

关注受益高浆价公司

投资要点:

- 2010 年 1-2 月份, 由于国内经济的发展需求, 造纸行业产量同比仍然表现出良好的发展势头, 前 2 个月合计产量为 1414.4 万吨, 同比增加 22.2%, 我们认为今年国内厂家的生产产量在去年创出历史新高的基础上仍然会有一定的涨幅。
- 1、2 月份分别进口木浆 108、75 万吨, 同比下降 8.54%。最近由于智利地震以及芬兰港口罢工导致当地木浆工厂停产, 而这些工厂销售数量占全球总量的 12%, 这促使国内浆价大幅走高, 涨幅达 10%, 而且国际浆价也接近历史最高水平。未来木浆供应看, 2012 年底前主要是国内一些工厂新投产, 而需求除了中国正常保持较大数目进口外, 欧美复苏也会带动需求, 因此供求还是偏紧, 我们认为未来一段时间木浆价格会保持较高水平。
- 随着造纸原料成本的不断提高, 纸张价格均出现了一定程度的涨幅, 不过由于目前浆价水平的持续高位, 造纸生产厂家提价动力非常大, 我们预期在 4 月初白卡纸、文化纸等纸种会有一波调价。
- 我们维持行业“增持”评级。高浆价提高木浆生产企业盈利, 目前我们推荐自产浆比例较高的岳阳纸业和博汇纸业。岳阳纸业自产浆比例为 100%, 公司 40 万吨复印纸项目今年投产, 而且公司林地资源是最大看点, 目前公司打算配股收购 40 万吨木浆和 80 万亩林地, 今年业绩增长较快。博汇纸业木浆自给率 70%, 新增 35 万吨白卡纸种有一定优势, 未来业绩也令人期待。因为劲嘉股份对外并购预期仍然存在, 公司募投项目今年会陆续投产, 我们也给予推荐评级。

研究员: 肖群

执业证书编号: S0570210030006

电话: 025-83290920

E-mail: shawqun@hotmail.com

地址: 南京市中山东路 90 号

行业评级: 增持

市场走势



相关研究

2009/1/29造纸行业月度跟踪报告:成本上升, 纸价仍有上涨动力

2009/12/18造纸行业年度投资策略:供求关系改善 业绩整体上升

2009/11/2造纸行业月度跟踪报告:行业走上正轨

重点公司

股票名称	3/30 收盘价	EPS(元)				P/E				投资评级
		08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	
岳阳纸业	10.26	0.21	0.14	0.34	0.41	48.86	73.29	30.18	25.02	推荐
博汇纸业	10.01	0.5	0.39	0.6	0.78	20.02	25.67	16.68	12.83	推荐
劲嘉股份	14.47	0.52	0.51	0.65	0.86	27.83	28.37	22.26	16.83	推荐

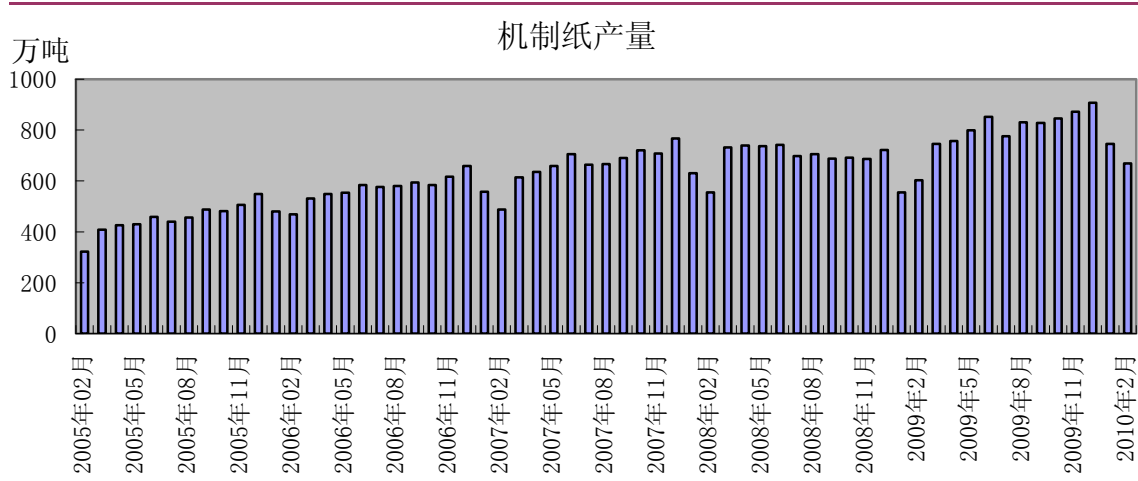
一、纸产量稳步上扬，原料高价抑制进口

2010年1-2月份，由于国内经济的发展需求，造纸行业需求以及产量同比仍然表现出良好的发展势头；不过由于目前国际浆价的高位影响到我国进口纸浆的数量，我们预计未来造纸生产厂家迫于成本的压力会继续提价，如果提价遇到困难，未来浆价的持续高位会影响到纸厂的盈利状况。

造纸产量：1、2月份我国机制纸产量分别为745.6、668.8万吨，前2个月合计产量为1414.4万吨，同比增加22.2%，由于历来1、2月份由于检修以及春节假期原因是造纸厂家的低谷期，因此我们认为今年国内厂家的生产产量在去年创出历史新高的基础上仍然会有一些的涨幅。

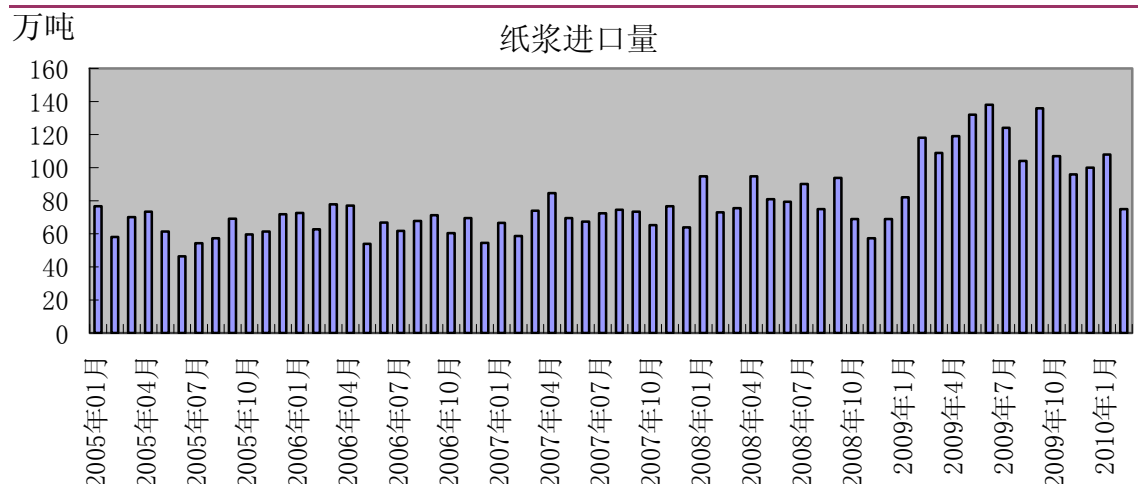
纸浆进口量：1、2月份分别进口木浆108、75万吨，同比下降8.54%，环比也呈现下降态势，由于目前浆价水平较高，因此国内对于进口木浆的需求出现了降低，而且前期国内进口木浆数量较大、国产浆线的恢复生产也是进口数量下降的原因。

图1：我国月度纸产量



数据来源：Wind资讯

图2：我国纸浆月度进口量



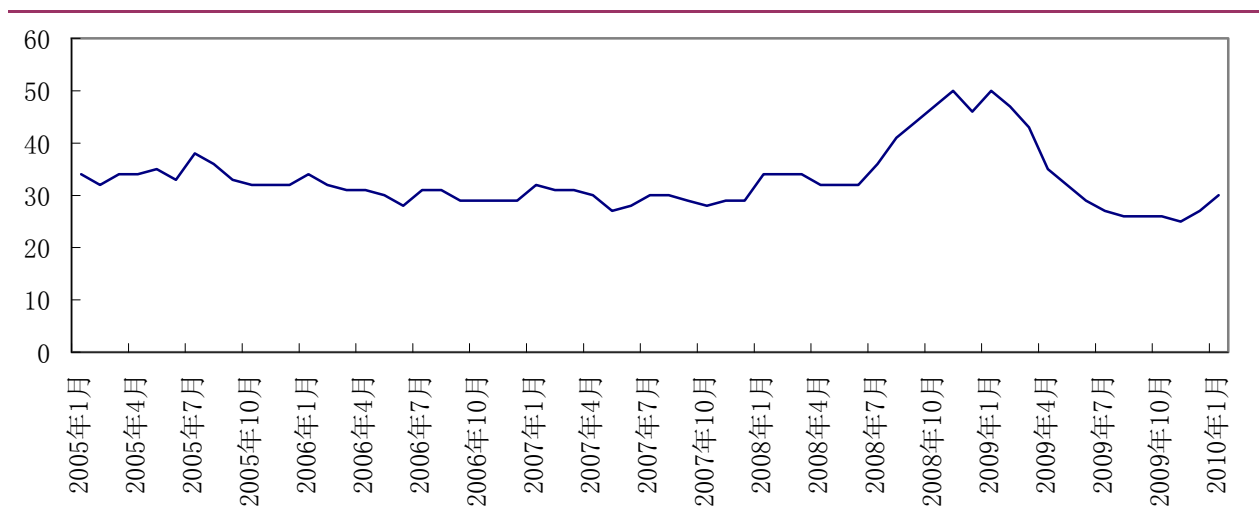
资料来源：Wind 资讯

二、成本压力大增

最近由于智利地震以及芬兰港口罢工导致当地木浆工厂停产，而这些工厂销售数量占全球总量的12%，这促使国内浆价大幅走高，涨幅达10%，而且国际浆价也接近历史最高水平。未来木浆供应看，2012年底前主要是国内一些工厂新投产，而需求除了中国正常保持较大数目进口外，欧美复苏也会带动需求，因此供求还是偏紧。

我们认为未来一段时间木浆价格会保持较高水平，但继续大幅上涨的可能性不是很大，因为随着木浆价格创出新高，造纸厂在文化纸等纸种可以使用草浆来替代生产，小型纸张和纸板工厂迫于成本压力停止生产，降低了木浆的需求；另外，1月底国际木浆库存为350万吨，库存天数30天，虽处于历史较低水平，不过连续2个月上升，约200万吨缺口相对于目前的库存以及目前全球木浆产能5800万吨比例不高。

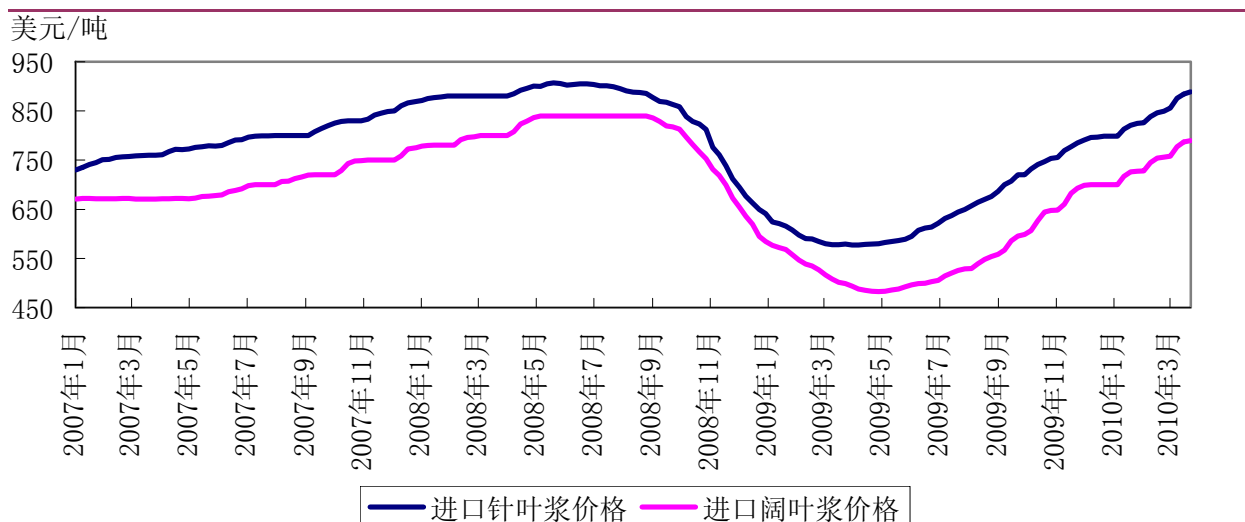
图3：国际木浆库存天数



资料来源: Bloomberg

目前进口针叶浆和阔叶浆价格分别为888.77、789.6美元/吨，年内涨幅分别为11.3%、12.8%，已经非常接近历史最高水平，我们认为随着库存的逐步升高浆价不可能持续性的走高。

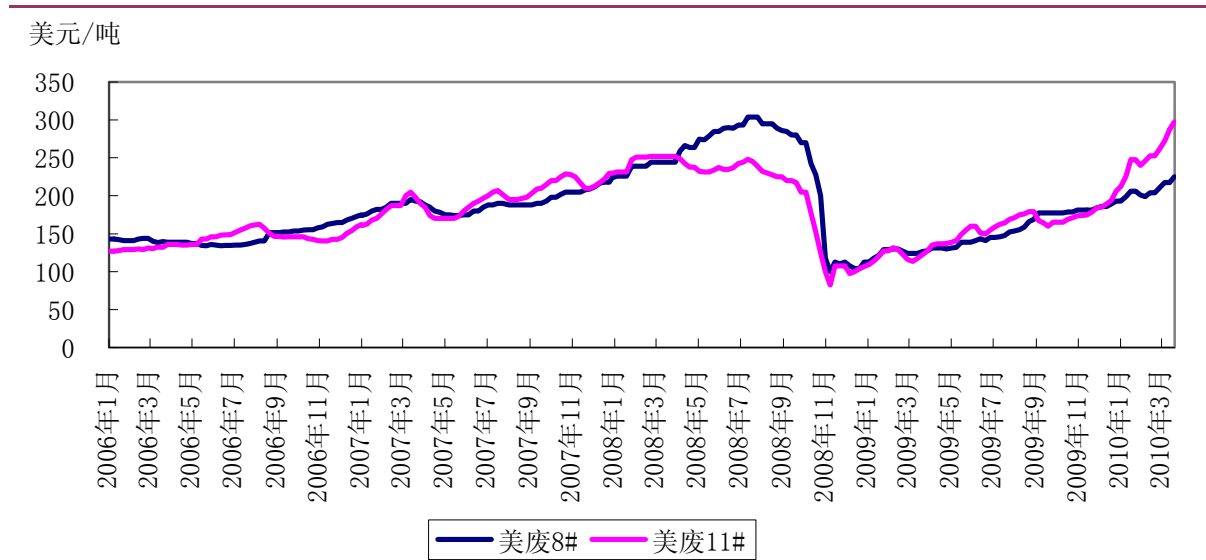
图4：进口针叶浆和阔叶浆价格走势



数据来源: Wind资讯

新闻纸和箱板纸的原材料美废8#和11#价格分别为225、297.5美元/吨，虽然成本压力加大，但是随着内地经济复苏，纸品需求持续上升，尤其是箱板纸的需求好转，其原料价格涨幅较大，因此，生产商努力转嫁生产成本。

图5：美废价格走势



资料来源：中国纸网

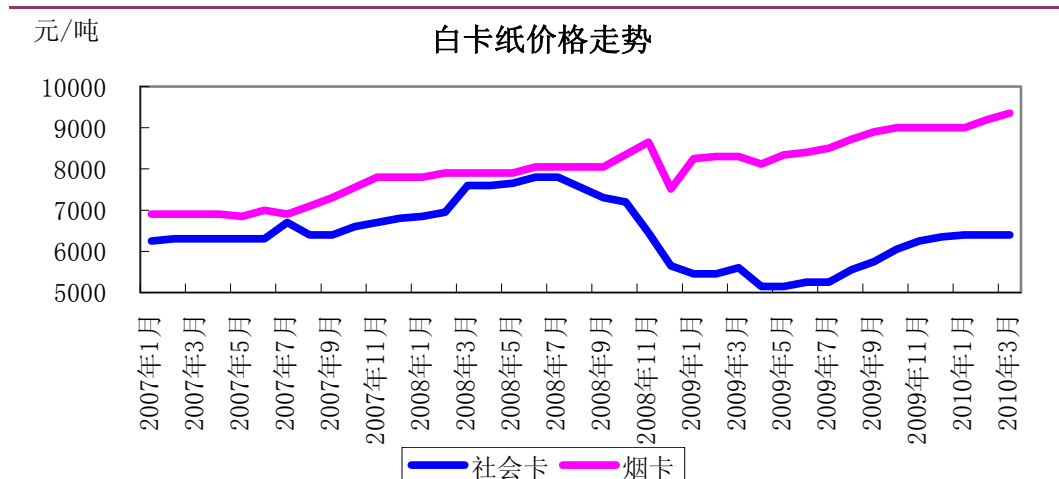
三、成本驱动纸张价格继续上涨

随着造纸原料成本的不断提高，纸张价格均出现了一定程度的涨幅，不过由于目前浆价水平的持续高位，造纸生产厂家提价动力非常大，我们预期在4月初白卡纸、文化纸等纸种会有一波调价。

3.1 白卡纸：提价动力较大

目前社会卡价格为6400元/吨，涨势平缓，由于白卡纸原料是化学浆和化机浆，未来随着消费需求的继续增长以及成本因素的推动，未来提价动力较大。

图6：白卡纸价格走势

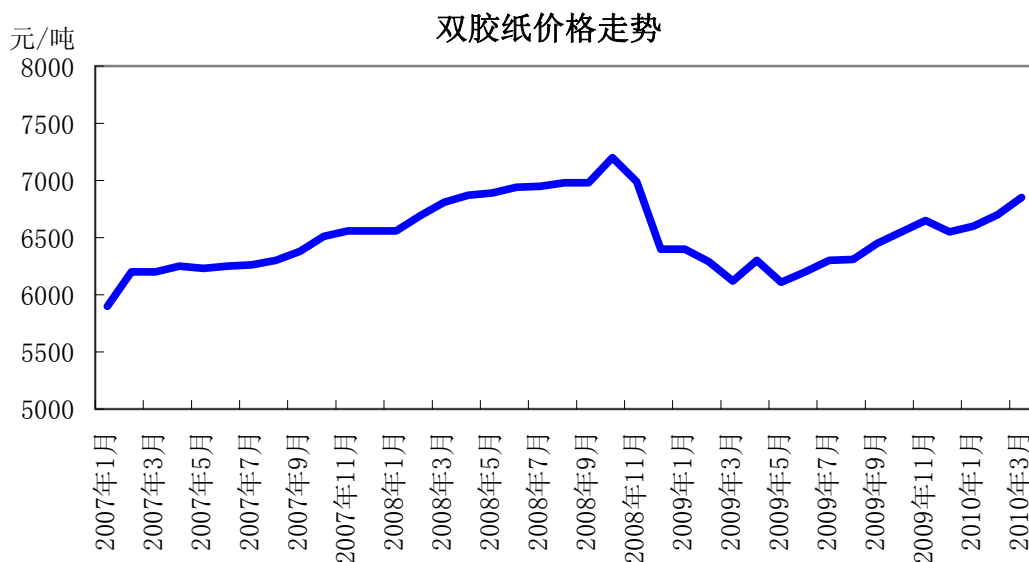


数据来源：中国纸网

3.2 文化纸:继续受惠于落后产能淘汰

2010 年对落后产能的淘汰战役已经进入倒计时,目前,由工信部起草、明确产能过剩行业在 2010 年淘汰任务的文件已经下发到了省一级,将很快以正式文件的形式公布。此举被认为是政府部门推进落后产能淘汰的一次重要发力。双胶纸价格出现小幅上涨,为 6850 元/吨,未来走势比较乐观。

图7:文化纸价格走势

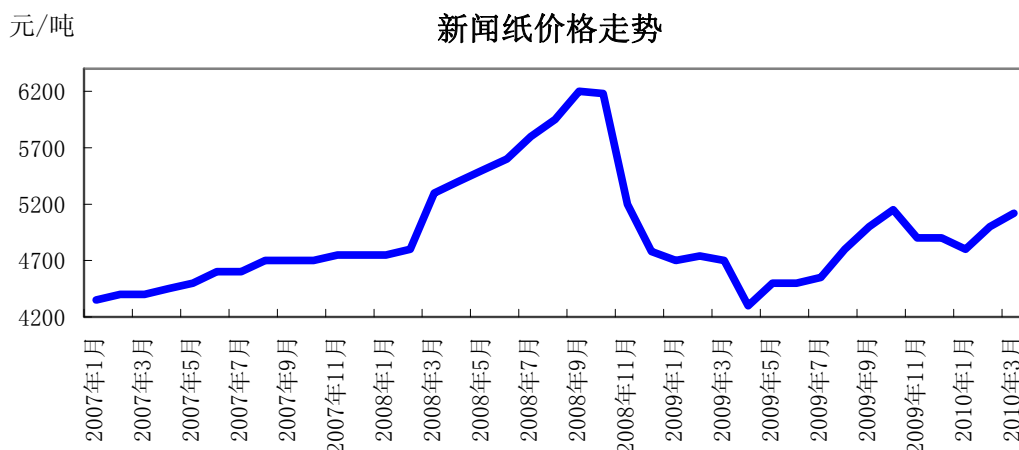


资料来源:中国纸网

3.3 新闻纸:未来涨幅有限

元月起新闻纸价格涨幅较为明显,涨幅约为 500 元/吨。由于网络传媒对于传统报刊印刷的冲击,新闻纸需求量增量不大,不过由于今年新闻纸新增产能很少,因此新闻纸未来价格还需要观察美废 8#价格以及海运运费的走势,目前进口美废 8#价格比较平稳, 因此我们预计新闻纸未来涨幅有限。

图8:新闻纸价格走势

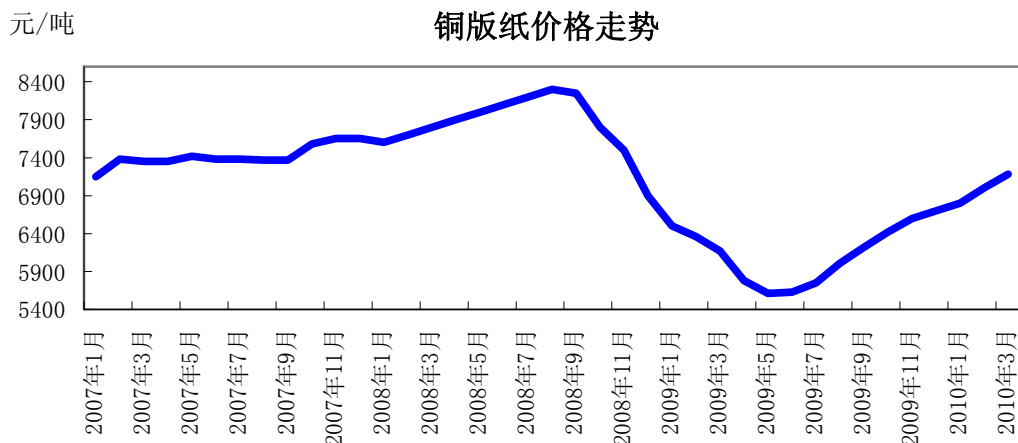


资料来源:中国纸网

3.4 铜版纸:未来走势不容乐观

目前铜版纸价格为7180元/吨,由于成本上升速度更快,因此盈利受到影响,另外下半年新增产能投放会带来较大压力,而且欧美对于我们所产铜版纸的反倾销调查,因此对于未来铜版纸走势不太乐观。

图9: 铜版纸价格走势

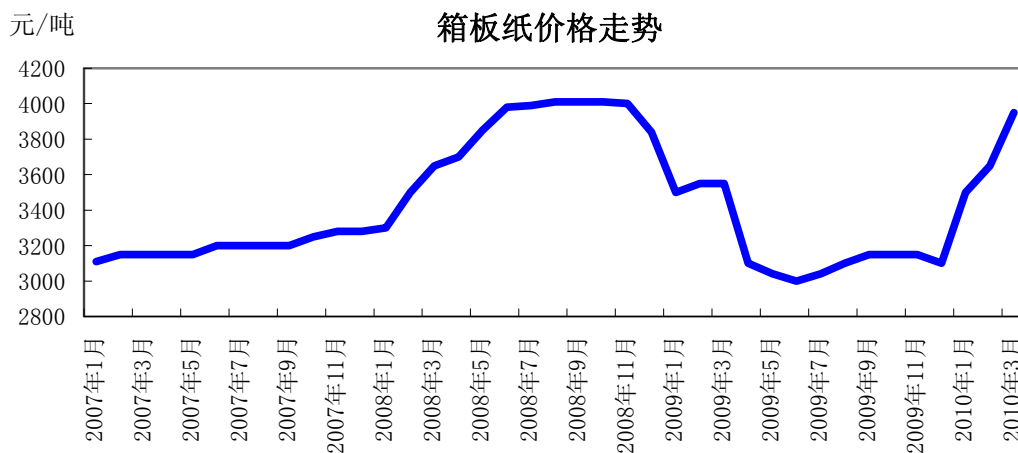


数据来源: 中国纸网

3.5 箱板纸:成本削弱盈利空间

随着进出口形势的好转,箱板纸价格出现了不小涨幅,目前价格为 3950 元/吨,箱板纸对于原材料的需求造成其主要原料美废 11#价格的涨幅也比较大,因此箱板纸厂家盈利受到削弱。

图10: 箱板纸价格走势



数据来源: 中国纸网

四、维持行业“增持”评级，推荐林浆资源优势企业

目前主要造纸行业上市公司 09 年市盈率为 30，10 年市盈率平均水平 20，鉴于原材料价格和产品价格的上扬，今年行业业绩同比会出现一定程度的涨幅，因此我们维持行业“增持”评级。

高浆价提高木浆生产企业盈利，目前我们推荐自产浆比例较高的岳阳纸业和博汇纸业。岳阳纸业自产浆比例为 100%，公司 40 万吨复印纸项目今年投产，而且公司林地资源是最大看点，目前公司打算配股收购 40 万吨木浆和 80 万亩林地，今年业绩增长较快。博汇纸业木浆自给率 70%，新增 35 万吨白卡纸种有一定优势，未来业绩也令人期待。因为劲嘉股份对外并购预期仍然存在，公司募投项目今年会陆续投产，我们也给予推荐评级。

表 1：主要造纸行业上市公司盈利预测及评级（采用 3.30 股价）

公司	股价	EPS(元)			P/E			PB	投资评级	目标价
		08A	09E	10E	08A	09E	10E			
晨鸣纸业	8.58	0.56	0.37	0.49	15.32	23.19	17.51	1.40	推荐	10
劲嘉股份	14.47	0.52	0.51	0.65	27.83	28.37	22.26	5.15	推荐	17
博汇纸业	10.01	0.5	0.39	0.6	20.02	25.67	16.68	1.81	推荐	12
华泰股份	15.92	0.63	1.91	0.86	25.27	8.34	18.51	1.71	观望	16.5
岳阳纸业	10.26	0.21	0.14	0.34	48.86	73.29	30.18	2.22	推荐	11.42
太阳纸业	20.12	0.46	0.92	1.25	43.74	21.87	16.10	3.57	推荐	22.5
平均值					30.17	30.12	20.21	2.64		

资料来源：Wind 资讯

华泰证券行业投资价值等级评判标准

—报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

—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；

—投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

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正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。