

中性（维持）

四季度景气短期走高

2010年10月08日

造纸行业2010年四季度投资策略

上证指数 2592

行业规模

		占比%
股票家数（只）	35	2.1
总市值（亿元）	1321	0.6
流通市值（亿元）	922	0.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	4.0	-14.0	41.4
相对表现	5.4	-0.7	52.3



相关报告

1、《造纸行业 2010 年中期投资策略
-景气高位缓慢下降》2010/06/09

未来几年造纸子行业景气排序为：高档包装纸（白卡纸/白板纸）、低档包装纸（瓦楞纸/箱板纸）、文化纸（双胶纸、书写纸）、铜版纸、新闻纸。

□ 四季度需求引致的行业景气将有所回升。2010 年 1-7 月我国造纸工业主要产品产量为 5747 万吨（同比增长 3.51%），进出口分别增长 9.66%、8.36%。7 月产量同比增速 7.39%，自年初以来，增速逐步回落。但随着 9 月-春节传统需求旺季的到来，我们预计四季度引致的行业景气将会回升。

□ 从长期看，产能释放仍是影响子行业景气的最大因素。

- （1）铜版纸——未来产能的集中释放最大的子行业；
- （2）文化纸——受益国家淘汰落后产能政策；
- （3）包装用纸——受益经济发展与落后产能淘汰双重利好；
- （4）新闻纸——增长动力不足。

□ 人民币升值对造纸行业影响有限

- （1）国外原料浆出口公司将分享人民币升值盛宴；
- （2）进口设备投产前人民币升值造成的影响是直接减少投资，减少折旧；
- （3）升值影响国内造纸产品出口竞争力。

□ 行业标配，配置可选子行业景气度高或原料控制力强的公司。

高档包装纸（白卡纸/白板纸）、低档包装纸（瓦楞纸/箱板纸）、文化纸（双胶纸、书写纸）、铜版纸、新闻纸。

公司配置可选子行业景气度高或资源属性偏强的公司。

公司排序为：岳阳纸业、博汇纸业、太阳纸业、晨鸣纸业。

王旭东

021-68407681
wangxd@cmschina.com.cn
S1090203100044

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn
S1090209030275

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	PB	评级
岳阳纸业	11.02	0.14	0.31	0.35	77	36	2.3	审慎推荐-A
博汇纸业	8.82	0.40	0.38	0.45	22	23	1.5	审慎推荐-A
太阳纸业	12.05	0.48	0.64	0.74	25	19	3.7	审慎推荐-A
晨鸣纸业	7.78	0.41	0.54	0.60	19	14	1.2	审慎推荐-A
华泰股份	10.27	1.69	0.59	0.80	6	17	1.1	中性-A
景兴纸业	7.81	0.08	0.25	0.30	96	31	1.7	中性-B

资料来源：招商证券

正文目录:

一、四季度景气短期走高	4
二、产能释放仍是影响子行业景气的最大因素	6
(一) 铜版纸—未来产能的集中释放最大的子行业	6
(二) 文化纸—受益国家淘汰落后产能政策	8
(三) 包装用纸—受益经济发展与落后产能淘汰双重利好	9
(四) 新闻纸—全球需求负增长, 中国也增长动力不足	12
(五) 公司选择——可选子行业景气度高或受益于人民币升值的公司配置	13
三、人民币升值对造纸行业影响有限	16
(一) 国外原料浆出口公司是人民币升值的主要受益者	16
(二) 进口设备因升值的受益也有限	17
四、附录-行业运行数据	18
(一) 国内各纸种价格走势	18
(二) 废纸、纸浆价格走势	19

图表目录:

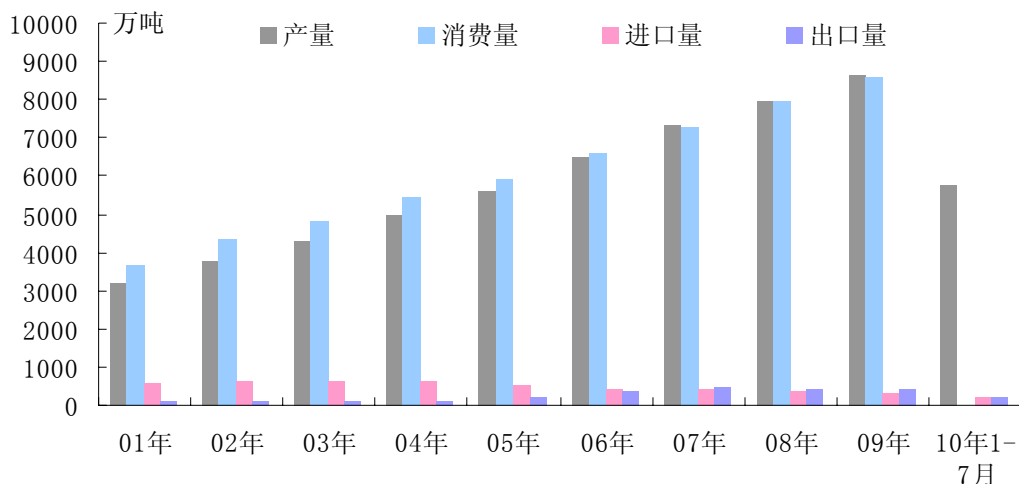
表 1: 10-11 年铜版纸新增产能情况	6
表 2: 铜版纸 08-11 年产能及产量情况	7
表 3: 文化用纸 08-11 年产能及产量情况	8
表 4: 文化用纸 10-12 年新增产能情况	9
表 5: 包装用纸 08-11 年产能及产量情况	10
表 6: 新闻纸 08-11 年产能及产量情况	12
表 7: 重点公司列表	13
表 8: 国际造纸行业估值情况	14
表 9: 世界工业原木进出口总量和各国占有率变化	16
表 10: 主要造纸公司外币报表折算差额情况	17

图 1: 我国机制纸及纸板产量、进出口情况	4
图 2: 我国机制纸月度产量及同比增速	4
图 3: 造纸行业经济效益指标	5
图 4: 行业累计利润及同比增长	5
图 5: 行业固定资产投资—对应产能扩张情况图	5
图 6: 造纸行业主要产品 09 年产销情况	6
图 7: 铜版纸月度进口比较	7
图 8: 铜版纸月度出口比较	7
图 9: 铜版纸完全成本及吨纸毛利模拟	8
图 10: 铜版纸实际、预测毛利率以及吨纸毛利走势图	8
图 11: 双胶纸月度进口比较	9
图 12: 双胶纸月度出口比较	9
图 13: 白卡纸完全成本及吨纸毛利模拟	11
图 14: 白卡纸实际、预测毛利率以及吨纸毛利走势图	11
图 15: 白板纸月度进口比较	11
图 16: 白板纸月度出口比较	11
图 17: 箱板纸完全成本及吨纸毛利模拟	11
图 18: 箱板纸实际、预测毛利率以及吨纸毛利走势图	11
图 19: 新闻纸月度产量比较	12
图 20: 新闻纸月度出口比较	12
图 21: 新闻纸完全成本及吨纸毛利模拟	12
图 22: 新闻纸实际、预测毛利率以及吨纸毛利走势图	12
图 23: 长期我国木浆进口处于增长趋势中	16
图 24: 新闻纸价格走势	18
图 25: 双胶纸价格走势	18
图 26: 铜版纸价格走势	18
图 27: 白卡纸价格走势	18
图 28: 箱板纸价格走势	18
图 29: 瓦楞纸价格走势	18
图 30: 白板纸价格走势	19
图 31: 轻涂纸价格走势	19
图 32: 牛卡纸价格走势	19
图 33: 牛皮纸价格走势	19
图 34: 北方漂白软木牛皮浆(NBSK) -美国市场	19
图 35: 北方漂白软木牛皮浆(NBSK) -欧洲市场	19
图 36: 美废、日废价格走势	20
图 37: 硬木牛皮浆价格走势 BHKP-欧洲市场	20
图 38: 针叶浆价格走势	20
图 39: 阔叶浆价格走势	20

一、四季度景气短期走高

近期纸价、浆价均有所回落，随着 9 月-春节传统需求旺季的到来，我们预计四季度引致的行业景气将会回升。

图1：我国机制纸及纸板产量、进出口情况



资料来源：中国纸网

2009 年我国造纸工业主要产品产量为 8640 万吨，销量为 8569 万吨，同比分别增长 8.27%、7.99%，进出口量分别为 107 万吨、108 万吨，同比分别增长-6.70%、0.50%。2010 年 1-7 月我国造纸工业主要产品产量为 5747 万吨（同比增长 3.51%），进出口分别增长 9.66%、8.36%。7 月产量同比增速 7.39%，自年初以来，增速逐步回落。

图2：我国机制纸月度产量及同比增速

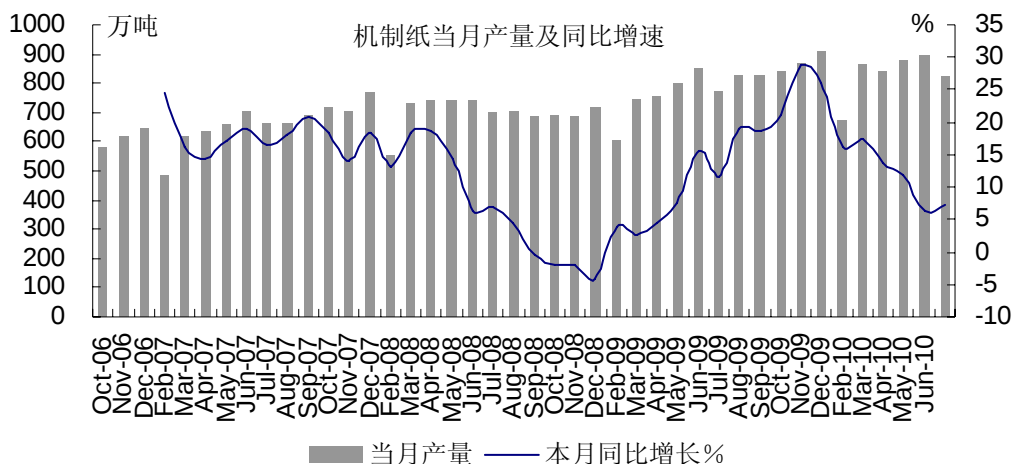
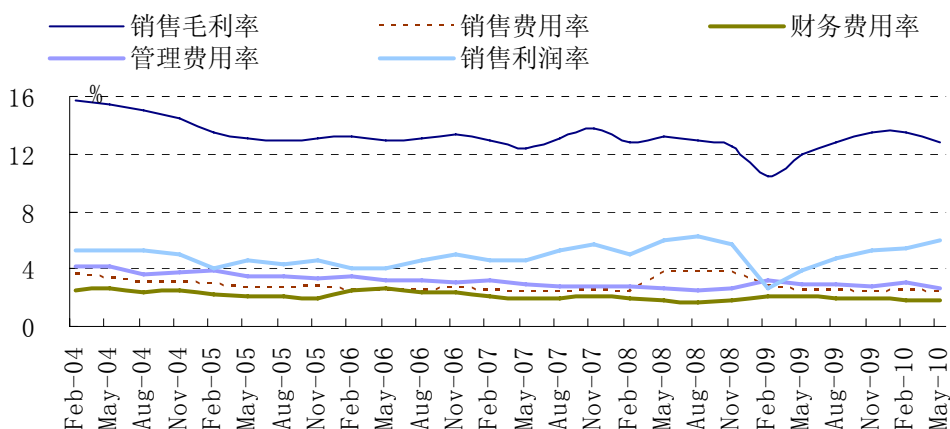
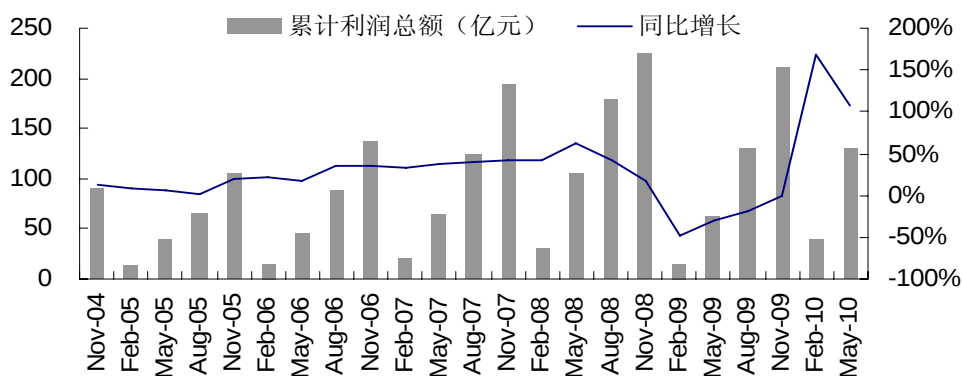


图3: 造纸行业经济效益指标



资料来源: 招商证券

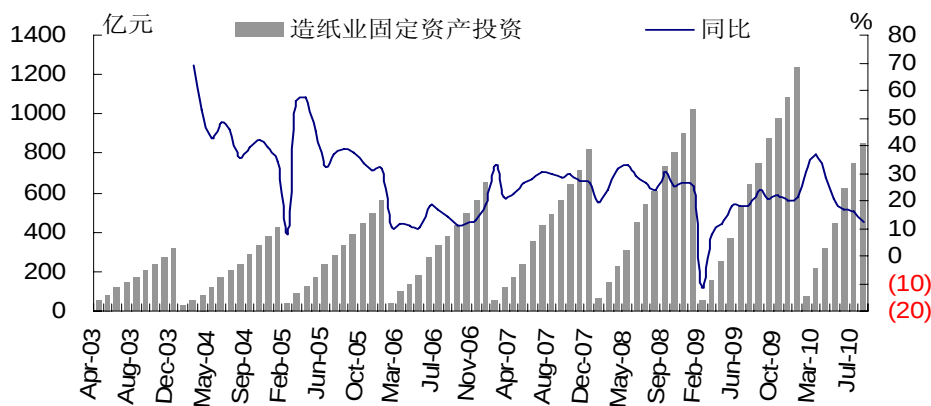
图4: 行业累计利润及同比增长



资料来源: 招商证券

造纸行业 2010 年 1-5 月份累计利润总额为 131 亿元，同比增长 108.1%，较年有所回落。

图5: 行业固定资产投资—对应产能扩张情况图

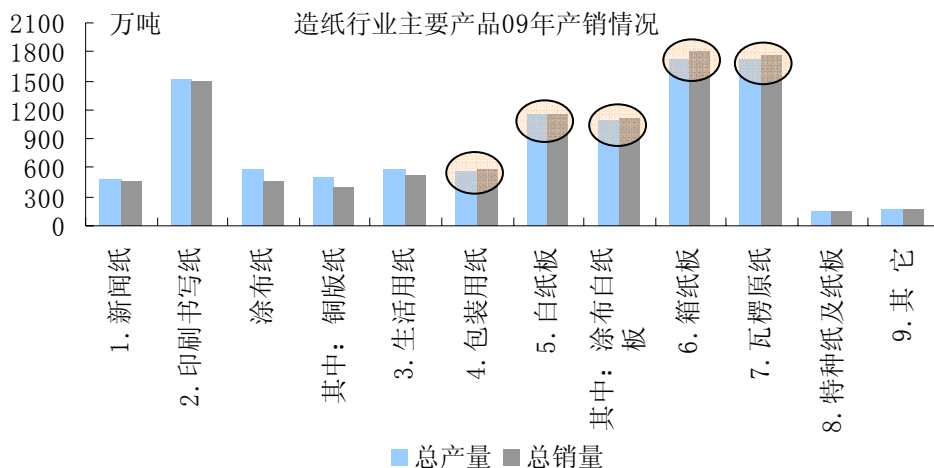


资料来源: WIND

上半年随着浆价的提升，固定资产投资逐步回落，8 月份同比增速为 12.4%。

二、产能释放仍是影响子行业景气的最大因素

图6: 造纸行业主要产品09年产销情况



资料来源：招商证券

(一) 铜版纸—未来产能的集中释放最大的子行业

1、中短期产能释放压力较大

由于铜版纸的高毛利率，龙头公司纷纷布局，未来主要产能释放集中在 10-12 年，主要产能扩张来自于 APP、王子制纸、晨鸣纸业和华泰股份。

原本于今年 2 月底宣布推迟到下半年投产的 APP 海南 100 万吨铜版纸项目投产时间再做调整，下月开始调试机器，预计最快 5 月中旬起进入试产阶段。

江苏王子制纸有限公司一期项目建设进展顺利，计划 2011 年 4 月正式投产。

华泰股份 45 万吨高档铜版纸项目建成后，铜版纸年产能最高可达 80 万吨，已进入设备安装阶段，预计 2010 年年底建成投产。

表1: 10-11年铜版纸新增产能情况

厂家	产能 (万吨)
APP	160
王子制纸	80
晨鸣纸业	80
华泰股份	80

资料来源：招商证券

表2: 铜版纸08-11年产能及产量情况

单位: 万吨	08 年	09 年	10 年 E	11 年 E
产能	606	606	941	986
同比增速%	27.3%	0.0%	55.3%	4.8%
需求	401	443	490	542
同比增速%	9.3%	10.5%	10.5%	10.5%
供需缺口(-)/产能过剩(+)	205	162	451	444

资料来源: 招商证券

2、主要出口地区美国、欧盟壁垒提高

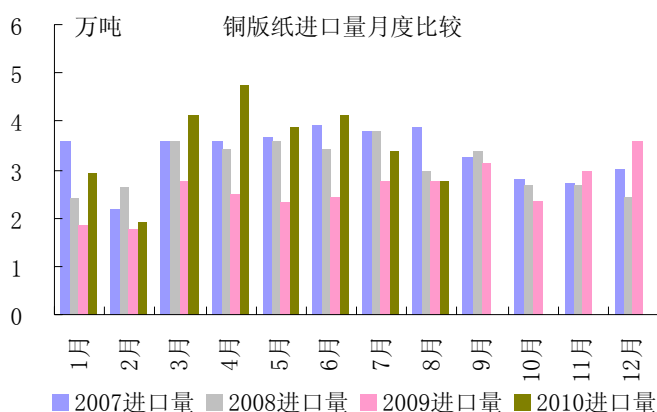
2009 年 11 月 6 日, 美国初步裁定对从我国进口的铜版纸征收“双反”关税。

2010 年 2 月 18 日, 欧盟委员会决定对原产于或进口自中国的铜版纸发起反倾销调查, 涉及中国 16 个纸类产品税号。

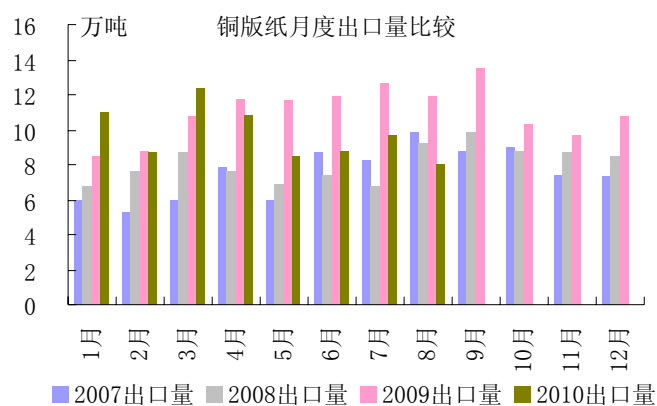
2010 年 3 月 2 日, 美国商务部公布进口自中国和印度尼西亚的铜版纸反补贴调查初裁, 具体的反补贴税率: 太阳纸业为 3.92%, 金东纸业、金华盛等为 12.83%。

2010 年 4 月 17 日, 欧盟对中国铜版纸进行反补贴立案调查。

2010 年 9 月 21 日, 美国商务部作出终裁, 决定对中国产铜版纸征收 17.64%至 178.03%的反补贴税及 7.6%至 135.83%的反倾销税。

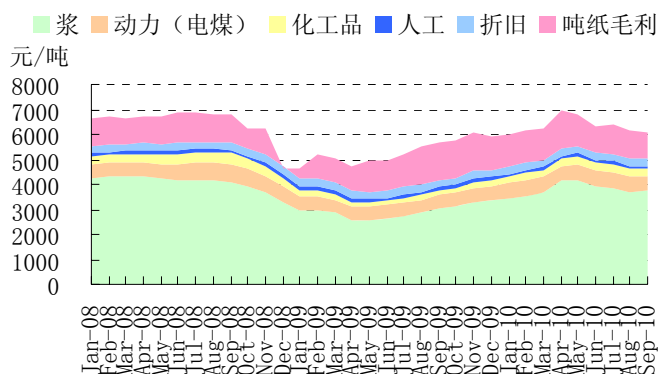
图7: 铜版纸月度进口比较


数据来源: 中国纸网

图8: 铜版纸月度出口比较


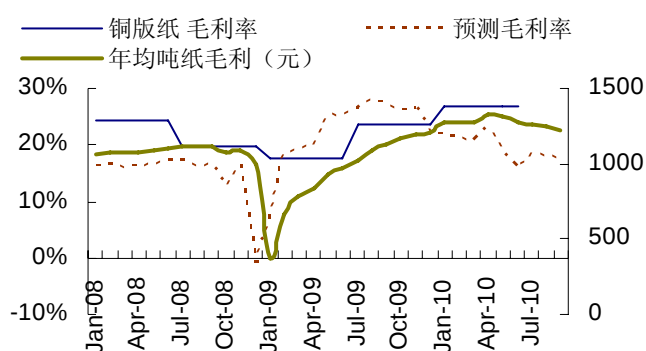
数据来源: 中国纸网

图9：铜版纸完全成本及吨纸毛利模拟



数据来源：中国纸网

图10：铜版纸实际、预测毛利率以及吨纸毛利走势图



数据来源：中国纸网

（二）文化纸—受益国家淘汰落后产能政策

根据5月27日，工信部公布的18个行业今年淘汰落后产能的具体目标，造纸行业将淘汰432万吨，比原目标53万吨落后产能目标大幅增加了379万吨。本次新增关停落后产能标大多为文化纸，10年文化用纸景气将强于其他纸种。

有利因素：

- （1） 受益于国家落后产能淘汰政策，其中主要为文化纸生产线；
- （2） 出口情况良好；
- （3） 产能释放主要集中于2012年；
- （4） 人民币升值，进口原料价格相对便宜。

不利因素：

- （5） 根据我们的跟踪数据，在10-12年预计有约670万吨产能达产；
- （6） 根据我们的产能以及需求的预测，10年供求缺口/产能过剩（-/+）为：164万吨，为各纸种产能过剩压力最小的。

表3：文化用纸08-11年产能及产量情况

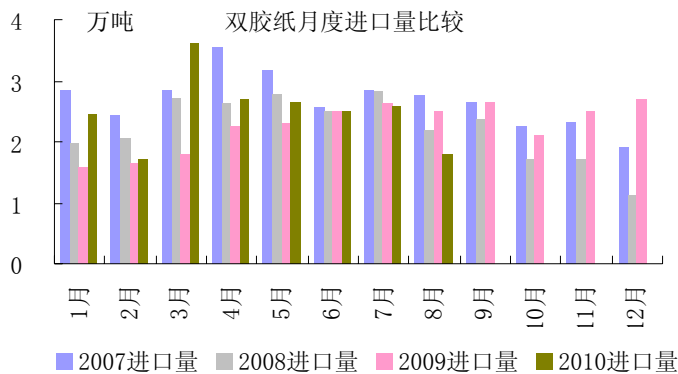
单位：万吨	08年	09年	10年E	11年E
产能	1104	1312	1308	1484
同比增速%	0.3%	18.8%	-0.3%	13.5%
需求	918	1026	1145	1276
同比增速%	1.3%	11.7%	11.6%	11.5%
供需缺口(-)/产能过剩(+)	186	286	164	208

资料来源：招商证券

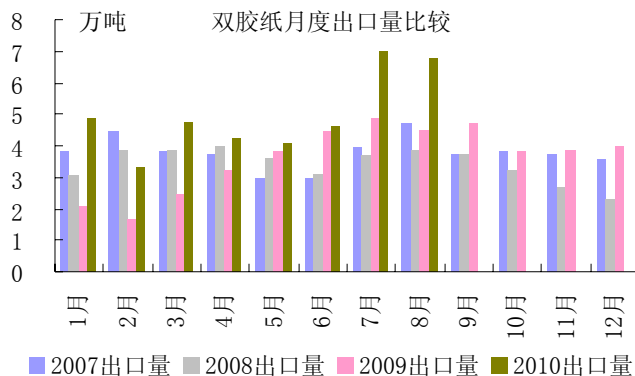
表4: 文化用纸10-12年新增产能情况

厂家	产能 (万吨)
山东华泰纸业	40
亚太纸业新会	45
河南濮阳龙丰纸业	40
太阳纸业	40
斯道拉恩索(广西)林浆纸	45
广西华劲赣州纸业	38.5
驻马店白云纸业	20
河南鹤壁瑞洲纸业	30
河南新乡新亚	20
芬欧汇川(常熟)纸业	140
广西永凯糖业	20
南宁劲达兴纸业	20
晨鸣纸业	45
广西农垦糖业集团	20
其他	106.5
合计	670

资料来源: 招商证券

图11: 双胶纸月度进口比较


数据来源: 中国纸网

图12: 双胶纸月度出口比较


数据来源: 中国纸网

（三）包装用纸—受益经济发展与落后产能淘汰双重利好

包装用纸与经济活动高度正相关，产量占纸和纸板总产量的 58.2%。08 年由于经济危机的影响，我国出口大幅下挫，但包装用纸总产量仍保持 14.4% 的增速，远高于行业 8.6% 的产量增速水平，这主要得益于我国内需的大幅增长。

（1）白卡纸/白板纸——受益于消费升级、包装升级。

高档包装纸（白卡纸/白板纸）占包装用纸行业的 35.5%，受益于国内经济的高速发展以及包装需求的升级，预计白卡纸/白板纸 10 年需求增速分别为 7.0%、7.3%，在未来将强于其他子行业。

(2) 瓦楞纸/箱板纸——受益于国内经济高速发展。

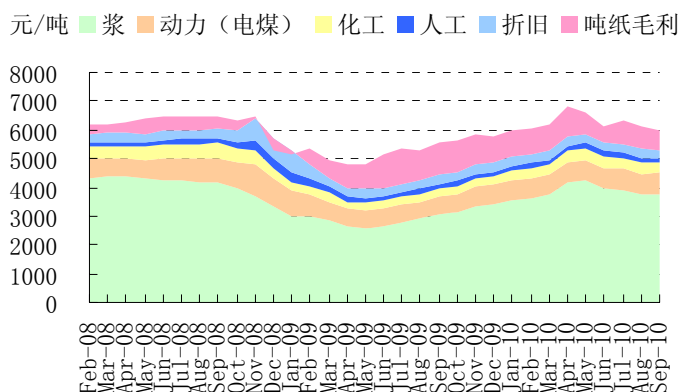
普通包装纸（瓦楞纸/箱板纸）占包装用纸行业的 64.5%，受益于国内内需的强劲增长，以及出口的逐步恢复，对瓦楞纸/箱板纸的需求将保持较高水平的增速，预计瓦楞纸、箱板纸 10 年需求增速分别为 15.2%、12.6%。

表5：包装用纸08-11年产能及产量情况

白卡纸（单位：万吨）	08 年	09 年	10 年 E	11 年 E
产能	800	885	942	1217
同比增速%	24.6%	10.6%	6.4%	29.2%
需求	569	606	648	696
同比增速%	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%
供需缺口（-）/产能过剩（+）	231	279	294	521
白板纸（单位：万吨）	08 年	09 年	10 年 E	11 年 E
产能	1251	1426	1668	1964
同比增速%	11.2%	14.0%	17.0%	17.7%
需求	1131	1209	1297	1397
同比增速%	6.5%	6.9%	7.3%	7.7%
供需缺口（-）/产能过剩（+）	120	217	371	567
瓦楞纸（单位：万吨）	08 年	09 年	10 年 E	11 年 E
产能	1647	1930	2227	2591
同比增速%	22.6%	17.2%	15.4%	16.4%
需求	1552	1784	2055	2374
同比增速%	14.6%	14.9%	15.2%	15.5%
供需缺口（-）/产能过剩（+）	95	146	172	217
箱板纸（单位：万吨）	08 年	09 年	10 年 E	11 年 E
产能	2032	2334	2590	2690
同比增速%	25.2%	14.9%	11.0%	3.9%
需求	1605	1799	2026	2292
同比增速%	11.6%	12.1%	12.6%	13.1%
供需缺口（-）/产能过剩（+）	427	535	564	398

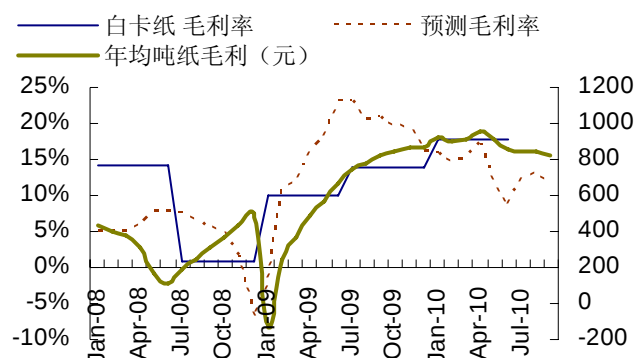
资料来源：招商证券

图13: 白卡纸完全成本及吨纸毛利模拟



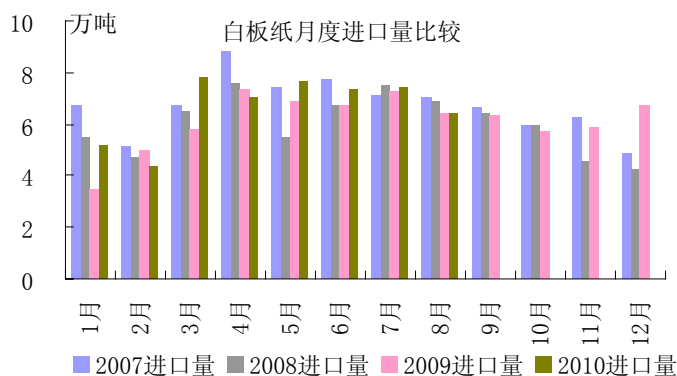
数据来源: 中国纸网

图14: 白卡纸实际、预测毛利率以及吨纸毛利走势图



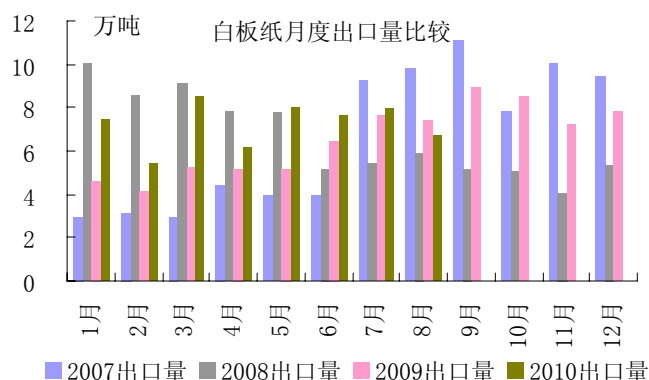
数据来源: 中国纸网

图15: 白板纸月度进口比较



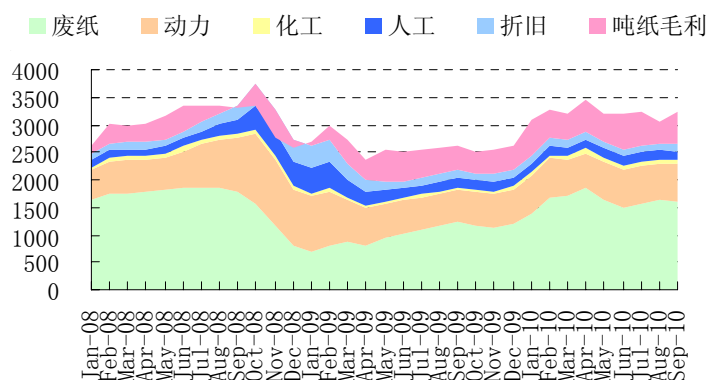
数据来源: 中国纸网

图16: 白板纸月度出口比较



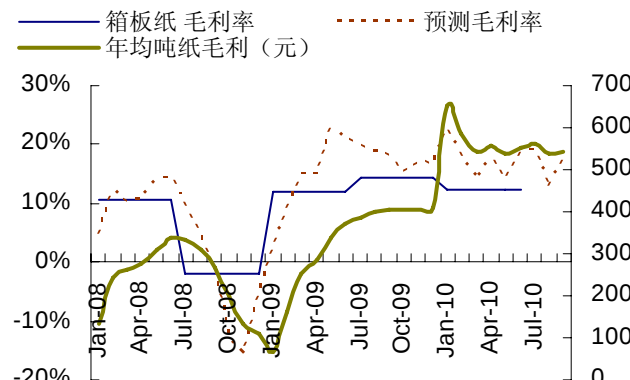
数据来源: 中国纸网

图17: 箱板纸完全成本及吨纸毛利模拟



数据来源: 中国纸网

图18: 箱板纸实际、预测毛利率以及吨纸毛利走势图



数据来源: 中国纸网

（四）新闻纸—全球需求负增长，中国也增长动力不足

随着全球阅读电子化的趋势，新闻纸的需求大幅下降，欧美等发达地区造纸公司已关闭部分造纸生产线。

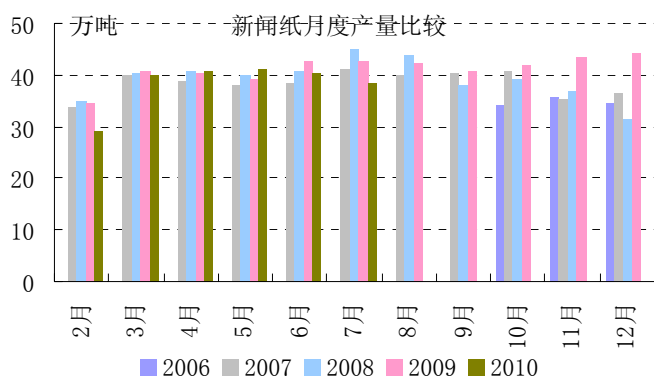
我国新闻纸行业好于欧美发达地区，但前期高增速已难维持。

表6：新闻纸08-11年产能及产量情况

单位：万吨	08年	09年	10年E	11年E
产能	546	586	626	677
同比增速%	9.4%	7.3%	6.8%	8.1%
需求	426	461	499	540
同比增速%	8.4%	8.3%	8.2%	8.1%
供需缺口(-)/产能过剩(+)	120	125	127	137

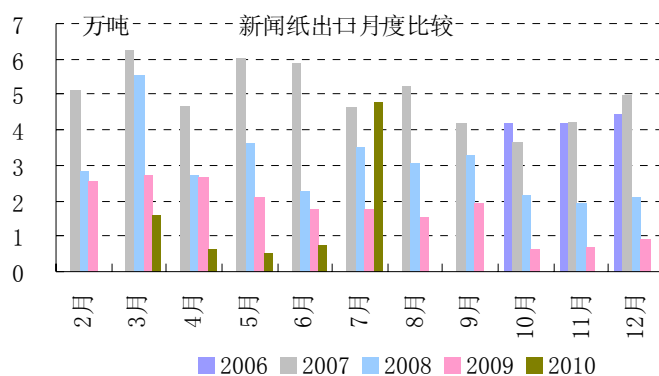
资料来源：招商证券

图19：新闻纸月度产量比较



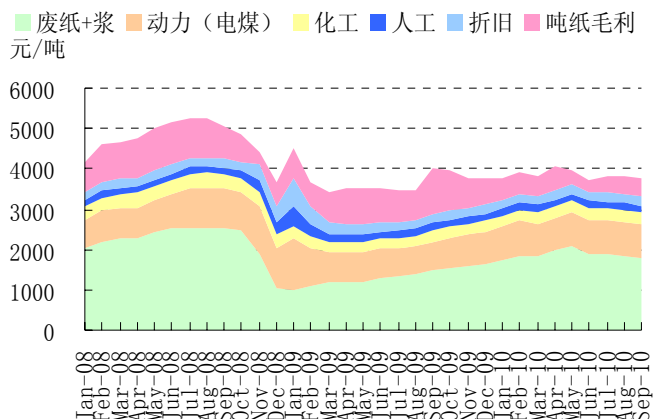
数据来源：中国纸网

图20：新闻纸月度出口比较



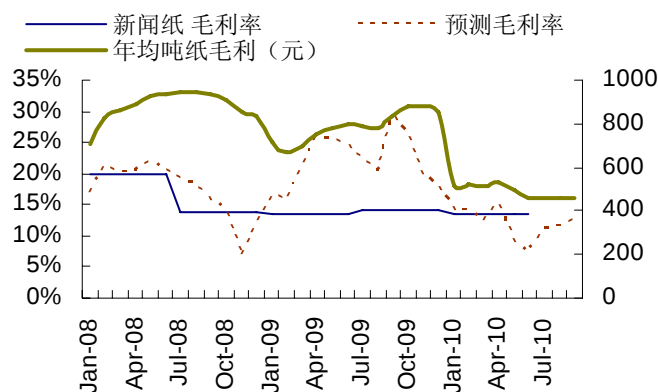
数据来源：中国纸网

图21：新闻纸完全成本及吨纸毛利模拟



数据来源：中国纸网

图22：新闻纸实际、预测毛利率以及吨纸毛利走势图



数据来源：中国纸网

（五）公司选择——可选子行业景气度高或受益于人民币升值的公司配置

我们认为 10 年造纸子行业景气排序为：高档包装纸（白卡纸/白板纸）、文化纸（双胶纸、书写纸）、低档包装纸（瓦楞纸/箱板纸）、铜版纸、新闻纸。

公司配置可选子行业景气度高或资源属性偏强的公司，公司排序为：岳阳纸业、博汇纸业、太阳纸业。

表 7：重点公司列表

重点公司	股价	09EPS	10eps	11EPS	09PE	10PE	11PE	PB	投资评级
岳阳纸业	11.02	0.14	0.31	0.35	77	36	31	2.3	审慎推荐-A
博汇纸业	8.82	0.40	0.38	0.45	22	23	20	1.5	审慎推荐-A
太阳纸业	12.05	0.48	0.64	0.74	25	19	16	3.7	审慎推荐-A
晨鸣纸业	7.78	0.41	0.54	0.60	19	14	13	1.2	审慎推荐-A
美盈森	37.05	0.74	0.93	1.39	50	40	27	4.2	审慎推荐-A
华泰股份	10.27	1.69	0.59	0.80	6	17	13	1.1	中性-A
合兴包装	16.40	0.31	0.41	0.59	53	40	28	3.3	中性-A
安妮股份	13.28	0.23	0.55	0.70	58	24	19	5.5	中性-A
美利纸业	6.81	0.03	0.00	0.13	265	3,243	52	2.5	中性-A
景兴纸业	7.81	0.08	0.25	0.30	96	31	26	1.7	中性-B

资料来源：招商证券

表 8：国际造纸行业估值情况

市场	公司	最新价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE	PB
中国	全球水平					19	21	15	1.3
	美盈森	37.05	0.74	0.93	1.39	50	40	27	4.2
	岳阳纸业	11.02	0.14	0.31	0.35	77	36	31	2.3
	博汇纸业	8.82	0.40	0.38	0.45	22	23	20	1.5
	太阳纸业	12.05	0.48	0.64	0.74	25	19	16	3.7
	晨鸣纸业	7.78	0.41	0.54	0.60	19	14	13	1.2
	华泰股份	10.27	1.69	0.59	0.80	6	17	13	1.1
	景兴纸业	7.81	0.08	0.25	0.30	96	31	26	1.7
	晨鸣 B	5.34	0.41	0.54	0.60	13	10	9	0.8
	中国平均水平					33	26	21	2.3
香港	NINE DRAGONS PAP	12.90	0.06	0.50	0.69	21	22	16	2.8
	LEE & MAN MANUFA	5.64	0.16	0.46	0.55	14	12	10	2.5
	晨鸣 H	6.30	0.41	0.54	0.60	16	12	11	1.0
	香港平均水平					17	15	12	2.1
美国	INTL PAPER CO	21.8	2.7	1.9	2.6	23	12	8	1.7
	WEYERHAEUSER CO	16.3	3.6	0.2	0.6		76	26	2.1
	MEADWESTVACO COR	24.7	1.6	1.4	1.7	21	17	15	1.3
	美国平均水平					22	35	17	1.7
日本	OJI PAPER CO LTD	375	0.1	35	38	15	11	10	0.8
	NIPPON PAPER GRO	2152	46	169	193	8	13	11	0.5
	DAIO PAPER CORP	588	0.3	8	11	47	73	56	0.7
	日本平均水平					23	32	26	0.7
澳大利亚	PAPERLINX LTD		2.8						
	GUNNS LIMITED	14.08	1.2	1.5	1.9	12	9	8	1.3
加拿大	ABITIBIBOWATER								
	TEMBEC INC	2		0.2		7	8		0.6
芬兰	STORA ENSO OYJ-R	6.89		0.6	0.7		11	10	1.0
	UPM-KYMMENE OYJ	12.19	0.2	0.8	1.0	11	15	12	0.9
法国	SEQUANA	17.0	0.9	1.5	1.8	12	11	9	1.5
	EXACOMPTA CLAIRE	0.30							0.5
挪威	NORSKE SKOG		3.9	1.4	1.7				
	BYGGMA ASA	79	17.3			20			0.2
波兰	GRAJEWO	0.01							
	SWIECIE	77	1.8	4.5	5.8	27	17	13	3.1
葡萄牙	SONAE INDUS/NEW	2.16	0.8						0.9
	SEMAPA	7.85	1.5	0.7	1.0	9	10	8	1.0
西班牙	ENCE	2.40	0.5	0.3	0.3		8	8	0.9
	UNIPAPEL SA	10.81	1.8	1.0	1.3	12	11	9	0.9
瑞典	SVENSKA CELL-B	101	1.5	8.7	10.5	14	12	10	1.1
	HOLMEN AB-B SHS	209	2.6	7.9	12.5	22	26	17	1.1
	BILLERUD AB	50	1.0	5.8	4.8	9	9	10	1.2
	发达国家平均水平					17	21	15	1.1

表 8：国际造纸行业估值情况

市场	公司	最新价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE	PB
印度	BALLARPUR INDUS	35	0.1	6		10	6		1.0
	ORIENT PAPER	63	0.3	9.3	10.8	8	7	6	1.6
	印度平均水平						7	6	1.3
印度尼西亚	TJIWI KIMIA	2575	0.01			4			0.5
	BARITO PACIFIC	1010				9			1.0
马来西亚	SAMLING GLOBAL L	0.67							0.7
	LINGUI DEV BHD	1.19	0.04	0.04	0.08		29	16	0.5
新加坡	NEW TOYO INTL	0.18	0.03			4			0.5
	HANSOL PAPER	14000				13			0.8
韩国	EN PAPER MFG CO	3990				6			0.4
	MOORIM PAPER CO	8740	0.4			4			0.5
	HANKUK PAPER MFG	32550				3			0.4
台湾	YUEN FOONG YU PA	13.6	0.02			12			0.9
	LONG CHEN PAPER	10.2	0.01						0.7
	台湾平均水平								0.8
泰国	THAI CANE PAPER	15.5	0.01			19			1.1
	亚洲国家平均水平								0.8
南非	MONDI LTD	5600	0.62	0.42	0.56	16	14	11	1.1
	SAPPI LTD	3565	0.89	0.08	0.34		66	15	1.5
	南非平均水平						40	13	1.3
阿根廷	CELULOSA ARGENT	3.95				13			0.9
	SUZANO PAPEL-PRA	15.87	0.9	1.7	2.2	10	9	7	1.3
巴西	ARACRUZ		0.5						
	VOTORANTIM-PREF		2.1	1.3	2.2				
智利	CMPC	24672	2.4	2.1	2.6	29	24	19	1.5
	MASISA SA	81					10	6	1.0
	南美洲平均水平					17	14	11	1.2

资料来源：招商证券

三、人民币升值对造纸行业影响有限

鉴于对人民币长期升值的预期，我们通过下文三个角度的客观分析，认为升值对造纸行业有一定的正面影响，但影响有限。

（一）国外原料浆出口公司是人民币升值的主要受益者

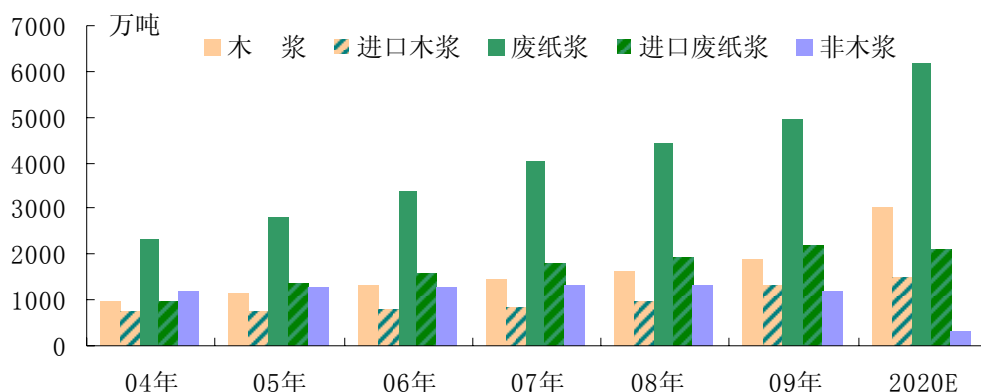
由于我国造纸企业进口浆料谈判能力不足，3个月（原料进口合同签订至原料运送至工厂的平均时间）过后，原料浆出口公司将会调整价格，分享人民币升值盛宴。

我国造纸企业进口浆料谈判能力不足的原因如下：

（1）原料进口高依存度中短期难以改变

根据行业协会的数据显示，09年进口木浆占木浆总消耗量的70%左右，进口废纸浆占总废纸浆消耗量的45%，我们预计原料进口依存度中短期内仍将无法有实质性改变。

图23：长期我国木浆进口处于增长趋势中



资料来源：WIND

（2）各国对资源的战略保护，减少林木资源的出口

例如：俄罗斯一直准备对出口林木产品征收高额出口关税

表9：世界工业原木进出口总量和各国占有率变化

工业原木进口量（万立方米）				工业原木出口量（万立方米）			
1997		2007		1997		2007	
世界总量	9200	世界总量	13400	世界总量	8500	世界总量	13200
日本	22%	中国	29%	俄罗斯	21%	俄罗斯	37%
韩国	9%	芬兰	10%	美国	13%	美国	8%
瑞典	8%	日本	7%	马来西亚	8%	德国	5%
中国	8%	奥地利	7%	新西兰	7%	新西兰	5%
芬兰	7%	瑞典	6%	德国	5%	马来西亚	4%
其他	45%	其他	43%	其他	46%	其他	42%

资料来源：招商证券

(3) 欧美经济复苏，原计划出口中国的原料改为出口欧美

随着欧美经济危机的复苏，对造纸产品的需求也逐渐恢复，许多原计划出口中国的原料改为出口欧美。需求的增多，将会导致浆价的上涨。

(二) 进口设备因升值的受益也有限

造纸公司外币贷款主要用于进口原料以及购买设备，但造纸公司的外汇贷款额度都不大，造纸公司外汇贷款的能力远远低于航空公司，其购置外汇设备造成的外币贷款占总资产的比例远远低于航空公司的占比，这也是影响造纸公司汇兑损益较小的原因之一。

表 10: 主要造纸公司外币报表折算差额情况

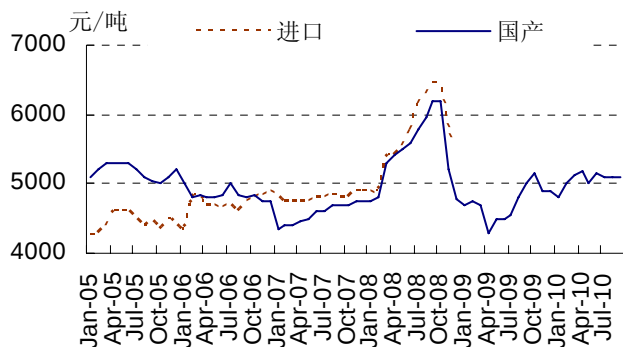
单位: 万元	华泰股份	岳阳纸业	博汇纸业	晨鸣纸业	景兴纸业	太阳纸业	合兴包装	安妮股份	美盈森
2007 净利润	51218	11299	21076	121854	8301	47133	3924	4563	7092
2007 外币报表折算差额				30					
2008 净利润	37827	13303	28879	125954	-25912	25942	5737	3427	10198
2008 外币报表折算差额				88					1
2009 净利润	109227	9391	22248	95391	1808	59120	6709	4486	13264
2009 外币报表折算差额				86		-8		11	0

资料来源: WIND

四、附录-行业运行数据

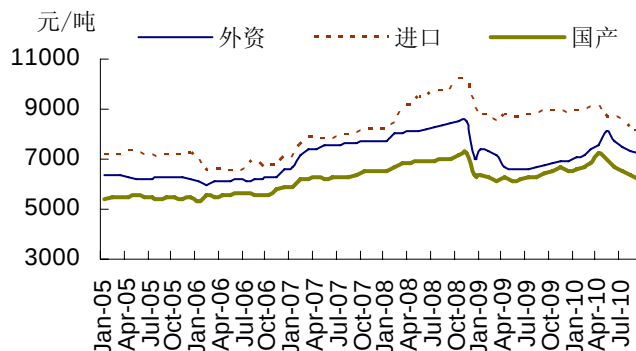
（一）国内各纸种价格走势

图24：新闻纸价格走势



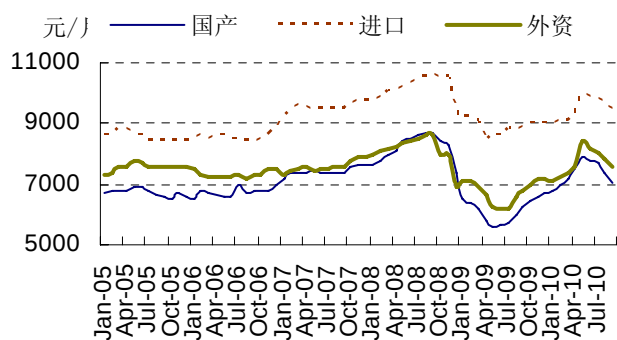
数据来源：中国纸网

图25：双胶纸价格走势



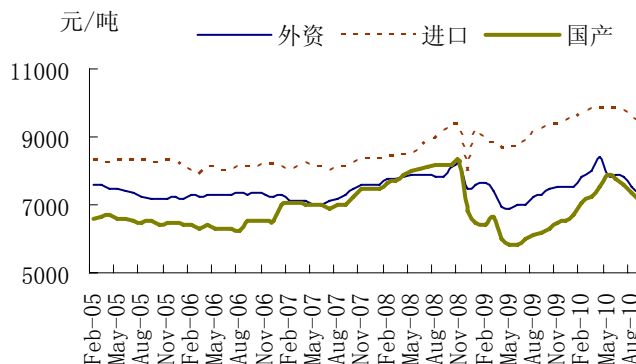
数据来源：中国纸网

图26：铜版纸价格走势



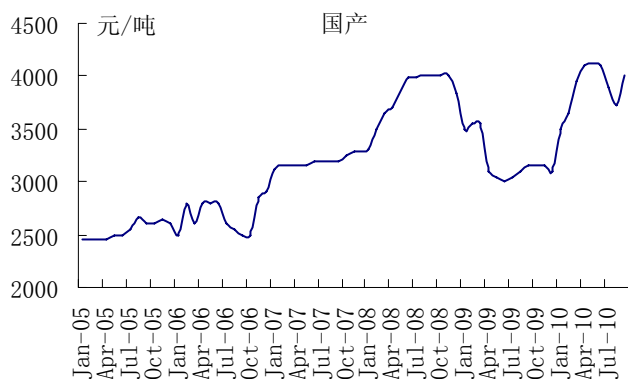
数据来源：中国纸网

图27：白卡纸价格走势



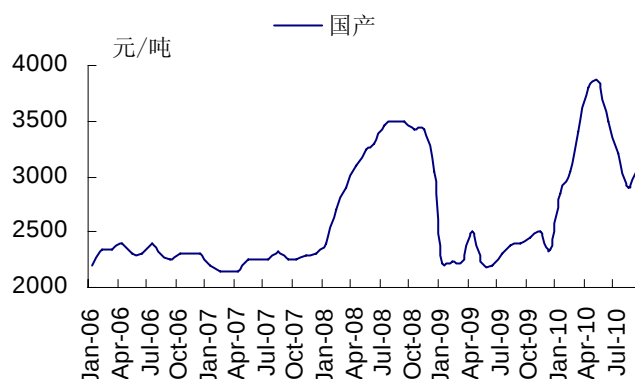
数据来源：中国纸网

图28：箱板纸价格走势



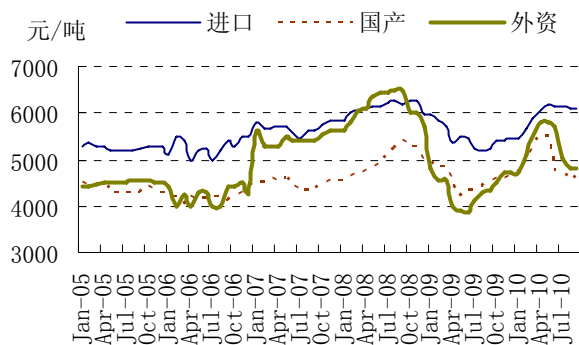
数据来源：中国纸网

图29：瓦楞纸价格走势



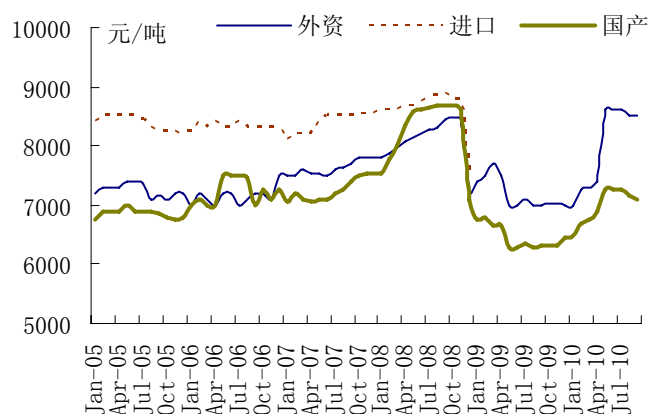
数据来源：中国纸网

图30: 白板纸价格走势



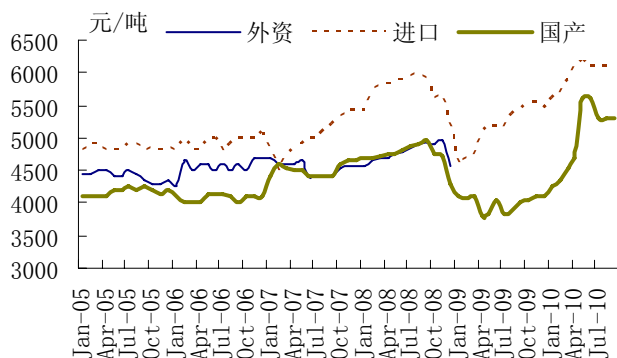
数据来源: 中国纸网

图31: 轻涂纸价格走势



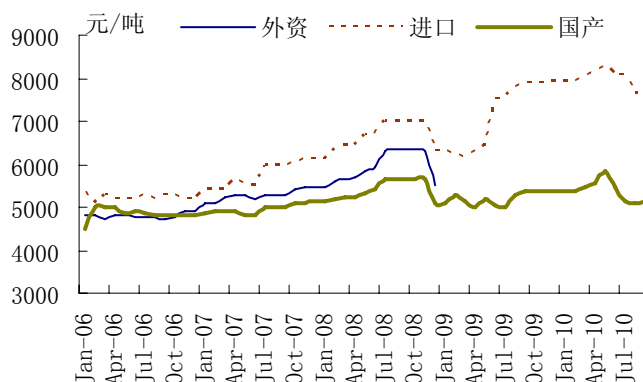
数据来源: 中国纸网

图32: 牛卡纸价格走势



数据来源: 中国纸网

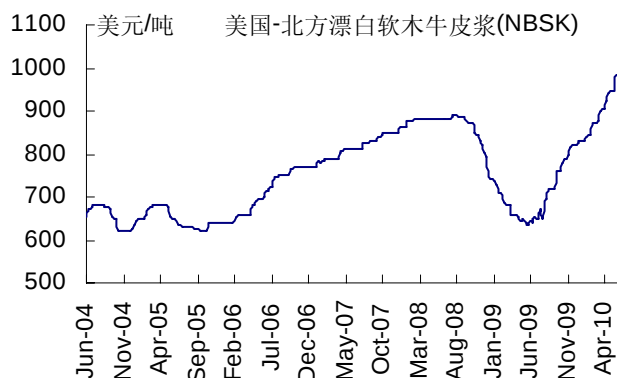
图33: 牛皮纸价格走势



数据来源: 中国纸网

（二）废纸、纸浆价格走势

图34: 北方漂白软木牛皮浆(NBSK)-美国市场



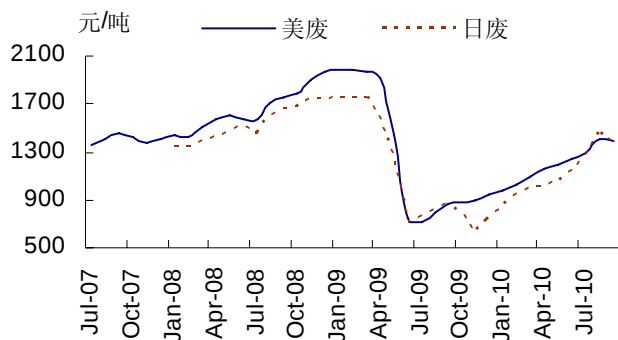
数据来源: 中国纸网

图35: 北方漂白软木牛皮浆(NBSK)-欧洲市场



数据来源: 中国纸网

图36: 美废、日废价格走势



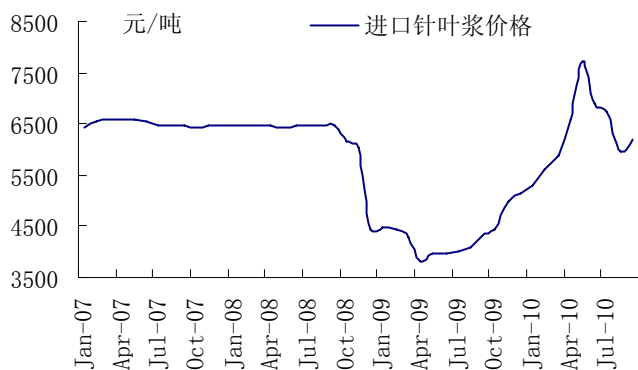
数据来源: 中国纸网

图37: 硬木牛皮浆价格走势BHKP-欧洲市场



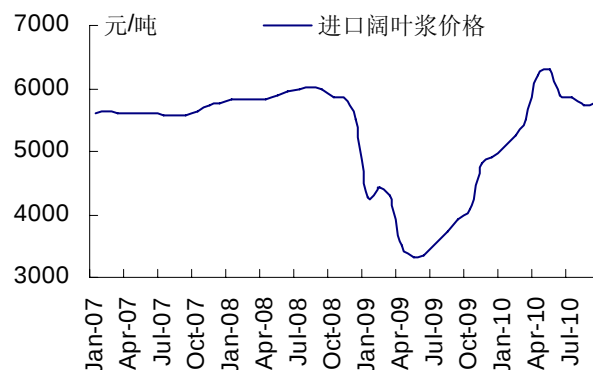
数据来源: 中国纸网

图38: 针叶浆价格走势



数据来源: 中国纸网

图39: 阔叶浆价格走势



数据来源: 中国纸网

参考报告:

- 1、《造纸行业 2010 年中期投资策略-景气高位缓慢下降》2010/06/09

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王旭东，毕业于西安交通大学和东南大学电子工程系（硕士），七年证券从业经验，现为招商证券造纸、水务分析师。2007 年“21 世纪金牌分析师”公用事业第二名，2008 年“今日投资”公用事业最佳行业分析师，2008 年新财富公用事业第四名（团队）。

濮冬燕，经济学学士，09 至今为造纸印刷行业研究助理。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。