

造纸 II

消费旺季来临, 行业盈利能力有望迎来拐点

评级: 增持
前次: 增持

分析师

分析师

孙国东

朱嘉

S0740207010008

S0730209070105

0531-81776391

021-68766564

sungd@qlzq.com.cn

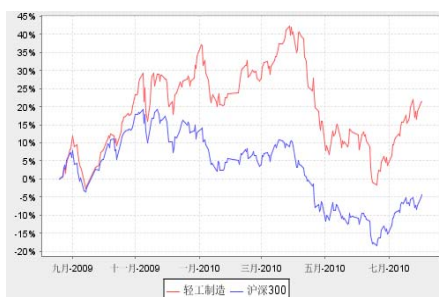
zhuja@qlzq.com.cn

2010 年 8 月 21 日

基本状况

上市公司数	21
行业总市值(百万元)	86417.87
行业流通市值(百万元)	66920.11

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

重点公司	指标	2009A	2010E	2011E
博汇纸业	股价(元)	7.98	7.98	7.98
	摊薄每股收益(元)	0.40	0.55	0.71
	总股本(亿股)	5.05	5.05	5.05
	总市值(亿元)	40.27	40.27	40.27
太阳纸业	股价(元)	11.06	11.06	11.06
	摊薄每股收益(元)	0.45	0.71	0.81
	总股本(亿股)	10.05	10.05	10.05
	总市值(亿元)	111.15	111.15	111.15
晨鸣纸业	股价(元)	7.25	7.25	7.25
	摊薄每股收益(元)	0.41	0.52	0.69
	总股本(亿股)	20.62	20.62	20.62
	总市值(亿元)	149.50	149.50	149.50

备注: 重点公司排列顺序为: 本公司推荐一、本公司推荐二、本公司推荐三

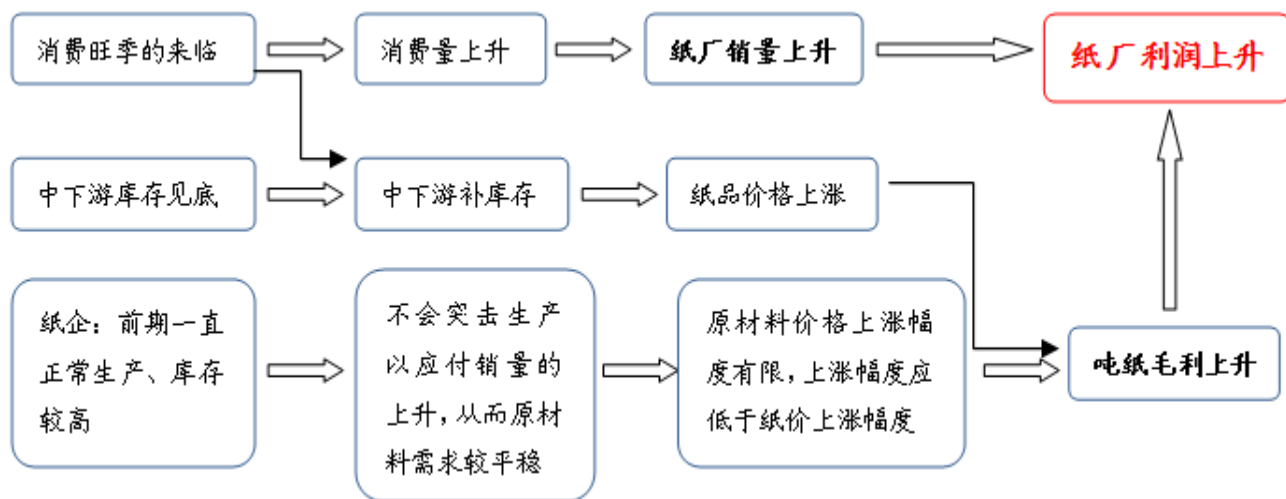
投资要点

- 四季度是行业传统的消费旺季, 消费量及纸厂销量有望较三季度明显提升。
- 中下游库存低于正常平均水平, 旺季来临, 后期有望补库存, 进而拉动纸价回升。
- 纸厂库存处于高位, 远超正常平均水平, 后期销量上升只是将减少纸厂库存, 而不会促使纸厂加大产量。因此我们认为后期原材料价格的涨幅应小于纸价的涨幅, 促进吨纸毛利的回升。
- 销量与吨纸毛利的同步回升将增厚纸厂四季度业绩。
- 在年内消费周期性的比较方面, 我们对各纸品的排序为: 包装纸>铜版纸>文化纸>新闻纸。
- 在吨纸毛利提升幅度方面, 我们认为, 年内消费周期性最明显的包装纸提升幅度应最大, 而其中市场供需情况更好的白卡纸的提升幅度应超过箱板纸。
- 维持对行业“增持”的投资评级, 重点推荐白卡纸业务占比较大公司——博汇纸业和太阳纸业。
- 风险提示: 旺季不旺, 消费量回升不明显, 进而导致纸厂后期业绩平平; 国际市场原材料价格仍存在一些不确定因素; 落后产能淘汰的执行力度弱于预期, 未完成淘汰指标。

我们的逻辑思路

- 消费旺季的来临将直接拉动纸品消费量的上升，纸企四季度的销量有望明显回升。
- 中下游库存见底、消费旺季的来临将促使中下游开始补库存的行为。该举动将直接拉动纸价回升。
- 上游纸厂库存较高，且生产一直保持正常态势。这意味着上游纸厂后期不会因为销量的明显回升而突击提升产量，而只会继续保持正常的生产状态。因此我们认为，消费旺季的来临对原材料价格的拉动作用有限，原材料价格的上涨幅度应低于纸价的上涨幅度。
- 纸价的上涨幅度高于原材料的上涨幅度，将促使吨纸毛利的提升。
- 销量及吨纸毛利的双重提升，将直接增厚纸厂的业绩。

图表 1：逻辑推导图



来源：齐鲁证券研究所

四季度是纸品传统消费旺季

- 四季度一般均为各纸品的消费旺季，主要的原因在于春节因素和出口因素。铜版纸、包装纸方面，下游用纸行业大都在四季度开始为春节的大促销做准备，广告（铜版纸）和产品包装用量有望大幅增加；同时，出口方面因我国整体出口的增加，将促使包装纸的间接出口量明显增长，进而拉动国内包装纸品销量的上升。文化纸方面，由于四季度是学生春季教材备货期及开印期，其消费量较三季度将有所增长。而新闻纸方面，则并无非常明显的年内消费周期。

图表 2：各纸品年内消费周期情况表

纸种	月份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
烟卡 (白卡)		平	平	旺季	旺季	趋淡	淡季	淡季	平	平	旺季	旺季	旺季
		春节期间印刷厂放假；年底薪资发放，经销商可用资金较紧。			因节日香烟消耗较大，3-5月产量趋大，烟包用量亦然。		从5月下旬至8月因雨季来临，天气潮湿不利于烟的贮藏。		从8月下旬烟包用纸开始启动。		从10月起至次年1月上旬，为备节日香烟供货，烟单铜全面启动，并进入采购、印刷旺季。		
社会卡 (白卡)		平	平	平	平	趋淡	淡季	淡季	淡季	趋旺	旺季	旺季	旺季
		春节期间印刷厂放假；年底薪资发放，经销商可用资金较紧。			年后经销商补库存，下游为五一节做准备		节后下游销量趋缓		下游产品销售平淡，且夏季用电高峰拉闸限电影响下游工厂生产		经销商及印厂为旺季开始备库存		
单面铜版 (酒标)		平	平	旺季	旺季	旺季	旺季	前旺后平	平	平	趋旺	旺	平
		春节期间印刷厂放假；年底薪资发放且忙于收款结帐，经销商印厂可用资金较紧。			5-9月为啤酒旺季，经销商均提前备货。			由于经销商提前备货，印刷厂均已开印，故7-9月酒标单铜市场需求一般。			接近年底春节，白酒消耗量增加，10-11月为白酒标的小高潮；碗盖单铜用量自11月至次年1月较大。		
单面铜版 (烟包)		平	平	旺季	旺季	趋淡	淡季	淡季	平	平	旺季	旺季	旺季
		春节期间印刷厂放假；年底薪资发放，经销商可用资金较紧。			因节日香烟消耗较大，3-5月产量趋大，烟包用量亦然。		从5月下旬至8月因雨季来临，天气潮湿不利于烟的贮藏。		从8月下旬烟包用纸开始启动。		从10月起至次年1月上旬，为备节日香烟供货，烟单铜全面启动，并进入采购、印刷旺季。		
挂历铜版		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			基本订单		从8月上半月开始大量进货印年历一直到11月上旬		自11月下旬至12月为追补尾单阶段。
双面铜版		旺季	淡季	旺季	旺季	平	平趋淡	淡季	平	旺季	旺季	旺季	旺季
		节日宣传画促销单价格单用量较大。		春节		年后为保证印厂正常运作，大量进货；春季展销会较多，宣传样册多。			5-7月因初夏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。		
双胶纸		平	淡季	旺季	旺季	旺季	平	平	淡季	旺季	旺季	旺季	前旺后平
		节日期间，双胶用量较平常减少。		从3-5月为秋季学生教辅材料备货、及开印期；复印纸、簿本、不干胶底纸等需求加大。			教辅材料扫尾期。			9-12月为学生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。		春季教材及报表印制扫尾期。	
箱板纸		淡季	淡季	平	平	趋淡	淡季	淡季	淡季	趋旺	旺季	旺季	旺季
		出口淡季，年底薪资发放，经销商可用资金较紧。		年后经销商补库存，出口较1-2月上升		节后下游销量趋缓，出口平稳		出口平淡，下游产品销售平淡，且夏季用电高峰拉闸限电影响下游工厂生产		经销商及印厂为旺季开始备库存		从9月开始因下游商品销售量大增及年前促销，出口大幅增加，包装材料需求旺盛	

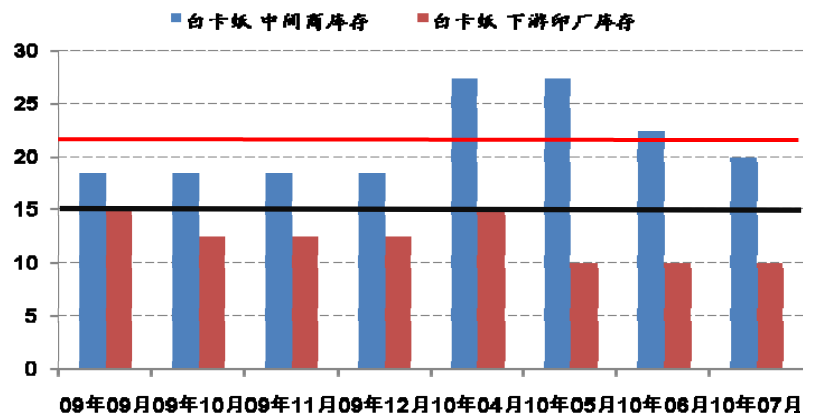
来源：齐鲁证券研究所

中下游库存见底，后期需补库存以应对消费旺季

- 我们在前期的行业点评报告《多重利好刺激行业回暖》中，已经提到经过前期自五月份开始的“去库存”行为，目前中下游行业的库存已降至较低水平，后期随着消费旺季的逐步来临，中下游有望进行一轮补库存行为以应对消费旺季的来临。
- 白卡纸方面，截至7月底，中游的平均库存仅为20天，较前期5月平均库存27.5天出现了较大幅度的下滑，而下游印厂库存则一直保持较低

水平（10 天）。鉴于纸价在 8 月继续下滑，我们预计，8 月底，中游库存可能会降至 17-18 天，低于 22 天的正常平均库存天数，而下游库存则将继续保持 10 天左右的较低水平，也低于 15 天的正常平均库存天数。后期，我们认为在中下游库存水平较低的背景下，消费量的明显上升将直接拉动纸价的明显回升。

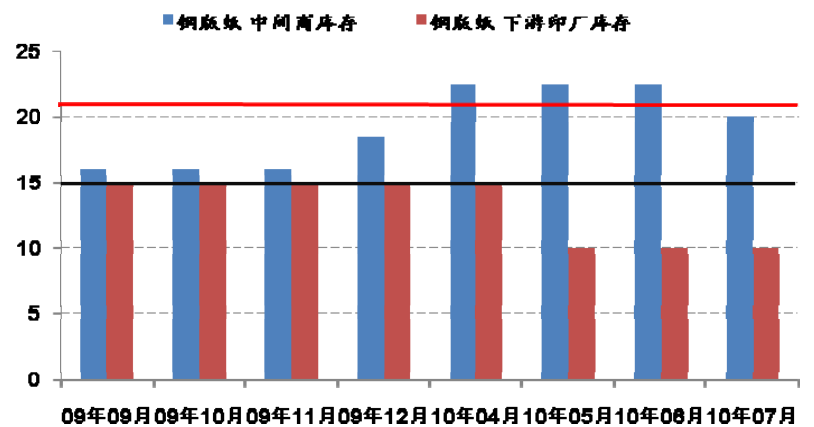
图表 3：白卡纸中下游库存情况（单位：天）



来源：纸业联讯、齐鲁证券研究所 注：红线、黑线分别为中间商和印厂正常库存天数

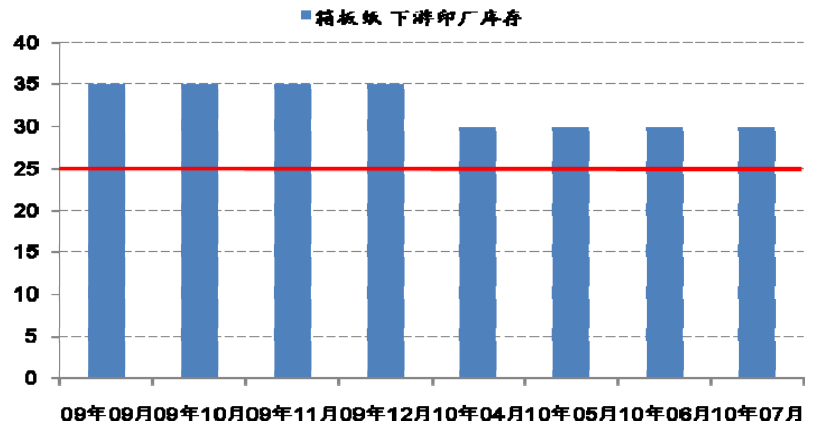
- 铜版纸方面，截至 7 月底，中游的平均库存仅为 20 天，较前期 5 月平均库存 22.5 天小幅下滑，而下游印厂库存则一直保持较低水平（10 天）。鉴于纸价在 8 月继续下滑，我们预计，8 月底，中游库存可能会降至 18 天左右，低于 21 天的正常平均库存天数，而下游库存则将继续保持 10 天左右的较低水平，也低于 15 天的正常平均库存天数。虽然后期消费量有望明显上升，但我们需要考虑到下半年铜版纸的新增产能较多，将对价格上涨出现明显的压制作用。我们认为后期铜版纸价格的上升幅度有限。

图表 4：铜版纸中下游库存情况（单位：天）



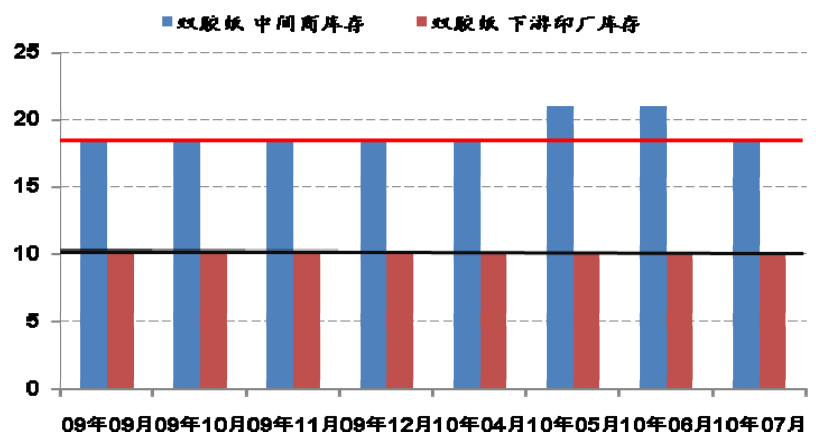
来源：纸业联讯、齐鲁证券研究所 注：红线、黑线分别为中间商和印厂正常库存天数

- 箱板纸方面，截至 7 月底，下游印厂的平均库存为 30 天，虽然较前期库存高点 35 天有所下滑，但依然高于正常平均库存水平（23 天），其原因主要在于前期国际废纸价格一直呈现上涨趋势所致，8 月库存应会有所下滑。我们认为，下游高于正常水平的库存量将在一定程度上削弱消费高峰对箱板纸价格的拉动程度，但不会改变其拉动价格上升的趋势。

图表 5：箱板纸下游库存情况（单位：天）


来源：纸业联讯、齐鲁证券研究所 注：红线为印厂正常库存天数

- 文化纸方面（以双胶纸为例），截至 7 月底，中游的平均库存为 18.5 天，保持在正常平均水平，较前期 5 月平均库存 21 天小幅下滑，而下游印厂库存则一直保持正常平均水平（10 天）。可以看出，双胶纸中下游库存基本保持在正常水平，这是由于文化纸年内的消费周期性并不明显所致。因此我们认为，后期消费周期对双胶纸价格的拉动可能并不明显。但落后产能的大量淘汰，有望拉动后期文化纸的价格。

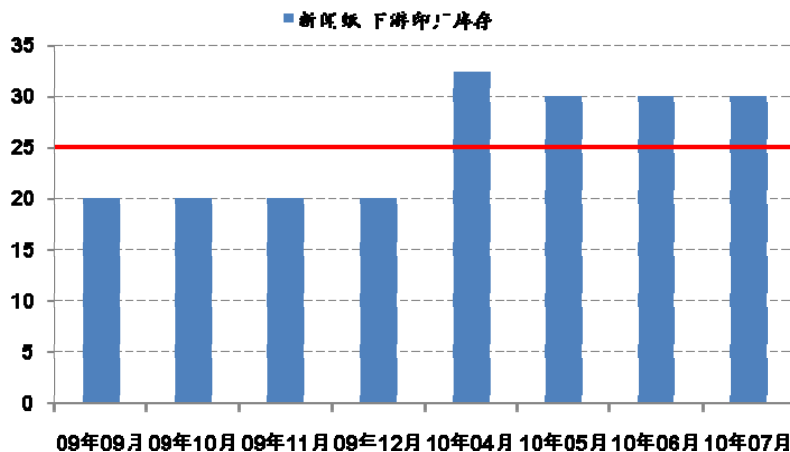
图表 6：双胶纸中下游库存情况（单位：天）


来源：纸业联讯、齐鲁证券研究所 注：红线、黑线分别为中间商和印厂正常库存天数

- 新闻纸方面，截至 7 月底，下游印厂的平均库存为 30 天，虽然较前期 4 月库存高点 32.5 天有所下滑，但依然高于正常平均库存水平（25 天），其原因主要在于前期国际废纸价格一直呈现上涨趋势所致。同时，新闻

纸与文化纸一样年内的消费周期并不明显。因此我们认为，下游的高库存将对后期新闻纸的价格产生一定程度的压制，即使价格有所上升，也应是成本推动所致。

图表7：新闻纸下游库存情况（单位：天）

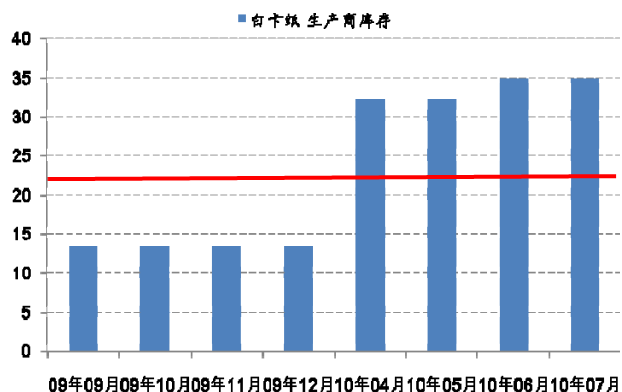


来源：纸业联讯、齐鲁证券研究所 注：红线为印厂正常库存天数

纸厂库存高企，后期将保持正常生产

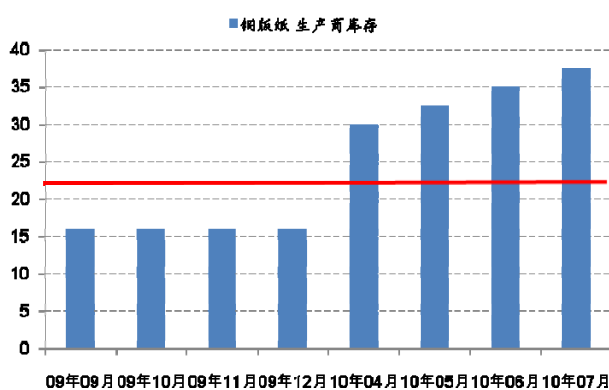
- 目前，从各纸品来看，纸厂的库存均远高于正常平均水平。因此，后期消费高峰的来临不会促使纸厂进行突击性生产以应付销售量的明显增长，进而纸厂对原材料的需求也应保持平稳正常的需求。

图表8：白卡纸纸厂库存（单位：天）

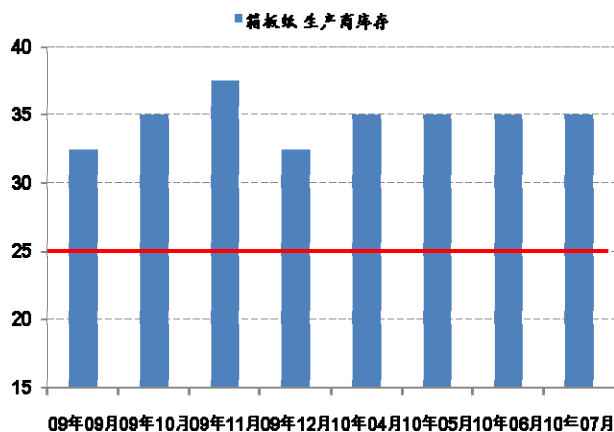


来源：齐鲁证券研究所

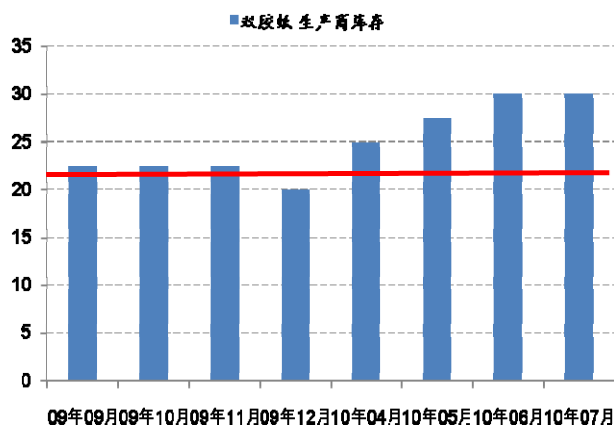
图表9：铜版纸纸厂库存（单位：天）



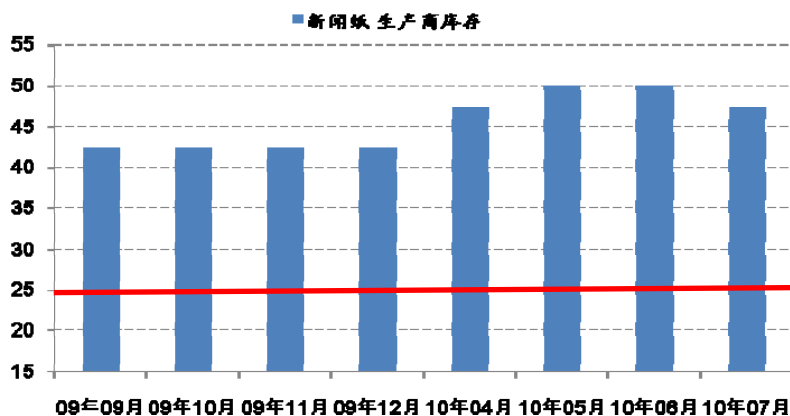
来源：齐鲁证券研究所

图表 10: 箱板纸纸厂库存 (单位: 天)


来源: 齐鲁证券研究所

图表 11: 双胶纸纸厂库存 (单位: 天)


来源: 齐鲁证券研究所

图表 12: 新闻纸纸厂库存 (单位: 天)


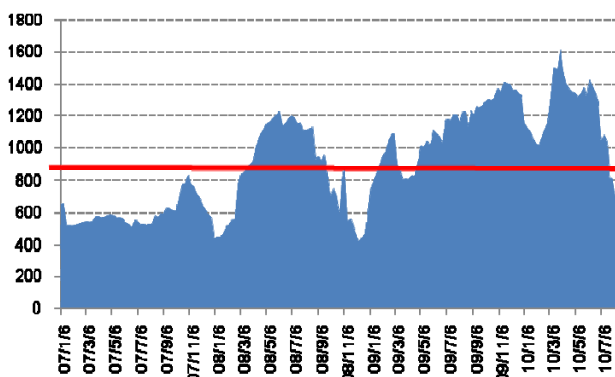
来源: 齐鲁证券研究所

- 后期, 纸厂保持正常生产, 纸厂对原材料的需求保持平稳正常的需求意味着, 消费旺季的来临对原材料价格的拉动作用有限, 原材料价格的上涨幅度应低于纸价的上涨幅度。

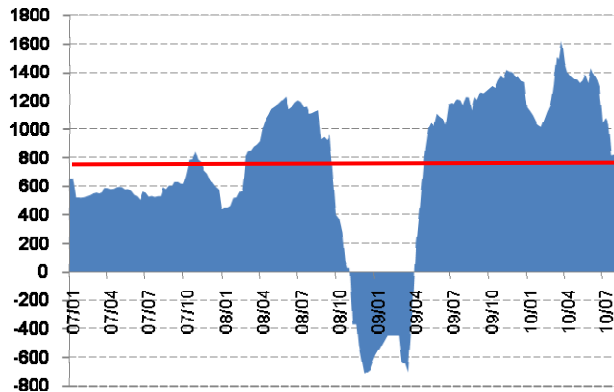
吨纸毛利有望回升, 其中白卡纸提升幅度有望最大

- 销量和吨纸毛利的双重提升, 将直接促进纸厂四季度利润的提升。在吨纸毛利提升幅度方面, 我们认为, 年内消费周期性最明显的包装纸提升幅度应最大, 而其中市场供需情况更好的白卡纸的提升幅度应超过箱板纸; 其次应是文化纸, 虽然年内消费周期性不如包装纸明显, 中下游较高库存对价格上涨有所压制, 但落后产能的淘汰将改善市场供需状况, 吨纸毛利提升幅度亦不小; 而铜版纸虽然年内消费周期性较为明显, 但由于新增产能较多, 对市场冲击较大, 后期其吨纸毛利提升幅度可能有限; 新闻纸国内市场供过于求已常态化, 且下游库存较高, 纸厂提交能力有限, 吨纸毛利提升幅度较小甚至无法提升。

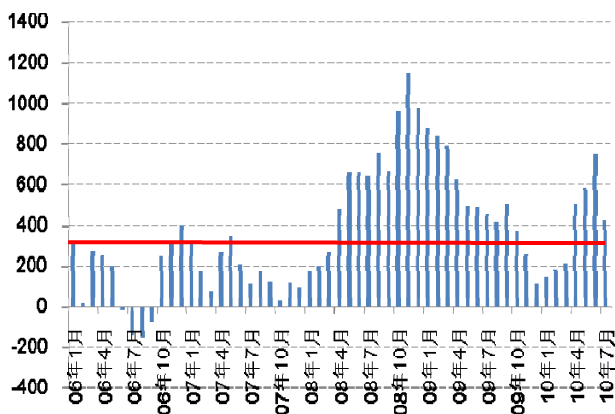
- 从我们对各纸种历年吨纸毛利的计算结果中可以看出，目前除了箱板纸之外，其他纸种的吨纸毛利均处于历史平均水平之下，而箱板纸之所以目前依然保持历史平均水平之上的盈利能力，主要原因在于前几年箱板纸新增产能集中释放，对市场造成很大冲击，箱板纸的盈利能力一直处于较低水平，而 2010 年，箱板纸新增产能增速明显低于需求增速，市场环境明显好转，因此其盈利得到了较好的修复。
- 下列组图中，左边的图（图 13、15、17、19 和 21）为根据及时点对点的数据（即以当期成本对应当期纸品价格）所计算出的吨纸毛利，未考虑纸厂的原材料库存情况，因此存在一定的偏差，特别是在 2008 年底至 2009 年初这段时间，当时纸厂高价原材料库存较多，导致当时纸厂的吨纸毛利均处于亏损状况，而点对点数据则显示毛利依然处于较高水平。因此，我们对此作出了一定的调整，右边的图（图 14、16、18、20 和 22）为我们调整后的各纸种吨纸毛利历年情况。

图表 13：白卡吨纸毛利情况（及时点对点）


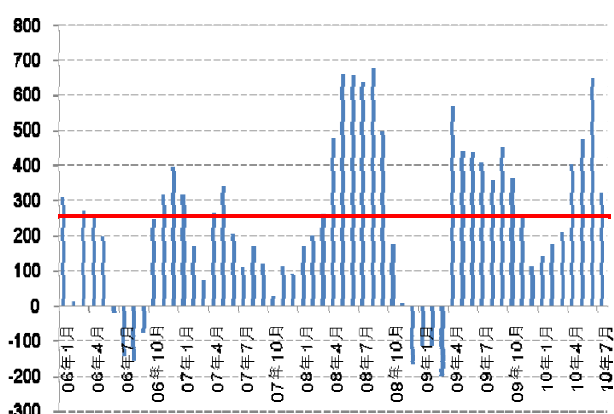
来源：齐鲁证券研究所

图表 14：白卡吨纸毛利情况（调整后）


来源：齐鲁证券研究所

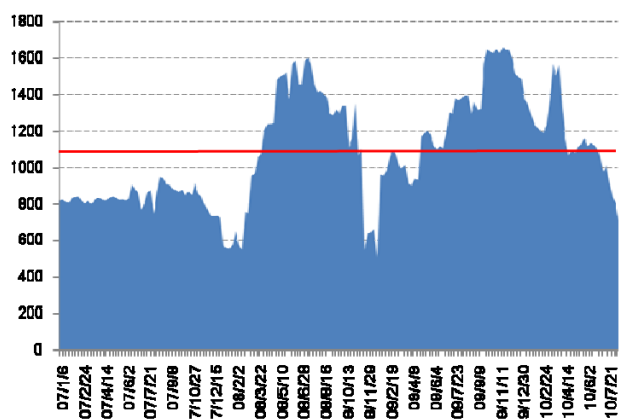
图表 15：箱板纸吨纸毛利情况（及时点对点）


来源：齐鲁证券研究所

图表 16：箱板纸吨纸毛利情况（调整后）


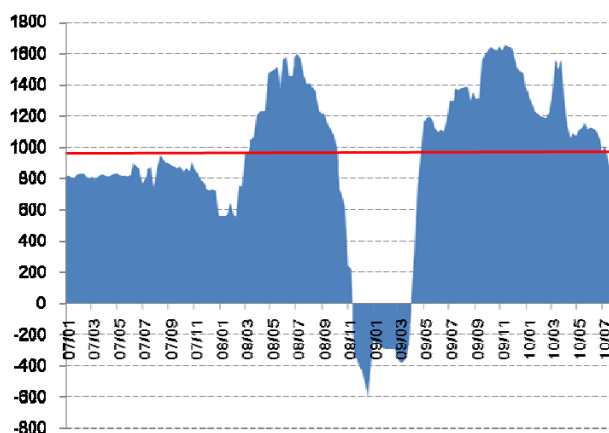
来源：齐鲁证券研究所

图表 17: 铜版纸吨纸毛利情况 (及时点对点)



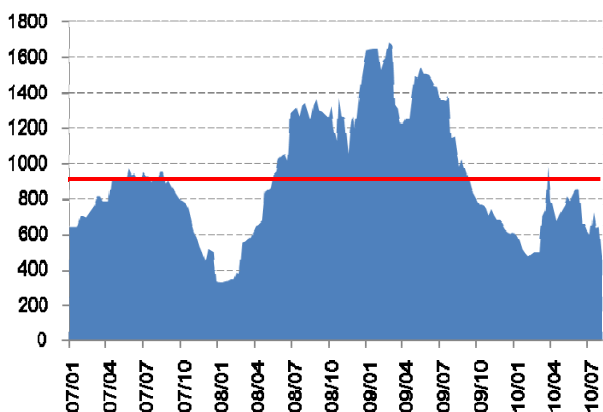
来源: 齐鲁证券研究所

图表 18: 铜版纸吨纸毛利情况 (调整后)



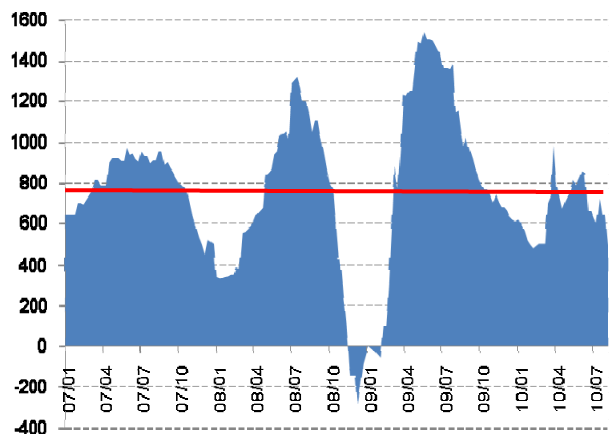
来源: 齐鲁证券研究所

图表 19: 双胶纸吨纸毛利情况 (及时点对点)



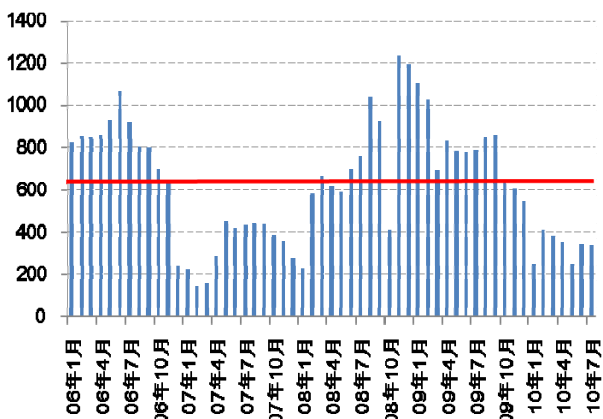
来源: 齐鲁证券研究所

图表 20: 双胶纸吨纸毛利情况 (调整后)



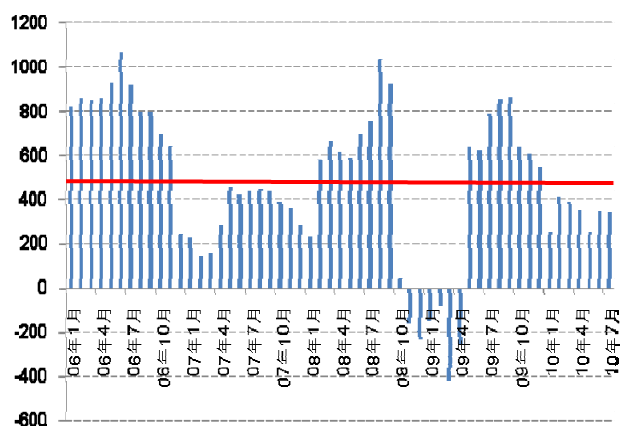
来源: 齐鲁证券研究所

图表 21: 新闻纸吨纸毛利情况 (及时点对点)



来源: 齐鲁证券研究所

图表 22: 新闻纸吨纸毛利情况 (调整后)



来源: 齐鲁证券研究所

维持对行业的“增持”评级

- 鉴于中下游“去库存”的结束和传统消费旺季的到来，以及落后产能淘汰的超预期，行业盈利能力后期有望企稳回升，我们维持行业“增持”的投资评级，重点推荐白卡纸业务占比较大公司——博汇纸业和太阳纸业。

风险提示

- 旺季不旺，消费量回升不明显，导致纸价和纸厂销量回升不明显，进而导致纸厂后期业绩平平。
- 国际市场原材料价格仍存在一些不确定因素。
- 落后产能淘汰的执行力度弱于预期，未完成淘汰指标。

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501