

纸品价格节后 will 维持涨势

——贸易商研讨会系列之三



行业评级 看好 中性 看淡 (维持)
报告日期 2010 年 2 月 9 日

郑 恺 造纸、轻工行业高级分析师
63325888×6079
zhengkai@orientsec.com.cn

事件：纸品贸易商沙龙

会议时间	2010 年 02 月 05 日
会议名称	纸品贸易商沙龙
会议内容	纸品行业近期动态及未来展望

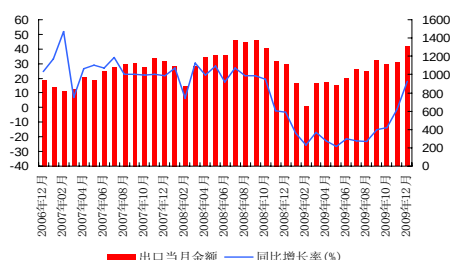
Seminar 内容：

我们此次会议邀请了上海地区纸品销售代理商代表，对几大类纸品的当前走势和未来展望展开讨论。我们就会议中的热点以及结论总结如下：

1 当前库存整体偏紧，向纸厂订货艰难，短期纸品仍供不应求

- 贸易商当前普遍面临的问题是库存较为紧张，基本在半个月左右。拿白卡纸来说，一个月公司的出货平均在 3000 吨左右，但目前公司库存可能仅为 700 吨，远不够安全库存的标准。尽管已经向纸厂订单催货，但进货进展缓慢，因此社会的低库存仍将维持一段时间。
- 纸厂大部分库存也不到一个月，这也是为何下游频频催货而迟迟没有供应的原因之一。
- 国内出口快速反弹带动的纸品间接出口也许是纸厂供应缺失的原因之一。贸易商认为 2 月份国内印厂已经进入淡季停工期，但国内纸品订货采购仍较为困难，这也许源自近期出口的快速反弹。自 2 月份年后，国内印厂的重新开工带来国内需求的释放，因此未来库存短缺将继续延续。

图 1 出口近期快速回升，引发纸品需求



资料来源：东方证券研究所

- 我们的观点：上一轮的 08 年纸价暴跌使得贸易商不敢轻易追涨，加上 60%需求主要来自印厂的商务需求，订单并不稳定，因此 09 年全年贸易商的库存都偏紧，我们认为库存的短缺导致供应商订货行为发生改变，基于补库和实际需求的消耗，对纸品的需求将被放大，短期纸品供不应求的状况将维持一段时间。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

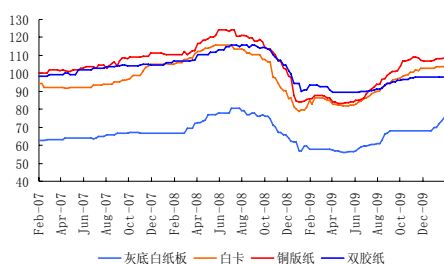
2 纸价年后仍将持续上行，至少 4 月前看不到纸价回落

- **由于整体库存偏少，贸易商看好纸价后市。**预计此轮涨价至少能够持续到 4 月份。无论什么品种价格上行都是一个大概率的事件，由于没有新增供应，低端纸价上涨幅度和概率更大。
- **当前价格的上涨有一定的需求基础，这是有别于 08 年上半年的特点。**从库存水平来看，和 2008 年二季度时涨价有本质区别，08 年中期后企业库存已经达到 2 个月左右，而贸易商库存甚至突破了 3 个月水平，当时对于纸价的炒作达到了一个高点，由于下游承接能力不强使得纸价崩盘，最多时候一天铜板纸价下滑 500 元/吨，目前来看，由于社会库存和纸厂库存都在低位，因此涨价有现实的需求作为支撑。
- **支撑此轮涨价的另一个因素在于成本的快速上行。**从今年 1 月开始，针叶浆和阔叶浆上涨了近 550 元，涨幅超过 9%，国际针叶木浆价格更达到 826 元/吨的水平，这也产生纸价后市上涨的预期。
- **我们的观点：09 年 9 月中旬**我们曾经调研过贸易商，彼时业内的观点基本上是库存也将持续维持在低位，但价格当时已经上涨了近 4 次，所以当时市场判断未来价格上涨动力明显不足，但这次最新的情况是大家注意到木浆、废纸等造纸原料成本有加快上升的趋势，因此，大部分贸易商都认为未来纸价有被成本推高的可能，看到了社会库存仍在低位的背景下，有动力去购买备库，这种集体一致性的微观行为也主动推高了市场价格。

3 纸品价格普遍逼近前期高点，中低端纸替代高端纸或成为潮流

- **当前大多数纸品价格已经达到或已接近历史最高价格，今后中低档产品替代高端产品的趋势较为明显。**贸易商认为年初到现在的价格已经接近了历史价格，未来在成本推高纸价的预期下，下游印厂有较为强烈的动机节约印刷成本，如采用灰底涂布白板替代白卡纸，轻涂纸替代铜版纸。
- **中低端纸可能供不应求，而中高端纸供大于求。**当前新建的大部分产能均为高端纸种，如 APP 和王子制纸的新铜板线，以及珠海华丰转产和博汇纸业的白卡线，在目前高价的基础上，这些新增的产能投产将带来高端纸种的供过于求；另一方面，由于前些年对低端纸种的投资较少，因此，随着一部分高端转中低端纸品的需求释放，中低端纸可能供不应求。

图 1 多数纸品价格已经接近前期高点



资料来源：东方证券研究所

- **我们的观点：**在《浆纸脱钩型企业盈利将下滑》报告中，我们已经提到目前行业的供需今年总体是高端纸过剩，如铜版纸，特别是在出口需求的下滑，以及国内产能的快速投放背景下，高端纸盈利并不看好，产能释放后，高端双胶纸，铜版纸等或将有一次洗牌的过程；但随着高端纸价格高高在上，中低端纸的价格优势将有所体现，今年中低端纸品价格或将供不应求。

4 对贸易商而言，市场占有率和稳健现金流最为关键

- 贸易商在市场中盈利模式有两种，一种是做定制化的服务，如及时配送业务，这类供应商毛利率一般较高；另一种供应商以争取销量为主，此外，还提供融资垫资服务，其毛利率一般较低，3~5%左右。

- 纸品贸易商除非纸价发生暴跌，一般遭受损失的可能不大，特别是经过 08 年后，贸易商基本与下游签订了一定的价格保护条款，因此除非为了囤积纸品投机，贸易商并不特别关注价格的走势，但其关注现金流情况，特别是当前银行放贷受限的关口，贸易商对现金流更加敏感；此外，保证现金流的前提下，各大贸易商希望能够尽量通过放宽帐期来提高市场占有率。

附录 1：2009~2010 年新增产能估算

2008-2010 年新增项目					
纸种	厂家	产能(万吨)	地点	开工时间	预计投产时间
铜版纸	APP	160	海南	2007.3	2010 年 4 月
	王子制纸	80	南通	2008 年 11 月	2010 年下半年
	晨鸣纸业	80	寿光		2011 年 1 季度
	华泰股份	70	东营	2008 年 11 月 8 日 奠基	2011 年上半年
白卡纸	斯道拉恩索(广西)林浆	45	广西	2008 年 11 月通过 环评	
	博汇	35	山东		2009 年底
	焦作瑞丰纸业	30	河南	2009	2011
	APP 金桂浆纸	60	海南		
文化纸	山东华泰纸业	20	山东		
		40	江门	2009 年 6 月动工	
	岳阳纸业	40	湖南	2007.11.13	2009 年 8 月
	福建南纸	18	福建		2009 年 12 月
	中冶银河纸业	20	山东	2007.8	2009 年 8 月
	太阳纸业	35		2009 年	2010 年
	斯道拉恩索(广西)林浆	45		2008 年 11 月通过 环评	
	广西华劲赣州纸业	8.5		2008 年 3 月	2009 年 10 月
		30	南宁		2010 年
	驻马店白云纸业	17		2008 年 4 月	2010 年
	河南鹤壁瑞洲纸业	30	鹤壁	2009 年 12 月	2011 年
	山东正大纸业	5			2009-5-投产
	广西永凯糖业	20		2009 年 1 月	
	南宁劲达兴纸业	20		2009 年 1 月	
	湖南沅江纸业	12		2009 年 4 月	
	晨鸣纸业	45	湛江	2009 年 10 月	2011 年 4 月
	河南一林纸业	10			2009 年年底试 机
	瑞通(江西)环保纸业	9.9		2009 年	2010 年

**箱板
纸**

永州湘江纸业	10	湖南	2007.5	
	45	天津		2009 年中
	35			2009 年中
玖龙纸业	45	东莞		2010 年底
	35			2010 年底
	45			2010 年底
	35	太仓		2010 年底
镇江金河纸业	60	镇江		2010
	42	越南		2010 年下半年
理文纸业	30	重庆		
景兴纸业	20	浙江		2009 年底
昌乐世纪阳光纸业	50	山东潍坊		计划 2009 年推迟
福建联盛纸业	30	福建		
东兴纸业（香河）	7			
河南商电铝业集团纸业项目	15			
河南银鸽纸业	20		2007.7 月	2008 年底
宿迁天成	11.5			
湘江纸业	10		2007.5	2008
江苏华兴纸业	40	张家港		2008 年底
森信纸业	10-15	南通		2009.4 推迟
河北永新	30			2009 年 4 月 22 日
鼎元（白山）实业	9	吉林白山	2007.4.26	2008.10
中山联兴造纸	20		2008	
淄博仁丰	20		2009 年 3 月底	2010
晨鸣纸业	60	寿光		2011

资料来源：东方证券研究所

图 1 国际国内造纸企业估值水平

Name	Price 2010-2-8	Market Cap (Million Dollars)	EPS08	EPS09	EPS10	PE08	PE09	PB09
中国大陆 蓝底为东方证券研究所覆盖								
晨鸣纸业	7.92	2,392.35	0.58	0.36	0.53	13.66	22.00	1.37
华泰股份	14.83	1,409.13	0.64	0.72	0.84	23.17	20.60	1.86
岳阳纸业	11.13	1,063.35	0.21	0.19	0.42	53.00	58.58	2.43
太阳纸业	18.18	1,337.98	0.44	0.87	0.80	41.32	20.90	3.23
博汇纸业	9.10	672.62	0.50	0.34	0.50	18.20	26.76	1.64
景兴纸业	7.42	426.08	(0.54)	0.07	0.39	-	106.00	1.71
恒丰纸业	12.24	346.05	0.33	0.40	0.50	37.09	30.60	2.14
劲嘉股份	13.51	1,270.55	0.52	0.47	0.65	25.98	25.49	4.80
大亚科技	10.88	840.72	0.38	0.46	0.62	28.63	23.65	2.89
上证综合当前估值						31.03		2.46
中国香港								
玖龙纸业	10.72	6362.46	0.38	0.15	0.19	71.47	56.42	2.78
晨鸣纸业 (H 股)	4.75	1,260.40	0.66	0.41	0.60	11.59	7.87	0.72
理文造纸	4.92	551.79	0.07	0.37	0.46	13.23	10.77	2.40
维达纸业	4.74	551.79	0.18	0.40	0.42	11.97	11.23	2.29
阳光纸业	2.92	153.07	0.16	0.21	0.30	13.90	9.73	0.86
恒生指数当前估值						19.89		1.86
北美								
International Paper	22.67	9,818.26	1.56	1.43	2.13	-	10.64	1.61
Kimberly-Clark	58.96	24,490.77	4.52	4.98	5.38	11.84	10.97	4.72
MeadWestvaco	23.04	3,943.04	1.30	1.11	1.38	20.85	16.66	1.18
Potlatch Corp	30.64	1,218.62	1.33	1.92	1.11	15.93	27.68	-
Weyerhaeuser	39.45	8,338.06	(2.58)	(0.67)	0.76	-	-	2.06
Temple-Inland	16.71	1,786.27	(0.08)	0.81	1.18	21	14.1	2.14
SINO-FOREST-CORP	18.39	4,452.75	1.25	1.37	1.61	12.50	10.69	1.83
WEST FRASER TIMB	31.94	1,367.54	(3.20)	(3.20)	(0.98)	-	-	0.83
标准普尔 500 当前估值						18.34		2.11
欧洲								
Stora Enso	4.28	3,586.49	(1.12)	0.20	0.36	-	11.76	0.66
UPM-Kymmene	7.54	3,920.57	0.33	0.24	0.58	-	12.96	0.60
HOLMEN AB-B SHS	179.00	1,528.45	12.00	6.92	10.31	25.86	17.37	0.91
LUNDBERGS AB-B	333.00	2,069.45	(36.19)	31.01	19.57	10.74	17.02	0.85
PORTUCEL EMPRESA	1.84	1,409.90	0.14	0.14	0.20	12.85	9.42	1.12
MONDI PLC	339.10	1,765.14	(0.42)	0.15	0.20	25.68	19.59	0.85
Smurfit Kappa	6.46	1,408.50		0.17	0.61	38.45	10.61	-
英国富时当前估值						38.03		1.83
南美								
CMPC	21,664.00	8,270.48	1.22	0.85	1.85	46.32	21.26	1.25
Suzano	19.05	5,877.22	(1.47)	2.89	1.63	-	11.68	1.30
巴西圣保罗估值						19.31		1.92
日本								
Nippon Unipac	2392.00	2,780.82	(208.60)	195.52	147.99	-	16.16	0.63
Oji Paper	393.00	4,183.02	(6.40)	23.05	31.21	-	12.59	0.89
Daio Paper	723.00	932.81	0.95	35.50	48.43	20.37	14.93	0.81
日经 225 当前估值						#N/A N/A		1.34
中国台湾								
中华纸浆	13.25	247.17	0.18	(0.89)	0.84	-	-	0.94
正隆	11.10	357.10	0.09	1.02	1.15	10.85	9.62	0.73
台湾市场平均估值						93.62		1.77
非洲								
MONDI LTD	4286.00		(0.42)	0.15	0.20	26.80	20.44	0.88
SAPPI LTD	3050.00		(0.37)	(0.03)	0.35	-	-	-
海湾合作委员会 200 指数						20.53		1.62

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

郑 恺：造纸、轻工行业高级分析师

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn