

造纸行业 2010 年日常报告

评级：增持 维持评级

行业点评

万友林

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

落后产能淘汰超预期，推荐纸业

事件

中国工业和信息化部 2010 年 8 月 8 日向社会公告 18 个工业行业淘汰落后产能企业名单，这些企业的落后产能必须在今年 9 月底前关闭。

纸业共涉及 279 家企业，整个浆纸产能淘汰要求 465.25 万吨，其中浆 49.02 万吨。

评论

落后产能淘汰的规模及决心超市场预期：2007 年 10 月 15 日，国家发改委制定了《造纸产业发展政策》，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。2010 年 5 月 27 日，工信部公布了 18 个行业在 2010 年淘汰落后产能的具体目标，其中确定造纸行业将淘汰 432 万吨的新目标，比原计划大幅提高了 715%。此次根据工信部的关停名单，实际整个浆纸产能淘汰要求 465.25 万吨，其中浆 49.02 万吨，总量又有增加，同时此次工信部列出了详细的关停名单及不完成的处理措施，此次产能淘汰有些不同。

从关停的名单可以看出淘汰落后产能仍将集中在低端文化纸和包装纸行业：关停的量主要集中在文化纸（尤其是以草浆为原料的中低档文化纸）和低档的包装纸行业，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。我们估计此次淘汰产能占造纸总产能的 5%左右，文化纸和箱板纸的落后产能淘汰分别占子行业总产能的 15%和 7%左右。

投资建议

我们维持行业“增持”评级，建议增加纸业的配置，投资标的为岳阳纸业、晨鸣纸业、博汇纸业、太阳纸业和景兴纸业。

落后产能淘汰进程加快，将利好低端的文化纸和包装纸，因此相关上市公司有望从中受益；由于一些公司（如美利纸业、银鸽投资）股价更多的受其他因素所影响，所以我们在此仅从基本面的改善情况来选择受益的标的并排序，其中，岳阳纸业、太阳纸业、晨鸣纸业和博汇纸业将受益于文化纸落后产能的淘汰；景兴纸业将受益于箱板纸落后产能的淘汰。

同时我们认为从行业来看 8 月很可能是行业的低点，之后纸业将好转，这也是投资纸业的时点。（详见我们 2010 年 8 月 1 日的纸业研究报告《春去春又回》）

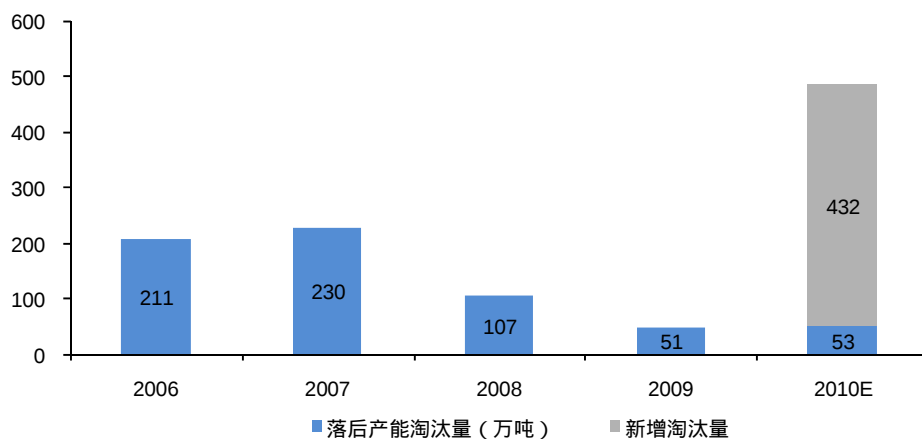
9 月底是落后产能淘汰的最后期限，我们期待产能淘汰和行业自身回暖双重利好因素叠加带来的纸业市场表现。

造纸行业落后产能淘汰超预期

产能淘汰超预期

此次淘汰的量超过市场预期，此次淘汰的详细量表表明整体浆纸产能淘汰达到 465 万吨，其中浆淘汰 49 万吨，超过 5 月 27 日的计划，我们估计此次淘汰产能占造纸总产能的 5%左右。

图表1：造纸行业历年产能淘汰



来源：国金证券研究所

图表2：本次淘汰要求

地区	整体产能			浆产能
河北	35.48		辽宁	17.9
山西	9.59		吉林	1
内蒙古	6.82		江西	4
辽宁	18.9		山东	5
吉林	1.5		河南	6.86
黑龙江	19.54		湖南	7.2
江苏	4		山西	2.4
浙江	10.05		宁夏	2.5
安徽	3		新疆	2.16
江西	4		合计	49.02
山东	5			
河南	239.5			
湖北	8.06			
湖南	15.2			
广东	2.9			
四川	18			
广西	11.23			
云南	1			
陕西	46.32			
宁夏	2.5			
新疆	2.66			
合计	465.25			

来源：国金证券研究所

此次淘汰决心超市场预期

- 淘汰列出了具体的名单，历年来首次；
- 继续延续 5 月 27 日的时间要求，9 月底前必须关闭；

- 措施严厉。工信部部长李毅中表示：按照国务院相关文件的要求，对未按规定限期淘汰落后产能的企业吊销排污许可证，银行业金融机构不得提供任何形式的新增授信支持，投资管理部门不予审批和核准新的投资项目，国土资源管理部门不予批准新增用地，相关管理部门不予办理生产许可，已颁发生产许可证、安全生产许可证的要依法撤回。同时，对未按规定淘汰落后产能、被地方政府责令关闭或撤销的企业，限期办理工商注销登记，或者依法吊销工商营业执照。必要时，政府相关部门可要求电力供应企业依法对落后产能企业停止供电；
- 尽管我们还是没有看到一些关停的配套措施，如补偿措施、员工安置措施等，但是我们认为此次淘汰与以往有所不同，在强调产业结构调整、优化，缓解行业产能过剩矛盾的今天，加强落后产能的淘汰或许是一个较好的办法。

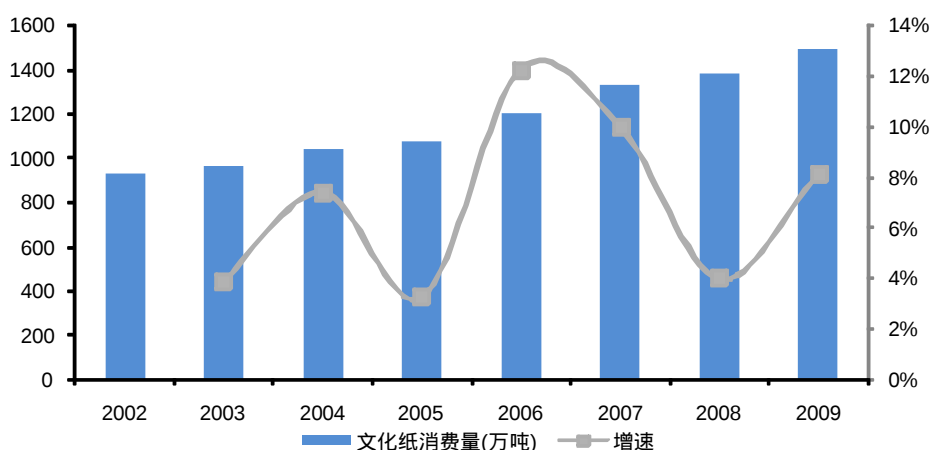
淘汰有利于低端的文化纸和包装纸

淘汰的落后产能，主要将分布在文化纸和箱板纸两个行业。我们暂且假设淘汰的 420 万吨落后产能中（除去浆），2/3 为文化纸，1/3 为箱板纸；基于此，我们对文化纸和箱板纸两个细分行业做了相应的分析。

文化纸供需情况分析

- 2009 年，我国文化纸消费量为 1497 万吨，同比增长 8.09%，2002-2009 年消费量复合增长率为 6.92%；文化纸的需求呈现出相对稳定的态势，预计未来一段时间我国文化纸需求仍将以小幅增长为主。

图表3：02 年以来文化纸消费量及增速



来源：国金证券研究所

- 供给方面，文化纸产能投放较为分散，我们估计在 2010、2011 年里均有 100-200 万吨的产能投放，与行业容量相比增加约 10%。我们假设今年落后文化纸产能淘汰量为 280 万吨（占 09 年文化纸消费量的 18.7%），这将完全对冲掉今明两年新增的文化纸产能，因此，此次淘汰完成将提高未来文化纸行业景气度，这将利好文化纸占比较高的岳阳纸业、太阳纸业和晨鸣纸业。

图表4：文化纸新增产能

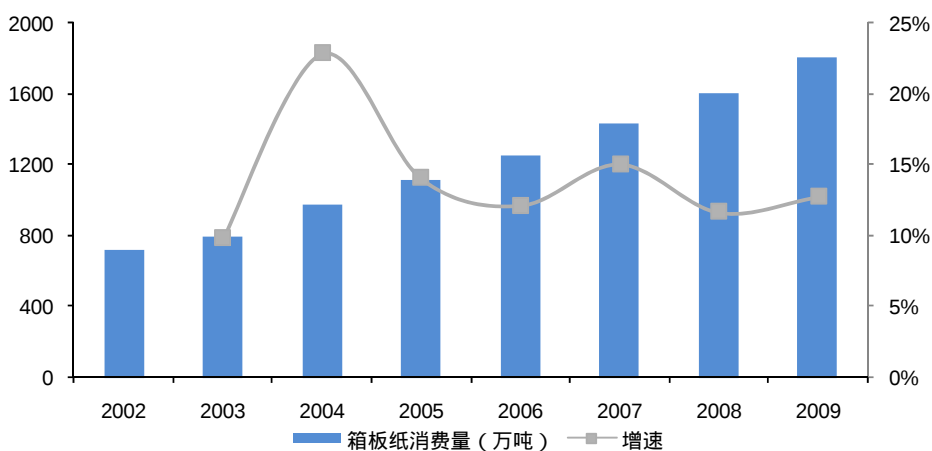
企 业	产 能	时 间
华 泰 股 份	20	2010
岳 阳 纸 业	20	2009.8月
岳 阳 纸 业	20	2009.10月
福 建 南 纸	18	2009.11月
银 河 纸 业	20	2009.8月
太 阳 纸 业	40	2010.4月
广 西 华 劲	30	2010
驻 马 店 白 云 纸 业	17	2010
广 西 永 凯	20	2009.1月
南 宁 劲 达 兴 纸 业	20	2009.1月
沅 江 纸 业	12	2009.4月
晨 鸣 湛 江	45	2011.4月
河 南 一 林 纸 业	10	2010
瑞 通 环 保 纸 业	10	2010

来源：国金证券研究所

箱板纸供需情况分析

- 2009 年，我国箱板纸消费量 1809 万吨，同比增长 12.71%，2002-2009 年消费量复合增长率为 13.95%；在出口得以复苏的前提下，我们预计箱板纸年均需求增量将在 160 万吨以上。

图表5：02 年以来箱板纸消费量及增速



来源：国金证券研究所

- 按照计划的产能投放，我们估计 09-11 年国内箱板纸的新增产能分别为 140 万吨，50 万吨和 98 万吨，近三年产能投放速度将大幅回落。假设今年将淘汰箱板纸产能 140 万吨（占 09 年箱板纸消费量的 7.7%），这将使得 2010-2011 年箱板纸行业的产能接近零增长，未来行业景气度将继续回升，景兴纸业有望受益明显。