项目	52	2011年5月
	年产60万吨高档涂布白牛卡纸项目	26	2011年2月
	年产45万吨高级文化纸项目	16.68	2011年4月
太阳纸业	年产35万吨高档文化纸项目	10.82	2010年3月
博汇纸业	年产35万吨高档包装纸项目	18.39	2009年底
华泰股份	林浆纸一体化 (年产45万吨铜版纸项目)	56.04	2010年底
	年产40万吨高档新闻纸项目	25	项目已启动
	安徽华泰年产15万吨高档文化纸项目	5.98	
福建南纸	年产25万吨新闻纸项目 (可生产高档文化纸)	16	已投产
岳阳纸业	年产40万吨文化纸项目	25.72	已投产

数据来源: 公司公告

5. 汇兑收益也是增厚公司业绩的重要因素。

自 2005 年 7 月 21 日，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，人民币不断升值，从 2005 年 7 月至今，人民币对美元已经升值近 20%，人民币的购买能力大幅增强，同时也为造纸企业带来了丰厚的汇兑收益。自 2005 年到 2008 年，汇兑收益占行业净利润基本每年都超过 5.5%，其中 2005 年汇兑损益占比最高达到 9.07%，2008 年汇兑收益占比也有 8.08%，为经受国际金融危机负面影响的造纸行业带来了一丝暖意。2008 年 7 月以来，人民币对美元汇率相对平稳，2009 年上半年行业实现汇兑收益 1904 万元，同比下降 90.2%，占整个行业净利润的 4.85%（比例大的原因是上半年造纸行业业绩较差）。

图表 5：汇兑收益对行业利润的影响



数据来源：数据来源

从各个公司来看，2007 年、2008 年汇兑收益排在前三位的都是晨鸣纸业、华泰股份、岳阳纸业。晨鸣纸业在这两年中汇兑收益都超过 1.5 亿元，是整个行业汇兑收益的主要来源，分别占比为 76.1%、96.6%，分别占公司当年净利润的 17.9%、14.6%。2009 年上半年整个人民币汇率保持稳定，没有出现较大升值，所以上半年大部分公司未出现较大的汇兑收益，前两位银鸽投资、华泰股份分别获得 1159 万元、790 万元汇兑收益，银鸽投资汇兑收益由于人民币对日元升值所致。

图表 6：汇兑收益前五位的公司

2007		2008		2009H	
晨鸣纸业	17,339	晨鸣纸业	15,741	银鸽投资	1,159
华泰股份	1,983	华泰股份	1,530	华泰股份	790
岳阳纸业	1,859	岳阳纸业	1,504	晨鸣纸业	26
景兴纸业	940	福建南纸	672	安妮股份	13
银鸽投资	319	山鹰纸业	195		

数据来源：国都证券研究所

汇兑收益的多少主要取决于外币负债多少以及人民币的升值空间。从 2009

年中报披露的数据来看，晨鸣纸业借款中有 1.53 亿美元的美元借款，华泰股份长期借款中有 1500 万美元的美元借款，其他公司未发现外币借款（因为披露或者没有）。

整体来看，未来有进口纸机计划的公司有可能存在增加外币借款的可能，从而获得汇兑收益，综合产能扩张计划以及现有外币贷款情况，我们认为未来汇兑收益对公司业绩增厚作用较为显著的是晨鸣纸业和华泰股份。

6. 投资策略

综上所述，人民币升值将从降低原材料采购成本、降低纸机进口成本、为公司带来汇兑收益三个方面给造纸行业带来利好。当前外币借款较多以及未来存在外币支出的公司获得汇兑收益的可能性较大，我们认为如果人民币升值获得汇兑收益较多的将是晨鸣纸业和华泰股份。

当前造纸行业的盈利状况已经恢复到历史较好水平，四季度整个行业的净利润有望在三季度的基础上继续上涨，并且我们认为明年也不会出现 08 年底整个行业盈利状况大幅下降的局面，明年将会延续今年下半年良好的盈利状况。随着人民币升值预期的增强，后期人民币升值可能性明显加大，如果人民币持续升值，行业将会受益，因此我们维持造纸行业“推荐-A”投资评级。公司方面，我们依次推荐博汇纸业（600966）、太阳纸业（002078）、晨鸣纸业（000488）、华泰纸业（600308）。

图表 7：造纸行业重点公司估值一览

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	8.59	20.62	0.57	0.37	0.57	15.1	23.2	15.1	1.4	推荐-A
002078 太阳纸业	19.18	5.02	0.46	0.94	1.20	41.7	20.4	16.0	3.4	推荐-A
600966 博汇纸业	10.55	5.05	0.50	0.40	0.69	21.1	26.4	15.3	1.91	强烈推荐-A
600308 华泰股份	14.18	6.49	0.67	0.62	0.92	21.2	22.9	15.4	1.78	推荐-A
平均			0.55	0.58	0.85	24.76	23.22	15.44	2.12	

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。