

2011年造纸行业投资策略：行业整合与升级，政策引领持续前行

评级

看好

年度策略报告

分析师：倪爽

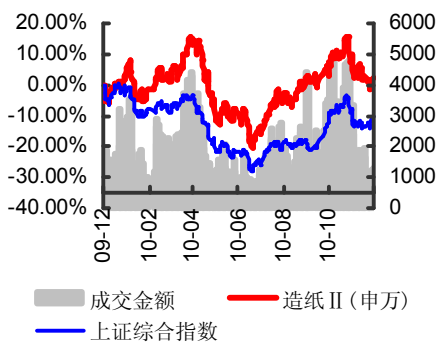
证书编号：S1190210070003

电话：010-8832 1715

Email: nishuang@tpyzq.com.cn

kumiko_aso@hotmail.com

近一年板块涨幅



报告摘要：

- ◆ **宏观经济回暖，2010年行业达到景气高点。**受益于宏观经济的回暖，造纸包装行业企业普遍利润大幅提升，行业走向景气高点，未来行业整体产销量与收入仍将持续增长，但随着经济增速放缓，通胀压力增加，行业企业利润增速也将放缓。
- ◆ **行业整合、结构升级是未来造纸行业发展主线。**我国造纸行业经过多年发展已取得长足进步，业已成为世界第一大造纸国，且总产量仍在不断扩大，行业已经进入了供过于求的时代。但同时也暴露出很多问题：行业集中度过低，大型企业仅占12%；国内林地不足，原材料对外依存度较高，每年近半数原材料需依靠进口；行业整体污染严重，资源利用率不足，以每年1%的工业总产值贡献，却消耗了全国近10%的工业用水量，排放了近20%的工业废水和超过30%的COD。近年国家颁布多项节能减排、规范行业发展的政策，行业整合与升级已成造纸行业未来发展的主线。随着进入“十二五”，更多的相关政策将持续跟进，通过不断提高环保标准、对低污染低耗能企业给予优惠、完善各项配套措施等方式，造纸行业将实现整合与升级，企业竞争力与盈利能力也将进一步提高。
- ◆ **人民币升值利好造纸企业。**由于我国造纸行业每年需大量进口原材料，而出口量很少，原料在外市场在的特点决定了造纸行业成为了当前为数不多的将受益于人民币升值概念的行业。预计未来国际木浆与废纸价格仍会维持高位并持续上涨，人民币的升值将覆盖部分进口原材料涨价所带来的成本上涨，为企业带来实质性利好。
- ◆ **通胀环境下，产业链完整的林纸一体化企业将直接受益。**林纸一体化是造纸行业发展的必由之路，拥有林地的造纸企业将获得原材料保障以及来自上游产业的额外收益。随着木浆价格的回升，明显出现了国内浆替代进口浆的情况，国内造浆企业利润明显快速回升，而同时单纯的造纸企业则利润增速较慢。随着全球进入大通胀周期，产业链完整的林纸一体化企业一方面可降低原材料价格上涨带来的不利影响，同时可在终端产品价格上涨中获益。
- ◆ **包装行业仍将快速发展。**纸包装由于其易加工、易保存、易运输、易印刷及可回收等特点愈来愈受到青睐，作为“绿色包装”正在逐步替代塑料、金属、玻璃等包装材料。下游电子通讯、家电、食品、医药、日化、纺织、烟酒等行业的快速发展，使得纸包装行业市场规模迅速扩大，行业发展前景非常值得期待。
- ◆ **对造纸包装行业给予“看好”评级：**2011年造纸行业将在整合与升级中获得新的发展动力与机会。其中永新股份（002014）、太阳纸业（002078）、合兴包装（002228）、美盈森（002303）、岳阳纸业（600963）及博汇纸业（600966）值得重点关注。

目录

一、 2010 年行业全面复苏	5
(一) 经济复苏, 行业效益全面提升	5
(二) 下半年行业增速放缓	6
二、 造纸行业现状	6
(一) 行业高速发展	6
(二) 原材料对外依存度较高	8
(三) 不同纸种产生结构性差异	10
(四) 环境污染较严重	11
三、 2011 年投资策略与重点公司	12
(一) 紧跟政策, 行业整合与升级带来投资机会	12
(二) 人民币升值, 降低进口成本	13
(三) 林纸一体化, 通胀下将明显受益	14
(四) 纸包装行业将保持快速发展	16
(五) 重点公司	18
四、 风险提示	19

图表目录

图表 1: 全国纸及纸板产量及增速	5
图表 2: 造纸行业收入与利润及增速	5
图表 3: 机制纸及纸板单月产量与增速	6
图表 4: 行业数据与 GDP 相关	7
图表 5: 行业产销量及其增速	7
图表 6: 国内造纸业原材料占比	8
图表 7: 国际木浆价格	9
图表 8: 国际废纸价格	9
图表 9: 主要纸种产销量及其增速	10
图表 10: 造纸行业进出口量及增速	13
图表 11: NBSK 美元与人民币标价指数	14
图表 12: 国产、进口纸浆量及其增速	15
图表 13: 包装下游产品产量增速	16
图表 14: 包装用纸产量占比	17
图表 15: 主要纸种销量增速	17
图表 16: 纸箱产量快速增加	18
图表 17: 重点公司盈利预测	19

前言

对于 2011 年的轻工造纸行业策略，我们将遵循以下逻辑：

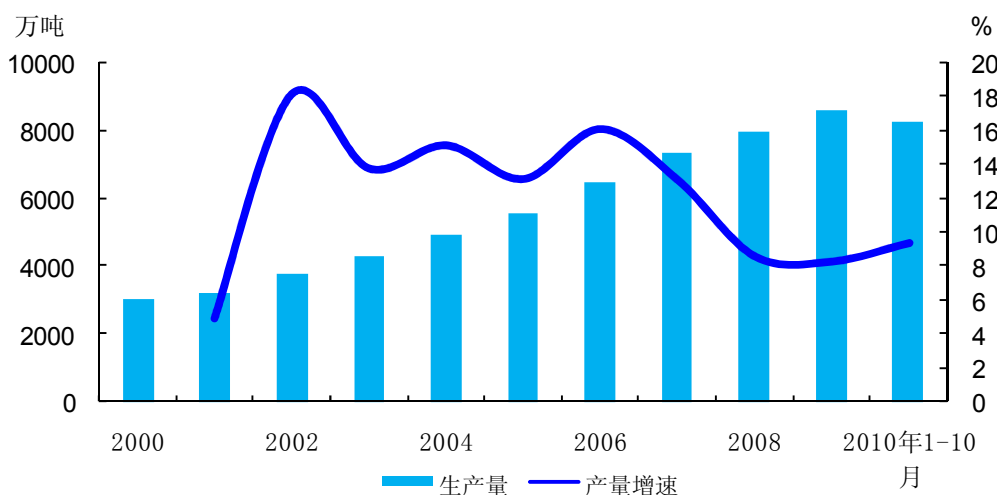
- 1、2010 年受益于宏观经济的回暖，轻工造纸行业企业普遍利润大幅提升，行业走向景气高点，未来行业整体产销量与收入仍将持续增长，但随着经济增速放缓，通胀压力增加，行业企业利润增速也将放缓。
- 2、产业升级是行业发展的必然趋势，行业集中度将不断提高，节能减排与低碳环保概念则在其中扮演越来越重要的角色，相关国家政策有望不断跟进，2011 年行业将在整合与升级中获得新的发展与投资机会。
- 3、全球将进入大通胀周期，人民币升值有利于造纸企业降低进口原材料成本。产业链完整，对上游原材料控制力强的林纸一体化企业，将在通胀中获得额外收益。
- 4、包装行业仍将维持快速增长，包装用纸及其他相关包装材料子行业发展迅速。

一、2010 年行业全面复苏

(一) 经济复苏，行业效益全面提升

随着宏观经济的回暖，下游需求明显恢复，促使产销量增加，2010 年前 10 个月全国纸及纸板生产产量 8302.16 万吨，同比增长 9.36%。

图表 1：全国纸及纸板产量及增速

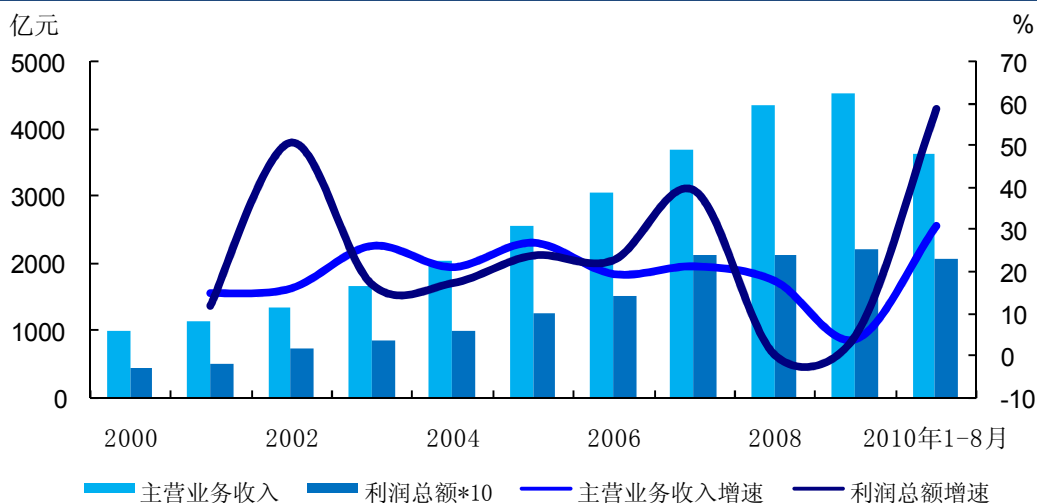


资料来源：中国造纸协会 wind 太平洋证券

注：其中 2010 年 1-10 月产量增速是与 09 年同期相比

同时，需求增加带动了产品价格的回升，行业收入与利润也实现了大幅增长。2010 年前 8 个月，全国规模以上造纸企业实现主营业务收入约 3162.83 亿元，同比增长 30.74%，实现利润总额 205.65 亿元，同比增长 58.43%，综合毛利率达 14.17%，同比提高 0.27 个百分点。

图表 2：造纸行业收入与利润及增速



资料来源：中国造纸协会 wind 太平洋证券

注：其中 2010 年 1-8 月收入与利润增速是与 09 年同期相比

其中造纸行业 22 家 A 股上市公司，今年前三季度共实现营业收入 476.54 亿元，同比增长 27.05%；实现归属母公司净利润 18.32 亿元，同比增加 55.19%，加权平均毛利率达到 17.63%，同比增长 0.76 个百分点。

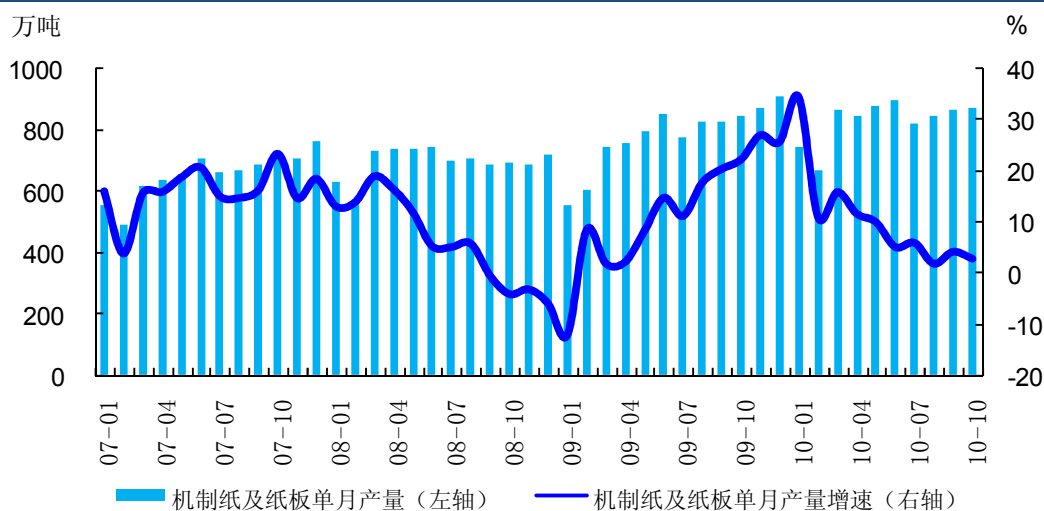
金融危机后，随着宏观经济的整体向好，造纸行业下游恢复，出现量价齐升的良好局面，预计 2010 年全年，造纸包装行业与优势企业将实现业绩的快速扩张。

（二）下半年行业增速放缓

虽然行业仍将在全年实现快速增长，但去年下半年起产销量已经开始恢复，基数变大，且由于经济回暖后下游企业大规模备货，目前库存较为充足，需求下降，共同导致目前产量增速大幅回落，且绝对量有所下降。

2010 年 10 月，全国机制纸及纸板产量 869.80 万吨，同比增加 2.91 个百分点，同比回落 19.30 个百分点，且单月产量较去年底与今年上半年的高点均有所下降。预计未来行业各项效益指标虽仍可维持在较高水平，但增速将有所放缓。

图表 3： 机制纸及纸板单月产量与增速



资料来源：wind 太平洋证券

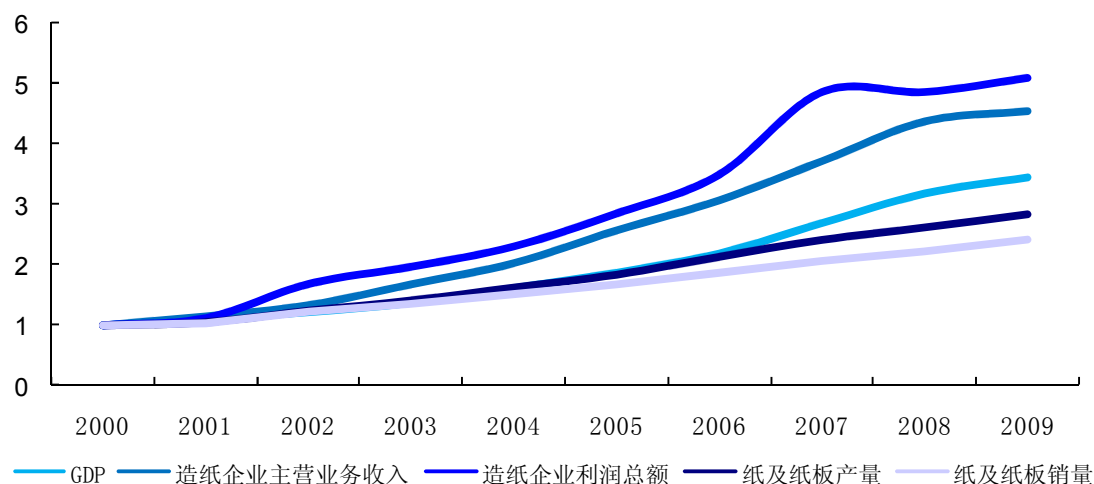
二、造纸行业现状

（一）行业高速发展

造纸行业是与 GDP 高度相关的产业，经济发展促进下游需求增加，引发产销量扩大，进而带动收入与利润的提升。其中利润增速高于收入增速，标志着行业经营水平的不断提高；产量增速略

高于销量增速，一方面体现出行业的快速发展，但同时也导致了行业呈现出供略大于求的现状。

图表 4：行业数据与 GDP 相关

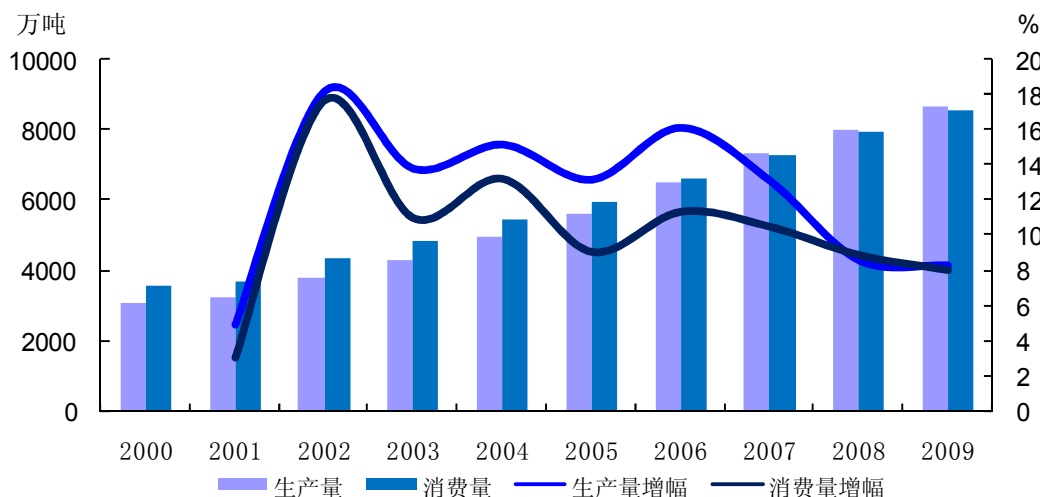


资料来源：中国造纸协会 wind 太平洋证券

注：以 2000 年数据为基期指数化

目前我国已成为世界第一大造纸国，2009 年全年纸及纸板产量达到 8640 万吨，过去 5 年的复合增长率达到 11.78%，消费量为 8569 万吨，过去 5 年的复合增长率为 9.52%，略低于产量增速。2007 年时，全国机制纸及纸板生产量已首次超过消费量，出口量也首次超过进口量，行业由供不应求逐步转变为供过于求。今年前 10 个月机制纸及纸板产量已达到 8302.16 万吨，其中 10 月当月产量 869.80 万吨，相较 09 年全年 8640 万吨的产量，今年总产量仍将有大幅增长。

图表 5：行业产销量及其增速



资料来源：中国造纸协会 太平洋证券

但综合图 2、3、4 可看出，受益于宏观经济的良好发展，07 年造纸行业实现了利润的高速增长。

但随着产能的快速增长,以及随之而来的经济危机,共同导致了需求与产量增速的大幅下降,行业利润水平也快速下滑。

此外,虽然我国造纸行业经过多年发展,总产能产量已经十分巨大,但行业集中度仍然较低,缺少具国际竞争力的大型企业。截止 2009 年,全国规模以上造纸企业 3686 家,产量 8640 万吨。但产量超过 100 万吨的企业仅有 8 家,仅占总产量的 24.98%,而按照我国大、中、小型企业划分标准,大中型造纸企业有 425 家占 11.53%,小型企业则占 88.47%。

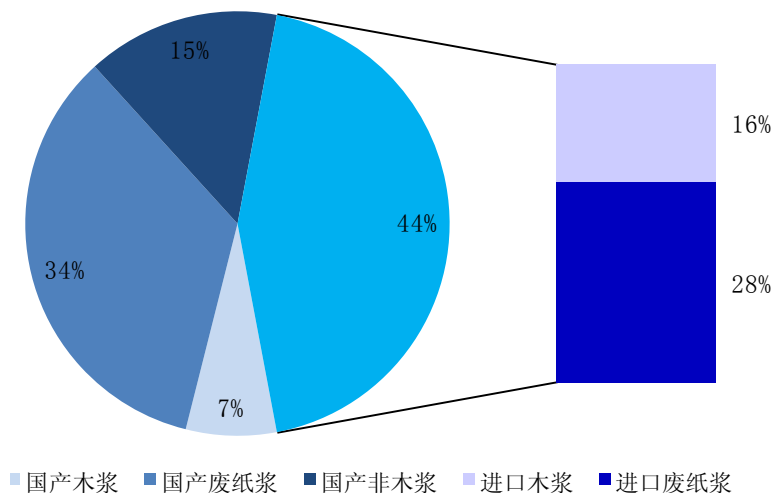
宏观经济增长带动造纸行业需求的不断增长,但同时也引发了产能的扩张,供过于求的市场环境将导致行业利润增速放缓。因此片面的提高产能、扩大产量只会使行业进一步陷入困境,结构升级与整合是未来造纸行业持续发展的必然道路。

(二) 原材料对外依存度较高

木浆与废纸是造纸行业主要的原材料,国外大型造纸企业一般都直接控制或者靠近原料林,原材料自给率很高,但我国由于林地不足的特点,需依靠大量进口原材料。

2009 年,我国共进口木浆及废纸共 4117 万吨,用汇 106.32 亿美元,在全国消耗的纸浆中进口纸浆占比达 44%,同比增长 5 个百分点,原材料对进口依存度仍在不断扩大。

图表 6: 国内造纸业原材料占比

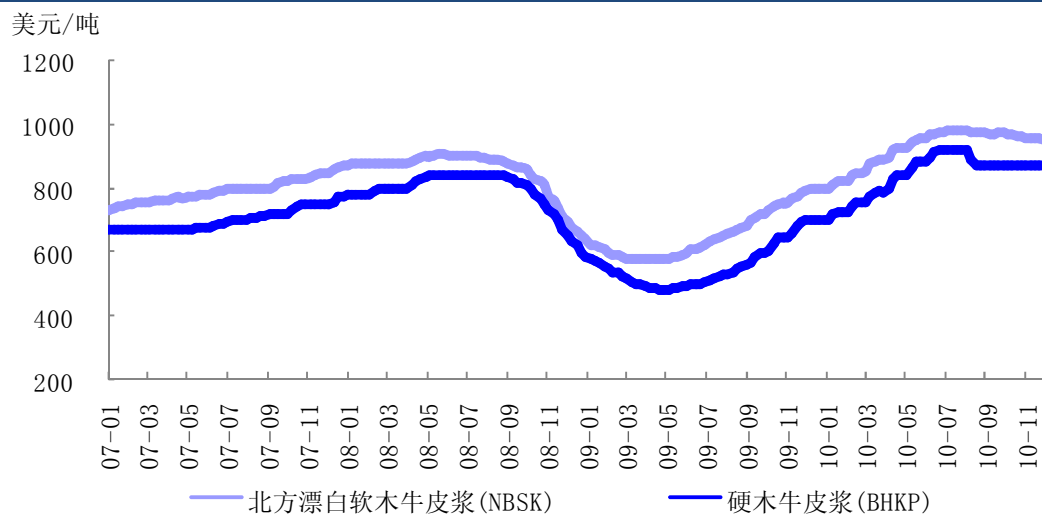


资料来源: 中国造纸协会 太平洋证券

由于林地不足的现状无法在短期内改变,我国造纸行业在未来一段时间内仍需依靠进口来维持原材料供应,因此国际木浆、废纸价格对行业生产、利润影响很大。

2010 年 11 月 30 日欧洲市场北方漂白软木牛皮浆美元报价为 953.29 美元/吨,同比上涨 20.52%;硬木牛皮浆美元报价为 869.99 美元/吨,同比上涨 24.53%。虽然价格较前期高点有小幅回落,但依然位于高位。

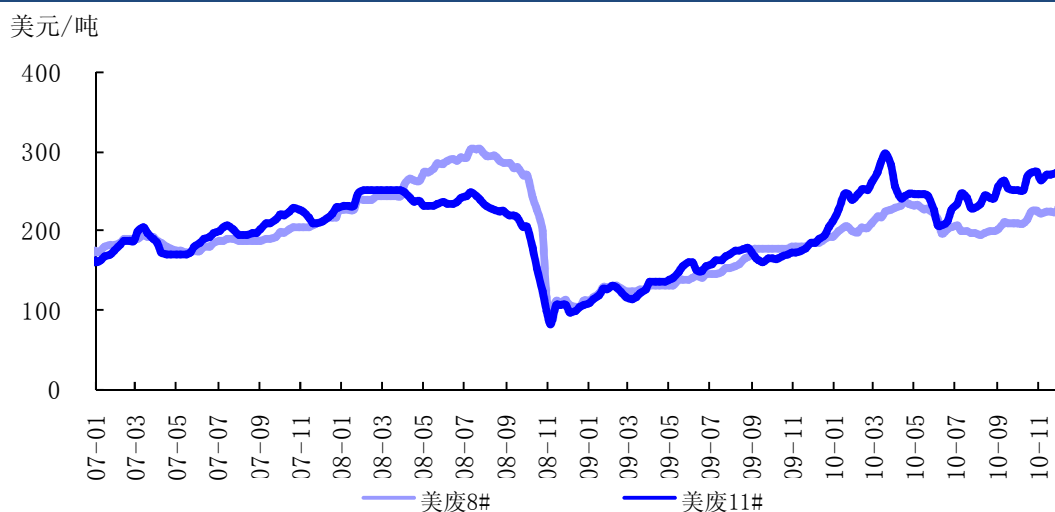
图表 7: 国际木浆价格



资料来源: wind 太平洋证券

2010年12月3日美废8#每吨236美元,同比上涨26.88%;美废11#每吨279美元,同比上涨50.81%。废纸价格经过前期回调再次震荡上涨。

图表 8: 国际废纸价格



资料来源: wind 太平洋证券

由于全球纸及纸制品产量不断增长,拉动上游原材料需求,推动了木浆及废纸价格不断上涨,预计随着经济危机的影响逐步消退,全球经济回暖,纸及纸制品需求进一步扩大,木浆及废纸的需求量也会继续增加。而其作为资源性产品,供给短期内难以大幅增加,所以国际木浆及废纸价格整体仍将维持高位,乃至进一步上涨。而美元贬值还可能进一步导致美元标价的原材料价格上涨。

(三) 不同纸种产生结构性差异

目前我国主要纸及纸板分为：新闻纸、未涂布印刷书写纸、涂布印刷纸、生活用纸、包装用纸、白纸板、箱板纸、瓦楞原纸、特种纸及纸板和其他纸及纸板 10 大类，由于不同纸种本身效果、用途不同，其市场前景、供需状况、盈利能力也有所不同，产生了结构性差异。

图表 9：主要纸种产销量及其增速

单位：万吨	生产量	同比增长%	消费量	同比增长%
新闻纸	480	4.35	461	8.22
未涂布印刷书写纸	1510	7.86	1497	8.09
涂布印刷纸	590	7.27	463	-0.86
生活用纸	580	5.45	529	5.17
包装用纸	575	2.68	587	3.16
白纸板	1150	2.68	1160	2.56
箱板纸	1730	13.07	1809	12.71
瓦楞纸	1715	12.83	1758	13.27
特种纸及纸板	150	7.14	114	0
其他纸及纸板	160	6.67	161	5.23

资料来源：wind 太平洋证券

主要纸种中，新闻纸主要用于报刊的印刷，09 年生产 480 万吨，同比增长 4.35%，约占全部纸及纸板产量的 5%，消费量 461 万吨，同比增长 8.22%。由于新闻纸具有较强的消费属性，需求量维持稳定增长，但由于近年产能扩张较大，市场呈现供过于求的不利状况。今年前 10 个月，新闻纸生产 367.13 万吨，同比下降 7.47%，预计随着未来新增产能的投产，以及网络对于新闻报业的冲击，新闻纸盈利能力难以有明显提升。

文化纸作为书籍杂志印刷的主要用纸，产销量较大，09 年生产 1510 万吨，同比增长 7.86%，约占全部纸及纸板产量的 17%，消费 1497 万吨，同比增长 8.09%。由于文化纸也具有较强的消费性，每年保持较稳定的增速，因此随着产能的扩张也呈现出了供大于求的态势。但我国文化纸中仍有很多是以草浆为原材料，是节能减排淘汰落后产能的重点对象，因此随着落后产能的关停，有助于行业整合，利于优势企业获得新的市场，提升盈利能力。长期看来，文化纸将持续受到节能减排淘汰落后产能的利好影响，一方面是直接的淘汰产能，降低供给，改善市场环境；另一方面，随着产品的升级，国内文化纸的质量将普遍提高，其整体毛利率也有望进一步提升，高档双胶纸的需求量也将进一步增大。

铜版纸作为高档印刷用纸，总生产规模并不大，09 年生产 500 万吨，同比增长 8.70%，占纸及纸板总产量的 5% 不到，消费量 399 万吨，同比减少 0.5%。铜版纸成本较高，属于高档印刷用纸，其下游广告及高档杂志使用量较大，受经济影响较大。由于铜版纸毛利率较高，近年产能扩张迅速，导致行业出现了明显的供过于求。此外铜版纸作为我国各纸品中出口量最大的产品，受国际市场影响也较大，2009 年我国铜版纸出口 132 万吨，占铜版纸总产量的 26.40%，但今年以来，美国、欧盟等国家和地区先后宣布对我国出口铜版纸征收不等的高额反倾销关税，可能导致部分产品转入国内市场。综合产能集中投放与出口遭遇高额反倾销税的原因，明年国内铜版纸市场预

计将会比较艰难。但铜版纸未来市场需求依然广阔，随着整体经济回暖，未来铜版纸仍有较大发展。

生活用纸主要为卫生纸与餐巾纸，消费属性明显，需求增长比较稳定。2009 年生活用纸生产量 580 万吨，同比增长 5.45%，约占纸及纸板总产量的 6%，消费量 529 万吨，同比增长 5.17%。生活用纸由于其品质较高，直接面向终端，因此盈利能力较好，且随着居民收入水平的提升，预计生活用纸未来需求广阔。

白卡纸主要用于包装，受经济周期影响较大，下游行业的发展直接影响白卡纸的需求。2009 年全国白卡纸生产 1100 万吨，同比增长 2.80%，占纸及纸板产量的近 14%，消费量 1110 万吨，同比增长 2.68%。预计未来可能出现产能的集中投放会在短期内影响市场环境，但随着宏观经济恢复，产品需求量将快速增加，白卡纸未来仍具有较好的发展前景。

箱板纸与瓦楞纸多用于制作纸箱，是重要的包装材料。2009 年全国生产箱板纸与瓦楞纸共 3445 万吨，同比增长 12.95%，占全部纸及纸板产量的近 43%，消费量 3567 万吨，同比增长 12.99%，面对经济危机，箱板纸与瓦楞纸的消费量仍然保持了较高的增长速度。由于下游需求较大，而箱板纸和瓦楞纸市场本身过于分散，虽然总产能较大，但仍可维持行业的正常运转，尤其龙头企业对市场控制力强，箱板纸与瓦楞纸市场，未来仍有良好的成长空间。

（四）环境污染较严重

我国造纸行业虽经多年发展，但由于技术落后，市场分散，片面强调 GDP 增长等原因，至今仍是重点的污染与耗能大户。2008 年造纸行业以占全国不到 1% 的工业总产值，消耗了全国工业总水量的近 10%，生产了近 20% 的工业废水排放量和超过 30% 的 COD 排放量。

为此国家连续出台政策，不断提高环保标准与准入门槛，坚决关停高污染，高耗能，排放不达标的落后产能。今年 5 月 5 日，国务院公布《关于进一步加大工作力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知》，将从 14 个方面进一步加大工作力度，确保“十一五”实现单位国内生产总值能耗降低 20% 左右的目标。5 月 27 日，工信部向各地下达今年 18 个行业淘汰落后产能的目标任务，与 5 月初国务院的《通知》要求相比大幅提高，而 18 个行业中，淘汰目标增幅最高的便是造纸行业，下达的淘汰任务是 432 万吨，比《通知》要求的 53 万吨增加 715%。这是继 2007 年 6 月，国务院制定《节能减排综合性工作方案》，明确提出“十一五”期间将关闭近 650 万吨造纸落后产能后，再次明确提出大幅淘汰造纸落后产能。9 月 17 日发改委再次发布《关于进一步做好当前节能减排工作的紧急通知》，对当前节能减排工作提出五项要求。包括加大结构调整力度，坚定不移地推进淘汰落后产能工作，确保 9 月底前完成淘汰落后产能任务等。可见坚决贯彻节能减排决心之大，力度之强，也从一个侧面反映出了全面规范，健康发展造纸行业的迫切现状。

造成我国造纸行业现状的原因很多，其中行业集中度低，充斥着大量工艺简单、设备落后、缺乏污染治理能力的“小造纸”企业是最主要原因。其次由于我国森林覆盖率低的历史原因，污染严重、难以回收的草浆仍作为许多企业生产的原材料，也是导致国内造纸行业污染严重的另一原因。

因此国家连续出台的行业规范与节能减排政策均指向了这两大顽疾，未来淘汰落后产能，实现行

业整合与产业升级是我国造纸行业发展的必然方向。国家政策法规、行业自律规定均将为保障这一目标的实现而持续出台。这也将成为未来造纸行业的发展与投资主线。

三、2011 年投资策略与重点公司

2011 年的造纸行业不同于今年，今年经济回暖就为行业带来了大规模的效益提升，但随着基数变大、预期增速放缓、通货膨胀等因素，造纸行业整体盈利水平增速将放缓，但随之而来的是进入“十二五”后，新的政策与规划所带来的新题材。造纸行业作为传统高污染高耗能行业，正面临着全面的行业整合与升级，投资机会也来自其中。2011 年应重点关注：行业整合升级与配套政策、人民币升值降低进口成本、通胀下林纸一体化企业将获得额外收益、以及包装行业的快速增长四大投资主题。我们仍然维持对 2011 年造纸包装板块的“看好”评级。

（一）紧跟政策，行业整合与升级带来投资机会

行业整合、产业升级将是未来行业发展的主线，国家相关政策与规定的出台，可能直接或间接对行业盈利能力产生影响。根据现有经验，相关政策规定可能有以下几种形式：

进一步跟进节能减排淘汰落后产能政策：节能减排不仅有助于降低污染，同时还有助于提高产业集中度，规范行业持续健康发展。目前我国已成为世界第一大造纸国，年造纸量达 8640 万吨，随着经济转型的深化，想要继续发展仅依靠扩大产能已不现实，产业升级、技术创新才是行业进一步发展的动力。预计未来节能减排淘汰落后产能的政策会持续跟进，且会不断提高标准，草浆及以草浆为原材料的文化纸仍将是主要对象。

上游原材料保障、奖励政策：改变国内现有的林地资源不足的现状，造纸企业实现林浆纸一体化也是从根本上改变我国造纸行业现状的必然途径之一。实现林浆纸一体化，有助于企业提高原材料控制力，规避国际木浆价格波动的风险，降低生产成本，还可通过出售木材与木浆获得额外收益，是造纸企业提升竞争力增加效益的重要途径。在《林业产业振兴规划》中，国家明确提出大力发展林业产业，加大资金扶持力度，减轻林木生产、经营者负担，扩大信贷扶持，完善各项保障政策。从林权体制改革到各地相继建立林地产权交易所，再到降低征收育林基金等措施均反映出国家对营林育林企业的政策不断倾斜，实行林纸一体化的企业已经，并且将会得到更多保障与优惠。

环保治理、废物利用补贴：对于行业内有效减少资源浪费、废物利用，同时实现减少污染的，国家有望给予更多奖励与补贴。

CDM 与其他排污指标交易：污染企业需有排污指标才可进行生产排放，排放少的企业可以出售排放指标给指标不足的企业，这种模式早已在发达国家实行，而在我国由于交易渠道不畅，缺乏监管等问题，至今仍效果不明显。随着国家加大节能减排力度，排污指标交易必将进一步规范，为拥有良好治污能力的企业带来额外收益，同时，另一方面也将限制排污量过大，或缺少排污指标的企业扩大产能，利于行业集中度的提高。

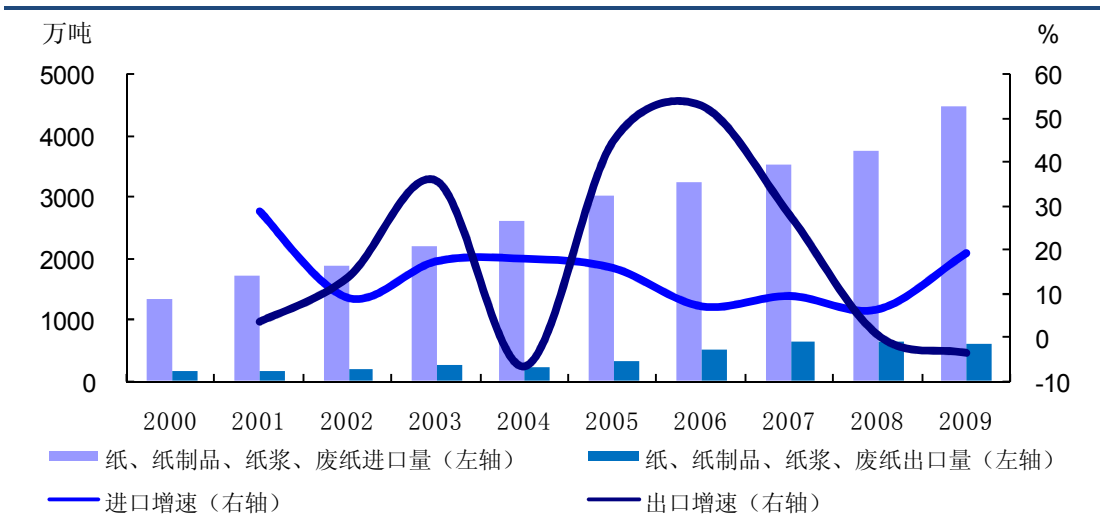
高污染高排放的造纸行业预计未来将受到政策影响较大，进一步淘汰落后产能，提升行业集中度；

鼓励企业向上游发展，建成林纸一体化的大型林浆纸企业；降低污染、减少耗能，提高资源、能源利用率；提高产品质量，实现技术创新、结构升级都是符合我国造纸行业现状及未来发展趋势的必要过程，既有利于提高企业竞争力，培育具国际竞争力的大型造纸企业，又符合环保低碳的环境要求，同时也是造纸产业规划的布局要求。因此，我们预计未来会有更多相关政策的出台，带来更多的投资机会。

（二）人民币升值，降低进口成本

2009 年，我国出口纸及纸板、纸浆、废纸和纸制品合计 608.7 万吨，同比减少 2.02%；进口纸及纸板、纸浆、废纸和纸制品合计 4467 吨，同比增长 19.15%。进口量远远高于出口量，其中进口主要为木浆废纸等原材料，占进口总量的 92.16%。

图表 10：造纸行业进出口量及增速



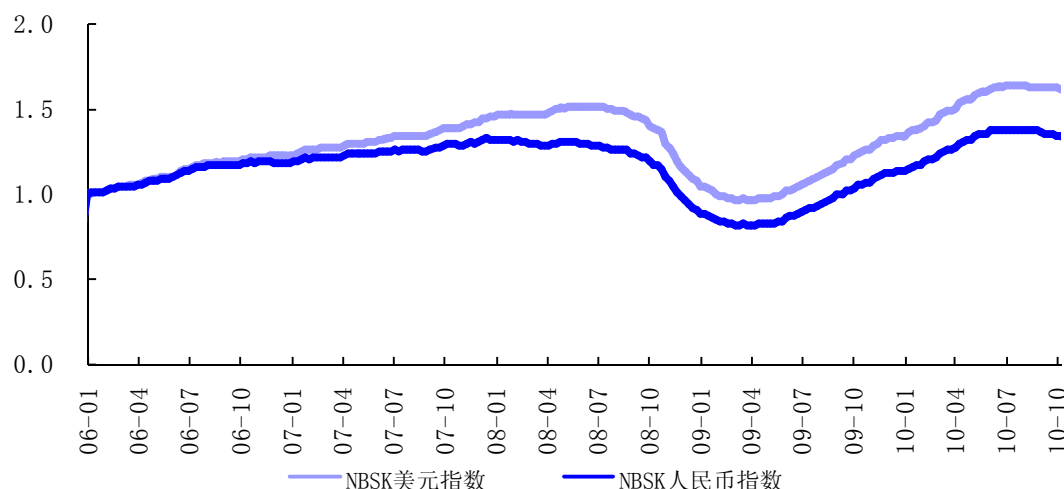
资料来源：中国造纸协会 太平洋证券

由于我国造纸行业大量进口国际木浆与废纸，出口纸品极少，因此人民币的升值将覆盖部分进口原材料涨价所带来的成本上涨，而对出口造成的不良影响则十分有限。

自 2006 年初至今，根据欧洲市场 NBSK 美元标价与当日美元兑人民币汇率中间价折算的人民币标价 NBSK 价格涨幅为 31.74%，足足较美元标价 NBSK 在这 4 年间 59.25% 的涨幅，低了 27.51 个百分点。

假设人民币兑美元继续升值 5%，则相当于进口 NBSK 将每吨节省 303.06 元人民币。此外，包括海运费、进口设备等，也将受益于人民币升值。我国造纸行业原料在外，市场在内的特点决定了造纸行业成为了当前为数不多的将受益于人民币升值概念的行业。

图表 11: NBSK 美元与人民币标价指数



资料来源: wind 太平洋证券

(三) 林纸一体化将在通胀下明显受益

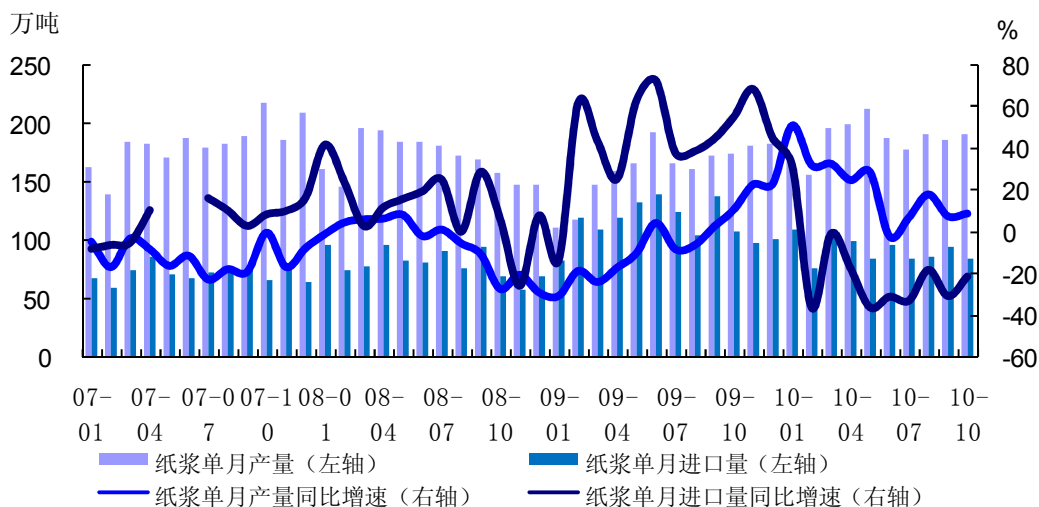
经济危机过后,美国选择“量化宽松货币政策”挽救危机,引发美元贬值及新兴市场国家出现不同程度的通货膨胀,预计我国乃至整个世界未来一段时间内都处于通胀的大周期内。通胀引发原材料价格上涨,增加企业生产成本,此外物价的整体上涨又会降低下游需求,对企业、居民的正常生产生活产生不利影响。

我们认为拥有较完整产业链的企业,由于其一方面可通过对上游的控制力降低原材料价格上涨带来的不利影响,另一方面还有望享受物价整体上涨所带来的产品价格上升的收益。因此,实现林浆纸一体化的造纸企业将在通胀周期中降低损失,甚至获得额外收益。

原材料价格上涨,国内造浆业利润快速回升

随着宏观经济回暖,纸及纸制品产量需求回升,木浆价格也快速上涨。一方面导致进口浆价格上涨,另一方面也使得国内浆价回升,而由于国产浆仍具有价格优势,国产浆产量明显增加,替代进口量。2010年前10个月,我国纸浆产量1854.57万吨,同比增长18.75%,其中10月当月生产189.3万吨,同比增长8.73%,预计全年产量必将超过去年;同时前10个月,进口纸浆914万吨,同比减少21.81%,10月当月进口84万吨,同比减少21.50%,预计全年进口量将少于去年。今年前10个月国产纸浆占国产与进口纸浆总量的66.99%,远高于去年同期9.79个百分点。

图表 12: 国产、进口纸浆量及其增速



国产浆替代进口浆，出现量价齐升的大好局面，也促使国内造浆行业盈利能力迅速提升，今年前 8 个月，全国纸浆制造业实现销售收入 223.60 亿元，同比增长 46.95%；利润总额 16.38 亿元，扭亏为盈；毛利率达到 16.19%，同比提高 9.14 个百分点。

而与此同时，今年前 10 个月，国内造纸企业收入增速为 30.74%，低于造浆业收入增速 16.21 个百分点；毛利率为 13.33%，不到 1% 的增速与绝对量均低于造浆行业。由此可见，原材料价格的大幅上涨不利于单纯造纸企业盈利能力的提升，而拥有自制浆能力的企业则盈利能力将提升明显。

林纸一体化已成为国内造纸业发展趋势

当前相较于世界主要大型造纸企业都拥有或者控制着属于自己的原料林，我国造纸企业每年仍有半数木浆需依靠进口，无法突破原材料瓶颈，受制于人。而受到国际木浆价格上涨与海运费上涨的影响，原材料成本不断提升，企业利润受到挤压，林纸一体化已成为我国造纸行业发展的必然趋势。

为解决原材料短缺问题，2001 年 2 月，原国家计委、财政部、国家林业局联合发布了《关于加快造纸工业原料林基地建设若干意见的通知》，林纸一体化开始在我国逐步发展。而 2007 年 10 月国家发改委在《造纸产业发展规划》中再次明确强调，要实施“林浆纸一体化”政策，鼓励国内造纸企业大力营造人工速生丰产林，逐步实现自给自足。2008 年 7 月国家全面推进林权体制改革，明确产权，为林业的进一步发展打下重要基础。2009 年 10 月《林业产业振兴规划》出台，明确我国未来 3 年林业发展目标，提出多项有力措施鼓励林业全面发展。林业政策的落实也为我国造纸业早日全面实现林纸一体化奠定了基础。

企业通过种植或合作经营及收购等多种形式获得原料林将可把产业链延伸至行业最顶端，一方面可以降低原材料成本，保证原材料供给，同时还可通过出售木材、木浆等多种形式获得额外利润。

尤其在林权体制改革与相应措施政策逐步推行后，营林风险被进一步降低，营林收益也更加明确，各种新的优惠政策也有望陆续出台。

除以上这些优势外，随着国内林木面积增加，国产木浆将拥有价格优势，企业在生产中选择更多木浆后会提升纸的品质，提升产品价格与竞争力，同时，更多的木浆造纸后产生的废液也较草浆废液更易处理，可有效降低污染。企业盈利能力的提升，节能减排的实现，行业的健康持续发展均基于林纸一体化一身。

（四）纸包装行业将保持快速发展

纸包装行业实际上是包装行业的一个子行业，除纸包装外，还包括塑料包装、金属包装与玻璃包装共 4 个主要的子行业。据世界包装组织统计，2005 年世界包装产业总规模已超过 4900 亿美元，预计未来年均增幅为 4.2%。虽然我国的包装行业起步较晚，但改革开放 20 多年来，我国包装产业总产值也以年均递增 18% 以上的速度持续快速发展，2005 年包装产业总产值为 4016.87 亿元，占当年 GDP 的比例由 80 年代初的 0.4% 上升到 2.4%，包装产业在我国国民经济 42 个主要行业中，从 80 年代初期第 41 位跃升到现在的第 14 位，成为我国国民经济发展的重要产业之一。

而其中纸包装由于其易加工、易保存、易运输、易印刷及可回收等特点愈来愈受到青睐，作为“绿色包装”正在逐步替代塑料、金属、玻璃等包装材料。截止 2007 年我国纸包装产量占全国包装行业 48.56%，产值占全国包装行业三分之一以上。

纸包装行业市场前景巨大

纸包装行业的下游包括电子通讯、家电、食品、医药、日化、纺织、烟酒等等，下游行业的快速发展，使得纸包装行业市场规模迅速扩大。此外，随着国家“家电下乡”，“医改”，“轻工业振兴规划”等多项政策的实施，均有利于下游产业的发展，将进一步扩大对纸包装材料的需求。

图表 13：包装下游产品产量增速

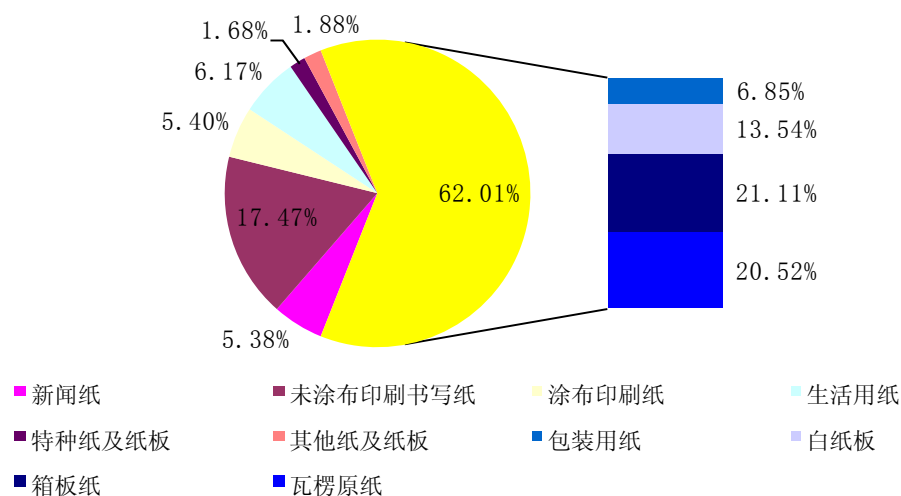
单位：%	糖果	糕点	乳制品	葡萄酒	卷烟	彩电	空调	冰箱	洗衣机	中成药
2002-2009年 复合增长率	17.72	25.01	54.23	18.77	3.13	9.87	14.63	20.98	17.50	17.18
2010年1-10月 同比增长率	22.59	51.75	10.90	19.88	3.80	15.48	35.29	27.17	28.39	14.47

资料来源：wind 太平洋证券

包装用纸市场环境较好

2009 我国年生产纸及纸板 8640 万吨，主要分为：新闻纸、未涂布印刷书写纸、涂布印刷纸、生活用纸、包装用纸、白纸板、箱板纸、瓦楞原纸、特种纸及纸板和其他纸及纸板 10 大类，其中包装用纸、白纸板、箱板纸和瓦楞原纸主要用于包装材料，总产量约 5314 万吨，占纸及纸板总产量的 62%。

图表 14: 包装用纸产量占比



资料来源: 中国造纸协会 太平洋证券

由于下游行业发展较快,使得包装用纸需求增速明显高于其他纸种,保证了市场的快速扩张。

图表 15: 主要纸种销量增速

单位: %	非包装用纸			包装用纸		
	铜版纸	新闻纸	未涂布书写纸	涂布白纸板	箱板纸	瓦楞原纸
2001-2009年销量复合增长率	9.36	12.01	10.68	16.07	16.18	11.90
2009年销量同比增长率	-0.50	8.22	8.09	2.68	12.71	13.27

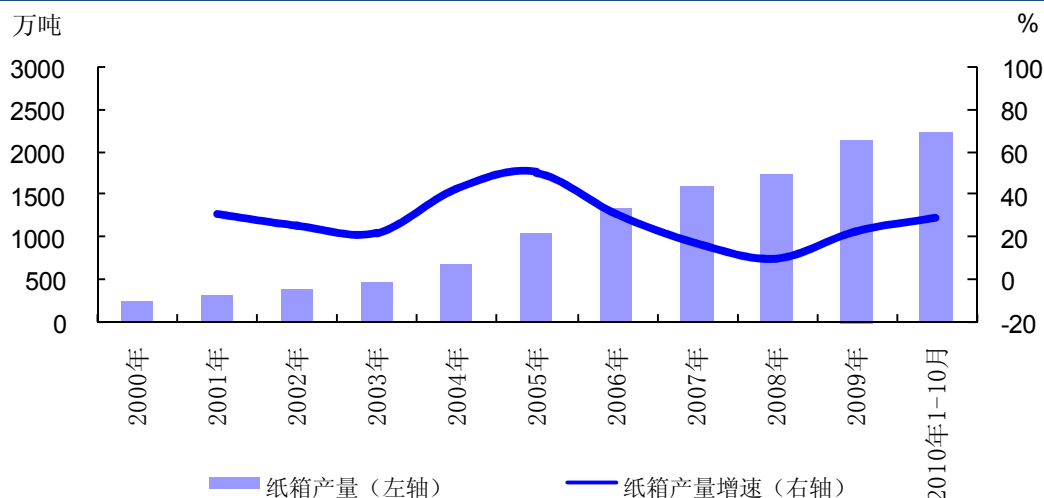
资料来源: 中国造纸协会 太平洋证券

纸箱产量快速增长

瓦楞纸箱是最主要的纸包装材料,按中国包装联合会的统计显示,中国瓦楞纸板产量连年猛增,1995年至2002年的7年间,平均每年净增10亿平方米,从70多亿平方米增加到148亿平方米,2003年至2005年的3年内增速加快,年均增幅达19.98%。瓦楞纸箱的发展速度则更加惊人,2000-2009年的9年中,纸箱的产量复合增长率则惊人的达到了27.55%,远高于GDP增速与12.27%的纸及纸板产量增速。

今年前10个月,全国纸箱产量2226.43万吨,同比增长29.32%,10月单月生产261.39万吨,同比增长34.81%。远高于同期纸及纸板前10个月9.36%和10月单月2.91%的产量增速。

图表 16: 纸箱产量快速增加



资料来源: wind 太平洋证券

注: 其中 2010 年 1-10 月产量增速是与 09 年同期相比

纸包装行业受益于下游巨大的市场空间, 产品需求来自于周期性与非周期性的多个行业, 且市场较为分散, 市场自身调节能力强, 对于宏观经济风险有较强的抵御能力。而环保与低碳的概念又为纸包装行业提供了新的增长动力。预计未来纸包装市场仍将维持较高的增长速度, 优质企业通过产能扩张、降低成本、提升产品质量与服务等方式有望获得较高的利润回报。

(五) 重点公司

根据 2011 年的主要投资要点, 我们重点推荐关注博汇纸业、太阳纸业、岳阳纸业、合兴包装、美盈森与永新股份 6 家公司。

太阳纸业 (002078) 与博汇纸业 (600966) 作为造纸行业龙头, 主营文化纸与白卡纸。其中文化纸有望持续受益于节能减排新政, 白卡纸作为高档包装用纸, 毛利率较高, 受益于下游行业快速发展, 未来市场前景依然良好。同时太阳纸业在老挝越南等地积极开发原料林, 不断向上游发展, 符合林纸一体化的发展趋势, 未来值得重点关注。

岳阳纸业 (600963) 主营产品为有望持续受益于节能减排的文化纸。公司最大的看点是拥有百余亩林地, 是国内最早实行, 且已完成林纸一体化的造纸企业。在大通胀周期内公司完整的产业链有助于公司减轻原材料价格上涨的压力, 同时可享受产品涨价的额外收益。同时央企中国诚通集团于今年入主, 公司也公布了未来林业发展规划, 有助于公司尽快发展为具有国际竞争力的大型浆纸公司, 十分值得关注。

合兴包装 (002228) 与美盈森 (002303) 是两家纸箱制造企业, 随着新增产能的逐步投产, 公司规模与业绩将有大幅提升。而生产塑料包装材料的永新股份 (002014) 也将受益于包装行业的快速发展, 实现快速扩张。

图表 17: 重点公司盈利预测

代码	名称	EPS				P/E				评级
		2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	
000488	晨鸣纸业	0.41	0.55	0.69	0.84	18.02	13.36	10.71	8.81	增持
002014	永新股份	0.72	0.83	0.99	1.34	28.86	25.04	20.99	15.51	买入
002067	景兴纸业	0.08	0.31	0.36	0.47	91.00	23.50	20.22	15.49	增持
002078	太阳纸业	0.95	0.70	0.84	1.00	12.89	17.60	14.58	12.25	买入
002228	合兴包装	0.35	0.36	0.60	0.85	45.60	43.82	26.60	18.78	买入
002303	美盈森	0.94	0.97	1.39	2.59	47.71	46.18	32.22	17.29	买入
600069	银鸽投资	0.10	0.11	0.20	0.16	60.20	54.88	30.56	37.25	增持
600308	华泰股份	1.91	0.33	0.65	1.00	5.28	30.55	15.44	10.08	增持
600963	岳阳纸业	0.14	0.31	0.49	0.55	87.64	39.58	25.04	22.31	买入
600966	博汇纸业	0.40	0.41	0.55	0.65	20.85	20.10	14.98	12.68	买入

资料来源: 太平洋证券

四、风险提示

宏观经济波动风险: 由于造纸行业与宏观经济高度相关, 因此宏观经济的波动可能会导致造纸及包装行业需求不足, 遭遇危机。

原材料价格波动的风险: 我国造纸行业对进口原材料依存度较大, 一旦国际木浆与废纸价格出现大幅波动, 将对国内造纸企业产生不利影响。

人民币升值不确定性的风险: 人民币升值将对造纸行业产生利好, 但人民币的升值存在其不确定性。

宏观政策不确定性的风险: 未来国家对于造纸行业发展的相关政策力度的不确定性。

市场波动风险: 证券市场的不确定性。

以上风险可能造成实际情况与文中内容产生偏差。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818

传真： (8610) 8832-1566

重要声明

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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询价。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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。