

纸品贸易商研讨会系列之四纪要


东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

郑 恺

造纸、轻工行业高级分析师

报告日期

2010 年 8 月 3 日

021-63325888×6079

zhengkai@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860209070189

事件：纸品贸易商与机构投资者沙龙

会议时间	2010 年 8 月 3 日
会议名称	纸品贸易商沙龙
会议内容	纸品行业近期动态及未来展望

Seminar 内容：

造纸行业指数自 7 月份开始底部反弹，行业是否发生了重大的转变，其发展前景是我们关注的焦点，我们邀请了业内资深的纸品贸易商座谈。我们关心的问题在于纸品价格是否有继续下跌的趋势以及行业未来是否有供需转暖信号。

就会议中的热点以及关心的问题总结纪要如下：

1 行业现状：供大于求仍是主基调，8 月份大部分纸价短期仍有下滑可能。

总结：社会总库存并不高，其中经销商库存偏紧，一个月左右，近期有补货需求，纸厂库存正常，也在一个月上下。前期纸价下滑主要源自浆价的大幅下跌，以及经销商前期为缓解资金压力，低价大量出货所致。

● Q：纸价走势情况？

- 短期来看，纸价还有下滑的可能，目前向纸厂进货，价格仍有松动的迹象，但近期纸价跌幅明显比前几个月小了很多，部分纸种，如灰底白板还有涨价的迹象，而箱板纸也由于前个月美废价格的反弹而出现一定涨幅。
- 包装纸涨价的原因在于美欧地区进入休假季，导致美废、欧废回收减少，而国内包装纸需求稳定上升，使得美废、欧废价格自 6 月以来持续上涨，从而成本上涨而推高了包装纸价格。

● Q：行业贸易商层面的库存情况？

- 前期纸品价格之所以大幅下滑，原因除了浆价下滑外，贸易商 1~4 月份由于预期纸价将上涨而多囤积了较多纸品，随后为缓解资金压力，低价大量出货是另一个关键因素，目前经过前期的清理，社会库存基本回落到了一个月左右的正常水平，甚至有部分品种重新出现断货，贸易商表示目前有略微补库存的需求。而纸厂方面，库存也维持在正常水平上，大约一个月上下。
- 纸品库存在谁手上往往决定着短期价格的走势，如果纸厂方面库存堆积较多，往往意味着纸厂有削减库存，回笼资金的压力，价格往往走软；如果库存在社会贸易商手中，往往意味着纸厂心态较为乐观，价格一般走高的可能较大。目前情况看，贸易商和纸厂库存比较平均，因此预计未来价格波动不会太大。

● Q：对木浆价格的看法？

- 木浆价格 4~6 月份出现了少有的国际浆价持续上涨，而国内浆价下跌的背离。原因可能是在于游资前期利用智利地震炒作国际浆价期货，而国内现货木浆受到需求的制约，价格无法上涨。导致两者价格出现一定程度背离，认为未来这种分歧肯定会逐步消失。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

- 木浆价格未来走稳的可能性较大，主要由于国内新增产能较多，基本以高档的纸品种为主，这使得客观上存在实实在在对木浆的进口需求，因此我国未来木浆进口的增长将支撑国际浆价，此外，木浆价格从高点回落了 20% 以上，目前阔叶浆只有 5800~6000 元的水平，这个价格处于历史平均价格附近，应该是合理的一个价格。

2 行业近景：9 月份进入旺季，供需回暖，价格有望反弹。

总结：8 月份价格可能有惯性下滑，幅度不会太大，进入 9 月份，国庆和中秋等节日到来将行业带入传统旺季，需求会有环比回升，但同时，APP 海南和王子（南通）8、9 月份将有铜版纸产能达产，届时将对铜版纸价格形成较大压力。未来最为看好的纸种为白卡纸，其次为双胶纸。

● Q：行业供需何时有望出现好转，纸品价格企稳？

- 今年一季度，行业需求大于供应，主要源自在涨价预期的带动下，社会上大量置备纸品作为库存，因此备库的需求加上正常的终端用纸需求重叠导致行业出现供不应求的局面（我们在上期纸品贸易商沙龙中重点提到这个现象，当时的需求并没有坚实的基础），7、8 月份是行业传统淡季，正常需求会较前期有 20% 的下滑，这也使得最近纸价有所下滑，8 月份中旬后，教材用纸需求会率先出现，随后国庆等节假日的临近将带动行业重新进入旺季，届时行业需求会有转暖。在目前大家库存都不高的情况下，价格是有望回暖。

● Q：如果 9 月份价格出现上涨，那些品种会受益？

- 灰底涂布白纸价格已经出现一定程度上涨，未来 2 月价格可能上调 300 元，如果纸价上行，非常可能是双胶纸价格先上涨，然后是白卡纸，最后是铜版纸，由于双胶纸盈利长期处于低位，几乎不挣钱，因此，如果纸品价格向上，双胶纸可能率先向盈利均值回归。

● Q：铜版纸未来供应有较大放量？

- 铜版纸 APP（海南）160 万吨项目 5 月份开始试产，目前试产产品质量一般，估计到 9 月份后会有合格正式产品投放市场，同时王子（南通）40 万吨项目铜版纸项目 8 月底也能开始供应市场，铜版纸今年产能达产较多，因此其价格走势不容乐观。

● Q：铜版纸出口回落对国内影响是否较大？白卡纸未来是否能大量出口，消化国内供需压力？

- 铜版纸受到反倾销影响，出口较去年有 20% 左右下滑，但作为出口主力，APP 月外销为 5~8 万吨之间，下滑 20% 的外需可以通过生产低端铜版纸，或者加大产品克重的方式消化，对国内纸品市场不构成较大的冲击。
- 白卡纸未来的发展路径是替代国内的铜板卡印刷，出口不是发展方向，而且国内白卡质量还没有达到国际水平，出口没有优势。

3 行业远景：落后产能淘汰不宜寄望过高，行业集中度逐步提高

总结：落后产能淘汰可能集中在落后包装纸产能上，如灰底涂布纸，但寄望不能太高，未来产能投放供需情形可能仍会恶化，但整体集中度会提升。

● Q：产业链上，纸厂、印刷厂和贸易商的议价能力比较？

- 贸易商是相对弱势，贸易商毛利率约为 2%~3%，资金周转率每年约 3~4 次，ROE 每年在 7~8%。印刷厂商毛利率 15~20%，对纸品价格相当敏感，同时对贸易商帐期一般为 2 个月。纸厂议价能力最强，对价格话语权较大，对贸易商帐期一般月结。

- 业内对于价格走势相当关切，如果有任何因素触动价格出现下跌，来自客户的力量能够将纸品价格推低，反之，如果预期价格将上涨，来自下游的备库需求也可以使得价格出现上行。
- Q：纸价未来波动幅度是否还是较大？
 - 随着造纸厂商和贸易商心态越来越成熟，囤积居奇的可能较小，而依靠价格波动投机的盈利方式越来越少为贸易商采用，因此未来纸品需求的短期波动不会大幅波动；同时，从供应层面来看，现在纸机越来越倾向于多功能化，转产的成本较以前有了大幅度的缩减，因此需求的波动脚步将很快被供应跟上，这也导致未来纸品价格大幅波动没有供需关系的支撑。
- Q：未来一年两年看，那些纸种供需情势更好？纸厂盈利能力长期的趋势如何？
 - 受到国家政策影响，灰底涂布白板等低端纸可能更为受益。单纯从需求角度考虑，白卡纸的未来更为光明，这是由于白卡生产有一定壁垒，我们了解到部分前期转产白卡纸的厂商均回头转做低端包装纸，主要是产品质量不是特别理想，此外，白卡替代铜板卡也为其发展提供了另一条需求通道。
 - 由于人工成本和原材料成本上涨，纸品生厂商盈利能力呈整体下降趋势，当前看，双胶纸毛利率最低，牛皮纸和特种纸盈利较强，而竞争度较低的特种纸细分行业，例如税票专用纸行业，盈利能力最好。
- Q：落后产能淘汰进程是否可行？
 - 目前业内接触的纸厂没有听说被淘汰的情况。
 - 此次淘汰增加 7 倍数量，预计完成的可能不是特别大，文化纸的淘汰已经进行了较长时间，剩余未淘汰的纸机已经不多，未来新增的淘汰项目可能集中在低端包装纸层面。尽管落后淘汰进程是否顺利仍需观察，但行业集中度一定会随着这些大厂项目的上马了逐步提高。

我们分析认为未来浆价的企稳意味着纸价走稳，配置业内龙头企业：

- **造纸行业低估值反映悲观预期，浆价走稳是积极信号。**我们注意到 6 月份进口到岸木浆价格上升到了历史最高水平，而与此同时，纸品价格自 4 月份开始出现下滑趋势，因此下滑的产品价格却对应了历史最高的成本水平，我们判断三季度企业毛利率将回落从而对企业盈利形成负面冲击。但前期股价大幅下滑已经反映未来盈利走软的预期，在此前提下，我们认为浆价水平未来将基本企稳，这预示着远期企业盈利将回暖，另一方面，当前与国际同类企业相比，国内造纸企业具备相当的估值优势，因此，我们建议投资者反向思考，在盈利下滑周期对造纸行业加大配置，这种配置策略符合周期性行业投资思路。
- **建议标配造纸行业，配置低估值的行业龙头企业。**承接我们 6 月 24 日《超配玩具，标配造纸——轻工行业行业下半年策略报告》中的思路，我们认为未来浆价企稳背景下，纸价逐步走出跌价阴影是行业回暖的信号，在前期造纸公司股价大幅下跌的背景下，我们认为基本反映了对行业的悲观预期，我们认为四季度需求的回暖是催化剂，在目前估值水平下，我们建议配置业内龙头企业，推荐太阳纸业（增持）和博汇纸业（增持）。同时关注晨鸣纸业（未评级），

附录一：2009～2010 年新增产能统计

2010 年包装用纸部分投产项目					
纸种分类	厂家	产能（万吨）	地点	投产时间	备注
白卡纸	博汇	35		2010 年 1 月	二期为年产 45 万吨高档包装卡纸板生产线，
白板纸	宜宾蓝天纸业	20		2010 年 4 月 26 日	一期涂布白板纸
包装用纸新建项目					
纸种分类	厂家	产能（万吨）	地点	投产时间	备注
白卡纸	斯道拉恩索(广西)林浆纸	45			2008 年 11 月通过环评
	APP 金桂浆纸一期工程	120	钦州	2012 年	无菌液体包装板（LPB），可用于牛奶包装，该纸机幅宽 8.7 米，车速 1400 米/分，该线原料采用机械浆与化学浆混合原料，其中机械浆占比至少 40-50%。
	焦作瑞丰纸业	5			食品级白卡
	博汇	75			生产涂布白卡纸, 项目建设周期为 24 个月
	山东华金纸业	24			生产涂布白卡纸
白板纸	河北永新	20			2010 年上涂布白板纸项目
	东莞金田纸业	30	东莞		灰板纸，2009 年 8 月国产纸机三台
箱板纸、瓦楞纸	玖龙	60	东莞	2010 年底	灰底白板纸、食品白卡纸及环保脱墨白底白板纸
		35		2011 年底	低克重高强瓦楞纸
		45	太仓	2010 年底	牛皮箱板纸
		35		2010 年底	低克重高强瓦楞纸
	镇江金河纸业	60	镇江	2010 年年底	二期高档箱板纸
	理文纸业	42	越南	2010 年下半年	牛皮箱板纸
		30	重庆	计划中	
	昌乐世纪阳光纸业	50	山东潍坊	2010 年 10 月	白面牛卡

福建联盛纸业	30	福建	2010 年四季度	80-120g/m 瓦楞纸
保定东方造纸	36		2010 年四季度	高强瓦楞纸线
浙江景兴纸业	20		2010 年 5 月	白面牛卡
东兴纸业（香河）有限公司	7			牛皮箱板纸, 同时有 15 万吨的浆投产
河南商电铝业集团纸业项目	15			箱板纸
宿迁天成	11.5			瓦楞二期
森信纸业	10-15	南通	原定于 2009 年 4 月投产, 已推迟	箱板纸
远通纸业（山东）有限公司	20		2010 年 9 月	牛卡纸及芯纸, PM5
启动五常纸业	12		筹建中	箱板纸
	8		筹建中	瓦楞纸
江西弋阳	20			箱板纸
吉林白山虹桥纸业	10		2011 年 5 月	高强瓦楞纸线
山鹰纸业	45		2012 年	低克重挂面箱板纸
上海汇今再生纸	6.5			箱板纸
江苏省绿城纸业有限公司	30			牛皮箱板纸
	20			高强瓦楞纸
江门振隆造纸	20			箱板纸
浙江永泰纸业	20		2011 年 3 月	高档涂布牛皮卡纸, 正在基建中, 所产纸最低克重将为 125 克。
山东淄博仁丰纸业有限公司	30		2010 年	改建一条年产 10 万吨生产线, 新建两条 10 万吨生产线, 年产高强瓦楞原纸 30 万吨。
吉林白城	10			高强度瓦楞原纸, 2009 年 8 月项目招商

	湖北宏发再生资源科技发展有限公司	50	宜都市	2011-2014 年	牛皮箱纸, 以废纸及商品木浆为原料, 不用生料制浆。其中一期工程 2 年内建成投产、实现年产 20 万吨, 随后的二期工程 3 年内建成投产、实现年产 30 万吨。
	山东泉林纸业	10	德州	2010 年 6 月	涂布牛卡纸
	晨鸣纸业	60	寿光	2011 年 2 月	高档涂布白牛卡纸, 建设期 18 个月
2010 年文化用纸部分投产项目					
纸种分类	厂家	产能 (万吨)	地点	投产时间	备注
铜版纸	APP	100	海南	2010 年 5 月	高克重铜版纸
	王子制纸	80	南通	2010 年 6 月	一期 40 万吨, 计划 2011 年建成, 二期 40 万吨计划 2015 年建成
文化纸	太阳纸业 下属兖州 华茂纸业	35		2010 年 4 月	从美卓订购一台未涂布文化纸机以生产新品种印刷用纸 (23#)
	云南洋浦 南华糖纸	12		2010 年 5 月	双胶纸, 2010 年暂不生产, 共有 4 台纸机
文化用纸新建项目					
纸种分类	厂家	产能 (万吨)	地点	投产时间	备注
铜版纸	晨鸣纸业	80	寿光	2011 年 5 月	高档低定量铜版纸, 建设期 18 个月
	华泰股份	80	东营	2010 年下半年	80-250g/m ² 高档铜版纸
文化纸	山东华泰 纸业	40	江门	2010 年 12 月	高档彩色胶印新闻纸, 2009 年 6 月动工
	安徽华泰 林浆纸有 限公司	15		2011 年	40-100g/m ² 文化纸, 二手纸机
	延边石岘 白麓纸业	13			彩色胶印新闻纸
	华伦君泽 纸业	20	南京	2011 年	新闻纸, 建设期 24 个月
	亚太纸业 (广东) 有 限公司	45	江门	2011 年年底	高档文化用纸 (双胶纸), 车速 1,800 米/分, 幅宽 8.65 米, PM11, 由美卓提供
	河南濮阳 龙丰纸业	40	濮阳		二期工程新增 15 万 t 化机浆、40 万 t 文化用纸项目
	太阳纸业	10		2010 年上半年	热敏纸项目和 SC 纸项目

太阳纸业	30	兖州	2011 年 7 月	高松厚度纯质纸，该项目将采用国际先进技术，以商品硫酸盐针叶木浆、硫酸盐阔叶木浆及自产化学机械浆为原料，建设高松厚度纯质纸生产线，建设周期为 18 个月，福伊特为太阳纸业提供 24 号纸机，车速 1,800 米/分，幅宽 8.1 米
斯道拉恩索(广西)林浆纸	45			三期为年产 45 万吨高档文化纸生产线，2008 年 11 月通过环评
中冶银河纸业				轻型胶版印刷纸
广西华成纸业	20			10 月 18 日开工，建成后可形成年产 15 万吨浆、20 万吨文化用纸纸的甘蔗渣浆纸产业基地
广西华劲赣州纸业	8.5		2010 年	高档文化纸生产线
	30	南宁	2010 年	高档文化纸生产线
驻马店白云纸业	20		2010 年	年产 5 万吨漂白麦草浆生产线、年产 20 万吨高档文化纸生产线（双胶纸）
广西龙州县万山纸业	10		2010 年 9 月	高档文化纸-薄页纸
银鸽纸业	10			10 万吨文化纸扩建项目，2010 年动工
河南鹤壁瑞洲纸业	30	鹤壁	2011 年	形成年产 20 万吨高档文化用纸规模
河南新乡新亚	20			轻涂纸
焦作瑞丰纸业	5			轻型纸
广西天一纸业	11			芬兰 M-real 公司合资建轻涂纸项目
秦皇岛丰满纸业有限公司	8			轻涂纸
芬欧汇川(常熟)纸业	60			非涂布纸，环评通过

芬欧汇川 (常熟) 纸业	80			涂布纸, 环评通过
湖南沅江 纸业	12			优化现有造纸系统, 建设一条年产 12 万吨轻型 纸生产线
晨鸣纸业	45	湛江	2011 年 4 月	高级文化纸, 2009 年 10 月开工, 建设期为 18 个 月。
河南一林 纸业	10		2010 年 7 月	高级办公用纸
河南武陟 县江河纸 业	12			3#线计划 2009 年 6 月开工, 年产 6 万吨特种纸 和文化用纸; 4#线计划 2010 年 2 月开工, 年产 6 万吨特种纸和文化用纸。
瑞通 (江 西) 环保纸 业	9.9		2010 年	2008 年 11 月底发改委核批, 采用 DMC 法清洁制 浆,
江苏省恒 升纸业	10			轻涂纸
湖南常德 澧县	10			双胶纸, 已于 2003 年完成立项批复及环评, 产 品主要面向中部及西部市场
江华瑶族 自治县锦 城纸业 (新 双龙纸业)	10			80-300g 静电复印原纸和高克重双胶纸

资料来源: 东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn