



需求提升带动盈利增长

——造纸行业 2010 年投资策略报告

分析师

寻春珍

☎ (86-755) 83515662

✉ xuncz@cgws.com

要点:

- **2009 年行业处于盈利修复期。**尽管今年行业盈利整体不及往年，但利润逐季回升，环比已有较大提高。
- **行业属性决定复苏相对滞后。**造纸业属于中游原材料行业，成长性取决于毛利率水平和销量增长状况。我们用行业毛利率与 GDP 进行比较，发现行业复苏时期相对滞后，约落后 1-2 个季度，我们认为这与其所处产业链的位置有关。在股价表现上，造纸股表现出一定的跟随性，阶段性跑赢大盘。
- **产能过剩将是常态，需求决定盈利水平。**作为重资产行业，提高规模效益，扩建产能规模，增加市场占有率是加强公司竞争力最直接、最有效，也是最常用的竞争手段。从我们跟踪情况和行业总体开工率分析，产能过剩将是常态。需求能否快速增长是影响行业景气水平的最关键因素。2008 年下半年行业利润快速下滑正是由于需求的萎缩，2009 年行业的复苏同样由需求的恢复推动。
- **2010 年需求提升带动利润增长。**随着宏观经济形势逐步好转，2010 年需求提升带动利润增长，预计增幅在 30% 以上，利润水平将前高后低。明年造纸新增产能释放较多，且具有结构性集中特点，子行业市场容量和需求弹性不同，景气度存在差异，我们依次看好白卡纸、新闻纸、文化纸、铜版纸和箱板纸。
- **优质公司估值具有吸引力。**目前估值水平仍为行业盈利修复时期的合理阶段，部分公司相对于 2010 年的盈利较高增长，估值仍具有吸引力。
- **投资评级：**维持行业“谨慎推荐”的投资评级，建议关注确定性成长的企业，推荐太阳纸业、博汇纸业、华泰股份、劲嘉股份、紫江企业。

独立声明

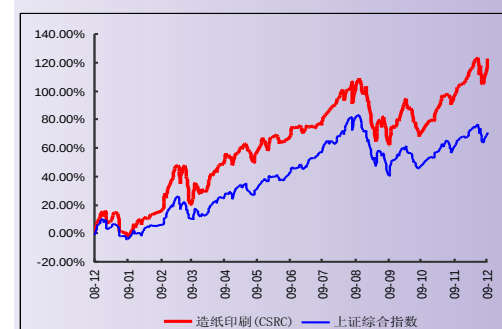
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

投资评级：谨慎推荐（维持）

行业重点公司盈利预测及评级

股票简称	09EPS	10EPS	投资评级
太阳纸业	1.24	1.33	推荐
博汇纸业	0.40	0.61	推荐
华泰股份	0.62	0.95	推荐
劲嘉股份	0.51	0.62	推荐
紫江企业	0.43	0.49	推荐
晨鸣纸业	0.37	0.48	谨慎推荐
成霖股份	0.32	0.42	谨慎推荐
海鸥卫浴	0.11	0.35	中性
民丰特纸	0.32	0.35	中性

行业表现



相关报告

《环比向好，增幅收窄》——造纸行业 2009 年四季度投资策略 2009.9.25

《复苏中的造纸业》——造纸行业中期投资策略 2009.6.19

《暖日晴风初破冻》——造纸行业 2009 年二季度投资策略 2009.3.31

《调整周期中的造纸业》——造纸行业 2009 年年度投资策略 2008.12.10



正文目录

一、2009 年行业处于盈利修复期	5
1.1 收入和利润增速放缓	5
1.2 业绩逐季回升	5
1.3 目前处于复苏的第二阶段	6
1.4 行业属性决定复苏相对滞后	7
1.5 造纸股阶段性跑赢大盘	7
二、产能过剩将是常态，需求决定利润水平	8
2.1 供给剖析：过剩将是常态	8
2.2 需求决定利润	9
三、子行业景气有差别	10
3.1 白卡纸	10
3.2 铜版纸	12
3.3 新闻纸	13
3.4 文化纸	16
3.5 箱板纸	17
3.6 木浆	19
四、投资策略	20



图表目录

图 1: 00-09 年行业收入与利润增长	5
图 2: 00-09 年行业盈利水平	5
图 3: 09 年 22 家上市公司业绩逐季改善	6
图 4: 09 年 22 家上市公司毛利率环比向上	6
图 5: 09 年机制纸产销量持续改善	6
图 6: 09 年库存下降	6
图 7: 行业复苏相对滞后	7
图 8: 造纸板块表现	7
图 9: 行业固定资产投资情况	8
图 10: 固定资产投资波动滞后于行业周期	8
图 11: 近年国内机制纸新增产能	9
图 12: 我国纸张消费以内需为主	9
图 13: 我国纸张产销量情况	10
图 14: 纸张消费量与 GDP 相关性极强	10
图 15: 白卡纸价格已恢复至 07 年同期水平	12
图 16: 白卡纸毛利率走势	12
图 17: 我国铜版纸产销情况	12
图 18: 铜版纸价格已恢复至 07 年同期水平	12
图 19: 铜版纸出口情况	13
图 20: 出口至美国情况	13
图 21: 新闻纸 2000-2008 年生产量及消费量	13
图 22: 新闻纸产量月度数据	14
图 23: 新闻纸出口情况	14
图 24: 新闻纸进口量月度数据	14
图 25: 新闻纸价格	16
图 26: 原料较年初约上涨 50%	16
图 27: 文化纸消费量小幅增长	17
图 28: 双胶纸价格走势	17
图 29: 箱板纸产量	18
图 30: 箱板纸下游家电产量缓慢增长	18
图 31: 箱板纸原材料价格走势	19
图 32: 箱板纸价格	19
图 33: 全球商品浆库存期	20
图 34: 09 年我国木浆进口量大幅增加	20
图 35: 进口针叶浆价格较 6 月底上涨 17%以上	20
图 36: 针叶浆进口量	20
图 37: 进口阔叶浆价格较 6 月底上涨 20%以上	20
图 38: 阔叶浆进口量	20
图 39: 造纸股 PE (TTM) 估值比较	21
图 40: 造纸板块 PB 估值比较	21



表 1 白卡纸现有及在建产能情况	11
表 2 铜版纸主要新增产能情况	13
表 3 各媒体广告增幅	15
表 4 我国报纸发行情况	15
表 5 文化纸主要新增产能情况	17
表 6 09-11 年机制纸主要新增产能情况	18
表 7: 重点推荐公司业绩预测及投资要点	21
表 8 重点跟踪公司盈利预测及估值水平	22



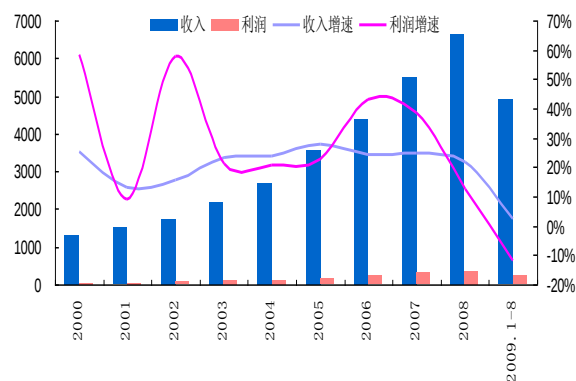
一、2009 年行业处于盈利修复期

1.1 收入和利润增速放缓

2000 年自今,造纸行业共经历了两次脉冲式的高增长。一次发生在 2002 年,规模以上企业共实现营业收入 1736.4 亿元,同比增长 15.37%,利润总额 82.47 亿元,同比增长 57.6%,毛利率 16.76%,为近 10 年的高点。最近的一次在 2007 年,新增产能较少,需求较为旺盛,行业利润增速远高于收入增长。

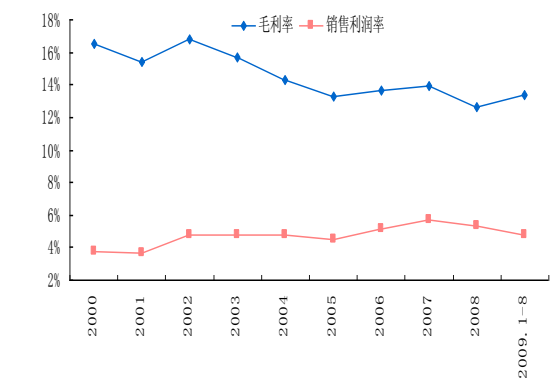
在 2008 年下半年经济增速下滑时,造纸产能的惯性扩张不能及时刹车,需求急剧萎缩,第四季度行业大多数公司亏损。经济调整持续影响到行业 2009 年的表现,收入和利润增速同比均明显下滑,但仍在预期之内,1-8 月共实现收入 4884.28 亿元,同比增长 2.36%,利润总额 234.69 亿元,同比下降 11.73%。

图 1: 00-09 年行业收入与利润增长 亿元



数据来源: WIND 长城证券研究所

图 2: 00-09 年行业盈利水平



数据来源: WIND 长城证券研究所

1.2 业绩逐季回升

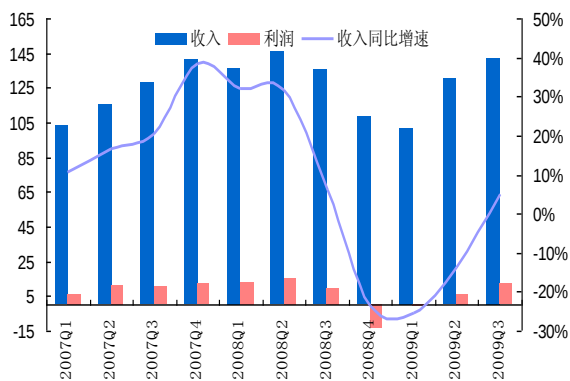
尽管今年行业盈利整体不及往年,但利润逐季回升,环比已有较大提高。

产销量方面: 今年二季度机制纸产量 2423.19 万吨,同比增长 7.74%,环比增长 28.4%,3 季度机制纸产量 2428.03 万吨,同比增长了 15.57%。今年 2 季度机制纸销量 2377.6 万吨,同比增长 8.3%,环比增长 26.81%,纸厂纸机开工率回升,产销两旺,企业库存大幅降低。

今年二季度,大多数公司扭亏为盈,三季度行业收入和利润同比恢复正增长。第三季度 22 家上市公司营业收入同比增长 4.83%,环比增长了 8.93%,净利润同比增长 17.54%,行业综合毛利率达到 19.17%,已恢复至 07 年同期水平。纸价上涨,原料成本较低,毛利率提高是推动第三季度行业业绩环比大幅向好的最大动力。今年第四季度行业仍能实现环比正增长,推动力为销量增加,毛利率则可能受后期纸价涨势趋缓、成本上扬影响,出现环比小幅回落。

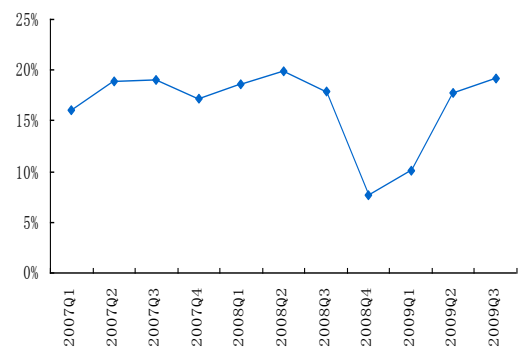


图 3：09 年 22 家上市公司业绩逐季改善 亿元



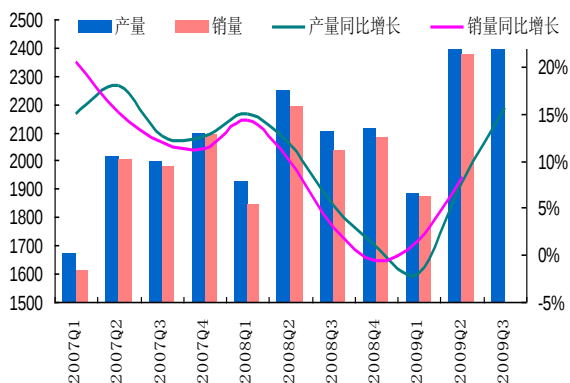
数据来源：WIND 长城证券研究所

图 4：09 年 22 家上市公司毛利率环比向上



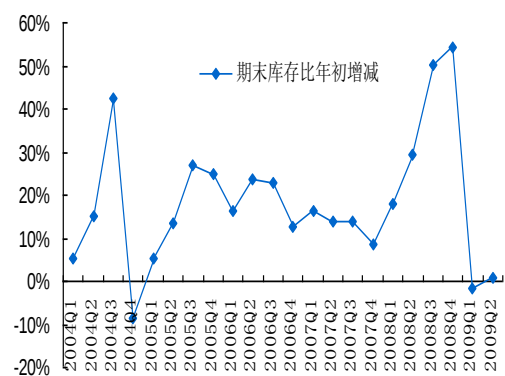
数据来源：WIND 长城证券研究所

图 5：09 年机制纸产销量持续改善



数据来源：WIND 长城证券研究所

图 6：09 年库存下降



数据来源：WIND 长城证券研究所

1.3 目前处于复苏的第二阶段

经济形势好转，造纸行业复苏。

复苏第一阶段关键词：去库存，需求恢复，毛利率提升。2008Q4 生产企业库存急剧增加，开工率、纸价、原材料、毛利率均大幅下滑；2009Q1 生产企业主动去库存，纸价止跌企稳；2009Q2-Q3 下游需求逐步恢复，产品价格提升，原料成本较低，毛利率开始提升；

复苏第二阶段关键词：开工率提高，成本上升，毛利率停滞上升。2009Q4 以来，生产企业开工率继续提高，原料需求增加，生产企业低价位原料库存早已消化完毕，成本上升，价格由成本推动上涨，毛利率维持不变或略有下降。然而销量仍将随着行业需求的增加继续提高，整体利润依然上涨，这一阶段我们认为可延续至明年上半年；

复苏第三阶段关键词：供给增加，原料价格继续上升，毛利率开始受到挤压。我们认为这一阶段可能于明年下半年提前到来。从目前行业固定资产投资情况来看，明年新增产能较多，特别是下半年铜版纸、箱板纸、文化纸均有较大的产能投放，如果需求不能有超预期表现，供需平衡关系将被打破。

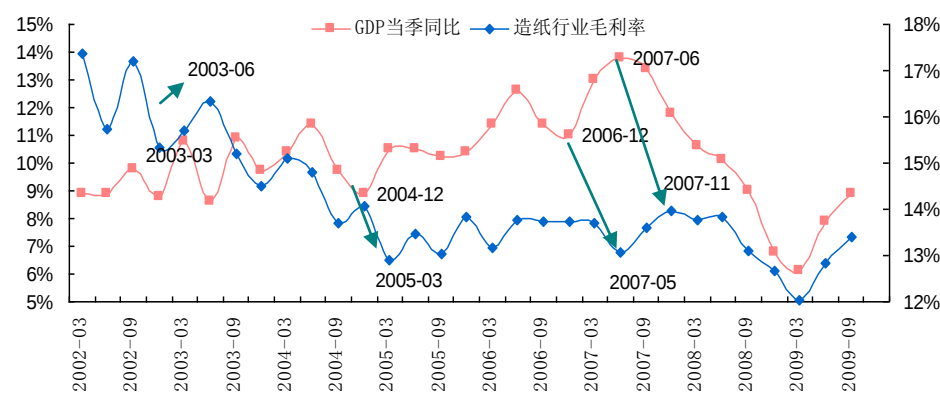


1.4 行业属性决定复苏相对滞后

造纸业属于中游原材料行业，成长性取决于毛利率水平和销量增长状况，能否提高产品价格和开工率，是企业盈利能否提高的关键，通过改善内部成本、提高生产率来实现增长的难度较大。

我们用行业毛利率和 GDP 进行比较，发现行业业绩复苏时期相对滞后，约落后 1-2 个季度，我们认为这主要与造纸所处产业链的位置有关。经济出现拐点时，首先影响到需求，即行业下游，由于造纸下游需求面较广，涉及的行业较多，旺盛或低迷的需求拐点会在经济下滑或复苏到一定程度后才会体现出来，然后再传导产业链传导至中游的造纸行业，存在时间的滞后性。另外造纸作为重资产行业，规模效益驱动生产企业纷纷投资扩建新产能，经济低谷时，产能过剩会放大行业的不景气，经济复苏进程中，过剩产能也会阻碍行业复苏步伐。

图 7：行业复苏相对滞后

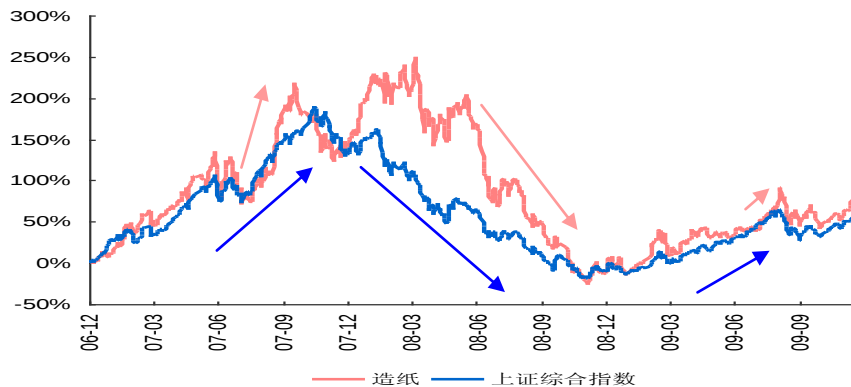


数据来源：国家统计局 长城证券研究所

1.5 造纸股阶段性跑赢大盘

在股价表现上，造纸股表现出一定的跟随性，每个波段的启动均稍落后于上证综指，阶段性跑赢大盘。

图 8：造纸板块表现



数据来源：WIND 长城证券研究所



二、产能过剩将是常态，需求决定利润水平

如我们前面所述，行业成长的核心指标是价格差和开工率，造纸行业一般采取订单生产，开工率直接取决于下游需求。价格差则取决于产品和原材料的供需形势。

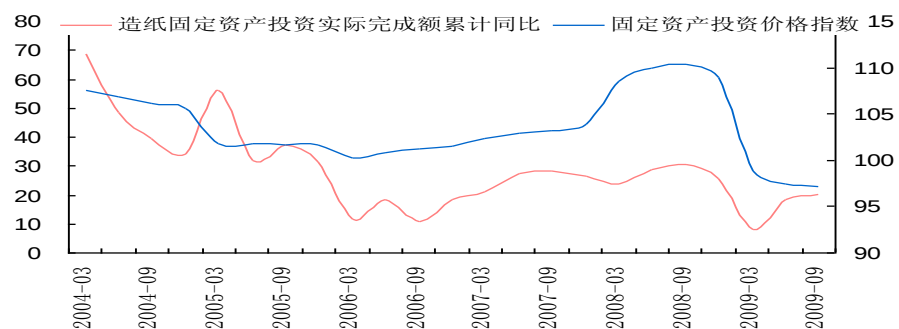
2.1 供给剖析：过剩将是常态

作为重资产行业，提高规模效益，扩建产能规模，增加市场占有率是加强公司竞争力最直接、最有效，也是最常用的竞争手段，在行业景气度攀升时，生产企业投资意愿较强，只要有资金或融资渠道，往往都会选择投资扩产。

最近的一轮景气上升期在 2007 年至 2008 年上半年，行业固定资产投资增速增加，2007 年共完成投资 819.03 亿元，同比增长 26.5%，08 年中期投资实际完成额同比增长 28.9%。另外产能投资惯性扩张并不能随景气度回落而迅速降低，08 年下半年行业景气度快速回落，固定资产投资实际完成额同比增长 22.1%，仍在较高水平。行业毛利率在 08 年四季度到达低谷，而固定资产投资实际完成额增速最低点在今年一季度。

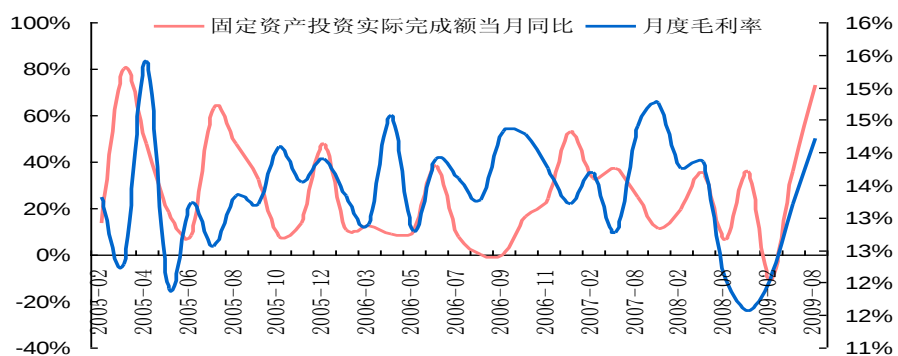
生产企业在行业景气上升期扎堆投资扩建的传统，极易导致新产能的集中释放，在需求不能出现突飞猛进增长的形势下，产能过剩不可避免，也是经常发生的。如果遭遇经济调整，行业利润下滑速度和力度都非常大。近几年行业的开工率水平基本处于 75-85% 的区间，进一步证明产能过剩已是常态。

图 9：行业固定资产投资情况



数据来源：WIND 长城证券研究所

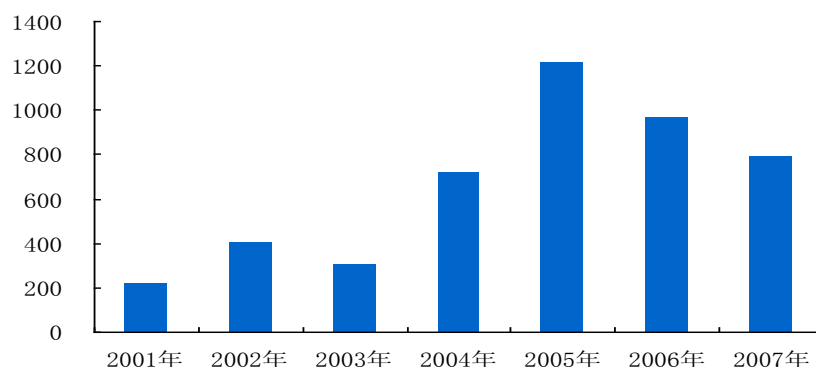
图 10：固定资产投资波动滞后于行业周期



数据来源：WIND 长城证券研究所

图 11: 近年国内机制纸新增产能

万吨

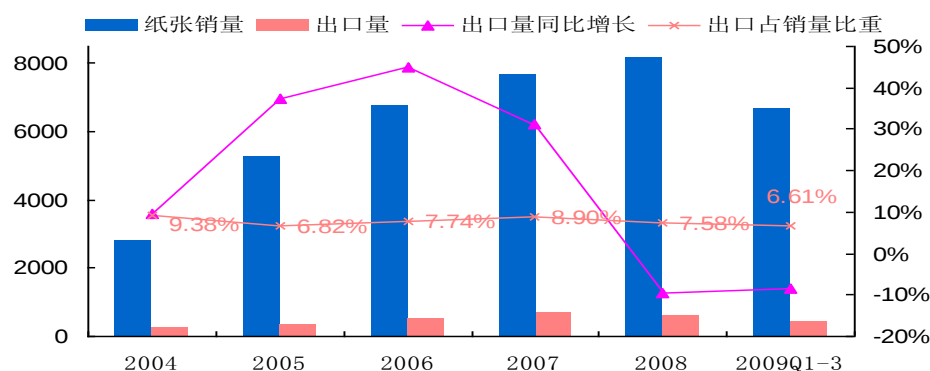


数据来源: 国家统计局 长城证券研究所

2.2 需求决定利润

我国纸张消费以内需为主, 近几年出口量占总产量的比重很低, 不到 10%, 今年前三季度出口占销量比重为 6.61%。

图 12: 我国纸张消费以内需为主



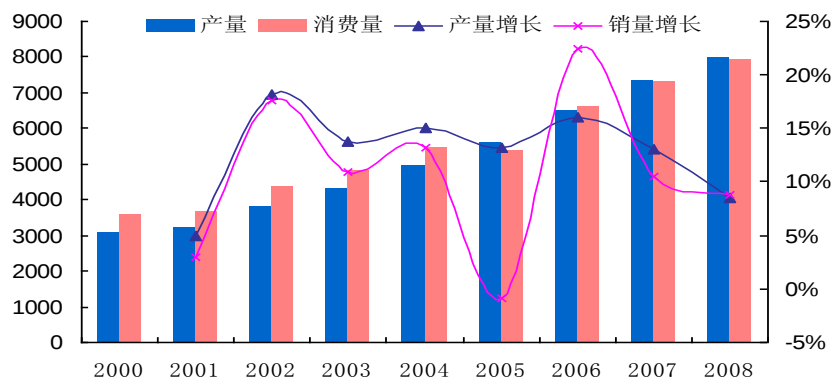
数据来源: 国家统计局 长城证券研究所

在供给过剩是常态的情势下, 需求能否快速增长是影响行业景气程度的最关键因素。08 年下半年行业盈利能力的快速下滑正是由于需求的萎缩, 09 年行业的复苏是由于需求的恢复推动。

相对于供给, 行业需求因下游涉及的行业较多, 用途较广, 更难以精确的统计。由于下游需求广泛, 行业消费与 GDP 相关性极强, 预计随着明年经济形势的进一步好转, 纸张下游继续恢复, 行业需求增速将明显高于 09 年。

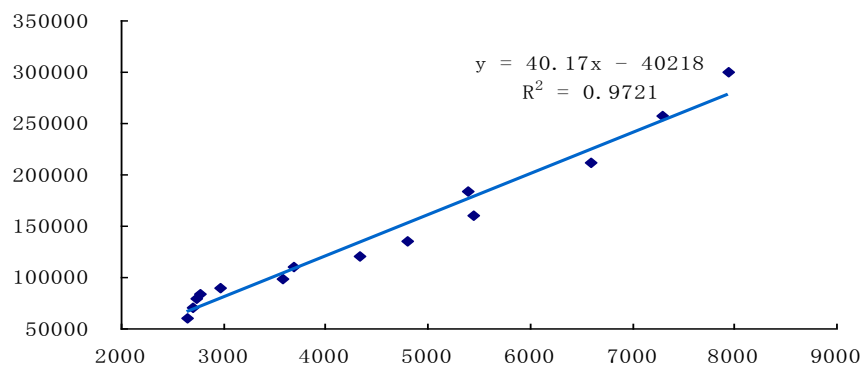
图 13: 我国纸张产销量情况

万吨



数据来源: 长城证券研究所

图 14: 纸张消费量与 GDP 相关性极强



数据来源: 国家统计局 长城证券研究所

三、子行业景气有差别

从行业整体来看, 投资扩建不可避免, 产能过剩将是常态, 需求能否快速增长是影响利润的关键。但从细分子行业来看, 每个子行业的供给又各有不同, 市场空间和需求弹性也各异。

纸张根据用途不同又分为文化纸、白卡纸、铜版纸、新闻纸、箱板纸和特种纸等。箱板纸、铜版纸的市场空间和需求弹性较大, 白卡纸次之, 文化纸和新闻纸需求弹性相对偏小。

供给方面, 从我们对行业的跟踪来看, 每个子行业景气不同, 生产企业受利益驱动, 往往争相集中扩建当期景气纸种, 因此新增产能具有扎堆投放特点。如 06 年几家新闻纸大厂集中扩建新闻纸产能, 07 年是箱板纸集中扩建, 08 年轮动到白卡纸, 09 年则轮到了铜版纸。

3.1 白卡纸

需求: 白卡纸分为烟卡和社会卡。烟卡需求弹性和市场空间较小, 社会卡纸市场和需求弹性较大。

烟卡纸用于卷烟包装, 我国卷烟产销较为稳定, 近年的年均增速在 3%



左右，烟卡纸市场需求整体比较平稳，每年需求量约 60 万吨。目前烟卡纸市场主要参与企业有珠海红塔仁恒、博汇纸业、太阳纸业、宁波中华等。由于烟厂对白卡纸的性能和质量要求较高，新厂家甚至是老厂家的新产能因技术以及客户开拓等原因很难进入这一市场，各生产企业烟卡纸市场份额相对稳定。

社会卡纸市场空间较大，主要用于化妆品、医药、酒类等的包装，随着我国医疗改革的逐步推进，居民可支配收入的持续提高，预计未来几年社会卡纸市场需求仍将保持 10-15% 的增长速度。同时随着消费升级，社会卡纸也将逐步抢占原本属于白纸板的部分市场份额。

供给：目前国内白卡纸生产企业主要有宁波中华、宁波浆纸、太阳纸业、博汇纸业、晨鸣纸业和美利纸业等公司，生产集中度较高，总产能约 370 万吨。今年在建产能主要是博汇纸业 35 万吨和珠海华丰 30 万吨技改项目，均可能在 12 月份试车，明年正式投产。

由于 2010 年白卡纸需求能快速增长，新增产能则相对较小，明年白卡纸行业值得期待。

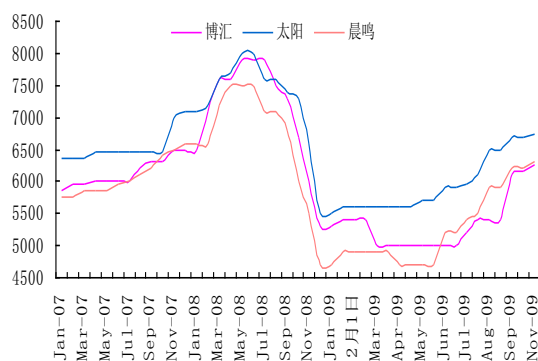
表 1 白卡纸现有及在建产能情况

公司	产能	投产日期	备注
宁波中华纸业	50 万吨	2003 年以前	现有产能 合计 364 万吨
宁波亚洲浆纸	75 万吨	2004 年	
太阳纸业	45 万吨	2003 年	
晨鸣纸业	40 万吨	2005 年	
博汇纸业	25 万吨	2004 年	
珠海红塔仁恒	22 万吨	2003 年以前	
日照森博	17 万吨	2003 年以前	
湖北骏马纸业	5 万吨	2003 年以前	
美利纸业	30 万吨	2008 年	
新乡新亚纸业	15 万吨	2007 年	
太阳纸业	40 万吨	2008 年 8 月	在建产能 合计 35 万吨
珠海华丰	30 万吨	2009 年底	
博汇纸业	35 万吨	2009 年底	规划
广西金桂浆纸	60 万吨	-	
晨鸣纸业	60 万吨	计划 2011 年 2 月	

数据来源：长城证券研究所

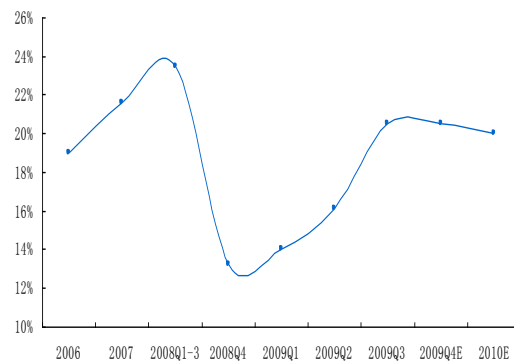


图 15: 白卡纸价格已恢复至 07 年同期水平



数据来源: 长城证券研究所

图 16: 白卡纸毛利率走势



数据来源: 长城证券研究所

3.2 铜版纸

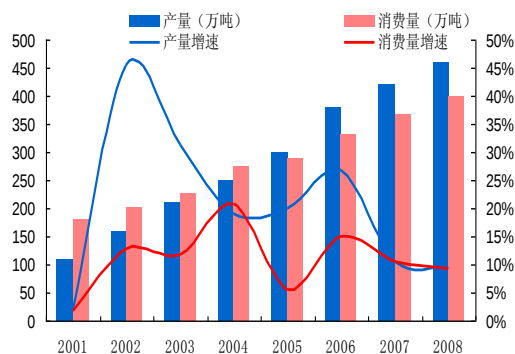
需求: 铜版纸主要用在杂志 (50%)、目录 (30%)、广告宣传 (10%)、标贴 (10%) 等领域, 需求受经济形势影响较大。2008 年我国铜版纸消费量 401 万吨, 较上年增长 9.26%, 增幅回落 1.28 个百分点, 2000-2008 年消费量年均增长率 8.55%。明年预计铜版纸消费量将恢复至正常年份增长水平, 消费量预计增长在 10% 以上, 需求增加约 45 万吨。

供给: 我国铜版纸行业产能过剩, 目前总产能约 500 万吨, 2000-2008 年国内生产量年均增长率 19.58%。相对于 2010 年 45 万吨的需求增量, 明年新增产能共约 120 万吨。

富裕产量必须通过海外市场消化, 2006 年我国铜版纸出口量占国内产量的 24.5%, 2007 年占 22.1%, 2008 年占 21.1%。随着原料价格回落及海外市场的成功开拓, 今年我国铜版纸出口量同比大幅增长, 1-10 月, 铜版纸累计出口 111.82 万吨, 同比增长 39.69%, 其中通过南京口岸出口 93.80 万吨, 同比增长 40.18%, 占铜版纸总出口量的 83.89%, 出口商应主要为 APP。1-10 月份出口至美国 16.81 万吨, 同比增长 57.13%, 占总出口量的 15.03%。

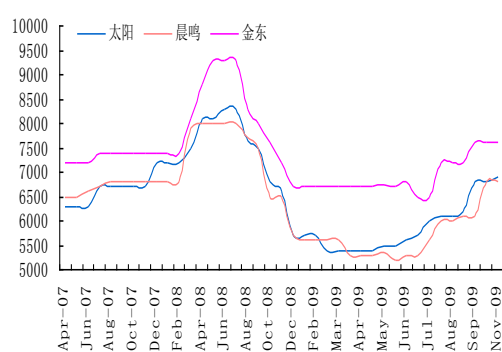
上市公司由于出口至美国的量较小, 美国此次对我国铜版纸的双反调查不会对上市公司造成较大的直接影响, 但势必会给国内铜版纸行业带来冲击。明年产能扩张较大的铜版纸行业存在较大不确定性, 国内市场竞争将更为激烈。

图 17: 我国铜版纸产销情况



数据来源: 长城证券研究所

图 18: 铜版纸价格已恢复至 07 年同期水平



数据来源: 长城证券研究所



图 19: 铜版纸出口情况

万吨

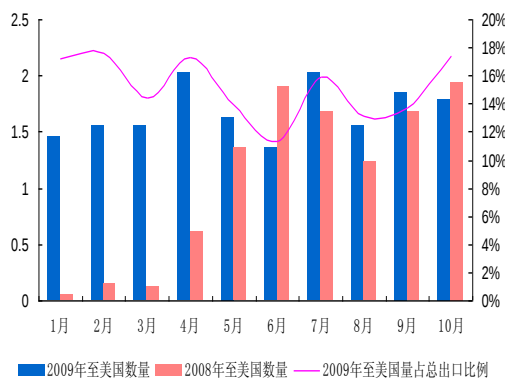
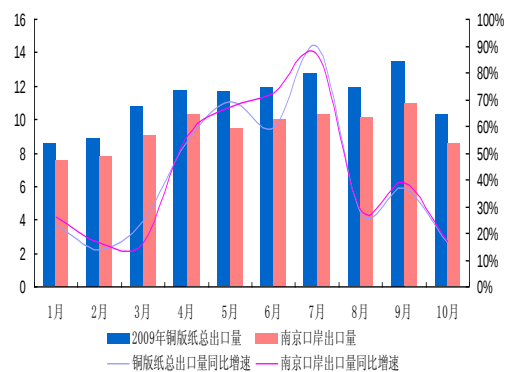


图 20: 出口至美国情况

万吨



数据来源：长城证券研究所

数据来源：长城证券研究所

备注：海关编码：48101300、48101400、48101900

表 2 铜版纸主要新增产能情况

公司	产能	投产日期	备注
晨鸣纸业	80 万吨	2011 年 5 月	规划
海南金海浆纸	160 万吨	2010 年	分两期，2010 年一期投产 80 万吨
日本王子南通一期	40 万吨	2010 年 5 月	在建
日本王子南通二期	40 万吨	2015 年	规划
华泰股份	45 万吨	2011 年	募投项目之一

数据来源：长城证券研究所

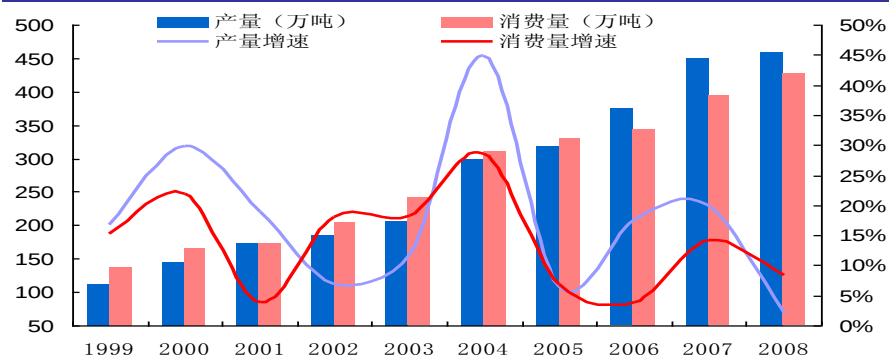
3.3 新闻纸

产能过剩，明后两年无新增产能

自2006年起我国新闻纸行业产能过剩，特别是2007、2008年富裕产能较多。2008年国内新闻纸产量460万吨，较上年增长2.22%，消费量426万吨，较上年增长8.4%，2000-2008年生产量年均增长率15.52%，消费量年均增长率12.59%。

图 21: 新闻纸 2000-2008 年生产量及消费量

万吨



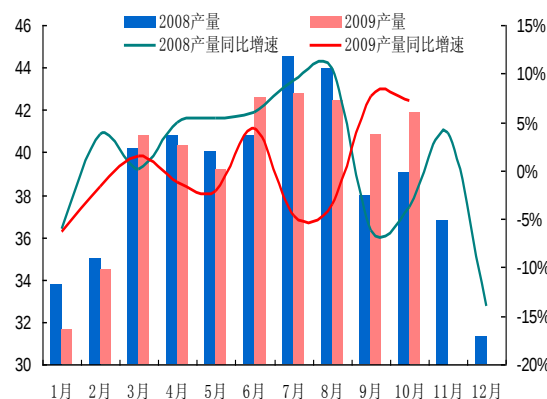
数据来源：长城证券研究所

出口不旺

2007 年我国新闻纸出口量占总产量的 13.1%，2008 年出口量占产量的

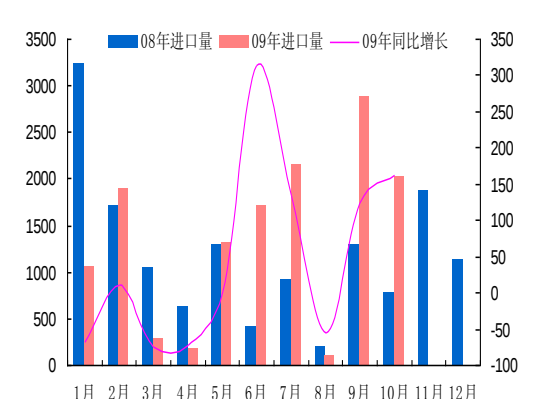
比重为 7.8%。2009 年由于国外市场需求减少，价格较低，国内新闻纸生产企业出口意愿不强，今年 1-10 月新闻纸共出口 19.1 万吨，同比减少 39.9%，今年出口负增长已成定局。

图 22: 新闻纸产量月度数据 万吨



数据来源：长城证券研究所

图 23: 新闻纸出口情况 万吨



数据来源：长城证券研究所

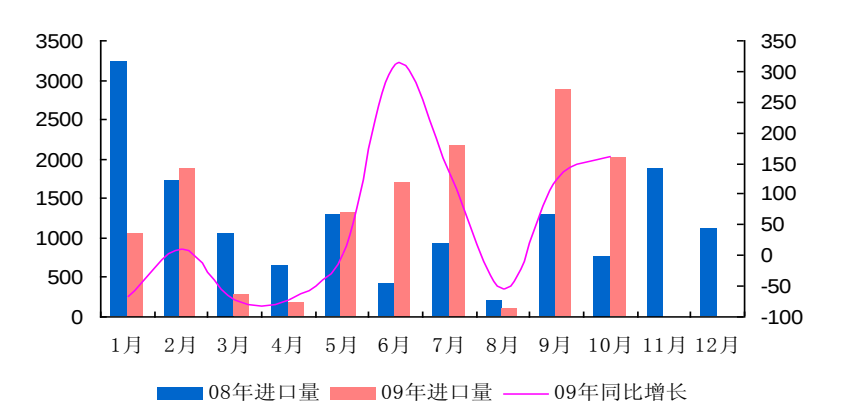
好转有赖于需求恢复

我国新闻纸行业生产集中度较高，设备先进，目前世界最先进的纸机大都在国内厂家，淘汰落后在新闻纸行业里失效。在行业低谷时期，各大新闻纸厂只是限制开工率或转产文化纸，并未有产能真正退出市场。虽然国内新闻纸产能过剩，但今后两年几无新增产能在建或投放，行业复苏只需静待需求恢复。

◇ 反倾销终止对行业冲击不大

- ✓1999年6月3日原对外贸易经济合作部宣布对来自美国、加拿大、韩国的进口新闻纸实施反倾销措施。
- ✓2004年6月30日，商务部宣布继续维持原反倾销措施，实施期限为5年。
- ✓2009年6月30日，商务部终止对原产于美国、加拿大、韩国的新闻纸征收反倾销税。

图 24: 新闻纸进口量月度数据 吨



数据来源：长城证券研究所



今年1-10月我国共进口新闻纸1.35万吨，同比增长17.77%，其中7-10月份进口0.7万吨，同比增长114.5%，虽然进口量增幅较大，但总量依然较低。

我国新闻纸行业在近10年中，迅速做大做强，已在国际市场具有一定的竞争优势，全球最先进的新闻纸机大多在国内厂家。目前国内、外新闻纸价格相差不大，如若考虑到运输成本，国外新闻纸并无很大竞争优势。

从7月份以后新闻纸进口量来看，反倾销终止应不会对国内新闻纸市场造成较大冲击。

◇ 网络对报纸冲击的影响分析

随着互联网通信技术的发展，网络作为继报纸、广播和电视之后的“第四媒体”，它使社会注意力资源以前所未有的速度加快了分化。

此次金融危机，美国多家报社经营出现困难。从去年12月开始，论坛报业公司、明尼阿波利斯明星报公司、新闻纪事报公司和费城报业公司4家美国报业巨头相继申请破产保护，今年2月《洛基山新闻》倒闭。

但这不能表明报纸将被网络所取代并从此消亡。美国报业之所以陷入困境，最主要的原因应为并购风潮造成的行业泡沫破裂，金融危机加速了泡沫破裂，这种状况在我国不存在。

国内大部分报纸的主要经济收入来自于发行和广告。

从近几年我国报纸广告的收入情况来看，网络对报业的冲击并不如市场预期那么强烈，尽管近年来网络等新媒体广告的增长幅度远远高于报业广告的增长幅度，但就广告收入这块，报纸依然是大头，整体趋势向上。

报纸发行面对的是读者市场，是支持广告市场的基础，是报业产品销售的终端，从近年我国报纸的发行量来看，也一直呈小幅上扬态势。

因此我们认为网络媒体会对报纸带来冲击，报纸发行量难以有超预期的表现，但中国的报纸行业，可预见的3-5年内仍能保持小幅增长。

表 3 各媒体广告增幅

	2004	2005	2006	2007	2008	2009Q1
电视	21%	19%	18%	12%	16%	4%
报纸	21%	-1%	4%	-1%	19%	-4%
户外	84%	18%	10%	-5%	-4%	-1%
杂志	22%	39%	24%	10%	23%	0%

数据来源：长城证券研究所

表 4 我国报纸发行情况

	种类	平均期印 数（万份）	总印数（亿 份）	总印张（亿 印张）	定价总金 额（亿元）	折合用质 量（万吨）
2005 年	1931	19548.86	412.6	1613.14	261.02	379.09
yoy	0.47%	0.14%	2.52%	5.79%	3.31%	-
2006 年	1938	19703.35	425.52	1658.94	276.09	381.56



yoy	0.36%	0.79%	2.89%	2.84%	5.77%	0.65%
2007 年	1328	20545.37	437.99	1700.76	306.53	391.17
yoy	0	4.27%	3.17%	2.52%	11.03%	2.52%
2008 年	1943	21154.79	442.92	1930.55	317.96	444.03
yoy	0.26%	2.97%	1.13%	13.51%	3.73%	13.51%

数据来源：长城证券研究所

行业缓慢复苏

新闻纸主要原料为美废 8#、欧废 ONP。11 月份由于海外市场废纸需求回升，海运费用多次提价以及供应商惜售等原因，我国废纸进口价格重新进入全面上行通道，目前较年初已上涨 50%左右，较 6 月底也已上涨 20%以上。

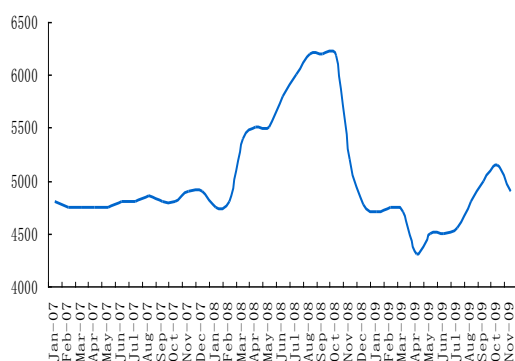
新闻纸今年中期每吨上涨 200 元左右，提价幅度远不及废纸涨幅，但由于生产企业低价位的原料库存，今年第二和第三季度新闻纸毛利率仍高于 1 季度。

随着新闻纸厂低价位的原料库存消化完毕，四季度以后倘若新闻纸不能大幅提价，必将面临较大的成本压力。

在目前供过于求，需求复苏难有超预期表现的情况下，新闻纸难以再现去年中期销售火爆，大幅提价的行情。但由于在新闻纸价格处于高位时，报纸提价，幅度在 20%以上，09 年新闻纸成本价格大幅下挫之后，报社生产成本降低，而多数报纸价格并未下调，预计新闻纸以成本推动提价阻力不大，行业将进入缓慢复苏阶段。

图 25：新闻纸价格

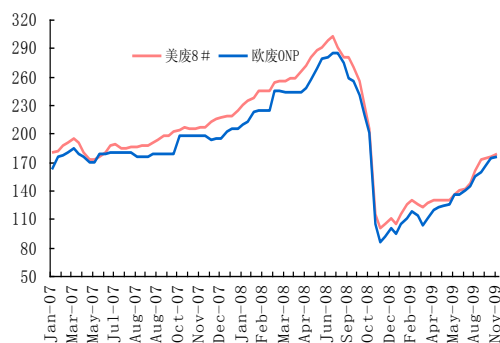
元/吨



数据来源：长城证券研究所

图 26：原料较年初约上涨 50%

美元/吨



数据来源：长城证券研究所

3.4 文化纸

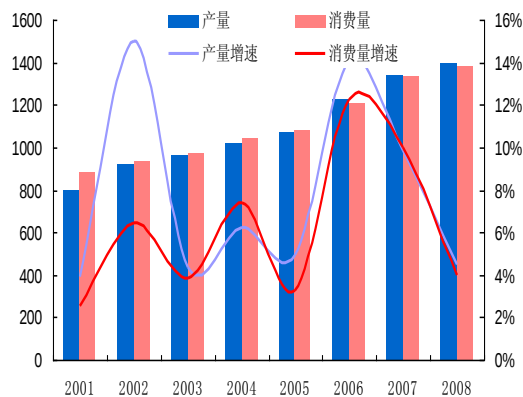
需求：文化纸主要用作书刊、杂志和办公用纸等，2008 年我国未涂布印刷书写纸消费量 1385 万吨，较上年增长 3.98%，增幅回落 6.01 个百分点。2000-2008 年消费量年均增长率 9.92%。预计 2010 年文化纸需求将恢复至正常年份水平，新增消费量预计在 100 万吨左右。

供给：国内文化纸生产企业有上千家，从我们的跟踪情况来看，2010 年新增产能主要为高档文化纸，另外我国铜板纸机多为机外涂布，如若明年铜版



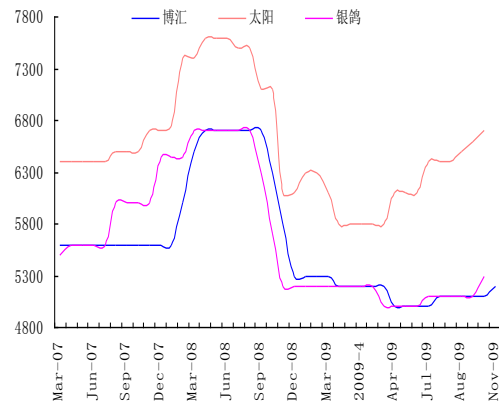
纸行业不尽人意，还可转产文化纸，高档文化纸市场明年将会面临一定供给压力。明年由于将继续有落后产能退出市场，中低档文化纸供需环境稍好，但面临消费升级，高档纸种替代的压力，中低档文化纸也将难有超预期的表现。

图 27：文化纸消费量小幅增长



数据来源：长城证券研究所

图 28：双胶纸价格走势 元/吨



数据来源：长城证券研究所

表 5 文化纸主要新增产能情况

公司	产能	投产日期	产品类别
泉林纸业	10 万吨	2009 年 2 月 18 日	草木混浆双胶纸
龙丰纸业	25 万吨	2009 年 4 月 16 日	高档双胶纸
濮阳龙丰	25 万吨	2009 年 4 月	轻涂纸兼顾高档文化纸
银河纸业	20 万吨	2009 年 8 月	高档双胶纸
岳阳纸业	20 万吨	2009 年 8 月	高档文化纸
岳阳纸业	20 万吨	2009 年 10 月	高档文化纸
福建南纸	18 万吨	2009 年 10 月	文化纸
太阳纸业	35 万吨	2010 年中期	文化纸
白云纸业	13.6 万吨	2010 年	高档文化纸
晨鸣纸业	45 万吨	2011 年	高档文化纸
赣州华劲	8.5	2009.10	延迟投产，纸机尚未采购

数据来源：长城证券研究所

3.5 箱板纸

供给：我国箱板纸行业供过于求形势严重，特别是 2008 年玖龙纸业、理文造纸和金河纸业大规模的产能集中释放，给供过于求的箱板纸市场雪上加霜。

随着今年经济形势回暖，箱板纸竞争格局稍微有所改善，原延期建设的生产线又重新动工。玖龙纸业提前了在建的 27#至 30#纸机的投产计划，决定将上述纸机在 2010 年 12 月底前投产，并将原计划生产牛卡纸的 27#纸机，改为生产涂布灰底白板纸、食品级白卡纸和环保脱墨白底白板纸，设计产能将由原先计划的 45 万吨提升至 60 万吨。

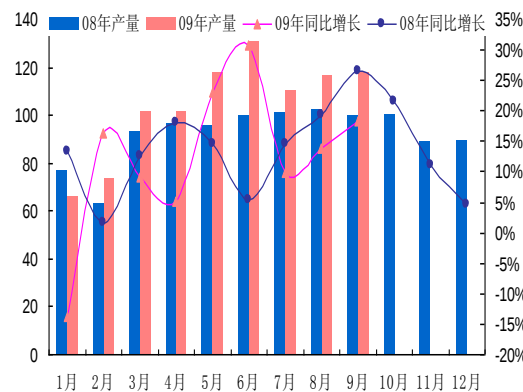
需求：2008 年箱板纸消费量 1605 万吨，较上年增长 11.61%，增幅回落 3.43 个百分点，2000 年以来消费量年均增长率 15.38%。箱板纸、瓦楞纸需求与经



济形势密切相关，市场空间和需求弹性均较大。全球经济增速回落、国内出口增速放缓，用于货物包装的箱板纸需求量降低，经济形势好转，下游复苏，箱板纸需求量上升。随着明年宏观经济形势的进一步好转，箱板纸行业需求将逐步恢复至正常年份水平，预计明年新增需求在 180 万吨以上。

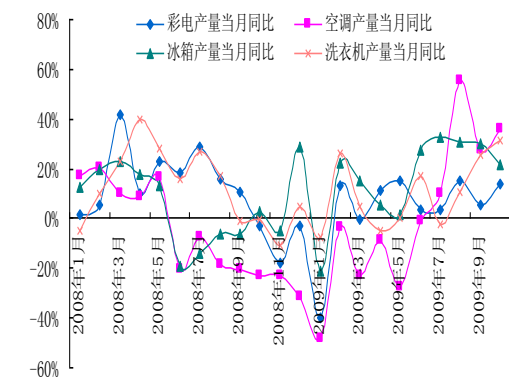
综合供给和需求，虽然明后年箱板纸新增产能依然较多，但随着经济的好转，箱板纸需求的快速恢复，我们认为箱板纸行业最差的时期已经过去，但受制于产能的快速扩张，盈利修复之路注定漫长。

图 29：箱板纸产量



数据来源：长城证券研究所

图 30：箱板纸下游家电产量缓慢增长



数据来源：长城证券研究所

表 6 09-11 年机制纸主要新增产能情况

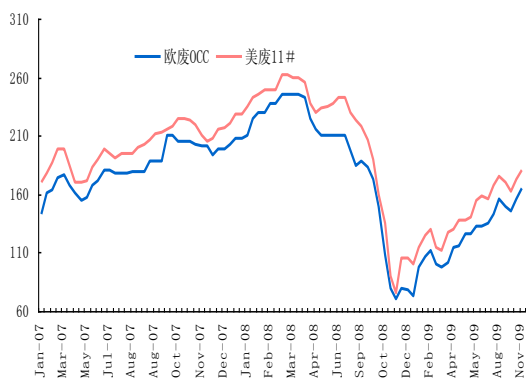
公司	产能	投产日期	备注
玖龙纸业	35 万吨	2008 年 6 月	18 号机，东莞
玖龙纸业	45 万吨	2008 年 6 月	19 号机，东莞
玖龙纸业	45 万吨	2008 年 6 月	20 号机，太仓
玖龙纸业	35 万吨	2008 年 6 月	21 号机，太仓
玖龙纸业	45 万吨	2009 年 6 月	白面牛卡纸
玖龙纸业	35 万吨	2009 年 6 月	瓦楞纸
玖龙纸业	45 万吨	2009 年 9 月	25 号机 牛卡纸 天津
玖龙纸业	35 万吨	2009 年 9 月	26 号机 瓦楞纸 天津
玖龙纸业	60 万吨	2010 年底	27 号机白板纸
玖龙纸业	35 万吨	2011 年底	28 号机 高强瓦楞纸
玖龙纸业	45 万吨	2010 年底	29 号机牛卡纸
玖龙纸业	35 万吨	2010 年底	30 号机高强瓦楞纸
理文造纸	35 万吨	2008 年 6 月	12 号机，箱板原纸 洪梅
理文造纸	30 万吨	2008 年 10 月	13 号机，箱板原纸 重庆
理文造纸	40 万吨	计划 2009 年	17 号机，洪梅，推迟
金河纸业	40 万吨	2008 年 8 月	-
金河纸业	60 万吨	计划 2010 年底	推迟
永泰纸业	20 万吨	2010 年	牛卡纸
金田纸业二期	30 万吨	2010 年	灰纸板
福建连盛纸业	30 万吨	2010 年第四季度	瓦楞纸
景兴纸业	20 万吨	2009 年底	白面牛卡纸



景兴纸业	40 万吨	计划 2009 年投产	已停
湖北宏发	20 万吨	2011 年	牛皮箱板纸
湖北宏发	30 万吨	计划 2012 年	牛皮箱板纸

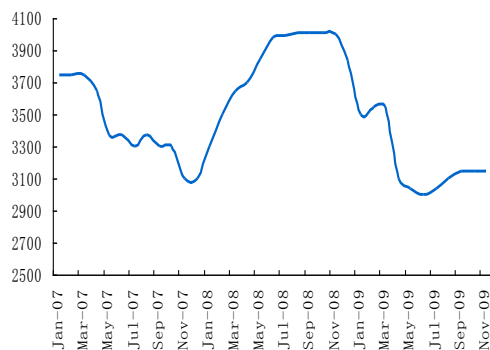
数据来源：长城证券研究所

图 31：箱板纸原材料价格走势 美元/吨



数据来源：长城证券研究所

图 32：箱板纸价格 元/吨



数据来源：长城证券研究所

3.6 木浆

需求：木浆是我国文化纸、铜版纸和白卡纸等纸种的主要原材料。2008 年我国木浆共消耗 1624 万吨，较上年增长 12%，其中进口木浆 952 万吨，占总量的 58.6%。从明年经济形势进一步好转，国内新增造纸产能较多，木浆需求量明年预计将能继续保持 10%以上的增长。

供给：受中国木浆进口量的强劲增长及国际木浆生产企业成功去库存化影响，近 8 个月以来全球商品浆库存天数持续降低，10 月份全球化学商品浆库存期为 26 天，已连续两月接近近 8 年的低点（25 天）。

由于国际木浆价格较低，今年我国木浆进口量同比有较大幅度增长。快速复苏的需求与极低的库存，以及海运费上调和汇率扰动，我国进口木浆价格二季度以后触底反弹，3 季度涨势迅猛。

针对明年木浆的行情，我们认为：

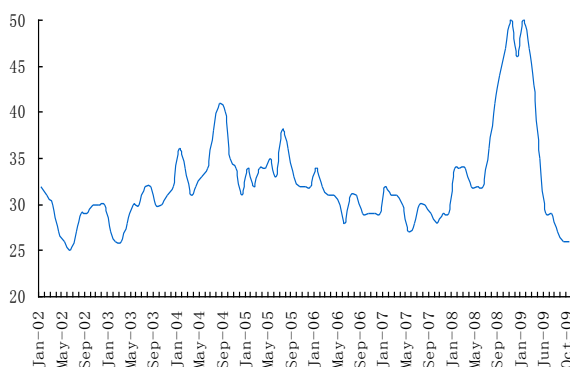
利好因素：（1）全球化学浆库存处于历史低位；（2）木浆需求复苏，特别是中国明年造纸产能释放较多，木浆需求增加；（3）纸厂生产成本相对不大。国内纸价已基本恢复至 07 年同期水平，而木浆进口价格与 07 年尚存在 10%以上的空间。

利空因素：（1）进口木浆价格的快速反弹，3 季度国内浆厂和纸厂自备浆线开工率回升；（2）浆价上升，木浆厂盈利修复，国际停产浆厂有复产预期。

不确定性因素：海运费和汇率。

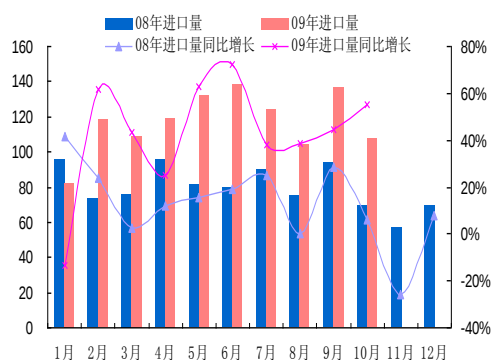
综合来看，我们认为浆价后期仍有一定上涨空间，浆厂利润有继续提高的可能。

图 33: 全球商品浆库存期 天



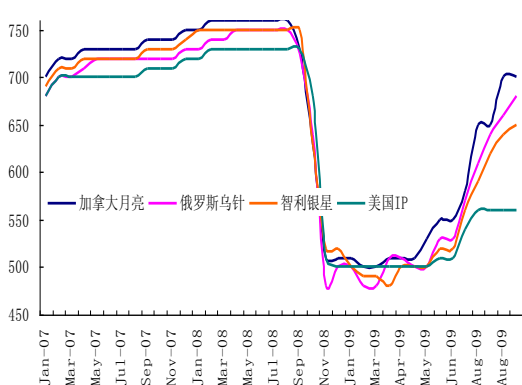
数据来源: 长城证券研究所

图 34: 09 年我国木浆进口量大幅增加



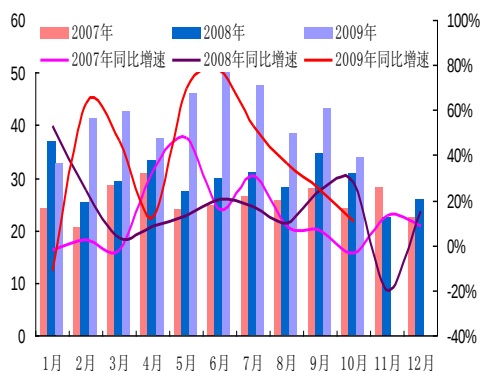
数据来源: 长城证券研究所

图 35: 进口针叶浆价格较 6 月底上涨 17% 以上



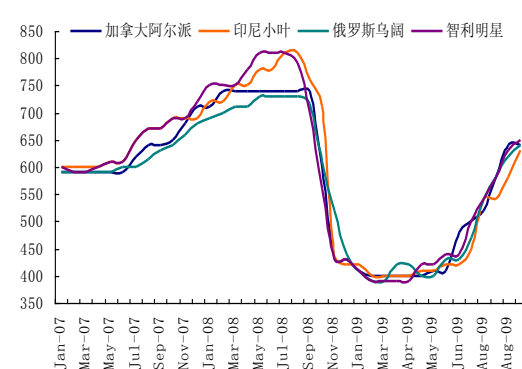
数据来源: 长城证券研究所

图 36: 针叶浆进口量 万吨



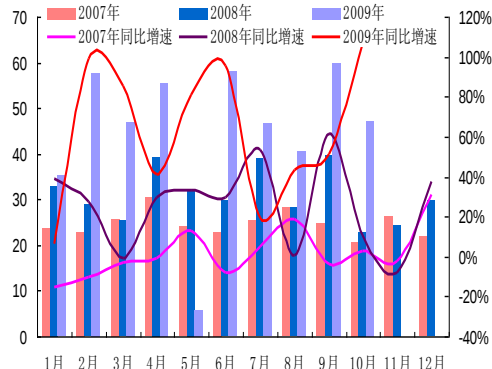
数据来源: 长城证券研究所

图 37: 进口阔叶浆价格较 6 月底上涨 20% 以上



数据来源: 长城证券研究所

图 38: 阔叶浆进口量 万吨



数据来源: 长城证券研究所

四、投资策略

造纸为重资产行业,追求规模效益,扩建产能,增加市场占有率是提高公司竞争力最直接也最常用的竞争手段,产能过剩将是常态,需求能否增长是影响行业利润最关键的因素。2010 年随着宏观经济形势逐步好转,需求提升带动利润增长,预计增幅在 30% 以上,利润水平将前高后低。明年造纸新增产能释放较多,且具有结构性集中特点,子行业市场容量和需求弹性不同,



景气度存在差异，我们依次看好白卡纸、新闻纸、文化纸、铜版纸和箱板纸

估值方面，目前造纸行业滚动PE约为52倍，09年PE估值已较高。从PB估值来看，按09年三季报的数据，目前造纸行业PB为2.19倍，与历史平均2.04X基本接近。总体来看，目前估值仍为行业盈利修复过程中的合理水平，部分公司相对于2010年的利润高增长，估值仍具有吸引力。

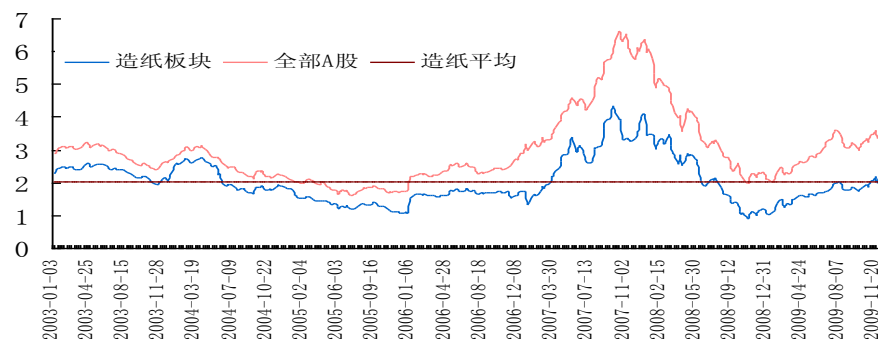
维持行业“谨慎推荐”的投资评级，建议关注确定性成长的企业，推荐太阳纸业、博汇纸业、华泰股份、劲嘉股份、紫江企业。

图 39：造纸股 PE（TTM）估值比较



数据来源：WIND 长城证券研究所

图 40：造纸板块 PB 估值比较



数据来源：WIND 长城证券研究所

表 7：重点推荐公司业绩预测及投资要点

公司名称	2010 年业绩预测	投资评级	投资要点
太阳纸业	每股收益 1.24 元， 业绩增长 30.5%	推荐（维持）	公司发展思路明确，经营管理灵活高效，积极向上游林浆业务拓展并已有实质性成果，在经济复苏进程中，业绩弹性较大。明年业绩增长主要在于新增产能投放：（1）5 万千瓦背压热机组，今年 8 月 19 日并网发电；（2）23#机 35 万吨文化纸项目明年中期投产；（3）18 万吨化机浆项目今年 6 月份投产，23#机投产后，该条线将能满产；（4）20 万吨化学浆项目预计今年 11 月份投产，明年初正式达产。



博汇纸业	每股收益 0.61 元， 业绩增长 52.5%	推荐（上调）	主营产品白卡纸明年景气度较高，公司 35 万吨白卡纸正进行设备安装，已加快建设进度，预计于今年年底建成试车，明年年初投产。
华泰股份	每股收益 0.95 元， 业绩增长 53.2%	推荐（维持）	新闻纸复苏只需静待需求恢复，随着经济形势进一步好转，下游需求的逐步恢复，新闻纸行业将会越来越好，虽然恢复景气尚需时日，但最差的阶段应以过去，已看到复苏的曙光。
劲嘉股份	每股收益 0.62 元 业绩增长 51.6%	推荐（维持）	公司发展前景和发展空间都非常值得期待，整合收购预期给公司未来两年业绩带来较大想象空间。
紫江企业	每股收益 0.49 元 业绩增长 14%	推荐（维持）	公司包装业务将能稳定增长、地产项目较强的资源稀缺性和盈利能力、资产注入预期以及已有创投项目开花结果，估值也相对较低。

数据来源：长城证券研究所

表 8 重点跟踪公司盈利预测及估值水平

股票代码	公司名称	投资评级	09EPS（元）	10EPS（元）	09PE	10PE
002078	太阳纸业	推荐	1.24	1.33	19.9	15.2
600966	博汇纸业	推荐	0.40	0.61	26.5	17.4
600308	华泰股份	推荐	0.62	0.95	23.0	15.0
002191	劲嘉股份	推荐	0.51	0.62	29.2	24.0
600210	紫江企业	推荐	0.43	0.49	18.7	16.4
000488	晨鸣纸业	谨慎推荐	0.37	0.48	23.4	18.1
002047	成霖股份	谨慎推荐	0.32	0.42	26.7	20.3
002084	海鸥卫浴	中性	0.11	0.35	106	33.3
600235	民丰特纸	中性	0.32	0.35		

数据来源：长城证券研究所

研究员介绍及承诺:

寻春珍: 华南理工大学制浆造纸专业工学硕士，2007年加入长城证券，任造纸、环保水务行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
行业评级	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间；
行业评级	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。