

造纸包装：将受益于升值预期和盈利能力的改善

纸制品

领先大市-B

上次评级

领先大市-B

报告关键点：

- ☞ 三季度毛利率环比二季度上升；
- ☞ 受益于人民币升值；
- ☞ 细分纸种排序白卡纸、箱板纸、新闻纸、文化纸、铜版纸等
- ☞ 维持领先大市-B的投资评级

报告摘要：

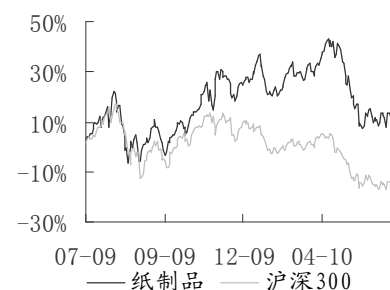
- **三季度行业盈利环比将上升。**数据显示需求环比在改善，预计短期内可以持续；由于原材料价格相对成品纸下跌幅度较大，同时受到1-2个月原材料进货周期的影响，行业总体毛利率水平三季度将环比上升。
- **细分纸种排序白卡纸、箱板纸、新闻纸、文化纸、铜版纸等。**根据细分纸种供需的分析，今年下半年我们认为包装纸的景气程度相对较好，其次是大类文化纸；细分纸种的景气排序，分别为白卡纸、箱板纸、新闻纸、文化纸、铜版纸等。
- **本币升值利好行业。**人民币升值的时间窗口超出此前的预期，经测算本币升值1%可以提升细分纸种的毛利率水平分别在0.42%到0.90%之间
- **维持行业领先大市-B的投资评级。**从目前的估值水平来看，板块PB与A股的比例系数仍处于2002年以来的均值以下。同时，基于行业盈利环比改善的预期以及本币升值的利好，维持行业领先大市-B的投资评级。根据细分子行业的景气排序情况，推荐的上市公司为：博汇纸业、太阳纸业、晨鸣纸业，以及下游包装类公司永新股份、东港股份和合兴包装等。

报告日期

2010-07-01

首选股票	目标价	评级
600966 博汇纸业	13.75	买入-A
600963 岳阳纸业	10.5	买入-A
002067 景兴纸业	9.46	增持-A
002228 合兴包装	17.1	增持-A
000488 晨鸣纸业	10.6	买入-B
002014 永新股份	21	买入-B
600210 紫江企业	9	增持-A
600978 宜华木业	8	买入-A
002117 东港股份	28	买入-A
600235 民丰特纸	11	增持-A

12个月行业表现



研究员

郭振举

行业分析师

010-66581621

guozj@essence.com.cn

证书编号

S1450210010308

前期研究成果

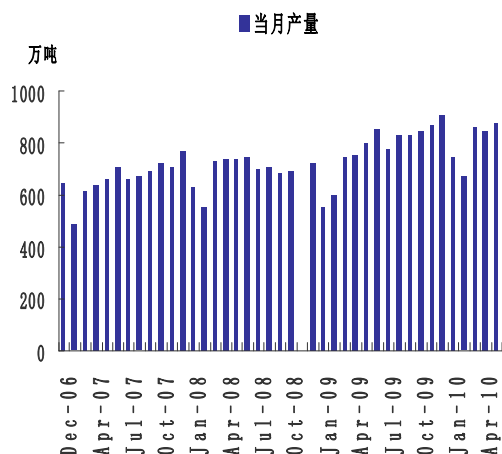
- 造纸包装：供给收缩与本币升值双受益
2010-06-07
- 造纸包装：行业总体恢复到正常态势
2010-05-07
- 造纸包装：成本上升推动各类纸品价格提升
2010-04-06
- 造纸包装：包装类纸品反弹力度加大
2010-02-02
- 造纸：景气持续好转、结构分化明显
2009-11-30
- 造纸包装：向好的趋势已经形成
2009-11-05
- 2009 亚洲浆纸年会会议纪要
2009-09-23

1. 三季度行业盈利环比将上升

1.1. 数据显示需求环比在改善

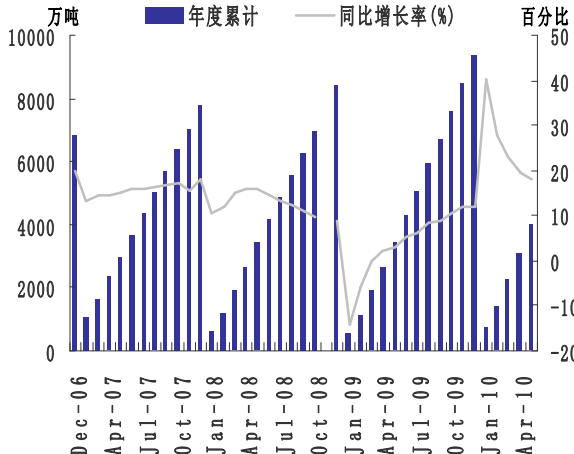
纸与纸板 2009 年生产量在同比 2008 年上升 12% 的基础上, 今年 1-5 月份, 国内纸及纸板累计生产量 4018 万吨, 同比增长 18.05%; 5 月份单月产量 878 万吨, 比四月份上升 33 万吨, 显示需求仍在改善。

图 1 纸品月度产量



数据来源: WIND 安信证券研究中心

图 2 年度累计及同比增速

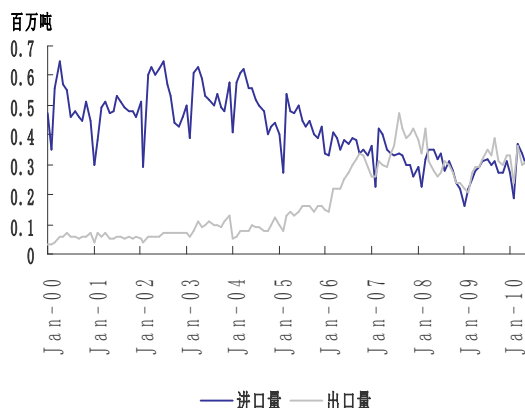


数据来源: WIND 安信证券研究中心

从进出口的情况里看, 外需没有明显下降的迹象。纸与纸板进出口数值的最高峰在 2009 年 9 月份出现后, 虽然 10、11 月份的进出口数据有所下降, 但 12 月份的数据开始好转, 最近几个月的进出口数据相对比较稳定, 5 月份已经由上月的净进口转为净出口。纸浆的月度进口量自 3 月份以来环比一直在下降, 5 月份对比上月下降 14 万吨, 主要原因是今年前几个月浆价的持续上涨。

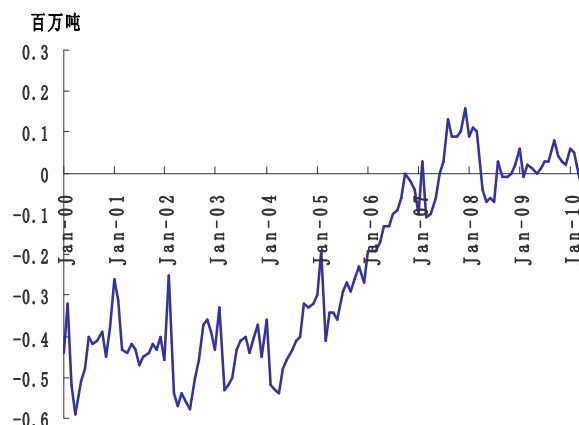
图 3 纸品月度进出口情况

纸与纸板的月度进出口情况



数据来源: BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 4 纸品月度净出口数量



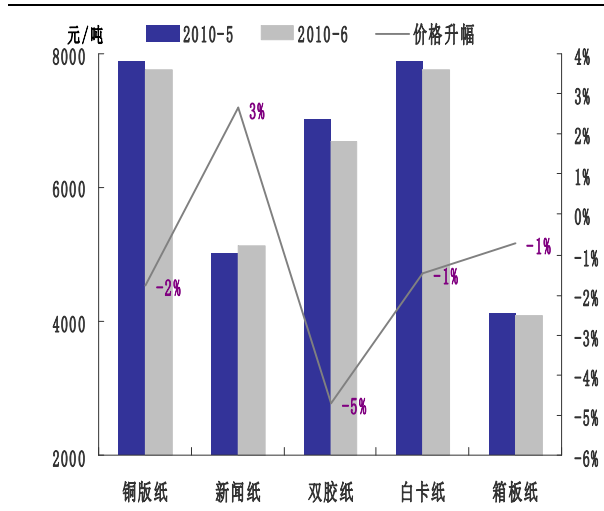
数据来源: BLOOMBERG 安信证券研究中心

关于三季度需求的可持续性, 市场上存在一定的分歧, 我们相对持有一种比较乐观的看法, 主要认为即便外需有了较大的下滑, 短期内需不会出现太大的问题。首先是成品纸绝对出口量较少, 占到纸品总量的 5% 以内; 即使考虑到由于出口间接带动包装类纸品的消费, 那么对应 5 月份出口增速的超预期, 三季度外需应该不会有明显的萎缩; 其次是全球经济二次探底的可能性不大, 即便由于国外主权债务危机等因素造成经济衰退, 时间上不会很快并且幅度要小于 2008 年的衰退程度。

1.2. 毛利率水平三季度环比将上升

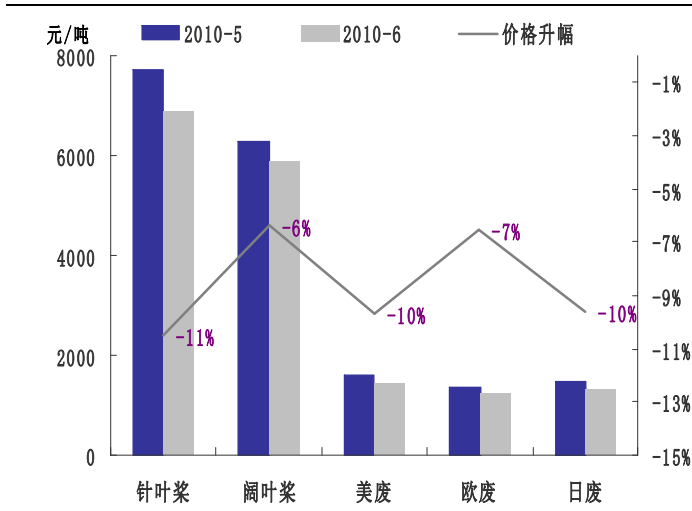
今年以来各细分纸种和原材料价格均有不同程度的上涨。其中，成品纸中的包装类纸品涨幅更大一些在 15-20% 之间；原材料中的废纸价格涨幅更高一些。但是，进入到 5 月份以来，原材料价格今年的阶段性高点逐渐出现，并开始出现回调的迹象，6 月份各主要原材料价格环比上月跌幅在 10% 左右，总体而言废纸的下跌幅度更大，预期 7 月份原材料价格仍将处于低位震荡或回落的态势。由于原材料价格的下跌，成品纸也出现下跌的现象，但要小于原材料价格的下跌幅度。同时，由于受到造纸行业 1-2 个月原材料进货周期的影响，我们认为行业的总体毛利率水平在三季度应该有一个环比的上升。

图 5 月度成品纸价格变动情况



数据来源：中国纸网 安信证券研究中心

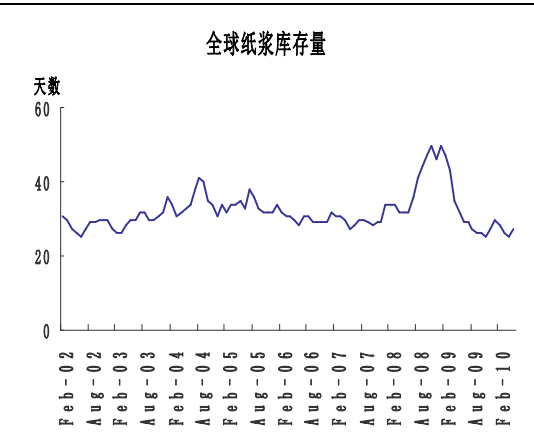
图 6 月度原材料价格变动情况



数据来源：中国纸网 安信证券研究中心

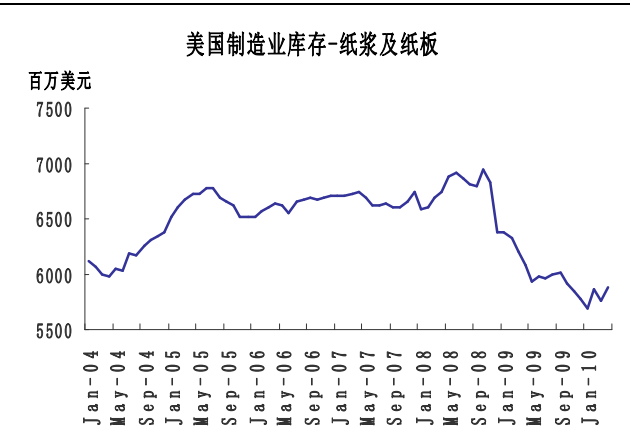
全球纸浆库存量经历了 2009 年 11 月份 25 天的最低点以后，今年 4-5 月份分别为 25 和 27 天，但仍低于 2007 年以来的 33 天的平均值。以美国制造业为例，今年以来的库存金额环比在持续下降，近期略有回升。固定资产投资增速近期略有回调，预计全年在 25% 以上。

图 7 全球纸浆库存量



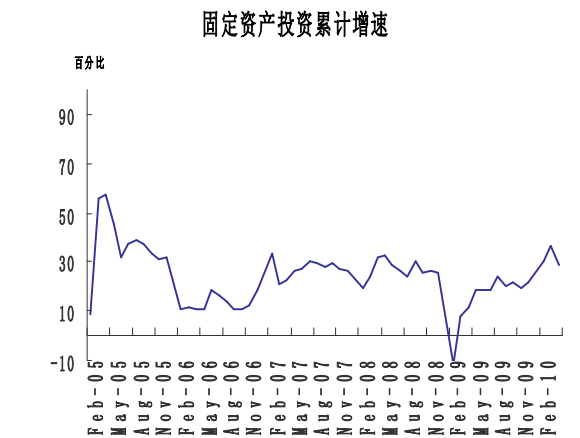
数据来源：BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 8 美国纸产品制造业库存



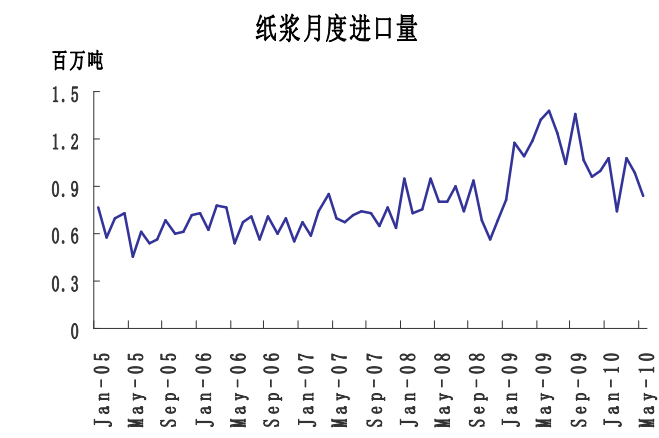
数据来源：BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 9 造纸行业固定资产投资增速



数据来源：BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 10 纸浆月度进口量



数据来源：BLOOMBERG 安信证券研究中心

2. 人民币升值预期将利好行业

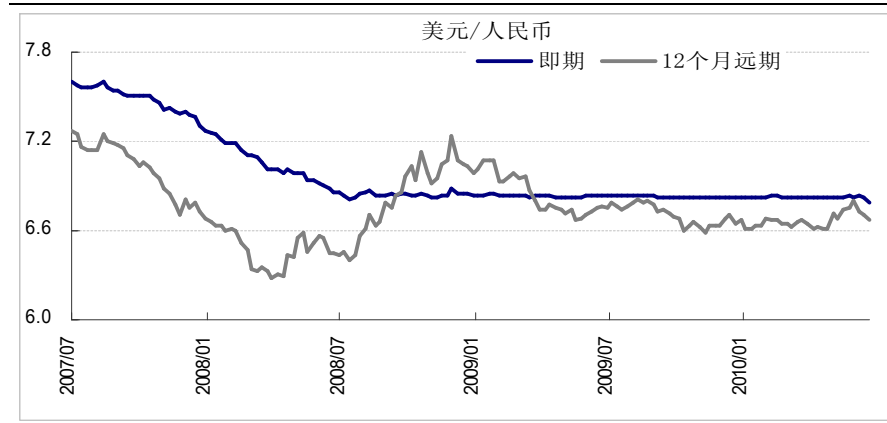
2.1. 升值预期对行业的影响

汇率的改革往往超出市场的预期，就在6月上旬市场参与人士大都认为短期内人民币汇率将保持稳定至少三季度不会有调整时，6月20日央行表示将“进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性”。就在宣布后的第二天，人民币兑美元单日升值0.428%，出现了近20个月来的最大单日涨幅。我们预期人民币未来很可能是缓步升值，一年内的升值幅度应该在4%以内，其中年内涨幅可能在2%以内。

人民币升值主要从三个方面影响上市公司业绩：（1）国内造纸原料中的木浆和废纸进口比例较大，人民币升值后购买力增强，有利于降低进口原材料成本；（2）国内大部分大型纸机依靠进口，人民币购买力增强降低引进设备成本；（3）汇兑收益，因为进口纸机和原材料需要外币，上市公司有外币负债，随着人民币升值，将为部分企业带来可观的汇兑收益。

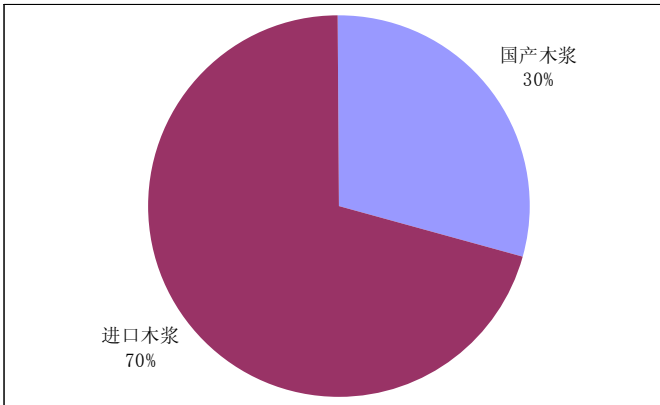
由于购买设备以及汇兑损益大都和个别企业相关，因此我们着重从行业的角度分析由于人民币升值造成原材料成本下降对企业盈利的影响。应该说造纸行业原材料的对外依存度还是很高的，木浆70%来自于进口；废纸浆45%来自于进口。

图 11 人民币升值已经开始



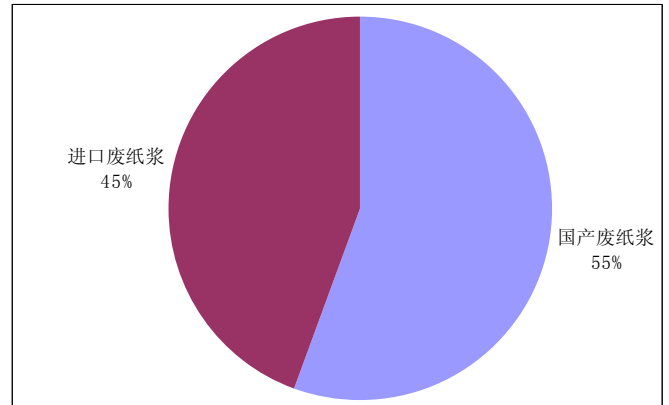
数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

图 12 进口与国产木浆的比例关系



数据来源：造纸年报 安信证券研究中心

图 13 进口与国产废纸浆的比例关系



数据来源：造纸年报 安信证券研究中心

表一 2009 年造纸原材料消耗情况（万吨）

总量	7980
木浆	1866
其中：进口木浆	1315
废纸浆	4939
其中：进口废纸浆	2200
非木浆	1175

数据来源：造纸协会 安信证券研究中心

2.2. 升值将提升各细分纸种的毛利率水平

由于我们在中期策略报告中已经对本币升值对细分纸种的影响作了详细的测算，因此具体内容参加当时的报告。

表二 本币升值 1%对纸种毛利率水平的影响（元）

	铜版纸	新闻纸	双胶纸	白卡纸	箱板纸
未含税价	6747	4286	6000	6729	3530
毛利率	18.40%	14.10%	5.60%	20.50%	15.80%
吨纸毛利	1241	604	336	1379	558
成本减少	54	18	54	54	18
毛利率上升	0.80%	0.42%	0.90%	0.80%	0.51%

数据来源：安信证券研究中心

3. 维持领先大市-B 的投资评级

由于供给端的收缩力度加大，行业中长期供求力量的对比在发生明显变化，预计明年基本可以实现供求平衡。同时，基于对人民币升值的预期，我们经过测算本币升值 1% 可以提升细分纸种的毛利率水平分别在 0.42% 到 0.90% 之间。

根据细分纸种供需的分析，下半年总体上我们认为包装纸的景气程度相对较好，其次是大类文化纸，不同纸种景气分化的比较明显。具体到细分纸种的排序，分别为白卡纸、箱板纸、新闻纸、文化纸、铜版纸等。

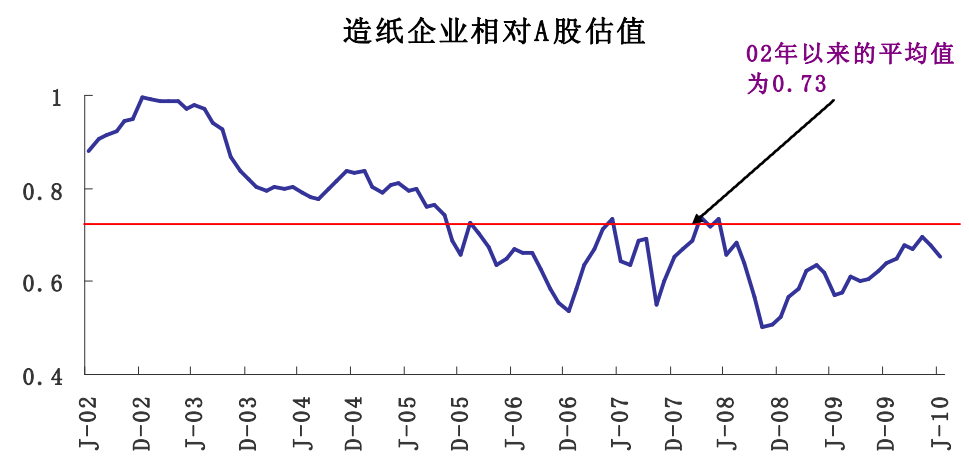
造纸行业从目前的估值水平来看，板块 PB 与 A 股的比例系数仍处于 2002 年以来的均值以下。因此，基于供求关系的改善以及由于本币升值的预期，维持行业领先大市-B 的投资评级。根据细分子行业的景气排序情况，我们推荐的上市公司为：博汇纸业、太阳纸业、晨鸣纸业，以及下游包装类公司永新股份、东港股份和合兴包装等。

表三 2010年细分纸种供求增速的对比

2010	需求增速	供给增速	10年供需差
文化纸	8.64%	5.63%	3.01%
白纸板	11.50%	4.67%	6.83%
铜版纸	9.57%	9.36%	0.20%
新闻纸	4.57%	0.00%	4.57%
箱板/瓦楞纸	13.64%	7.43%	6.21%

数据来源：安信证券研究中心

图 14 估值水平在历史均值以下



数据来源：wind 安信证券研究中心

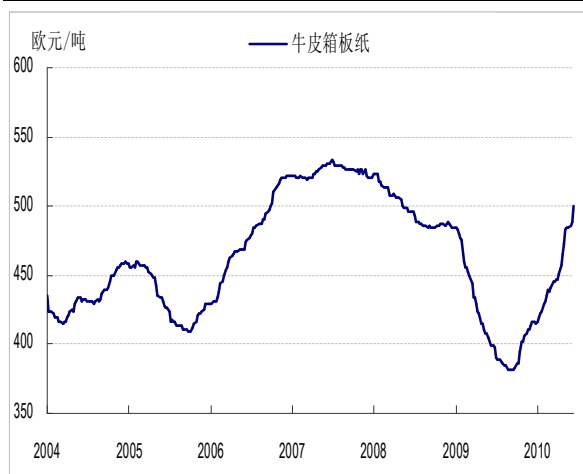
表四 主要公司的盈利与估值

简称	最新日期	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)
		TTM	10E	11E	TTM	10E	11E	
行业均值	2010-6-30	0.1222	0.4575	0.5732	28.06	15.92	12.71	1.70
行业中值	2010-6-30	0.1576	0.4263	0.5548	16.95	19.42	16.37	1.74
华泰股份	2010-07-01	1.5904	0.7746	0.9520	5.77	11.84	9.63	0.99
晨鸣纸业	2010-07-01	0.5170	0.5697	0.6855	12.38	11.23	9.34	1.00
博汇纸业	2010-07-01	0.4256	0.5904	0.7251	16.28	11.74	9.56	1.21
山鹰纸业	2010-07-01	0.2053	0.2594	0.3783	21.96	17.39	11.92	1.33
景兴纸业	2010-07-01	0.1576	0.3479	0.4630	38.68	17.53	13.18	1.37
岳阳纸业	2010-07-01	0.1753	0.3070	0.4147	39.01	22.28	16.49	1.46
福建南纸	2010-07-01	-0.4931	0.0000	0.0000	-8.15	0.00	0.00	1.58
恒丰纸业	2010-07-01	0.5971	0.5532	0.6478	17.62	19.02	16.24	1.74
美利纸业	2010-07-01	0.0514	0.0831	0.1225	106.22	65.79	44.66	1.78
民丰特纸	2010-07-01	0.4194	0.3492	0.4063	16.50	19.82	17.03	1.90
青山纸业	2010-07-01	-0.1536	0.0000	0.0000	-23.49	0.00	0.00	2.13
银鸽投资	2010-07-01	0.0856	0.1097	0.1970	64.45	50.34	28.02	2.25
太阳纸业	2010-07-01	0.5853	0.6641	0.7779	16.95	14.94	12.75	3.15
冠豪高新	2010-07-01	0.0727	0.2797	0.4580	122.66	31.89	19.47	3.79

数据来源：wind 安信证券研究中心

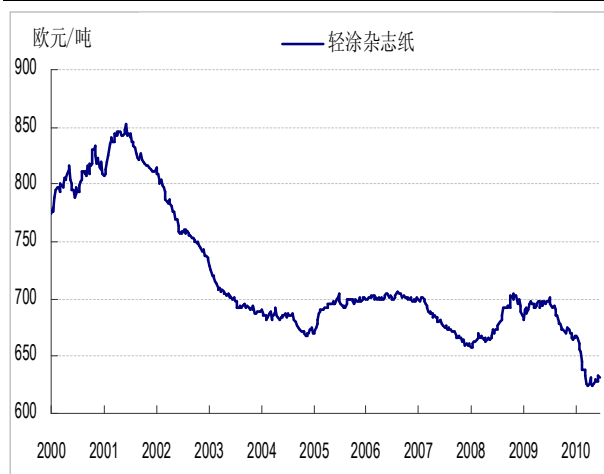
纸品主要价格指数

图 15 国外主要纸产品价格



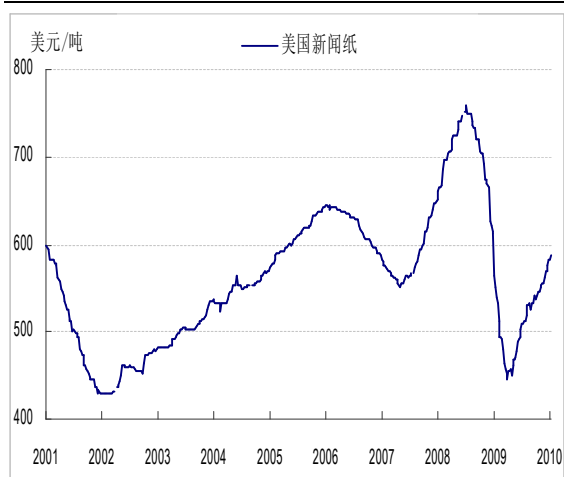
数据来源: BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 16 国外主要纸产品价格



数据来源: BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 17 国外主要纸产品价格



数据来源: BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 18 国外主要纸产品价格



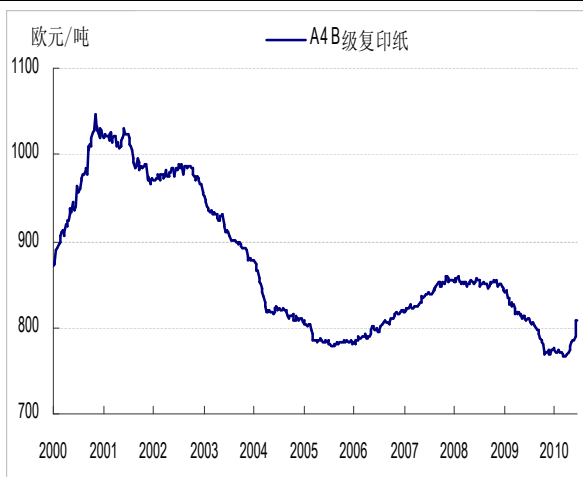
数据来源: BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 19 国外主要纸产品价格



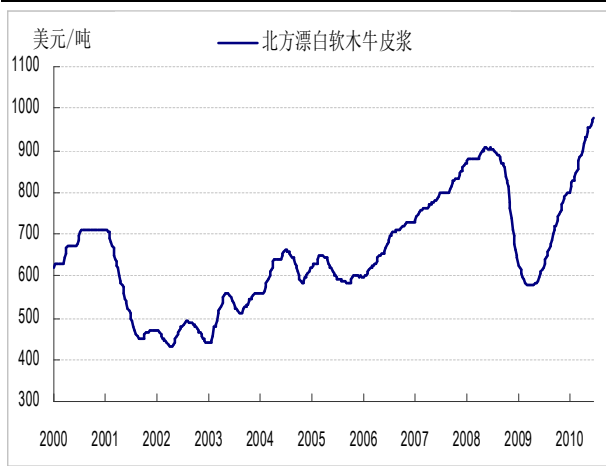
数据来源: BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 20 国外主要纸产品价格



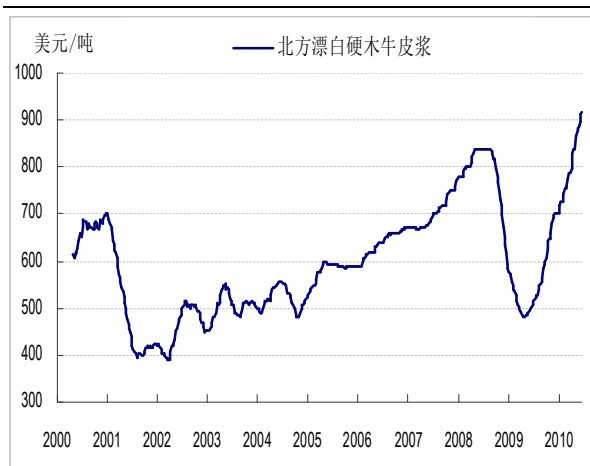
数据来源: BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 21 国外主要纸浆价格



数据来源: BLOOMBERG 安信证券研究中心

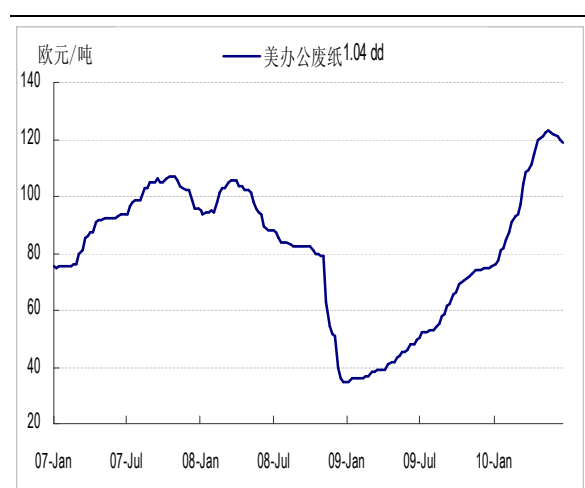
图 22 国外主要纸浆价格



数据来源: BLOOMBERG 安信证券研究中心

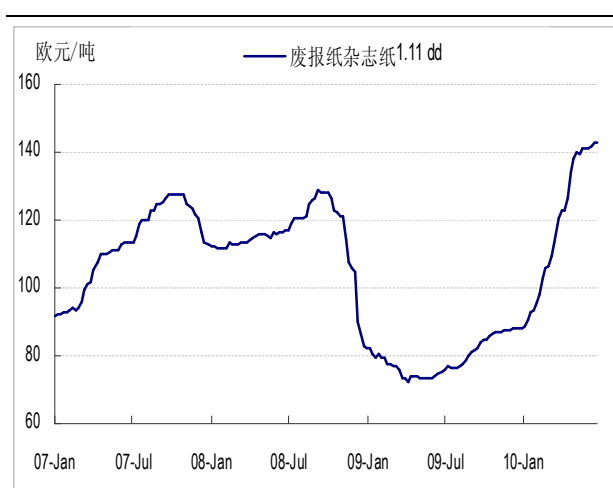
数

图 23 国外主要废纸价格



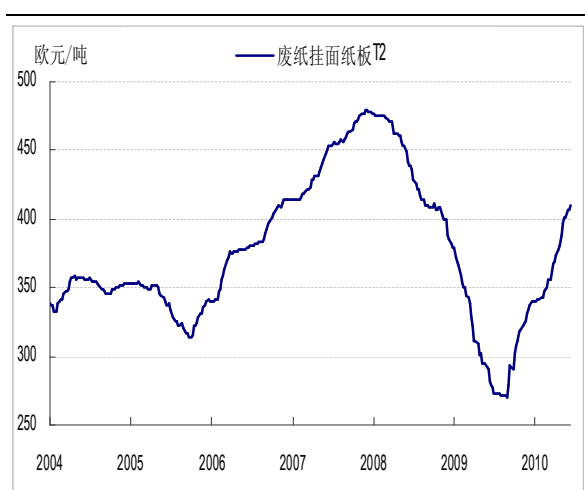
数据来源: BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 24 国外主要废纸价格



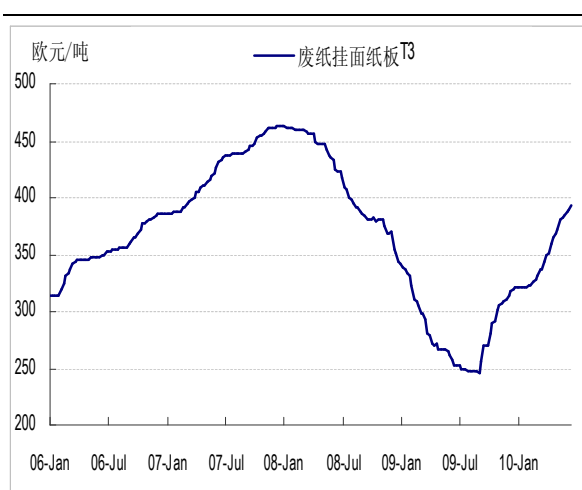
数据来源: BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 25 国外主要废纸价格



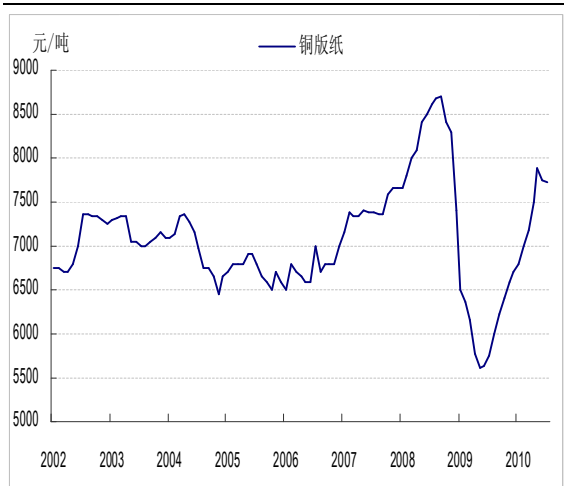
数据来源: BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 26 国外主要废纸价格



数据来源: BLOOMBERG 安信证券研究中心

图 27 国内主要纸产品价格



数据来源：中国纸网 安信证券研究中心

图 28 国内主要纸产品价格



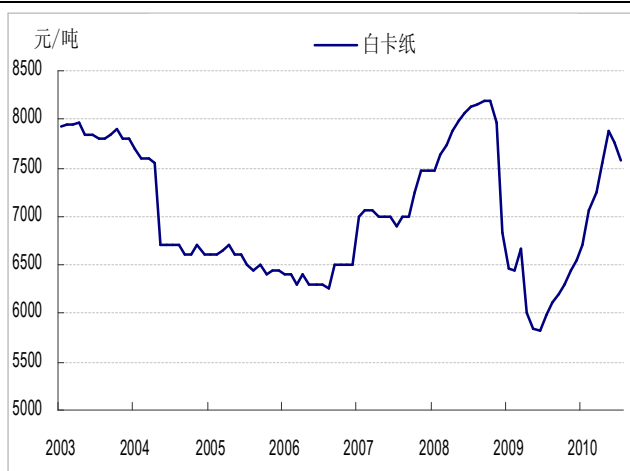
数据来源：中国纸网 安信证券研究中心

图 29 国内主要纸产品价格



数据来源：中国纸网 安信证券研究中心

图 30 国内主要纸产品价格



数据来源：中国纸网 安信证券研究中心

图 31 国内主要纸产品价格



数据来源：中国纸网 安信证券研究中心

行业重点公司财务和估值汇总表

日期: 2010-07-01

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价	首次推 荐日期	自推荐 来涨幅
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E				
纸制品																
002067	景兴纸业	增持-A	增持-A	0.05	0.59	0.69	122	10	9	2.0%	11.0%	12.0%	6.10	9.46	2007-10-30	-57%
002247	帝龙新材	增持-B	增持-A	0.06	0.85	1.05	243	17	14	1.0%	16.0%	17.0%	14.58	38.40	2010-04-12	-35%
600966	博汇纸业	买入-B	买入-B	0.07	0.71	0.85	99	10	8	1.0%	10.0%	11.0%	6.93	13.75	2010-04-28	-30%
000812	陕西金叶	增持-A	增持-A	0.12	0.00	0.47	41	0	11	8.0%	1.0%	0.0%	4.95	6.63	2009-07-13	-9%
002117	东港股份	增持-A	增持-A	0.67	0.19	1.03	31	108	20	13.0%	4.0%	0.0%	20.45	21.00	2008-12-14	186%
002191	劲嘉股份	买入-B	增持-B	0.16	0.82	1.00	61	12	10	5.0%	16.0%	17.0%	9.82	11.20	2008-04-01	3%
002229	鸿博股份	增持-B	增持-B	0.36	0.09	0.56	35	138	22	10.0%	3.0%	0.0%	12.44	24.00	2009-08-10	-17%
002014	永新股份	买入-B	买入-B	0.17	1.16	1.47	94	14	11	4.0%	0.0%	0.0%	15.97	21.00	2008-09-22	139%
002228	合兴包装	增持-A	增持-A	0.35	0.06	0.92	51	298	19	15.0%	3.0%	0.0%	17.90	17.10	2008-08-04	188%

作者简介

郭振举，北大金融学硕士，经济学博士，证券从业经历 6 年。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

黄方禅	上海联系人	南方	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113572	nanfang@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编：100034