

“十二五”行业主题：增长与结构调整

——2011 年造纸行业投资策略报告

核心观点

“十一五”期间行业增速远超规划预期。“十一五”期间纸及纸板消费增长 60.2%，年复合增长 9.9%，预计 2010 年纸及纸板消费量超过 9500 万吨，行业产销基本平衡，产量预计将比目标高 25%。美中不足之处主要在于原料结构的调整，木浆比例的提升低于预期，特别是国产木浆占比远低于预期。

“十二五”期间行业仍将增长超过 40%。过去十年我国造纸行业实现了“国产替代进口，并成为净出口国”的转变，造纸工业得到了充分发展。其中，包装领域用纸是行业增长的主要动力，贡献的增量超过行业增量的 60%以上，主要与近年来国内工业持续快速增长，对包装需求大幅增长。通过行业消费量与 GDP 之间的关系，预计未来 5 年行业消费量仍将增长 40%以上。

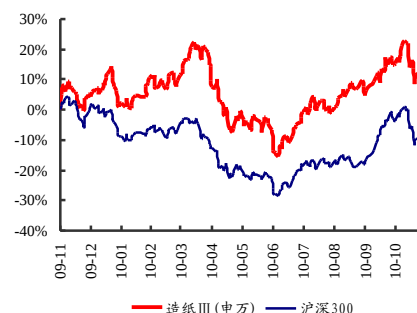
龙头公司的增速将会明显快于整个行业。随着淘汰落后产能政策的从紧实施、行业集中度不断提高，龙头公司的市场份额明显提升，从而增速必将快于整个行业。从 2004 年到 2009 年数据来看，行业前 30 大公司的产量占比已经由 29.4%提升至 42.6%，年均提升 2.6 个百分点。预计到 2015 年行业前 30 大公司产量占比达到 52%，其产量将增长 64%左右。

结构调整是“十二五”行业发展的主要任务。结构调整是“十二五”期间我国经济发展的重要议题，同时结构调整也是造纸行业的重要任务。产品结构的调整主要包括：（1）产业组织结构调整，主要是行业龙头公司的培养，行业集中度提升；（2）产品结构的调整，主要是淘汰消耗高、功能低纸及纸板的低档产品，大力发展低定量产品等；（3）原材料结构调整，主要是提高木浆在原料中的占比，提高原材料自给率，降低对外依存度。

明年业绩增长主要依靠产能增量。目前行业处于阶段性低点后的恢复期，四季度行业盈利能力将明显增强。展望 2011 年，我们认为纸及纸板需求仍将有 10%左右增长，纸价平均水平可能会有今年基本持平，行业毛利率水平将难有较大提升空间，依然保持在 17-20%，行业盈利增长主要依靠新的产销增量以及成本费用方面的控制。

维持行业“推荐-A”投资评级。当前行业 PE 估值为 23.5 倍，综合近年来行业 PE 估值的发展趋势，我们认为 2010 年行业整体估值水平大幅反弹的可能性不大，行业 PE 估值维持在 22-27 倍之间可能性较大。综合考虑，维持行业“推荐-A”的投资评级。上市公司方面：我们建议关注四类公司：（1）明年有产能增量的绩优蓝筹公司：太阳纸业、晨鸣纸业、华泰股份；（2）国内林浆纸一体化进程最快的岳阳纸业；（3）更换大股东后公司进入成长期的冠豪高新；（4）近期上市且为 A 股首家生活用纸企业中顺洁柔。

行业表现对比图



相关报告

- 1.《造纸行业：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》 2010-11-3
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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	002078	11.8	0.48	0.71	0.81	24.6	16.6	14.6	3.49	强烈推荐-A
博汇纸业	600966	8.14	0.4	0.38	0.56	20.4	21.4	14.5	1.37	推荐-A
晨鸣纸业	000488	7.29	0.41	0.55	0.72	17.8	13.3	10.1	1.14	推荐-A
岳阳纸业	600963	12.75	0.14	0.3	0.43	91.1	42.5	29.7	2.67	推荐-A
恒丰纸业	600356	11.42	0.54	0.55	0.62	21.1	20.8	18.4	1.95	推荐-A
中顺洁柔	002511	49.36	0.69	0.87	1.26	71.5	56.7	39.2	15.63	推荐-A

独立性申明：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. “十一五”期间造纸行业增速远超预期	4
1.1 “十一五”期间行业发展速度远超规划预期	4
1.2 原材料结构调整难达目标	5
1.3 行业环境保护明显改善	6
2. “十二五”纸及纸板消费有望增长 40%以上.....	6
2.1 近年来我国纸及纸板生产量及消费量增长回顾	6
2.2 国产替代进口，并逐步走出去	7
2.3 行业发展的结构分析：包装领域用纸是行业增长的最大动力.....	8
2.4 经济增长是纸及纸板需求增长的主要原因	9
3. 龙头公司增速将会明显好于行业增速	10
3.1 淘汰落后产能为龙头企业腾出更大发展空间	10
3.2 行业集中度提升也将有利于龙头企业	11
3.3 未来 5 年前 30 大公司产量有望增长 60%以上	12
4. 产业结构调整——低消耗、节约资源是关键.....	13
4.1 政策偏向节约资源、高质量产品	13
4.2 国产木浆在原料中占比逐年降低	13
4.3 林浆纸一体化是原料结构调整中的重中之重	14
5. 当前行业处于企稳回升阶段	15
5.1 三季度是行业 2010 年业绩低点	15
5.2 纸价略有回升后保持平稳	15
5.3 原材料价格压力持续存在	16
5.4 明年行业整体盈利提升仍然依靠量的提升	18
6. 估值研究与投资策略	18
6.1 行业估值研究	18
6.2 投资策略	19

图表目录

图表 1: 纸及纸板生产与消费一览	4
图表 2: 造纸行业总产值快速增长	5
图表 3: 原材料结构调整难达目标	5
图表 4: 单位产值新鲜用水量大幅下降	6
图表 5: 单位产值化学需氧量快速下降	6
图表 6: 纸及纸板生产量及消费量增速一览	7
图表 7: 纸及纸板进出口情况一览	7
图表 8: 部分品种消费量与消费量之差变化	8
图表 9: 各种纸在产量和消费量增长中的贡献率（2001-2009 年）	8
图表 10: 近年来工业增加值快速增长	9
图表 11: 纸及纸板消费量随着国内经济持续增长	9
图表 12: 纸及纸板消费量拟合情况一览	10
图表 13: 未来 5 年纸及纸板消费量预测	10
图表 14: 造纸淘汰落后产能的政策	11
图表 15: 行业集中度逐年提升	12
图表 16: 5 年后前 30 大公司产量增速与集中度关系	13
图表 17: 造纸原料结构一览	14
图表 18: 三季度上市公司毛利率环比明显下降	15
图表 19: 近期纸价呈现震荡格局	16
图表 20: 近期进口木浆单价连续下跌	16
图表 21: 外盘浆价有所松动	16
图表 22: 国内木浆价格近期略有下跌	17
图表 23: 进口废纸价格居高不下	17
图表 24: 造纸行业指数与行业 PE 估值之间关系	18
图表 25: 造纸行业指数与行业 PB 之间关系	18
图表 26: 行业历史 PE 估值一览	19
图表 27: 行业 PE 估值相对沪深 300 溢价率一览	19

1. “十一五”期间造纸行业增速远超预期

2010 年是我国“十一五”规划的最后一年，是承前启后的一年，随着经济发展模式的转变，造纸行业也必须改变其原有高耗能、高污染的特点，向循环经济模式转变。我们在此对“十一五”期间造纸行业取得的成就与经验进行总结。

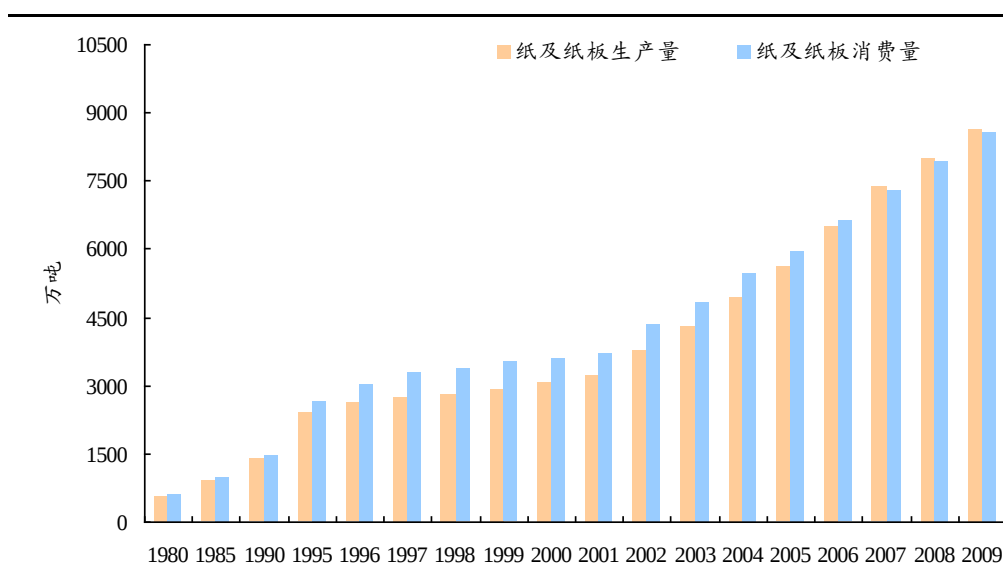
1.1 “十一五”期间行业发展速度远超规划预期

2009 年我国纸及纸板产量和销量分别超过 8500 万吨，增速也都超过 8%；2010 年 1-9 月份，产量同比增速达到 12.7%，预计全年纸及纸板的产量将在 9500 万吨，比去年增长 864 万吨，产销基本平衡。整个“十一五”期间，纸及纸板产量增长 3900 万吨，5 年行业产量增长 70%，年复合增长率为 11.1%，产量增速略高于销量增速。与“十五”期间相比，“十五”期间我国造纸行业产量增加 2550 万吨，5 年增长 83.6%，“十一五”期间产量绝对增量是“十五”期间的 1.53 倍，但是增速略有放缓。

在造纸工业十一五规划中对产能和总产量的规划目标是：到 2010 年有效产能达到 9000 万吨，纸及纸板总产量达到 7600 万吨左右。2008 年我国造纸行业的实际产量就已经超过规划目标，造纸行业的规模发展明显好于规划预期。

从消费量来看，2009 年纸及纸板消费量为 8569 万吨，同比增长 8.0%，2010 年纸及纸板消费量有望超过 9500 万吨，同比增长 10.9%。2005 年纸及纸板消费量仅有 5930 万吨，“十一五”期间增长 60.2%，年复合增长率达到 9.9%。

图表 1：纸及纸板生产与消费一览



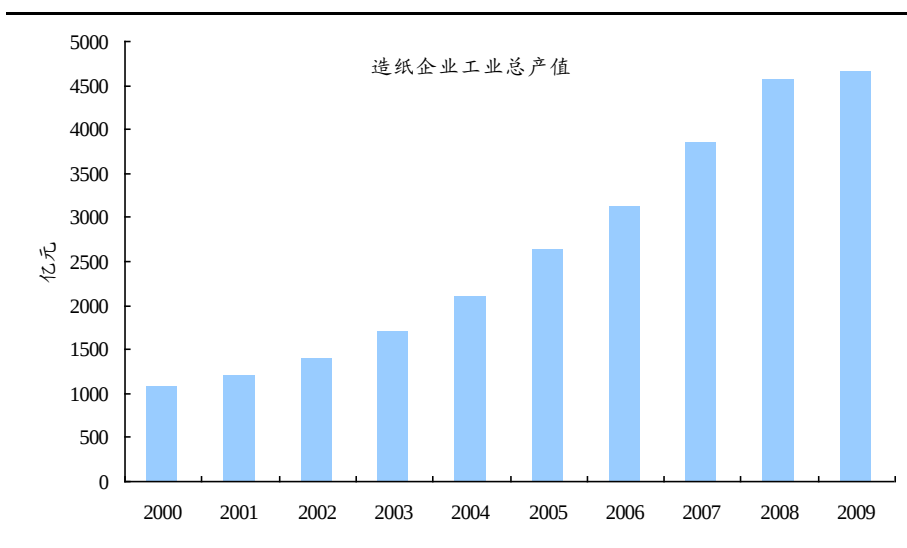
数据来源：纸业纵横

2009 年造纸行业实现工业总值 4660 亿元，同比增长 1.95%，由于 08 年四季度受国际金融危机影响，纸价大幅下跌，整体上 09 年纸价较 08 年明显下跌，所以产值增速明显慢于销量增速。2010 年纸价与销量双双提升，预计今年行业产值增速将会明显快于销量增速，行业总产值超过 5000 亿基本是定局。

在十一五规划中，规划规模以上制浆造纸企业生产总值比 2000 年翻一番以上，2000 年我国造纸行业工业总产值仅有 1064 亿元，而到 2010 年将超过 5000 亿元，产值实现了翻两番，行业总产值的增速明显高于规划水平，“十一五”期间行业总产值增

长超过 90%。

图表 2：造纸行业总产值快速增长



数据来源：中国造纸年鉴

1.2 原材料结构调整难达目标

我国虽然地大物博，但是森林覆盖率较低，特别是工业原料林建设明显滞后，导致制浆木片供给不足，并且在制浆环节投入力度不够导致制浆产能难以满足造纸环节木浆的需求。同时由于国内废纸回收体系建设不足，废纸回升率明显低于国际水平，导致国内废纸供应不足。总体来看，我国造纸行业原材料对外依存度较高，09 年原材料的 44% 依靠进口，其中木浆 70.5% 依靠进口，废纸 44.5% 依靠进口，高端原材料对外依存度较高。

为了改善造纸行业原材料结构，十一五规划中明确提出了造纸原材料调整目标，到 2010 年，木浆、废纸浆、非木浆结构由目前的 22%、54%、24% 调整为 26%、56%、18%，国产木浆比重由 2005 年的 7% 提高到 9% 以上，国内废纸浆比重由 28% 提高到 34%。基本思路包括：（1）提高木浆和废纸浆比例，降低非木浆比例；（2）降低木浆和废纸浆的对外依存度。

图表 3：原材料结构调整难达目标

占比	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	目标
木 浆	21.7%	22.1%	21.4%	22.1%	23.4%	26%
其中：进口木浆	14.6%	13.3%	12.5%	12.9%	16.5%	
国产木浆	7.1%	8.8%	8.9%	9.1%	6.9%	9%
废纸浆	54.0%	56.4%	59.3%	60.3%	61.9%	56%
其中：进口废纸浆	26.2%	26.2%	26.7%	26.3%	27.6%	
国产废纸浆	27.8%	30.2%	32.7%	34.0%	34.3%	34%
非木浆	24.2%	21.5%	19.2%	17.6%	14.7%	18%

数据来源：中国造纸年鉴

总体来看，原材料结构调整在 2010 年难以完全达到目标，其中：非木浆占比下降比例超过预期，但是木浆占比持续提升，但是仍很难达到 26% 的目标，特别是国产木浆占比 9% 更是难以实现。木浆占比仍然较低，并且对外依存度依然较高，国内仍需大

力发展速生林，加大木浆产能投放。国内废纸回收率低，废纸对外依存度高，国内废纸回收体系建设依然任重道远。

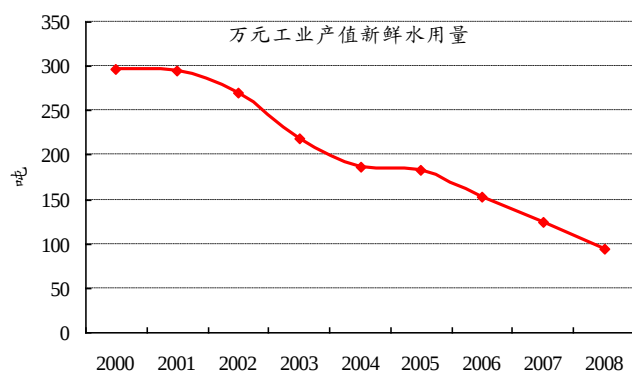
1.3 行业环境保护明显改善

造纸行业一直由于高耗能、高污染而受到诟病。行业高污染有多方面的原因，行业本身特性也是造成高污染的主要原因，治理不足、技术落后也是主要原因，近年来随着造纸行业装备水平提升、非木浆比例减少等多方面改善，造纸行业高污染状况明显改善。

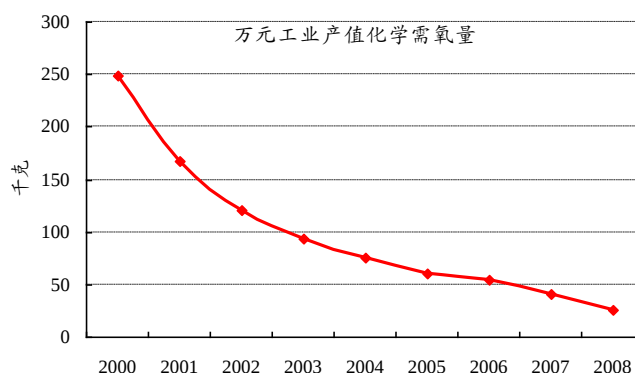
在“十一五”发展规划中，到“十一五”末期，实现造纸工业全行业污染物达标排放，主要污染物 COD 排放总量由 2005 年的 160 万吨减到 140 万吨，减少 12.5%，实现增产减排的目标。到 2008 年，排放废水的化学需氧量为 128.8 万吨，已经明显低于规划目标。

近年来，造纸工业废水处理设施年运行费用大幅提升，2005 年为 27.7 亿元，到 2008 年已经达到 46.2 亿元，增幅达到 66.7%。随着废水处理设施改善，造纸行业废水排放明显改善。2008 年造纸行业万元工业产值化学需氧量为 25 千克，仅为 2000 年的十分之一。

图表 4：单位产值新鲜用水量大幅下降



图表 5：单位产值化学需氧量快速下降



数据来源：中国造纸工业年度报告

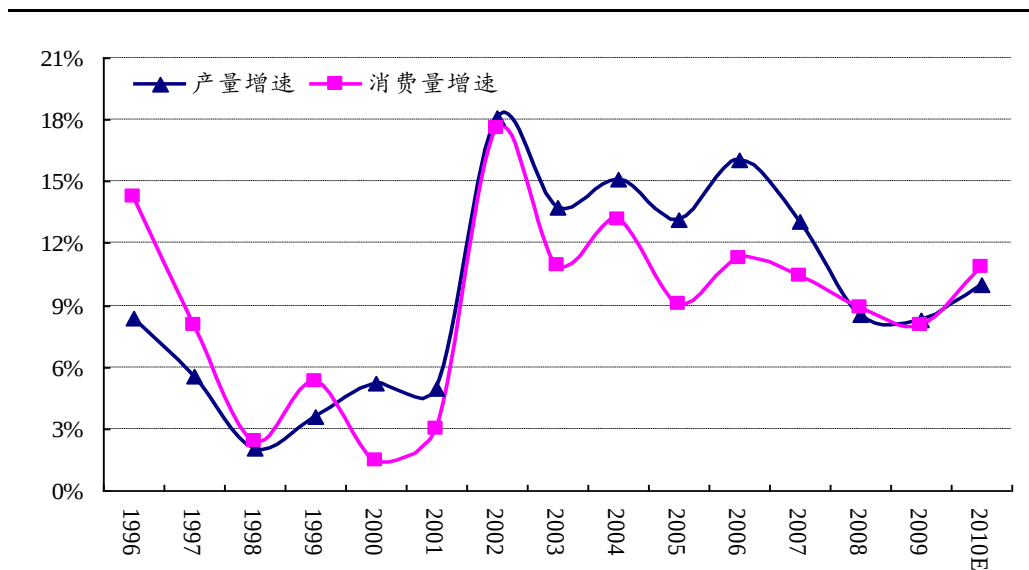
2. “十二五”纸及纸板消费有望增长 40%以上

回顾“十五”和“十一五”期间是我国造纸行业大发展的十年，2000 年我国纸及纸板消费仅有 3575 万吨，而到 2010 年我国纸及纸板消费有望超过 9500 万吨，年复合增长率达到 10.2%。生产方面，产量也由 2000 年的 3050 万吨增长至 2010 年的 9500 万吨以上，年复合增长率超过 10%。

2.1 近年来我国纸及纸板生产量及消费量增长回顾

从近年来的增速来看，1997 年到 2001 年是造纸行业发展的一个低谷期，期间纸及纸板的生产和消费量的年增速都低于 9%，生产量与消费量的年均增速仅有 4.25%、4.02%，2002 年开始我国造纸行业进入高速发展期，特别是生产方面，2002-2007 年生产量增速持续高于消费量增速，2007 年我国也有净进口国转变成净出口国，2002-2007 年间我国纸及纸板生产量和消费量年均增速分别为 14.88%、12.09%，造纸行业出现了突飞猛进的发展。2008 年开始受到国际金融危机影响，行业增速有所放缓，08、09 年增速都低于 10%，随着经济形势好转，2010 年增速将有所回升，将超过 10%。

图表 6: 纸及纸板生产量及消费量增速一览

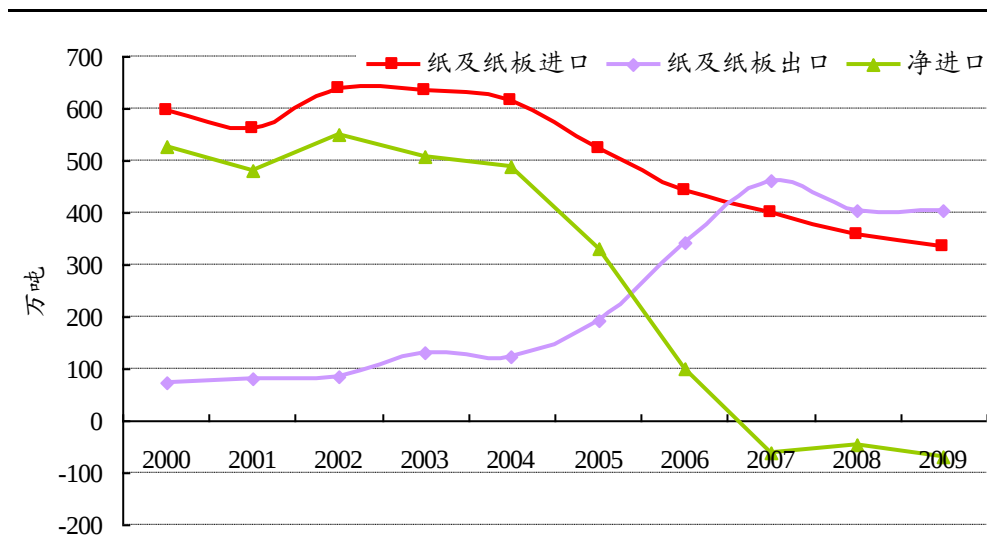


数据来源: 中国造纸年鉴

2.2 国产替代进口，并逐步走出去

20 世纪初, 我国造纸工业发展明显滞后, 其中许多品种的纸特别是高端纸都需要从国外进口, 当时国内产量无法满足国内的需求, 但是随着近年来国内造纸行业的飞速发展, 特别是 2000 年以后, 国内造纸工业装备水平明显提升, 这一阶段是国产替代进口的过程, 所以产量增速快于消费量增速。

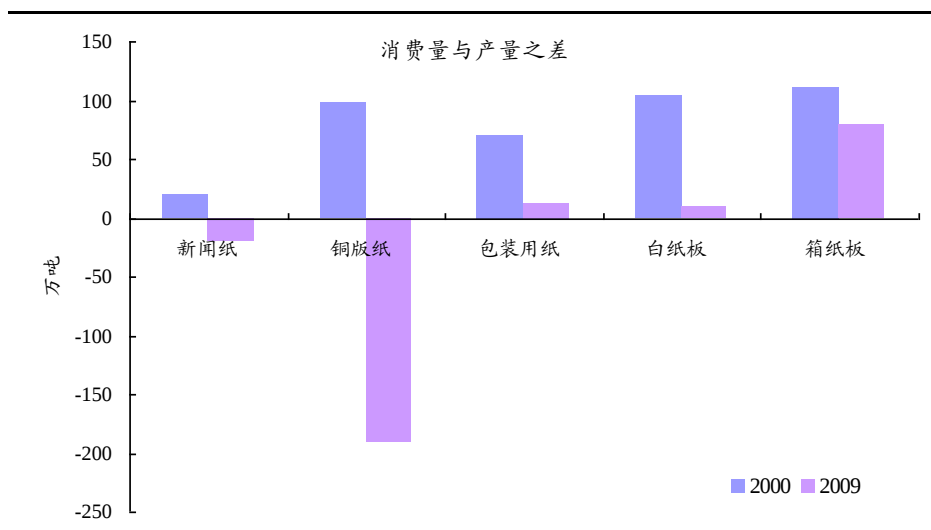
图表 7: 纸及纸板进出口情况一览



数据来源: 中国造纸年鉴

我们选取了部分品种对其 2000 年与 2009 年的产量与消费量之差进行了分析。新闻纸、铜版纸在 2000 年消费量都是明显高于产量, 都需要通过大量进口来满足国内的需求。当年新闻纸、铜版纸进口量分别占到当年消费量的 12.8%、51.5%, 净进口量分别占当年消费量的 12.6%、47.1%, 而到 2009 年, 局面发生了较大变化, 我国新闻纸和铜版纸的消费量都已经明显小于生产量, 09 年铜版纸净出口超过 100 万吨。

图表 8: 部分品种消费量与消费量之差变化



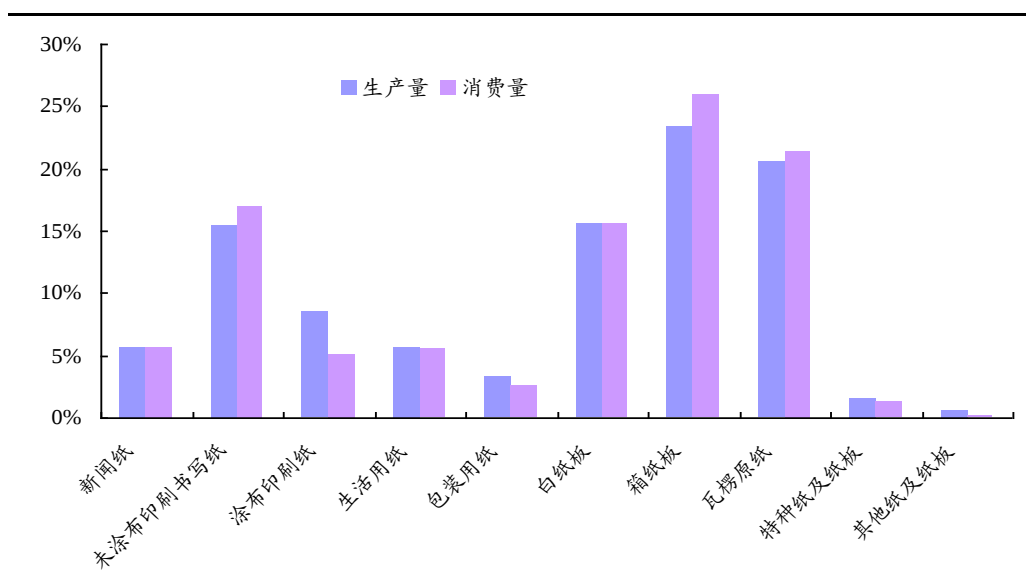
数据来源: 国都证券研究所

2.3 行业发展的结构分析: 包装领域用纸是行业增长的最大动力

本部分我们主要分析各种纸对行业增长的贡献。先从产量来看, 2001-2009 年间, 行业产量增长了 5440 万吨, 增幅为 170%, 其中瓦楞纸和箱板纸是整个行业增长的最大动力, 两者共计贡献了行业产量增量的 43.8%, 瓦楞纸和箱板纸主要用于制作瓦楞纸箱, 主要用于各种工业产品的包装。其次是未涂布印刷书写纸和白纸板, 贡献率分别为 15.4%、15.6%, 其中瓦楞纸、箱板纸、白纸板都主要用于包装领域, 三者合计贡献增量的 59.5%, 如果在加上包装用纸, 整个包装领域用纸增长将是行业增长的最主要动力。

从消费量来看, 基本上与产量保持一致, 箱板纸和瓦楞纸是行业增量的最大贡献者, 合计占比达 47.2%, 其次是未涂布印刷纸和白板纸, 包装领域用纸是行业增长的主要原因。

图表 9: 各种纸在产量和消费量增长中的贡献率 (2001-2009 年)

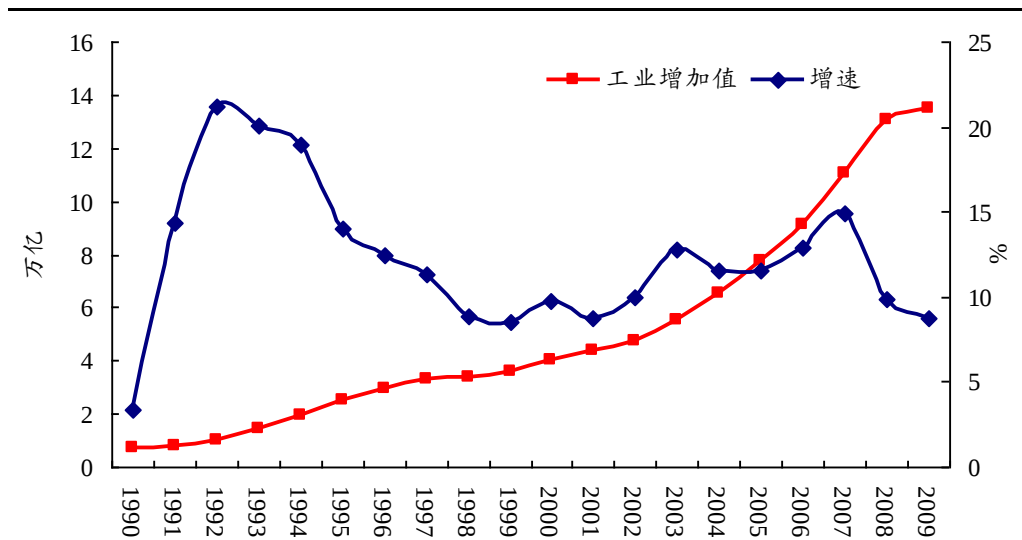


数据来源: 中国造纸年鉴、国都证券研究所

包装领域用纸 (包括瓦楞纸、箱板纸、白纸板、包装用纸) 的快速增长得益于近年

来我国工业规模的快速增长，特别出口贸易快速增长为我国经济增长带来了动力，从而促进包装领域用纸的快速增长。

图表 10：近年来工业增加值快速增长

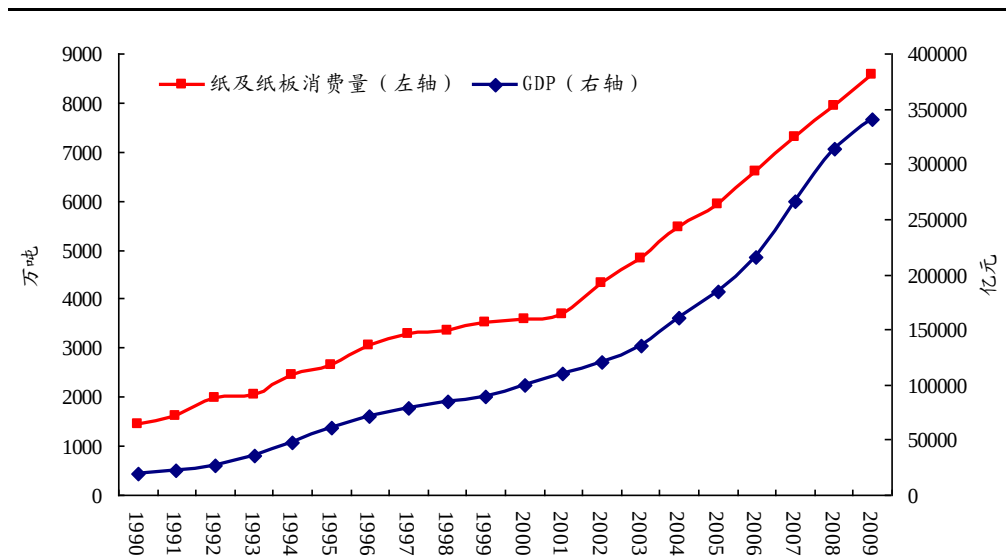


数据来源：WIND

2.4 经济增长是纸及纸板需求增长的主要原因

造纸行业的发展离不开经济发展。包装用纸的发展离不开工业的发展，本部分我们将研究纸及纸板消费量与经济发展的关系。从 GDP 与纸及纸板消费量数据来看，两者基本保持了相同的增长趋势，我们计算两者的相关系数为 0.99，两者基本正相关。

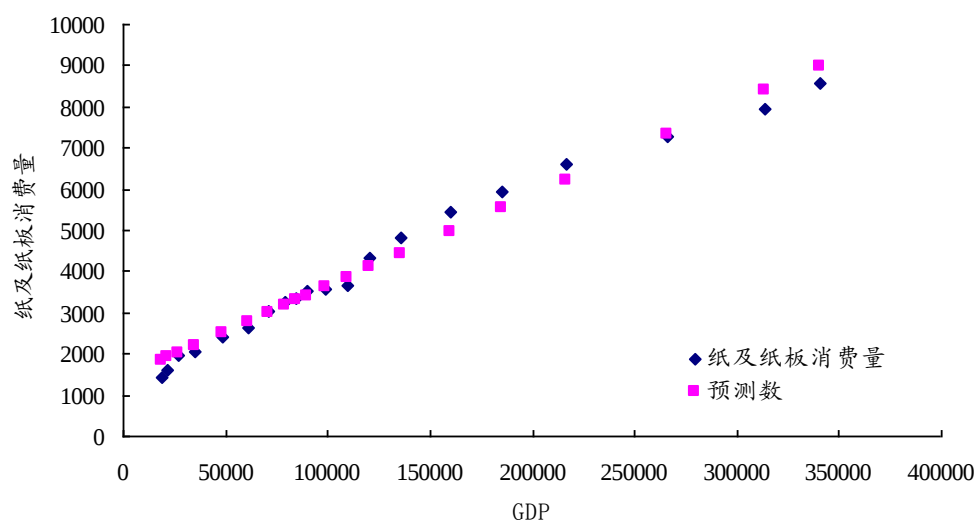
图表 11：纸及纸板消费量随着国内经济持续增长



数据来源：国都证券研究所

我们以纸及纸板消费量 (Y) 为被解释变量，GDP (X) 作为解释变量，并进行回归分析，结果是： $Y=1422.63+0.022X$ ，这意味着 GDP 每增加 1 亿元，纸及纸板需求增长 0.022 万吨。

图表 12: 纸及纸板消费量拟合情况一览



数据来源: 国都证券研究所

我们综合考虑纸及纸板消费与 GDP 之间的关系, 在不同 GDP 增速下对未来 5 年纸及纸板的消费量做出了预测。综合来看, 未来 5 年我国纸及纸板消费量仍有较大提升空间。

十二五期间, 我国经济仍将保持较快增长。根据国务院发展研究中心表示, 中国经济从 2000 年到 2020 年之间, 潜在经济增长速度可达 7.3% 左右。我们假设未来 5 年 GDP 年增速达到 8%, 那么到十二五末我国纸及纸板消费量较 2010 年仍将有 40% 的增长空间。

图表 13: 未来 5 年纸及纸板消费量预测

年份	GDP 增速								
	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%
2011	10,240	10,281	10,322	10,363	10,405	10,446	10,487	10,528	10,569
2012	10,857	10,945	11,034	11,123	11,213	11,303	11,393	11,484	11,575
2013	11,517	11,659	11,803	11,948	12,094	12,242	12,390	12,541	12,692
2014	12,224	12,427	12,633	12,842	13,054	13,269	13,487	13,708	13,932
2015	12,980	13,253	13,530	13,813	14,101	14,395	14,694	14,998	15,308
十二五期间增长	34.3%	37.1%	40.0%	42.9%	45.9%	49.0%	52.1%	55.2%	58.4%
年复合增长率	6.1%	6.5%	7.0%	7.4%	7.8%	8.3%	8.8%	9.2%	9.6%

数据来源: 国都证券研究所

3. 龙头公司增速将会明显好于行业增速

在上一章, 我们预计未来 5 年造纸行业仍将有 40% 以上的提升空间, 行业成长性依然较好。近年来, 随着淘汰落后产能力度加大, 行业集中度的不断提升, 龙头公司的成长空间将会明显快于整个行业。

3.1 淘汰落后产能为龙头企业腾出更大发展空间

我国造纸业经过近十年的快速发展, 目前总产量在世界排名第一, 但仍然是国民经

济高能耗、高污染七大行业之一。中国造纸学会的统计显示，2009 年造纸工业生产总值为 4660 亿元，占全国工业总产值的 1.4%，但 2008 年造纸工业用水量却占全国工业总水耗的 8.9%，废水排放量占全国工业总排放量的 18.8%，化学需氧量排放占全国排放总量的 31.8%。

造纸业产业结构不合理是造成资源、能源消耗高、污染严重的重要原因之一，因此政府造纸行业的结构调整十分重视，淘汰落后产能对于行业节能减排有重要意义。政府部门以及行业协会对淘汰落后产能也是十分重视。近年来造纸行业的重要政策也都把淘汰落后产能作为重要内容，从 2007 年公布的行业“十二五”规划、造纸产业政策到 2009 年发布轻工业振兴规划，淘汰落后产能都成为重要内容，并且淘汰力度逐渐加大，淘汰产能的要求也日益明确，为政策的最终实施提供基础。

图表 14：造纸淘汰落后产能的政策

项目	颁布时间	主要内容
中国造纸协会关于造纸“十二五”发展意见	2007年8月	“十一五”期间淘汰现有落后产能650万吨、淘汰落后草浆生产线。
造纸产业政策（发改委发布）	2007年10月	到2010年淘汰650万吨落后产能，淘汰年产3.4万吨及以下化学草浆生产装置、蒸球等制浆生产技术与装备，以及窄幅宽、低车速的高消耗、低水平造纸机。淘汰能耗高的技术与装备，加快淘汰小的落后的生产能力。
轻工业振兴规划	2009年2月	淘汰落后制浆造纸200万吨以上。造纸行业重点淘汰年产3.4万吨以下草浆生产装置和年产1.7万吨以下化学制浆生产线，关闭排放不达标、年产1万吨以下以废纸为原料的造纸厂。

资料来源：国都证券研究所

2010 年 5 月底，工信部向各地下达了 18 个行业淘汰落后产能的任务目标，其中造纸行业淘汰任务为 432 万吨，比之前国务院通知要求的 53 万吨增加了 7 倍，2010 年 8 月公布造纸淘汰落后产能企业名单中 279 家，涉及产能 465 万吨。另外，据媒体报告 07、08 年共计淘汰落后产能约 560 万吨，09 年预计在 50 多万吨，整体来看十一五期间淘汰落后产能量明显超过 650 万吨。

我们认为在当前节能减排的大背景下，造纸行业要实现节能减排对落后产能的淘汰十分必要，因为较小的企业在工艺、设施、技术水平明显偏低，并且不利于监管，当前我国造纸行业小企业仍然较多，所以淘汰落后产能对于提高行业的节能减排有着积极的作用，十二五期间造纸行业节能减排力度有望进一步加强。

落后产能主要集中在产能较小的企业，因为被淘汰产能部分必然会腾出部分市场空间，从而放大了中大型企业的发展空间。具体看细分领域，淘汰落后产能主要集中于中低档文化纸、包装纸、落后制浆等。

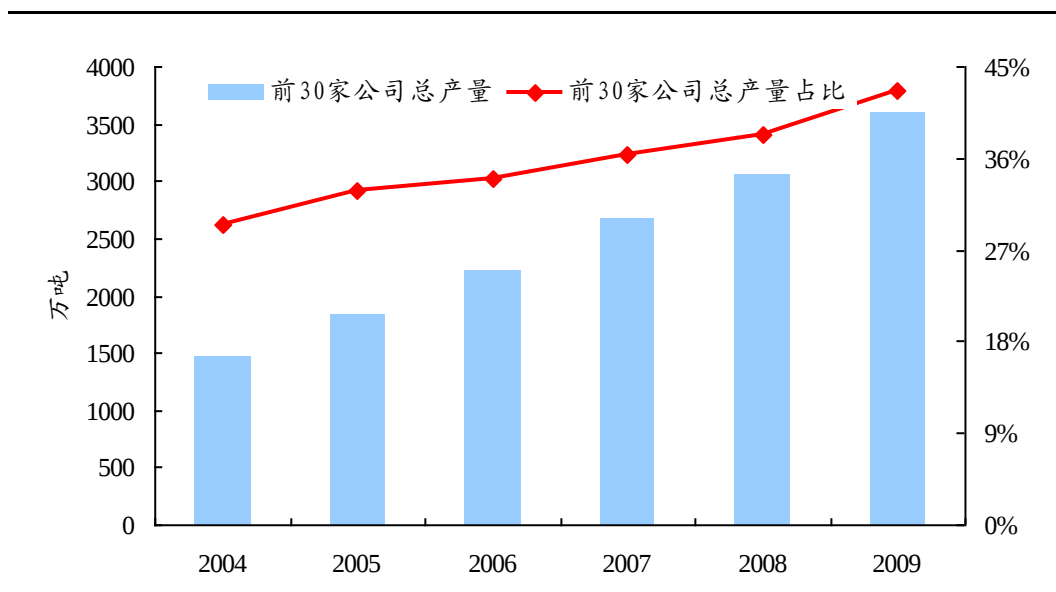
3.2 行业集中度提升也将有利于龙头企业

我国造纸行业相对分散，2009 年规模以上造纸生产企业有 3494 家，当年行业总产量为 8640 万吨，平均每个厂商仅有 2.4 万吨，并且大中型造纸企业仅有 425 家占 11.5%，小型企业占比达 88.5%。而 2009 年主要产品新增产量中，重点骨干企业增量已占到总增量的 72%，也就是说行业龙头企业是行业产量增长的主要力量，对行业的集中度提升将会有明显的作用。

从前 30 大公司产量的走势来看，2009 年前 30 大公司实现产量为 3599 万吨，与 2004 年相比增长了 146.6%，而同期整个行业产量仅增长了 74.5%，行业前 30 大公司

的产能增速明显快于整个行业。另外从前 30 大公司产量占比来看,2004 年仅有 29.5%,到 2009 年已经达到 42.6%,行业集中度明显提升。但是目前国内产能最大的玖龙纸业 09 年产量为 652 万吨,与国际上的大企业仍有较大差距。

图表 15: 行业集中度逐年提升



数据来源: 国都证券研究所

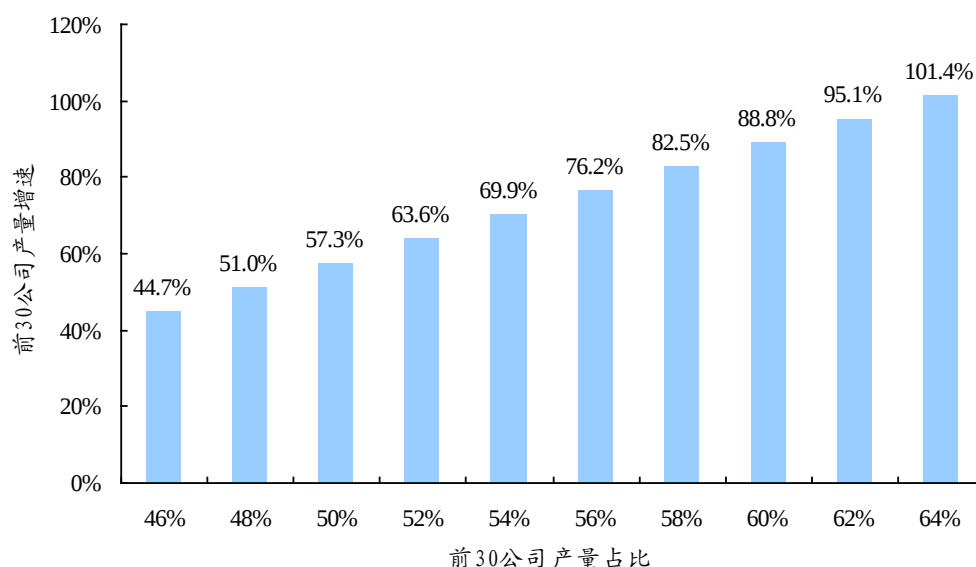
在造纸产业政策中明确表示,支持国内企业通过兼并、联合、重组和扩建等形式,发展 10 家左右 100 万吨至 300 万吨具有先进水平的制浆造纸企业,发展若干家年产 300 万吨以上跨地区、跨部门、跨所有制的、具有国际竞争力的大型制浆造纸企业集团。2009 年,年产能超过 100 万吨的造纸企业有 9 家,但是 300 万吨以上的企业仅有玖龙纸业、理文纸业、晨鸣纸业三家公司。随着行业结构调整,未来行业的集中度将进一步提升,行业竞争能力也将随之稳步提升。

3.3 未来 5 年前 30 大公司产量有望增长 60%以上

2004 年到 2009 年前 30 大公司产量占比由 29.5%提升至 42.6%,提升了 13.1 个百分点,每年提升 2.6 个百分点,行业集中度提升十分明显,前 30 大公司的产量增速明显快于行业平均水平。

我们假设 2015 年我国造纸行业基本保持产销平衡,即以 GDP 年增速 8%条件下的预测行业消费量作为行业 2015 年的产量,然后通过集中度来测算 2015 年前 30 大公司产量总和。如果按照 2004 年以来的速度计算的话,到 2015 年行业前 30 大公司产量占比有望达到 58%,我们保守预计为 52%。通过计算,预计 2010 年前 30 大公司产量约为 4300 万吨,到 2015 年前 30 大公司产量占比达到 52%,产量将达到 7036 万吨,比 2010 年增长 64%左右,年复合增长率为 10.5%。中性情景下,如果 2015 年行业前 30 大公司产量占比达到 58%,行业前 30 大公司产量增速将达到 82.5%,年复合增长率为 12.8%;乐观情景下,行业前 30 大公司产量占比达到 62%,前 30 大公司产量增速将达到 95.1%,年复合增长率为 14.3%。

图表 16: 5 年后前 30 大公司产量增速与集中度关系



数据来源：国都证券研究所

4. 产业结构调整——低消耗、节约资源是关键

结构调整是“十二五”期间我国经济发展的重要议题，同时结构调整也是造纸行业的重要任务。产品结构的调整主要包括：（1）产业组织结构调整，主要是行业龙头公司的培养，行业集中度提升，这部分内容我们在第三章已经做了详细的介绍；（2）产品结构的调整，主要是淘汰消耗高、功能低纸及纸板的低档产品，大力发展低定量产品等；（3）原材料结构调整，主要是调整木浆、废纸浆以及非木浆的比例，提高木浆占比和原材料自给率，降低对外依存度。本章主要介绍造纸行业产品结构调整以及原材料结构调整。

4.1 政策偏向节约资源、高质量产品

在 2007 年颁布的产业政策中，对行业产品结构发展方向做出了调整，其中：一方面要淘汰消耗高、质量差的低档产品，加快升级换代步伐；另一方面，研究开发低定量、功能化纸及纸板新产品，重点开发低定量纸及纸板、含机械浆的印刷书写纸、液体包装纸板、食品包装专用纸、低克重高强度的瓦楞原纸及纸板等产品，积极研发信息用纸、国防及通讯特种用纸、农业及医疗特种用纸等，增加造纸品种。同时，鼓励造纸企业扩大利用废纸生产新闻纸、印刷书写用纸、办公用纸，包装纸板等再生纸产品。鼓励企业加大品牌创新力度，实施名牌战略。

整体来看，政策偏向低定量、低消耗的产品，另外随着经济水平提升，产品结构调整也势在必行，消费者对产品的质量、个性化要求也越来越高。由于以木浆为原材料的产品质量明显较高，这类产品比较符合未来的发展方向。

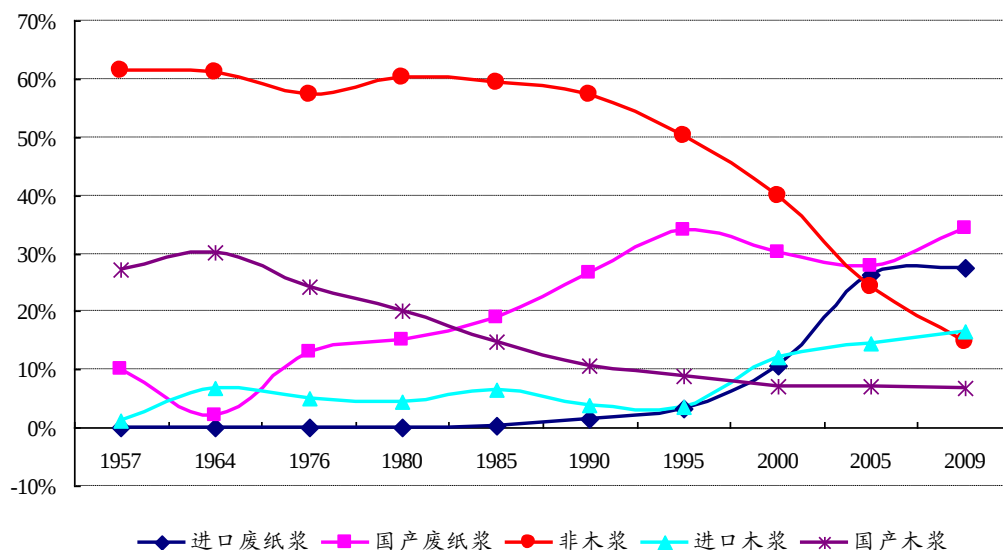
4.2 国产木浆在原料中占比逐年降低

早在上世纪 70 年代，“林浆纸一体化”就已经成为国际造纸业的发展模式。但在中国，由于森林资源贫乏，长期以来形成了“以草为主”的原料方针。草浆主要用于生产文化用纸和生活用纸，草浆在造纸过程中排放的废液，含硅量大、粘度高、滤水性差，

严重污染环境并且难以治理；草浆企业规模小、数量多，严重阻碍了中国纸业的发展。90年代中期国家明确了造纸原料以木材为主，确定了“林浆纸一体化”的发展方针。

在1995年以前，非木浆（主要是禾草浆、苇浆、竹浆、蔗渣浆等）一直在我国造纸行业原料中占主导地位，从1957-1990年非木浆在造纸原料中的占比超过60%，1990年之后开始逐年下降，到2009年非木浆占比仅有14.5%，基本上达到了调控目标。虽然非木浆的占比不断下降，但是绝对量还是明显增长，由1957年的59.5万吨增长值2009年的1175万吨，增长18.7倍，非木浆依然是我国造纸行业的重要原材料。

图表 17：造纸原料结构一览



数据来源：纸业纵横

废纸浆成为近年来造纸原材料增长的主要动力。从1957年到2009年废纸浆在原料中的占比由10.0%上升至61.9%，使用量也由当年的9.7万吨提升至4939万吨，增长了500多倍。这与近年来我国工业快速发展，对包装纸需求大幅增长有关，因为包装纸中的瓦楞纸、箱板纸、白板纸都主要以废纸为原材料。进口废纸浆占比不断提高，1985年仅占0.3%，而到2009年已经达到27.6%，我国废纸浆对外依存度也从0上升至44%。

木浆是我国大力发展的造纸原料，1957年我国就进口木浆，当年进口木浆占木浆消耗的4.5%，近年来国内木浆产量快速增长，2009年产量为551万吨，但是与国内的需求相比依然差距很大，2009年进口木浆达1315万吨，进口依存度达到70.5%。国内木浆在原材料中的占比不断下降，到2009年仅有6.9%（1980年为20%），主要原因是：（1）废纸浆用量的快速增长；（2）进口木浆增长明显快于国内产量的增长；（3）国内森林资源匮乏，缺少造纸林料；（4）制浆环节投入不足。

4.3 林浆纸一体化是原料结构调整中的重中之重

前面我们也分析了国内木浆在造纸原材料中的占比逐年降低，我国造纸原材料对外依存度逐年提升，导致行业发展受制于人。

1987年召开林纸联合论证会，国务院开始林纸结合试点。1998年召开“中国现代纸业战略研讨会”，强调了林纸结合、林兴纸旺。2001年，国家计委、财政部和国家林

业局联合发布《关于加快造纸工业原料林基地建设的若干意见》，提出要建立林纸一体化新机制。2004 年，国务院批准了《全国林纸一体化工程建设“十五”及 2010 年专项规划》，明确提出将力争通过 10 年左右的时间，建设速生丰产浆纸林基地 500 万公顷，新增木浆产量 550 万吨，将国产木浆比重从 6%提高到 15%-20%，实现造纸工业与林业共同发展，在林纸中观循环层面，明确提出了目标和要求。

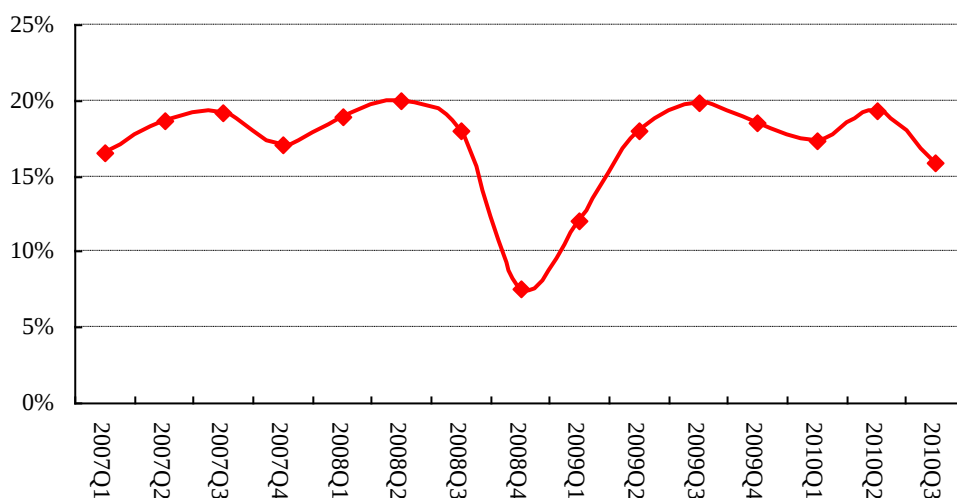
目前来看，近年来国产木浆比重不断下降，09 年仅有 6.9%，明显低于之前规划。为了提升国产木浆的比重，“十二五”期间必须加大人工原料林建设力度，加大制浆设备投入，提高原料自给率。上市公司也都加大了对造纸上游的重视，纷纷加大对林业以及制浆环节的投入。

5. 当前行业处于企稳回升阶段

5.1 三季度是行业 2010 年业绩低点

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。随着 8 月份纸价开始企稳，四季度行业盈利将会明显好转。

图表 18：三季度上市公司毛利率环比明显下降

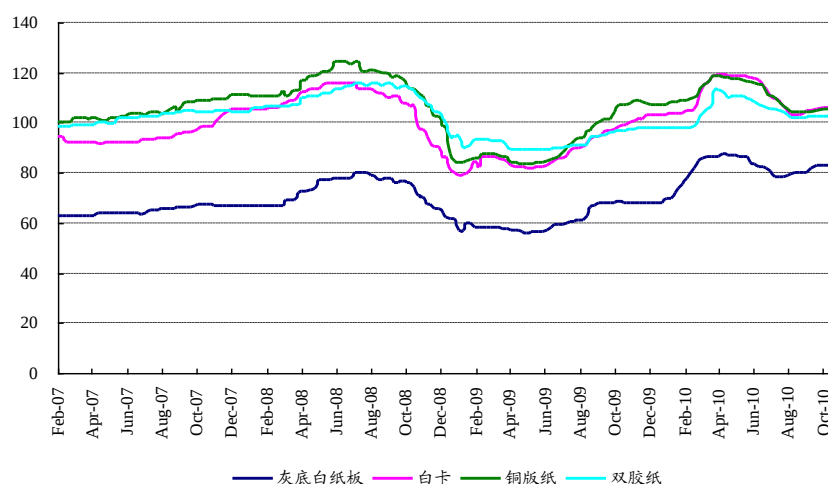


数据来源：国都证券研究所

5.2 纸价略有回升后保持平稳

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 19: 近期纸价呈现震荡格局



数据来源: 纸业联讯

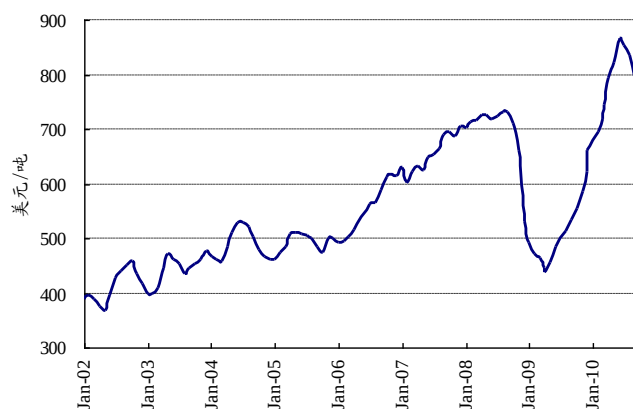
5.3 原材料价格压力持续存在

➤ 近期进口木浆成本明显降低, 但是仍处在历史高位

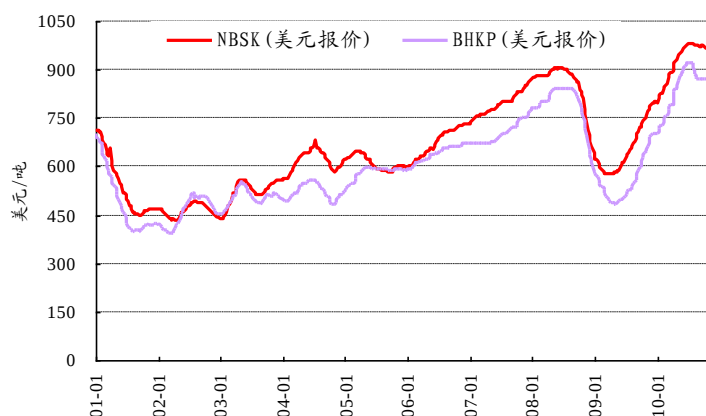
从 2002 年到 08 年 8 月, 国际市场和国内进口木浆价格一直处于上升趋势中, 在此轮上涨中, 国内进口木浆价格由 2002 年初的 389 美元/吨上涨到 731 美元/吨, 上涨了 87.8%。受国际金融危机影响, 2008 年 9 月开始进口木浆价格持续下跌, 09 年 5 月达到低点 458 美元/吨, 与高点比跌幅为 40.1%, 随后再次进入上升周期, 到 2010 年 7 月到底高点 867 美元/吨, 较 09 年 5 月上涨 97.8%, 之后 8-10 月连续下跌, 到 10 月下跌了 9.1%。

从近期国际市场来看, 近期欧洲市场报价有所松动, 整体来看, 造纸企业成本压力有所缓解。但是, 目前木浆价格依然接近 780 美元/吨, 远高于历史平均水平。

图表 20: 近期进口木浆单价连续下跌



图表 21: 外盘浆价有所松动



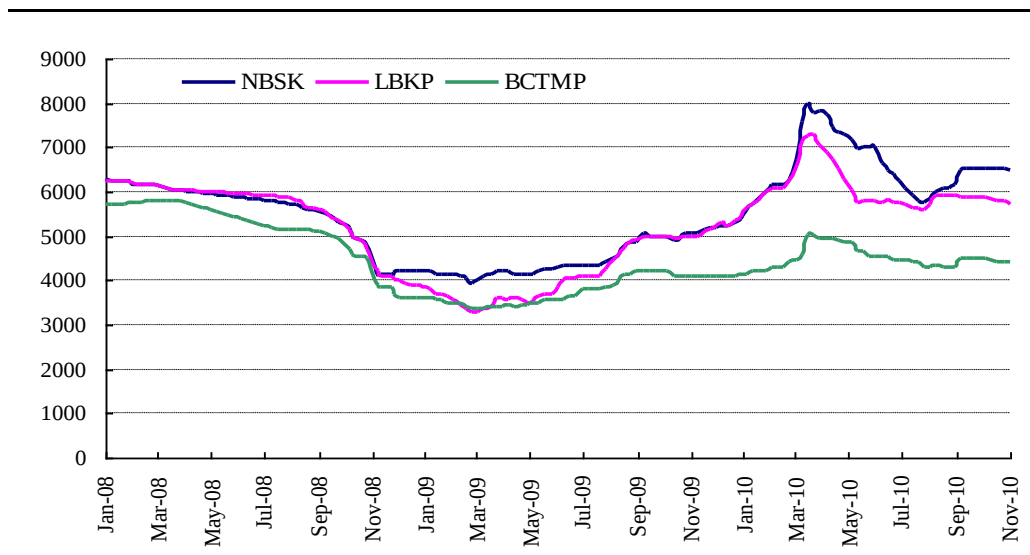
数据来源: WIND

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。

总体来看，当前市场需求不佳，导致国际、国内市场木浆价格均出现调整，当前国际经济形势比较复杂，但明年木浆价格整体很难出现大幅下降，我们认为整体维持高位震荡可能性较大，进口木浆均价在 700-800 美元/吨。

图表 22：国内木浆价格近期略有下跌

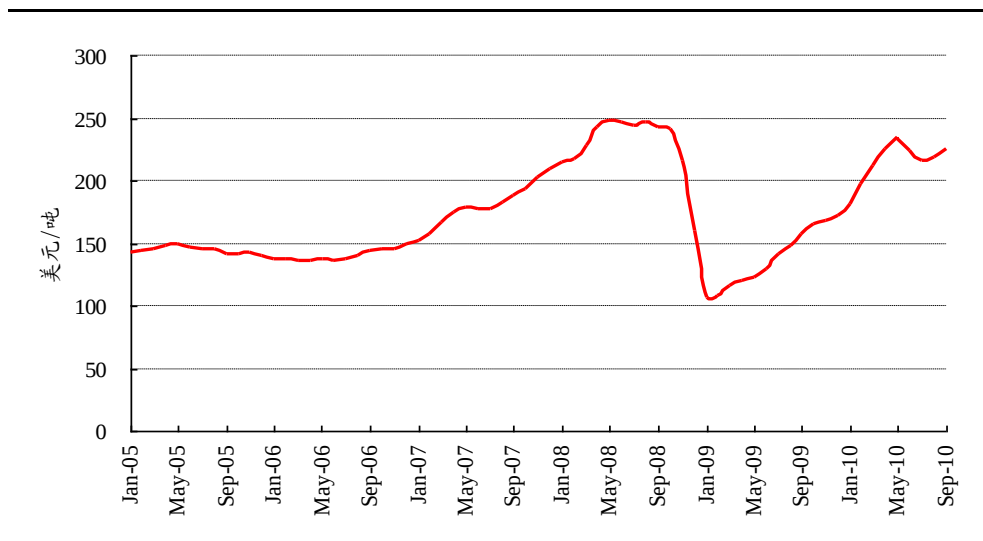


数据来源：纸业联讯

➤ 进口废纸价格居高不下

从我们已有的数据来看，进口废纸价格 2005-2007 年初都是比较平稳的，基本上都在 130-150 美元/吨，自 2007 年初开始进入上升周期，一直涨到 2008 年 5 月到达高点 248 美元/吨，之后经过 5 个月小幅震荡之后开始大幅下跌，2008 年 12 月环比下跌 26.1%，2009 年 1 月又环比下跌 33.6%达到最低点 106 美元/吨，之后再次进入上升周期，持续上涨到 2010 年 6 月，之后小幅下跌，目前已经有所反弹。

图表 23：进口废纸价格居高不下



数据来源：WIND

废纸是当前我国主要的造纸原材料，并且随着我国包装行业发展，对以废纸为原材料的包装纸需求持续快速增长，预计废纸需求依然持续提升，并且国内废纸回收体系建设并不完善，废纸回收率较低，未来多年内依然需要依靠进口。对于明年废纸价格行情，我们认为依然会保持高位震荡，区间将在 180-240 美元/吨之间。

5.4 明年行业整体盈利提升仍然依靠量的提升

对造纸行业来说，今年是震荡的一年，年初由于智利地震等因素影响，国内木浆价格快速上涨，从而推动纸价快速上涨，经过一波非理性大涨行情之后，市场开始向下修正，经过几个月下跌之后于 8 月份开始反弹。纵观近年来国内纸价涨跌与国际市场原料价格走势相关度非常高，基本上国内纸价略滞后于国际市场原料价格。

当前木浆价格虽然价高点有所回落，但还是维持在高位，废纸价格经过短暂下跌后再次上涨，短期仍将维持高位运行，造纸企业原料成本高位运行或将成为常态，纸价是否上涨主要取决于需求，需求越是旺盛成本转移到下游的部分就越多。

前三季度造纸行业毛利率为 17.5%，基本上与 2007 年持平，略高于 2008、2009 年，与 2001-2004 年相比明显偏低，三季度行业毛利率处于较低水平仅有 15.9%，四季度行业毛利率有望提升。明年来看，我们认为行业毛利率提升空间不会太大，造纸行业（上市公司）合理的毛利率水平应该在 17%-20%之间，所以从当前情况来看，难有大的提升空间。因此，行业盈利增长只能依靠销量增长，龙头公司一方面享受行业增长，另一方面受益于行业集中度提升，从而获得较高增速，明年整体行业还是平稳增长。

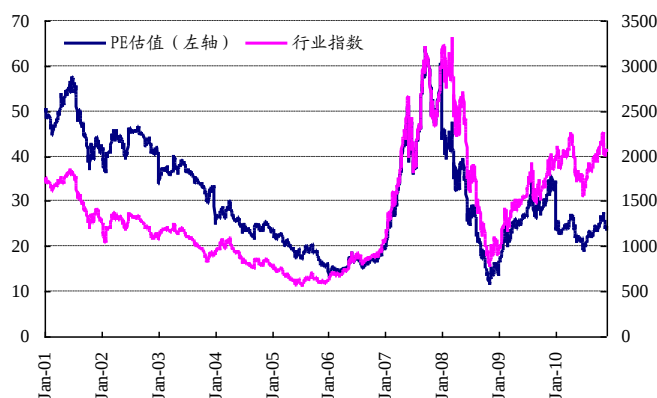
从中长期来看，木浆价格将会持续走高，产业链较长的公司获利空间更大，未来在林浆纸一体化方面具有原料优势企业将获得更好发展。

6. 估值研究与投资策略

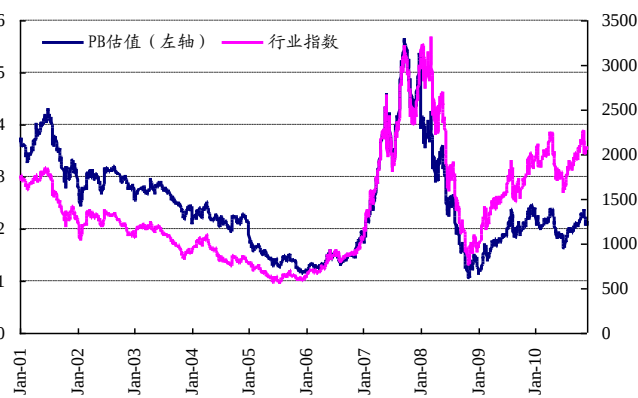
6.1 行业估值研究

公司的股价取决于盈利与估值两个方面。在此我们分析估值与行业指数之间的关系，一般在牛市当中高盈利与高估值同时存在，所以行业指数能够超越盈利增长的幅度。在 07 年之前，行业指数和估值都处于持续下跌的阶段，07 年之后行业估值与同行业指数开始同步上涨，08 年金融危机后持续下跌，08 年底开始反弹，目前来看行业指数反弹幅度大于行业估值反弹力度，主要是由于行业盈利好转。

图表 24：造纸行业指数与行业 PE 估值之间关系



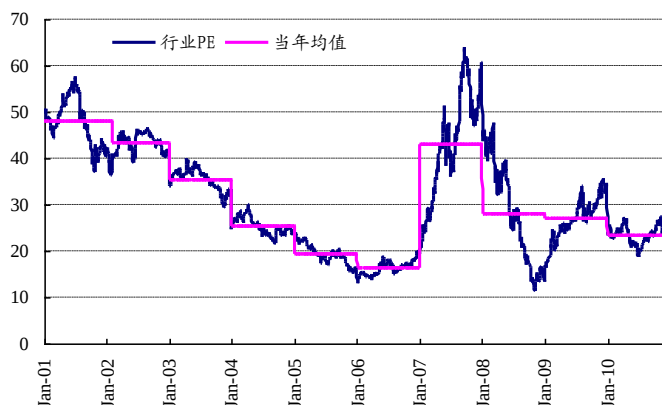
图表 25：造纸行业指数与行业 PB 之间关系



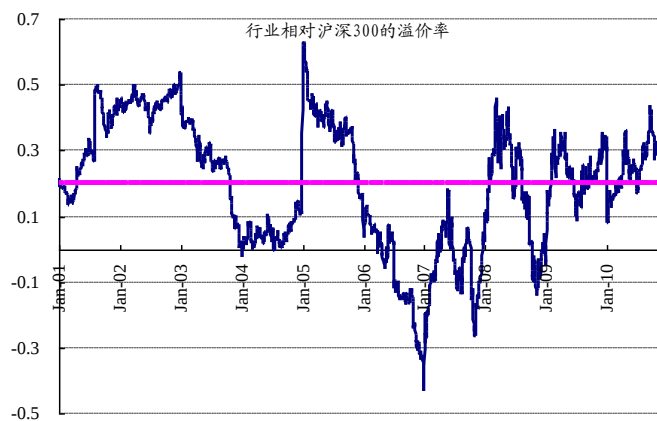
数据来源：WIND，国都证券研究所

从行业历史 PE（剔除了亏损股）来看，01-06 年行业处于估值下跌期，期间行业 PE 估值逐年下降，01 年行业 PE 为 48 倍，而到 2006 年行业平均 PE 仅有 16.3 倍，期间行业估值下跌了 66.0%。受整个市场转好影响，07 年行业平均估值上升至 43.1 倍，比 01 年依旧低 10.2%。08 年随着国际金融危机的到来，不仅行业盈利大幅下降，同时行业估值也出现了大幅下降，2008 年、2009 年平均 PE 分别为 28.1 倍、27.1 倍，到 2010 年行业平均 PE 为 23.5 倍。09 年以来行业指数涨幅明显高于估值的提升，主要受益于行业盈利的大幅好转。

图表 26：行业历史 PE 估值一览



图表 27：行业 PE 估值相对沪深 300 溢价率一览



数据来源：WIND，国都证券研究所

从行业 PE 相对沪深 300 的溢价率来看，目前行业溢价率为 29%，历史平均水平为 20%，目前行业相对沪深 300 溢价率略显偏高，但是与历史高点 60%左右的水平仍有非常大的差距。

综合近年来行业 PE 估值的发展趋势，我们认为 2010 年行业整体估值水平大幅反弹的可能性不大，行业 PE 估值维持在 22-27 倍之间可能性较大。

6.2 投资策略

从金融危机开始，行业盈利的波动性明显加强，行业经济周期明显缩短，不确定性明显增大。2010 年一季度行业受成本推动以及较好的下游需求拉动，行业景气度处于高位，随着二季度国内木浆价格暴跌，纸价也随之大幅下降，纸价下跌相对滞后，导致对业绩影响集中在三季度，整个三季度行业毛利率环比大幅下跌，成为仅好于经济危机期间的一个季度。8 月开始纸价又开始企稳回升，目前来看以废纸为原料品种涨幅相对较大，而以木浆为原料的品种涨幅相对较小。整体来看，行业四季度盈利好转趋势明显，再加上四季度作为消费旺季也将拉动纸及纸板消费。

未来需求将成为行业盈利的决定性因素。展望 2011 年，我们认为纸及纸板需求仍将有 10%左右增长，纸价平均水平可能会有今年基本持平，行业毛利率水平将难有较大提升空间，依然保持在 18-20%，行业盈利增长主要依靠新的产销增量以及成本费用方面的控制。综合考虑，维持行业“推荐-A”的投资评级。

上市公司方面：我们建议关注四类公司：（1）明年有产能增量的绩优蓝筹公司：太阳纸业、晨鸣纸业、华泰股份；（2）国内林浆纸一体化进程最快的岳阳纸业；（3）更换大股东后公司进入成长期的冠豪高新；（4）近期上市且为 A 股首家生活用纸企业中顺洁柔。建议重点关注：太阳纸业、岳阳纸业、中顺洁柔。

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 $\pm 5\%$ 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	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com