

2010 年 03 月 03 日

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	1582.05
沪深 300 指数	3335.08
上证指数	3097.01
深证成指	12612.69
中小板指数	6049.38


相关报告

- 1 《供需皆好转,看好箱板纸子行业》, 2010.1.18
- 2 《寻找确定性》, 2009.11.18

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)

造纸行业研究简报

——美国对铜版纸反补贴初裁点评

减持

持有

增持

事件

- 2010 年 3 月 2 日, 美国商务部公布了进口自中国和印度尼西亚的铜版纸反补贴调查初裁, 具体的反补贴税率: 太阳纸业为 3.92%, 金东纸业、金华盛等为 12.83%; 印度尼西亚 Tjiwi Kimia 和 Indah Kiat 等企业的反补贴税率为 17.48%。
 - ◆ 美国商务部认为中国企业有享受优惠贷款、优惠税收, 以及通过税收抵免购买国产设备和进口设备等补贴; 认为印度尼西亚企业享受低价木材资源、债务减免以及政府补贴。
- “双反”回顾: 2009 年 9 月 24 日, 美国三家造纸公司和美国联合钢铁工人工会对中国和印度尼西亚就铜版纸提起了反倾销案, 并向美国商务部提交了申诉书; 11 月 6 日, 美国国际贸易委员会初步裁定, 对从中国进口的铜版纸征收双反 (反倾销和反补贴) 关税; 2010 年 3 月 2 日, 反补贴税初裁公布, 反倾销调查结果也将于近期公布, 双反终裁预计在下半年确定。

我们的观点

- 我国铜版纸遭遇“双反”主要是由于出口量较大。
 - ◆ 2005 年国内铜版纸产能大规模释放后铜版纸出口迅速增加, 2008 年我国铜版纸出口 97 万吨, 占当年全部产量的 21%; 2009 年全年共出口铜版纸约 130 万吨, 占铜版纸产量的 25% 左右。
 - ◆ 由于涂布量较大, 成本具有优势, 我国铜版纸出口存在自身的优势。
- 2009 年我国对美出口的铜版纸约为 20 万吨, 在出口总量中的比重在 15% 左右 (总产量的 4% 左右), 虽然绝对量并不是很大, 但是出口市场的压缩会加大国内市场供需压力, 毕竟国内铜版纸需要大量的出口消化, 而且未来的两年国内铜版纸产能释放较大。(今年 2 月中旬, 欧盟委员会在《欧盟官方公报》中发布公告, 正式对我国出口欧盟的铜版纸发起反倾销调查)
- 对比目前国内的铜版纸价格与 Foex 铜版纸指数, 价差仅仅 200 元人民币左右, 考虑运费, 我们原先的出口盈利一定低于内销, 出口主要是为了减缓国内销售的压力, 此次反补贴后会导致出口欲望的下降。我们还需要关注未来反倾销的税率来判断对出口的影响程度。
- 铜版纸行业隐忧逐渐加大, 市场竞争将更为激烈。
 - ◆ 行业供给增速加快: 预计 2010-2011 年, 我国铜版纸新增产能分别为 100 万、120 万吨左右, 产能增速在 20% 附近。
 - ◆ 国内需求平稳增加: 近年来, 我国铜版纸消费需求增速呈现出较为平稳的态势, 2006-2008 年的国内消费增速分别为 14.88%、10.54% 和

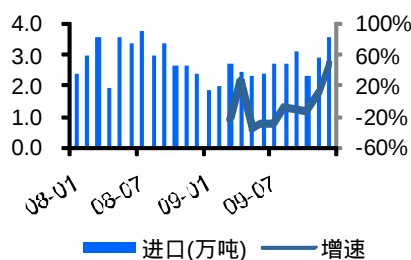
9.26%，预计在未来一段时间，我国铜版纸消费增速仍将维持在 10% 附近。

- ◆ 在全球贸易摩擦加剧的大背景之下，国内铜版纸出口快速增加的趋势或将难以延续，这将加大铜版纸产能扩张的压力。

铜版纸出口比重较大

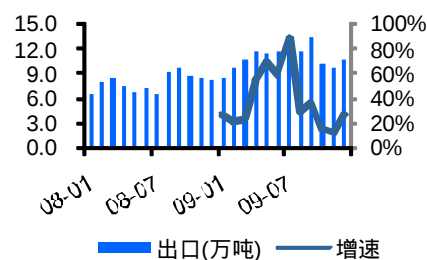
- 2009 年，我国铜版纸出口快速上升，全年共出口铜版纸约 130 万吨（占铜版纸产量的 25%左右），同比增幅为 37%；进口约 32 万吨，同比下降 11%左右，净出口接近 100 万吨。
- ◆ 2009 年我国对美出口的铜版纸约为 20 万吨，在出口总量中的比重为 15%左右（总产量的 4%），虽然遭受到双反的绝对量并不大，但是在国内产能大规模释放的背景下会加大产能压力。

图表 1：铜版纸进口量及增速



来源：国金证券研究所

图表 2：铜版纸出口量及增速



出口受限加大产能释放的压力

- 行业供给增速加快
- ◆ 我们预计 2010-2011 年我国铜版纸新增产能分别为 100 万、120 万吨左右，产能增速在 20%附近。

图表3：铜版纸新建项目（万吨）

新建项目	产能	投产说明
金东（海南金海一期）	60	预计2010年第二季度投产
王子（南通一期）	40	两期：一期40万吨，外购木浆，二期将自建浆线
金东（海南金海二期）	80	原定2010年以后，因经济危机，设备已经退了
晨鸣	80	计划2011年5月投产
华泰	40	2009年3月定的设备，预计2010年年底投产

来源：国金证券研究所 海南金海一期产品可以调整

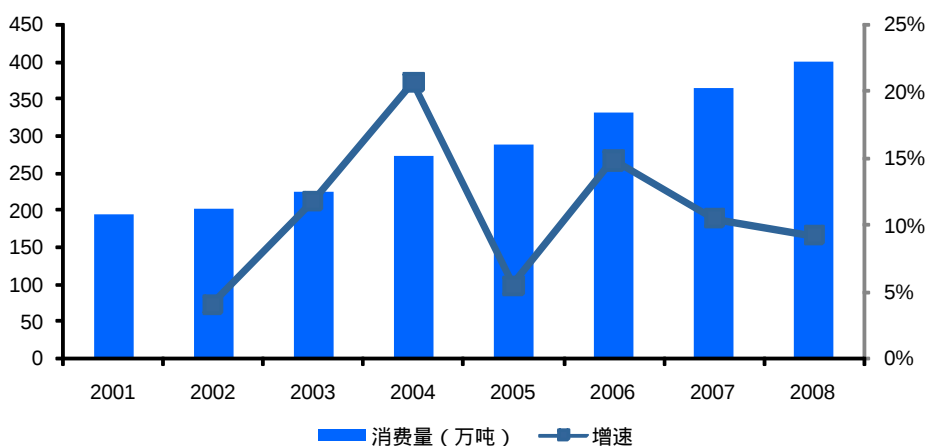
图表4：铜版纸整体产能情况（万吨）

	2007	2008	2009	2010E	2011E
金东	200	200	200	260	260
紫兴	40	40	40	40	40
晨鸣	40	60	60	60	140
太阳	45	45	45	45	45
泉林	40	40	40	40	40
大宇	14	14	14	14	14
其他	86	86	86	86	86
王子				40	40
华泰					40
合计	465	485	485	585	705

来源：国金证券研究所 我们假设海南金海一期生产铜版纸

- 国内消费增速较为平稳
- ◆ 近年来，我国铜版纸消费需求增速呈现出较为平稳的态势，2006-2008 年的国内消费增速分布为 14.88%、10.54%和 9.26%，预计未来一段时间，我国铜版纸消费增速仍将维持在 10%附近。

图表5：我国2001-2008年铜版纸消费量及增速

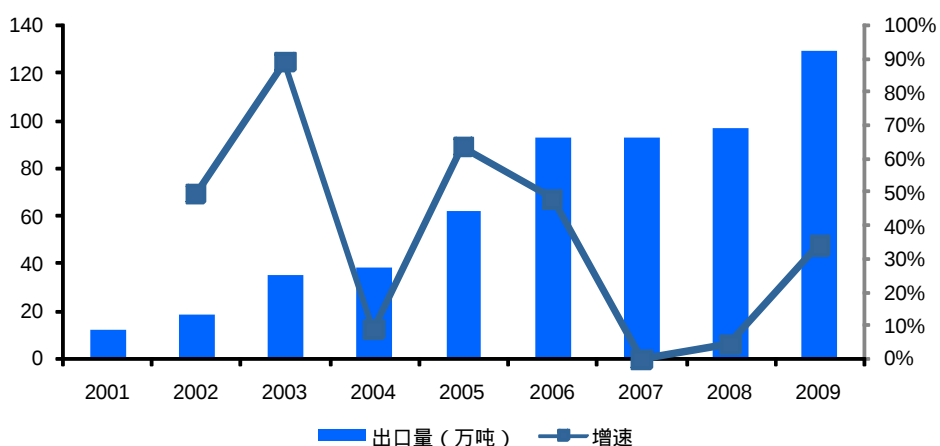


来源：国金证券研究所

■ 出口快速增加或将难以持续

- ◆ 2001年以来，我国铜版纸出口逐年递增，在2005年首次成为净出口国（2005-2008年净出口量分别为11万吨、48万吨、53万吨和59万吨，2009年更是猛增至100万吨）。我们认为，在全球贸易摩擦加剧的大背景之下，铜版纸出口快速增加的趋势或将难以延续。

图表6：我国2001-2009年铜版纸出口量及增速



来源：国金证券研究所

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。

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。