

紧跟成本战略和消费者溢价

——2010 年一季报前瞻

研究结论

- **紧随成本战略和消费者溢价公司。**我们认为 09 年上半年成本上行是趋势性的事件，目前经营各项成本都有所上升，因此，我们前期提出配置具有成本战略的公司，这类公司拥有原材料资源，受益于成本上行；此外，经营处于消费终端，拥有的特色产品或经营模式能够通过涨价来转移自身成本压力，具有“消费者溢价”的公司也是我们追逐的目标。从一季度基本面观察，我们预计这类公司能取得令人满意的经营效益，环比去年 4 季度，均能录得增长。这类公司有威华股份 (0.30)，兔宝宝 (0.04, 60%)，劲嘉股份 (0.20, 25%)，凯恩股份 (0.08, 14%) 以及大亚科技 (0.25, 140%)。这类公司具备产业链一体化优势，或者具有定价权，能够平抑成本的上涨。
- **智利强震导致成本超预期上升，继续涨价动力不足。**智利强震影响了全球 8% 的商品浆供应和国内 14% 的木浆进口，短期的供应冲击引发浆价出现 750 元和 18% 的涨幅，但我们认为此次事件后，木浆成本未来走势逐步趋于缓和，继续上涨的动力不足。成本高位维持主要源自当前国内外纸品产量的进一步恢复，产能利用率的回升带来企业对于木浆、废纸资源的需求，而木浆继续上涨没有下游盈利的支撑，当前浆价飙升吞噬了大部分纸品的盈利，浆纸溢价也已经到了历史低点，再观之国际木浆库存恢复到了 30 天的历史均值也将抑制木浆继续涨价。
- **纸行业盈利下滑和集中度提升是大概率事件。**我们认为未来盈利下滑是大概率事件。尽管年后纸品价格有一定程度的上扬，但鉴于 1~3 月木浆成本的超预期上升，当前估算大多数纸品盈利均处于微利状态，即便未来纸价能够再次提升，也不能回到去年三季度盈利水平，因此我们预计未来两个季度可以观察到企业盈利的逐季回落，这是我们之前的报告中一直坚持的观点；此外，另一个可能出现的后果是行业集中度的快速提升，如此高的浆价将挤出大部分中小造纸产能，尤其是以采购国内现货浆为主的企业产能，这有利于行业长期发展。
- **维持行业中性评级，继续推荐优势公司。**我们继续维持行业中性评级，纸品盈利未来两个季度展望向坏，但整个轻工行业中，我们认为仍有具备很好配置价值的公司，我们继续推荐具有成本战略公司，如威华股份，公司具有 66 万亩自有林地；此外，我们也推荐大亚科技、兔宝宝、美盈森和凯恩股份，我们预计这类公司一季度盈利处于环比上升通道，而其具有的“消费者溢价”能够使得公司在成本持续上升中转移自身压力，维护自身盈利水平。



东方证券
ORIENT SECURITIES

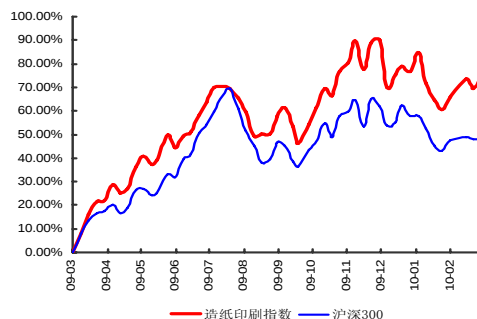
郑 恺

造纸、轻工行业高级分析师

8621-63325888 × 6079

zhengkai@orientsec.com.cn

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	造纸轻工
报告日期	2010 年 3 月 15 日
行业表现	



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-1.6%	-4.5%	34.7%
相对表现 (%)	-0.1%	5.1%	11.4%

资料来源: WIND

重点公司盈利预测及投资评级					
	EPS08A	EPS09E	EPS10E	股价	评级
博汇纸业	0.50	0.37	0.50	9.67	增持
兔宝宝	0.15	0.12	0.23	8.87	买入
劲嘉股份	0.52	0.47	0.65	13.99	增持
太阳纸业	0.46	0.94	1.30	18.81	增持
威华股份	0.25	-0.13	0.57	10.97	买入
美盈森	0.76	0.75	0.76	30.59	增持
大亚科技	0.38	0.35	0.76	10.46	增持
科冕木业	0.45	0.28	0.39	17.42	增持
升达林业	0.12	0.05	0.26	9.27	增持
凯恩股份	0.11	0.32	0.43	10.58	增持

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关研究报告	
坚定看好行业趋势, 暴跌是买入机会	7 月 29 日
投资风格应有变换, 偏向浆纸一体化企业	8 月 21 日
浆价步入上升通道, 投资浆纸一体化	9 月 4 日
浆纸脱钩型企业盈利将下滑	9 月 22 日
小行业要有大战略	2 月 5 日

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。

目 录

一 季报前瞻：有成本战略和消费者溢价企业依然维持增长	3
二 成本超预期提升，行业基本面开始下行	3
2.1 智利强震引发浆价陡升，未来趋向平稳	3
2.2 纸品产量继续回升，出口大幅增长	4
2.3 结论：纸价涨幅小于浆价，未来盈利下滑是趋势	5
三 国际市场继续趋暖	6
3.1 美、日产能利用率继续恢复	6
3.2 浆纸溢价表明未来浆价涨势趋平	6
四 国内外企业估值	7
4.1 国内行业估值水平位于均值水平	7
4.2 国内、国际公司估值表	7
分析师承诺	9
投资评级说明	9

一 季报前瞻：有成本战略和消费者溢价企业依然维持增长

我们在前期《小行业要有大战略》报告中，针对我们覆盖的上市公司进行了梳理，我们提出需要关注两类公司，具有成本战略的企业和消费者溢价的企业，这两类公司能够在成本上涨的背景下获得稳定的发展机遇。

从一季度的基本面情况来看，我们认为这样的策略是有效的，环比去年 4 季度，预计能取得增长的公司有威华股份（0.30），岳阳纸业（0.08，33%），兔宝宝（0.04，60%），劲嘉股份（0.20，25%），凯恩股份（0.08，14%）以及大亚科技（0.25，140%）。这类公司基本都能取得定价权，或者具备产业链一体化优势，能够平抑价格的上涨。

表 1 一季度业绩前瞻，有成本战略和消费者溢价的公司依然维持增长

	股价	EPS08A	东方证券预测				市场一致预期		东方证券预测		市场一致预期	
			EPS-1Q	Q1 环比 增长%	EPS09E	EPS10E	EPS09E	EPS10E	PE09	PE10	PE09	PE10
晨鸣纸业	8.29	0.57	0.10	-23.1%	0.36	0.53	0.39	0.52	23.03	15.64	21.40	15.85
华泰股份	16.70	0.67	0.09	-	1.72	0.84	0.86	0.81	9.71	19.88	19.38	20.62
景兴纸业	7.93	-0.53	0.06	50.0%	0.08	0.39	0.07	0.29	99.13	20.33	112.48	26.89
博汇纸业	9.68	0.50	0.08	-27.3%	0.37	0.50	0.40	0.61	28.47	19.36	24.43	15.89
岳阳纸业	10.53	0.21	0.08	33.3%	0.16	0.38	0.16	0.31	65.81	27.71	64.52	34.30
兔宝宝	8.86	0.15	0.04	60.0%	0.12	0.23	0.12	0.23	73.83	38.52	70.94	38.07
劲嘉股份	14.52	0.52	0.20	25.0%	0.47	0.65	0.52	0.65	30.89	22.34	28.13	22.18
太阳纸业	19.16	0.46	0.28	-6.7%	0.94	1.30	0.92	1.20	20.38	14.74	20.79	15.99
威华股份	11.41	0.25	0.30	-	-0.16	0.57	-0.01	0.30	-87.77	20.02	-815.00	38.60
美盈森	30.17	0.76	0.20	-9.1%	0.75	0.76	0.71	0.95	39.70	23.21	42.24	31.76
大亚科技	10.99	0.38	0.25	140.4%	0.35	0.76	0.42	0.62	31.40	14.46	26.17	17.83
凯恩股份	10.87	0.11	0.08	14.3%	0.31	0.45	0.28	0.41	35.06	24.16	38.84	26.34

资料来源：东方证券研究所

二 成本超预期提升，行业基本面开始下行

我们在《浆纸脱钩型企业盈利将下滑》和《小行业要有大战略》的报告中都指出了行业目前面临的主要问题是成本超预期的上涨，从一季度来看，国外进口木浆报价几乎每周上调 100~200 元，近期由于智利地震影响了全球 8% 的商品浆供应，导致价格上涨超过 18%，这严重影响了造纸企业未来盈利的预期，我们认为实际上，大量的产能投放和国际木浆库存偏紧已经在去年下半年出现，这个时候行业已经败象初现，现在只不过是兑现了当初的预期而已。

2.1 智利强震引发浆价陡升，未来趋向平稳

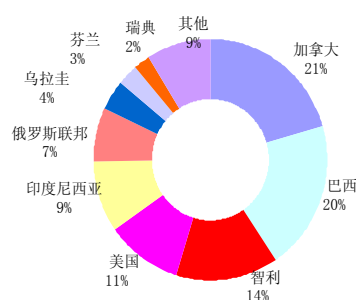
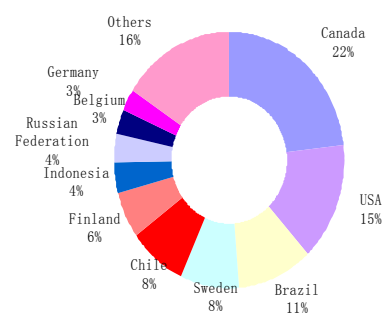
2 月 27 日，智利发生强烈地震。震中位于康塞普西翁市东北部 91 公里处，震级里氏 8.8 级。据专家表示智利地震所产生的能量总和至少是海地地震的 1000 倍。强震导致多家智利浆厂停机，这引发了浆价 3 月出现供应冲击而陡升，3 月中旬价格较 3 月初提升超 100 美元，750 元人民币/吨，涨价幅度为 18%。

此次地震主要影响了智利 ARAUCO 公司生产，其旗下所有浆厂尽管没有受到永久性损失，但由于物流、电力、道路损毁情况比较严重，公司继续处于评估状态，已全部停产，其中，Constitucion、NuevaAldea 浆厂位于震区。

表 2 Arauco 工厂主要厂区和产能情况

Location	Capacity	Brand
Valdivia	55	银星、明星
Constitucion	35	金星
Licancel	14	银星
Nueva-Aldea	85.6	银星、明星

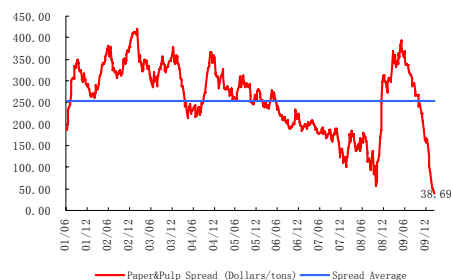
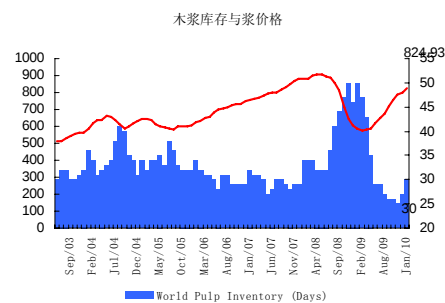
资料来源：东方证券研究所

图 1 国内进口木浆中智利占比 14%

智利浆出口占到全球供应 8%左右


资料来源：东方证券研究所

智利供应冲击是一个短期事件，瞬间导致浆价冲高。涨幅超越了市场合理预期，我们认为 2010 年上半年浆价仍能保持在目前高位水平震荡，但从下游行业盈利水平上看，浆价已经不具备进一步上行的催化剂，而另一方面我们也似乎看不到价格下跌的推动力。

我们判断浆价缺乏继续上行的动因在于目前浆纸溢价已经到了一个历史低位，目前生产纸品基本不能盈利，我们估算按照当前浆价水平，大部分纸种将处于微利或者亏损的地步，而且国际木浆库存已经达到了平均水平的 30 天，未来库存水平提升也将遏制木浆提价的速度。

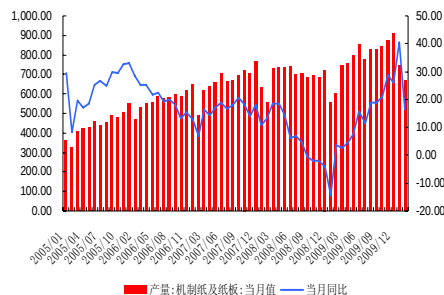
图 2 浆纸溢价降到历史低点，造纸不盈利

木浆库存提升至 30 天，未来浆价涨势受限


资料来源：东方证券研究所

2.2 纸品产量继续回升，出口大幅增长

尽管单位产品盈利出现下滑，但行业产量回升的幅度依然较为明显，1-2 月份，合计生产纸品 1414 万吨，同比增长 22%，之所以产量大幅增长的原因在于去年同期基数较小。我们认为未来产品产量增速将呈现出一个前高后低的趋势。

图 3 产能利用率仍维持在高位



资料来源：东方证券研究所

此外，行业今年一月出口基本维持了去年年底的态势，同比保持大幅度增长，但我们认为由于欧美地区对铜版纸产品的出口进行反倾销调查，近期纸品出口下滑是一个趋势，而且由于涉及高耗能、高污染和低附加值，未来纸品持续出口也不是行业发展的必然选择。

图 4 各纸种出口均有一定幅度回升

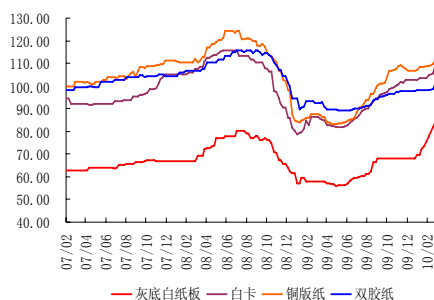


资料来源：东方证券研究所

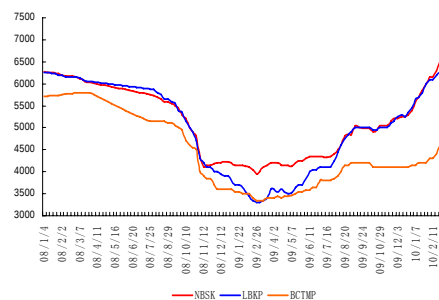
2.3 结论：纸价涨幅小于浆价，未来盈利下滑是趋势

从当前价格幅度来看，我们认为当前纸价涨幅小于浆价水平，未来盈利下滑是大趋势，从 3 月份的数据来看，尽管新年后纸价出现了一定幅度的上扬，但远远不能完全覆盖成本上行带来的压力。而且由于今年新增产能较多，纸价的继续上行将受到新增产能的压力，未来纸品低盈利将维持一段时间。

图 5 大部分纸品价格尚未回到之前水平



浆价上涨快于纸价



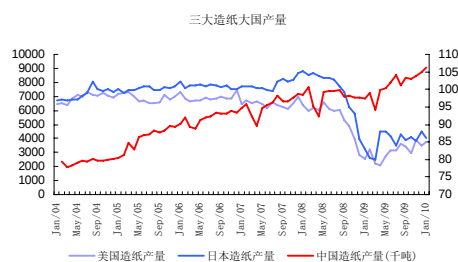
资料来源：东方证券研究所

三 国际市场继续趋暖

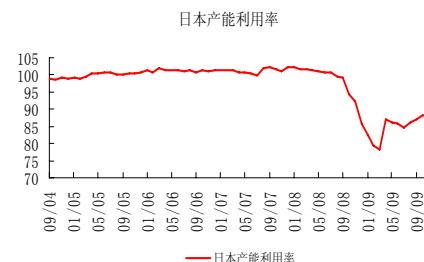
3.1 美、日产能利用率继续恢复

进入 2010 年，美国和日本两个产值大国产量指数从低谷的 78 和 79 分别恢复到 85 和 86 的水平，这也带来国际市场木浆进口需求的回暖，从日本产能利用率的水平看，近期其产能利用率也恢复到 90 的水平，这说明了其国内需求的恢复。

图 6 美日两国纸产量继续回暖



日本产能利用率恢复



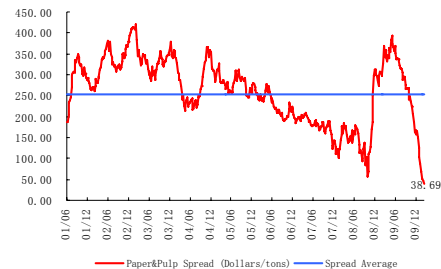
资料来源：东方证券研究所

3.2 浆纸溢价表明未来浆价涨势趋平

我们利用浆纸溢价幅度来预测未来浆价走势，一般而言，如果目前纸价与浆价差值在 250 美元以上时，利用木浆生产纸品将带来超额收益，而另一方面也意味着浆价将走高，但如果在 100 美元以下时，往往意味着造纸根本无利可图，浆价涨势将受限。

从当前的浆纸溢价水平来看，我们看到溢价在 50 美元以下，这意味着不少工厂在生产过程中无法取得盈利，因此，未来浆价的涨势将趋平。

图 7 国际造纸产能恢复导致浆纸溢价快速回落，造纸目前不盈利



资料来源：东方证券研究所

四 国内外企业估值

4.1 国内行业估值水平位于均值水平

我们认为造纸行业估值水平与大势相比在 0.50 和 0.70 之间，位于 0.50 时，处于低估水平，而处于 0.70 位置时，处于高估位置。

当前行业相对估值处于上沿水平，估值并不具有吸引力。

图 8 造纸行业绝对估值接近历史均值

相对估值处于上沿



资料来源：东方证券研究所

4.2 国内、国际公司估值表

Name	Price	Market Cap	EPS08	EPS09	EPS10	PE08	PE09	PB09
	10/3/10	(Million Dollars)						
蓝底为东方证券研究所覆盖								
中国大陆								
晨鸣纸业	8.20	2,477.00	0.58	0.36	0.53	14.14	22.78	1.42
华泰股份	16.72	1,588.76	0.64	1.78	0.84	26.13	9.39	2.09
岳阳纸业	10.51	1,004.15	0.21	0.16	0.42	50.05	65.69	2.28
太阳纸业	19.09	1,404.99	0.44	0.94	1.30	43.39	20.31	3.39
博汇纸业	9.69	716.25	0.50	0.37	0.50	19.38	26.19	1.75
景兴纸业	7.89	453.08	(0.54)	0.08	0.39	-	98.63	1.82
恒丰纸业	12.79	361.61	0.33	0.40	0.50	38.76	31.98	2.17
劲嘉股份	14.50	1,363.70	0.52	0.47	0.65	27.88	30.85	5.15
大亚科技	11.31	873.98	0.38	0.35	0.76	29.76	32.31	3.01
威华股份	11.47	515.32	0.25	(0.13)	0.48	45.88	-	2.03

凯恩股份	10.97	313.03	0.11	0.32	0.43	99.73	34.28	6.13
美盈森	30.67	803.33	0.76	0.75	0.76	40.36	40.89	14.80
兔宝宝	9.10	243.95	0.15	0.12	0.23	60.67	75.83	4.09
上海综合指数估值						32.04		2.57
中国香港								
玖龙纸业	12.08	7180.59	0.38	0.15	0.19	80.53	63.58	3.14
晨鸣纸业 (H 股)	5.35	1,421.68	0.66	0.41	0.60	13.07	8.88	0.81
理文造纸	5.82	620.21	0.27	0.37	0.46	15.60	12.74	0.71
维达纸业	5.32	620.21	0.18	0.42	0.42	12.67	12.58	2.57
阳光纸业	2.97	155.91	0.16	0.21	0.30	14.14	9.90	0.88
恒生指数当前估值						19.81		1.97
北美								
International Paper	25.09	10,943.00	1.56	1.47	2.20	-	11.43	1.80
Kimberly-Clark	60.01	24,982.51	4.53	4.95	5.34	12.11	11.23	4.63
MeadWestvaco	24.96	4,275.08	1.31	1.10	1.37	22.67	18.22	1.25
Potlatch Corp	34.30	1,366.23	1.94	1.19	1.56	28.73	21.97	-
Weyerhaeuser	43.55	9,204.68	(2.58)	(0.57)	0.75	-	-	2.28
Temple-Inland	19.65	2,112.71	1.91	1.04	1.62	19	12.2	2.38
Sappi Ltd	4.11	2,119.66	-	0.04	0.28	-	-	-
SINO-FOREST-CORP	20.66	5,002.39	1.25	1.39	1.61	14.57	12.56	2.15
WEST FRASER TIMB	36.67	1,570.10	(7.96)	0.08	0.81	-	-	0.97
标准普尔 500 当前估值						18.27		2.19
欧洲								
Stora Enso	4.88	3,989.35	(1.12)	0.21	0.37	-	13.33	0.75
UPM-Kymmene	8.52	4,430.15	0.33	0.24	0.57	-	14.95	0.67
SCA HYGIENE PROD	337.40	2,369.70	14.37					1.73
HOLMEN AB-B SHS	184.50	1,566.01	12.00	6.77	10.14	27.26	18.20	0.94
LUNDBERGS AB-B	347.50	2,159.56	25.61	10.42	23.46	33.35	14.81	0.85
PORTUCEL EMPRESA	1.89	1,452.88	0.14	0.14	0.19	13.24	9.76	1.15
MONDI PLC	439.80	2,265.53	(0.07)	0.27	0.43	18.03	11.38	1.04
Smurfit Kappa	6.17	1,345.27		0.55	1.10	11.18	5.59	-
英国富时当前估值						21.27		1.87
南美								
CMPC	22,695.00	9,109.27	1.26	1.85	2.30	23.91	19.22	1.38
Aracruz	#N/A N/A	#N/A N/A	(4.09)	0.34	0.20	-	-	#N/A N/A
Suzano	22.50	7,056.45	2.86	1.68	1.98	-	11.39	1.57
Votorantim	#N/A N/A	#N/A N/A	1.19	1.78	2.12	-	-	#N/A N/A
巴西圣保罗估值						19.50		2.17
日本								
Nippon Unipac	2369.00	2,754.08	(208.60)	201.69	140.45	-	16.87	0.62
Oji Paper	408.00	4,342.68	(6.40)	24.11	31.55	-	12.93	0.92
Daio Paper	743.00	958.61	0.95	34.17	44.40	21.75	16.73	0.83
日经 225 当前估值						#N/A N/A		1.41
中国台湾								
中华纸浆	16.10	303.00	0.18	(0.90)	0.84	-	-	1.14
正隆	12.25	397.60	0.09	1.03	1.18	11.88	10.37	0.80
台湾市场平均估值						76.48		2.12
非洲								
MONDI LTD	4906.00		(0.07)	0.27	0.43	18.15	11.46	1.05
SAPPI LTD	3079.00		(0.37)	(0.01)	0.33	-	-	-
海湾合作委员会 200 指数						19.66		1.69

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