

造纸包装：包装类纸品反弹力度加大

2010年2月份月报

报告关键点：

- 行业景气在持续好转；
- 包装类纸品景气反弹力度加大；
- 维持行业同步大市-A的投资评级。

报告摘要：

- 09年全年实现纸与纸板生产量共计9388万吨，同比08年上升12%。自09年9月份以来，纸产品月度产量环比在持续上升，至12月份单月突破900万吨，表明下游消费需求的持续好转。
- 纸与纸板进出口数值的最高峰同时出现在09年9月份，10、11月份的进出口数据有所下降，但12月份的数据开始好转，进出口数据环比11月份均出现了上涨，上涨幅度在10-15%之间，但净出口的水平仍未改善，延续自09年9月份以来月度环比持续下降的态势，显示国外需求的恢复仍不是很乐观。
- 上半年的纸浆月度进口量一直维持在高位，在09年9月份达到最高点以后，月度环比在逐渐下降，11月份达到最低点，12月份的数据开始回升，相对上月回升幅度不足5%。进口浆价自09年中期以来，基本延续了价格环比持续上升的走势，价格同比的下跌幅度在逐渐收窄，但最新的浆价同比跌幅仍接近30%。进口浆价的持续好转，一方面是由于造纸行业下游需求的持续回升，另一方面是由于造纸厂商在浆价低位时进行原材料储备的拉动。目前浆价的上涨逐步趋缓，显示后一因素的影响正在消减。
- 全球纸浆库存量经历了09年11月份25天的最低点以后，12月底略有回升至27天，但仍低于07年以来的33天的平均值。同时，据我们了解，目前国内主要上市公司的库存水平也已经由低位恢复到一个比较合理的位置，显示国内行业需求的恢复基本已经正常。根据我们对于造纸行业景气程度判断的依据，即短期看行业库存水平的变化、长期看行业去产能化的进展这一分析逻辑，目前行业的景气程度正处于上升的通道之中并将持续。因此，我们依然坚持09年底策略时关于行业投资机会主要来自于基本面改善的这一看法。
- 自今年初以来，几大纸种价格上涨的幅度出现了明显差异，大类文化纸包括铜版纸、双胶纸以及新闻纸等的上涨幅度较小，大类包装纸的上涨幅度出现了明显的提升，其中箱板纸自去年底以来上涨幅度接近20%，白卡纸的幅度也接近10%，这非常符合我们在09年底时行业投资策略会上的判断。
- 综合上述的情况，我们认为宏观经济的复苏所拉动的下游消费需求将会持续回暖，造纸行业的景气程度已经处于景气上升的通道之中。由于包装纸与消费需求的关联度更高，同时预期出口的增速会在今年加大。因此，我们仍坚持认为包装纸的景气度在今年会有更好的表现，反弹力度会更大，其次看好文化纸。具体到细分纸种排序方面，根据细分纸种新增产能以及消费增长率的对比分析，我们依然认为明年细分纸种的排序为白卡纸、箱板纸、铜版纸、双胶纸及书写纸、新闻纸等。
- 仍然维持行业同步大市-A的投资评级。根据细分子行业的景气排序情况，我们推荐的上市公司为：拥有优势纸种结构的景兴纸业、山鹰纸业、博汇纸业、太阳纸业，纸业指数代表及估值具有优势的晨鸣纸业，以及下游公司劲嘉股份、永新股份、宜华木业、紫江企业、陕西金叶等。

纸与林木产品 同步大市-A

上次评级

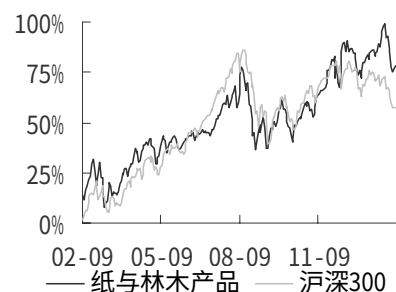
同步大市-A

报告日期

2010-02-01

首选股票	目标价	评级
002067 景兴纸业	8.7	买入-B
600567 山鹰纸业	7.25	增持-A
600966 博汇纸业	13.75	买入-B
002078 太阳纸业	23.2	增持-A
000488 晨鸣纸业	10.6	买入-B
002191 劲嘉股份	18.2	买入-B
002014 永新股份	21	买入-B
600210 紫江企业	10.5	增持-A
600978 宜华木业	12	买入-B

12个月行业表现



研究员

郭振举

助理行业分析师

010-66581621

guozj@essence.com.cn

前期研究成果

造纸包装：景气持续反弹、纸种分化明显

2009-12-15

2009 亚洲浆纸年会会议纪要

2009-09-23

造纸包装：业绩环比大幅改善&全面复苏尚需时日

2009-09-11

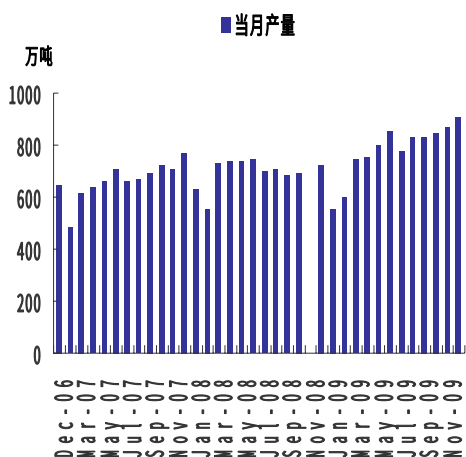
2009 包装纸战略与趋势研讨会纪要

2009-07-06

1. 需求持续好转

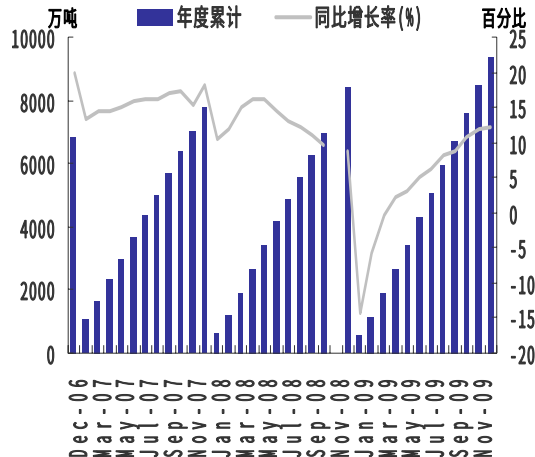
09 年全年实现纸与纸板生产量共计 9388 万吨，同比 08 年上升 12%。自 09 年 9 月份以来，纸产品月度产量环比在持续上升，至 12 月份单月突破 900 万吨，表明下游消费需求的持续好转。

图 1 纸品月度产量



数据来源：WIND 安信证券研究中心

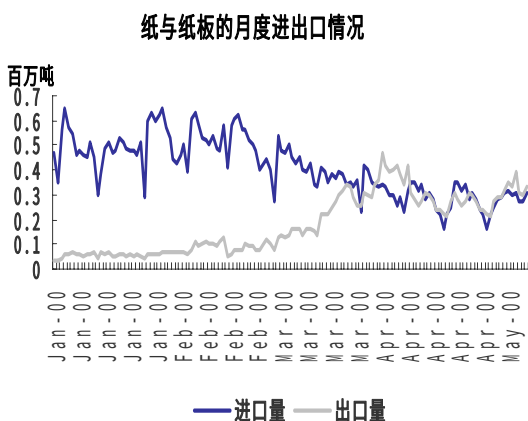
图 2 年度累计及同比增速



数据来源：WIND 安信证券研究中心

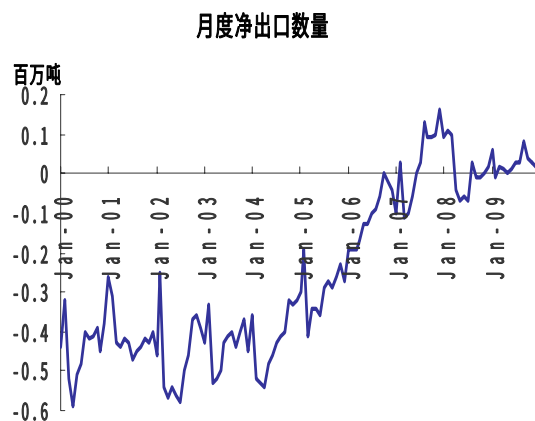
纸与纸板进出口数值的最高峰同时出现在 09 年 9 月份，10、11 月份的进出口数据有所下降，但 12 月份的数据开始好转，进出口数据环比 11 月份均出现了上涨，上涨幅度在 10-15%之间，但净出口的水平仍未改善，延续自 09 年 9 月份以来月度环比持续下降的态势，显示国外需求的恢复仍不是很乐观。

图 3 纸品月度进出口情况



数据来源：BLOOMBERG 安信证券研究中心

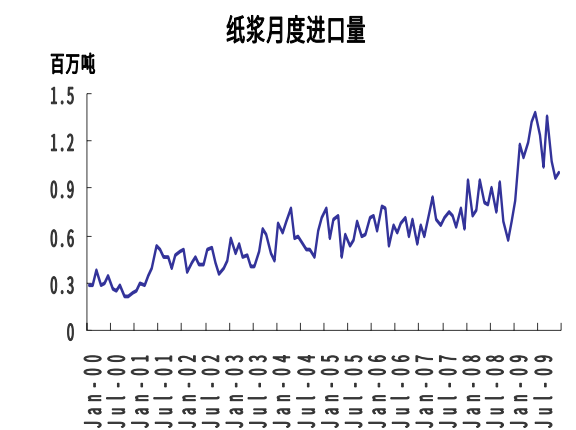
图 4 纸品月度净出口数量



数据来源：BLOOMBERG 安信证券研究中心

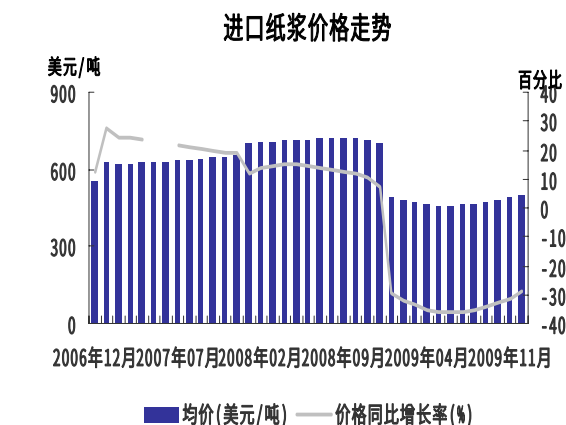
上半年的纸浆月度进口量一直维持在高位，在 09 年 9 月份达到最高点以后，月度环比在逐渐下降，11 月份达到最低点，12 月份的数据开始回升，相对上月回升幅度不足 5%。进口浆价自 09 年中期以来，基本延续了价格环比持续上升的走势，价格同比的下跌幅度在逐渐收窄，但最新的浆价同比跌幅仍接近 30%。进口浆价的持续好转，一方面是由于造纸行业下游需求的持续回升，另一方面是由于造纸厂商在浆价低位时进行原材料储备的拉动。目前浆价的上涨逐步趋缓，显示后一因素的影响正在消减。

图5 纸浆月度进口量



数据来源：WIND 安信证券研究中心

图6 进口纸浆价格走势

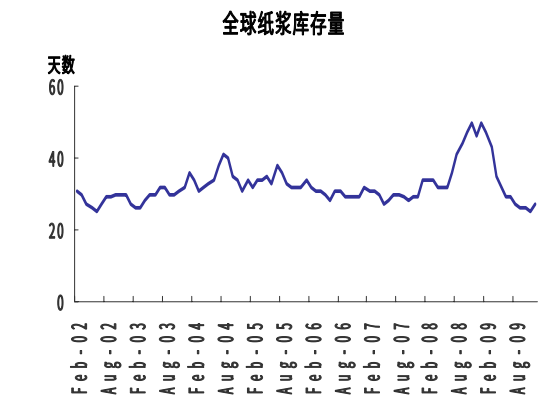


数据来源：BLOOMBERG 安信证券研究中心

2. 库存仍较低、投资增速恢复正常

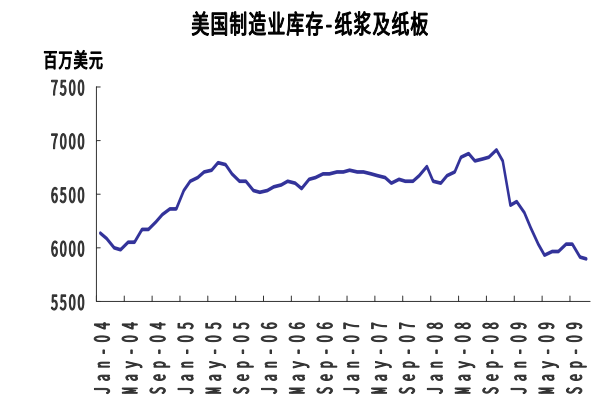
全球纸浆库存量经历了09年11月份25天的最低点以后，12月底略有回升至27天，但仍低于07年以来的33天的平均值。美国制造业库存从09年下半年以来，基本保持在低位，但8月份以来的库存金额逐月下降，最新的库存数据水平为5899百万美元，比07年以来的平均水平下降约9%。

图7 全球纸浆库存量



数据来源：BLOOMBERG 安信证券研究中心

图8 美国纸产品制造业库存



数据来源：BLOOMBERG 安信证券研究中心

根据我们对国内主要上市公司以及经销商的了解，目前国内主要上市公司的库存水平也已经由低位恢复到一个比较合理的位置，显示国内行业需求的恢复基本已经正常。根据我们对于造纸行业景气程度判断的依据，即短期看行业库存水平的变化、长期看行业去产能化的进展这一分析逻辑，目前行业的景气程度正处于上升的通道之中并将持续。因此，我们依然坚持09年底策略时关于行业投资机会主要来自于基本面改善的这一看法。

固定资产投资累计增速经历了前期的低点以后，恢复到了一个合理的平台。截止到11月底的最新数据略有下滑2个百分点以上。目前，我国造纸行业整体处于供过于求的局面，随着经济的复苏和下游消费需求的逐步回暖，行业的产能利用率在上升。目前固定资产投资增速的提升，主要是行业整合中的更新改造投资以及向上游延伸的投资等。由于造纸与制浆投资额难以分开，我们预计2010年整个造纸行业固定资产投资增速应该维持在20%以上。

图9 造纸行业固定资产投资增速



3. 价格持续反弹、包装纸力度更大

国内纸品价格基本上在 09 年 5 月份到达最低点，从 5 月份开始涨价，截止到 09 年底，铜版纸涨幅 1000 元达到 6650 元，白卡纸涨幅约 600 元达到 6450 元，双胶纸涨幅 550 元达到 6650 元，新闻纸涨幅 400 元达到 4900 元，箱板纸涨幅 100 元达到 3140 元，纸品价格的涨幅在 17.6%到 3.6%之间。前四个纸种价格水平已经达到或微超年初的价格水平，但箱板纸相比下跌 10%以上。

但是，情况自今年初发生了一定的变化，虽然几大纸种的价格水平都在上涨，但是，上涨的幅度明显出现了差异，大类文化纸包括铜版纸、双胶纸以及新闻纸等的上涨幅度较小，大类包装纸的上涨幅度出现了明显的提升，其中箱板纸自去年底以来上涨幅度接近 20%，白卡纸的幅度也接近 10%，这非常符合我们在 09 年底时行业投资策略会上的判断。

在此，我们重申关于年底策略会时的逻辑和观点暂时不会调整，依然看好由于下游消费启动以及出口复苏给包装纸带来的投资机会。

图 10 铜板纸产品价格



图 11 新闻纸产品价格



图 12 双胶纸产品价格



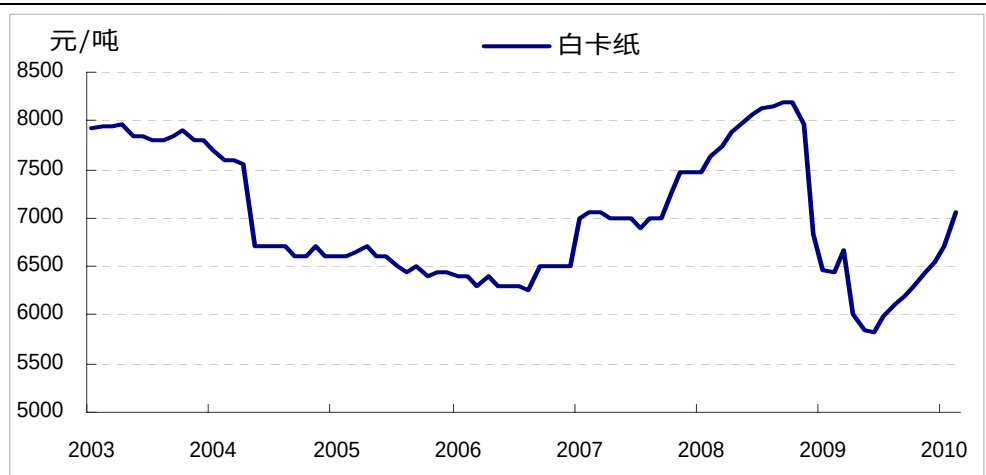
数据来源：安信证券研究中心

图 13 箱板纸产品价格



数据来源：安信证券研究中心

图 14 白卡纸产品价格



数据来源：安信证券研究中心

4. 仍看好包装纸品的投资机会

4.1. 细分纸种排序

自今年初以来，虽然几大纸种的价格水平都在上涨，但是上涨的幅度明显出现了差异，大类文化纸包括铜版纸、双胶纸以及新闻纸等的上涨幅度较小，大类包装纸的上涨幅度出现了明显的提升，其中箱板纸自去年底以来上涨幅度接近 20%，白卡纸的幅度也接近 10%，这非常符合我们在 09 年底时行业投资策略会上的判断。

综合上述的情况，我们认为宏观经济的复苏所拉动的下游消费需求将会持续回暖，造纸行业的景气程度已经处于景气上升的通道之中。由于包装纸与消费需求的关联度更高，同时预期出口的增速会在今年加大。因此，我们仍坚持认为包装纸的景气度在今年会有更好的表现，反弹力度会更大，其次看好文化纸。具体到细分纸种排序方面，根据细分纸种新增产能以及消费增长率的对比分析，我们依然认为明年细分纸种的排序为白卡纸、箱板纸、铜版纸、双胶纸及书写纸、新闻纸等。

4.2. 维持同步大市-A 的投资评级

仍然维持行业同步大市-A 的投资评级。根据细分子行业的景气排序情况，我们推荐的上市公司为：拥有优势纸种结构的景兴纸业、山鹰纸业、博汇纸业、太阳纸业，纸业指数代表及估值具有优势的晨鸣纸业，以及下游公司劲嘉股份、永新股份、宜华木业、紫江企业、陕西金叶等。

图 15 国外主要纸产品价格



数据来源：BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 16 国外主要纸产品价格



数据来源：BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 17 国外主要纸产品价格



数据来源：BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 18 国外主要纸产品价格



数据来源：BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 19 国外主要纸产品价格



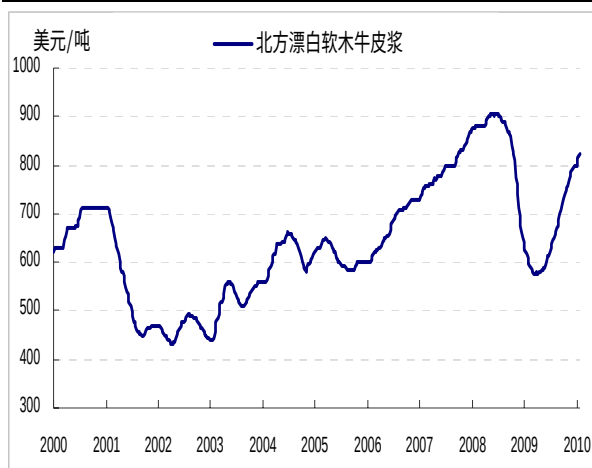
数据来源：BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 20 国外主要纸产品价格



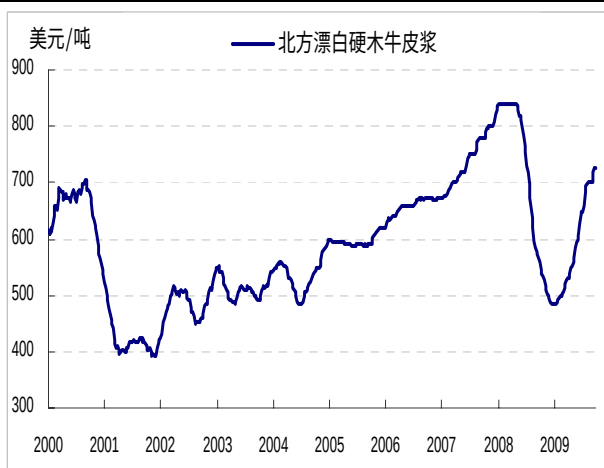
数据来源：BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 21 国外主要纸浆价格



数据来源：BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 22 国外主要纸浆价格



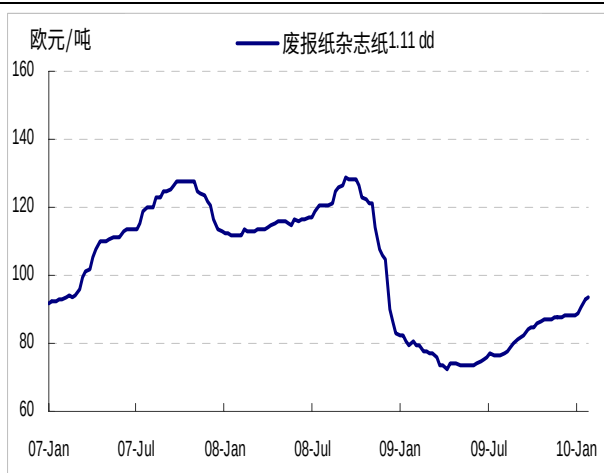
数据来源：BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 23 国外主要废纸价格



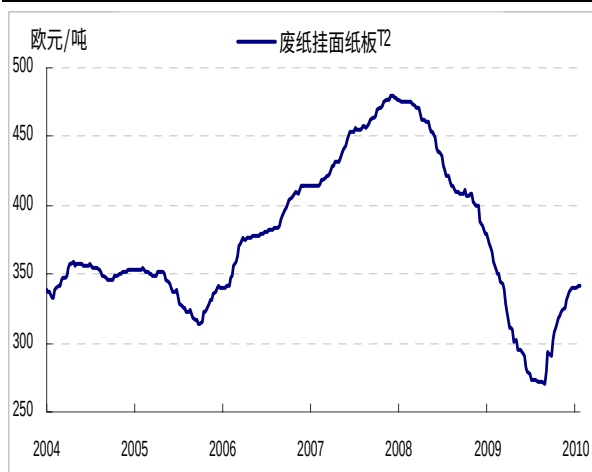
数据来源：BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 24 国外主要废纸价格



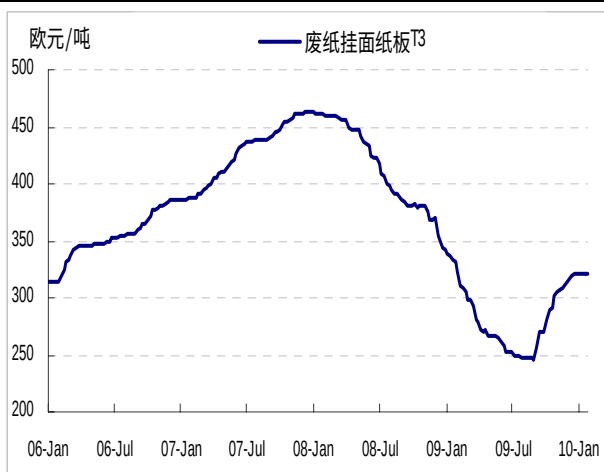
数据来源：BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 25 国外主要废纸价格



数据来源：BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 26 国外主要废纸价格



数据来源：BLOOMBERG 安信证券研究中心

行业重点公司财务和估值汇总表

日期： 2010-02-01

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E		
纸制品														
600308	华泰股份	增持-A	增持-A	0.56	0.68	0.87	26	21	17	9.8%	9.0%	11.0%	14.60	15.00
600963	岳阳纸业	买入-A	买入-A	0.42	0.69	0.80	25	15	13	7.0%	10.0%	10.0%	10.35	10.50
000488	晨鸣纸业	增持-A	买入-B	0.52	0.36	0.53	15	22	15	8.8%	6.0%	8.0%	8.08	10.60
002014	永新股份	增持-A	买入-B	0.49	0.69	0.90	34	24	19	11.1%	15.0%	17.0%	16.81	21.00
002228	合兴包装	增持-B	增持-B	0.27	0.35	0.57	52	40	25	13.0%	14.0%	18.0%	14.05	14.25
600210	紫江企业	增持-A	增持-A	0.13	0.44	0.53	54	16	13	6.9%	21.0%	23.0%	6.92	9.00
002117	东港股份	增持-A	增持-A	0.54	0.70	0.84	44	34	28	11.2%	14.0%	15.0%	23.66	21.00
002103	广博股份	增持-A	增持-A	0.31	0.35	0.45	31	27	21	10.4%	11.0%	13.0%	9.36	8.30
002229	鸿博股份	增持-B	增持-B	0.30	0.65	0.80	53	24	20	9.2%	11.0%	12.0%	15.89	24.00
000812	陕西金叶	增持-A	增持-A	0.05	0.14	0.26	127	46	25	3.7%	9.0%	15.0%	6.48	6.63
002191	劲嘉股份	买入-B	买入-B	0.35	0.51	0.65	38	26	20	12.9%	15.0%	17.0%	13.32	18.20

作者简介

郭振举，北大金融学硕士，经济学博士，证券从业经历 6 年。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

马正南

010-66581668

王远洋

0755-82558087

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034