

推荐受益高价原材料公司

——造纸行业 11 年 5 月跟踪报告

研究员：肖群

执业证书编号：S0570510120052

电话：025-83290920

E-mail: shawqun@hotmail.com

地址：南京市中山东路 90 号

行业评级：增持

造纸 II

市场走势图



相关研究

- 1 《造纸 II (301703): 资源与概念成行业投资主线》2011. 3
- 2 《造纸 II (301703): 行业平稳发展, 期待估值修复》2011. 1
- 3 《造纸 II (301703): 前景仍然乐观, 子产品分化明显》2010. 12
- 4 《造纸 II (301704): 包装纸有望继续回暖》2010. 11

投资要点:

- 11 年前四个月机制纸及纸板产量 3453.64 万吨, 较去年同期增长 14.61%, 尽管同比增速相比去年同期 19.31% 出现一定回落, 但这样的增速仍然较快。前四个月我国进口木浆数量为 498 万吨, 同比上涨 27.7%。前四个月我国纸浆产量为 727.8 万吨, 同比增加幅度为 11.2%, 木浆进口的大幅增长使国内纸浆产量增速低于机制纸产量增速。
- 目前欧洲市场针叶浆和阔叶浆价格分别为 1009.53、876.44 美元/吨, 针叶浆价格已经创出历史新高, 而相比之下阔叶浆价格没有针叶浆价格坚挺。世界经济正从 2008—2009 年的大衰退中复苏带来了需求的增长, 另外溶解浆行情暴发将会使漂白针叶木浆供需进一步紧张。伴随着木浆价格的上涨, 进口废纸价格也纷纷走高, 低库存支撑废纸价格创出了历史最高水平。
- 虽然原材料价格不断创出新高, 而纸价基本保持稳定, 而外购原材料造纸企业毛利率情况并不乐观, 工信部下达今年造纸行业淘汰落后产能目标任务为 744.5 万吨, 此次淘汰量约占行业产量的 7.4%, 淘汰力度较大, 有助于行业健康发展。
- 目前造纸行业上市公司对于 11、12 市盈率为 21、14 倍, 节能减排工作有利于行业内龙头公司产能的进一步扩张, 而人民币升值使得整个行业受益, 我们继续维持“增持”的评级。今年以来在原材料价格持续维持高位状况下, 我们继续推荐木浆自给率较高而且估值较为合理公司, 主要有太阳纸业、晨鸣纸业和岳阳纸业。

重点公司

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
太阳纸业	11.71	推荐	0.63	0.85	1.08	1.32	18.59	13.78	10.84	8.87
晨鸣纸业	7.78	推荐	0.56	0.68	0.9	1.09	13.89	11.44	8.64	7.14
岳阳纸业	9.22	推荐	0.19	0.41	0.5	0.59	48.53	22.49	18.44	15.63

一、机制纸产量仍实现较快增长

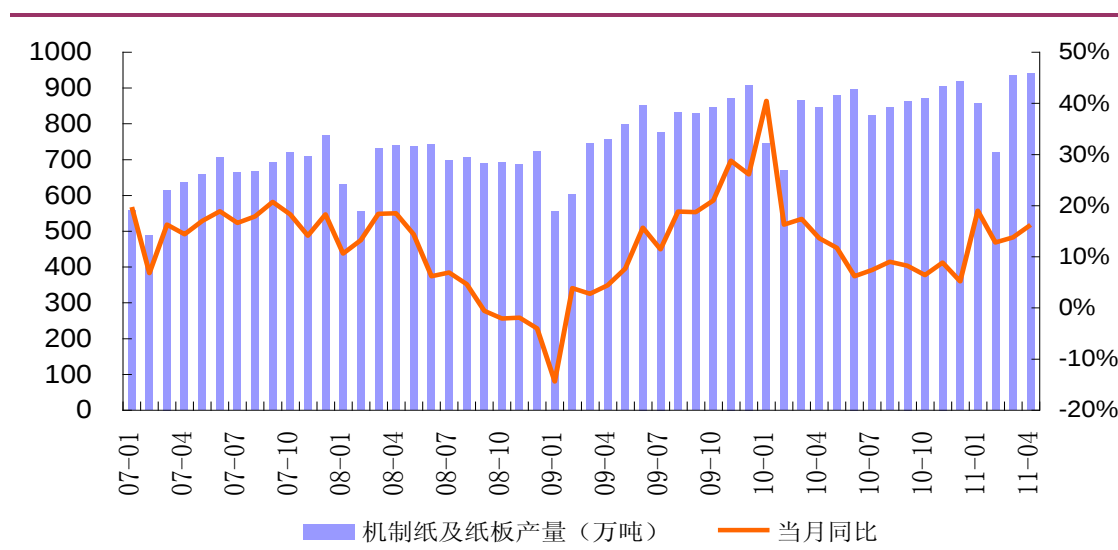
造纸产量：4 月份我国机制纸及纸板产量 941.47 万吨，较去年同期增长 16.24%，11 年前四个月机制纸及纸板产量 3453.64 万吨，较去年同期增长 14.61%，尽管同比增速相比去年同期 19.31% 出现一定回落，但这样的增速仍然较快。

木浆进口：4 月份我国进口木浆数量为 120 万吨，同比上涨 22.4%，前四个月我国进口木浆数量为 498 万吨，同比上涨 27.7%。而四月份我国进口木浆均价为 860.75 美元/吨，接近前期高点。

废纸进口：3 月份我国废纸进口数量为 260 万吨，同比增长 6.6%，今年前三个月我国进口废纸 657 万吨，同比增加 3.1%。而废纸进口均价也是不断攀升，3 月份进口均价达 249.81 美元/吨，创出新高。

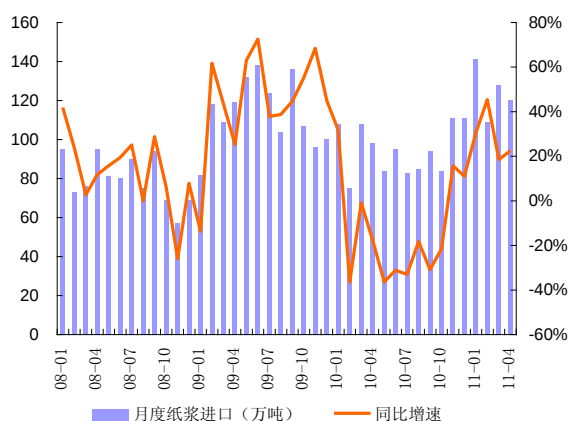
国内纸浆产量：4 月份我国木浆产量为 185.8 万吨，同比增长 2.8%，今年前四个月我国纸浆产量为 727.8 万吨，同比增加幅度为 11.2%，木浆进口的大幅增长使国内纸浆产量增速低于机制纸产量增速。

图表 1：我国月度纸产量

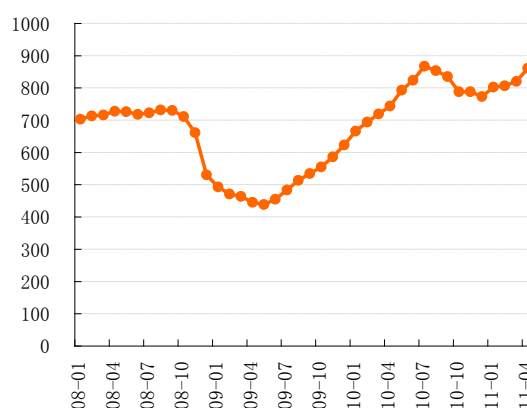


资料来源：Wind资讯、华泰证券研究所

图表 2：我国纸浆月度进口量



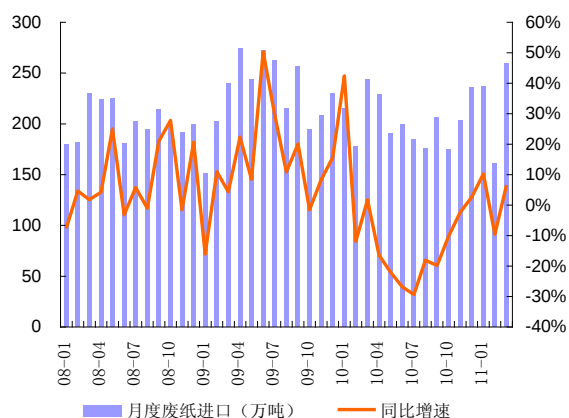
图表 3：我国纸浆月度进口均价（美元/吨）



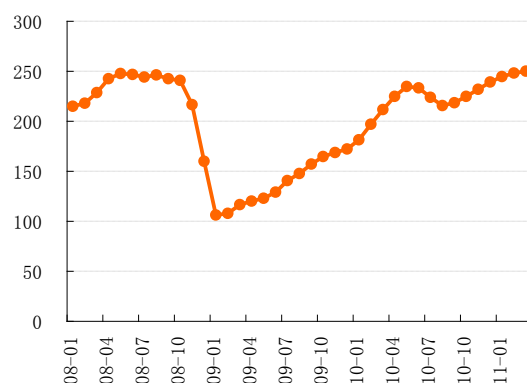
资料来源：Wind 资讯、华泰证券研究所

资料来源：Wind 资讯、华泰证券研究所

图表 4：我国废纸月度进口量



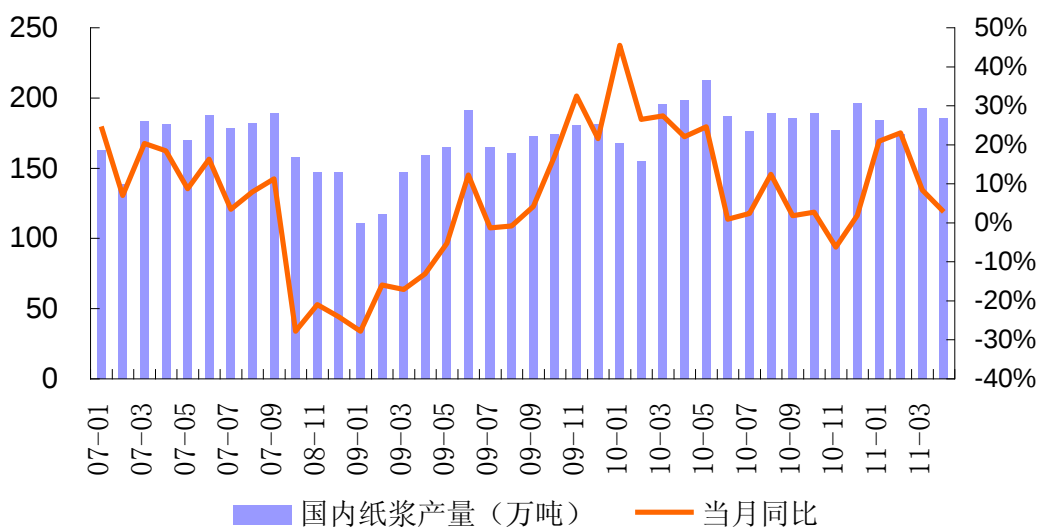
图表 5：我国废纸月度进口均价（美元/吨）



资料来源：Wind 资讯、华泰证券研究所

资料来源：Wind 资讯、华泰证券研究所

图表 6：我国纸浆月产量



资料来源：Wind 资讯、华泰证券研究所

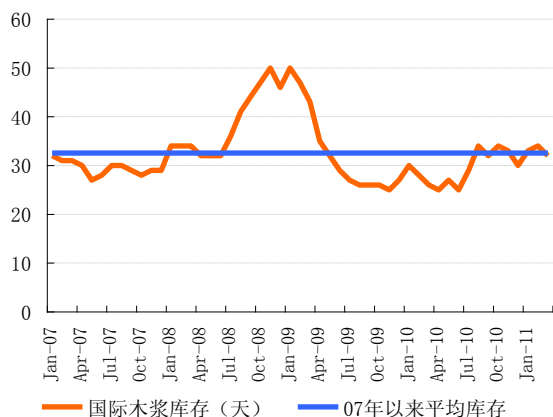
二、针叶浆价格创出新高

根据浆纸产品工会的统计数据，2011年3月底全球纸浆库存相当于32天的供应量，环比下降了2天，中国及其他亚洲市场持续强烈的需求导致了国际木浆价格持续数月的上涨。

目前欧洲市场针叶浆和阔叶浆价格分别为1009.53、876.44美元/吨，针叶浆价格已经创出历史新高，而相比之下阔叶浆价格没有针叶浆价格坚挺。带动浆价上涨的一个重要原因是木材价格的上扬，在过去的两年里，全球制浆行业的木材成本上涨速度远远超过能耗、化学品和劳动力成本，回首过去的2010年中，针叶木材价格指数和阔叶木材价格指数上涨了至少6%，由于全球大部分地区木材价格处于高位，这使得木材成本在制浆生产成本中所占比例达到了60%左右，而2008年，这一数字还只有55%，另外溶解浆行情暴发将会使漂白针叶木浆供需进一步紧张。宏观层面上来看，世界经济正从2008—2009年的大衰退中复苏，根据RISI的宏观经济预测，未来5年内世界经济不会发生衰退，只在2013年会出现中等减速。金融市场的情况趋于正常，融资新建纸浆厂目前仍相当困难，资金短缺意味着至少在2012年前，纸浆厂的产能扩大进程可能出现明显停滞(但中国除外)，加之2008—2009年的纸浆产能削减浪潮，2010至2012年可能会出现一段持续性的纸浆高价期，当然这还取决于世界经济未来走向。

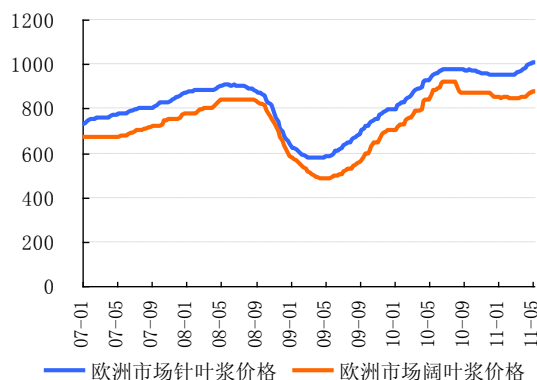
伴随着木浆价格的上涨，进口废纸价格也纷纷走高。根据美国林纸协会的统计数据，2月底美国工厂的废纸库存为71.05万吨，达到15年来的最低水平，到3月底，库存则上升到了77.64万吨，但和去年同比依然下降20%。美国的纸张、纸板和脱墨浆工厂的废纸库存每年年底通常维持在100万吨左右，而去年年底只有92.1万吨，低库存支撑废纸价格创出了历史最高水平。

图表 7：国际木浆库存天数



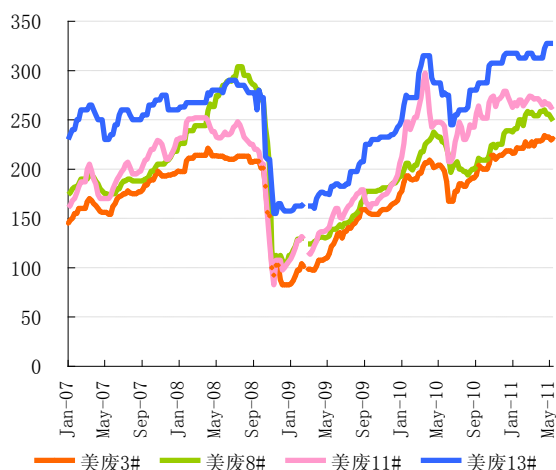
资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所

图表 8：国际市场浆价走势（美元/吨）



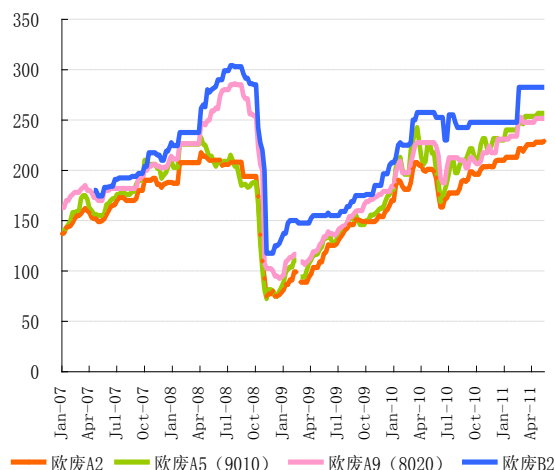
资料来源：Wind 资讯、华泰证券研究所

图表 9：美废价格走势（美元/吨）



资料来源：Wind 资讯、华泰证券研究所

图表 10：欧废价格走势（美元/吨）

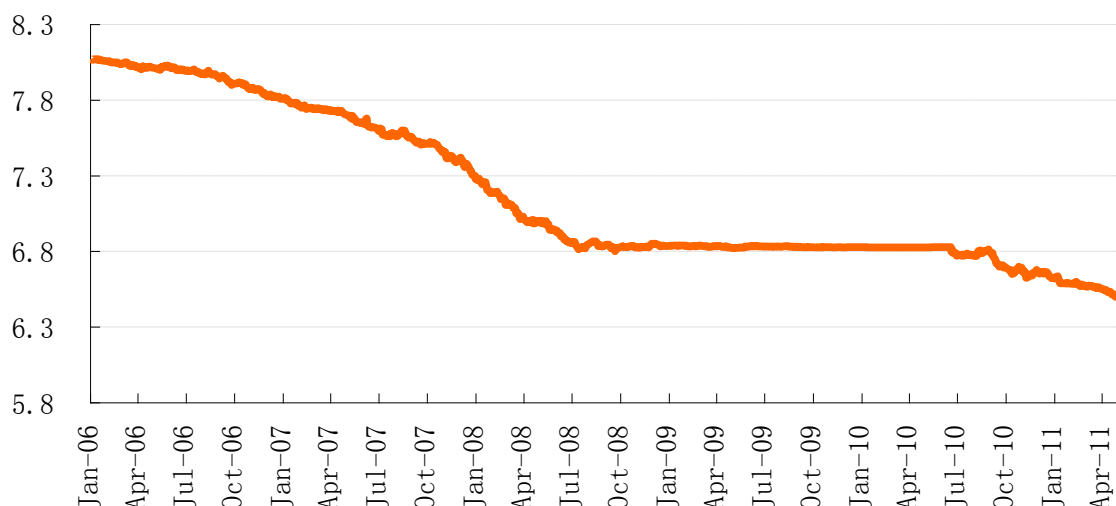


资料来源：Wind 资讯、华泰证券研究所

三、人民币升值将会持续进行

人民币继续走在升值道路上，虽然短期美元走强使得人民币中间价为 6.5089，但今年以来人民币已经累计升值 1.8%，市场预期人民币升值是大趋势，而这样的大环境有利于造纸业这种原材料在外而需求主要在内的行业，这也在一定程度上抵消了原料价格上涨的负面影响。

图表 11：人民币兑美元汇率走势图

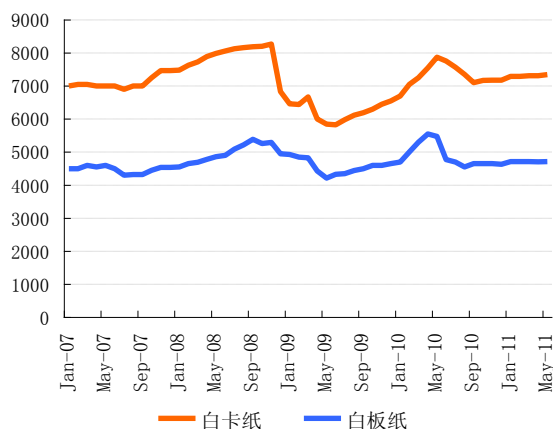


资料来源：Wind 资讯、华泰证券研究所

四、主要纸种价格走势分析

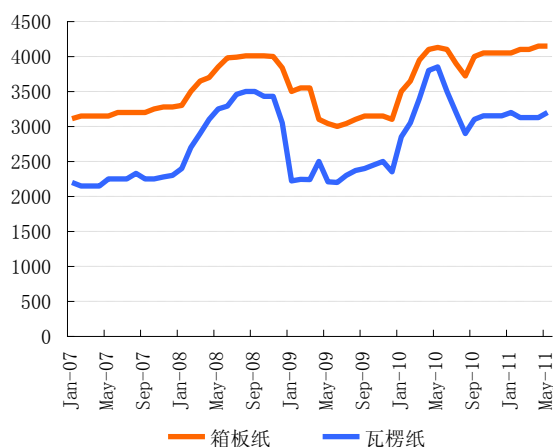
虽然原材料价格不断创出新高，而纸价基本保持稳定，而外购原材料造纸企业毛利率情况并不乐观，工信部下达今年造纸行业淘汰落后产能目标任务为744.5万吨，此次淘汰量约占行业产量的7.4%，淘汰力度较大（2010年淘汰465万吨，十一五合计淘汰1030万吨），有助于行业健康发展。纸种方面，华泰股份45万吨铜版纸项目日前投产，不过这一纸种受到欧洲双反影响，欧盟近日决议通过了对进口自我国的铜版纸产品征收反倾销和反补贴税，其中反倾销税最高达35.1%，反补贴税最高达12%，征收期为5年。晨鸣纸业反补贴税率为4%，金东纸业及其他国内纸企反补贴税率为12%。反倾销税率方面，晨鸣纸业定为35.1%，金东纸业及金华盛纸业定为8%，其他纸企为27.1%，预计未来景气度会下降。

图表 12：白卡纸价格走势（元/吨）



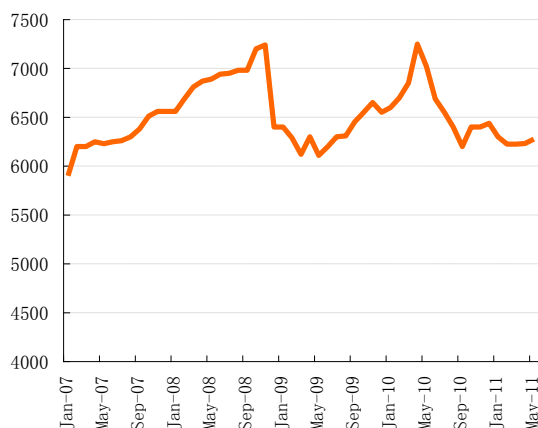
资料来源：Wind 资讯、华泰证券研究所

图表 14：箱板纸价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯、华泰证券研究所

图表 13：双胶纸价格走势（元/吨）



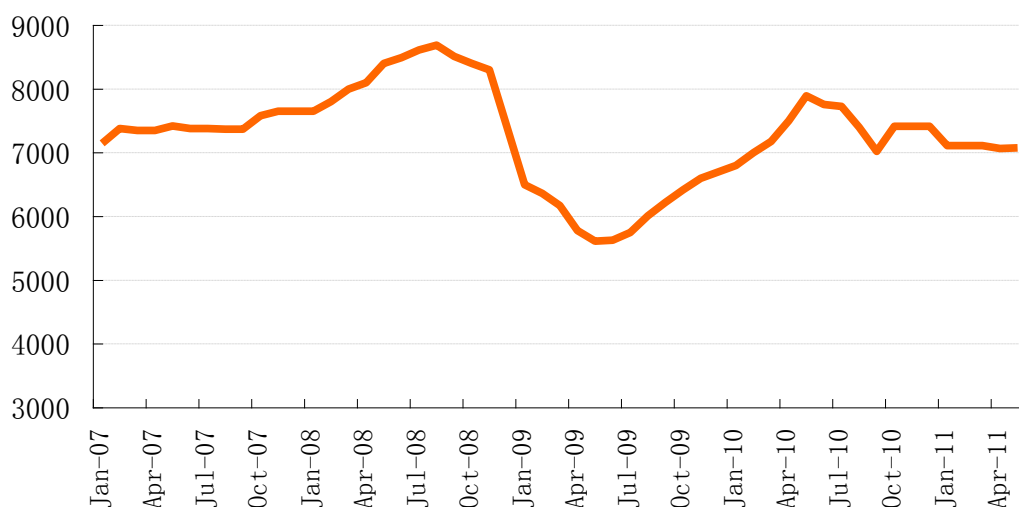
资料来源：Wind 资讯、华泰证券研究所

图表 15：新闻纸价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯、华泰证券研究所

图表 16: 铜版纸价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind 资讯、华泰证券研究所

五、维持“增持”行业评级

目前造纸行业上市公司对于 11、12 市盈率为 21、14 倍,节能减排工作有利于行业内龙头公司产能的进一步扩张,而人民币升值使得整个行业受益,我们继续维持“增持”的评级。今年以来在原材料价格持续维持高位状况下,我们继续推荐木浆自给率较高而且估值较为合理公司,主要有太阳纸业、晨鸣纸业和岳阳纸业。

表格 1: 造纸行业主要上市公司盈利预测及评级 (采用 5.17 股价)

公司	股价	EPS (元)			P/E			PB	投资评级	目标价
		10A	11E	12E	10A	11E	12E			
晨鸣纸业	7.78	0.56	0.68	0.9	13.89	11.44	8.64	1.16	推荐	9
博汇纸业	8.07	0.32	0.45	0.58	25.22	17.93	13.91	1.35	推荐	9.5
华泰股份	10.71	0.15	0.27	0.52	71.40	39.67	20.60	1.14	观望	10.5
岳阳纸业	9.22	0.19	0.41	0.50	48.53	22.49	18.44	1.75	推荐	11
太阳纸业	11.71	0.63	0.85	1.08	18.59	13.78	10.84	3.14	推荐	14
平均值					35.53	21.06	14.49	1.71		

资料来源: Wind 资讯、华泰证券研究所

华泰证券行业投资价值等级评判标准

一报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。