

产量持续增长，估值安全边际高

——造纸行业动态点评

核心观点

上半年纸及纸板产量同比增长 15.7%。6月，行业完成机制纸及纸板产量 896.8 万吨，同比增长 6.2%，增速较上月明显回落，但是单月产量仍是创下单月产量新高；上半年完成产量 4899 万吨，同比增长 15.7%，高于 09 年 8.3% 的增速。

进口木浆减少，国内制浆开工率明显提升。上半年欧洲市场木浆价格持续走高，目前已经是创下历史新高。由于国内造纸木浆对外依存度很高（09 年 70% 木浆依靠进口），国内木浆价格受国际市场影响较大，上半年以来国内进口木浆价格持续走高。上半年我国进口木浆 570 万吨，同比下降 18.6%，6 月进口量环比增长 13.1%，进口单价持续走高，6 月进口单价已经较 1 月上涨 24.7%。国内制浆产量持续增长，上半年纸浆产量为 1118 万吨，同比增长 20.1%，国际国内纸浆价格持续上涨，制浆环节盈利状况明显提升，因此国内制浆产能在上半年得到释放。

进口废纸价格近期大幅反弹。今年以来，废纸价格震荡幅度较大，半年内价格最高峰在 3 月中旬（美废 11# 接近 300 美元/吨），最低谷在 6 月初（美废 11# 接近 208 美元/吨），6 月之后废纸价格再次走上上涨通道。1-5 月份，废纸进口量下降约 5%，进口单价同比增长 81%。

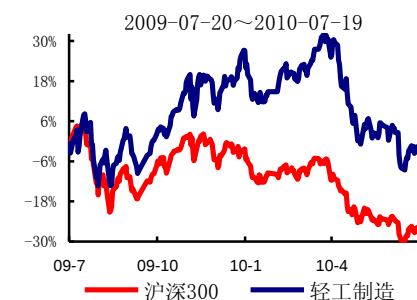
纸价滞后原材料价格。纸价从 4 月底开始进入向下调整周期，从纸业联讯公布的成品纸价格指数来看，当前灰底白卡板纸、白卡纸、铜版纸、双胶纸分别较 4 月底下降 10%、7.7%、6.5%、4.2%，箱板纸和瓦楞纸价格下降幅度也在 10% 左右，当前来看下游需求依然疲软，纸价仍处于筑底阶段。总体来看，当前纸价下跌幅度小于原材料下跌幅度，纸厂毛利率有保证，目前废纸价格持续反弹，进口浆价持续走高，国内木浆价格持续走低，后期纸价企稳主要看原材料价格走势，我们认为短期仍有调整需求，长期看涨。

维持行业“推荐-A”投资评级。估值来看，当前造纸行业滚动市盈率为 18 倍，当前行业滚动市盈率明显低于历史平均水平（29 倍），当前行业 PB 估值仅有 1.8 倍，除了 08 年底以及 09 年一季度低于这个水平之外，历史上行业 PB 估值从未低于 1.8 倍。虽然 4 月底以来纸价出现回调，但是行业整体盈利状况依然处于较好水平，并未出现大幅下降，较低的估值又提供了较高的安全边际，维持造纸行业“短期-推荐，长期-A”投资评级。较高的浆价为制浆产能释放提供了基础，自制浆能力较强的公司盈利能力超越行业平均水平。建议从两个角度把握投资机会：（1）关注 PB 估值低的上市公司，如华泰股份（1.0 倍）、晨鸣纸业（1.1 倍）、博汇纸业（1.3 倍）、山鹰纸业（1.4 倍）；（2）中期业绩大幅增长且符合预期（或超预期）的上市公司，如太阳纸业、晨鸣纸业。

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	2078	10.33	0.48	0.71	0.81	21.5	14.5	12.8	3.2	强烈推荐-A
博汇纸业	600966	7.54	0.4	0.67	0.83	18.9	11.3	9.1	1.3	强烈推荐-A
晨鸣纸业	488	7.09	0.41	0.62	0.66	17.3	11.4	10.7	1.1	推荐-A
岳阳纸业	600963	7.96	0.14	0.3	0.43	56.9	26.5	18.5	1.7	推荐-A
恒丰纸业	600356	11.69	0.54	0.61	0.69	21.6	19.2	16.9	1.9	推荐-A
华泰股份	600308	9.89	1.69			5.9			1.0	推荐-A

行业表现对比图



相关报告

- 1.《国都证券-行业研究-行业点评-轻工制造:纸及纸板产量快速增长，制浆环节产能利用率明显提升》 2010-05-14
- 2.《复苏转向增长，低估值提升吸引力》 2010-01-21

研究员: 汪立

电话: 01084183136

Email: wangli@guodu.com

执业证书编号: S0940210060007

联系人: 周红军

电话: 010- 84183380

Email: zhouhongjun@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。

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 $\pm 5\%$ 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	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姚小军	基金研究	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、利率产品	wuhao@guodu.com	赵荣杰	股指期货	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			