



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态

2010 年 2 月 26 日

造纸包装

研究部

罗炜

分析员

luowei@cicc.com.cn

关雪

联系人

guanxue@cicc.com.cn

纸及纸浆价格继续上行，包装纸类继续领跑

行业近况：

上周纸及纸浆价格继续上涨。美废价格 250 美元/吨，日废 221 美元/吨，周环比均有较大幅度上涨。纸价方面，白板纸和白卡纸周环比上涨 6.5% 和 3.5%，上涨幅度高于文化纸类。箱板纸和瓦楞纸价格月环比上涨 13-15%。包装纸及废纸价格目前仍处于上升通道，距离 2008 年高点还有 10% 的距离。

近期主要包装纸企业聚首交流市场情况，在综合考虑市场和成本的变化趋势后，认为箱板/瓦楞纸价格在三月份需要进行提价，幅度 200 元左右。当前，市场整体还没有恢复正常，下游纸箱厂业务春节后才启动，因此纸厂的发货量还没有上来。预计 1—2 个星期后，纸厂发货量将恢复正常。

景兴纸业在春节期间没有停机，目前成品库存 20 多天，高于正常水平（10 天左右）。从昨天开始，公司每日发货量和产量基本平衡。公司预计从现在开始发货量将逐日提升，一个星期后，库位将下降至正常水平并且三月份将实施提价。

评论：

我们认为，纸及原料价格在上半年仍处于上升通道，价格达到 08 年高点的可能性比较大。由于今年包装纸行业供需情况较好，包装纸企业上半年盈利能力将维持高位。我们维持看好上半年包装纸行业的判断。

纸及纸浆价格的快速上涨也在积累风险，我们认为最大的风险来自于出口需求的反复。如果下半年出口需求环比上半年出现比较明显的下降，企业盈利能力将受到不利影响。

估值与建议：

A 股推荐景兴纸业，3 月份邮政箱订单将成为股价进一步上涨的催化剂。H 股玖龙纸业和理文造纸在前期调整后，风险得到释放。维持 HK\$13 和 HK\$5.4 的目标价，对应 2011 财年 16x 和 14x 市盈率。玖龙纸业将在 3 月底公布 2010 财年半年报（06/09-12/09），我们预计半年报业绩符合预期的可能性比较大。

风险提示：

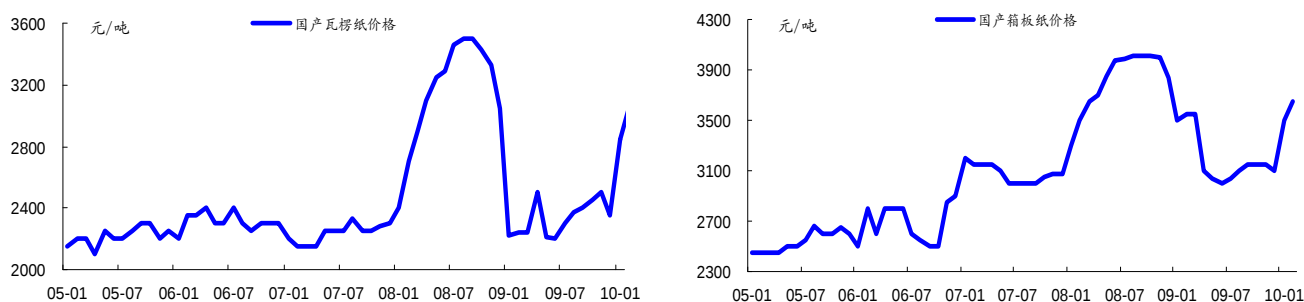
我们认为最大的风险来自于出口需求的反复。原材料成本过快上涨，纸厂毛利率受到挤压。

图表 1：原料及纸张价格涨跌速览

(元/吨)		最新价格	上周价格	涨跌幅度	上月同期价格	涨跌幅度	3个月前价格	涨跌幅度	去年同期价格	涨跌幅度	距最低点反弹幅度
按周更新价格数据：最近一期日期为2010-02-24											
原材料	纸浆	6321	6192	↑ 2.1%	5771	↑ 9.5%	5277	↑ 19.8%	3762	↑ 68.0%	↑ 68.0%
	废纸 (美元/吨)	228	216	↑ 5.8%	220	↑ 3.6%	181	↑ 26.4%	120	↑ 90.8%	↑ 123.2%
	美废 (美元/吨)	250	239	↑ 4.4%	236	↑ 5.9%	195	↑ 28.2%	133	↑ 88.0%	↑ 115.8%
	欧废 (美元/吨)	207	195	↑ 6.2%	204	↑ 1.4%	168	↑ 23.7%	102	↑ 103.6%	↑ 144.0%
	日废 (美元/吨)	221	202	↑ 9.5%	217	↑ 1.7%	174	↑ 26.9%	128	↑ 72.5%	↑ 122.7%
纸种	白板纸	5046	4737	↑ 6.5%	4610	↑ 9.5%	4235	↑ 19.1%	3619	↑ 39.4%	↑ 43.0%
	白卡纸	7080	6843	↑ 3.5%	6840	↑ 3.5%	6746	↑ 5.0%	5793	↑ 22.2%	↑ 24.7%
	铜版纸	6875	6803	↑ 1.1%	6772	↑ 1.5%	6804	↑ 1.0%	5574	↑ 23.3%	↑ 29.2%
	双胶纸	6180	6060	↑ 2.0%	6060	↑ 2.0%	6057	↑ 2.0%	5872	↑ 5.2%	↑ 9.2%
按月更新价格数据：最近一期日期为2010-02-24											
纸种	牛皮纸	6337			6337	-	6337	-	6250	↑ 1.4%	↑ 26.7%
	玖龙A级高级瓦楞纸	3350			2950	↑ 13.6%	2700	↑ 24.1%	2422	↑ 38.3%	↑ 59.5%
	玖龙B级高级瓦楞纸	3200			2800	↑ 14.3%	2500	↑ 28.0%	2122	↑ 50.8%	↑ 68.4%
	玖龙C级高级瓦楞纸	3125			2725	↑ 14.7%	2425	↑ 28.9%	1997	↑ 56.5%	↑ 73.9%
	玖龙海龙牛皮箱板纸	4375			3875	↑ 12.9%	3525	↑ 24.1%	2945	↑ 48.6%	↑ 71.6%
	玖龙地龙牛皮箱板纸	4225			3725	↑ 13.4%	3375	↑ 25.2%	2795	↑ 51.2%	↑ 76.0%
	玖龙再生牛皮箱板纸	4025			3525	↑ 14.2%	3175	↑ 26.8%	2795	↑ 44.0%	↑ 83.0%
	华泰新闻纸	4850			4850	-	4650	↑ 4.3%	4500	↑ 7.8%	↑ 10.2%
	岳阳新闻纸	4650			4650	-	4450	↑ 4.5%	4400	↑ 5.7%	↑ 10.7%

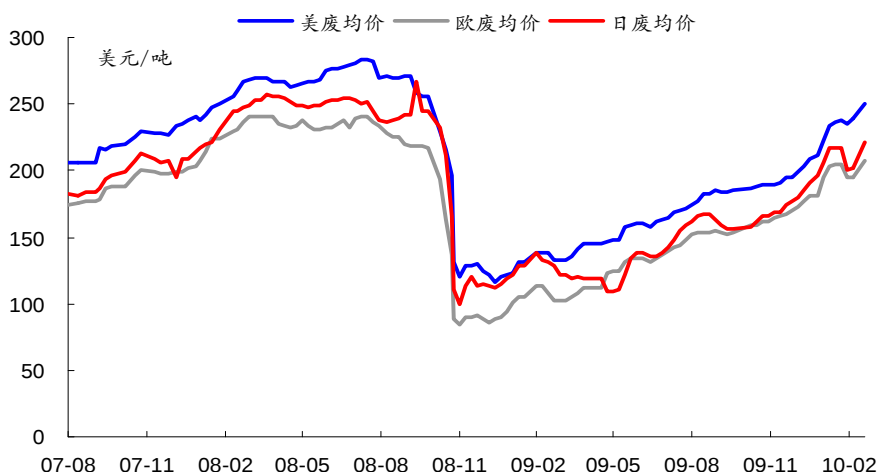
资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表 2：国产瓦楞纸及箱板纸价格走势（中国纸网最新数据还没有公布）



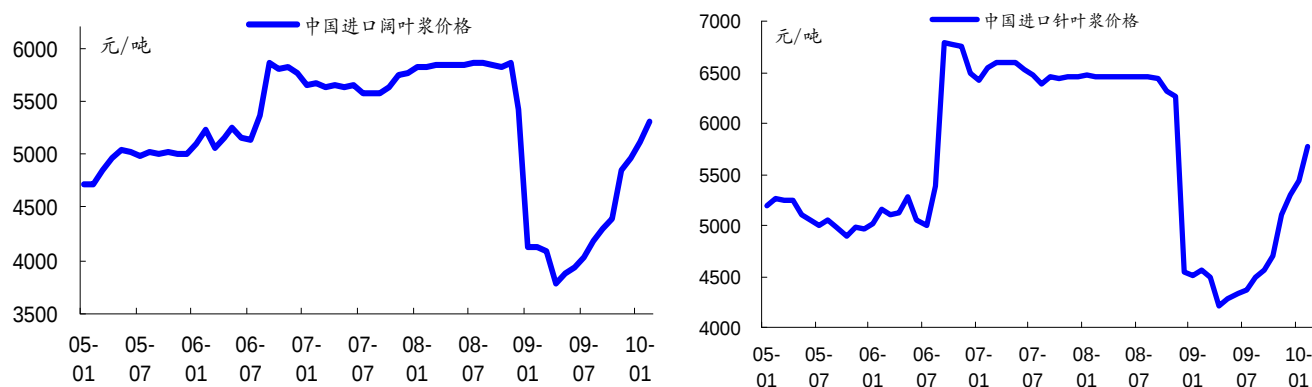
资料来源：中国纸网，中金公司研究部

图表 3：进口废纸价格走势



资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表 4: 进口纸浆价格走势



资料来源: 中国纸网, 中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值

公司	交易货币	股价	市盈率				市净率				EV/EBITDA			
		2010-2-25	08	09E	10E	11E	08	09E	10E	11E	08	09E	10E	11E
A股市场														
华泰股份	CNY	16.44	24.7	27.7	20.4	16.8	2.4	2.6	1.8	1.7	11.1	13.1	10.3	12.4
晨鸣纸业	CNY	8.33	16.0	19.1	13.2	11.6	1.4	1.3	1.2	1.1	9.3	7.6	7.7	6.2
太阳纸业	CNY	19.83	43.1	21.1	16.7	14.3	3.8	3.3	2.8	2.3	18.4	12.6	10.8	9.5
岳阳纸业	CNY	10.66	50.8	64.5	33.4	23.6	2.4	2.3	2.1	2.0	22.5	18.6	14.5	11.9
博汇纸业	CNY	9.52	18.9	24.1	12.9	11.7	1.9	1.8	1.6	1.4	6.4	8.3	5.8	5.3
景兴纸业	CNY	7.90	n.a.	98.8	15.8	13.2	1.8	1.8	1.6	1.4	231.6	15.9	14.7	14.0
山鹰纸业	CNY	7.07	707.0	55.8	30.8	27.8	2.3	2.2	2.1	2.0	18.3	n.a.	n.a.	n.a.
银鸽投资	CNY	8.54	106.8	91.8	45.8	30.3	3.6	n.a.	n.a.	n.a.	27.5	n.a.	n.a.	n.a.
平均值			138.2	50.3	23.6	18.7	2.5	2.2	1.9	1.7	43.1	12.7	10.6	9.9
中间值			43.1	41.7	18.6	15.5	2.4	2.2	1.8	1.7	18.4	12.8	10.5	10.7
B股市场														
晨鸣B	HKD	5.60	9.5	11.3	7.7	6.4	0.8	0.8	0.7	0.7	6.4	6.8	5.5	5.7
香港市场														
玖龙纸业	HKD	11.22	23.7	27.4	17.3	13.3	3.4	3.1	2.3	1.9	20.0	17.8	12.6	9.7
理文造纸	HKD	5.10	16.1	76.8	14.7	13.2	2.9	2.7	2.4	2.1	16.0	30.6	11.8	10.6
晨鸣纸业	HKD	4.94	8.3	10.0	6.8	5.6	0.7	0.7	0.6	0.6	6.0	6.4	5.1	5.4
阳光纸业	HKD	2.99	16.7	25.1	16.1	6.5	0.9	0.9	0.8	0.7	13.0	11.6	10.2	7.7
群星纸业	HKD	3.01	7.2	8.5	6.1	6.0	1.2	n.a.	n.a.	n.a.	3.5	n.a.	n.a.	n.a.
维达国际	HKD	4.92	26.7	12.1	11.3	9.8	2.6	2.2	1.9	1.7	14.8	8.2	7.3	6.2
平均值			16.4	26.6	12.1	9.1	1.9	1.9	1.6	1.4	12.2	14.9	9.4	7.9
中间值			16.4	18.6	13.0	6.5	1.9	2.2	1.9	1.2	13.9	11.6	10.2	7.0
台湾市场														
Yuen Foong Yu	TWD	12.10	n.a.	13.4	13.8	7.8	1.1	n.a.	n.a.	n.a.	323.8	n.a.	n.a.	n.a.
美国市场														
Intl.Paper	USD	23.90	n.a.	16.8	11.3	9.9	2.5	1.5	1.4	1.3	6.6	5.9	5.2	5.0
Kimberly-Clark	USD	60.30	14.9	12.1	11.2	10.4	6.4	4.2	3.9	3.6	9.4	7.9	7.5	7.4
MeadWestvaco	USD	23.59	45.4	21.4	17.2	17.5	1.4	1.2	1.2	1.2	7.4	6.1	5.9	5.8
Pottlatch Corp	USD	32.65	24.5	27.3	20.9	16.3	6.5	5.4	5.8	5.5	18.6	16.2	13.2	12.3
Boise Cascade	USD	15.86	n.a.	29.6	18.4	16.4	4.9	2.5	2.2	2.4	8.8	12.2	10.3	9.6
Weyerhaeuser	USD	42.04	n.a.	n.a.	56.7	24.4	1.8	2.3	2.3	2.2	121.8	19.8	12.5	8.4
Temple-Inland	USD	18.32	n.a.	18.1	11.8	12.4	2.5	2.1	1.9	2.2	9.6	6.6	5.2	5.4
平均值			28.3	20.9	21.1	15.3	3.7	2.8	2.7	2.6	26.0	10.7	8.6	7.7
中间值			24.5	19.8	17.2	16.3	2.5	2.3	2.2	2.2	9.4	7.9	7.5	7.4
日本市场														
Nippon Unipac	JPY	2,286.00	n.a.	11.4	15.6	12.6	0.6	0.6	0.6	0.6	9.5	8.6	8.8	8.6
Oji Paper	JPY	381.00	n.a.	15.8	13.5	10.5	0.9	0.9	0.8	0.8	9.2	7.9	7.9	7.7
平均值			n.a.	13.6	14.6	11.6	0.8	0.7	0.7	0.7	9.4	8.3	8.3	8.18
中间值			n.a.	13.6	14.6	11.6	0.8	0.7	0.7	0.7	9.4	8.3	8.3	8.18
欧洲市场														
SCA	SEK	105.80	13.3	11.9	10.8	9.7	1.1	1.1	1.0	1.0	7.8	6.8	6.4	6.1
M-real	EUR	1.76	n.a.	n.a.	27.1	8.3	0.4	0.6	0.6	0.6	3.6	7.6	6.4	5.5
Stora Enso	EUR	4.61	n.a.	22.8	12.7	9.0	0.7	0.7	0.7	0.7	9.5	8.6	6.9	5.8
UPM-Kymmene	EUR	7.89	n.a.	32.9	13.9	9.5	0.7	0.6	0.6	0.6	7.3	7.7	6.2	5.4
平均值			13.3	22.5	16.1	9.1	0.7	0.8	0.7	0.7	7.1	7.7	6.5	5.71
中间值			13.3	22.7	13.9	9.1	0.7	0.7	0.7	0.7	7.3	7.7	6.4	5.71
其他市场														
CMPC	CLP	23,125.00	35.7	51.5	23.6	19.1	1.4	1.3	1.2	1.1	13.9	17.1	11.7	10.7
林业公司														
吉林森工	CNY	9.70	74.6	159.0	74.2	51.1	2.3	2.2	2.1	2.1	17.3	n.a.	n.a.	n.a.
永安林业	CNY	9.62	481.0	407.6	142.1	75.3	5.2	n.a.	n.a.	n.a.	37.1	43.1	32.9	27.3
景谷林业	CNY	9.95	142.1	n.a.	n.a.	n.a.	3.3	n.a.	n.a.	n.a.	37.6	n.a.	n.a.	n.a.
平均值			232.6	283.3	108.2	63.2	3.6	2.2	2.1	2.1	30.7	43.1	32.9	27.3
中间值			142.1	283.3	108.2	63.2	3.3	2.2	2.1	2.1	37.1	43.1	32.9	27.3
林纸一体化														
福建南纸	CNY	5.77	1,154.0	n.a.	n.a.	n.a.	1.9	n.a.	n.a.	n.a.	28.2	n.a.	n.a.	n.a.
岳阳纸业	CNY	10.66	50.8	64.5	33.4	23.6	2.4	2.3	2.1	2.0	22.2	18.6	14.5	11.9
平均值			602.4	64.5	33.4	23.6	2.1	2.3	2.1	2.0	25.2	18.6	14.5	11.9
中间值			602.4	64.5	33.4	23.6	2.1	2.3	2.1	2.0	25.2	18.6	14.5	11.9
全球平均值(不含中国)														
			133.4	48.9	25.0	16.6	2.3	1.9	1.7	1.7	30.1	13.1	9.9	8.7
			25.6	22.1	15.2	11.5	1.9	1.5	1.4	1.3	11.3	8.6	7.9	7.7

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸写字楼2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。