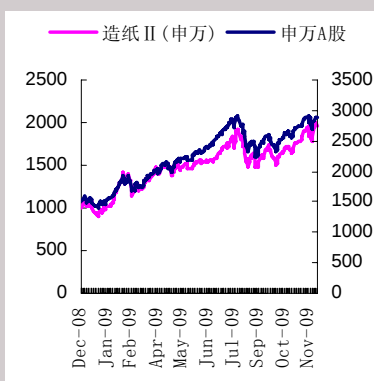




行业评级:

推荐 (上调)

行业指数



相关报告:

造纸行业 09 年度投资策略报告

造纸行业 09 年二季度策略报告

造纸行业 09 年下半年策略报告

造纸行业 09 年各月投资策略报告

齐鲁证券研究所
行业公司部

分析师 孙国东

Tel: (0531) 8177-6391

Fax: (0531) 8128-3791

Email: sungd@qlzq.com.cn

sgd0531@sina.com

行业盈利大幅增长 龙头公司仍然低估

——造纸行业 2010 年投资策略报告

投资要点:

- **造纸行业全面复苏。**首先机制纸及纸板产销恢复,月度产量自 2 月份同比恢复正增长后,至 10 月份同比增长已逐步提高到 21.01%,1-9 月份累计产销率达到 98.99%,已达近年最好水平;其次盈利能力显著回升,全行业销售利润率已从今年前两个月的 3.05% 提高到前 8 个月的 4.81%,纸浆需求的增长也反映了造纸行业的有力复苏。
- **2010 年纸品价格的上涨取决于成本的推动。**虽然目前进口木浆和废纸价格上涨势头疲软,但木浆价格仍有可能小幅上涨,废纸价格仍存在大幅上涨的可能。
- **各子行业冷暖不均。**根据各子行业供求关系和产能扩张情况,我们认为各子行业的盈利能力由强至弱分别为白卡纸、新闻纸、文化纸、铜版纸和箱板纸。
- **2010 年造纸行业盈利大幅增长。**造纸行业前 10 月固定资产投资增速低,在产能过剩的背景下,预计 2010 年增速仍将处于低位。2010 年的经济增长将继续拉动需求的回升,淘汰落后产能等政策将继续使行业产能和利润向大企业集中,造纸上市公司将继续受益。目前毛利率水平已恢复至正常水平,虽然原材料价格的上涨使行业毛利率不再提升,但由于 2009 年 1、2 季度多数公司亏损或微利,造纸行业重点上市公司 2010 年业绩将大幅增长 51.360%。
- **上调行业评级并推荐四家龙头公司。**我们认为目前造纸行业大部分上市公司的估值水平已经恢复到合理水平,但由于整体行业 2010 年盈利的确定性增长和优质公司的估值仍具有吸引力,预计造纸行业指数将强于可比市场基准指数,给予“推荐”的行业评级,并重点推荐太阳纸业、晨鸣纸业、华泰股份和博汇纸业四家龙头公司。

重点公司盈利预测及评级:

公 司	股价	EPS (摊薄)			PE			投资评级
		08A	09E	10E	08A	09E	10E	
太阳纸业	20.06	0.46	0.93	1.21	43.61	21.57	16.58	推荐
晨鸣纸业	8.61	0.57	0.36	0.57	15.11	23.92	15.11	推荐
华泰股份	14.29	0.66	0.62	0.92	21.65	23.05	15.53	推荐
博汇纸业	10.53	0.50	0.38	0.52	21.06	27.71	20.25	推荐
岳阳纸业	9.68	0.21	0.15	0.26	46.10	64.53	37.23	谨慎推荐
美利纸业	10.20	0.43	0.12	0.28	23.72	85.00	36.43	谨慎推荐
景兴纸业	6.79	-0.53	0.08	0.16	-	84.88	42.44	谨慎推荐
银鸽投资	10.09	0.08	0.09	0.2	126.13	112.11	50.45	中性

注:华泰股份 09 年包含收购项目一次性损益的业绩为 1.62 元

重要声明:本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下,我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



正文目录

一、造纸行业全面复苏	4
1、机制纸及纸板产销好转	4
2、行业盈利能力逐步恢复	5
3、纸浆需求的增长也反映了造纸行业的有力复苏	6
二、供给过剩下需求明显好转	7
1、行业固定资产投资增速低，将减缓 10 年新增产能的扩张压力	7
2、经济快速增长拉动纸品需求增长	8
三、成本推动型的产品价格上涨仍可能发生	9
1、木浆价格仍有可能小幅上涨	10
2、废纸价格仍存在大幅上涨的可能	11
3、2010 年纸品价格的上涨取决于成本的推动	11
四、造纸各子行业冷暖不均	12
1、白卡纸供需继续向好	12
2、新闻纸子行业将缓慢复苏	13
3、高档文化纸新增产能较大	14
4、铜版纸供需压力较大	15
5、箱板纸受益于经济回暖	16
五、2010 年业绩将大幅增长	18
1、上市公司毛利率已恢复到正常水平	18
2、预计重点公司 2010 年净利润平均增幅 51.36%	18
六、给予行业推荐评级，重点推荐四家龙头公司	19
1、行业评级与重点公司评级	19
2、太阳纸业：经营继续向好，新项目助推公司快速发展	20
3、晨鸣纸业：纸业龙头，享受行业复苏	21
4、华泰股份：纸业结构调整，化工快速发展	21
5、博汇纸业：加大高档白卡的领先地位	22



图目录

图 1: 造纸行业月度产量对比	- 4 -
图 2: 造纸行业近年产销对比	- 4 -
图 3: 机制纸及纸板季度库存比年初增减	- 5 -
图 4: 造纸及纸制品业主要财务指标	- 5 -
图 5: 造纸及纸制品业逐月累计产成品资金占用率和毛利率对比	- 5 -
图 6: 纸浆进口数量和金额月累计值	- 6 -
图 7: 国产纸浆月累计产量	- 6 -
图 8: 机制纸国内新增产能	- 7 -
图 9: 造纸及纸制品固定资产投资实际完成额	- 8 -
图 10: 造纸行业与城镇固定资产投资增速对比	- 8 -
图 11: 国内纸品消费结构	- 9 -
图 12: 1992-2008 年国内纸品消费与 GDP 强相关	- 9 -
图 13: 造纸行业主营成本构成	- 10 -
图 14: 国际木浆价格走势	- 10 -
图 15: 美废价格走势	- 11 -
图 16: 波罗的海综合运费指数 (BDI)	- 11 -
图 17: 主要国产纸种价格走势	- 12 -
图 18: 国内白板纸 (含白卡纸) 历年供需分析	- 12 -
图 19: 国内新闻纸历年供需分析	- 14 -
图 20: 国内文化纸历年供需分析	- 14 -
图 21: 国内铜版纸历年供需分析	- 16 -
图 22: 国内箱板纸历年供需分析	- 16 -
图 23: 造纸板块上市公司单季度毛利率变化	- 18 -
图 24: 造纸板块 PE (TTM) 估值比较	- 19 -
图 25: 造纸板块 PB 估值比较	- 19 -

表目录

表 1: 齐鲁证券研究所宏观研究部对 2010 年主要经济指标的预测	- 9 -
表 2: 白卡纸现有及主要新增产能	- 13 -
表 3: 文化纸主要新增产能	- 15 -
表 4: 铜版纸主要新增产能	- 16 -
表 5: 箱板纸近年主要新增产能	- 17 -
表 6: 造纸行业重点上市公司净利润预测	- 18 -
表 7: 齐鲁证券研究所宏观研究部对 2010 年主要经济指标的预测	- 19 -
表 8: 造纸行业重点公司盈利预测、估值及投资评级	- 20 -



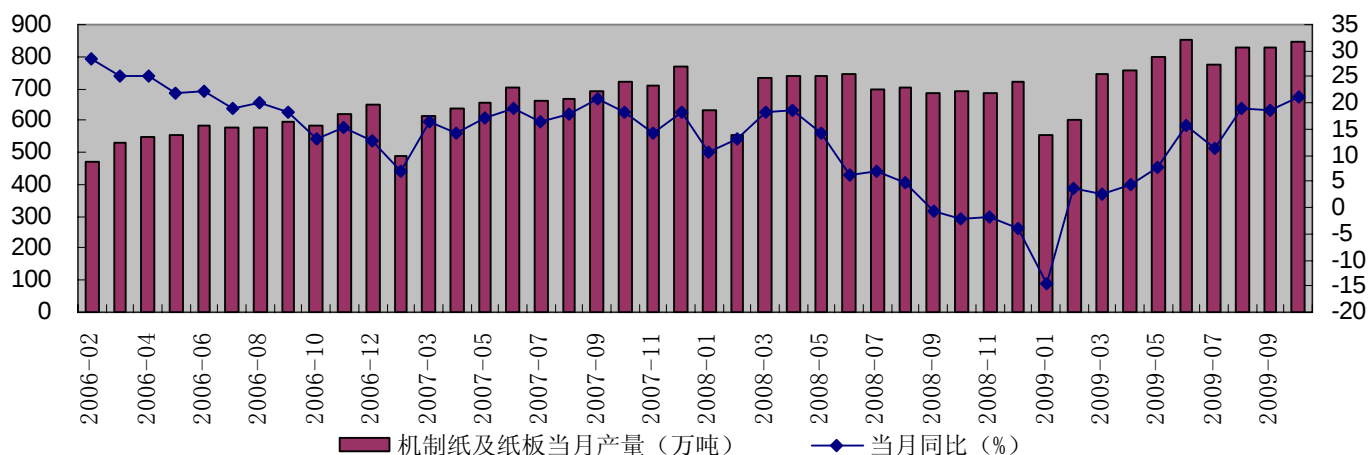
一、造纸行业全面复苏

造纸业属于中游原材料行业，景气度取决于供需因素影响下的产销量增长状况和毛利率水平高低。在 08 年下半年至 09 年 1 月份需求严重萎缩的情况下，造纸行业产销下降的同时，因消化高价原材料库存毛利率也大幅下降，整体行业景气度处于低点，自 2 月份后因需求的逐步恢复而使行业景气度逐步提高。

1、机制纸及纸板产销好转

造纸行业全国机制纸及纸板月产量同比增速自 08 年 5 月开始大幅下降，08 年 9 月—09 年 1 月当月产量皆为负增长，今年 1 月份同比负增长达 14.39%，2 月份后由于下游库存减少，需求开始回升，2 月份后产量逐月回升，至 10 月份单月产量已达 845.20 万吨，同比增长已逐步提高到 21.01%；1-10 月份累计产量 7582 万吨，同比增长 10.67%。

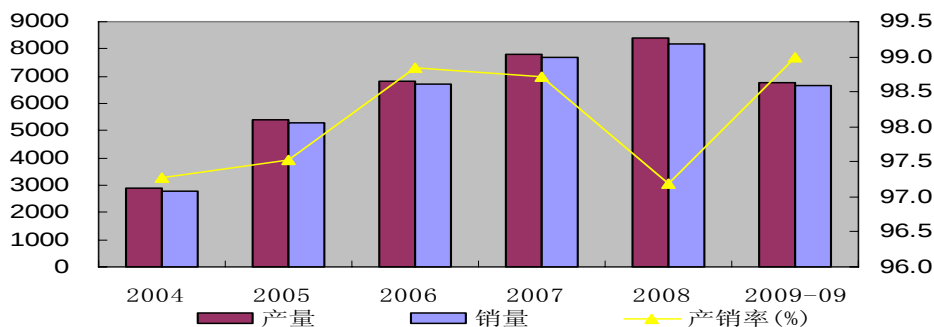
图1：造纸行业月度产量对比



数据来源：WIND，齐鲁证券研究所

1-9 月份累计产量 6738.42 万吨、销售 6670.40 万吨，产销率达到 98.99%，创近年来最好水平；产品库存也一改往年逐季增加的惯性而出现减少的现象。

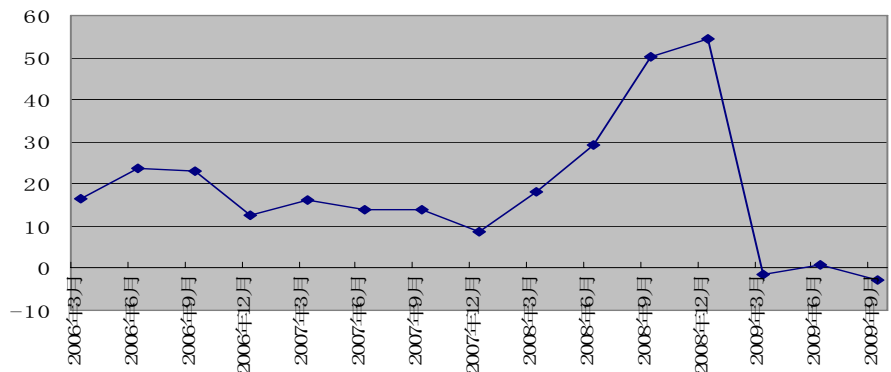
图2：造纸行业近年产销对比





资料来源：国家统计局，齐鲁证券研究所

图3：机制纸及纸板季度库存比年初增减（%）

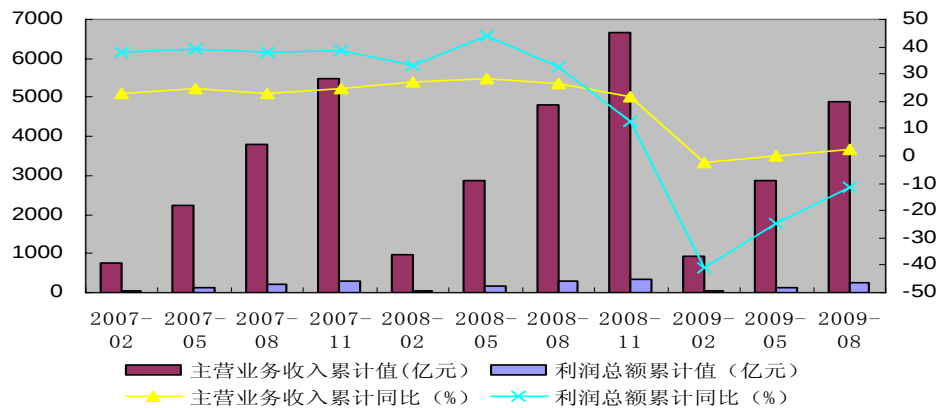


资料来源：国家统计局，齐鲁证券研究所

2、行业盈利能力逐步恢复

09 年 1-8 月份造纸全行业实现主营业务收入 4884.28 亿元，同比增长 2.36%；实现利润总额 234.69 亿元，利润总额月累计增长率已由 09 年前两个月的-40.80%提高到 09 年前 8 个月的-11.73%；销售利润率已从 09 年前两个月的 3.05%提高到前 8 个月的 4.81%。

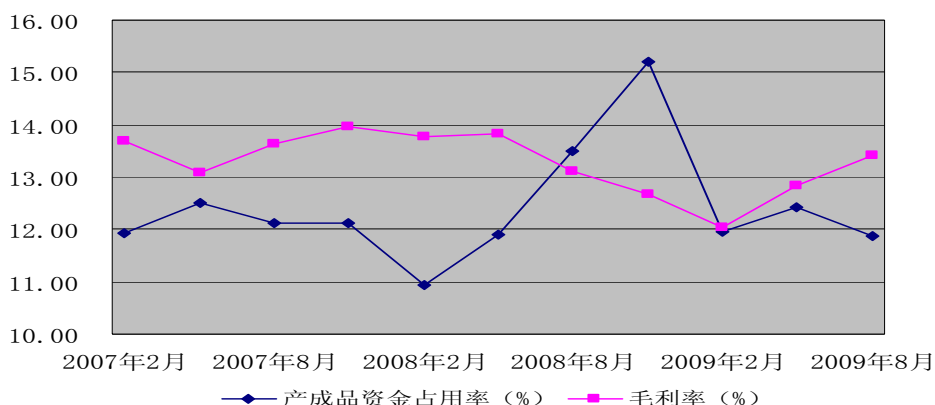
图4：造纸及纸制品业主要财务指标



资料来源：WIND，齐鲁证券研究所

另外，从近年来逐月累计产成品资金占用率和毛利率两项指标的对比，可以明显的看出，自 08 年底创出近年高点后已大幅下降，而全行业累计毛利率在自 2 月份以来大幅提高，也说明整体行业的盈利能力迅速回升。

图5：造纸及纸制品业逐月累计产成品资金占用率和毛利率对比

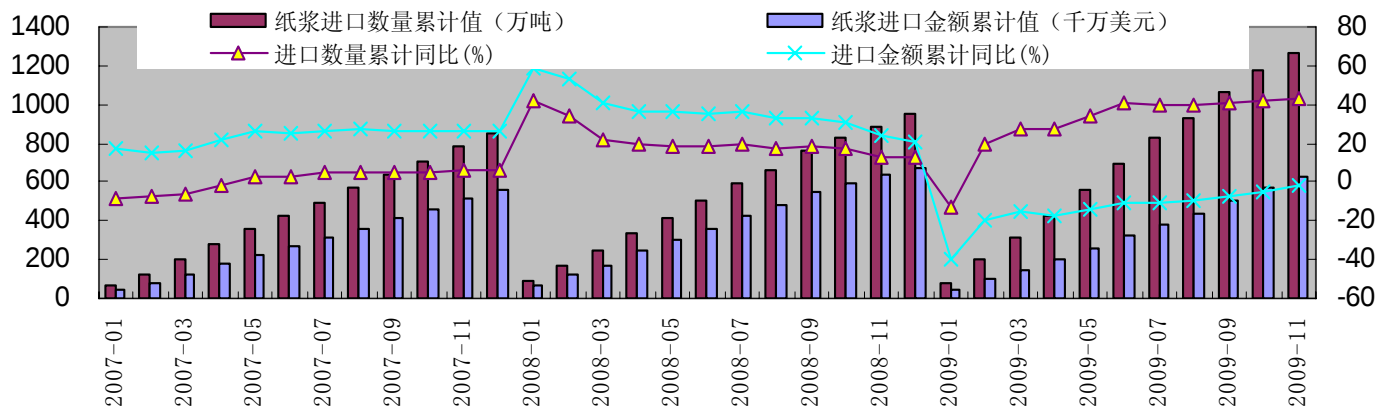


资料来源: WIND, 齐鲁证券研究所

3、纸浆需求的增长也反映了造纸行业的有力复苏

从原材料纸浆的进口看, 1—11 月份纸浆进口量累计 1267 万吨, 创出近年新高, 进口量同比增长达 43.5%; 进口金额累计 62.2 亿美元, 同比下降 1.9%。这一方面说明造纸企业去年的高价库存原材料已经消化, 另一方面, 在原材料价格低位时增加进口也说明企业的生产和经营信心增强。

图6: 纸浆进口数量和金额月累计值

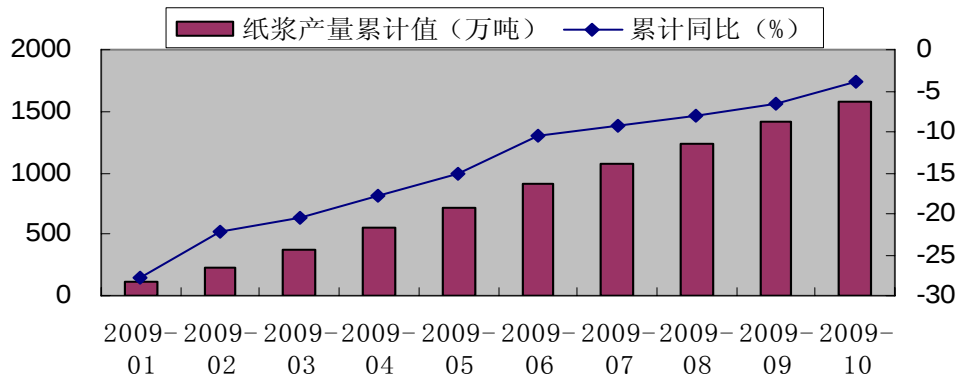


数据来源: WIND, 齐鲁证券研究所

纸浆进口量 10、11 月环比分别下降 21.32%和 10.28%, 主要是由于进入四季度后国际木浆价格大幅上涨, 国内许多浆纸一体化企业的浆线恢复生产, 从而使造纸厂商纸浆自给率提高。另外, 1-10 月份国产纸浆累计产量 1576 万吨, 累计下降 3.9%, 但 10 月份当月同比增长 17.2%。

图7: 国产纸浆月累计产量





资料来源：国家统计局，齐鲁证券研究所

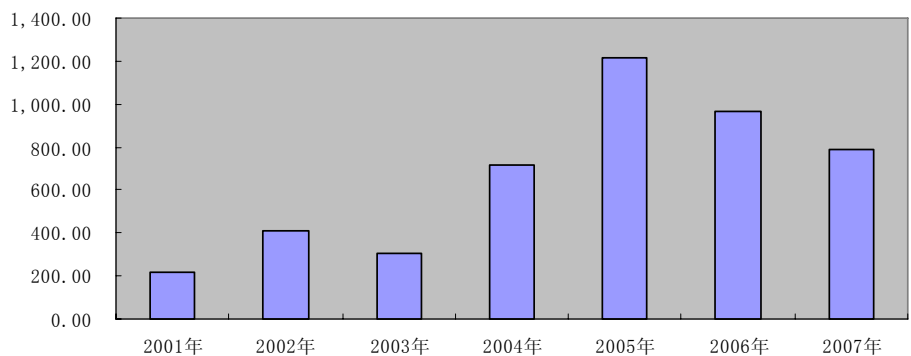
09 年 1-10 月纸浆进口及国产合计 2747 万吨，已比 08 年同期的 2583 万吨增加 163 万吨，增幅为 6.32%。木浆进口量的大幅增长和国产浆量的稳步回升，也反映了造纸行业的有力复苏。

二、供给过剩下需求明显好转

1、行业固定资产投资增速低，将减缓 10 年新增产能的扩张压力

造纸行业的建设周期一般为 12-18 个月，国内造纸业 04、05 年的固定资产投资增长率曾分别高达 34.1%及 31.6%，大量新上造纸项目在 06 年陆续投产，产能释放比较集中，从而导致以新闻纸和铜版纸为主的几类产品供大于求，产品价格走软，行业景气度自 06 年初下滑至 07 年上半年。因此，06 年造纸行业固定资产投资的增长率大幅度降低，只有 16.93%，造成 07 年行业的整体新增产能并不多，纸品供给增速放缓，行业景气度回升。

图8：机制纸国内新增产能（万吨/年）



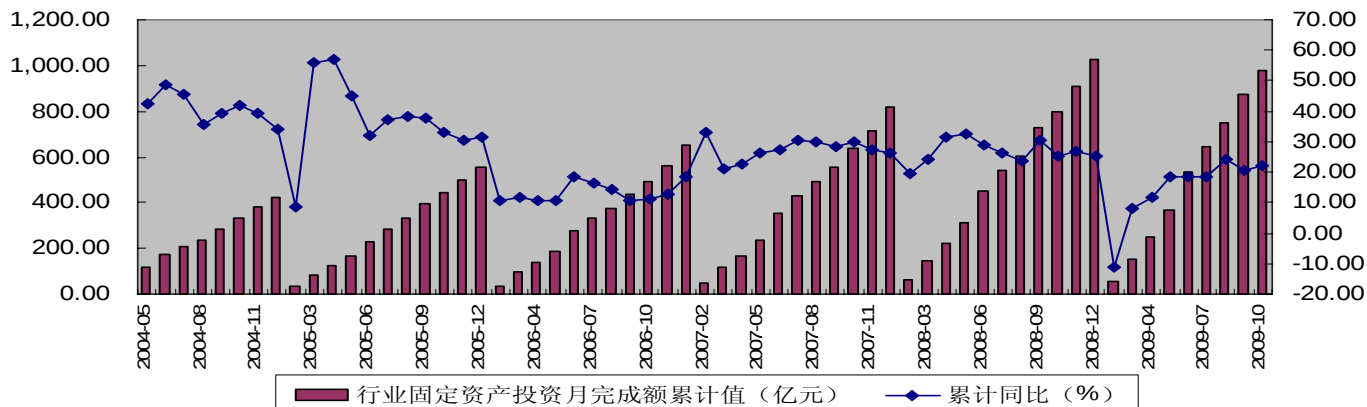
资料来源：WIND，齐鲁证券研究所

在产品价格回升及盈利好转的情况下，造纸企业投资积极性提高，07 年我国造纸行业固定资产投资增速回升至 26.5%，到 08 年 5 月的高点 32.60%后开始回落，这



轮投资高峰直接导致了 08 年至今的产能过剩，新项目在 2008 年下半年及 2009 年陆续释放产能，而且，产能投放有可能出现结构性的集中。近年来这种某纸种产能集中释放的情况屡见不鲜，例如 06 年的新闻纸、07 年的箱板纸、08 年的白卡纸和 09 年的铜版纸等。

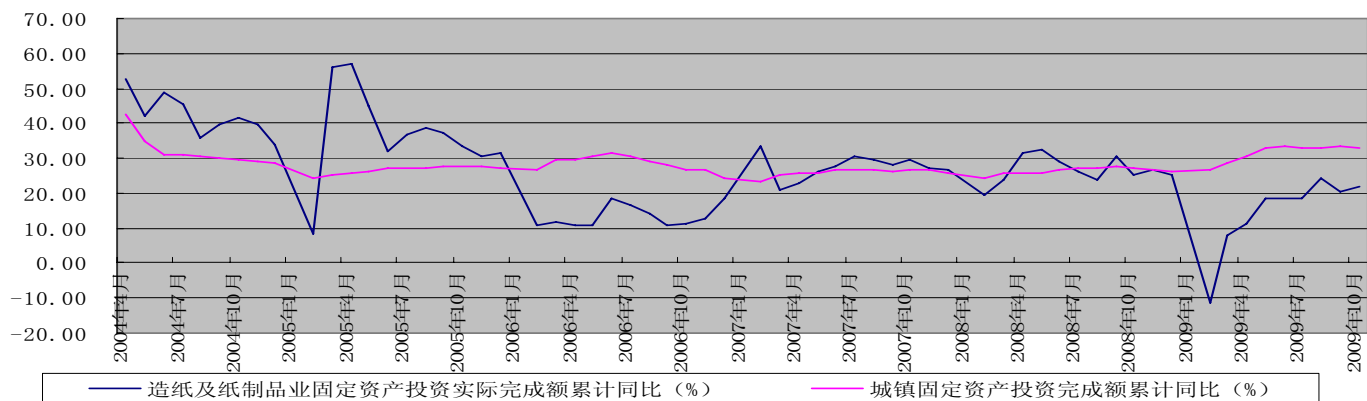
图9：造纸及纸制品固定资产投资实际完成额



数据来源：WIND，齐鲁证券研究所

09 年 2 月份以来，造纸行业固定资产投资增速由-11.30%逐步回升至 10 月份的 22.10%，低于前两年的平均水平，更是远低于全国城镇固定资产投资累计同比 33.10% 的增速，而且目前造纸行业固定资产新增投资中投入上游林浆项目的比例在提高。可以预见，去年下半年以来较少的新增投资将会减缓 10 年新增产能扩张的压力。

图10：造纸行业与城镇固定资产投资增速对比

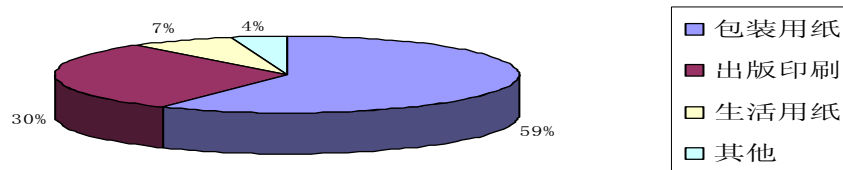


数据来源：WIND，齐鲁证券研究所

2、经济快速增长拉动纸品需求增长

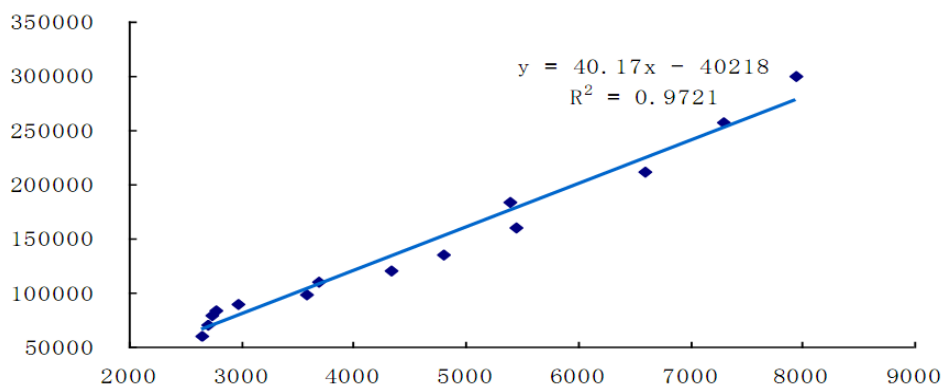
纸是重要的工业原材料，国内纸和纸板的消费领域基本稳定，主要以出版印刷和纸包装业为主，二者合计占纸和纸板总消费量的 80%以上。




图11：国内纸品消费结构


资料来源：国家统计局，齐鲁证券研究所

由于具有广泛的产业渗透性，历史上纸品消费与经济增长有良好的相关性，因此，历史上纸业消费周期基本接近经济周期。

图12：1992-2008年国内纸品消费与GDP强相关


资料来源：国家统计局，齐鲁证券研究所

根据齐鲁证券研究所宏观研究部对2010年GDP同比增长10.2%的预测，我们认为2010年的纸品需求增长将明显超过今年，特别是经济的快速发展将带动工业、贸易和消费的繁荣，与此相关性较强的包装纸和新闻纸等纸种的将明显受益。

表1：齐鲁证券研究所宏观研究部对2010年主要经济指标的预测

	2008	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009E	2010E
工业增加值（累计同比）	12.9	5.1	7	8.7	10.7	14.3
固定资产投资（累计同比）	26.1	28.6	33.6	33.3	33	30
消费品零售总额（累计同比）	21.6	15	15	15.1	15.4	17
出口增幅（累计同比）	17.4	-19.78	-21.81	-21.32	-20	18
进口增幅（累计同比）	18.48	-30.89	-25.25	-20.37	-17	16
GDP 同比增长（%）	9	6.1	7.9	8.9	8.3	10.2

数据来源：齐鲁证券研究所

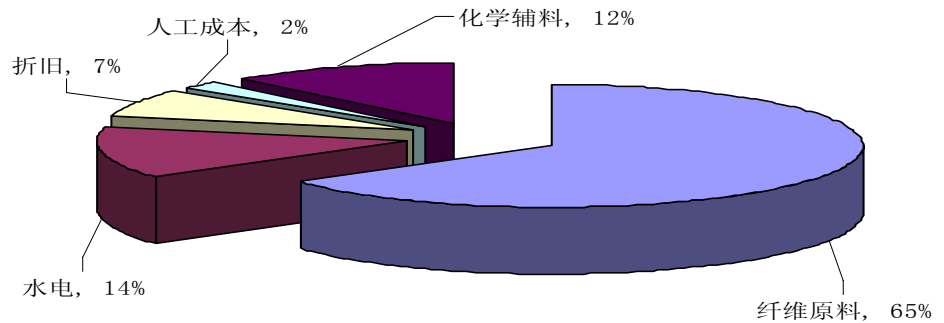
三、成本推动型的产品价格上涨仍可能发生





造纸产品成本中最主要的是原材料和能源，其中原材料占国内造纸成本结构比重最大，达 65%，原材料中，主要以木浆和废纸浆为主。木浆是我国文化纸、铜版纸和白卡纸等纸种的主要原材料；废纸是新闻纸（8#旧新闻纸）和箱板纸（11#旧瓦楞纸箱）的主要原料，也部分用于文化纸等纸种。

图13: 造纸主营成本构成

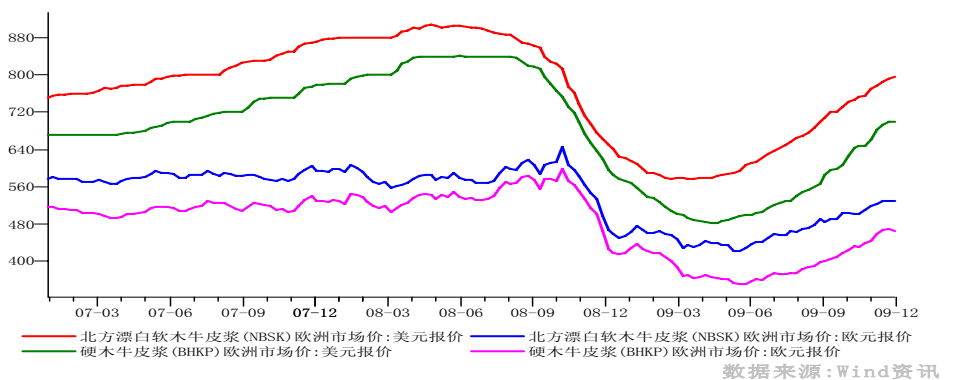


数据来源：齐鲁证券研究所

1、木浆价格仍有可能小幅上涨

由于我国森林资源较少，造纸工业纤维不足，致使我国造纸所需纤维原料大量需从国外进口。国际木浆价格自 4、5 月份到底后大幅上涨，以美元标价软木、硬木牛皮浆涨幅分别达 38%和 45%；以欧元标价的软木、硬木牛皮浆涨幅分别达 26%和 33%，目前，浆价走势有所疲软。

图14: 国际木浆价格走势



数据来源：WIND，齐鲁证券研究所

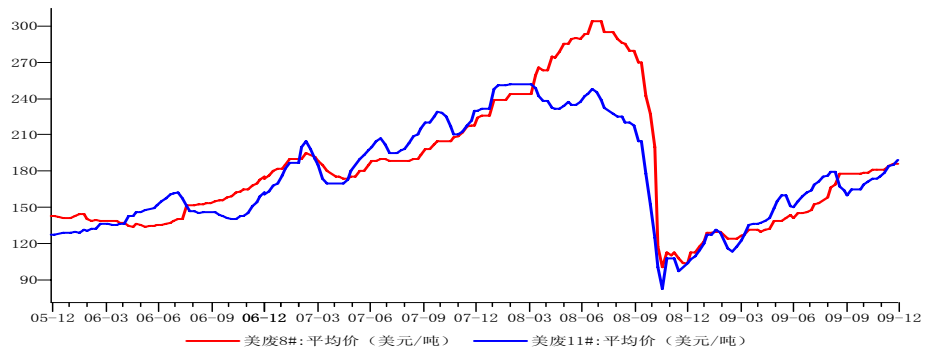
中国需求的上升是全球木浆价格的上涨的主要原因，我们认为在经济上升周期纸浆价格的上涨应是主要趋势，但随着全球浆厂包括国内浆线的陆续复产，在一定程度上起到稳定浆价的作用。我们认为 2010 年纸浆价格仍有可能上涨，但涨幅有限，保持高位盘整的可能性较大。



2、废纸价格仍存在大幅上涨的可能

进口废纸主要来自欧美等发达国家。由于国内纸业的复苏和海运费的上涨，从年初至今美废 8# 涨幅达 66%，美废 11# 涨幅达 73%。

图15：美废价格走势

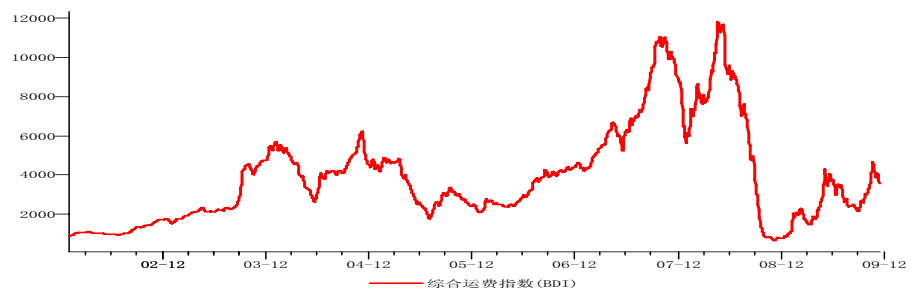


数据来源：Wind资讯

数据来源：WIND，齐鲁证券研究所

由于我国废纸需求量占全球废纸贸易量的一半以上，随着环保压力的增大，竞争加剧引发的成本竞争，都将促使更多的废纸需求量。主要废纸供给者美国也同样出于环保和成本的压力，将使用更多的废纸替代原生木浆。除需求因素影响外，废纸作为一种价格低廉的贸易商品兼空船压船品（例如从美国返回中国的集装箱船如果空载，则需要一定重量的压箱物），国际废纸价格走势也很大程度上受海运费用的影响。目前，BDI 指数从年初以来已经上涨了接近 4 倍，2010 年如国际经济逐步复苏，国内美废需求上升以及海运费用上涨，进口废纸的价格难以下降，仍存在大幅上涨的可能。

图16：波罗的海综合运费指数（BDI）



数据来源：Wind资讯

数据来源：WIND，齐鲁证券研究所

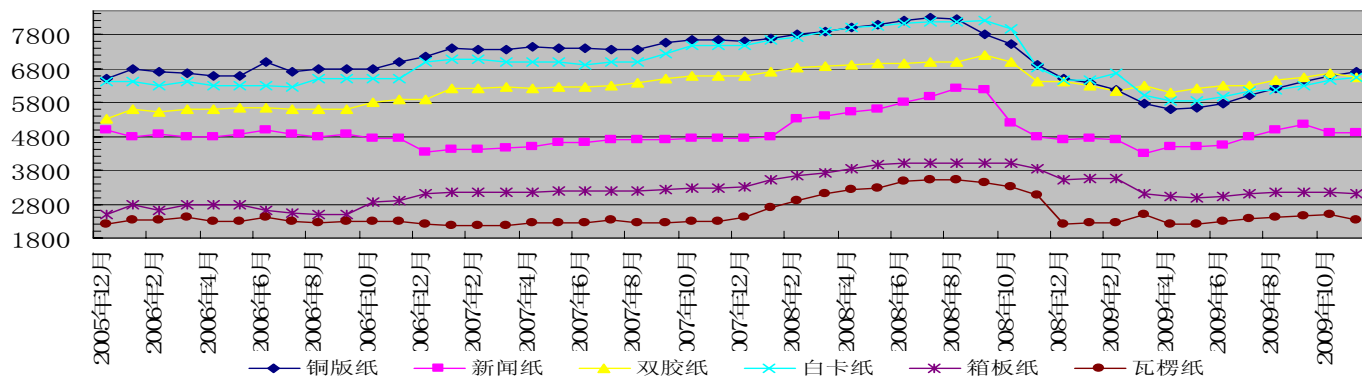
3、2010 年纸品价格的上涨取决于成本的推动

纸品价格在受供需影响的同时，也受成本变动的影响。在行业总体产能过剩的情况下，由于需求的快速萎缩和原材料价格的下跌，08 年下半年至 09 年一季度纸品价格也大幅下降，09 年二季度后受需求回升的拉动和原材料价格上涨的推动，产品价格



也逐步上涨。

图17: 主要国产纸种价格走势



数据来源: WIND, 齐鲁证券研究所

我们认为, 2010 年产品价格仍有上涨的可能, 但这种上涨的可能是建立在原材料价格继续上涨的基础上的。一方面, 虽然 2010 年新增产能释放小于往年, 需求也在继续回升, 但行业总产能过剩的情况继续存在, 新增需求被过剩产能所消化, 在目前行业毛利率恢复正常的情况下, 需求增长不会再进一步拉高产品价格。另一方面, 由于木浆和废纸价格仍有进一步上涨的可能, 原材料价格的上涨使成本增加, 纸品生产商在和下游客户的博弈中仍存在着提价的动力。因此, 我们判断 2010 年纸产品市场价格仍将小幅上涨, 并且属成本推动型上涨。

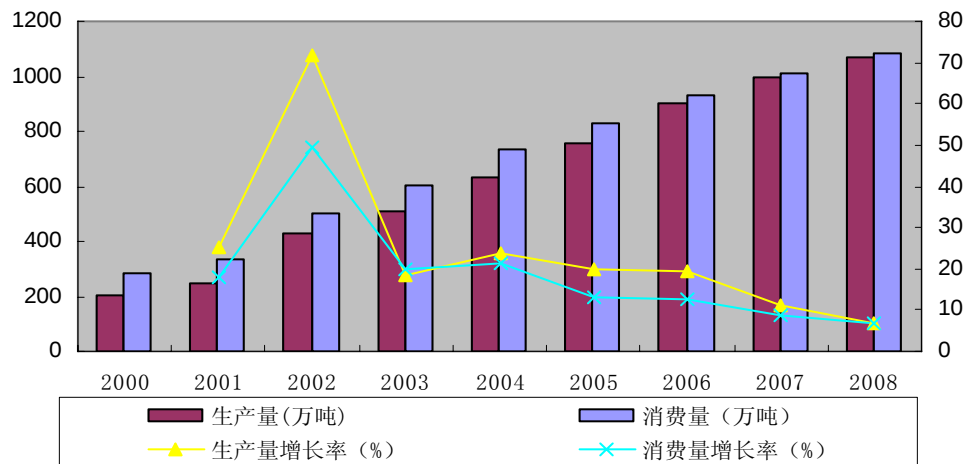
四、造纸各子行业冷暖不均

根据各子行业供求关系和产能扩张情况, 我们认为各子行业的盈利能力由强至弱分别为白卡纸、新闻纸、文化纸、铜版纸和箱板纸。

1、白卡纸供需继续向好

白卡纸作为涂布白纸板的中高档产品, 包括烟包用白卡和社会用白卡, 主要用于用于高档产品的包装, 例如香烟、药品、化妆品、食品饮料、小家电、衬衣等方面的包装。其中烟卡需求较为稳定, 近年我国烟草产量的增长率均保持在 3% 以上, 同时在包装上, 根据烟草总局的要求, 烟卡的硬壳包装的比例也是逐步上升的。烟草产量和硬壳包装比例的稳步增长使得我国烟卡的需求呈现出稳步上升的态势。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。

图18: 国内白纸板 (含白卡纸) 历年供需分析



数据来源：中国造纸协会，齐鲁证券研究所

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，因此我们依然看好白卡纸的前景。

表 2：白卡纸现有及主要新增产能

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

数据来源：齐鲁证券研究所

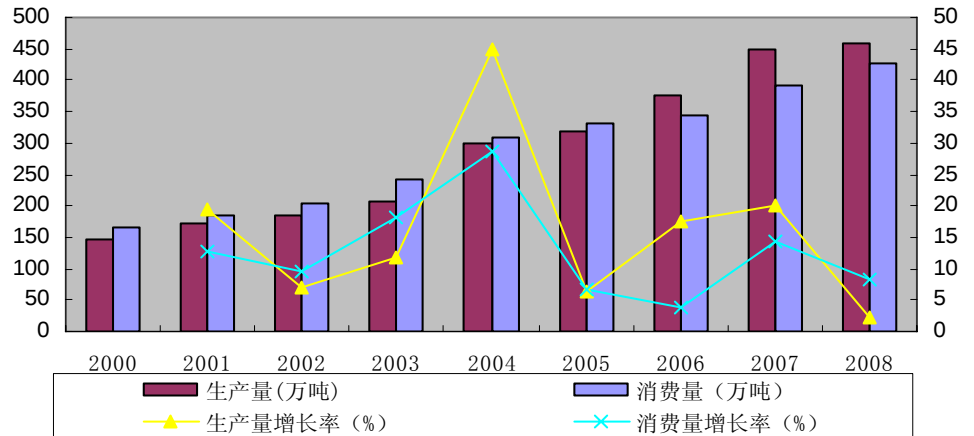
2、新闻纸子行业将缓慢复苏

新闻纸的下游应用基本上是报社，报社的业务包括印刷、广告和投递。新闻纸的需求主要来自报纸的印刷数量。2000 年至 2004 年，我国新闻纸消费量增长较快，但从 05 年开始，由于印刷克重的降低以及电子媒体对报业形成的冲击，新闻纸的消费



增速明显放缓，但供给却集中释放。我国新闻纸 2000 年的产量仅有 145 万吨，而 2008 年的产量达到 460 万吨。由于国内新闻纸投资新增产能较多地集中于 2004—2007 年，自 2006 年起我国新闻纸生产量已超过消费量。

图19：国内新闻纸历年供需分析



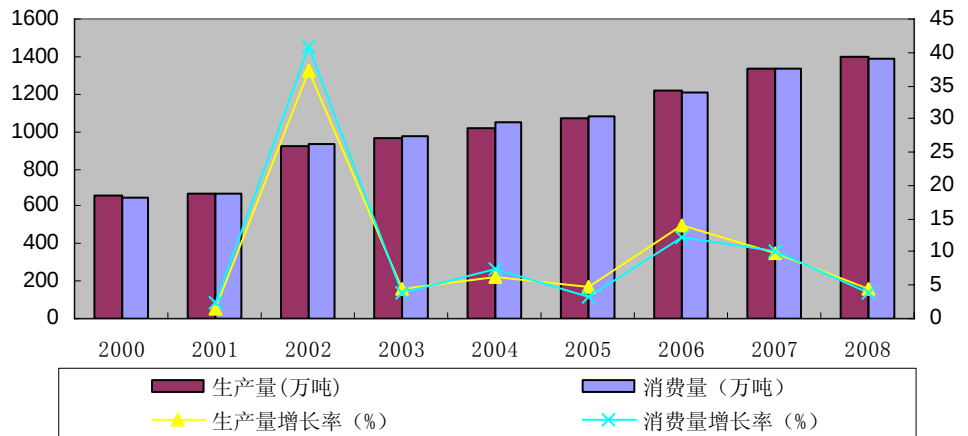
数据来源：中国造纸协会，齐鲁证券研究所

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，但明后两年无新增产能在建或投放，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。

3、高档文化纸新增产能较大

文化纸包括双胶纸和书写纸，主要用于书刊印刷和办公等用途，下游用途决定了我国对文化纸的需求一直保持比较稳定的增长。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。

图20：国内文化纸历年供需分析



数据来源：中国造纸协会，齐鲁证券研究所

近年来的节能减排政策限制了低档文化纸的供给的大幅增长，淘汰的落后产能中基本全部为低档文化纸产能，因此新增文化纸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。

表 3：文化纸主要新增产能

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	高档文化纸
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

数据来源：齐鲁证券研究所

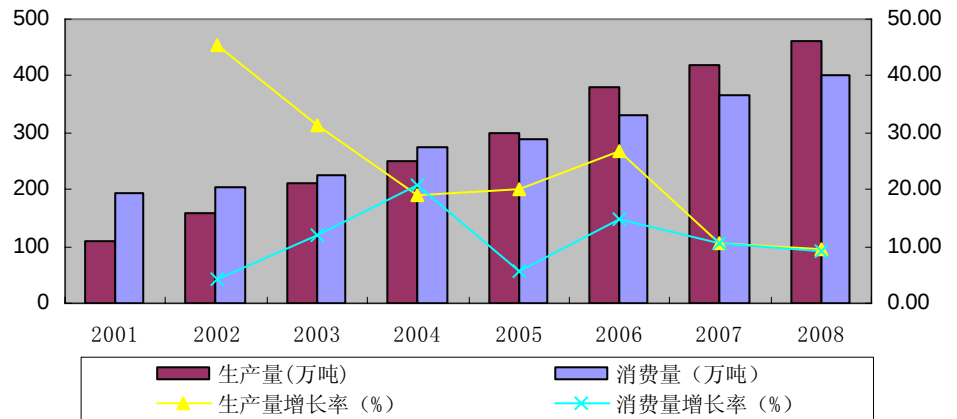
4、铜版纸供需压力较大

铜版纸是高档印刷宣传用纸，由于铜版纸特点在于纸面非常光洁平整，平滑度高，光泽度好，因此挂历、张贴画、书籍的封面、插图、美术图书、画册等几乎用的都是铜版纸，另外精美装潢的包装、宣传广告、商标也在大量使用铜版纸。04 年以前，我国铜版纸产能严重不足，03、04 年国内企业开始大量投产铜版纸，使得铜版纸产能在 05、06 年集中释放，迅速地扭转了以往供不应求的局面，从 05 年开始通过出口来消化国内过剩的产能。目前总产能约 500 万吨，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%。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%，出口商应主要为金东纸业，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，但可能会加大国内市场的供需压力。

图21：国内铜版纸历年供需分析



数据来源：中国造纸协会，齐鲁证券研究所

铜版纸是产能集中度最高的纸种，三大厂商 APP、晨鸣和太阳纸业产能占 80%左右。在新增供给方面，铜版纸 09 年产能释放压力较小，未来新增产能则较大，2010 年年中 APP 海南一期 80 万吨将投产，就占到 08 年国内铜版纸消费量的 20%，因此将会对于明年下半年铜版纸的价格形成负面影响。

表 4：铜版纸主要新增产能

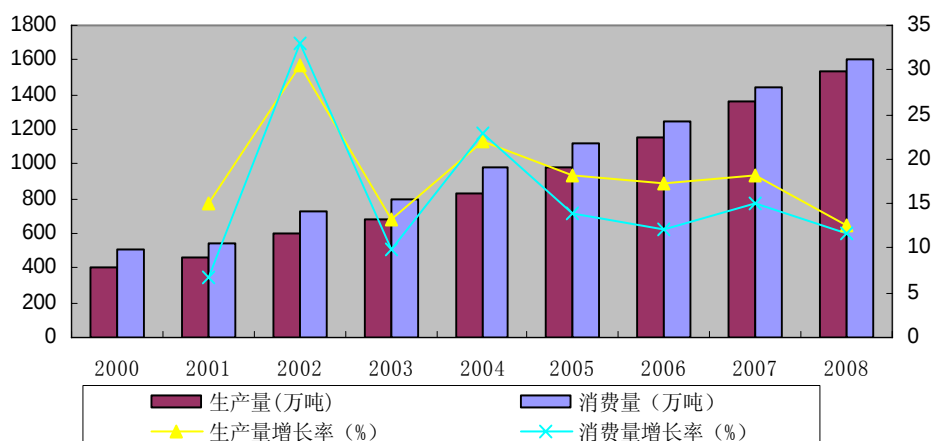
公司	产能	投产时间	备注
APP 海南	160 万吨	2010	2010 年一期 80 万吨投产
南通王子（一期）	40 万吨	2010 年 5 月	在建
华泰纸业	45 万吨	2011	募投项目
晨鸣纸业	80 万吨	2011 年 5 月	规划
南通王子（二期）	40 万吨	2015	规划

数据来源：齐鲁证券研究所

5、箱板纸受益于经济回暖

箱板纸主要用于加工成纸箱，然后用于工业及消费品的包装。1996-2007 年箱板纸的消费年增长速度达到 12.7%。受前几年的旺盛需求拉动，国内核心箱板纸企业新增投资项目和产能迅速扩张，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，加剧了供过于求的局面。

图22：国内箱板纸历年供需分析



数据来源：中国造纸协会，齐鲁证券研究所

箱板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竞争格局稍微有所改善。

表 5：箱板纸近年主要新增产能

公司	产能	投产时间	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	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

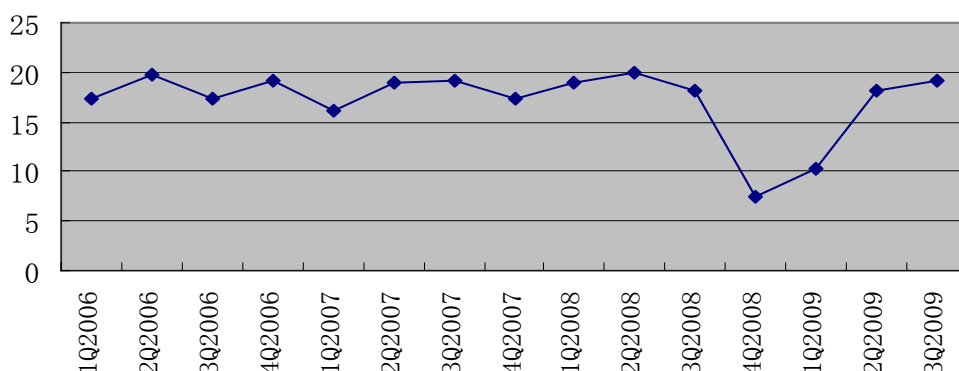
数据来源：齐鲁证券研究所

五、2010年业绩将大幅增长

1、上市公司毛利率已恢复到正常水平

目前，造纸行业 21 家上市公司毛利率已恢复到危机前的正常水平。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。由于原材料库存一般都在一个季度左右，因此 09 年第三季度纸产品价格的上涨使得 21 家造纸公司平均毛利率高达 19.14%，在 09 年单季度中表现最好，第四季度由于原材料价格的继续上涨和纸品价格的疲软，单季度毛利将有小幅回落。预计 10 年造纸行业上市公司毛利率将与 09 年四季度持平。

图23：造纸板块上市公司单季度毛利率变化



数据来源：WIND，齐鲁证券研究所

2、预计重点公司 2010 年净利润平均增幅 51.36%

目前造纸行业上市公司已经进入正常轨道，我们判断造纸行业 2010 年业绩将大幅增长，另外，淘汰落后产能等政策将继续使行业产能和利润向大企业集中，规模龙头企业将继续受益。我们重点跟踪的 8 家上市公司 09 年第三季度实现净利润 6.99 亿元，环比增长 55.40%，预计四季度实现净利润 7.21 亿元，由于产销规模的增长环比仍能增长 3.15%。预计 8 家重点公司 09 年实现净利润 20.01 亿元，同比稍有增长，而 10 年预计将实现净利润 30.29 亿元，同比大增 51.36%。虽然原材料价格的上涨使行业毛利率不再提升，但由于 09 年 1、2 季度多数公司处于微利阶段，因此 10 年行业的正常发展使全年利润能实现较大幅度的增长。

表 6：造纸行业重点上市公司净利润预测

公司	净利润（百万元）	同比增长
----	----------	------





	2008A	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009E	2010E	2009E	2010E
太阳纸业	229.08	60.65	91.22	168.96	467.24	607.91	103.96%	30.11%
晨鸣纸业	1075.29	7.85	149.64	304.19	742.34	1175.37	-30.96%	58.33%
华泰股份	364.64	31.16	106.74	110.09	402.16	596.75	10.29%	48.39%
博汇纸业	253.71	21.32	44.93	67.20	191.74	262.38	-24.43%	36.84%
岳阳纸业	139.63	13.40	25.91	28.29	97.83	169.57	-29.93%	73.33%
美利纸业	68.83	0.91	2.40	1.58	19.01	44.35	-72.39%	133.33%
景兴纸业	-208.11	3.24	7.59	5.64	31.36	62.72	-	100.00%
银鸽投资	32.75	-6.70	21.21	12.77	49.52	110.05	51.21%	122.22%
合计或平均	1955.81	131.83	449.64	698.72	2001.19	3029.10	2.32%	51.36%

注：华泰股份09年业绩剔除了收购河北诺斯克项目的一次性损益

数据来源：WIND，齐鲁证券研究所

六、给予行业推荐评级，重点推荐四家龙头公司

1、行业评级与重点公司评级

一年来造纸板块指数虽远强于上证综指和沪深300，但弱于深证综指，和深成指与申万A股指数基本持平。

表7：齐鲁证券研究所宏观研究部对2010年主要经济指标的预测

指数类别	深证综指	深圳成指	造纸Ⅱ(申万)	申万A股	沪深300	上证综指
一年涨幅	106.79%	94.71%	93.82%	92.30%	83.74%	65.73%

数据来源：齐鲁证券研究所

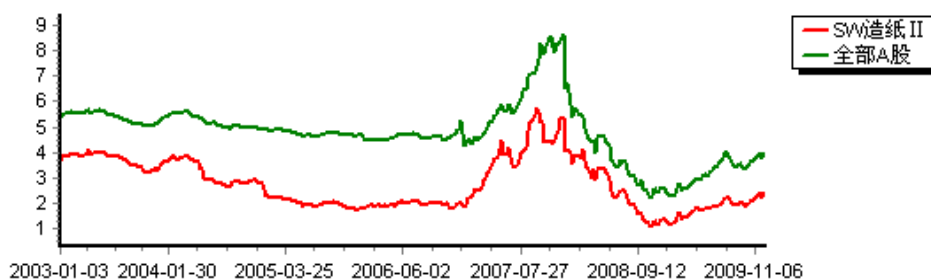
目前造纸板块全部上市公司09年静态市盈率为48.91，市净率为2.43，09年静态估值水平已经基本合理。

图24：造纸板块PE（TTM）估值比较



数据来源：WIND，齐鲁证券研究所

图25：造纸板块PB估值比较



数据来源：WIND，齐鲁证券研究所

由于很多公司业绩在10年将会出现较大幅度的上涨，8家重点上市公司10年市盈率平均水平为22.95，其中四家龙头公司10年市盈率平均水平仅为16.87，估值水平的提升仍有潜力，因此给予造纸行业“推荐”评级，并重点推荐估值水平较低的太阳纸业、晨鸣纸业、华泰股份和博汇纸业四家龙头公司。

表 8：造纸行业重点公司盈利预测、估值及投资评级

公 司	12 月 11 日 收盘价	EPS (摊薄)			PE			投资评级
		2008 年 A	2009 年 E	2010 年 E	2008 年 A	2009 年 E	2010 年 E	
太阳纸业	20.06	0.46	0.93	1.21	43.61	21.57	16.58	推荐
晨鸣纸业	8.61	0.57	0.36	0.57	15.11	23.92	15.11	推荐
华泰股份	14.29	0.66	0.62	0.92	21.65	23.05	15.53	推荐
博汇纸业	10.53	0.50	0.38	0.52	21.06	27.71	20.25	推荐
岳阳纸业	9.68	0.21	0.15	0.26	46.10	64.53	37.23	谨慎推荐
美利纸业	10.20	0.43	0.12	0.28	23.72	85.00	36.43	谨慎推荐
景兴纸业	6.79	-0.53	0.08	0.16	-	84.88	42.44	谨慎推荐
银鸽投资	10.09	0.08	0.09	0.2	126.13	112.11	50.45	中性

注：华泰股份 09 年包含收购项目的一次性损益的业绩为 1.62 元

数据来源：齐鲁证券研究所

2、太阳纸业：经营继续向好，新项目助推公司快速发展

公司主要纸产品产能约 120 万吨，其中铜版纸 40 万吨，白纸板 35 万，双胶纸及其他文化纸 45 万吨；原材料两条化机浆生产线产能约 33 万吨；另有两个合资公司共有 75 万吨的白卡纸产能，太阳纸业占 45% 的股权。

公司前三季度实现营业收入 41.97 亿元，同比下降 10.3%；营业利润 4.05 亿元，同比下降 6.3%；归属母公司所有者净利润 3.28 亿元，同比下降 6.4%；实现每股收益为 0.64 元。

公司明年将新增 30 万吨浆、25 万吨纸和 5 万千瓦发电，初步估计上述几项新增净利润约 2.8 亿元。合作公司国际纸业的液体包装纸生产线、华茂纸业的高端特种文化纸机项目也将为公司提供可观的投资收益。





预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.93 元、1.21 元和 1.52 元, PE 分别为 22 倍、17 倍和 13 倍, 维持“推荐”投资评级。

3、晨鸣纸业：纸业龙头，享受行业复苏

公司是国内造纸行业龙头，年产能 400 万吨，是中国企业 500 强和世界纸业 50 强之一。公司产业链较完整，自制浆比例 70%以上，产品种类丰富，主导产品包括铜版纸、白卡纸、双胶纸、新闻纸和轻涂纸等，基本覆盖所有纸种。

公司经营与行业景气程度密切相关。公司前三季度实现营业收入 107.96 亿元，同比下降 13%；营业利润 5.78 亿元，同比下降 64.03%；实现归属于母公司股东的净利润 5.32 亿元，同比下降 63.66%，每股收益 0.22 元。

新项目进一步提高公司规模和盈利水平。由于行业回暖，需求上升，公司加快了外延式扩张的步伐，公司新上项目有望加快实施：80 万吨高档低定量铜版纸项目预计 2011 年 5 月份投产，60 万吨高档涂布白牛卡纸项目预计 2011 年 2 月份投产，国际物流中心及配套铁路专用线项目预计 2011 年 5 月份投产这些新增项目建成后预计将增加销售收入 103 亿元，利润 16.9 亿元，合计销售净利率为 16.4%，ROA 为 14.7%，均高于晨鸣现有业务，并将使公司 2011 年-2015 年净利润年均复合增长 20%。但公司 2010 年基本无新增产能的投放，业绩增长与否主要依赖行业的复苏程度。

预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.36 元、0.57 元和 0.76 元, PE 分别为 24 倍、15 倍和 11 倍, 给予公司“推荐”评级。

4、华泰股份：纸业结构调整，化工快速发展

公司主导产品为新闻纸、文化纸和烧碱等盐化工产品，其中新闻纸年产能 110 万吨、文化纸 56 万吨、烧碱 43 万吨、氯气 40 万吨、双氧水 15 万吨等。公司积极进行产品结构的调整，70 万吨铜版纸项目已经进入土建阶段，预计 2011 年投产。

收购河北诺斯克新闻纸公司（拥有 33 万吨的新闻纸产能）进一步提高了行业的集中度及公司在新闻纸行业的地位，并且公司有可能继续通过收购兼并的方式壮大自己并消除竞争对手。这项低成本收购将对公司形成较大的非经常性损益，可能增厚 09 年 EPS 约 1 元。

化工业务也是公司未来发展亮点。离子膜烧碱项目一期 25 万吨生产线已于今年 6 月份投产，二期 25 万吨预计明年底可建成投产。公司还利用募集资金对全资子公司协发化工增资 9 亿元，协发化工拟与苏威化工合资成立山东华泰英特罗斯化工，以进一步提高化工产品的竞争力，高毛利率化工产品的发展将大大提升公司的盈利水平。

预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.62 元（不包含收购诺斯克形成的一次性损益）、0.92 元、1.32 元, PE 分别为 23 倍、16 倍和 11 倍, 给予公司“推荐”评级。



5、博汇纸业：加大高档白卡的领先地位

公司主导产品包括 20 万吨白卡纸、25 万吨文化纸、15 万吨石膏护面纸、15 万吨箱板纸、2 万吨瓦楞纸；原材料产能包括 20 万吨化机浆、10 万吨化学浆；另有 35 万吨白卡纸项目预计预计明年初试生产，届时公司白卡纸产能达到 55 万吨以上，该新项目达产后将替代旧的白卡纸生产线主要来生产烟卡，并力争使烟卡的销量达到 20 万吨。公司目前产能在 80 万吨左右，加上即将投入试产的 35 万吨白卡，公司总产能将超过 110 万吨。

公司前三季度实现营业收入为 22.34 亿元，同比下滑 18.52%；净利润为 1.33 亿元，同比下滑 48.31%；实现每股收益为 0.26 元。目前各产品生产线都达到满产满销的状态，随着浆价的提升，两条浆线开工率也逐步提高，目前浆线开工率达到 90%以上，有助于稳定成本。

白卡纸是公司主导性产品，近两年业绩将主要取决于白卡纸的景气程度，预计 10 年白卡纸行业景气度会保持较高水平。暂不考虑转债的转股效应，我们预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.38 元、0.52 元和 0.76 元，PE 分别为 28 倍、20 倍和 14 倍，给予公司“推荐”评级。



投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所（上海）

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F（济南）

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

