

行业研究

行业回顾与展望

跟踪评级_维持: 短期_推荐, 长期_A

制浆环节盈利明显好转, 关注新增浆纸产能释放

——造纸及制浆行业回顾与展望

核心观点

国内阔叶浆和针叶浆价格创新高, 国内制浆企业盈利明显好转。受智利地震、芬兰罢工、巴西浆厂工人罢工等消息影响, 国际市场木浆价格快速上涨。国内木浆价格也持续走高, 春节后国内针叶浆、阔叶浆、化机浆的报价分别上涨了 1658 元/吨 (涨幅为 26.96%)、962 元/吨 (涨幅为 15.77%)、650 元/吨 (涨幅为 15.12%), 针叶浆和阔叶浆价格已经明显高于 2008 年以来的最高水平。由于国内降价快速上涨, 纸浆制造业盈利明显好转, 2010 年 1-2 月份毛利率达到 16%, 好于造纸环节的盈利水平, 并且 1-2 月产量同比增长 36%。

废纸价格现拐点。近期废纸价格出现回调, 其中废箱板纸近三周下降 36.41 美元/吨 (降幅为 16.68%), 混杂废价格也有所下降, 下降 4.3 美元/吨 (降幅为 2.48%), 仅有废报纸维持上涨趋势, 但是上涨趋势放缓。

年初以来各种纸价格涨幅均超过 10%。灰底白板纸、白卡纸价格指数已经较 09 年初分别上涨 45.22%、46.79%, 较 10 年年初分别上涨 24.40% (平均涨 1014 元/吨)、15.62% (平均涨幅 900 元/吨) 铜版纸、双胶纸价格指数较 09 年初分别上涨 39.00%、24.53%, 较 10 年年初分别上涨 10.53% (平均涨幅 850 元/吨)、15.39% (平均涨幅 983 元/吨) 年初至今, 箱板纸和瓦楞纸分别上涨 600 元/吨、950 元/吨, 涨幅分别为 17.14%、33.33%, 一扫 09 年的颓势。

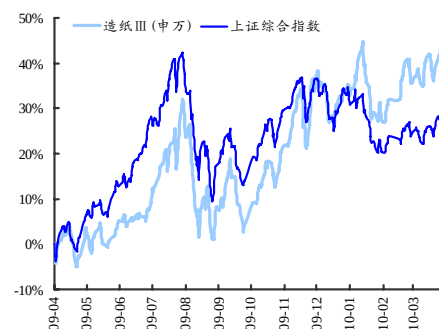
1-2 月份造纸行业营业利润同比增长 160%。根据统计局公布的造纸行业的财务数据, 2010 年 1-2 月, 造纸行业实现营业收入 716.71 亿元, 同比增长 31.37%; 实现营业利润 38.94 亿元, 同比增长 160.27%; 毛利率为 13.51%, 较去年 8-11 月份下降了 1.35 个百分点, 与去年同期相比提升了 3.11 个百分点。

维持“推荐-A”投资评级。我们认为未来纸价的走势要看木浆以及废纸价格的走势, 木浆和废纸价格持续走高的可能性不大, 后期可能呈现高位震荡格局。我们认为造纸行业将会维持较高的毛利率, 部分公司将会超过 20%, 纸价还存在一定上涨空间, 但是空间不大。当前行业估值明显低于历史平均水平, 并且行业业绩增长确定强, 因此我们维持行业“短期-推荐, 长期-A”投资评级。另外人民币升值也有望成为行业上涨的催化剂。上市公司方面, 依次推荐太阳纸业、博汇纸业、晨鸣纸业、岳阳纸业。

重点公司

简称	代码	股价	EPS(元)			P/E			P/B	评级
			08A	09E	10E	08A	09E	10E		
太阳纸业	002078	21.55	0.46	0.96	1.42	46.8	22.4	15.2	3.78	强烈推荐-A
博汇纸业	600966	10.15	0.50	0.40	0.75	20.3	25.4	13.5	1.85	强烈推荐-A
晨鸣纸业	000488	8.77	0.57	0.37	0.57	15.4	23.7	15.4	1.45	推荐-A
岳阳纸业	600963	10.61	0.21	0.14	0.30	50.5	75.8	35.4	2.30	推荐-A
华泰股份	600308	16.3	0.67	1.91		24.3	8.5		1.75	推荐-A

行业表现对比图



相关报告

毛利率提升空间有限, 期待量价齐升做大规模——2009年造纸行业三季报综述及展望
2009-11-3

紧随政策导向, 寻求高增长品种——2010年造纸行业年度策略
2009-12-30

复苏转向增长, 低估值提升吸引力——造纸行业近期动态点评
2010-1-8

联系人: 巩俊杰

电话: 01084183316

Email: gongjunjie@guodu.com

执业证书编号: S0940208040096

联系人: 汪立

电话: 010- 84183136

Email: wangli@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

目 录

1. 木浆价格快速上涨，制浆环节盈利明显好转	3
1.1 进口木材价格企稳回升	3
1.2 智利地震以及芬兰罢工促国际浆价快速上涨	3
1.3 国内浆价随外盘持续攀升	4
1.4 国内制浆行业盈利明显好转，3月开始盈利状况再上新台阶	5
1.5 近期 OCC 价格出现大幅下跌	6
2. 纸价快速上涨，产量快速增长	7
2.1 成本推动+需求拉动纸价快速攀升	7
2.2 前两月产量同比增长 27%，卫生用纸增长最快	8
2.3 今年 1-2 月造纸行业营业利润同比增长 160%	9
3. 行业盈利能力逐季好转——对已出年报公司的总体分析	9
3.1 造纸行业（部分已出年报）盈利能力基本与上年持平	9
3.2 三季度是已经出年报公司盈利最好的一个季度	10
4. 行业估值及策略	11
4.1 行业估值情况一览	11
4.2 投资策略	11

图表目录

图表 1: 我国原木进口量以及进口价格	3
图表 2: FOEX 木浆报价	4
图表 3: 进口木浆价格持续走高	4
图表 4: 国内木浆价格现拐点	5
图表 5: 纸浆制造业营业收入大幅增长	5
图表 6: 纸浆制造业盈利明显好转	5
图表 7: 各月纸浆产量一览	6
图表 8: 纸浆制造业毛利率快速提升	6
图表 9: 近期 OCC 价格出现较大幅度调整	6
图表 10: 纸价保持快速增长	7
图表 11: 近期瓦楞纸和箱板纸价格快速上涨	8
图表 12: 1-2 月机制纸及纸板产量同比增长 27%	8
图表 13: 新闻纸产量略有增长	8
图表 14: 1-2 月未涂布书写纸产量同比增长 14%	8
图表 15: 1-2 月箱板纸产量同比增长 35%	8
图表 16: 1-2 月造纸行业营业收入同比增长超过 30%	9
图表 17: 1-2 月营业利润增长超过 1.5 倍	9
图表 18: 1-2 月毛利率较上期环比略有下降	9
图表 19: 造纸行业盈利能力基本持续好转	9
图表 20: 已公布年报公司净利润大幅增长	10
图表 21: 分季度情况一览	10
图表 22: 各公司盈利状况一览	11
图表 23: 造纸行业历史 PE 一览	11
图表 24: 造纸行业历史 PB 一览	11

造纸行业的主要原材料为纸浆，主要包括木浆、废纸浆以及非木浆（麦草浆、芦苇浆、竹浆等）。木浆上游为林业，废纸浆上游为废纸回收，而其他浆上游涉及较广（涉及小麦、芦苇、竹等）。而造纸下游主要涉及包转、印刷、直接用于生活等方面。本文将制浆和造纸两个环节分析当前造纸行业的变化情况。

1. 木浆价格快速上涨，制浆环节盈利明显好转

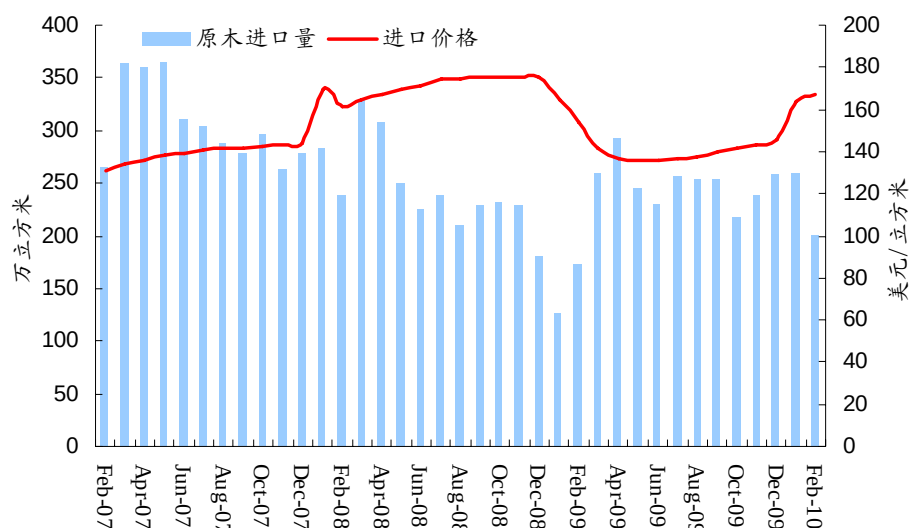
本部分我们将分析造纸行业主要原材料市场变化情况，并且将会分析制浆行业的盈利状况，由于大部分造纸企业都涉及制浆，所以有必要对制浆行业的盈利状况进行分析。

1.1 进口木材价格企稳回升

国内实际供给量呈减少趋势。根据国家林业局的统计数据显示；2009 年全国工业用木材生产量为 6938.21 万立方米，大致降到了 2007 年的水平。这主要是受到了政策调整和地震与冰雪灾害的影响所致，木材进口总量（进口产量占国内产量接近 40%）与 2008 年基本持平，但原木进口量进一步下降，锯材进口量却有较大幅度的增加，木材产品供给总规模相对减少。需求方面；国内需求震荡回升，区域差别进一步明显，木制品出口量继续减少，木材产品总需求下降。

木材主要用于建材方面，用在造纸的部分相对较少，因此影响木材价格的主要因素与建材行业的景气程度更加相关。由于没有国内木材价格的数据，我们用进口木材的情况来作为国内木材价格走势的一个参考。自 2008 年初至今，进口木材价格变化范围在 135 到 176 美元/立方米之间，最高点比最低点高近 30%，但是与木浆价格相比波动较为缓和。09 年 1-2 月份进口木材价格处于下降通道，3-7 月基本保持平稳，8 月份开始缓慢上升，进入 2010 年以后开始加速上涨，2010 年 1 月价格环比上涨 12.4%，目前进口木材价格 166.72 美元/立方米（2 月份）。

图表 1：我国原木进口量以及进口价格



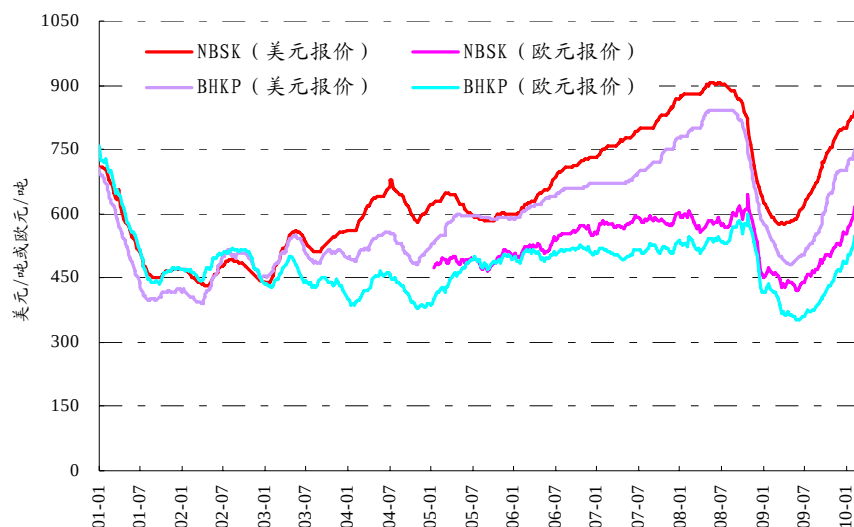
数据来源：WIND

1.2 智利地震以及芬兰罢工促国际浆价快速上涨

自 2009 年中期以来，木浆价格进入持续上涨周期，截止 3 月底，NBSK 和 BHKP 价格分别达到 889.08 美元/吨和 789.31 美元/吨，较去年低点涨幅均超过 50%，其中 BHKP 涨幅超过 60%，目前价格均接近历史高点，但是与历史高点还存在一定差距（NBSK 和

BHKP 分别低于历史高点 2%、6%)。近期受智利地震以及芬兰罢工影响,国际市场木浆价格快速上涨,对木浆价格起到推波助澜的作用。近期又有传言巴西数家浆厂工人罢工,也导致木浆生产商提价。

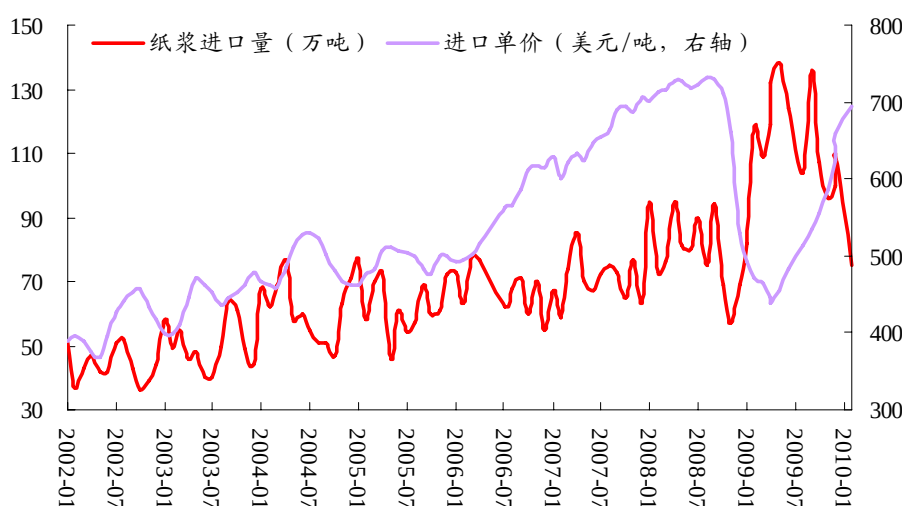
图表 2: FOEX 木浆报价



数据来源: WIND

随着国际市场木浆价格的不断攀升,国内进口木浆价格不断提升,单月进口量持续下降。2009 年我国进口木浆 1368 万吨,同比增长 43.70%,进口均价 500 美元/吨,同比下降 28.98%。木浆进口量增长主要是由于去年国际木浆价格处于低位,国内制浆还不如直接进口,这样必然替代国内自制浆。2010 年前两个月,进口木浆 184 万吨,同比下降 8.30%,进口单价 674 美元/吨,同比增长 40.31%。

图表 3: 进口木浆价格持续走高



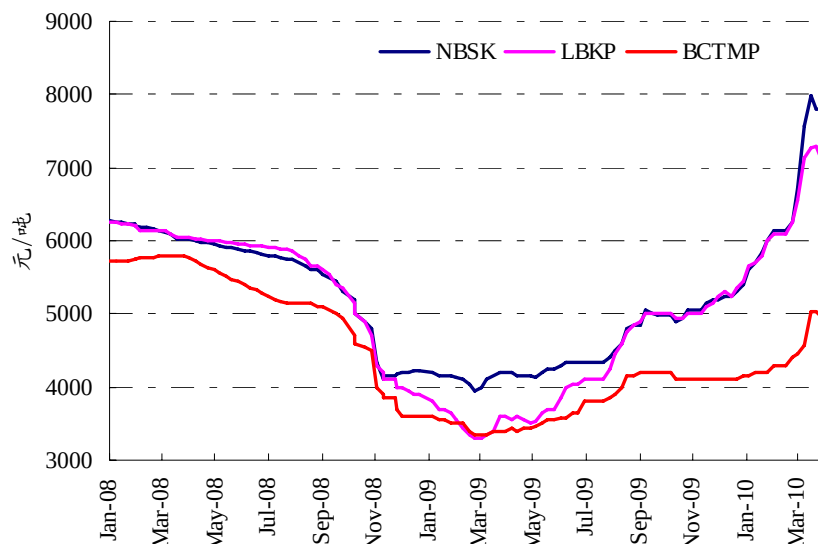
数据来源: WIND

1.3 国内浆价随外盘持续攀升

随着国际木浆价格的不断攀升,国内木浆价格也在持续走高,特别是春节之后,国内木浆价格持续快速攀升,根据纸业联讯数据,目前国内针叶浆、阔叶浆、化机浆价格分别 7808 元/吨、7062 元/吨、4950 元/吨,较春节后 2 月 18 日的报价分别上涨了 1658 元/吨(涨幅为 26.96%)、962 元/吨(涨幅为 15.77%)、650 元/吨(涨幅为 15.12%),

针叶浆和阔叶浆价格已经明显高于 2008 年以来的最高水平。近期国内木浆价格出现小幅调整，我们认为随着国际木浆市场持续走强，国内木浆价格大幅调整的可能性很小，仍将在高位震荡。

图表 4：国内木浆价格现拐点

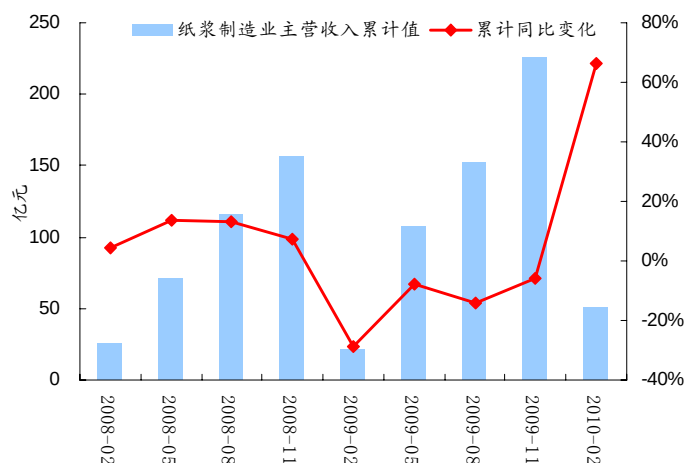


数据来源：纸业联讯

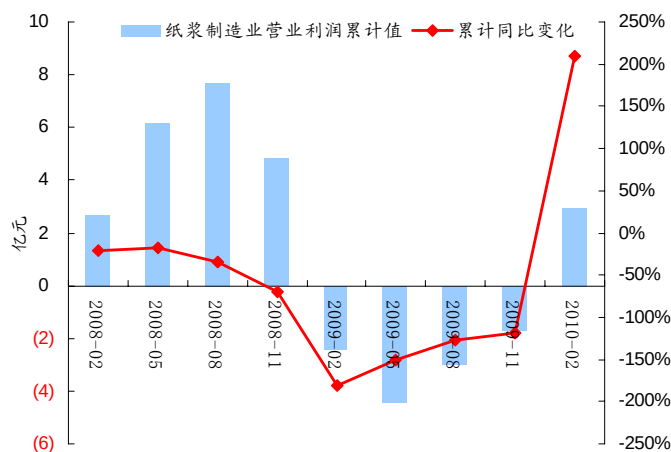
1.4 国内制浆行业盈利明显好转，3 月开始盈利状况再上新台阶

09 年是纸浆制造业最困难的一年，特别是去年上半年，2009 年 1-5 月份纸浆制造业营业利润为-4.42 亿元，随后开始恢复，下半年实现盈利。2010 年 1-2 月份纸浆制造业（141 家公司）实现营业收入 50.64 亿元，同比增长 66%，实现营业利润 2.95 亿元，同比增长 210%。

图表 5：纸浆制造业营业收入大幅增长



图表 6：纸浆制造业盈利明显好转



数据来源：国家统计局、国都证券研究所

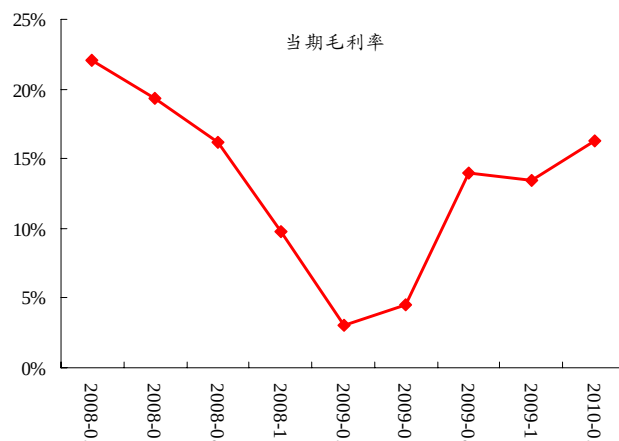
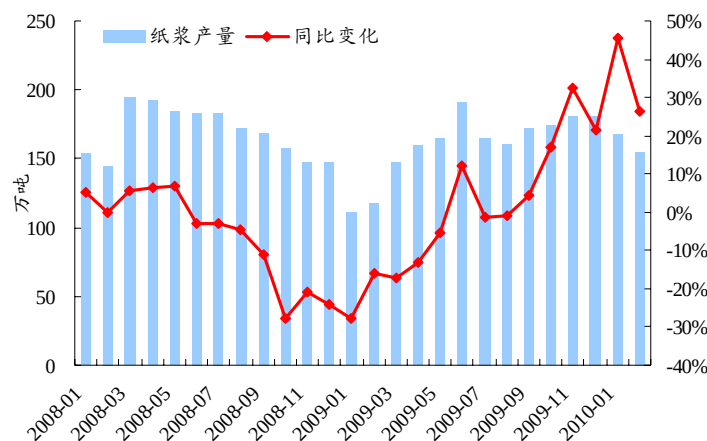
从毛利率来看，2009 年 5-8 月份制浆行业毛利率快速提升，相比上一期提升了 10 个百分点达到 14%，8-11 月份基本维持上期水平，今年 1-2 月份毛利率再次提升，已经超过 16%，并且 2 月中旬之后国内木浆价格快速上涨，但是目前木片价格涨幅明显滞后，所以制浆行业的盈利水平将会快速提升，毛利率恢复至 20%以上基本无悬念。

从产量来看，2009 年纸浆产量为 1934.50 万吨，与 08 年基本持平，2009 年 1-2 月，

纸浆产量为 322.70 万吨，同比增长 35.90%。产量快速增长与当前制浆行业盈利好转密切相关，去年同期浆价低且行业处于亏损状态，整个行业产能力利用率都处于较低水平，当前木浆价格快速上涨，制浆行业盈利状况明显好转，制浆产能利用率明显提升。

图表 7：各月纸浆产量一览

图表 8：纸浆制造业毛利率快速提升



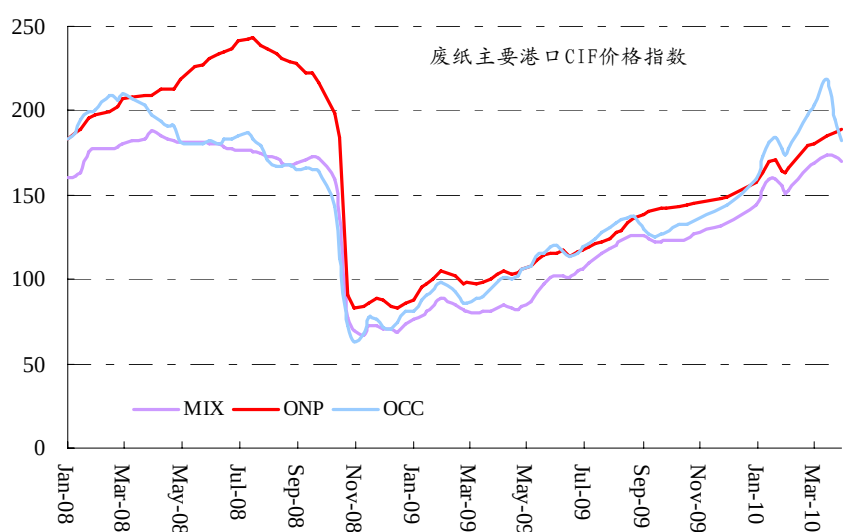
数据来源：国家统计局、国都证券研究所

1.5 近期 OCC 价格出现大幅下跌

我国废纸的 40%来自进口，主要来源区域为美国、欧洲、日本。2008 年下半年废纸价格开始大幅下跌，特别是 10 月份单月废纸价格跌幅就超过 40%，其中旧报纸价格跌幅更是超过 50%。2009 年开始，废纸价格持续上涨，到 2010 年 4 月初，混杂废、旧报纸、旧箱板纸的价格涨幅均超过 1 倍，分别为 121%（涨 92.85 美元/吨）、115%（涨 100.97 美元/吨）、124%（涨 100.52 美元/吨）。

近期废纸价格出现回调，其中废箱板纸近三周下降 36.41 美元/吨（降幅为 16.68%），混杂废价格也有所下降，下降 4.3 美元/吨（降幅为 2.48%），仅有废报纸维持上涨趋势，但是上涨趋势放缓。

图表 9：近期 OCC 价格出现较大幅度调整



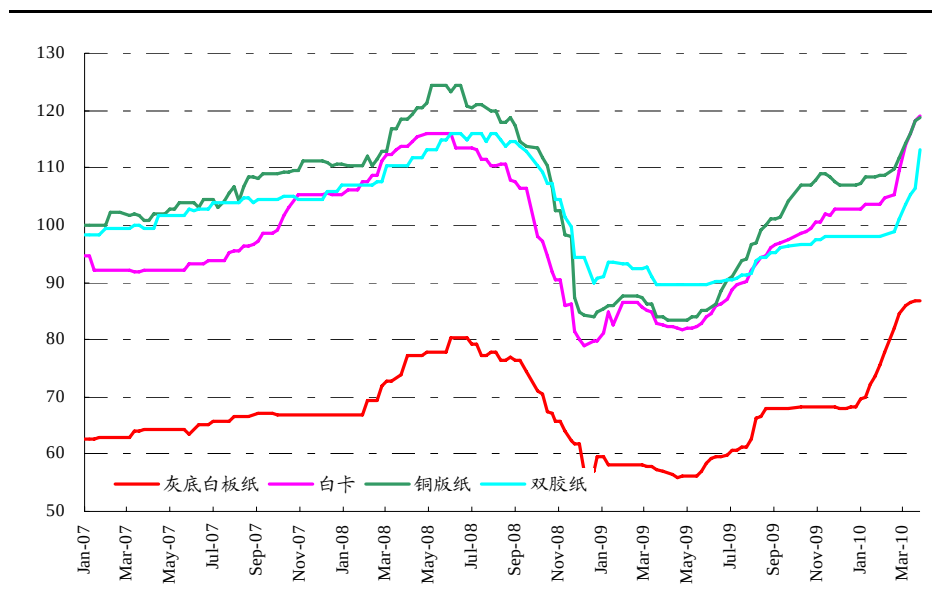
数据来源：纸业联讯

2. 纸价快速上涨，产量快速增长

2.1 成本推动+需求拉动纸价快速攀升

随着国际以及国内宏观经济形势的好转，造纸行业需求明显好转，并且随着国际市场大宗商品价格不断上涨，木浆以及废纸价格快速上涨，为了转移成本压力，纸价上涨势在必行。从纸业联讯提供成品纸的价格指数来看，包装纸中的灰底白板纸、白卡纸价格指数已经较 09 年初分别上涨 45.22%、46.79%，较 10 年年初分别上涨 24.40%（平均涨幅 1014 元/吨，富阳地区因环保问题限产供给减少）、15.62%（平均涨幅 900 元/吨）；文化纸中的铜版纸、双胶纸价格指数较 09 年初分别上涨 39.00%、24.53%，较 10 年年初分别上涨 10.53%（平均涨幅 850 元/吨）、15.39%（平均涨幅 983 元/吨）。根据我们前期调研情况，当前铜板纸、白卡纸、高档双胶纸需求较好，造纸企业库存较低，供应相对偏紧，成本上涨能够较快转嫁至下游，因此这几种纸盈利状况比较好，特别是自制浆较多的企业成本优势更加明显，毛利率水平更高。

图表 10：纸价保持快速增长



数据来源：纸业联讯（纸业联讯成品纸价格指数）

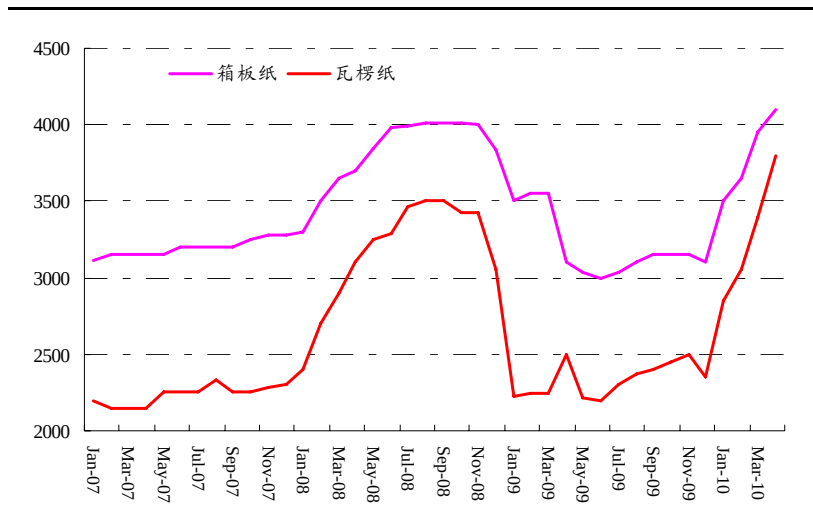
今年 1 月份新闻纸价格提了一次，涨幅在 400 元/吨以上，但是由于去年四季度新闻纸基本未提价导致四季度新闻纸盈利大幅下降，此次提价之后新闻纸盈利状况将会明显好转，但是由于新闻纸需求增长缓慢，成本很难及时转嫁至下游，近期废纸价格有滞涨趋势，对相关上市公司（华泰股份）是一个利好。

今年箱板纸和瓦楞纸形势明显好转。年初至今，箱板纸和瓦楞纸分别上涨 600 元/吨、950 元/吨，涨幅分别为 17.14%、33.33%，一扫 09 年的颓势，09 年虽然废纸价格持续上涨但是箱板纸和瓦楞纸并没有出现同步的大幅上涨，这就挤压了箱板纸和瓦楞纸的盈利空间。2010 年 1-2 月份，箱板纸产量同比增长 34.85%，瓦楞纸箱产量同比增长 19.23%，这从另一个角度证明了当前箱板纸和瓦楞纸较好的盈利能力。

我们认为纸价能够上涨是结合了成本的推动以及需求拉动两个因素的影响，造纸行业是一个充分竞争的行业很难获得超额利润，所以行业的毛利率水平不会无限制的提升，不会持续维持高位，我们认为 16-20% 的毛利率水平是行业合理的盈利水平。只要不出现类似 08 年的经济危机，造纸行业的盈利能力能够持续维持在较好水平，高档产

品都能够及时将成长上涨压力传导至下游。

图表 11: 近期瓦楞纸和箱板纸价格快速上涨

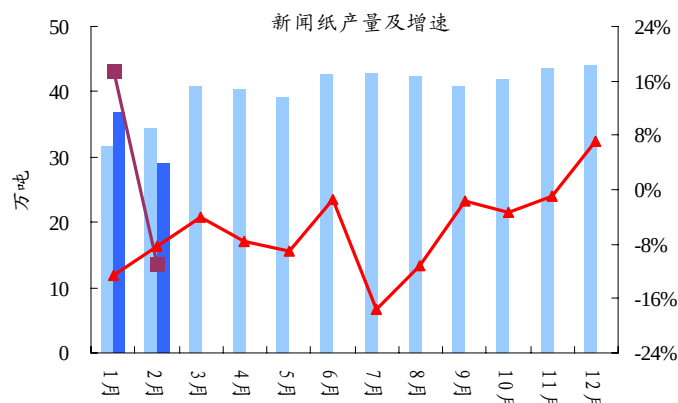
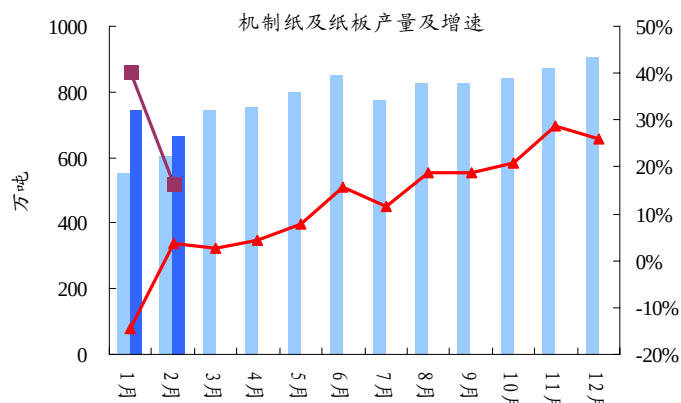


数据来源: 中国纸网

2.2 前两月产量同比增长 27%，卫生用纸增长最快

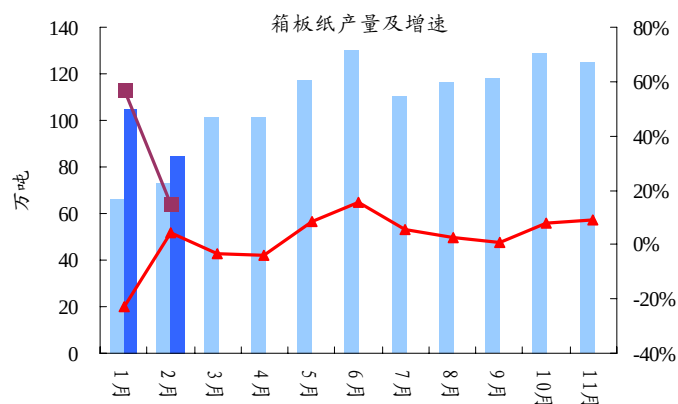
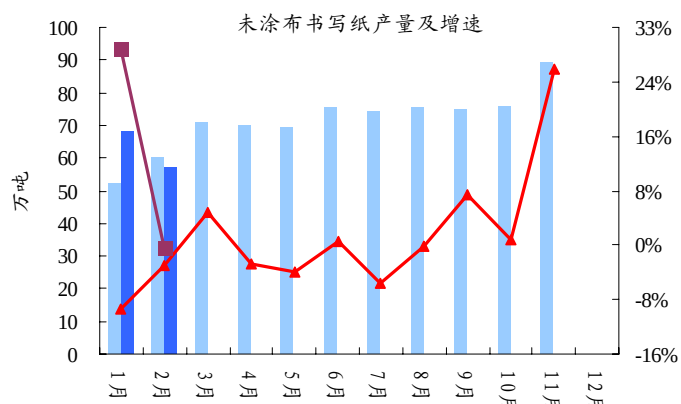
图表 12: 1-2 月机制纸及纸板产量同比增长 27%

图表 13: 新闻纸产量略有增长



图表 14: 1-2 月未涂布书写纸产量同比增长 14%

图表 15: 1-2 月箱板纸产量同比增长 35%



数据来源: 国家统计局、WIND

2009 年,我国机制纸及纸板产量为 9389 万吨,同比增长 12.11%,高于 08 年 8.57% 的增速,我国造纸行业仍然处于快速增长期,并未达到欧美发达国家的平稳期。其中,新闻纸产量同比下降 7.72%,未涂布书写纸基本持平,卫生用纸原纸同比增长 45.37%,

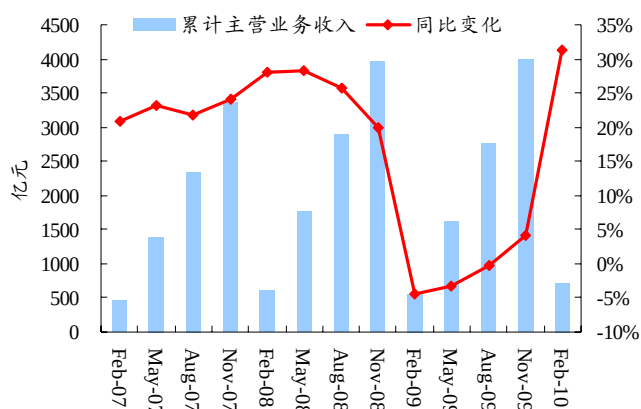
箱板纸产量同比增长 8.12%。

2009 年 1-2 月份，我国完成机制纸及纸板产量 1414 万吨，同比增长 26.67%，其中，新闻纸产量同比增长 3.08%、未涂布书写纸同比增长 13.84%、卫生用纸原纸同比增长 43.44%、箱板纸产量同比增长 34.85%。

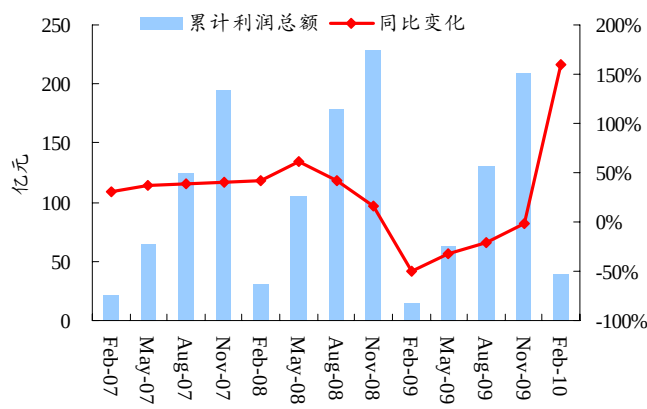
2.3 今年 1-2 月造纸行业营业利润同比增长 160%

近期统计局公布了造纸行业 1-2 月份的财务数据。2010 年 1-2 月，造纸行业实现营业收入 716.71 亿元，同比增长 31.37%，月均营业收入 358 亿元，与去年全年的月均水平基本持平；实现营业利润 38.94 亿元，同比增长 160.27%；毛利率为 13.51%，较去年 8-11 月份下降了 1.35 个百分点，与去年同期相比提升了 3.11 个百分点；从销售利润率以及成本利润率来看，行业盈利状况持续好转。

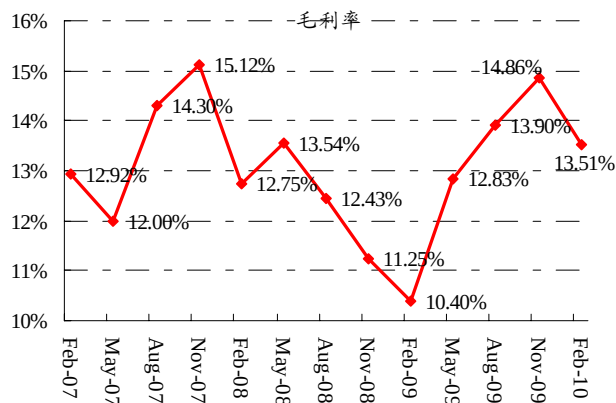
图表 16: 1-2 月造纸行业营业收入同比增长超过 30%



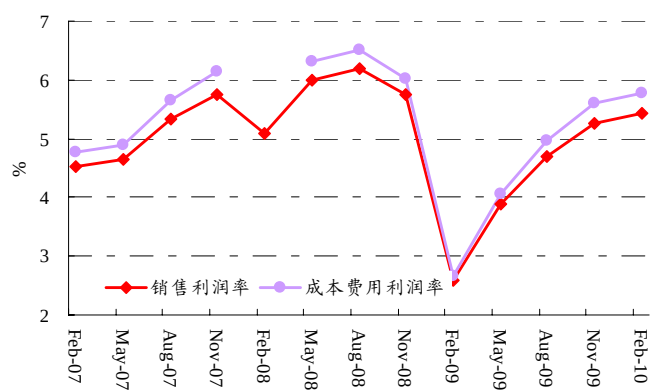
图表 17: 1-2 月营业利润增长超过 1.5 倍



图表 18: 1-2 月毛利率较上期环比略有下降



图表 19: 造纸行业盈利能力基本持续好转



数据来源：国家统计局、WIND

3. 行业盈利能力逐季好转——对已出年报公司的总体分析

3.1 造纸行业（部分已出年报）盈利能力基本与上年持平

申万造纸行业分类中有造纸企业 21 家，其中 9 家公司已经披露年报，包括 ST 天宏、山鹰纸业、华泰股份、ST 国中、美利纸业、冠豪高新、民丰特纸、恒丰纸业、岳阳纸业，该 9 家公司流通市值占比接近 38%。2009 年，以上 9 家公司实现营业收入 159.3 亿元，同比下降 5.53%；实现营业利润 5.60 亿元，同比增长 23.14%；实现归属母公司所有者净利润 14.71 亿元，同比增长 120%。从毛利率来看，09 年毛利率为 17.85%，基

本与 08 年持平，09 年呈现前低后高，08 年呈现前高后低。净利润出现大幅增长主要是由于营业外收入大幅增加所致，09 年营业外收入达到 10.59 亿元，是 08 年的 3.4 倍，营业外收入的快速增长主要是由于华泰股份营业外收入快速增长所致，系公司收购河北诺斯克的一次性收益。

图表 20：已公布年报公司净利润大幅增长

单位：万元	2009年	2008年	同比变化
营业收入	1,592,908	1,686,116	-5.53%
毛利率 (%)	17.85%	17.93%	基本持平
营业成本	1,308,540	1,383,728	-5.43%
资产减值损失	4,350	12,292	-64.61%
销售费用率	4.27%	3.92%	略有上升
管理费用率	5.23%	4.90%	略有上升
财务费用率	4.08%	5.07%	下降1个点
期间费用率 (%)	13.58%	13.89%	基本持平
营业利润	56,019	45,491	23.14%
营业外收入	105,876	31,107	240.36%
营业外支出	2,333	2,374	-1.69%
利润总额	159,562	74,225	114.97%
实际所得税率 (%)	6.91%	8.09%	
净利润	148,540	68,218	117.74%
归属母公司所有者净利润	147,071	66,842	120.03%
净利润率 (%)	9.33%	4.05%	大幅提升

数据来源：天相系统、国都证券研究所整理

3.2 三季度是已经出年报公司盈利最好的一个季度

从分季度数据来看，三季度是毛利率最高的季度，主要是受华泰股份影响较大，华泰股份收入占到已公布年报公司总和的 35%以上，净利润占比更是超过 70%，所以华泰股份的盈利变化在很大程度上代表了已公布年报的部分公司的盈利状况。四季度净利润较多主要是由于华泰股份确认了收购河北诺斯克的非经常性损益，如果扣除此部分影响对全年四个季度的盈利进行排序的话，盈利最好至最差分别是三季度、二季度、四季度、一季度。

图表 21：分季度情况一览

单位：万元	2009Q4	2009Q3	2009Q2	2009Q1
营业收入	431,228	424,081	419,014	318,584
同比增长	23.49%	-2.75%	-16.06%	-20.68%
环比增长	1.69%	1.21%	31.52%	-8.77%
营业成本	359,306	336,640	341,752	270,841
同比增长	19.27%	-5.86%	-15.07%	-16.01%
环比增长	6.73%	-1.50%	26.18%	-10.09%
毛利率	16.68%	20.62%	18.44%	14.99%
期间费用率	13.73%	13.17%	12.67%	15.16%
销售费用率	3.98%	4.36%	4.02%	4.87%
管理费用率	6.06%	4.81%	5.11%	4.87%
财务费用率	3.69%	4.01%	3.54%	5.42%
营业外收入	87,639	4,483	6,799	6,955
营业外支出	558	488	1,090	198
所得税税率	-3.81%	20.26%	22.08%	28.66%
净利润	96,714	26,984	19,138	5,277
同比增长	2913.51%	266.19%	-48.55%	-74.19%
净利润率	22.43%	6.36%	4.57%	1.66%

数据来源：天相系统、国都证券研究所整理

图表 22: 各公司盈利状况一览

代码	公司名称	营业收入	同比变化	毛利率	变化	净利润	同比变化	净利率	基本每股收益
815	美利纸业	100,136	-18.75%	14.70%	下降0.67个百分点	1,080	-84.81%	1.08%	0.05
600187	ST国中	8,462	-2.61%	36.96%	下降9.84个百分点	1,969	-48.71%	23.27%	0.06
600235	民丰特纸	117,034	-2.19%	28.42%	上升9.42个百分点	11,185	1348.11%	9.56%	0.4
600308	华泰股份	582,756	-2.98%	14.78%	下降4.06个百分点	109,227	191.07%	18.74%	1.91
600356	恒丰纸业	113,100	4.04%	28.94%	上升3.02个百分点	10,570	76.02%	9.35%	0.54
600419	*ST天宏	37,354	-22.65%	6.69%	下降0.64个百分点	-2,573	-522.96%	-6.89%	-0.33
600433	冠豪高新	60,820	-4.65%	19.36%	上升6.69个百分点	1,016	-144.76%	1.67%	0.06
600567	山鹰纸业	269,392	-5.77%	15.92%	上升1.94个百分点	6,676	404.57%	2.48%	0.14
600963	岳阳纸业	303,854	-7.14%	18.84%	下降0.65个百分点	9,391	-29.41%	3.09%	0.14

数据来源: 天相系统、国都证券研究所整理

4. 行业估值及策略

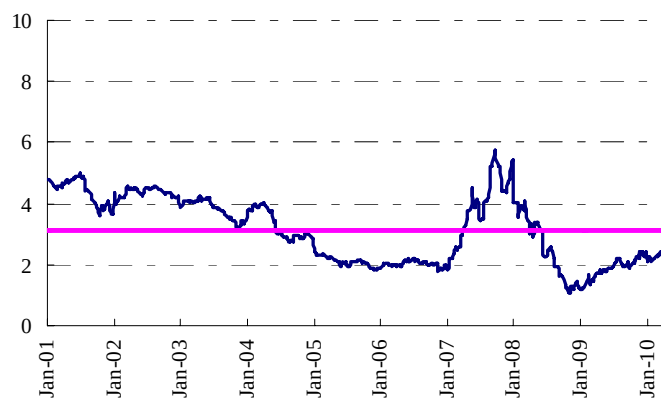
4.1 行业估值情况一览

我们对造纸行业 2000 年以来的 PE、PB 进行了统计, 采用 wind 中的整体法, 并提出亏损的公司。造纸行业历史 PE 平均为 30.7 倍, 当前行业 PE 估值仅有 23.09 倍, 远低于历史平均水平, 并且随着 2010 年造纸行业盈利大幅增长, 行业的估值优势将会更加明显。造纸行业历史 PB 平均为 3.12 倍, 当期造纸行业 PB 估值为 2.41 倍。当前轻工行业估值在 38 倍左右, 造纸行业平均估值明显低于轻工行业水平。

图表 23: 造纸行业历史 PE 一览



图表 24: 造纸行业历史 PB 一览



数据来源: WIND、国都证券研究所整理

4.2 投资策略

当前造纸行业处于景气高点, 当前大部分纸销售情况都很好, 库存水平都处于正常水平, 部分品种库存非常低, 出现供应偏紧的情况。随着春节后, 木浆价格的快速上涨, 部分高档品种应声而涨, 成本上涨压力基本能够传导至下游, 所以总体来看造纸行业的毛利率保持在较高水平。当前, 制浆行业盈利能力已经大幅提升, 所以自制浆能力较强的公司将会获得超额利润。我们认为未来纸价的走势要看木浆以及废纸价格的走势, 如果成本不出现较大幅度上升, 纸价出现较大幅度上涨的可能性非常小。目前废纸价格已经出现回调迹象, 其中 OCC 价格近几周下降了近 17%, 但是我们认为废纸价格出现 08 年那种大幅调整的可能性很小 (一个月内腰斩), 后期废纸价格上涨速度将会放缓, 有可能出现宽幅震荡的趋势。国内木浆价格也出现了调整迹象, 我们认为木浆价格将会略有回调之后高位震荡。总体来看, 我们认为造纸行业将会维持较高的毛利率 (合理范围

在 16-20%)，部分公司将会超过 20%，纸价还存在一定上涨空间，但是空间不大。综合考虑估值情况，我们维持行业“短期-推荐，长期-A”投资评级。另外人民币升值也有望成为行业上涨的催化剂（具体影响详见我们的 2010 年造纸行业年度策略）。

从木浆自给率由高到低排序分别是岳阳纸业、晨鸣纸业、博汇纸业、太阳纸业。综合考虑一季度业绩以及 2010 年业绩增长确定性因素，我们依次推荐太阳纸业(002078)、博汇纸业(600966)、晨鸣纸业(000488)、岳阳纸业(600963)。由于近期箱板纸和瓦楞纸价格大幅上涨，且 1-2 月份箱板纸和瓦楞纸产量的快速增长，可适当关注景兴纸业和山鹰纸业的投资机会。

太阳纸业(002078)：2010 年业绩有望增长 50%，主要增长点有：(1) 去年上半年公司处于盈利的恢复期，所以同期盈利水平处于较低水平；(2) 公司自制浆产能的释放；(3) 23#号机将于 4 月开始试产，预计 6 月份开始贡献利润；(4) 新建 5MW 发电机组今年也将贡献利润。公司目前估值较低，低于行业平均水平，维持公司“短期-强烈推荐，长期-A”投资评级。

博汇纸业(600966)：主要看点是今年新增 35 万吨白卡纸项目，业绩增长确定性比较强。一季报业绩预增 50%以上，也就是说 EPS 在 0.06 元以上，我们认为一季度博汇纸业业绩一般主要是由于新增 35 万吨白卡纸项目处于试产阶段，消耗较大，短期拖累公司业绩增长。二季度该项目将会贡献利润，并且当前白卡纸盈利状况非常好，因此维持公司“短期-强烈推荐，长期-A”投资评级。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化、化工	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	交运、造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			