

# 2010 年 08 月造纸行业研究月报

评级：增持 维持评级

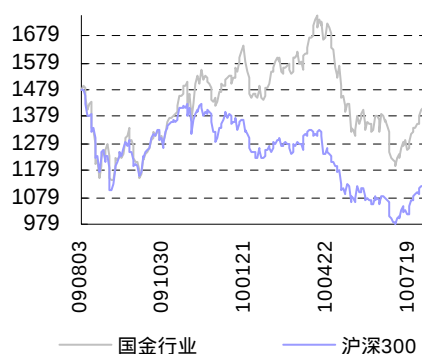
行业研究月报

长期竞争力评级：等于行业均值

## 春去春又回

### 市场数据(人民币)

|           |          |
|-----------|----------|
| 行业优化平均市盈率 | 26.85    |
| 市场优化平均市盈率 | 29.70    |
| 国金造纸指数    | 1410.75  |
| 沪深 300 指数 | 2868.85  |
| 上证指数      | 2637.50  |
| 深证成指      | 10785.35 |
| 中小板指数     | 5911.67  |



### 投资建议

- 我们认为纸业存在相对收益的机会。理由在于：纸业盈利 8 月将是低点，随后环比上升，建议增加纸业的配置。
- 对于纸业的标的，我们偏向包装类纸同时未来新产能冲击小的纸种：晨鸣纸业、博汇纸业、太阳纸业和景兴纸业。

### 行业点评

- 近期的纸业下滑主要原因在于需求的下滑，但是我们认为实际需求并未出现大的下滑。淡季影响，尤其是中下游去库存是影响近期纸业需求的重要因素。
- 随着旺季的到来，同时新产能释放影响的逐渐消除（除了铜版纸），我们认为纸业下滑趋势将出现转折，这个转折点很可能就在 8 月末。
- 对于国际浆价，我们在 4 月份的行业报告中判断四季度下滑，目前下滑提前，我们认为下跌趋势会持续到 10 月份，这主要是考虑日照 100 万吨化学浆产能释放的影响。浆、纸价格走势的不一致，未来很可能出现纸业利润迅速扩大的一段时间。（对浆价的观点详见我们 2010 年 4 月 6 日浆的行业报告）。
- 偏正面的政策：人民币升值我们静态测算，每升值 1% 行业盈利上升 3.25%；远超市场预期的落后产能淘汰目标，我们对实际效果拭目以待。

### 相关报告

1. 《造纸落后产能淘汰提速》，2010.5.28
2. 《美国对铜版纸反补贴初裁点评》，2010.3.4
3. 《铜版纸反倾销点评》，2009.9.27

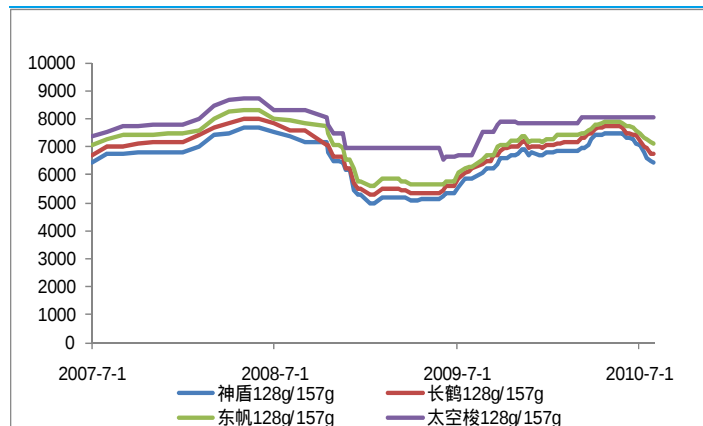
**万友林** 分析师 SAC 执业编号：S1130209030266  
 (8621)61038259  
 wanyl@gjzq.com.cn

## 近期纸业情况分析

### 纸价下滑

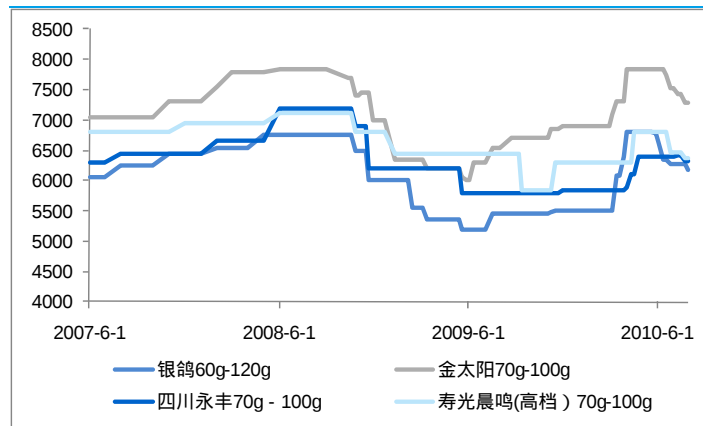
- 主要纸品价格从五月开始下跌。

图表1：铜版纸价格走势

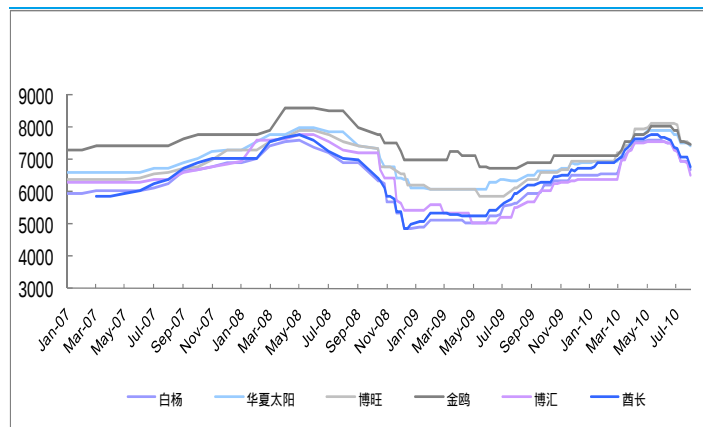


来源：国金证券研究所

图表2：双胶纸价格走势

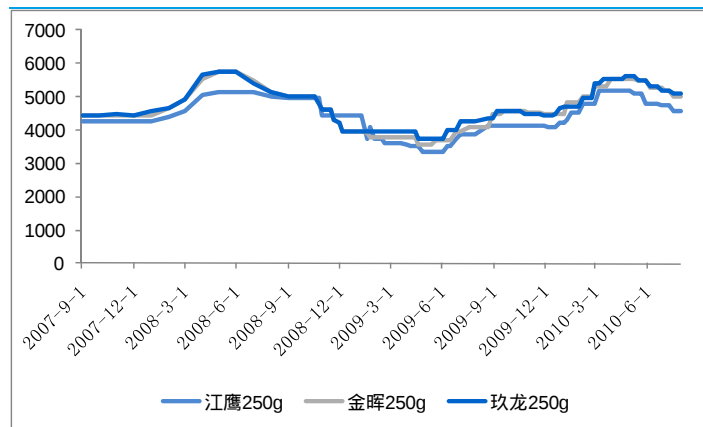


图表3：白卡纸价格走势



来源：国金证券研究所

图表4：白纸板价格走势



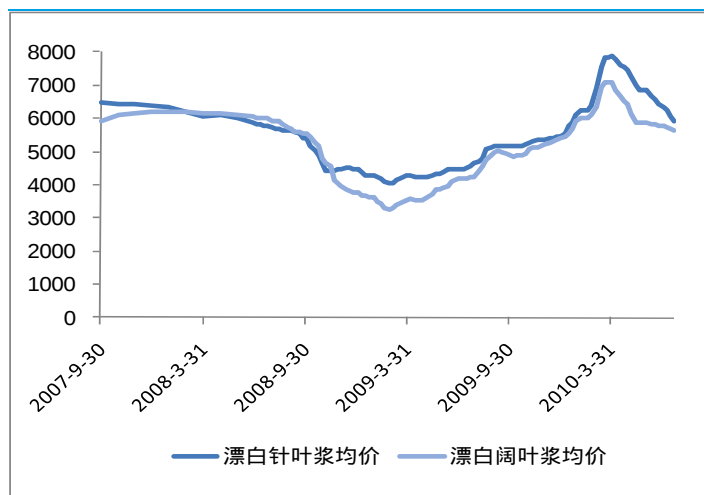
### 纸价下跌的原因

- 新产能释放的影响；
- 纸价 2010 年 4、5 月份已经接近 2008 年上半年高点，高成本给下游需求造成压力；
- 国内浆价的下跌；
- 6、7 月份相对是个淡季。

### 浆价下滑

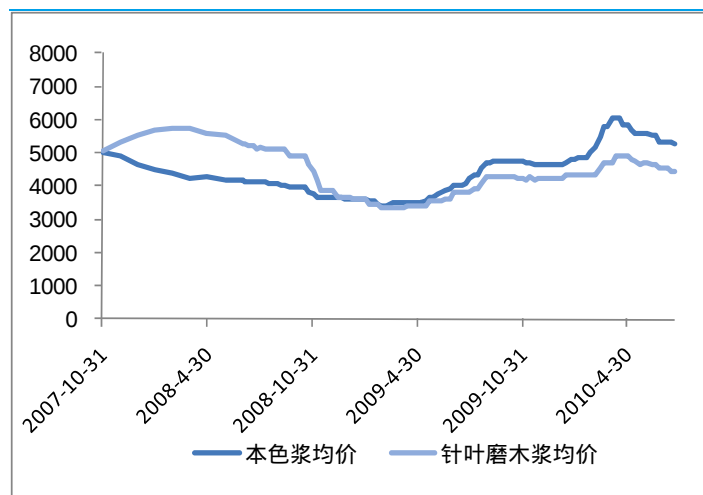
- 国内现货浆价从 4 月份开始下降；国际 NBSK 和 BHKP 指数从 7 月份开始下降。

图表5：国外现货木浆价格1

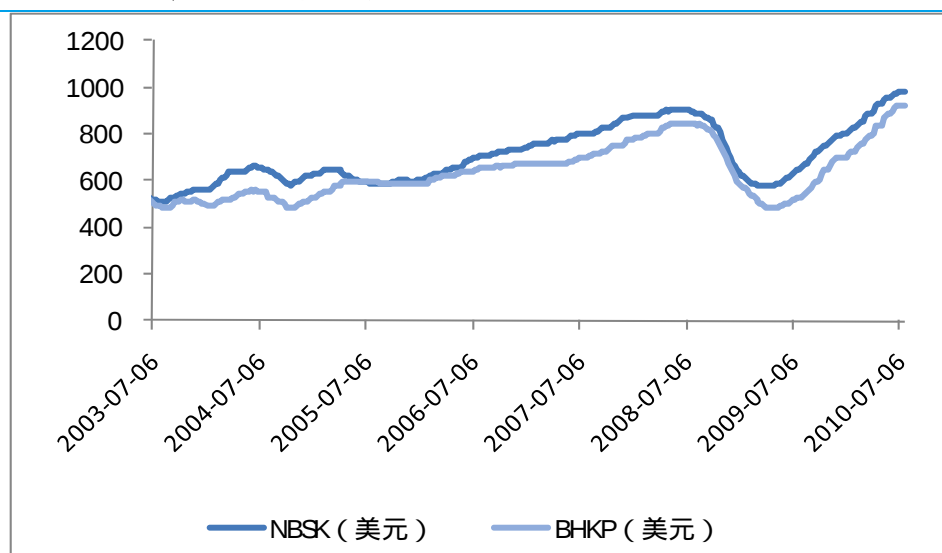


来源：国金证券研究所

图表6：国外现货木浆价格2



图表7：NBSK、BHKP 价格走势

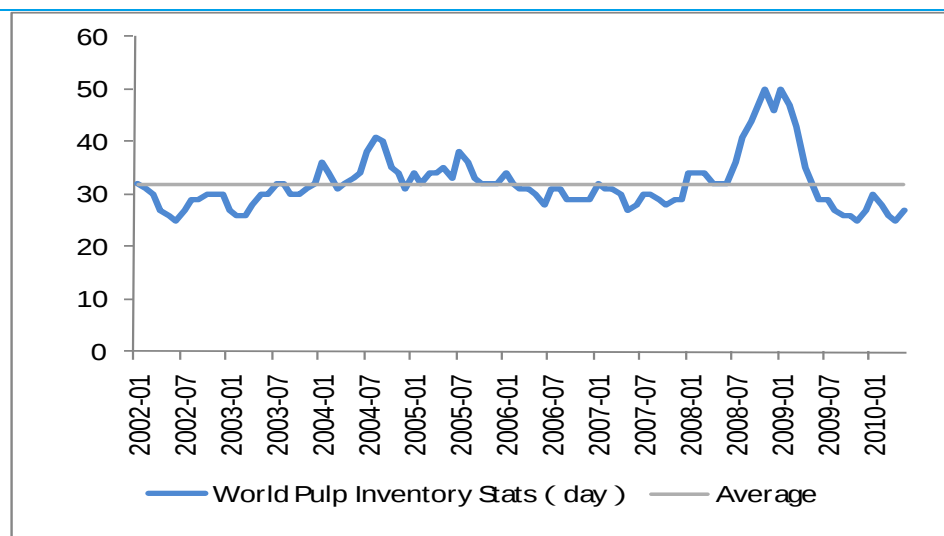


来源：国金证券研究所

■ 浆价下跌的原因：

- 国内浆价下跌的主要因素在于国内库存浆的消化。消化库存主要是国内对于下游需求的担忧、对于智利地震影响的产能恢复的担忧、同时由于浆价的持续上涨获利很是丰厚。
- 国际浆价一直上涨直至 7 月下跌主要是在经历了智利地震影响，供应偏紧，库存持续走低，因此报价持续走高，转折点必然是库存的转折。（整个国际浆价的判断可见我们 2010 年 4 月 6 日的行业报告）

图表8：国际商品浆库存天数

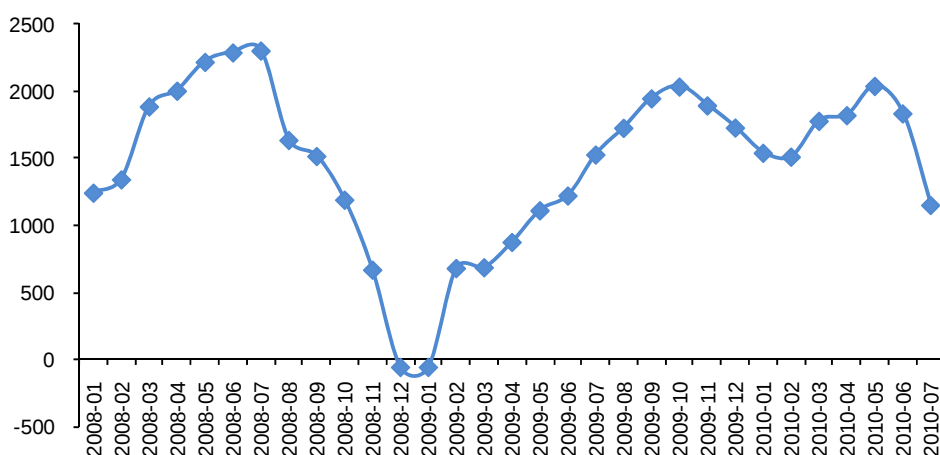


来源：国金证券研究所

### 行业盈利环比迅速下滑

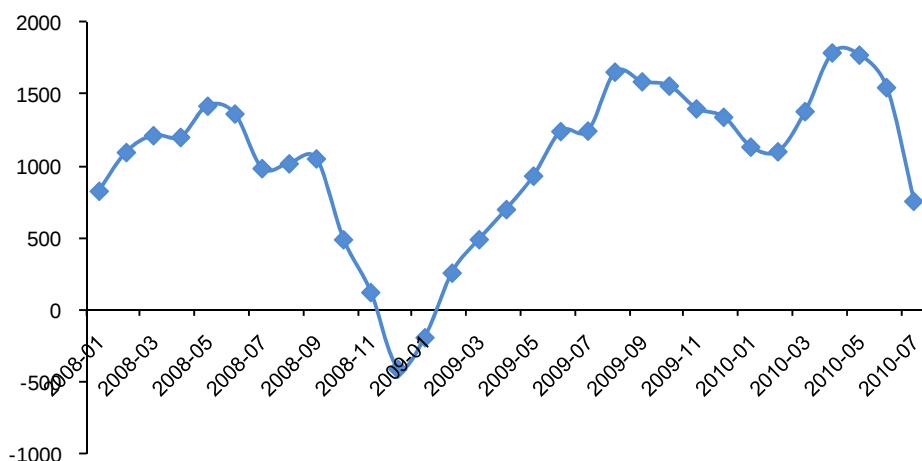
- 我们简单的按照行业运行估算，主要纸种的盈利能力近两个月都出现快速的下滑。

图表9：铜版纸盈利月度估算



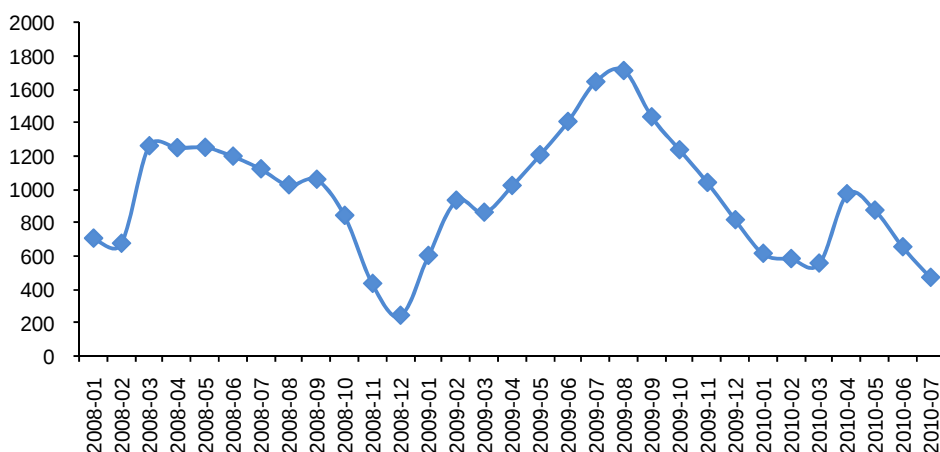
来源：国金证券研究所

图表10：白卡纸盈利月度估算



来源：国金证券研究所

图表11：双胶纸盈利月度估算



来源：国金证券研究所

### 下滑趋势在 8 月后反转

- 我们认为 8 月将是纸业的低点，8 月后行业将回暖。做出这一判断的主要理由在于需求的季节性回暖、产能释放的影响逐步消除、纸业此次去库存的影响不大。

#### 需求：季节性恢复

- 从季节性因素来看，8 月后需求将回升。

**图表12：各纸种的季节性需求**

|                | 1月                                      | 2月   | 3月                        | 4月 | 5月              | 6月              | 7月                         | 8月                                    | 9月                                  | 10月                         | 11月    | 12月        |
|----------------|-----------------------------------------|------|---------------------------|----|-----------------|-----------------|----------------------------|---------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------|--------|------------|
| 单铜<br>(酒<br>标) | 平                                       | 平    | 旺季                        | 旺季 | 旺季              | 旺季              | 前旺后<br>平                   | 平                                     | 平                                   | 趋旺                          | 旺      | 平          |
|                | 春节印刷厂放假                                 |      | 啤酒旺季，经销商均提前备货。            |    |                 |                 | 由于经销商提前备货，故7-9月酒标单铜市场需求一般。 |                                       |                                     | 接近年底春节，酒消耗量增加               |        |            |
| 单铜<br>(烟<br>包) | 平                                       | 平    | 旺季                        | 旺季 | 趋淡              | 淡季              | 淡季                         | 平                                     | 平                                   | 旺季                          | 旺季     | 旺季         |
|                | 春节印刷厂放假                                 |      | 节日香烟消耗较大，3-5月产量趋大，烟包用量亦然。 |    |                 | 雨季来临，天气潮湿不利于烟贮藏 |                            | 从8月下旬烟包用纸开始启动。                        |                                     | 备节日香烟供货，烟单铜全面启动，并进入采购、印刷旺季。 |        |            |
| 挂历<br>铜        | 淡季                                      | 淡季   | 淡季                        | 淡季 | 淡季              | 淡季              | 淡季                         | 趋旺                                    | 旺季                                  | 旺季                          | 旺季     | 趋淡         |
|                | 2-4月份为挂历的择纸及选版期                         |      | 开始打样、购买书号                 |    |                 |                 | 基本<br>订单                   | 从8月上半月开始大量进货印年历一直到11月上旬               |                                     |                             | 追补尾单阶段 |            |
| 双铜             | 旺季                                      | 淡季   | 旺季                        | 旺季 | 平               | 平趋淡             | 淡季                         | 平                                     | 旺季                                  | 旺季                          | 旺季     | 旺季         |
|                | 节日宣传促销                                  | 春节   | 年后印厂正常运作，大量进货；春季展销会宣传会多   |    | 农忙而使大部份印刷厂工人放假。 |                 |                            | 从9月开始因商品销售及年前促销大量印制广告及传单；春季教材封面备货及印刷。 |                                     |                             |        |            |
| 双胶<br>纸        | 平                                       | 淡季   | 旺季                        | 旺季 | 旺季              | 平               | 平                          | 淡季                                    | 旺季                                  | 旺季                          | 旺季     | 前旺后<br>平   |
|                | 节日期间，双胶用量较平常减少。                         |      | 秋季学生教辅材备货、及开印期            |    |                 | 教辅材扫尾期          |                            |                                       | 春季教材备货及开印期；另接近年底，各类统计报表增多。信封信纸市场启动。 |                             |        | 教材及报表扫尾期   |
| 轻涂<br>纸        | 轻涂纸主要印杂志、广告、低档酒标，并且无明显淡旺季区分，节日较平常用量较大点。 |      |                           |    |                 |                 |                            |                                       |                                     |                             |        |            |
| PPC            | 旺季                                      | 趋淡   | 前淡后<br>旺                  | 旺季 | 旺季              | 前旺后<br>淡        | 淡季                         | 淡季                                    | 趋旺                                  | 旺季                          | 旺季     | 旺季         |
|                | 节前复<br>印量大                              | 春节放假 | 年后正常上班，复印量提高，经销商开始大量订货    |    |                 | 6月下旬放假          | 学校放假                       |                                       | 学校开学                                |                             |        | 大量年<br>终报表 |

来源：国金证券研究所

**供给：大多数纸种至 2011 年三季度无大产能冲击**

- 从产能来看，除了铜版纸外，其他的纸种未来并无大的产能（至少到 2011 年的三季度），这将使得未来的纸业回暖存在良好的基础。
  - 铜版纸产能释放比较密集

**图表13：铜版纸产能**

|    | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|----|------|------|------|------|------|
| 金东 | 200  | 200  | 200  | 260  | 260  |
| 紫兴 | 40   | 40   | 40   | 40   | 40   |
| 晨鸣 | 40   | 60   | 60   | 60   | 140  |
| 太阳 | 45   | 45   | 45   | 45   | 45   |
| 泉林 | 40   | 40   | 40   | 40   | 40   |
| 大宇 | 14   | 14   | 14   | 14   | 14   |
| 其他 | 86   | 86   | 86   | 86   | 86   |
| 王子 |      |      |      | 40   | 40   |
| 华泰 |      |      |      |      | 40   |
| 合计 | 465  | 485  | 485  | 585  | 705  |

来源：国金证券研究所

- 白卡纸产能截止目前 400 万吨左右，在 2011 年 4 季度前并无新产能的释放

**图表14：白卡纸产能情况**

| 企业    | 规模（万吨/年） | 备注 | 预计投产时间 |
|-------|----------|----|--------|
| 珠海华丰  | 30       | 改产 | 2009年底 |
| 博汇纸业  | 35       | 新建 | 2010年初 |
| 广西金桂  | 60       | 新建 | 2011年底 |
| 斯道拉恩索 | 45       | 新建 | 2011年底 |
| 博汇纸业  | 75       | 新建 | 2012年  |

来源：国金证券研究所

- 箱板纸在 2011 年新增产能也不大

**图表15：箱板纸新增产能**

| 公司                 | 产品  | 产能（万吨）     | 试产日期   | 位置    |
|--------------------|-----|------------|--------|-------|
| 理文                 | 箱板纸 | 45         | Feb-07 | 江苏    |
| 永丰余                | 箱板纸 | 30         | Feb-07 | 江苏扬州  |
| 玖龙                 | 箱板纸 | 80         | May-07 | 广州东莞  |
| 和泰纸业               | 箱板纸 | 15         | May-07 | 湖南衡阳  |
| 景兴                 | 箱板纸 | 45         | Jun-07 | 浙江平湖  |
| 理文                 | 箱板纸 | 43         | Jun-07 | 广州东莞  |
| 理文                 | 箱板纸 | 32         | Aug-07 | 江苏    |
| 长丰                 | 箱板纸 | 15         | Oct-07 | 江苏张家港 |
| 吉安                 | 箱板纸 | 45         | Oct-07 | 浙江    |
| 理文                 | 箱板纸 | 32         | Nov-07 | 广东东莞  |
| 理文                 | 箱板纸 | 32         | Feb-08 | 重庆    |
| 美利纸业               | 箱板纸 | 15         | Feb-08 | 宁夏    |
| 玖龙                 | 箱板纸 | 35         | Mar-08 | 江苏    |
| 玖龙                 | 箱板纸 | 30         | Mar-08 | 东莞    |
| 玖龙                 | 箱板纸 | 45         | May-08 | 重庆    |
| 金河                 | 箱板纸 | 20         | May-08 | 江苏镇江  |
| 永新                 | 箱板纸 | 30         | Jun-08 | 河北    |
| 启东造纸               | 箱板纸 | 12         | Aug-08 | 江苏    |
| 长丰                 | 箱板纸 | 15         | Oct-08 | 江苏张家港 |
| <b>07-08年新产能</b>   |     | <b>616</b> |        |       |
| <b>07年新产能</b>      |     | <b>382</b> |        |       |
| <b>08年新产能</b>      |     | <b>234</b> |        |       |
| 台湾荣成               | 箱板纸 | 40         | Jul-09 | 浙江平湖  |
| 河北永新               | 箱板纸 | 30         | Apr-09 | 滦南县   |
| 玖龙                 | 箱板纸 | 45         | Sep-09 | 天津    |
| 银州                 | 箱板纸 | 25         | Jan-09 | 广东    |
| 阳光纸业               | 箱板纸 | 50         | Nov-10 | 山东    |
| 永丰余                | 箱板纸 | 23         | 2011年  | 江苏扬州  |
| 玖龙                 | 箱板纸 | 75         | 2011年中 | 江苏、天津 |
| <b>09 - 10年新产能</b> |     | <b>190</b> |        |       |
| <b>09年新产能</b>      |     | <b>140</b> |        |       |
| <b>10年新产能</b>      |     | <b>50</b>  |        |       |
| <b>11年产能</b>       |     | <b>98</b>  |        |       |

来源：国金证券研究所

- 文化纸产能比较分散，我们估计 2010 年我们估计新增的产能在 100 - 200 万吨，2011 年目前来看新增产能可能也就在 100 万吨左右

**图表16：文化纸新增产能**

| 企 业           | 产 能 | 时 间       |
|---------------|-----|-----------|
| 华 泰 股 份       | 20  | 2010      |
| 岳 阳 纸 业       | 20  | 2009.8 月  |
| 岳 阳 纸 业       | 20  | 2009.10 月 |
| 福 建 南 纸       | 18  | 2009.11 月 |
| 银 河 纸 业       | 20  | 2009.8 月  |
| 太 阳 纸 业       | 40  | 2010.4 月  |
| 广 西 华 劲       | 30  | 2010      |
| 驻 马 店 白 云 纸 业 | 17  | 2010      |
| 广 西 永 凯       | 20  | 2009.1 月  |
| 南 宁 劲 达 兴 纸 业 | 20  | 2009.1 月  |
| 沅 江 纸 业       | 12  | 2009.4 月  |
| 晨 鸣 湛 江       | 45  | 2011.4 月  |
| 河 南 一 林 纸 业   | 10  | 2010      |
| 瑞 通 环 保 纸 业   | 10  | 2010      |

来源：国金证券研究所

### 库存是我们看好 8 月后反转的一个重要因素

- 在纸价下跌的过程中我们相信中间商和终端用户不会有增加库存的动力，减少库存是一个理性的选择，更何况 2008 年下半年的情况记忆犹新。
- 从我们了解的情况来看，目前纸业公司的整体库存在一个半月左右，这略偏高，可能八月份库存还将升高；但是中间商以及终端客户的库存很少，一些纸种的中下游库存仅仅 15 天左右，而正常情况下这个库存应该在 45 天左右。中下游的低库存也是导致近期纸业需求不振的一个重要原因。
- 转变我们认为会在 8 月后，销售转旺将是一个刺激因素，而去库存的压力此次并不重，8 月将是纸业的一个低点

### 结论

- 近期的纸业下滑主要原因在于需求的下滑，但是我们认为实际需求并未出现大的下滑，淡季影响尤其是中下游去库存是影响近期纸业需求的重要因素。
- 随着旺季的到来，同时新产能释放影响的消除（除了铜版纸），我们认为纸业下滑趋势将出现转折，这个转折点很可能就在 8 月末。
- 对于国际浆价，我们在 4 月份的行业报告中判断四季度下滑，目前下滑提前，我们认为下跌趋势会持续到 10 月份，这主要是考虑日照 100 万吨化学浆产能释放的影响。浆、纸价格走势的不一致，未来很可能出现纸业利润迅速扩大的一段时间。（对浆价的观点详见我们 2010 年 4 月 6 日浆的行业报告）
- 我们认为在未来纸业存在相对收益的机会。

### 纸业其他影响因素的分析

#### 人民币升值

- 静态测算，人民币升值 1%，行业净利润上升 3.25%。

**图表17：人民币升值对纸业净利润影响的静态测算**

| 升值幅度 | 加权汇率 | 净利润增加额（亿） | 销售利润率增幅 | 净利润增幅 |
|------|------|-----------|---------|-------|
| 0.5% | 6.80 | 3.1       | 0.07%   | 1.64% |
| 1.0% | 6.76 | 6.1       | 0.14%   | 3.25% |
| 1.5% | 6.73 | 9.1       | 0.21%   | 4.86% |
| 2.0% | 6.70 | 12.1      | 0.28%   | 6.45% |
| 2.5% | 6.66 | 15.0      | 0.35%   | 8.02% |
| 3.0% | 6.63 | 17.9      | 0.42%   | 9.57% |

来源：国金证券研究所

### 产能淘汰

- 2007 年 10 月 15 日，国家发改委制定了《造纸产业发展政策》，其中指出在十一五期间，要淘汰落后产能 650 万吨。截止 2009 年底，造纸行业落后产能淘汰量已达 597 万吨，2010 年原计划淘汰目标为 53 万吨，此次工信部确定的新目标为 432 万吨，比原计划大幅提高了 715%
- 我们认为落后产能应该主要集中在文化纸（尤其是以草浆为原料的中低档文化纸）和箱板纸行业，此次落后产能淘汰目标的大幅提升，将对这两个细分行业产生正面的影响
- 落后产能淘汰目标远超市场预期，我们对实际效果拭目以待。

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**公司投资评级的说明：**

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

**行业投资评级的说明：**

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室