

中性（维持）

景气高位缓慢下降

2010 年 6 月 9 日

造纸行业 2010 年中期投资策略

上证指数

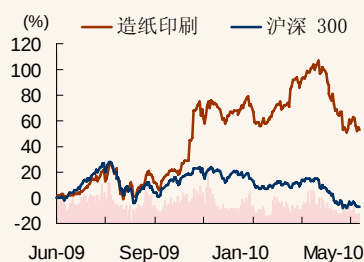
2512

行业规模

		占比%
股票家数（只）	33	2.0
总市值（亿元）	1104	0.6
流通市值（亿元）	851	0.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10.8	-14.5	47.0
相对表现	-5.8	12.0	55.2



相关报告

1、《造纸行业 2010 年二季度投资策略-行业处于高景气》2010/04/13

王旭东

021-68407681
wangxd@cmschina.com.cn
S1090203100044

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn
S1090209030275

我们认为 10 年造纸子行业景气排序为：文化纸（双胶纸、书写纸）、高档包装纸（白卡纸/白板纸）、低档包装纸（瓦楞纸/箱板纸）、铜版纸、新闻纸。

□ 年初以来行业景气逐步回落。2009 年我国造纸工业主要产品产量为 8640 万吨，销量为 8569 万吨，同比分别增长 8.27%、7.99%，进出口量分别为 107 万吨、108 万吨，同比分别增长-6.70%、0.50%。2010 年 1-4 月我国造纸工业主要产品产量为 3128 万吨（同比增长 3.07%），进出口分别增长 27.79%、19.09%。4 月产量同比增速 13.64%，自年初以来，增速逐步回落。

□ 成本压力有所缓解

（1）前期浆价不利因素逐渐缓解

（2）布局原料资源，成为行业流行趋势

□ 过剩是永恒的主题。近期工信部公布的 18 个行业今年淘汰落后产能的具体目标，其中确定造纸行业将淘汰 432 万吨，比原计划 53 万吨落后产能目标大幅增加了 379 万吨。但 432 万吨相对于行业近 9000 万吨的产量，并不能从根本上改变行业产能过剩对高位景气进一步提升的制约。

□ 近期部分纸种受产能释放压力较大

（1）铜版纸——未来产能的集中释放最大的子行业。

（2）文化纸——受益国家淘汰落后产能政策。

（3）包装用纸——受益经济发展与落后产能淘汰双重利好。

（4）新闻纸——增长动力不足。

□ 行业标配，配置可选子行业景气度高或原料控制力强的公司。公司配置可选子行业景气度高或受益于人民币升值的公司。

（1）子行业景气公司；

（2）原料进口受益于人民币升值的公司。

公司排序为：岳阳纸业、博汇纸业、太阳纸业、晨鸣纸业。

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	PB	评级
岳阳纸业	7.80	0.14	0.30	0.35	54	26	1.7	审慎推荐-A
博汇纸业	7.38	0.40	0.61	0.70	19	12	1.3	审慎推荐-A
太阳纸业	21.7	0.95	1.21	1.41	23	18	3.6	审慎推荐-A
晨鸣纸业	6.94	0.41	0.51	0.64	17	14	1.1	审慎推荐-A
华泰股份	9.82	1.69	0.67	0.80	6	15	1.1	中性-A
景兴纸业	6.47	0.08	0.32	0.41	80	20	1.5	中性-B

资料来源：招商证券

正文目录:

一、造纸行业年初以来景气有所回落	4
二、成本压力有所缓解	6
(一) 浆价将继续回落	6
(二) 布局原料资源, 成为行业流行趋势	7
三、过剩是永恒的主题	9
四、近期部分纸种受产能释放压力较大	10
(一) 铜版纸——未来产能的集中释放最大的子行业	10
(二) 文化纸——受益国家淘汰落后产能政策	12
(三) 包装用纸——受益经济发展与落后产能淘汰双重利好	14
(四) 新闻纸——增长动力不足	16
(五) 公司选择——可选子行业景气度高或受益于人民币升值的公司配置	17
五、附录: 行业运行数据	21
(一) 国内各纸种价格走势	21
(二) 国际各纸种价格走势	23
(三) 废纸、纸浆价格走势	24

图表目录:

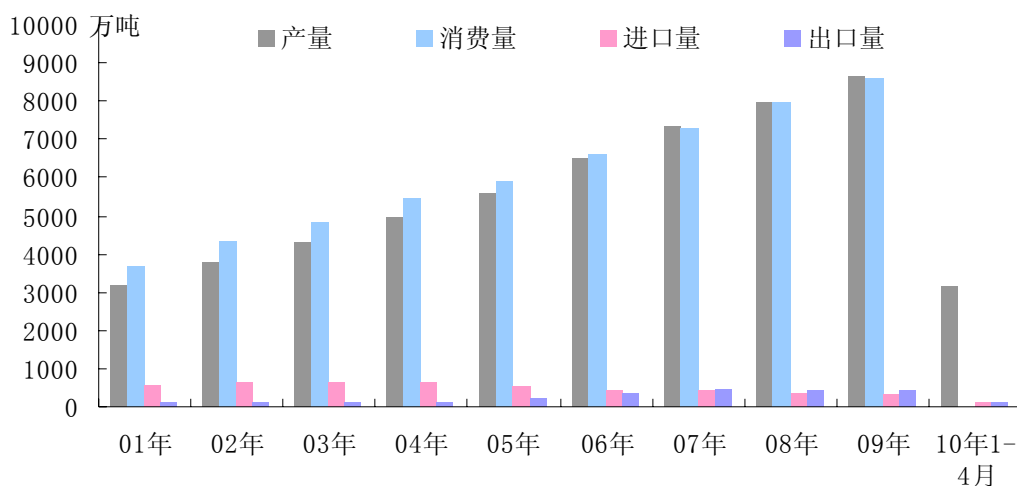
表 1: 主要纸浆净出口国	7
表 2: 世界工业原木进出口总量和各国占有率变化	7
表 3: 晨鸣纸业湛江林纸一体化项目情况	8
表 4: 华泰股份林纸一体化项目	8
表 5: 太阳纸业“林浆纸一体化”项目情况	9
表 6: 岳阳纸业骏泰公司“怀化项目”情况	9
表 7: 岳阳纸业湖南茂源林业 14 万公顷工业原料林基地建设项目	9
表 8: 10-11 年铜版纸新增产能情况	11
表 9: 文化用纸 10-12 年新增产能情况	13
表 10: 文化用纸 08-11 年产能及产量情况	13
表 11: 包装用纸 08-11 年产能及产量情况	14
表 12: 新闻纸 08-11 年产能及产量情况	16
表 13: 重点公司列表	18
表 14: 国际造纸行业估值情况	19

图 1: 我国机制纸及纸板产量及进出口情况	4
图 2: 我国机制纸单月产量及同比增速	4
图 3: 造纸行业经济效益指标.....	5
图 4: 行业累计利润及同比增长	5
图 5: 行业固定资产投资—对应产能扩张情况图	6
图 6: 纸张平均成本机构图	6
图 7: 长期我国木浆进口处于上升趋势中	8
图 8:我国造纸行业关停落后产能情况.....	10
图 9: 造纸行业主要产品 09 年产销情况	10
图 10: 铜版纸 08-11 年产能及产量情况	11
图 11: 铜版纸月度进口比较	12
图 12: 铜版纸月度出口比较	12
图 13: 铜版纸完全成本及吨纸毛利模拟	12
图 14: 铜版纸实际、预测毛利率以及吨纸毛利走势图.....	12
图 15: 双胶纸月度进口比较	14
图 16: 双胶纸月度出口比较	14
图 17: 白卡纸完全成本及吨纸毛利模拟	15
图 18: 白卡纸实际、预测毛利率以及吨纸毛利走势图.....	15
图 19: 白板纸月度进口比较	15
图 20: 白板纸月度出口比较	15
图 21: 箱板纸完全成本及吨纸毛利模拟	16
图 22: 箱板纸实际、预测毛利率以及吨纸毛利走势图.....	16
图 23: 新闻纸月度产量比较	17
图 24: 新闻纸月度出口比较	17
图 25: 新闻纸完全成本及吨纸毛利模拟	17
图 26: 新闻纸实际、预测毛利率以及吨纸毛利走势图.....	17
图 27: 新闻纸价格走势	21
图 28: 双胶纸价格走势	21
图 29: 铜版纸价格走势	21
图 30: 白卡纸价格走势	21
图 31: 箱板纸价格走势	21
图 32: 瓦楞纸价格走势	21
图 33: 白板纸价格走势	22
图 34: 轻涂纸价格走势	22
图 35: 牛卡纸价格走势	22
图 36: 牛皮纸价格走势	22
图 37: 轻涂杂志纸(LWC)价格走势-欧洲市场.....	23
图 38: 涂布道林纸(Ctd WF)-欧洲市场	23
图 39: 牛皮卡纸价格走势-欧洲市场	23
图 40: 废纸挂面纸板 T2 价格走势-欧洲市场	23
图 41: 欧洲新闻纸价格走势	23
图 42: 美国新闻纸 30lb 价格走势.....	23
图 43: 北方漂白软木牛皮浆(NBSK) -美国市场	24
图 44: 北方漂白软木牛皮浆(NBSK) -欧洲市场	24
图 45: 美废、日废价格走势	24
图 46: 硬木牛皮浆价格走势 BHKP-欧洲市场	24
图 47: 针叶浆价格走势	24
图 48: 阔叶浆价格走势	24

一、造纸行业年初以来景气有所回落

前期原料价格不断上涨、产能恢复及投放的加快阻滞纸价进一步上涨，造纸行业景气从年初以来，有所回落。

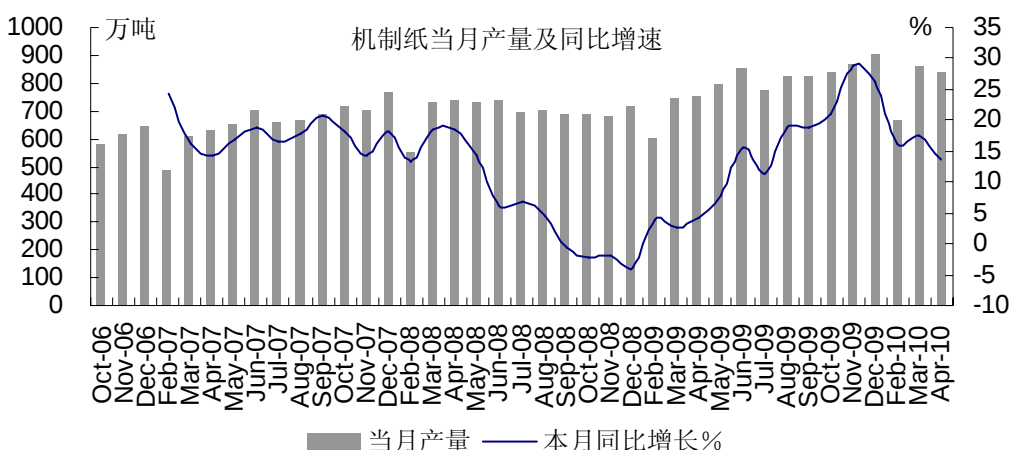
图 1：我国机制纸及纸板产量、进出口情况



资料来源：中国纸网

2009 年我国造纸工业主要产品产量为 8640 万吨，销量为 8569 万吨，同比分别增长 8.27%、7.99%，进出口量分别为 107 万吨、108 万吨，同比分别增长-6.70%、0.50%。2010 年 1-4 月我国造纸工业主要产品产量为 3128 万吨（同比增长 3.07%），进出口分别增长 27.79%、19.09%。4 月产量同比增速 13.64%，自年初以来，增速逐步回落。

图 2：我国机制纸单月产量及同比增速

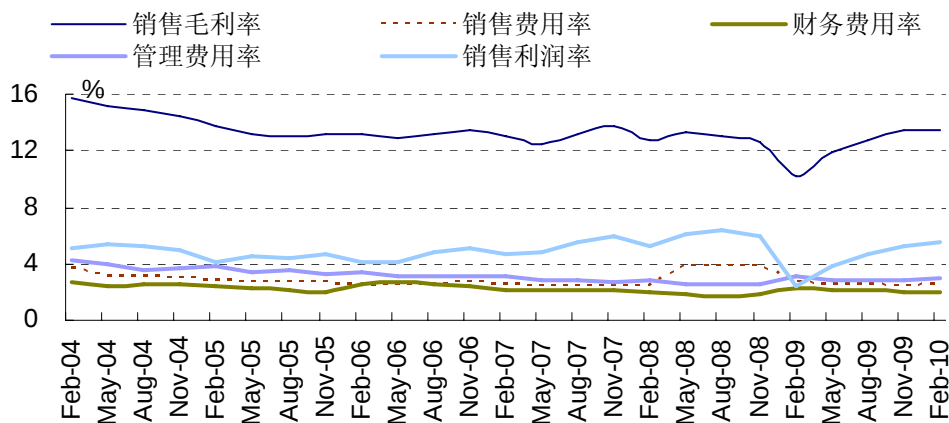


资料来源：中国纸网

造纸行业 2010 年 1-2 月份在财务费用率略有下降，销售费用率、管理费用率有所上升的情况下，行业销售毛利率、销售利润率分别为 13.5%、5.48%，创 09 年来新高。但预计 3 月份后，受原材料涨价及纸价受产能恢复压制的影响，销售毛利率、销售利润率

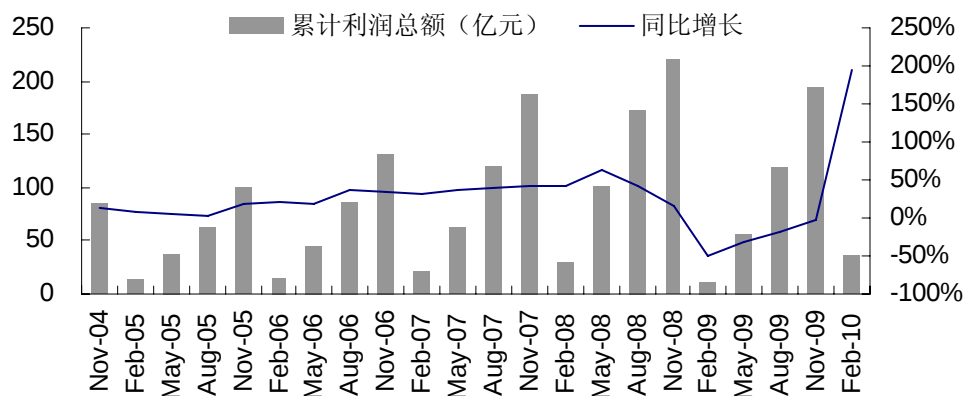
会有所下降。

图 3：造纸行业经济效益指标



资料来源：招商证券

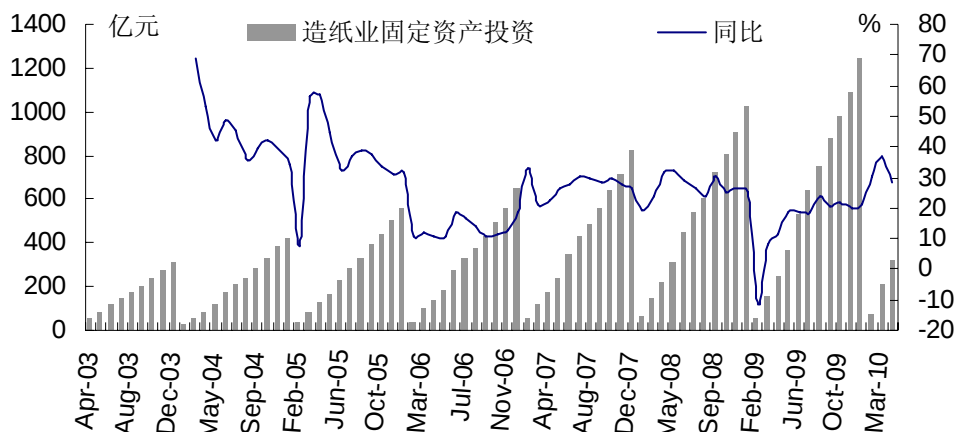
图 4：行业累计利润及同比增长



资料来源：招商证券

造纸行业 2010 年 1-2 月份累计利润总额为 69.69 亿元，同比增长 195%，同比涨幅创历史新高。

图 5：行业固定资产投资—对应产能扩张情况图

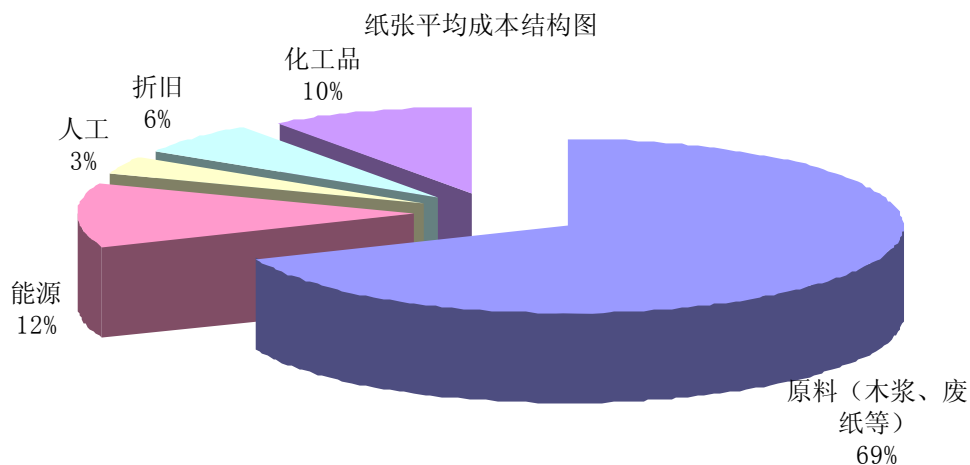


资料来源：WIND

随着行业基本面的改善，固定资产投资稳步提升，4 月份同比增速为 28.5%，超过 07 年平均增速，同样说明景气处于高位。

二、成本压力有所缓解

图 6：纸张平均成本机构图



资料来源：招商证券

（一）浆价将继续回落

前期浆价不利因素逐渐缓解：

（1）芬兰工人罢工（芬兰约占我们进口的 2%）

UPM 芬兰 Kymi 罢工结束：UPM 芬兰 Kymi 纸浆厂工人罢工从 4 月 21 日开始罢工，并于当日晚上 9 点结束。生产线已于 22 日早上恢复生产，未来几天内生产都将恢复生产水平。

（2）瑞典浆纸行业罢工

瑞典纸业罢工结束：经过 11 天的罢工，瑞典造纸工人工会已结束了罢工。各方同意了在未来 22 个月之内分两步使得低收入员工加薪 3.3%，高收入员工加薪 2.9%。工会表示从 4 月 16 日开始停产的 6 家纸厂已在周一晚上恢复生产。假如关于停产及恢复生产的谈判破裂的话，还将有 6 家纸厂加入罢工行列。

（3）智利 8.8 级地震（智利其沿太平洋海岸领域木材生产业务受到影响，智利约占我们进口的 9%。）

智利的 Arauco，生产者是世界上最大的纸浆商本周三表示，其已经在地震后恢复了三大工厂，仍有两家工厂有待恢复。

表 1：主要纸浆净出口国

排序	国家	06 年净出口/万吨	07 年净出口/万吨
1	加拿大	1044	1012.4
2	巴西	589.5	626.3
3	瑞典	302.8	307.9
4	智利	256.3	384.7
5	芬兰	242.7	204.9

资料来源：招商证券

（二）布局原料资源，成为行业流行趋势

（1）我国属于人多资源匮乏国家，人均林业资源处于国际排名靠后，进口依存度高，林木进口量由 97 年的世界占比 8% 上升到 07 年的 29%。

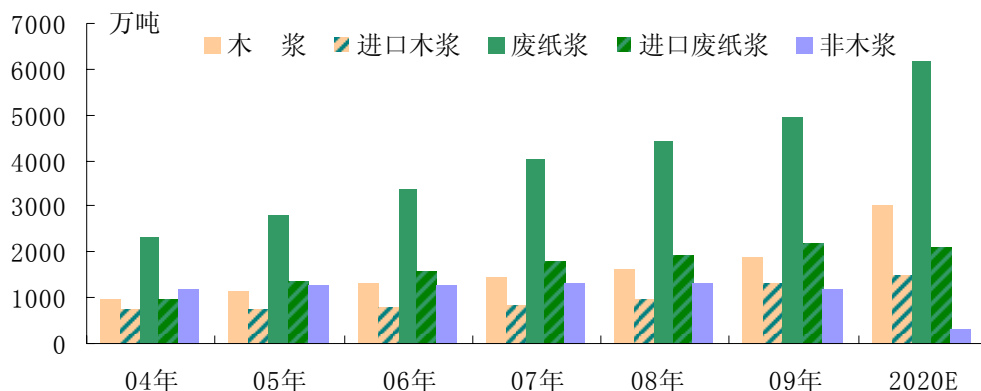
表 2：世界工业原木进出口总量和各国占有率变化

工业原木进口量（万立方米）				工业原木出口量（万立方米）			
1997		2007		1997		2007	
世界总量	9200	世界总量	13400	世界总量	8500	世界总量	13200
日本	22%	中国	29%	俄罗斯	21%	俄罗斯	37%
韩国	9%	芬兰	10%	美国	13%	美国	8%
瑞典	8%	日本	7%	马来西亚	8%	德国	5%
中国	8%	奥地利	7%	新西兰	7%	新西兰	5%
芬兰	7%	瑞典	6%	德国	5%	马来西亚	4%
其他	45%	其他	43%	其他	46%	其他	42%

资料来源：招商证券

（2）各国对资源的战略保护，例如俄罗斯一直准备对出口林木产品征收高额出口关税

图 7：长期我国木浆进口处于上升趋势中



资料来源：WIND

(3) 我国主要上市公司林纸一体化项目情况

1、晨鸣纸业

表 3：晨鸣纸业湛江林纸一体化项目情况

建设内容和规模	建设规模为年产漂白硫酸盐木浆 70 万吨、原料林基地 300 万亩，树种为桉树。
投资额	投资总额人民币 943206 万元，其中浆厂 82 亿元，原料林基地 12 亿元。
建设进度	浆厂建设期 3 年，原料林基地 5 年。浆厂 2006 年 11 月份奠基，2007 年上半年土建开工，林业基地 06 年报说已发展 20 多万亩。
预期收益	浆厂 税后内部投资回报率 13.93%，所得税后投资回收期为 9 年（含建设期 3 年） 原料林基地 税后内部投资回报率 11%，投资回收期 11 年 4 个月（含建设期 5 年）。

资料来源：公司公告、调研、招商证券

2、华泰股份

表 4：华泰股份林纸一体化项目

建设内容和规模	1、60 万亩速生丰产原料林基地工程 2、浆纸工程具体包括年产 30 万吨杨木化学机械浆工程、年产 45 万吨高档铜版印刷纸工程和 2×13.5 万千瓦自备余热发电站项目。
投资额	总计 56 亿元 一部分是 60 万亩速生丰产原料林基地工程，总投资 2.3 亿元； 另一部分是浆纸工程（包括纸浆生产线、铜版纸生产线、新建自备热电厂等建设项目），总投资 53.7 亿元。
资金来源	增发募集资金、公司自筹、银行贷款
建设期	造林 5 年 浆厂建设期 2 年
预期收益	60 万亩速生丰产原料林基地 原料林基地建成后，每年提供纸浆材 97.5 万 m ³ ，年均收入 3.18 亿元，税后内部收益率 24.76%。投资回收期 6.97 年。 浆纸工程。项目达产后，正常年平均销售收入为 50 亿元，年平均税前利润为 7.62 亿元；内部收益率（税后）13.42%，静态税后投资回收期 8.06 年。

资料来源：公司公告、招商证券

3、太阳纸业

表 5：太阳纸业“林浆纸一体化”项目情况

项目背景	项目拟由在老挝设立的独资公司执行，主要从事纸浆林建设、木浆的生产和销售。新公司拟注册资本为 19717 万美元，全部出资由公司自筹。		
项目方案	纸浆林基地	3 万公顷自营示范林基地	
		7 万公顷百姓合作林基地	
		30 万吨/年漂白阔叶木浆厂	
对公司影响	提高公司原料自给率，增强公司的市场竞争力及抗风险能力，推动公司的产业升级。 随着世界木浆产量的增加，市场竞争加剧，同时能源价格不断上涨，可能导致产生经营效益不佳。		
风险分析	项目建设及生产大型设备等物资采购可能出现质量、安全、成本控制等方面的风险。 投资事项尚需中国和老挝政府相关部门批准或备案，存在不被批准的风险。		

资料来源：公司公告

4、岳阳纸业

表 6：岳阳纸业骏泰公司“怀化项目”情况

建设内容	年产 40 万吨漂白硫酸盐木浆	14 万公顷原料林基地（森海林业负责）
投资额	31.7 亿元	11.78 亿元
建设进度	2006 年 6 月动工，目前已投产	已有 80 万亩
项目建设年限	已投产	7 年
		前 5 年完成造林和部分幼林培育任务，后 2 年全部完成幼林抚育。

资料来源：公司公告

表 7：岳阳纸业湖南茂源林业 14 万公顷工业原料林基地建设项目

建设内容	工业原料林基地建设规模为 14 万公顷		
地点	拟定在长沙、株洲、湘潭、岳阳（及洞庭湖周边地区）、娄底、衡阳、郴州共 7 市的 34 个县（市、区）		
投资额	总计 23.81 亿元		
	前三年投入 11.905 亿元，完成 7 万公顷；后四年投入 11.905 万元，完成 7 万公顷。		
资金来源	32.4%自筹、67.6%贷款		
模式	股份制经营		
	租赁经营		
	收购经营		
项目建设年限	7 年		
预期收益	项目计算期（项目的受益期）20 年内，基地生产木材 1618.50 万立方米，销售总收入达 103.28 亿元，年均利润总额 1.86 亿元。项目投资收益率 14.09%，资本金净利润率 29.09%。		
	项目财务内部收益率 13.27%，资本金财务内部收益率 11.92%；项目财务净现值(基准收益率 8%)7.19 亿元；项目静态投资回收期 9.74 年；贷款偿还期 9.82 年。		

资料来源：公司公告

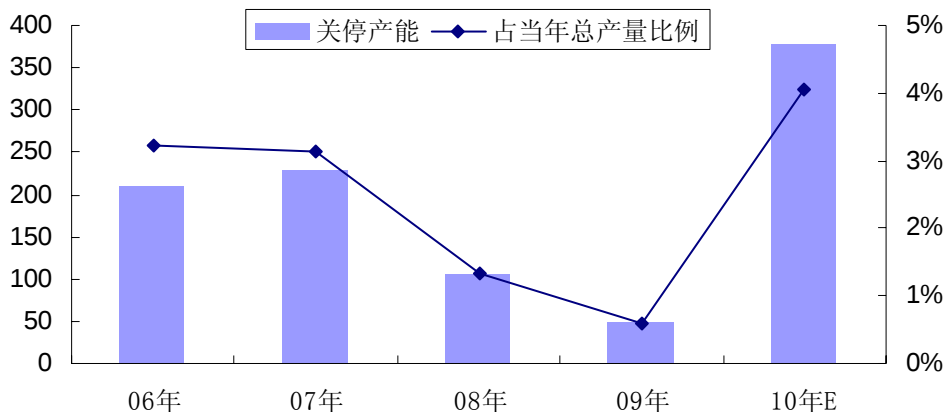
三、过剩是永恒的主题

5 月 27 日，工信部公布了 18 个行业今年淘汰落后产能的具体目标，其中确定造纸行业

将淘汰 432 万吨，比 5 月初国务院在《关于进一步加大力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知》中确定的淘汰 53 万吨落后产能目标大幅增加了 379 万吨。

此政策一定程度上有助于缓解行业过度过剩，相对于 09 年 8640 万吨的产量，作用有限，过剩还是永恒的主题。

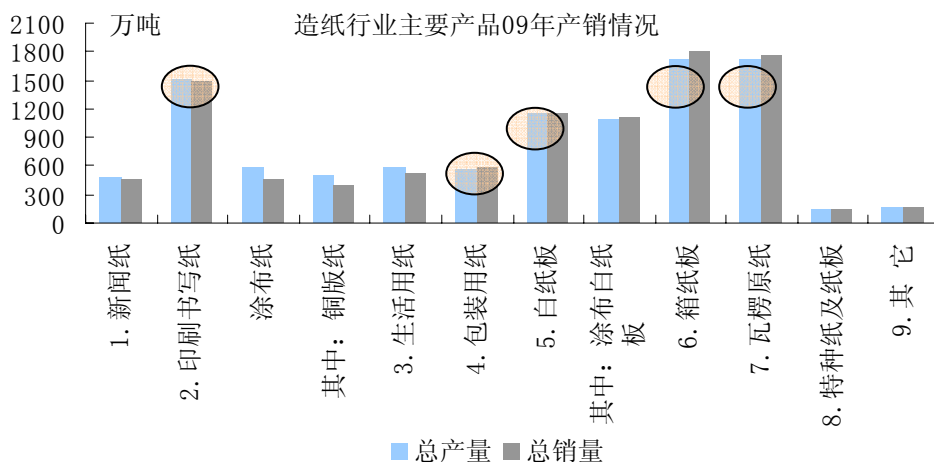
图 8:我国造纸行业关停落后产能情况



资料来源: WIND

四、近期部分纸种受产能释放压力较大

图 9: 造纸行业主要产品 09 年产销情况



资料来源: 招商证券

（一）铜版纸——未来产能的集中释放最大的子行业

1、中短期产能释放压力较大

由于铜版纸的高毛利率，龙头公司纷纷布局，未来主要产能释放集中在 10-12 年，主要产能扩张来自于 APP、王子制纸、晨鸣纸业和华泰股份。

原本于今年2月底宣布推迟到下半年投产的APP海南100万吨铜版纸项目投产时间再做调整，下月开始调试机器，预计最快5月中旬起进入试产阶段。

江苏王子制纸有限公司一期项目建设进展顺利，下月底40万吨铜版纸项目有望投入试运行，并于6月投料，计划秋季前后正式投产。

华泰股份林纸一体化项目是获得国家发改委正式批复、国务院立项的“60万亩速生林、30万吨浆、45万吨高档铜版纸”国家重点项目，项目建成后，铜版纸年产能最高可达80万吨，预计2010年上半年建成投产。

表8: 10-11年铜版纸新增产能情况

厂家	产能(万吨)
APP	160
王子制纸	80
晨鸣纸业	80
华泰股份	80

资料来源：招商证券

图10: 铜版纸08-11年产能及产量情况

	08年	09年	10年E	11年E
产能	597	597	932	977
同比增速%	27.8%	0.0%	56.1%	4.8%
需求	401	443	490	542
同比增速%	9.3%	10.5%	10.5%	10.5%
供需缺口(-)	196	154	442	435
产能过剩(+)				

资料来源：招商证券

2、主要出口地区美国、欧盟壁垒提高

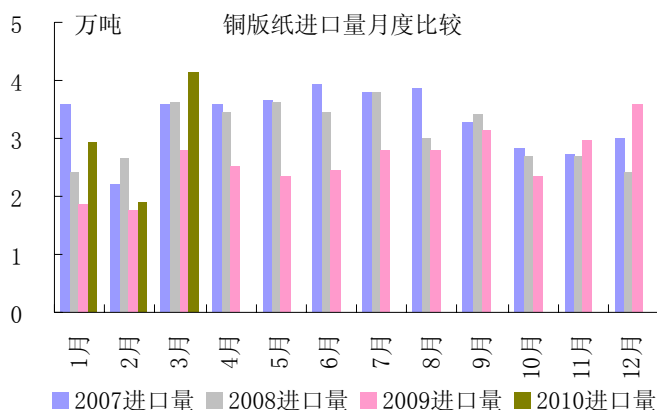
2009年11月6日，美国初步裁定对从我国进口的铜版纸征收“双反”关税。

2010年2月18日，欧盟委员会决定对原产于或进口自中国的铜版纸发起反倾销调查，涉及中国16个纸类产品税号。

2010年3月2日，美国商务部公布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%。

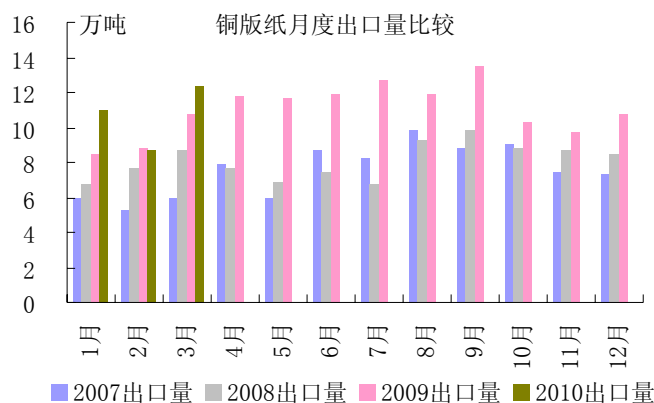
2010年4月17日，欧盟对中国铜版纸进行反补贴立案调查。

图11: 铜版纸月度进口比较



数据来源：中国纸网

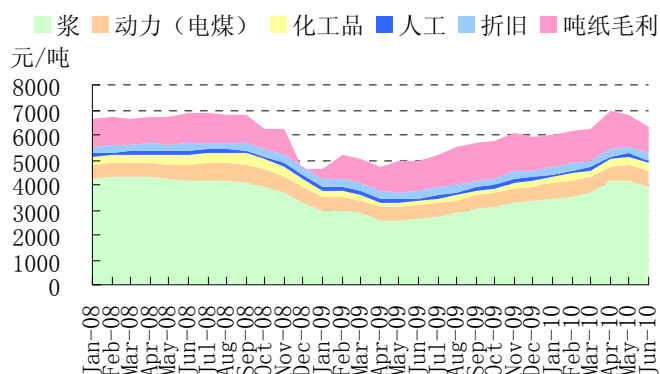
图12: 铜版纸月度出口比较



数据来源：中国纸网

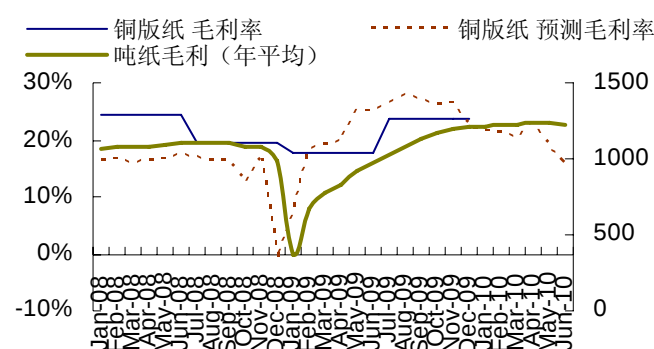
我们预计2010年1-5月平均毛利率及平均毛利约为20.1%及1226元/吨的水平。

图13: 铜版纸完全成本及吨纸毛利模拟



数据来源：中国纸网

图14: 铜版纸实际、预测毛利率以及吨纸毛利走势图



数据来源：中国纸网

（二）文化纸——受益国家淘汰落后产能政策

文化纸（双胶纸、书写纸）中36.4%用于课本，41.5%用于书籍，根据我们策略研究员对未来人口的预测，结合考虑人均用纸量的稳步提升。我们预测10年文化用纸需求增速为11.6%。

根据5月27日，工信部公布的18个行业今年淘汰落后产能的具体目标，造纸行业将淘汰432万吨，比原目标53万吨落后产能目标大幅增加了379万吨。本次新增关停落后产能标大多为文化纸，10年文化用纸景气将强于其他纸种。

有利因素：

- （1） 受益于国家落后产能淘汰政策，其中主要为文化纸生产线；
- （2） 出口情况良好；
- （3） 产能释放主要集中于2012年；

(4) 人民币升值, 进口原料价格相对便宜。

不利因素:

(5) 根据我们的跟踪数据, 在 10-12 年预计有约 663 万吨产能达产;

(6) 根据我们的产能以及需求的预测, 10 年供求缺口/产能过剩 (-/+) 为: 326 万吨, 为各纸种产能过剩压力最小的。

表 9: 文化用纸10-12年新增产能情况

厂家	产能 (万吨)
山东华泰纸业	40
亚太纸业新会	45
河南濮阳龙丰纸业	40
太阳纸业	40
斯道拉恩索(广西)林浆纸	45
广西华劲赣州纸业	38.5
驻马店白云纸业	20
河南鹤壁瑞洲纸业	30
河南新乡新亚	20
芬欧汇川 (常熟) 纸业	140
广西永凯糖业	20
南宁劲达兴纸业	20
晨鸣纸业	45
广西农垦糖业集团	20
其他	99.9
合计	663.4

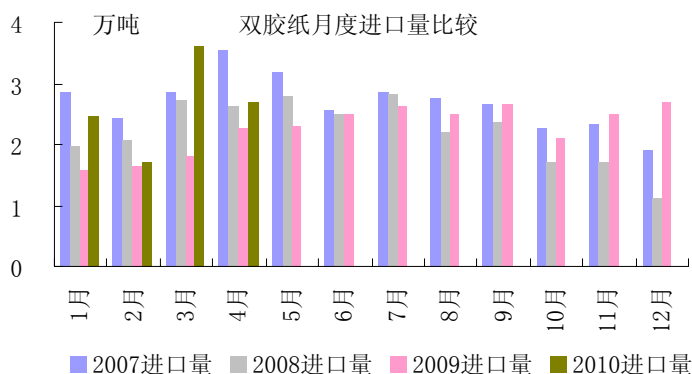
资料来源: 招商证券

表10: 文化用纸08-11年产能及产量情况

	08 年	09 年	10 年 E	11 年 E
产能	1093	1301	1471	1647
同比增速%	0.3%	19.0%	13.1%	12.0%
需求	918	1026	1145	1276
同比增速%	1.3%	11.7%	11.6%	11.5%
供需缺口 (-)				
产能过剩 (+)	175	275	131	175

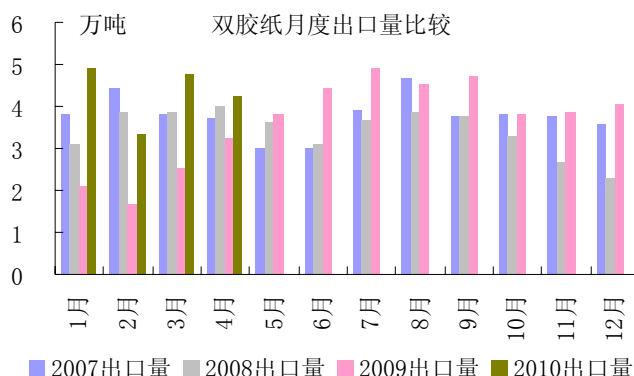
资料来源: 招商证券

图15: 双胶纸月度进口比较



数据来源: 中国纸网

图16: 双胶纸月度出口比较



数据来源: 中国纸网

(三) 包装用纸——受益经济发展与落后产能淘汰双重利好

包装用纸与经济活动高度正相关, 产量占纸和纸板总产量的 58.2%。08 年由于经济危机的影响, 我国出口大幅下挫, 但包装用纸总产量仍保持 14.4% 的增速, 远高于行业 8.6% 的产量增速水平, 这主要得益于我国内需的大幅增长。

(1) 白卡纸/白板纸——受益于消费升级、包装升级。

高档包装纸(白卡纸/白板纸)占包装用纸行业的 35.5%, 受益于国内经济的高速发展以及包装需求的升级, 预计白卡纸/白板纸 10 年需求增速分别为 7.0%、7.3%, 在未来将强于其他子行业。

(2) 瓦楞纸/箱板纸——受益于国内经济高速发展。

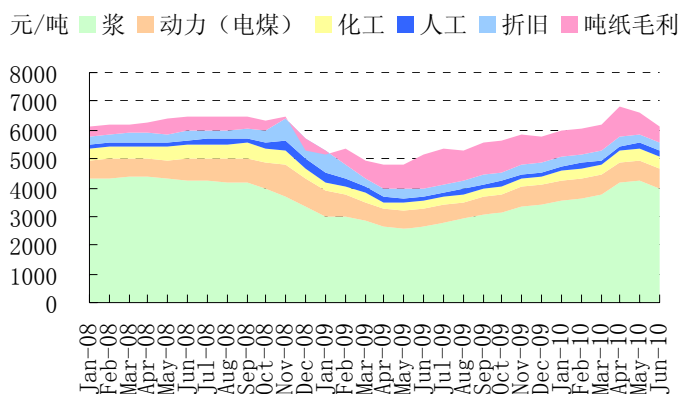
普通包装纸(瓦楞纸/箱板纸)占包装用纸行业的 64.5%, 受益于国内内需的强劲增长, 以及出口的逐步恢复, 对瓦楞纸/箱板纸的需求将保持较高水平的增速, 预计瓦楞纸、箱板纸 10 年需求增速分别为 15.2%、12.6%。

表11: 包装用纸08-11年产能及产量情况

白卡纸	08 年	09 年	10 年 E	11 年 E
产能	817	902	1009	1185
同比增速%	27.3%	10.4%	11.9%	17.4%
需求	569	606	648	696
同比增速%	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%
供需缺口 (-)				
产能过剩 (+)	248	296	361	489
白板纸	08 年	09 年	10 年 E	11 年 E
产能	1121	1331	1573	1809
同比增速%	12.7%	18.8%	18.2%	15.0%
需求	1131	1209	1297	1397
同比增速%	6.5%	6.9%	7.3%	7.7%
供需缺口 (-)				
产能过剩 (+)	-10	122	276	412

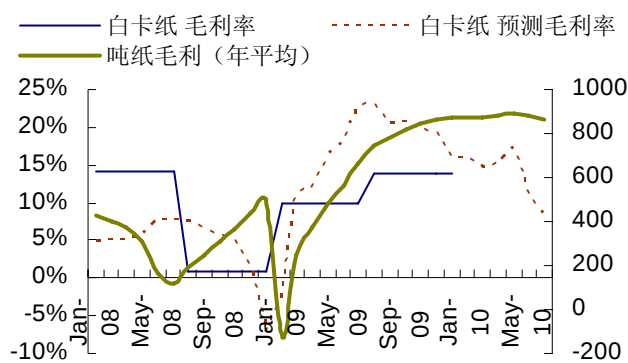
瓦楞纸	08 年	09 年	10 年 E	11 年 E
产能	1619	1902	2189	2553
同比增速%	23.1%	17.5%	15.1%	16.6%
需求	1552	1784	2055	2374
同比增速%	14.6%	14.9%	15.2%	15.5%
供需缺口 (-)				
产能过剩 (+)	67	118	134	179
箱板纸	08 年	09 年	10 年 E	11 年 E
产能	2025	2327	2582	2682
同比增速%	25.3%	14.9%	11.0%	3.9%
需求	1605	1799	2026	2292
同比增速%	11.6%	12.1%	12.6%	13.1%
供需缺口 (-)				
产能过剩 (+)	420	527	556	390

图17: 白卡纸完全成本及吨纸毛利模拟



数据来源: 中国纸网

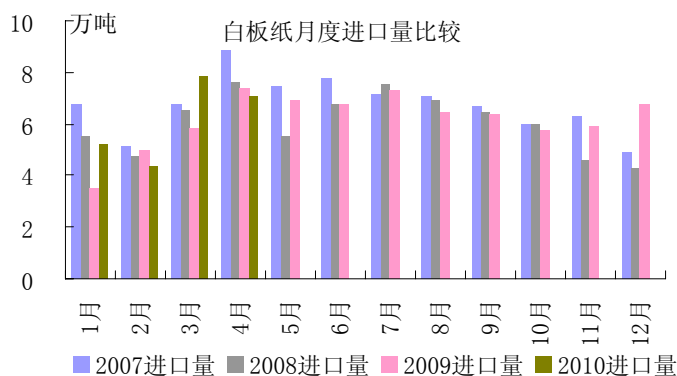
图18: 白卡纸实际、预测毛利率以及吨纸毛利走势图



数据来源: 中国纸网

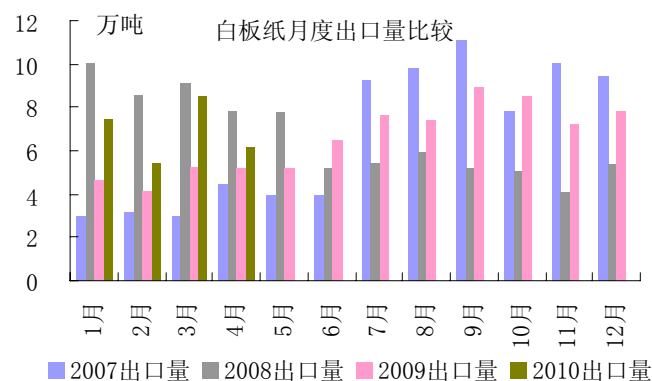
根据我们的模型预测, 2010 年 1-5 月白卡纸平均毛利率及平均毛利分别为 13.8%、878 元/吨。

图19: 白板纸月度进口比较



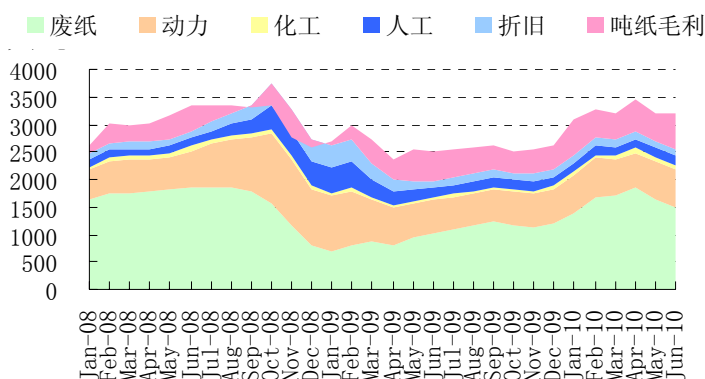
数据来源: 中国纸网

图20: 白板纸月度出口比较



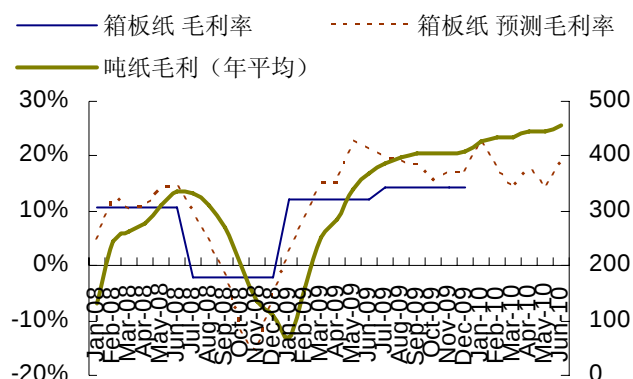
数据来源: 中国纸网

图21: 箱板纸完全成本及吨纸毛利模拟



数据来源: 中国纸网

图22: 箱板纸实际、预测毛利率以及吨纸毛利走势图



数据来源: 中国纸网

目前,根据我们的模型分析箱板纸 2010 年 1-5 月平均毛利率及平均毛利分别为 17.6%、441 元/吨。随着经济复苏的正面影响,尤其是出口的逐步复苏,箱板纸的高毛利率将得以持续。

（四）新闻纸——增长动力不足

随着全球阅读电子化的趋势,新闻纸的需求大幅下降,欧美等发达地区造纸公司已关闭部分造纸生产线。

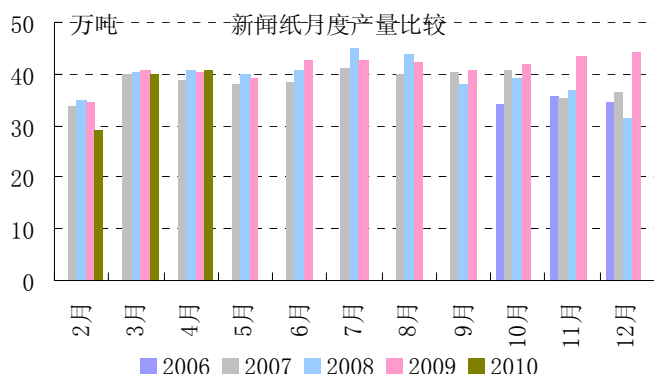
我国新闻纸行业好于欧美发达地区,但前期高增速已难维持。

表12: 新闻纸08-11年产能及产量情况

	08 年	09 年	10 年 E	11 年 E
产能	546	586	626	671
同比增速%	9.4%	7.3%	6.8%	7.2%
需求	426	461	499	540
同比增速%	8.4%	8.3%	8.2%	8.1%
供需缺口 (-)				
产能过剩 (+)	120	125	127	131

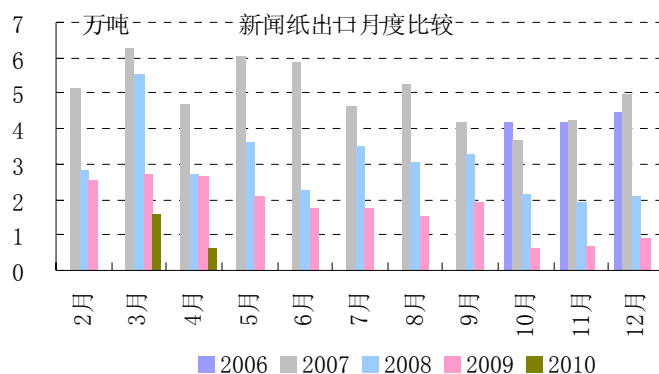
资料来源: 招商证券

图23: 新闻纸月度产量比较



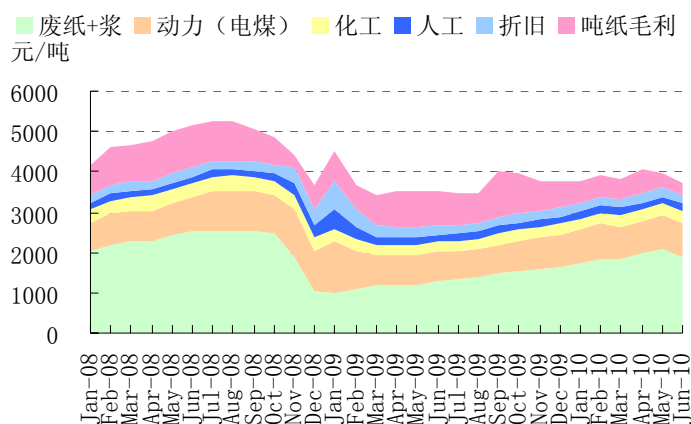
数据来源：中国纸网

图24: 新闻纸月度出口比较



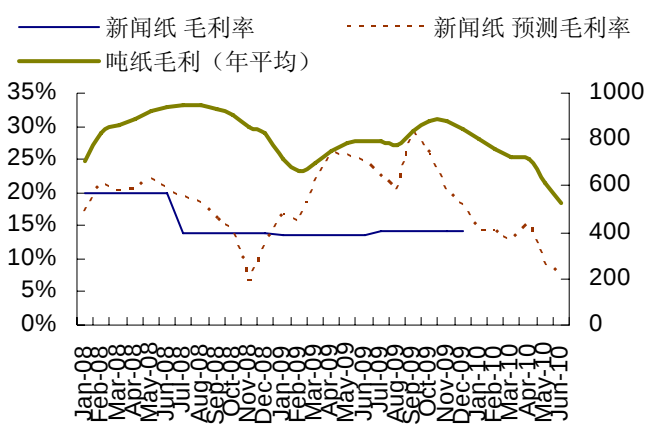
数据来源：中国纸网

图25: 新闻纸完全成本及吨纸毛利模拟



数据来源：中国纸网

图26: 新闻纸实际、预测毛利率以及吨纸毛利走势图



数据来源：中国纸网

根据我们的模型分析新闻纸 2010 年 1-5 月平均毛利率及平均毛利分别为 12.1%、689 元/吨。

（五）公司选择——可选子行业景气度高或受益于人民币升值的公司配置

我们认为 10 年造纸子行业景气排序为：文化纸（双胶纸、书写纸）、高档包装纸（白卡纸/白板纸）、低档包装纸（瓦楞纸/箱板纸）、铜版纸、新闻纸。

公司配置可选子行业景气度高或资源属性偏强的公司，公司排序为：岳阳纸业、博汇纸业、太阳纸业、晨鸣纸业。

表 13: 重点公司列表

重点公司	股价	09EPS	10eps	11EPS	09PE	10PE	11PE	PB	投资评级
岳阳纸业	7.80	0.14	0.30	0.35	54	26	22	1.7	审慎推荐-A
博汇纸业	7.38	0.40	0.61	0.70	19	12	11	1.3	审慎推荐-A
太阳纸业	21.70	0.95	1.21	1.41	23	18	15	3.6	审慎推荐-A
晨鸣纸业	6.94	0.41	0.51	0.64	17	14	11	1.1	审慎推荐-A
华泰股份	9.82	1.69	0.67	0.80	6	15	12	1.1	中性-A
合兴包装	15.53	0.35	0.54	0.72	44	29	22	6.9	中性-A
安妮股份	14.70	0.30	0.55	0.70	49	27	21	4.6	中性-A
美利纸业	5.97	0.03	0.08	0.12	233	72	49	2.0	中性-A
景兴纸业	6.47	0.08	0.32	0.41	80	20	16	1.5	中性-B

资料来源：招商证券

表 14: 国际造纸行业估值情况

市场	公司	最新价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE	PB
中国	全球平均					17	14	12	1.1
	岳阳纸业	7.86	0.14	0.30	0.35	55	26	22	1.7
	博汇纸业	7.42	0.40	0.61	0.70	19	12	11	1.3
	太阳纸业	21.60	0.95	1.21	1.41	23	18	15	3.5
	晨鸣纸业	6.96	0.41	0.51	0.64	17	14	11	1.1
	华泰股份	9.93	1.69	0.67	0.80	6	15	12	1.1
	景兴纸业	6.55	0.08	0.32	0.41				1.5
	福建南纸	4.34							1.7
	晨鸣 B	4.79	0.41	0.51	0.64	12	9	7	0.7
	中国平均水平					12	14	12	1.3
香港	NINE DRAGONS PAP	11.02	0.06	0.53	0.72	18	18	13	2.5
	LEE & MAN MANUFA	5.80	0.16	0.38	0.48	59	15	12	2.8
	晨鸣 H	4.93	0.41	0.51	0.64	12	10	8	0.8
	香港平均水平					30	14	11	2.0
美国	INTL PAPER CO	23.4	2.7	1.8	2.5	31	13	9	1.8
	WEYERHAEUSER CO	42.0	3.6	0.2	1.1			37	2.2
	MEADWESTVACO COR	23.8	1.6	1.4	1.6	23	17	15	1.2
	美国平均水平					27	15	21	1.7
日本	OJI PAPER CO LTD	445	0.1			18	13	11	1.0
	NIPPON PAPER GRO	2663	46			10	16	13	0.7
	DAIO PAPER CORP	680	0.3			54	20	27	0.8
	日本平均水平						16	17	0.8
澳大利亚	PAPERLINX LTD		2.8						
	GUNNS LIMITED	11.92	1.2	0.9	1.3	11	13	9	1.1
加拿大	ABITIBIBOWATER			4	3				
	TEMBEC INC	2		0.1	0		20		0.6
芬兰	STORA ENSO OYJ-R	6.30		0.4	0.5		14	12	0.8
	UPM-KYMMENE OYJ	10.71	0.2	0.5	0.8	14	22	14	0.8
法国	SEQUANA	16.4	0.9	1.5	2.0	12	10	8	3.0
	EXACOMPTA CLAIRE	0.37		0.1	0.5		3	1	0.6
挪威	NORSKE SKOG	10.20	3.9	1.6	1.7	9	6	6	0.7
	BYGGMA ASA	92	17.3			23			0.3
波兰	GRAJEWO	0.02							
	SWIECIE	68	1.8	4.4	5.5	36	15	12	2.8
葡萄牙	SONAE INDUS/NEW	2.13	0.8						0.8
	SEMAPA	7.53	1.5	0.7	0.9	11	12	8	0.7
西班牙	ENCE	2.40	0.5	0.2	0.3		10	9	0.9
	UNIPAPEL SA	10.65	1.8	1.0	1.2	18	10	9	0.9
瑞典	SVENSKA CELL-B	94	1.5	8.2	9.9	14	11	9	1.0
	HOLMEN AB-B SHS	186	2.6	6.8	11.1	17	27	17	1.0
	BILLERUD AB	52	1.0	5.9	5.0	11	9	10	1.3
	发达国家平均水平					20	14	13	1.1

表 14: 国际造纸行业估值情况

市场	公司	最新价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE	PB
----	----	-----	-------	-------	-------	------	------	------	----

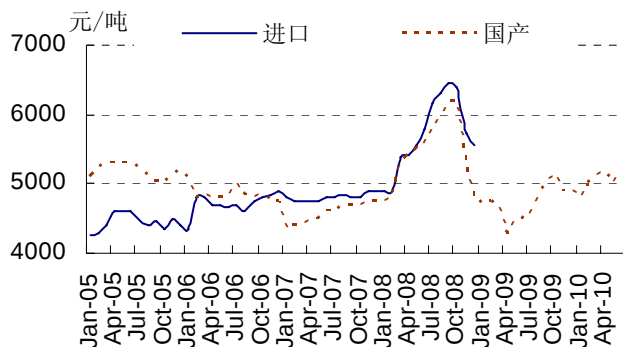
印度	BALLARPUR INDUS	31	0.1			10	11	6	0.9
	ORIENT PAPER	57	0.3	8.6	10.0	7	6	6	1.5
	印度平均水平						9	6	1.2
印度尼西亚	TJIWI KIMIA	1750	0.01			8			0.4
	BARITO PACIFIC	1020	0.00	68.9	113.6	9	15	9	1.1
马来西亚	SAMLING GLOBAL L	0.76	0.00	0.00	0.00				0.7
	LINGUI DEV BHD	1.07	0.04	0.05	0.08		21	14	0.5
新加坡	NEW TOYO INTL	0.24	0.03			4			0.5
	HANSOL PAPER	12850		2128	2356	11			0.7
韩国	EN PAPER MFG CO	4580		2114	2382	7			0.5
	MOORIM PAPER CO	8080	0.4	2109	2255	3			0.5
	HANKUK PAPER MFG	32500		8885	10231	3			0.4
台湾	YUEN FOONG YU PA	11.7	0.02	1.0	1.6	10	12	8	0.8
	LONG CHEN PAPER	9.6	0.01						0.7
	台湾平均水平						12	8	0.7
泰国	THAI CANE PAPER	14.0	0.01			18			1.0
	亚洲国家平均水平								0.7
南非	MONDI LTD	4760	0.62	0.31	0.49	45	17	10	1.1
	SAPPI LTD	2945	0.89	0.02	0.30			13	1.2
	南非平均水平						17	12	1.1
阿根廷	CELULOSA ARGENT	2.98							0.8
	SUZANO PAPEL-PRA	15.96	0.9	1.9	2.0	7	9	8	1.4
巴西	ARACRUZ		0.5						
	VOTORANTIM-PREF		2.1	1.6	2.3				
智利	CMPC	22341	2.4	2.0	2.6	31	21	16	1.3
	MASISA SA	72	0.0	0.0	0.0		27	11	0.7
	南美洲平均水平					19	19	12	1.0

资料来源：招商证券

五、附录：行业运行数据

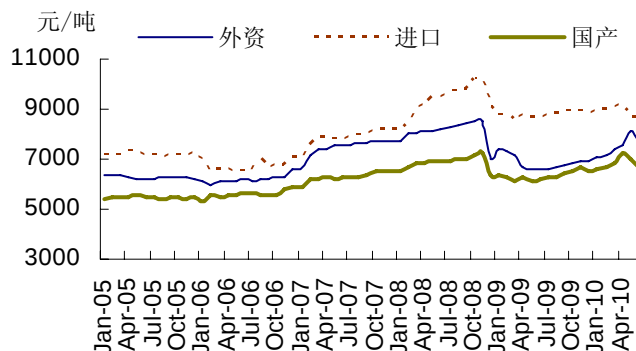
（一）国内各纸种价格走势

图27：新闻纸价格走势



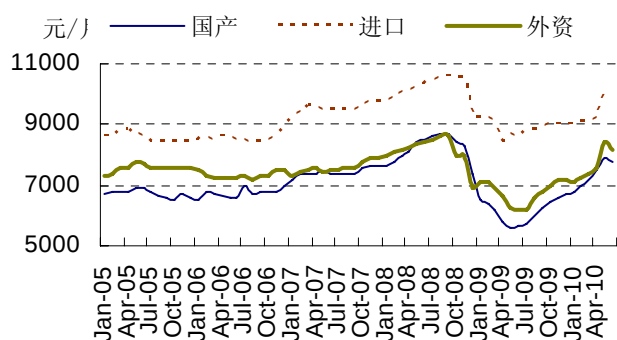
数据来源：中国纸网

图28：双胶纸价格走势



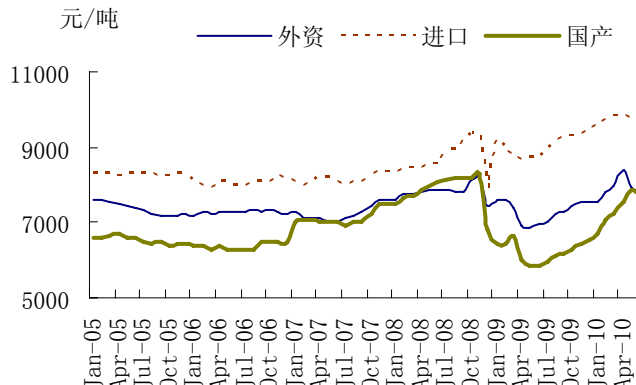
数据来源：中国纸网

图29：铜版纸价格走势



数据来源：中国纸网

图30：白卡纸价格走势



数据源：中国纸网

图31：箱板纸价格走势

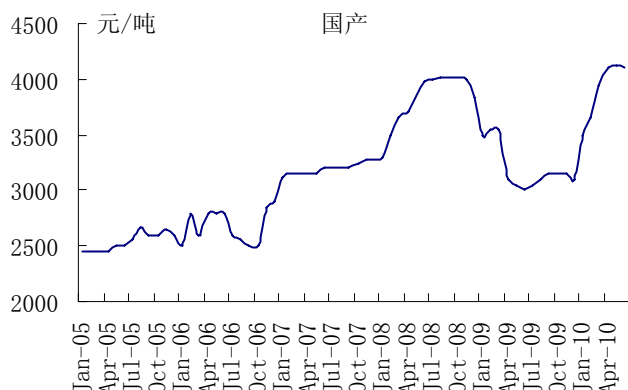
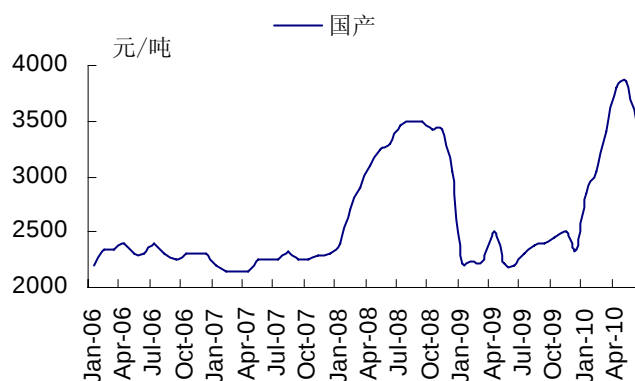


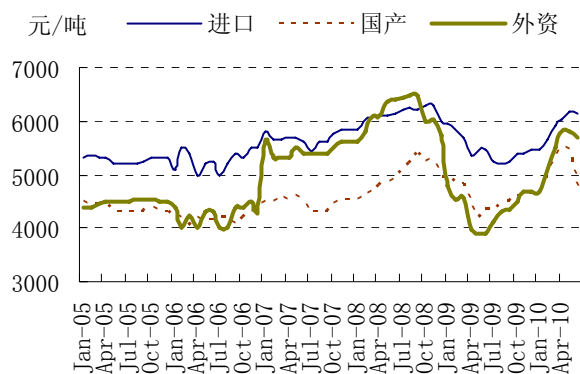
图32：瓦楞纸价格走势



数据来源：中国纸网

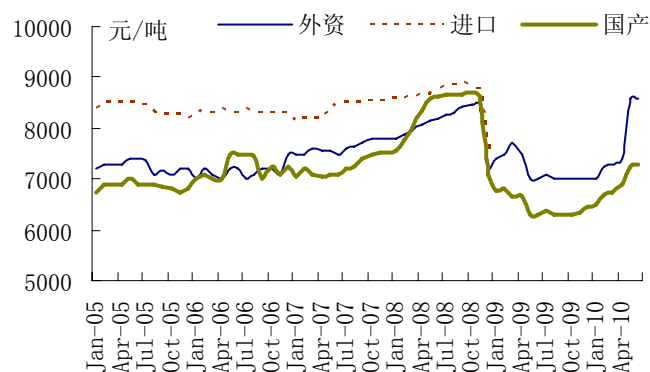
数据来源：中国纸网

图33：白板纸价格走势



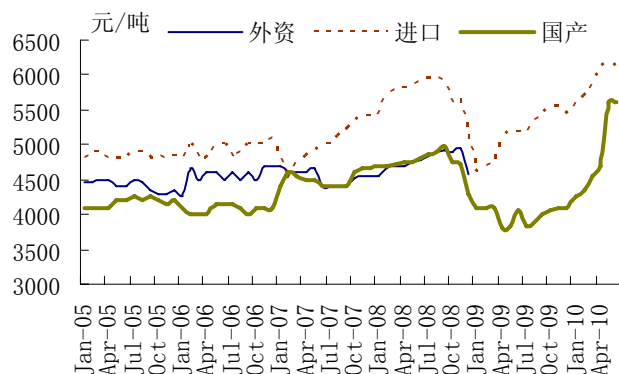
数据来源：中国纸网

图34：轻涂纸价格走势



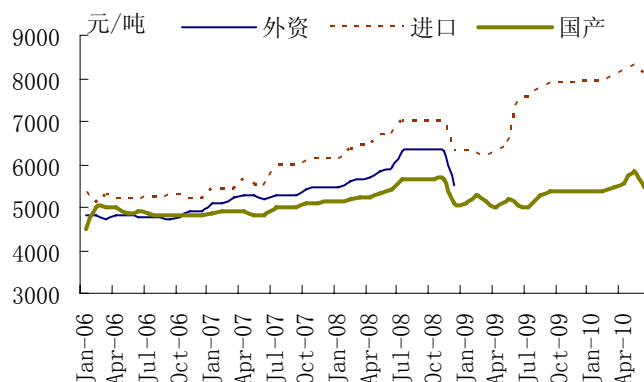
数据来源：中国纸网

图35：牛卡纸价格走势



数据来源：中国纸网

图36：牛皮纸价格走势



数据来源：中国纸网

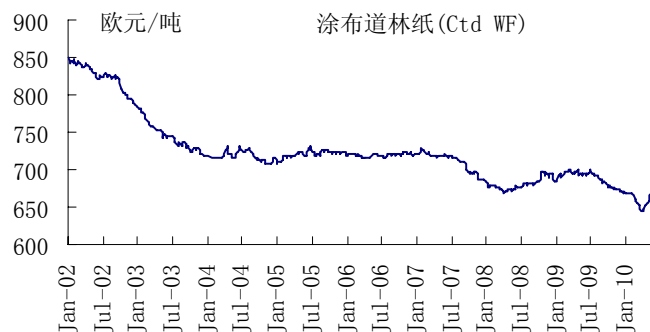
(二) 国际各纸种价格走势

图37: 轻涂杂志纸(LWC)价格走势-欧洲市场



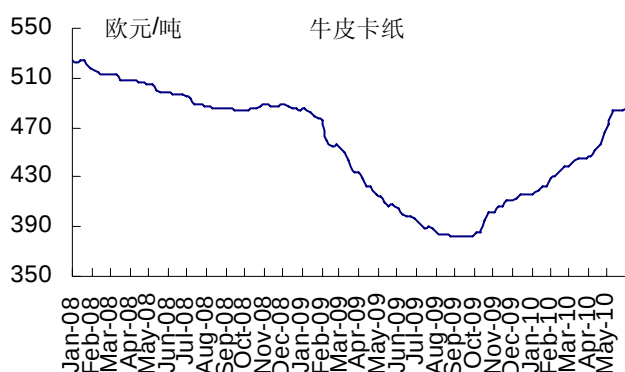
数据来源: 中国纸网

图38: 涂布道林纸(Ctd WF)-欧洲市场



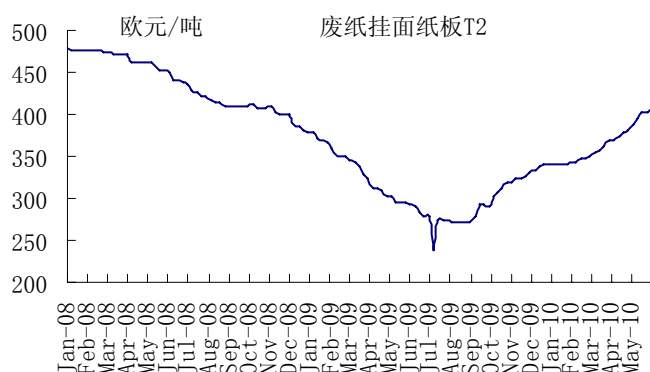
数据来源: 中国纸网

图39: 牛皮卡纸价格走势-欧洲市场



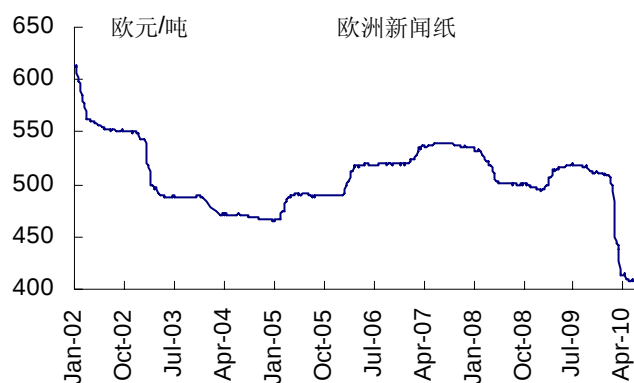
数据来源: 中国纸网

图40: 废纸挂面纸板T2价格走势-欧洲市场



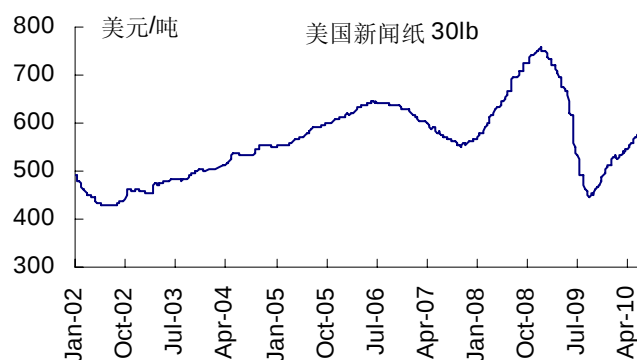
数据源: 中国纸网

图41: 欧洲新闻纸价格走势



数据来源: 中国纸网

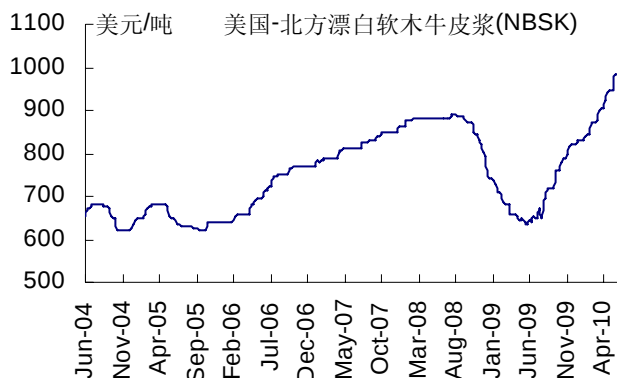
图42: 美国新闻纸30lb价格走势



数据源: 中国纸网

(三) 废纸、纸浆价格走势

图43: 北方漂白软木牛皮浆(NBSK)-美国市场



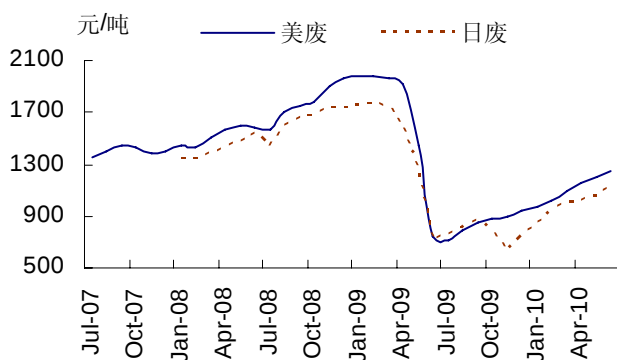
数据来源: 中国纸网

图44: 北方漂白软木牛皮浆(NBSK)-欧洲市场



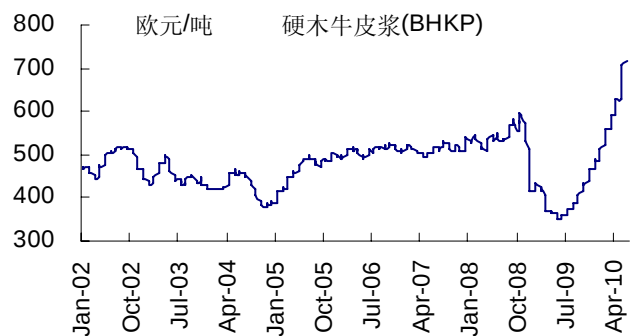
数据来源: 中国纸网

图45: 美废、日废价格走势



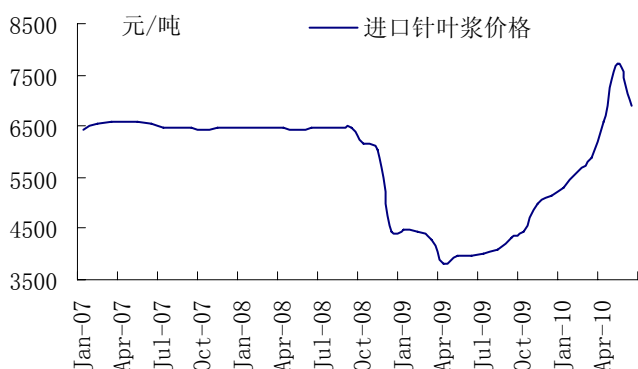
数据来源: 中国纸网

图46: 硬木牛皮浆价格走势BHKP-欧洲市场



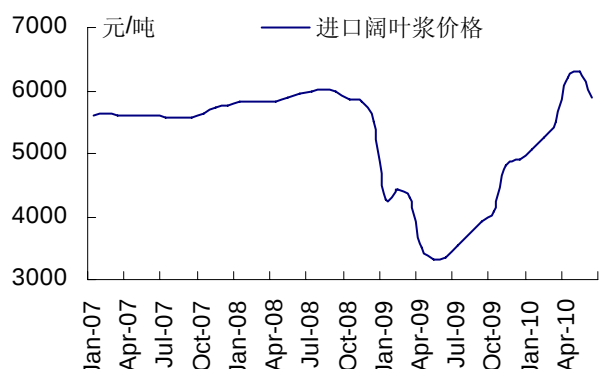
数据来源: 中国纸网

图47: 针叶浆价格走势



数据来源: 中国纸网

图48: 阔叶浆价格走势



数据来源: 中国纸网

参考报告:

- 1、《造纸行业 2010 年二季度投资策略-行业处于高景气》2010/04/13

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王旭东，毕业于西安交通大学和东南大学电子工程系（硕士），七年证券从业经验，现为招商证券造纸、水务分析师。2007 年“21 世纪金牌分析师”公用事业第二名，2008 年“今日投资”公用事业最佳行业分析师，2008 年新财富公用事业第四名（团队）。

濮冬燕，经济学学士，06 年进入招商证券，现任造纸印刷行业研究助理。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。