

三季度业绩处于阶段性低点, 将受益于景气回升和人民币升值

——造纸行业三季报综述及展望

核心观点

三季度是行业业绩阶段性低点。2010 年前三季度, 造纸行业实现营业收入 443 亿元, 同比增长 28.5%; 毛利率为 17.5%, 基本与去年同期持平; 从费用情况来看, 整体保持平稳, 期间费用率为 12.03%, 比去年同期下降 0.54 个百分点; 行业实现净利润 19.5 亿元, 同比增长 32.2%, 净利润率为 4.4%, 较去年同期略有提升。行业利润提升主要依靠纸价整体水平提升, 行业毛利率保持平稳, 基本符合我们预期。三季度是前三个季度行业业绩的低点, 行业净利润为 5.9 亿元, 同比下降 36.7%, 环比下降 21.3%, 主要是由于行业景气度下降所致。三季度表现较好的公司有: 银鸽投资、华泰股份、岳阳纸业、恒丰纸业。

产量保持较快增长, 纸价上涨动力不足。从机制纸及纸板的产量来看, 三季度增速有所放缓, 今年 1-2 季度增速超过 10%, 三季度已经放缓至 8% 左右, 其中新闻纸产量表现最差, 产量已近连续 4 个月下降。纸价表现平稳, 提价阻力较大, 仍在阶段性低位徘徊, 我们认为主要是受下游需求不振所致。

成本居高不下以及需求疲软给行业带来双重压力。2009 以来的纸价上涨, 成本上涨是主要驱动力之一, 同时下游需求旺盛也是重要原因。从长期来看, 成本和需求决定了纸价和行业的盈利状况。目前来看, 废纸价格仍处在高点, 并且国际市场价格仍在不断上升; 木浆方面, 虽然国际市场有了小幅调整, 但是整体仍处于高位。当前纸价走势较弱, 并未出现持续上涨, 近期处于横盘阶段, 未来下游需求将是决定行业盈利的主要因素, 暂时形势并不明确。四季度, 行业毛利率将会有所回升, 整体盈利状况将有所提升, 但是我们认为低于二季度的可能性较大。

估值提升但仍在合理范围内。从估值来看, 当前我们重点关注的 5 家公司 2010 年动态市盈率已经达到 24.4 倍 (2011 年 18.7 倍), 目前估值水平已经较中期明显提升, 主要原因有两点: (1) 三季度行业盈利低于预期, 下调了大部分公司的盈利预测; (2) 受人民币升值以及大盘回暖影响股价有所上涨。当前估值已经不具有明显优势, 但整体还处于合理水平。

维持行业“推荐-A”的投资评级。从行业的发展前景来看, 随着节能环保要求提升, 淘汰落后产能步伐必将加大, 行业集中度将会持续提升, 在此背景下, 行业中龙头公司的成长空间必然高于整个行业 (未来几年中国造纸行业增长将在 8-10% 左右)。另外, 人民币升值压力持续存在, 由于造纸行业“终端市场在内、原料对外依存度高”的特点决定了造纸行业将受益于人民币升值。综合考虑, 我们维持造纸行业“推荐-A”的投资评级。上市公司建议重点关注太阳纸业 (002078)、岳阳纸业 (600966)、晨鸣纸业 (000488) 等。

行业表现对比图



相关报告

- 1.《国都证券-行业研究-行业回顾与展望-轻工制造:盈利仍有改善空间, 铜版纸行业存隐忧》 2010-05-10
- 2.《复苏转向增长, 低估值提升吸引力——造纸行业近期动态点评》 2010-1-8
- 3.《制浆环节盈利明显好转, 关注新增浆纸产能释放——造纸及制浆行业回顾与展望》 2010-4-6

研究员: 汪立

电话: 01084183136

Email: wangli@guodu.com

执业证书编号: S0940210060007

联系人: 周红军

电话: 010- 84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

简称	代码	股价	EPS(元)			P/E			P/B	评级
			09A	10E	11E	09A	10E	11E		
太阳纸业	2078	13.93	0.48	0.71	0.81	29.0	19.6	17.2	3.51	强烈推荐-A
博汇纸业	600966	9.24	0.4	0.38	0.56	23.1	24.3	16.5	1.39	推荐-A
晨鸣纸业	488	8.47	0.41	0.55	0.72	20.7	15.4	11.8	1.15	推荐-A
岳阳纸业	600963	11.92	0.14	0.3	0.43	85.1	39.7	27.7	2.2	推荐-A
恒丰纸业	600356	12.71	0.54	0.55	0.62	23.5	23.1	20.5	2.09	推荐-A
平均		11.3	0.4	0.5	0.6	36.3	24.4	18.7	2.1	

立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

目 录

1. 三季度是行业业绩阶段性低点	3
1.1 纸价同比提升是前三季度利润提升的关键	3
1.2 三季度业绩是行业阶段性低点	3
1.3 新增产能抵消了行业景气度下降的部分负面影响	4
2. 产量保持快速增长，价格缓慢回升	5
2.1 产量保持较快增速	5
2.2 近期纸价表现平稳	6
3. 国内木浆价格盘整，废纸价格处于高位	7
3.1 三季度纸浆产量增速放缓	7
3.2 近期木浆价格持续盘整	7
3.3 进口木浆价格持续上涨	8
3.4 国际市场木浆价格也开始调整	8
3.5 废纸价格处于高位	9
4. 投资策略	9

图表目录

图表 1: 2010 年前三季度造纸行业盈利一览	3
图表 2: 造纸行业各季度营业收入一览	4
图表 3: 造纸行业各季度毛利率一览	4
图表 4: 造纸行业各季度净利润一览	4
图表 5: 造纸行业净利润率一览	4
图表 6: 大部分公司三季度净利润环比下降	5
图表 7: 纸及纸板产量维持高位	6
图表 8: 新闻纸产量逐月下降	6
图表 9: 书写纸产量保持平稳	6
图表 10: 箱板纸产量增速依旧较快	6
图表 11: 近期纸价呈现震荡格局	6
图表 12: 纸浆产量及增速一览	7
图表 13: 近期国内木浆价格保持平稳	7
图表 14: 进口木浆价格小幅回调	8
图表 15: 国际市场木浆价格一览	9
图表 16: 废纸进口量及价格一览	9

1. 三季度是行业业绩阶段性低点

1.1 纸价同比提升是前三季度利润提升的关键

2008 年全球金融危机爆发，造纸行业深受其负面影响，2008 年四季度大部分公司盈利能力大幅下降，同时对存货大幅计提减值准备，行业出现大面积亏损。随着各国各项刺激经济措施的实施，全球经济开始缓慢复苏，受出口好转以及国内积极的财政政策以及适度宽松的货币政策的积极影响，国内经济快速复苏，造纸行业盈利也明显好转，特别是在 2009 年下半年，造纸行业盈利能力恢复至历史较好水平。今年一季度浆纸价格更是快速上涨，行业景气度也是达到高点，二季度木浆价格率先下跌，从而拉动纸价下跌，纸价下跌对盈利的负面影响在三季度体现在公司业绩上。

2010 年前三季度，造纸行业（本文中造纸行业指申万造纸行业的 17 家上市公司）实现营业收入 443 亿元，同比增长 28.5%；毛利率为 17.5%，基本与去年同期持平；从费用情况来看，整体保持平稳，期间费用率为 12.03%，比去年同期下降 0.54 个百分点；行业实现净利润 19.5 亿元，同比增长 32.2%，净利润率为 4.4%，较去年同期略有提升。行业利润提升主要依靠纸价整体水平提升，行业毛利率保持平稳，基本符合我们预期。

图表 1：2010 年前三季度造纸行业盈利一览

单位：万元	2010-9-30	2009-9-30	同比增长
营业收入	4,430,431	3,448,609	28.47%
营业成本	3,655,571	2,861,681	27.74%
毛利率	17.49%	17.02%	提升 0.47 个百分点
期间费用率	12.03%	12.57%	下降 0.54 个百分点
销售费用率	4.26%	4.53%	下降 0.27 个百分点
管理费用率	4.74%	4.77%	下降 0.03 个百分点
财务费用率	3.03%	3.27%	下降 0.23 个百分点
投资净收益	11,182	8,958	24.83%
营业利润	232,347	148,358	56.61%
加：营业外收入	40,211	42,690	-5.81%
减：营业外支出	28,435	4,455	538.29%
利润总额	244,123	186,593	30.83%
减：所得税	49,123	39,109	25.61%
实际所得税率（%）	20.12%	20.96%	下降 0.84 个百分点
净利润	194,999	147,484	32.22%
其中：归属母公司所有者净利润	169,518	130,569	29.83%
净利润率（%）	4.40%	4.28%	提升 0.12 个百分点
少数股东损益	25,481	16,916	50.64%

数据来源：天相系统、国都证券研究所

1.2 三季度业绩是行业阶段性低点

从分季度业绩来看，三季度是前三个季度行业业绩的低点，主要还是受行业景气度快速下滑的影响。年初受智利地震等因素影响，国内木浆价格快速攀升，一度超越历史高点，暴涨之后开始下跌，导致后期纸价也随着下跌，纸价下跌的负面影响集中体现在

三季度，导致三季度业绩明显下降。

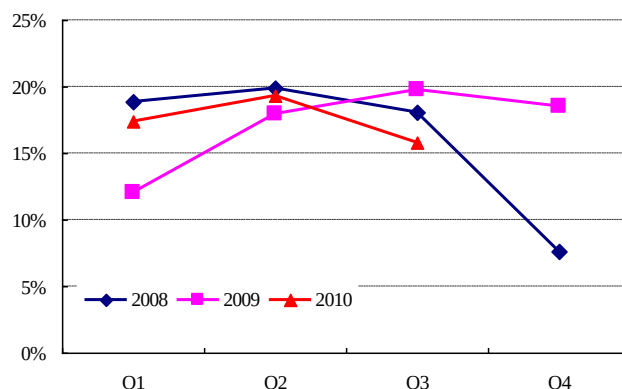
三季度行业实现营业收入 156.8 亿元，同比增长 22.6%，环比增长 2.4%；行业净利润为 5.9 亿元，同比下降 36.7%，环比下降 21.3%；由于行业净利润受到一些非经常性损益、营业外收入和支出等因素的影响，我们采用毛利来衡量行业盈利状况，三季度行业实现的毛利为 24.9 亿元，同比下降 2.0%，环比下降 15.9%。

从盈利能力来看，三季度行业毛利率为 15.9%，环比下降 3.5 个百分点，是 2009 年二季度以来的最低水平，从单季度毛利率来看也是仅高于金融危机时（2008 年四季度以及 2009 年一季度）；从净利润率来看，三季度行业净利润率为 3.4%，环比下降 0.7 个百分点，也是明显低于历史平均水平（08 年以来不考虑金融危机期间行业平均净利润率超过 5%）。

图表 2：造纸行业各季度营业收入一览



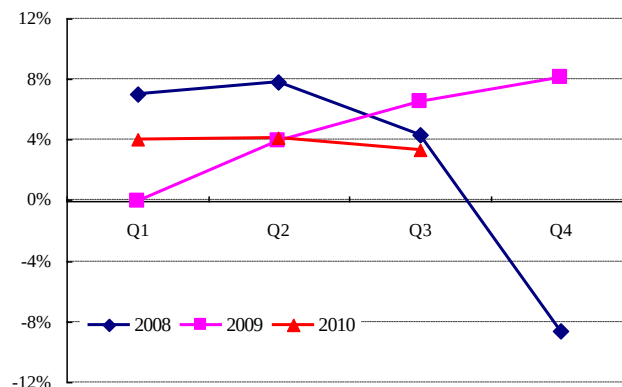
图表 3：造纸行业各季度毛利率一览



图表 4：造纸行业各季度净利润一览



图表 5：造纸行业净利润率一览



数据来源：国都证券研究所

1.3 新增产能抵消了行业景气度下降的部分负面影响

从各个公司的具体数据来看，三季度大部分公司净利润均出现环比下降，并且下降幅度较大，其中，仅有银鸽投资、华泰股份、岳阳纸业、恒丰纸业三季度净利润环比增长，美利纸业、金城股份减亏，其他公司净利润环比均出现不同幅度下降。

前三个季度来看，景兴纸业、山鹰纸业、岳阳纸业、冠豪高新净利润增幅超过 1 倍，另外太阳纸业、凯恩股份、晨鸣纸业业绩改善也十分显著；华泰股份、恒丰纸业、民丰特纸、安妮股份盈利下滑，美利纸业、金城股份、福建南纸亏损。

图表 6：大部分公司三季度净利润环比下降

代码	公司名称	2010年1-3季度	同比增长	三季度净利润	同比增长	环比增长
600069	银鸽投资	2,800	6.06%	783	-40.58%	42.75%
600308	华泰股份	8,174	-67.16%	6,151	-43.30%	12.90%
600963	岳阳纸业	13,796	104.10%	5,397	90.75%	7.64%
600356	恒丰纸业	6,311	-13.30%	1,779	-47.51%	5.61%
600567	山鹰纸业	8,266	212.78%	3,107	-24.80%	-1.25%
600433	冠豪高新	2,084	134.02%	648	-14.40%	-1.76%
2078	太阳纸业	59,306	54.52%	17,629	-15.75%	-15.77%
2012	凯恩股份	8,192	81.42%	2,315	2.91%	-26.12%
600966	博汇纸业	15,502	3.07%	4,702	-38.10%	-27.84%
488	晨鸣纸业	94,852	78.24%	25,244	-27.05%	-41.61%
2067	景兴纸业	8,319	1599.65%	1,581	583.53%	-44.67%
600235	民丰特纸	6,132	-12.36%	1,602	-59.80%	-45.24%
820	金城股份	-26,110	-1171.71%	-4,020	-	减亏
815	美利纸业	-9,543	-1728.10%	-1,899	-	减亏
600103	青山纸业	1,968	-	-726	-	-
2235	安妮股份	783	-81.70%	467	-69.93%	-
600163	福建南纸	-5,833	-	-6,084	85.07%	-

数据来源：国都证券研究所

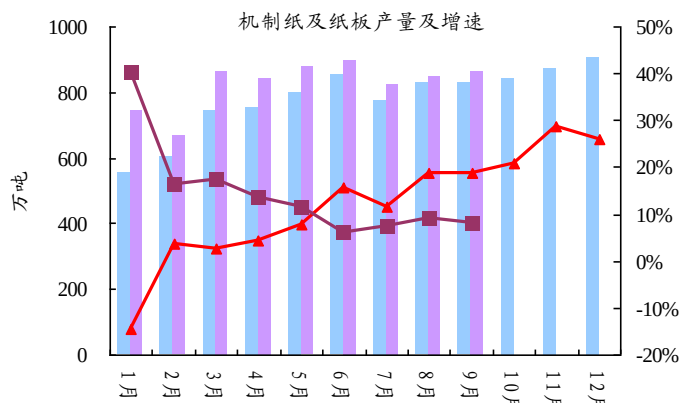
2. 产量保持快速增长，价格缓慢回升

2.1 产量保持较快增速

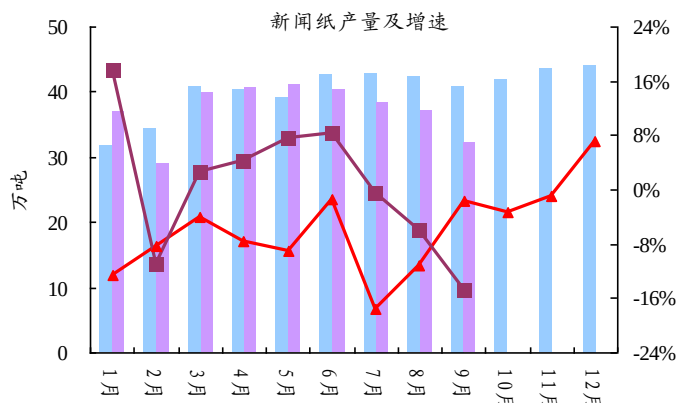
从机制纸及纸板的产量来看，三季度增速有所放缓，今年 1-2 季度增速超过 10%，三季度已经放缓至 8% 左右。前三季度，行业一共完成机制纸及纸板产量 7432.35 万吨，同比增长 10.2%，9 月份实现产量 863.64 万吨，同比增长 8.2%，三季度三个月的产量增速均低于 10%。主要是由于去年下半年行业产量基数相对较高，环比来看三季度产量比二季度仅下降 3.3%。

从各个品种来看，新闻纸产量整体情况较差，9 月份产量仅有 32.06 万吨，同比下降 15.0%，环比下降 13.6%，是目前公布数据中最差的一个品种。未涂布书写纸 9 月产量为 74.05 万吨，同比下降 1.9%，降幅较上月已经有所放缓，环比增长 4%，总体来看，基本维持平稳，产量增速也是低于行业平均水平。箱板纸 9 月产量为 138.65 万吨，同比增长 10.6%，环比增长 9.5%。

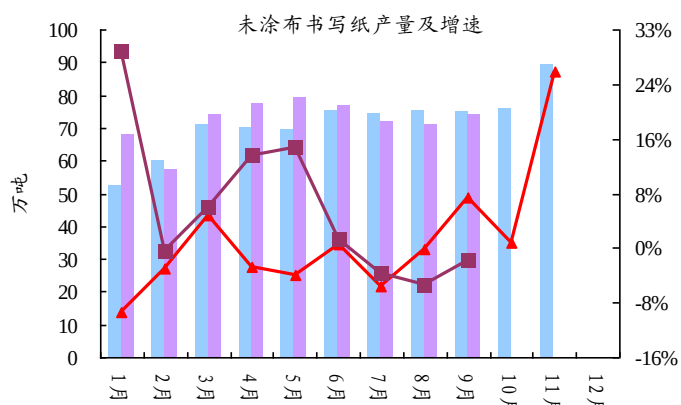
图表 7: 纸及纸板产量维持高位



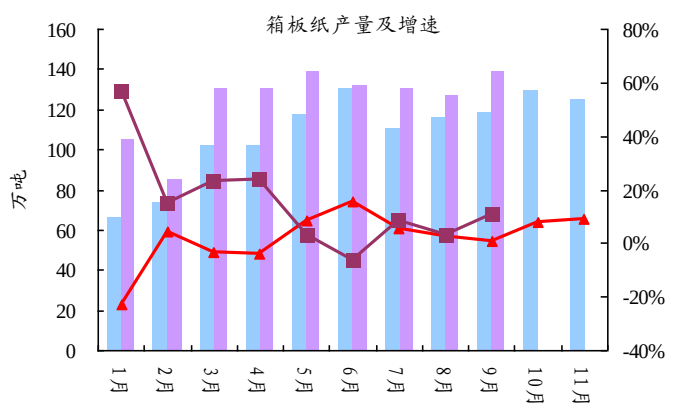
图表 8: 新闻纸产量逐月下降



图表 9: 书写纸产量保持平稳



图表 10: 箱板纸产量增速依旧较快

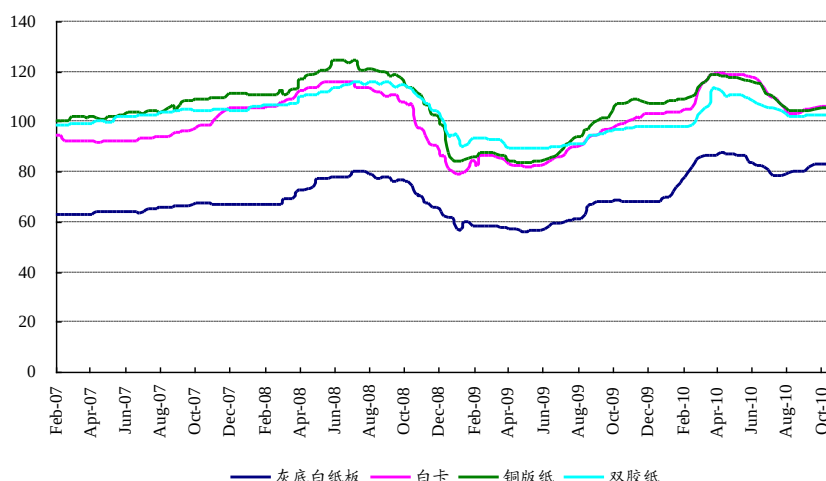


数据来源: wind

2.2 近期纸价表现平稳

纸价在一季度经历快速上涨之后,在4月初基本达到最高点,之后开始下跌,到8月初基本到达最低点,从高点到最低点,灰底白板纸、白卡纸、铜版纸、双胶纸分别下跌9.5%、12.2%、10.2%、6.2%,目前纸价较8月初分别上涨5.0%、1.7%、0.0%、-0.7%。整体来看,目前纸价较低点有所提升,但是目前提价动力不足,纸价依旧在阶段性低位震荡。

图表 11: 近期纸价呈现震荡格局



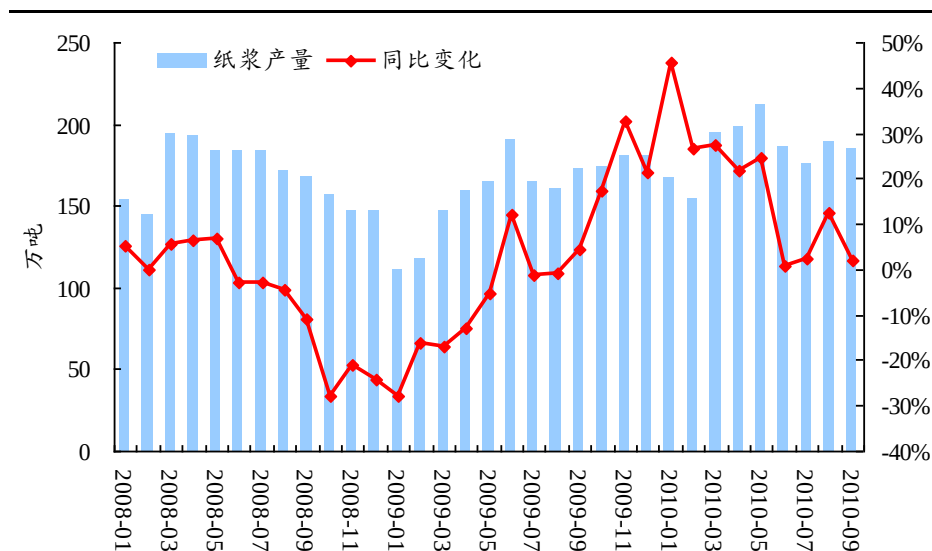
数据来源: 纸业联讯

3. 国内木浆价格盘整，废纸价格处于高位

3.1 三季度纸浆产量增速放缓

自 09 年 10 月以来，国内纸浆产量保持快速增长，到 6 月份之后，增速明显放缓，8-9 月产量都在 185 万吨以上，9 月份产量为 185.32 万吨，同比增长 1.8%。三季度实现纸浆产量 550.4 万吨，同比增长 10.6%，环比下降 7.8%。

图表 12：纸浆产量及增速一览

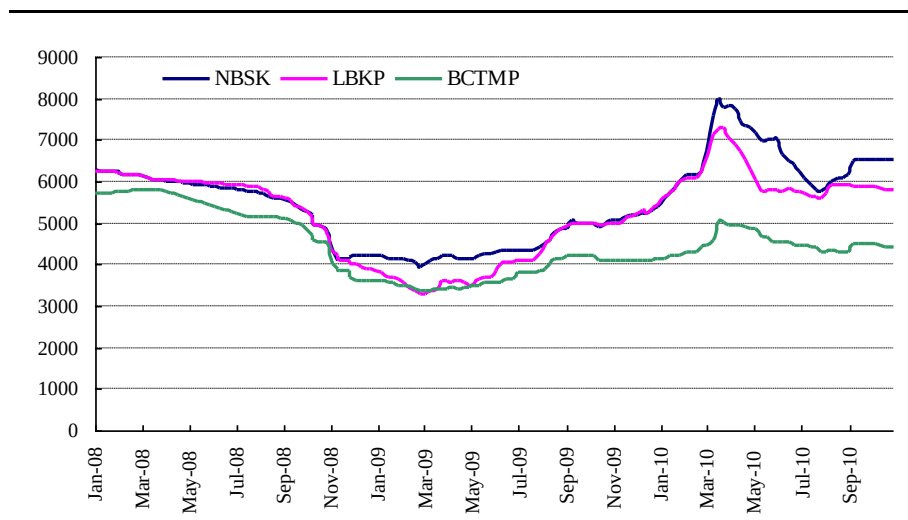


数据来源：wind

3.2 近期木浆价格持续盘整

木浆价格走势与纸价走势基本一致。从 2009 年初到 2010 年 3 月底，国内木浆价格都处在上升周期，但是在今年 2 月底由于受智利地震等因素影响，国内木浆价格加速上涨，由 2 月底到 3 月底国内针叶浆、阔叶浆、化机浆分别上涨了 24.8%、16.8%、15.2%，3 月底针叶浆、阔叶浆、化机浆价格较 2009 年初分别上涨了 85.7%、92.1%、39.8%，木浆价格波动很大。

图表 13：近期国内木浆价格保持平稳



数据来源：纸业联讯

在今年3月底创下历史新高之后,国内木浆价格已经明显高于国际市场进口木浆价格,所以木浆价格难以获得支撑,随后木浆价格进入下跌期。到7月底,国内木浆价格到达底部,从高点到底部针叶浆、阔叶浆、化机浆分别下跌了26.3%、23.2%、15.6%,随后木浆再次进入上升周期,但是上涨幅度明显放缓,针叶浆、阔叶浆、化机浆当前价格较低点分别上涨13.5%、3.3%、2.8%。

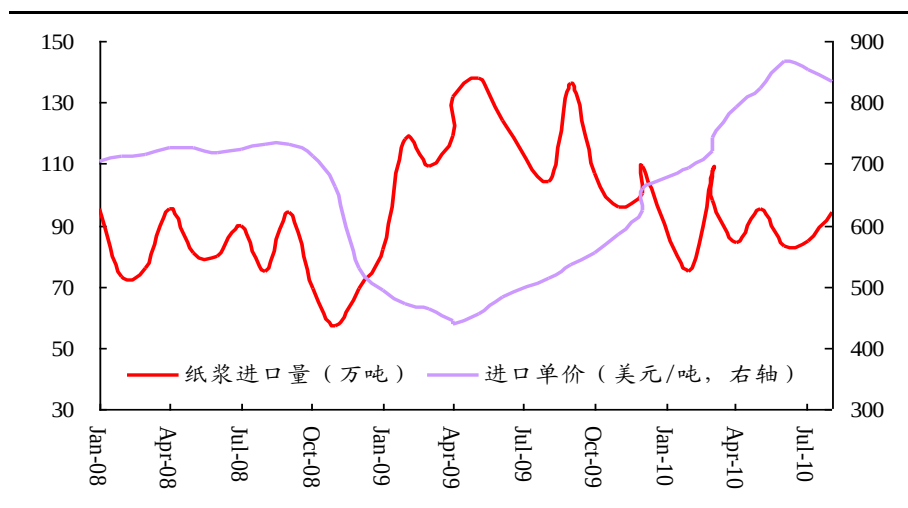
近期来看,从9月中旬以来,木浆价格基本保持平稳,未出现较大幅度波动。

3.3 进口木浆价格持续上涨

我国木浆对外依存度较高,去年将近70%木浆来自进口。2010年1-9月,进口木浆达到831万吨,同比下降21.9%,主要是由于去年浆价处于低点,国内造纸厂通过进口木浆来替代国内制浆,从而导致进口量基数较高,而当前木浆价格又处于高点,因此进口量下降符合预期。

从价格来看,进口木浆价格经过了14个月的持续上涨,到高点时达到867美元/吨(2010年7月),8、9月进口木浆价格环比均有所下降。

图表 14: 进口木浆价格小幅回调

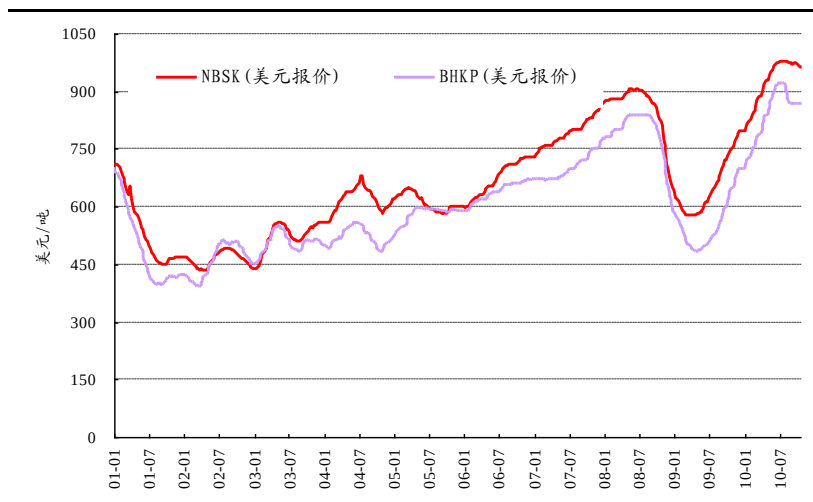


数据来源: wind

3.4 国际市场木浆价格也开始调整

近期国际市场木浆价格也开始回调,在7月底国际木浆价格达到最高点之后开始下跌,最高时NBSK、BHKP分别达到979美元/吨、920美元/吨,均超越历史高点。近期,报价开始调整,由高点至今分别下跌1.6%、5.4%。

图表 15: 国际市场木浆价格一览

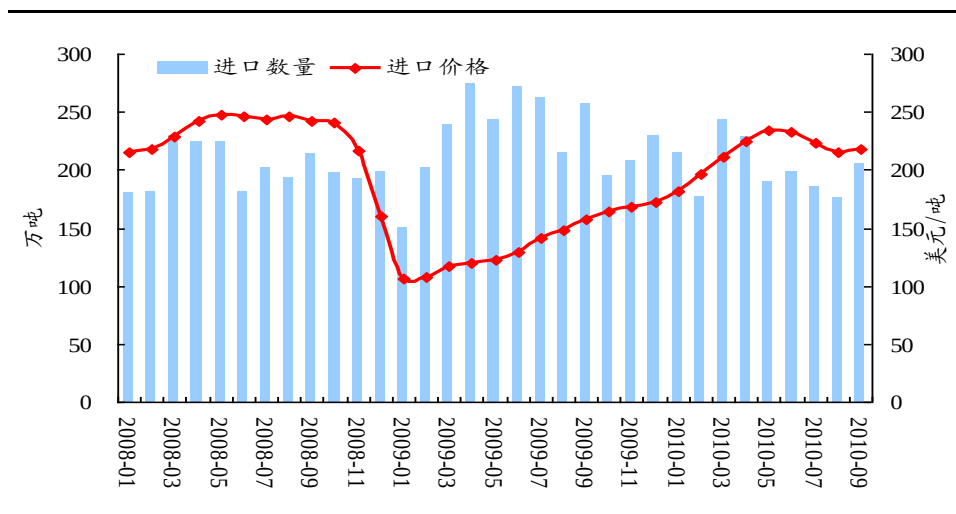


数据来源: wind

3.5 废纸价格处于高位

2010 年 1-9 月,我国进口废纸 1822 万吨,同比下降 14.0%, 9 月进口 206 万吨,同比下降 19.8%, 今年以来一直同比下降。价格方面,进口价格不断攀升,自 3 月以来进口价格一直高于 210 美元/吨,最高达到 235 美元/吨。

图表 16: 废纸进口量及价格一览



数据来源

4. 投资策略

根据我们之前判断,三季度将是行业业绩低点,三季度造纸行业净利润环比下降 21%,印证了我们之前的观点。2009 以来的纸价上涨,成本上涨是主要驱动力之一,同时下游需求旺盛也是重要支撑原因。从长期来看,成本和需求决定了纸价和行业的盈利状况。目前来看,废纸价格仍处在高点,并且国际市场价格仍在不断上升;木浆方面,虽然国际市场有了小幅调整,但是整体仍处于高位。当前纸价走势较弱,并未出现持续上涨,近期处于横盘阶段,未来下游需求将是决定行业盈利的主要因素,暂时形势并不明确。四季度,行业毛利率将会有所回升,整体盈利状况将有所提升,但是我们认为低

于二季度的可能性较大。

从估值来看，当前我们重点关注的 5 家公司 2010 年动态市盈率已经达到 24.4 倍（2011 年 18.7 倍），目前估值水平已经较中期明显提升，主要原因有两点：（1）三季度行业盈利低于预期，下调了大部分公司的盈利预测；（2）受人民币升值以及大盘回暖影响股价有所上涨。当前估值已经不具有明显优势，但整体还处在合理水平。

从行业的发展前景来看，随着节能环保要求提升，淘汰落后产能步伐必将加快，行业集中度将会持续提升，在此背景下，行业中龙头公司的成长空间必然高于整个行业（未来几年中国造纸行业增长将在 8-10% 左右）。另外，人民币升值压力持续存在，由于造纸行业“终端市场在内、原料对外依存度高”的特点决定了造纸行业将受益于人民币升值。综合考虑，我们维持造纸行业“推荐-A”的投资评级。上市公司建议重点关注太阳纸业（002078）、岳阳纸业（600966）、晨鸣纸业（000488）等。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			