

造纸轻工

关注估值水平和涨价预期能否实现

评级: 增持
前次: 增持

分析师

分析师

朱嘉

孙国东

S0740210080009

S0740207010008

021-20315132

0531-68889511

zhujia@qlzq.com.cn

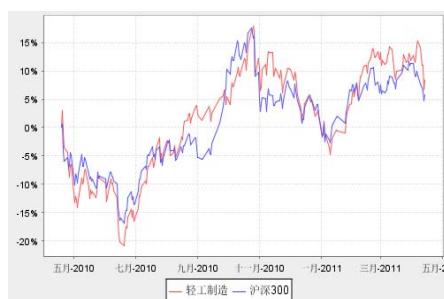
sungd@qlzq.com.cn

2011 年 5 月 3 日

基本状况

上市公司数	66
行业总市值(百万元)	278776.45
行业流通市值(百万元)	190288.07

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

重点公司	指标	2010A	2011E	2012E
晨鸣纸业	股价(元)	8.50	8.50	8.50
	摊薄每股收益(元)	0.55	0.80	0.96
	总股本(亿股)	20.62	20.62	20.62
	总市值(亿元)	175.27	175.27	175.27
岳阳纸业	股价(元)	10.07	10.07	10.07
	摊薄每股收益(元)	0.26	0.50	0.70
	总股本(亿股)	8.43	8.43	8.43
	总市值(亿元)	84.89	84.89	84.89
嘉麟杰	股价(元)	14.64	14.64	14.64
	摊薄每股收益(元)	0.30	0.42	0.75
	总股本(亿股)	2.08	2.08	2.08
	总市值(亿元)	30.45	30.45	30.45

备注: 重点公司排列顺序为: 本公司推荐一、本公司推荐二、本公司推荐三

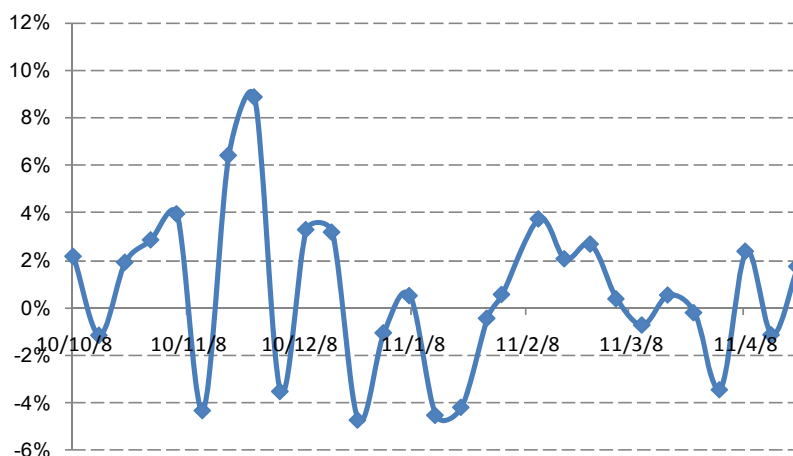
投资要点

- 本周造纸印刷板块走势明显落后大盘。板块本周下跌幅度为 7.56%，落后沪深 300 指数(本周下跌 3.25%) 4.31 个百分点。我们认为，这是由于板块前期取得较大的相对收益，市场对大盘开始悲观时，资金为锁定收益选择大幅减仓所致。我们认为，目前板块的整体估值依然具有一定的防御性，加上前期较大的跌幅以及二季度纸价上涨的预期，故我们依然给予行业“增持”的投资评级，维持“标配”的建议。
- 继江苏省公布淘汰落后产能计划后，重庆市通过了《重庆市人民政府关于支持关停并转淘汰落后产能的政策》。“十二五”期间，重庆市计划淘汰落后产能造纸 60 万吨。后期造纸行业“十二五”发展规划及全国、各省市淘汰落后产能的计划会逐步出台，有望缓和国内市场的供需矛盾。
- 本周国内浆价有所下滑。主要原因是：首先近期有海外现货到港，造成供应短期充足，影响价格；其次，近期粘胶纤维的价格有所下滑，导致粘胶厂生产动力不足，影响了其购买化学浆进行深加工的欲望。后期我们认为国内浆价将保持上升趋势，供需情况是主要原因，下半年国内众多浆线均准备改造成溶解浆产能，这将导致国内化学浆现存产能下降，综合来看，国内浆价有望出现趋势性上涨。
- 进口废纸价格我们坚持之前的看法，目前处于高位振荡的态势，日本地震事件基本封死了废纸价格下跌的可能。因国内前期日废库存较为充足，因此短期内价格较为稳定，但随着库存的逐步消耗，国内厂家将逐步采取补库的周期，后期废纸价格看涨。人民币汇率走势将决定外盘报价。
- 在纸价方面，后期我们认为纸价有望随着浆价在二季度出现普遍性的上调，白卡纸有望成为最先上调且上涨幅度较大的品种，其盈利能力在二季度环比有望出现上升，但上调幅度仍需观察。
- 鉴于目前行业整体估值依旧不高，给予行业“增持”的投资评级，建议标配。投资品种方面，在造纸行业，我们重点推荐晨鸣纸业、岳阳纸业和博汇纸业；在轻工行业，我们重点推荐嘉麟杰、瑞贝卡、威华股份和美克股份。

逐步形成的涨价预期有望刺激板块

- 本周造纸印刷板块走势明显落后大盘。板块本周下跌幅度为 7.56%，落后沪深 300 指数（本周下跌 3.25 %）4.31 个百分点。

图表 1：板块历周涨幅情况



来源：齐鲁证券研究所

- 我们认为，这是由于板块前期取得较大的相对收益，市场对大盘开始悲观时，资金为锁定收益选择大幅减仓所致。我们认为，目前板块的整体估值依然具有一定的防御性，加上前期较大的跌幅以及二季度纸价上涨的预期，故我们依然给予行业“增持”的投资评级，维持“标配”的建议。

行业重要新闻点评

- 在全球气候异常、汇率剧变、供应增加不多与需求明显提升等多重因素影响下，国际浆价涨声不断，各主要浆厂已纷纷宣布继首季数月上扬后，四月份长短浆纤维售价进一步攀升，每吨各涨 30 美元，该计划基本实现，美国针叶浆价已较上月末上涨 29 美元/吨。
- 重庆市政府常务会审议并原则通过了《重庆市人民政府关于支持关停并转淘汰落后产能的政策》。“十二五”期间，重庆市计划淘汰落后产能水泥 1872 万吨、焦炭 350 万吨、玻璃 600 万重箱、电石 18 万吨、铅锌冶炼 10 万吨、造纸 60 万吨、印染 2 亿米。

后期国际木浆价格可能因成本推动和需求增长而上涨

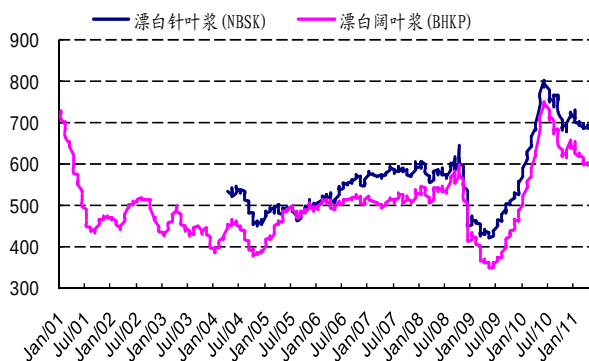
成本推动及需求旺盛推动未来国际浆价上涨

- 国际浆价中，本周欧洲针叶浆欧元报价较上周下跌 4.39 欧元；欧洲阔叶

浆欧元报价较上周下跌 4.85 欧元，下跌幅度为 0.80%。美国针叶浆价格较上周下跌 0.28 美元/吨。

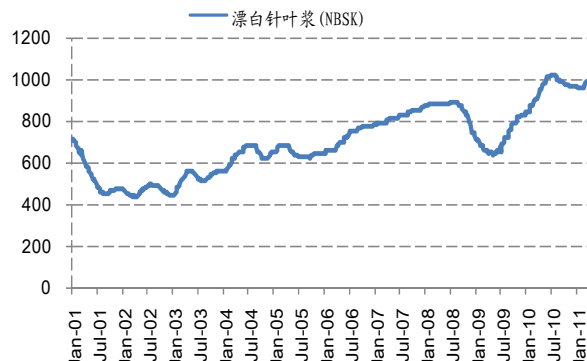
- 国际主要浆厂调涨 4 月报价的行为基本成功，美国针叶浆价已较上月末上涨 29 美元/吨。
- 后期，我们仍然认为后期国际浆价将因为成本推动及需求旺盛的原因而上涨。

图表 2：欧洲木浆欧元报价走势（单位：欧元/吨）



来源：齐鲁证券研究所

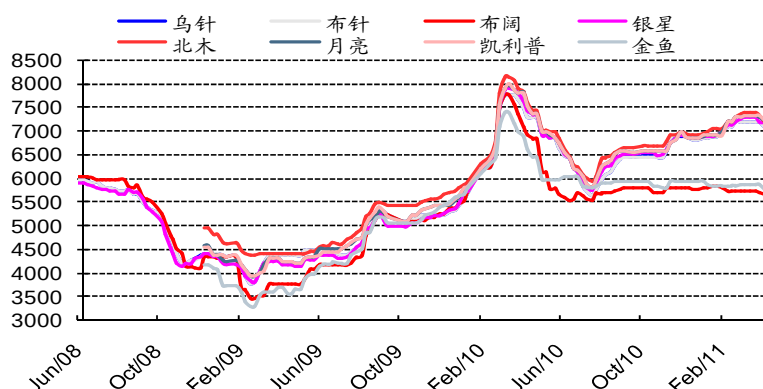
图表 3：美国木浆价格走势（单位：美元/吨）



来源：齐鲁证券研究所

- 本周，国内浆价较上周价格有所下滑，主要原因是：首先近期有海外现货到港，造成供应短期充足，影响价格；其次，近期粘胶纤维的价格有所下滑，导致粘胶厂生产动力不足，影响了其购买化学浆进行深加工的欲望。但后期我们认为国内浆价将保持上升趋势，除了国际新增供给较少的因素之外，需求旺盛并出现新增需求亦是主要原因。国内溶解浆的盈利水平高涨，国内众多浆线均准备改造成溶解浆产能，这将导致国内化学浆现存产能下降，而我国造纸用浆需求却保持较快增长，综合来看，国内浆价有望出现趋势性上涨。

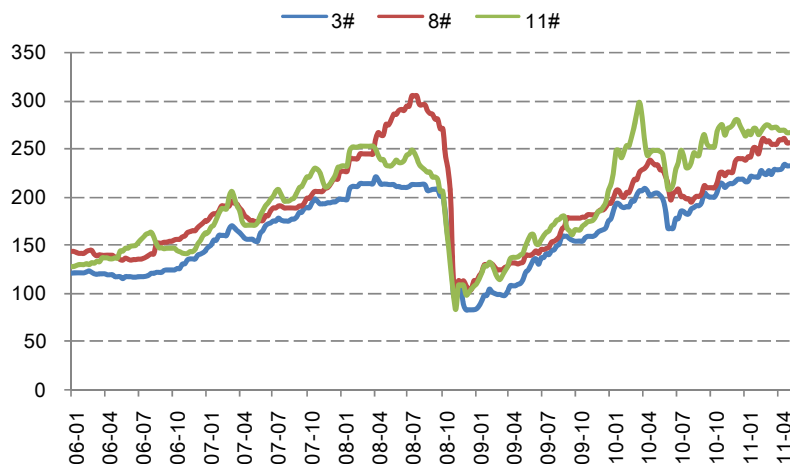
图表 4：国内浆价走势（单位：元/吨）



来源：齐鲁证券研究所

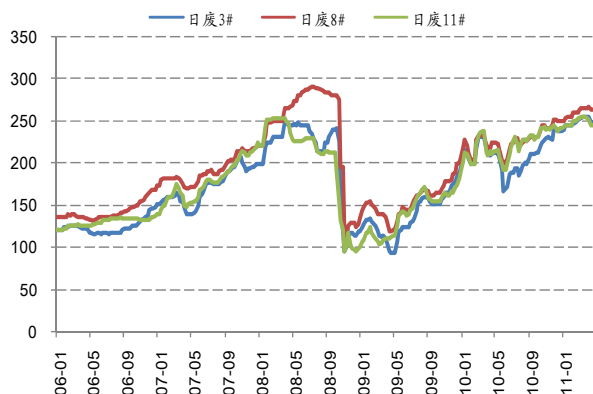
国际废纸价格高位盘整，人民币汇率将决定外盘报价

- 日本地震将导致日废供给短期面临全面停滞，进而促进我国对美废及欧废的需求，废纸价格上涨的可能性较大。人民币汇率走势将决定外盘报价。
- 进口废纸价格整体维持高位振荡。美废维持上周价格，后期我们认为其价格下跌的可能性较小，价格有望维持高位振荡或小幅上扬，其原因在于国外供给增速一直处于下降态势，甚至某些时候是负增长，而我国对废纸的需求在今后较长的一段时间将保持较快增长。

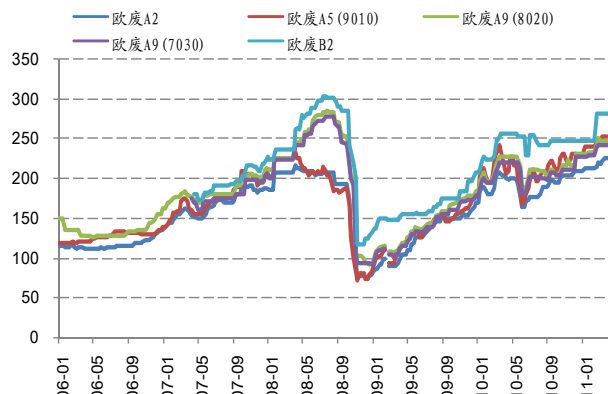
图表5：美废价格走势（单位：美元/吨）


来源：齐鲁证券研究所

- 日废价格本周有所下滑，原因是国内各厂商已开始计划减少日废的使用量，转为国废和欧美废纸，同时国内前期日废库存较为充足
- 欧废价格本周价格略有上涨，主要是因为替代日废所致。

图表6：日废价格走势（单位：美元/吨）


来源：齐鲁证券研究所

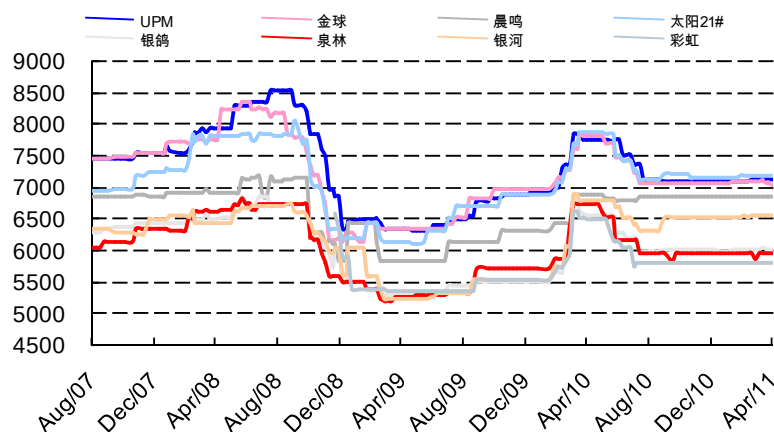
图表7：欧废价格走势（单位：美元/吨）


来源：齐鲁证券研究所

国内纸价二季度可能因成本推动而上涨

- 目前纸价的关键在于，纸价的普遍上调能否被市场所接受。
- 双胶纸方面，各品牌均维持上周价格不变。近期贸易商主流出货价持稳，但部分地区部分品牌亦有微幅下滑 50-100 元/吨，整体成交情况明显较前期转淡。厂商方面，目前金华盛纸业 100g 金球双胶纸出厂到货价报 7300 元/吨，因成本上升且供不应求 5 月起纸厂计划再提价 200 元/吨，在多数纸厂近期出货不佳的背景下对其是否能提价成功持怀疑态度。

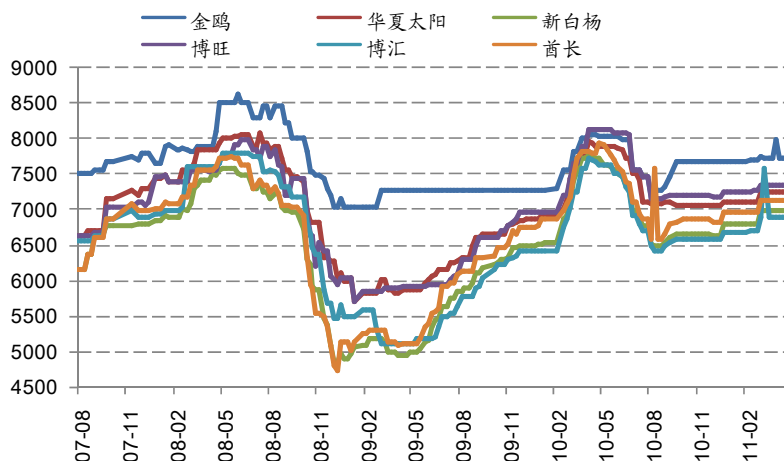
图表 8：双胶纸价格走势（单位：元/吨）



来源：齐鲁证券研究所

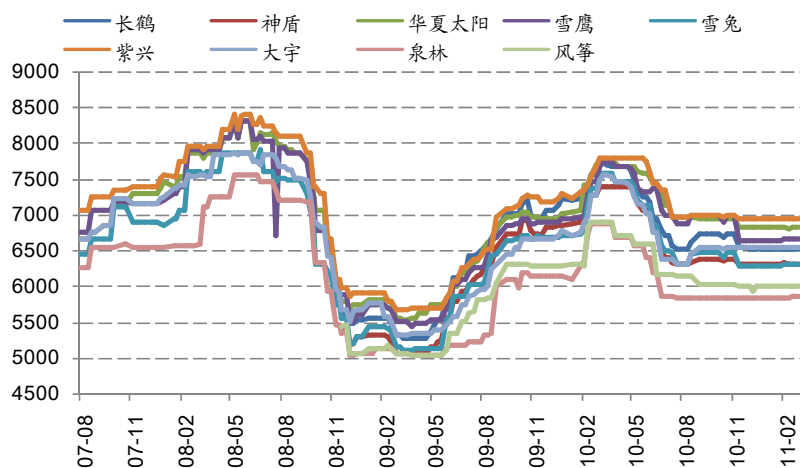
- 白卡纸方面，近期主流终端成交价依旧持稳，随着新到高价货源的入库，部分贸易商有微幅提价的迹象但实际成交价未受影响，同时在市场上亦零星有部分贸易商因前期低价库存货源尚未完全消化，亦有低价出货现象，尚未对主流市场造成影响。厂商方面，5 月起博汇纸业白卡提价 100 元/吨，250g 高松厚度白卡出厂到货价升至 7360 元/吨，普通白卡升至 7260 元/吨，预计实际执行阻力较大。此外，听闻河南恒兴纸业已出白卡试机纸，出厂报价（不含运费）6300 元/吨，尚需进一步跟进核实。

图表 9：白卡纸价格走势（单位：元/吨）



来源：齐鲁证券研究所

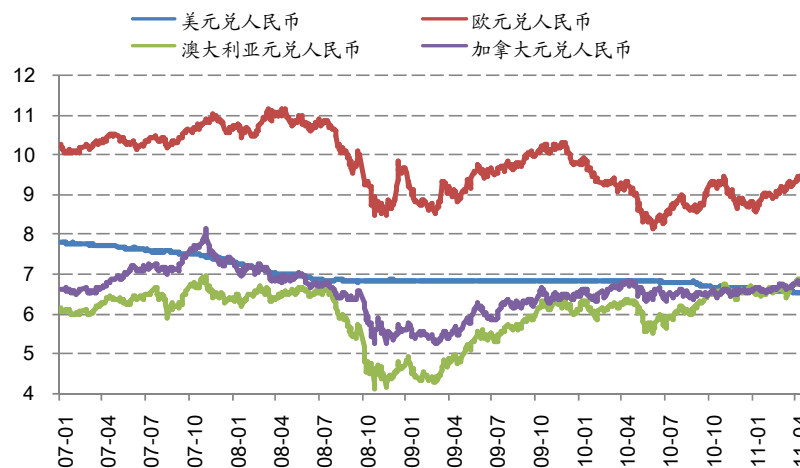
- 铜版纸方面，近期贸易商主流出货价持稳，但部分地区部分品牌亦有小幅下滑 50-100 元/吨，整体成交情况明显较前期转淡。厂商方面，目前金华盛纸业 100g 金球双胶纸出厂到货价报 7300 元/吨，因成本上升且供不应求 5 月起纸厂计划再提价 200 元/吨，在多数纸厂近期出货不佳的背景下对其是否能提价成功持怀疑态度。

图表 5：铜版纸价格走势（单位：元/吨）


来源：齐鲁证券研究所

人民币汇率情况

- 本周，人民币对美元汇率创出新高，后期升值速度可能加快。

图表 6：人民币汇率情况


来源：齐鲁证券研究所

投资策略

- 我们给予造纸板块“增持”的投资评级，建议**标配**，给予轻工板块“增持”的投资评级，建议**标配**。
- 投资标的，在造纸板块，我们重点推荐晨鸣纸业、岳阳纸业和博汇纸业；在轻工板块，我们重点推荐嘉麟杰、瑞贝卡、威华股份和美克股份。

图表7：造纸板块重点公司估值

	每股收益			收盘价	市盈率			评级
	09A	10A	11E		09A	10A	11E	
晨鸣纸业	0.41	0.56	0.80	8.50	20.73	15.18	10.63	买入
岳阳纸业	0.14	0.27	0.50	10.07	71.93	37.30	20.14	买入
太阳纸业	0.48	0.63	0.81	12.32	25.67	19.56	15.21	增持
博汇纸业	0.40	0.38	0.52	8.32	20.80	21.89	16.00	增持
中顺洁柔	0.85	0.68	0.85	27.63	32.51	47.80	56.24	增持
齐峰股份	1.00	0.71	0.90	27.72	27.72	39.04	43.38	增持
美利纸业	0.05	-0.37	0.05	8.16	163.20	—	163.20	增持
银鸽投资	0.06	0.04	0.06	11.31	188.50	282.75	188.50	增持
华泰股份	1.69	0.15	0.20	10.68	6.32	71.20	53.40	持有
景兴纸业	0.08	0.32	0.37	7.70	96.25	24.06	20.81	持有

来源：齐鲁证券研究所

图表8：轻工板块重点公司估值

	每股收益			收盘价	市盈率			评级
	09A	10A	11E		09A	10A	11E	
嘉麟杰	0.20	0.30	0.42	14.64	73.20	48.80	34.86	买入
美克股份	0.09	0.18	0.35	10.5	116.67	58.33	30.00	买入
瑞贝卡	0.17	0.23	0.40	10.12	59.53	44.00	25.30	买入
通产丽星	0.26	0.37	0.58	14.52	55.85	39.24	25.03	增持
美盈森	0.74	0.80	1.25	36.89	49.85	46.11	29.51	增持
合兴包装	0.31	0.35	0.55	13.64	44.00	38.97	24.80	增持
东港股份	0.60	0.70	0.98	19.05	31.75	27.21	19.44	增持
星辉车模	0.25	0.35	0.52	15.90	63.60	45.43	30.58	增持
齐心文具	0.38	0.27	0.37	13.90	36.58	51.48	37.57	增持
鸿博股份	0.36	0.36	0.45	15.60	43.33	43.33	34.67	增持
宜华木业	0.26	0.24	0.30	5.76	22.15	24.00	19.20	增持
浙江永强	0.74	1.04	1.32	32.05	43.31	30.82	24.28	增持
紫江企业	0.46	0.47	0.54	6.42	13.96	13.66	11.89	增持
浙江众成	0.46	0.69	0.98	38.13	82.89	55.26	38.91	增持

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机:13641659577
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308