

2010 年 01 月 18 日

长期竞争力评级：等于市场均值

市场数据

行业优化平均市盈率	26.85
市场优化平均市盈率	29.70
国金造纸指数	1600.54
沪深 300 指数	3482.74
上证指数	3224.15
深证成指	13264.37
中小板指数	6189.97



相关报告

- 1 《寻找确定性》，2009.11.18
- 2 《铜版纸反倾销点评》，2009.9.27

万友林

 (8621)61038259
 wanyl@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

造纸行业研究报告

——供需皆好转，看好箱板纸子行业

投资要点

- 我们在 2010 年的年度策略报告（2009 年 11 月 8 日《寻找确定性》）中推荐箱板纸，观点是箱板纸行业转好确定。逻辑主要是供给减速，需求存在较大弹性，在主要纸种排序中把箱板纸放在首位。
- 目前我们更加坚定看好箱板纸，其逻辑依然是供需关系的好转，不过箱板纸需求在出口好转的拉动下不断上升给了我们更大的信心。
 - ◆ 箱板纸作为产品外包装物间接出口较大，出口的好转拉动其需求，我们在内外需恢复的情况下预计未来箱板纸的需求增量将逐渐恢复正常，约 160 万吨每年，增速 10% 左右；
 - ◆ 箱板纸的供给在经历了 07、08 年的大幅扩张后，2009—2011 年供给减速，我们预计 2007—2011 年的产能新增分别为 382 万吨、234 万吨、140 万吨、50 万吨、98 万吨，2010、2011 两年的产能合计增长 7.5%；
 - ◆ 需求的恢复，产能增长的大幅减速给箱板纸行业将带来两年的好转期，我们预计行业的产能利用率由 2009 年的 82% 左右上升至 90% 左右，行业的好转必然带来盈利的好转。
- 废纸是箱板纸最主要的原料，其价格上升很大，目前 250 美元左右的美废 11 # 已经接近 2008 年 3 月份 259 美元的高点，我们在行业供需好转的情况下认为成本的提升不会改变箱板纸吨纸盈利的好转趋势。
- 我们建议增持箱板纸行业。箱板纸的标的：A 股上市公司中拥有箱板纸产能的有景兴、晨鸣、山鹰、博汇等，但是以箱板纸为主业的是景兴，在看好箱板纸子行业的未来两年好转趋势的前提下，我们推荐景兴纸业，认为还存在 30% 的空间。（公司报告我们将在近期推出）

内容目录

箱板纸近期回升迅速	3
箱板纸供给增速明显放缓	4
需求：出口可能带动箱板纸需求好转超预期	6
箱板纸间接出口较大	6
我们对出口的观点	7
箱板纸供需关系未来两年持续好转	7
废纸价格不会反转箱板纸盈利好转的趋势	8
观点总结	9

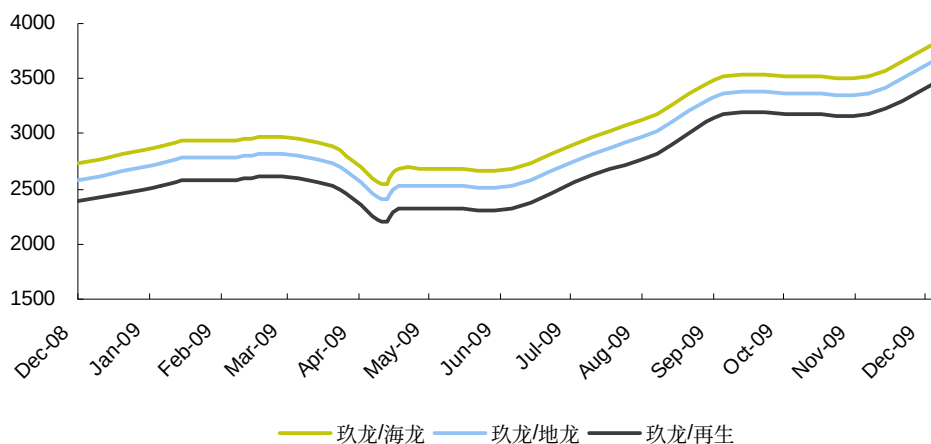
图表目录

图表 1：玖龙箱板纸价格走势	3
图表 2：11# 美废价格走势	3
图表 3：近年来箱板纸吨纸净利变化（估算）	4
图表 4：箱板纸历史供需、进口变化	4
图表 5：箱板纸近期新增产能	5
图表 6：箱板纸产能	6
图表 7：消耗箱板纸的行业区分	6
图表 8：出口与箱板纸箱板纸消费的关系	6
图表 9：PMI 分项指数不断转好	7
图表 10：新订单库存比达到相对高点	7
图表 11：库存变化占 GDP 比例（%）	7
图表 12：箱板纸产能利用率变化趋势	8
图表 13：箱板纸成本结构	8
图表 14：进口废纸流转图	8

箱板纸近期回升迅速

- 近期箱板纸价格迅速回升，价格回升主要是成本推动和供需转好两方面的因素。
 - ◆ 美废 11 # 的价格近期涨幅较快，成本上升推动箱板纸价格上涨，但是吨纸盈利同时也获得了提高，我们认为在成本推动的基础上供需关系逐渐转好也是一个主要的因素，使得成本得以转移。

图表1：玖龙箱板纸价格走势



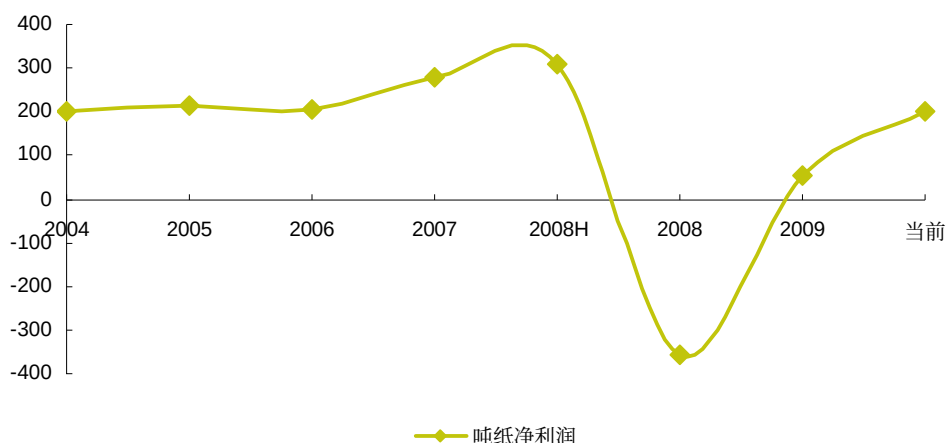
来源：国金证券研究所

图表2：11 # 美废价格走势



来源：国金证券研究所

图表3：近年来箱板纸吨纸净利变化（估算）



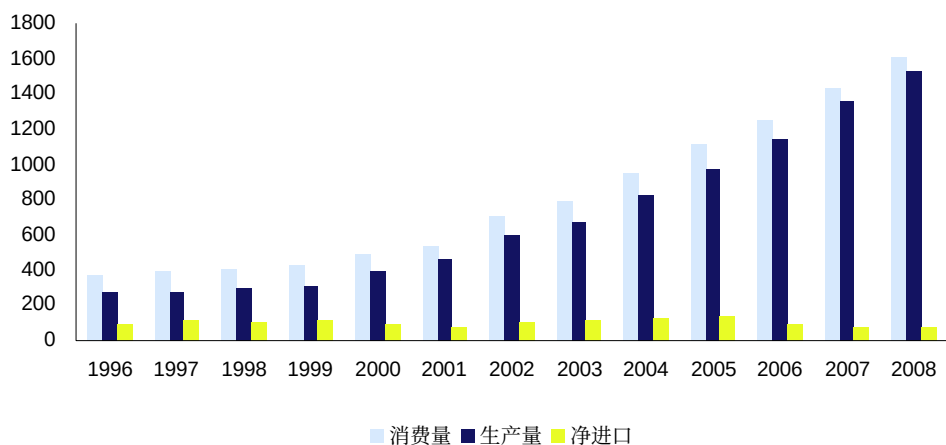
来源：国金证券研究所（单个公司数据估算）

- 我们在年度策略报告中认为箱板纸行业在 2010 年将逐渐好转，现在来看正逐渐得到验证。我们继续看好箱板纸未来两年的向好趋势，逻辑在于供需关系的转好。

箱板纸供给增速明显放缓

- 从 1996—2007 年，我国箱板纸行业享受了一段长达 11 年的发展黄金期，每年都需要进口大量的箱板纸补充需求缺口，在这一背景下，众多生产厂商不断扩充产能，典型的有玖龙、理文等目前的箱板纸巨头。
- 2007、2008 年是国内箱板纸产能集中投放的两年，箱板纸也是在这个时间段进入了供过于求的阶段，加之经济危机的冲击，工业属性强的箱板纸需求萎缩最大，使得供需关系表现的非常差。

图表4：箱板纸历史供需、进口变化



来源：国金证券研究所

- 供给：按照计划的产能投放，我们估计国内箱板纸产能 2009、2010、2011 年新增 140、50、98 万吨，而在 2007、2008 年新增产能数字我们估计为 382、234 万吨。2009 年—2011 年产能投放速度大幅下降，这将降低未来的产能压力。
- 产能的说明：
 - ◆ 阳光纸业的产能在 2010 年底才能投产，因此实际上 2010 年基本没有新增的箱板纸产能。

- ◆ 2010 年的产能我们没有把玖龙 27—30 # 四条线计算在内（这几台纸机合计产能为 $60+35+45+35=175$ 万吨），玖龙原计划是在 2010 年底投产，后来受到经济危机的冲击推迟，我们预计可能在 2011 年中期投产。不过玖龙将改产两条纸机，因此我们在 2011 年新增产能中估计了玖龙 75 万吨的产能释放。另外的 23 万吨产能来自于永丰余。

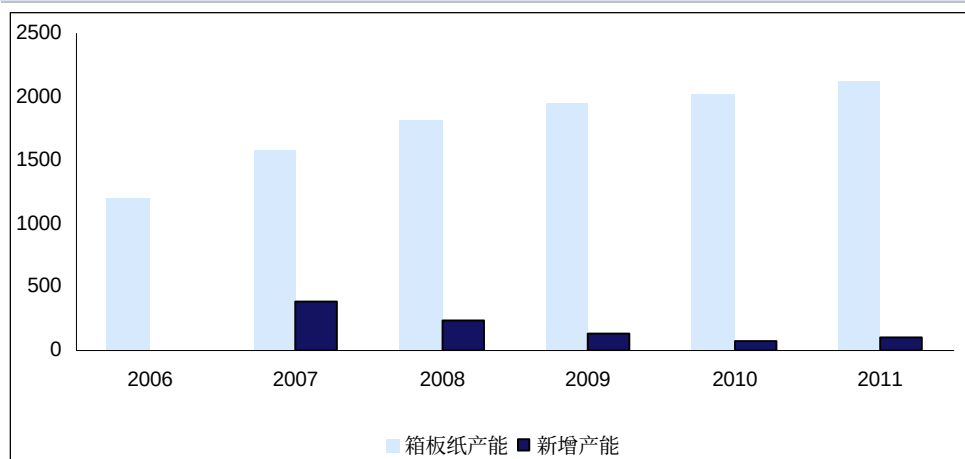
图表5：箱板纸近期新增产能

公司	产品	产能（万吨）	试产日期	位置
理文	箱板纸	45	Feb-07	江苏
永丰余	箱板纸	30	Feb-07	江苏扬州
玖龙	箱板纸	80	May-07	广州东莞
和泰纸业	箱板纸	15	May-07	湖南衡阳
景兴	箱板纸	45	Jun-07	浙江平湖
理文	箱板纸	43	Jun-07	广州东莞
理文	箱板纸	32	Aug-07	江苏
长丰	箱板纸	15	Oct-07	江苏张家港
吉安	箱板纸	45	Oct-07	浙江
理文	箱板纸	32	Nov-07	广东东莞
理文	箱板纸	32	Feb-08	重庆
美利纸业	箱板纸	15	Feb-08	宁夏
玖龙	箱板纸	35	Mar-08	江苏
玖龙	箱板纸	30	Mar-08	东莞
玖龙	箱板纸	45	May-08	重庆
金河	箱板纸	20	May-08	江苏镇江
永新	箱板纸	30	Jun-08	河北
启东造纸	箱板纸	12	Aug-08	江苏
长丰	箱板纸	15	Oct-08	江苏张家港
07-08年新产能		616		
07年新产能		382		
08年新产能		234		
台湾荣成	箱板纸	40	Jul-09	浙江平湖
河北永新	箱板纸	30	Apr-09	滦南县
玖龙	箱板纸	45	Sep-09	天津
银州	箱板纸	25	Jan-09	广东
阳光纸业	箱板纸	50	Nov-10	山东
永丰余	箱板纸	23	2011年	江苏扬州
玖龙	箱板纸	75	2011年中	江苏、天津
09—10年新产能		190		
09年新产能		140		
10年新产能		50		
11年产能		98		

来源：国金证券研究所

- 我们对整体产能的估算：我们根据各年产能的释放，认为箱板纸产能从 2006 年的 1200 万吨左右上升到 2010 年 2100 万吨左右。

图表6：箱板纸产能及新增产能



来源：国金证券研究所

需求：出口可能带动箱板纸需求好转超预期

箱板纸间接出口较大

- 箱板纸是主要用于轻工、食品、机电产品运输包装所需的原料，尤其是出口产品的外包装纸箱面层纸。虽然我们无法统计箱板纸间接跟随产品出口量的数据，但是从此次经济危机中箱板纸的表现来看，出口下滑导致箱板纸企业的影响来看，出口对箱板纸的量影响非常大。我们从主要箱板纸企业的开工率了解来看，上半年开工率只有 60%，因此我们认为箱板纸是间接出口量很大，箱板纸的需求相对出口弹性很大。

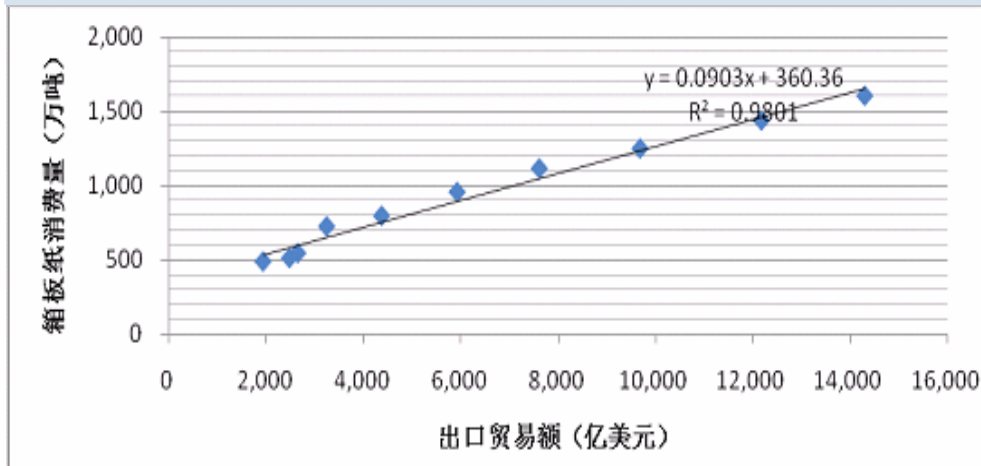
图表7：消耗箱板纸的行业区分

不用或极少用箱板纸产品	原煤、原油、天然气、原盐、发电量（火电、水电）、汽油、柴油、焦炭、硫酸、氢氧化钠、碳酸钠、合成氨、农用氮、磷、钾化肥、乙烯、初级形态的塑料、合成橡胶、橡胶轮胎外胎、水泥、平板玻璃、生铁、粗钢、钢材（重轨、大型型钢、中小型型钢、棒材、钢筋、盘条、特厚板、厚钢板、中厚宽钢带、热轧薄宽钢带、冷轧薄宽精制食用植物油、成品糖、罐头、啤酒、卷烟、化学纤维（纱、布）、机制纸及纸板、化学农药原药、合成洗涤剂、化学药品原药、中成药；
消耗箱板纸较少产品	
消耗箱板纸较多产品	家用洗衣机、家用吸尘器、家用电冰箱、家用电风扇、房间空气调节器、吸排油烟机、程控交换机、电话单机、传真机、移动通信手持机、微型电子计算机、笔记本计算机、显示器、集成电路、彩色电视机、组合音响、照相机、复印机械。

来源：国金证券研究所

- 我们对箱板纸的历史消费量和出口金额做回归分析，正相关性明显，这也证明了箱板纸的间接出口较大。

图表8：出口与箱板纸箱板纸消费的关系

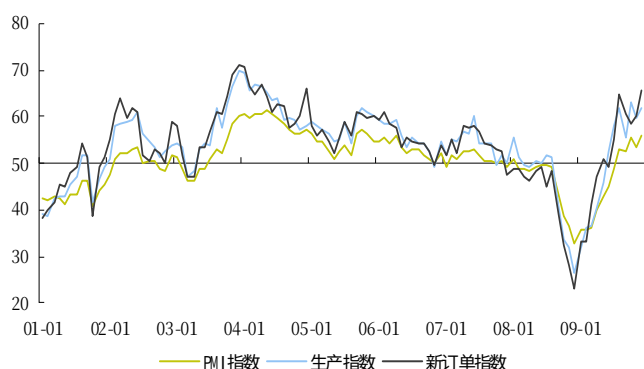


来源：国金证券研究所

我们对出口的观点

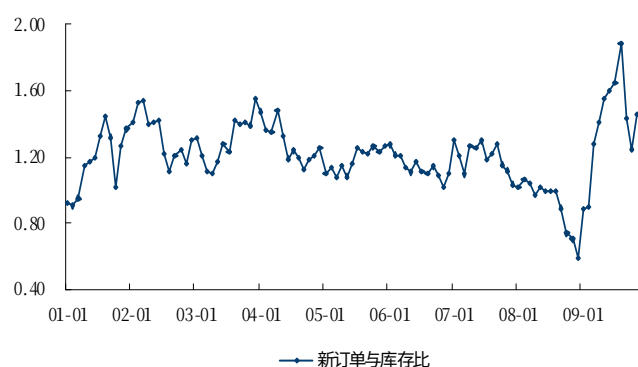
- 根据国金证券宏观策略组观点，2010 年出口同比增长近 20%。
- 最近的国金海外市场策略周报观点：美国补库力度会比较大，持续时间较长。
- ◆ 从历史经验看，2001 年以来新订单与库存的比例平均值为 1.21，而目前该比值已经达到 1.51，高于长期平均水平 25% 左右，也就是说在未来一段时间内美国补库存的生产会比较强劲。
- ◆ 观察 1980 年以来美国库存变化情况，也可以得到类似结论。一般经济衰退程度越大，之后的补库力度越强。本次危机在 09 年 6 月刚完成去库存化过程，当时库存变化占 GDP 比重达到-1.36%，远超先前历次危机，因此我们预计未来一段时间美国在生产领域的补库力度会比较大，持续时间较长。

图表9：PMI 分项指数不断转好

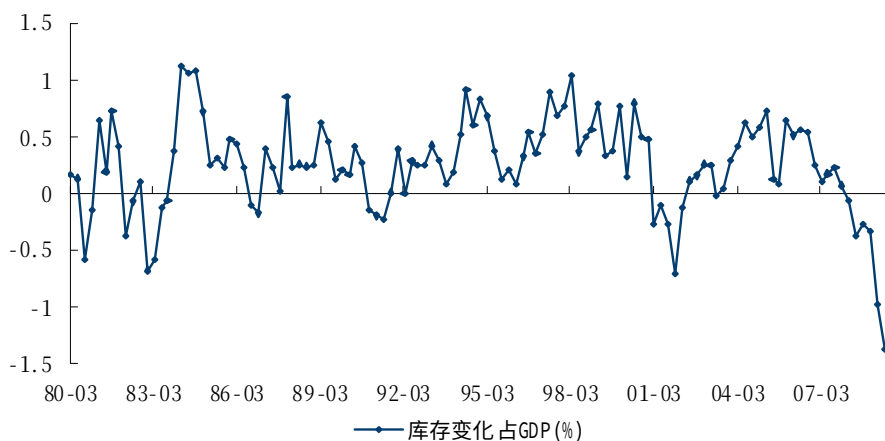


来源：国金证券研究所

图表10：新订单库存比达到相对高点



图表11：库存变化占GDP比例 (%)



来源：国金证券研究所

箱板纸供需关系未来两年持续好转

- 在出口复苏的前提下，我们根据箱板纸历史情况判断箱板纸年需求增量在 160 万吨左右。
- 根据我们前文对产能的测算，我们预计在 2010、2011 年箱板纸子行业将持续好转，箱板纸行业产能利用率由 2009 年的 81% 左右上升到 2011 年的 90% 左右。

图表12：箱板纸产能利用率变化趋势

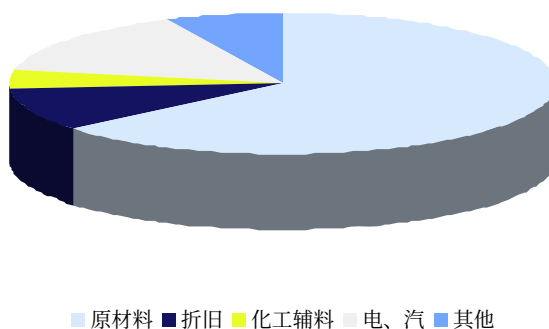


来源：国金证券研究所

废纸价格不会反转箱板纸盈利好转的趋势

- 箱板纸的成本结构决定了我们不得不讨论废纸，原料成本占比 60%多，其中绝大部分是废纸。

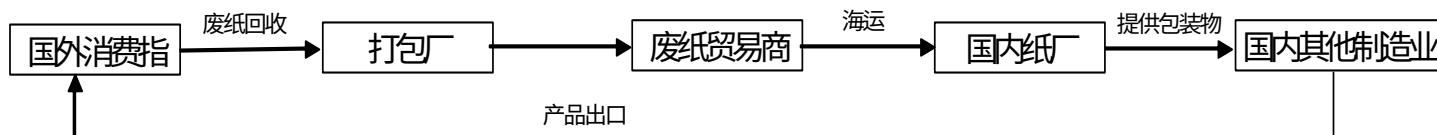
图表13：箱板纸成本结构



来源：国金证券研究所

- 由于废纸产业链数据缺乏，我们无法量化分析废纸的走势，只能定性的分析：

图表14：进口废纸流转图



来源：国金证券研究所

- ◆ 从废纸的循环途径可以看出，由于前期危机的影响，美国消费的下降一定会导致废纸回收量的降低，这减少了供给，在需求恢复的情况下，而供给增加会有滞后，使得目前废纸供需比较紧张。
- ◆ 废纸贸易商相对集中，尤其对国内纸厂销售美废的贸易商几乎出现了垄断，因此目前国外废纸价格除了供需关系影响外也存在贸易商操作

的影响。这导致近几年废纸经常出现短期暴涨的现象，也加大了废纸价格预测的难度。

- ◆ 根据公开信息，国外打包厂吨废纸成本在 70 美元左右；吨纸海运费在目前情况下在 60—80 美元，再加上一些到港的费用，我们估计废纸成本在 150 美元左右，与目前国内售价存在的近 100 美元由打包厂和中间贸易商获得。
- 美废 11# 价格目前达到 250 美元，已经非常接近危机前高点 259 美元，而箱板纸的价格与危机前的高点还存在 600 元左右的价差。在经济逐渐好转的情况下我们认为未来美废价格的走势继续上升的概率大，但是幅度可能没有太大的空间。在需求好转的情况下箱板纸还存在较大的提价空间。我们认为箱板纸的吨纸盈利在未来两年能够不断转好，废纸价格上涨不会改变箱板纸盈利转好的趋势。

观点总结

- 我们看好箱板纸，逻辑主要是供需关系的好转，未来两年供给减速，需求逐渐恢复。建议增持箱板纸子行业。
- 箱板纸的标的，A 股中上市公司拥有箱板纸的为景兴、晨鸣、山鹰、博汇等，但是以箱板纸为主业的是景兴，我们推荐景兴纸业，将在近期推出公司研究报告，以下为简要观点：
 - ◆ 景兴目前总产能箱板纸产能 72 万吨，2010 年年中白面牛卡 20 万吨投产，包装类纸产能占总产能超过 80%。
 - ◆ 箱板纸行业的好转带动公司主要产品盈利能力的恢复，目前箱板纸吨纸净利在 200 元左右，我们认为未来吨纸净利润还能提升空间，盈利能力的好转带动公司业绩的大幅提升；
 - ◆ 纸箱项目目前尚未盈利，中国邮政系统的试点给其未来带来超预期的可能。
 - ◆ 我们预计公司 2009—2011 年 EPS 为 0.08、0.41、0.52 元，在行业未来趋势看好的情况下，我们给予 2010 年 25 倍的 PE，目标价 10 元。

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 10%—20%；
 持有：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -10%—10%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 10%—20%；
 卖出：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于行业基本面，评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。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多种金融服务。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。