



证券研究报告·行业动态

人民币升值、过剩产能消化与 造纸板块价值提升

人民币升值进程加快，利好造纸行业

根据中信建投证券研究发展部宏观组测算，人民币在年内升值3%-5%是大概率事件。最近的很多信息显示，人民币升值进程有加快的迹象。我国造纸行业纤维原料的对外依存度高，所以，人民币升值会降低造纸企业的原料成本。

除部分纸种，造纸行业过剩产能消化殆尽

除少数纸种外，2010年各主要上市公司的产能利用率均达到90%以上。而且，生产商库存也显示，造纸行业现在处于供求平衡阶段。2011年供求依然基本平衡，除铜版纸外，各纸种产能利用率将不低于2010年。

人民币升值对造纸行业整体价值提升的测算

如果人民币升值3%-5%，造纸行业平均毛利率将提高7.6%-9.1%，平均净利率将提高11%-19%。在我们看好的造纸公司岳阳纸业（600963）、太阳纸业（002078）、晨鸣纸业（000488）中，升值对太阳纸业（002078）业绩提升最高：3-5%的升值幅度，将提升其业绩12.9%-21.2%。

鉴于造纸行业过剩产能已经基本消化，而且人民币升值成为大概率事件，上调造纸行业评级为增持。

轻工造纸

上调

增持

分析师：田东红

tiaandonghong@csc.com.cn

010-85130599

执业证书编号：S1440208040204

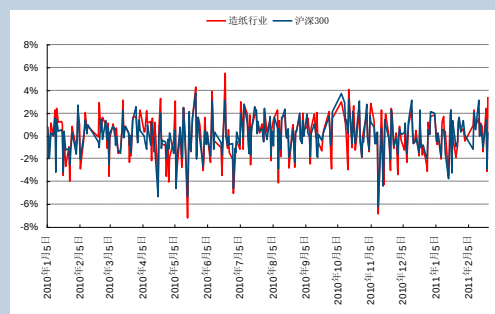
联系人：刘建中

liujianzhong@csc.com.cn

010-85136320

发布日期：2011年2月24日

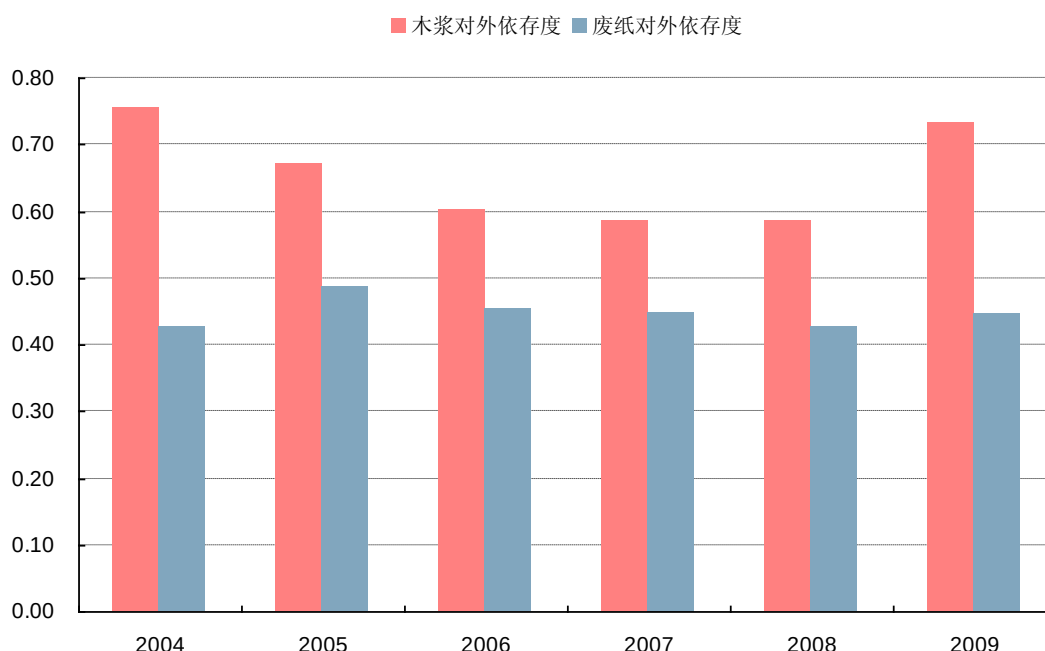
市场表现



正文

人民币升值进程加快，年内目标 3%-5%，利好造纸行业

根据中信建投证券研究发展部宏观组测算，人民币在年内升值 3%-5% 是大概率事件。而且，最近的很多信息显示，人民币升值进程有加快的迹象。我国造纸行业纤维原料的对外依存度高，所以，人民币升值会降低造纸企业的原料成本。美国并非中国进口纤维原料的唯一来源，其他主要来源包括加拿大、俄罗斯、巴西、日本等国。但在当前经济形势下，没有理由支持美元对这些国家货币的贬值。同时，国外进口纤维原料价格的相对下降，会对国内原料价格产生抑制。所以从整体上，人民币升值，利好造纸企业。



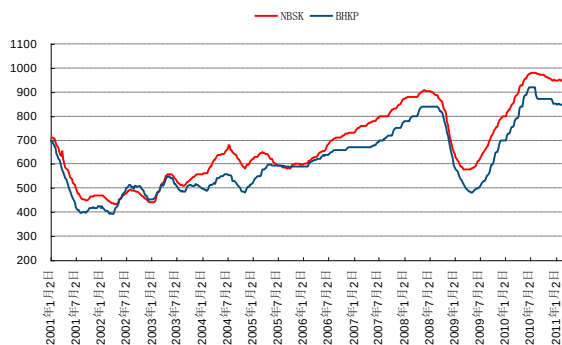
数据来源：中国造纸协会，中信建投证券研究发展部

当然，也有研究者担心，随着人民币升值，木浆以及废纸的价格会随之走高，因此，他们认为人民币升值最终对造纸企业利润几乎没有影响。然而，我们不同意这种观点。我们利用 2004-2008 年间，人民币升值与北美木浆 NBSK 价格变动的月度数据做回归，发现两者之间的相关系数 R-squared 只有 8%。并且，做 Granger 因果检验，滞后 1、2、3 期的结果显示，人民币升值导致纸浆变化的可能性为 24%、8%、20%。这说明，即使在人民币大幅升值的时间区间内，人民币升值并不是国际木浆价格变动的主导因素。

目前，国际木浆、以及废纸价格都在高位运行。它们的价格还会进一步攀升吗？我们认为，这种可能性是存在的。所以，我们不应该对人民币升值的效果做过于乐观的估计。木浆价格虽然与人民币升值的相关性比较弱，却与石油价格有比较高的相关性。我们用 2001-2010 年间，NBSK 价格变动与石油价格变动的半年度数据做回归。发现两者之间的相关系数高达 38%。可以认为，木浆价格的变动，在半年的时间内，有接近 40% 是由能源价格变动引起的。此次预期中的人民币升值，有对冲能源价格上升的目的。所以我们预计，如果能源

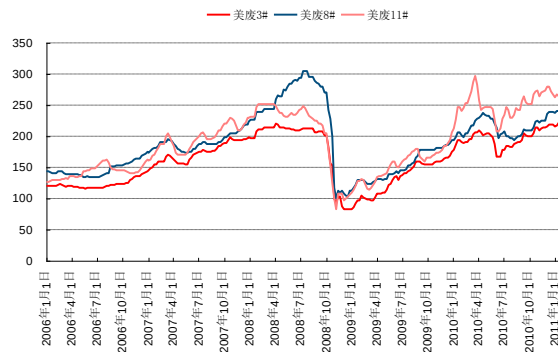
价格等幅上升，人民币升值对造纸企业的利好效果，应该乘上折减系数 0.6。

图 2：国际木浆价格（美元/吨）



资料来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 3：美废价格（美元/吨）



资料来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

除部分纸种，造纸行业过剩产能消耗殆尽

人民币升值效果的兑现，还取决于造纸行业的议价能力。在产能过剩条件下，升值带来的利益会更更多地被造纸行业的下游瓜分。然而，我们从各大造纸公司了解到，除少数纸种外，2010 年各主要上市公司的产能利用率均达到 90% 以上；而且，生产商库存也显示，造纸行业现在处于供求平衡阶段。2011 年产能利用率情况如何？我们分纸种具体讨论。

新闻纸：假设新闻纸的国内需求与 2010 年持平，为 450 万吨，净出口 5-10 万吨。上半年总产能 460 万吨左右，下半年，华泰 40 万吨新闻纸投产，但半年内难以达到预定产能，所以新闻纸供求基本平衡。

铜版纸：2010 年，国内铜版纸消费量为 470 万吨。2011 年铜版纸新增产能约 200 万吨，如此大的产能，国内难以消化，而铜版纸出口受到限制。虽然铜版纸属于高毛利率纸种，但 2011 年的盈利能力不容乐观。

未涂布印刷书写纸：2011 年国内潜在需求可以通过 2000-2010 年真实需求的变动趋势近似。通过对这十年增长率数据做 HP 滤波，得到潜在需求增速为 8%。2010 年国内消费 1600 万吨，2011 新增产能大约 120 万吨。供求基本平衡。

箱纸板：2010 年，国内箱纸板消费量为 1950 万吨。2011 年国内潜在需求可以通过 2000-2010 年真实需求的变动趋势近似。通过对这十年增长率数据做 HP 滤波，得到潜在需求增速为 10%。2011 年国内新增产能约 220 万吨，供求基本平衡。瓦楞纸与箱板纸的情况非常类似，不单独讨论。

白板纸：2010 年白板纸国内消费 1210 万吨。近三年平均增长 4%。如果按照这个水平，2011 年国内新增需求 50 万吨，而 2011 年白板纸新增产能不超过 50 万吨，供给偏紧。

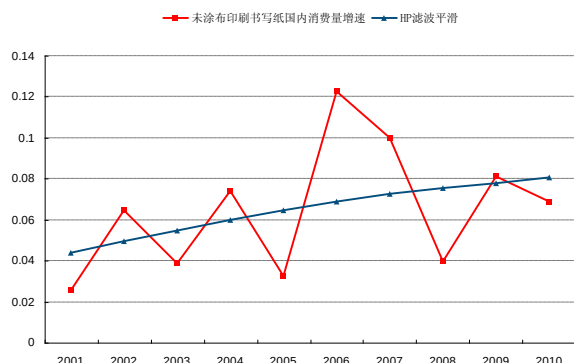
白卡纸：白卡纸由于品种繁多，比较难讨论。但白卡纸主要用于包装，尤其是高档包装，所以其需求增长与 GDP 增速直接相关，其盈利能力一直不错。2011 新增产能不多，我们继续看好其盈利能力。

生活用纸：2010 年，国内生活用纸需求 570 万吨。2011 年国内潜在需求可以通过 2000-2010 年真实需求的

变动趋势近似。通过对这十年增长率数据做 HP 滤波，得到潜在需求增速为 6%。但目前，2011 年生活用纸新增产能数据不详。

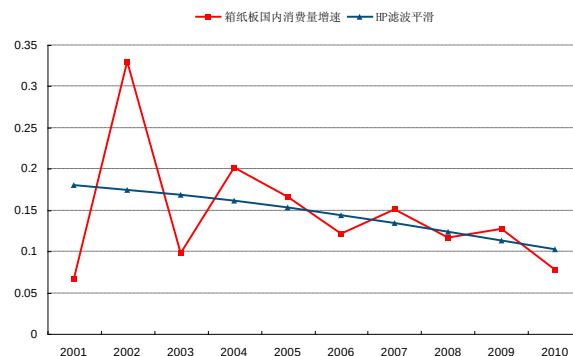
国内木浆：2011 年比 2010 年产能有较大规模的提升，其中包括山东亚太森博浆纸在内，共 200 多万吨新增产能。并且由于人民币升值，进口木浆数量也会增多。所以，国内纸浆的盈利能力会略有降低。

图 4：未涂布印刷书写纸的潜在国内需求增速



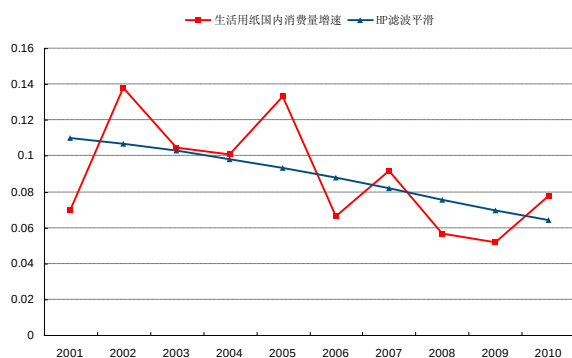
资料来源：中信建投证券研究发展部

图 5：白纸板的潜在国内需求增速



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 6：生活用纸的潜在国内需求增速



资料来源：中信建投证券研究发展部

人民币升值对造纸行业整体价值有多少提升？

对行业平均毛利率影响的测算：

从上一节的讨论可以看出，2011 年造纸行业的产能利用情况不会比 2010 差，纸品价格下降的空间不大。根据利益分配原理，可以计算造纸企业获得的利益。但由于不知道参与各方的议价能力，我们大体估计升值带来的利益分配比例如下：国外 10%，国内下游企业 10%，国内造纸企业 80%。假设纤维原料的自给率是 50%，可以测算，人民币升值 3%，2011 年造纸行业的毛利率将从 2010 年的 13.2%，提升为 13.9%；人民币升值 5%，



毛利率提升为 14.4%。

对行业平均净利率影响的测算：

截止到 2010 年 11 月份，造纸行业 2010 年平均净利率 5.4%。如果人民币升值 3-5%，那么平均净利率水平将提升为 11-19%。

人民币升值对造纸类上市公司价值的影响

以上讨论的是升值对行业平均价值的提升，而人民币升值对不同纸种，不同企业的影响不同。越是产能偏紧的品种，越是议价能力强的企业，从人民币升值中获得的利益越大。在 A 股造纸类上市公司中，我们看好太阳纸业、岳阳纸业、以及晨鸣纸业。下表是我们计算的人民币升值对于他们业绩的提升。在三家公司中，人民币升值对太阳纸业业绩提升最高，岳阳次之，晨鸣最低。

表 1：人民币升值对一些上市公司业绩的提升

上市公司	3%升值时业绩提升(%)	5%升值时业绩提升(%)
太阳纸业（002078）	12.9	21.2
岳阳纸业（600963）	11	17.8
晨鸣纸业（000488）	10	17

投资评价和建议

鉴于造纸行业过剩产能已经基本消化，人民币升值成为大概率事件，我们上调造纸行业评级为增持。

风险分析

- 1、能源价格上涨过快。能源价格年内平均上涨 15%，将抵消人民币升值 5%带来的积极效果。
- 2、监管缺失，落后产能死灰复燃。



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。



分析师介绍

田东红：经济学硕士，建筑建材行业首席分析师。5 年建材行业从业经历，11 年证券行业研究经历。09 年《今日投资》评为最佳独立分析师和最佳行业分析师。2010 年带领团队获得新财富非金属建材行业最佳分析师第五名。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

深圳地区销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。