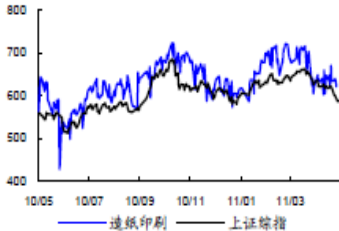


造纸行业中期策略报告

各纸种增速不一，重点关注包装用纸

行业与上证指数走势比较：



- **行业总体产量增速趋于放缓：**按照行业内公司在2011-2015年间投产和计划投产的项目预测，未来5年我国造纸产能的增量约为3500万吨，在2015年我国造纸行业的总产能将达到1.35亿吨，纸及纸板生产量年均增长率约为6-7%，行业供应增速将继续趋于放缓。
- **行业未来需求增速将下降为6%：**根据2000~2010年间纸品消费及其与经济的关系，我们发现纸品的消费量自2007年后逐年下降，增速明显低于GDP的增速并呈现出加速下滑的迹象。我们按照2011-2015年间，GDP增长率分别9.4%，9.8%，9.2%，10%以及10.5%假设，预计未来5年纸品的年均消费量增速保持在6%左右。
- **下半年原材料木浆价格相对平稳，废纸浆价格继续上涨：**预计下半年针叶浆价格将小幅上涨；而阔叶浆价格将相对平稳，甚至小幅下跌。木浆原材料成本压力不大，对于以木浆为主要原材料的企业影响较小。国际废纸浆价格将继续上涨。新闻纸由于受到新媒体的冲击市场低迷，原材料成本无法转嫁，面临的压力较大；而同样以废纸为原料的箱板纸，由于国内箱板纸行业集中度有望进一步上升，有助提升整体议价力，转嫁成本。
- **各纸种未来增速不一，景气纸种发展将强于总体行业形势，年增速高达15%-20%**

瓦楞和箱板纸，年增速将达18%-20%：在全球经济全面持续复苏和日本遭地震、海啸以及核泄漏重创背景下，除日本外的六个主要发达经济体今年上半年经济增长比预期强劲，按年率计算有望达到3%。伴随全球经济的全面复苏，社会各界对于瓦楞包装的需求也与日俱增。中国瓦楞纸箱工业近年来年均增长率达18%-20%。据预测，2013年中国将超过美国，成为全球最大的瓦楞和箱板纸市场。

高档包装纸的发展空间将更加广阔，增速达15%：与发达国家相比，中国包装消费人均很低，美国每年每人用于包装的费用为311美元，日本460美元，欧洲385美元，而我国大约在12美元左右，仅为发达国家的3%-4%。随着中国经济的持续增长，城市化进程的继续加快，消费升级的大趋势将推动白卡纸对涂布白板纸消费形成替代，预计未来三年复合增长率将达到15%。

生活用纸人均消费量与人均GDP 非常相关：再生生活用纸在发达国家已拥有较高的普及率；而国内正处于导入发展期，预计到2015年潜在市场容量约70万吨，市场存在巨大供需缺口。

- **行业评级与投资建议：**基于上述行业分析，我们判断下半年纸业投资机会不明显，维持“中性”的投资评级。虽然我们对造纸行业总体保持谨慎态度，但是各纸种未来增速不一，因此在投资策略上应酌情对待，我们比较看好用于包装的高档白卡纸，瓦楞箱纸板；以及处于发展期的生活用纸。目前生产此类景气纸种的企业估值都处于历史较低水平，仅有15-20倍。我们比较看好太阳纸业（002078），博汇纸业（600966），景兴纸业（002067）。

造纸行业小组

SAC 执业证书编号 S0120109030554

联系人

胡蓓蓓

8621-68761616-8559

hubb@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路500号城建国际中心26楼

<http://www.tebon.com.cn>

内容目录

一、造纸行业总体增速趋于放缓	4
1. 1 行业产销量总体趋于放缓	4
1. 2 未来产销量增速放缓趋势将延续	6
1. 3 今年下半年总体供需关系不容乐观	6
1. 4 行业固定资产投资增速下滑有望缓解供需压力	7
1. 5 “节能减排”有望缓解未来供需压力	8
二、今年上半年各类纸浆，以及纸品进出口情况	9
2. 1 纸及纸板进口量	9
2. 2 纸浆进口量	9
2. 3 废纸进口量	10
2. 4 双胶纸进出口量	10
2. 5 铜板纸进出口量	11
2. 6 白板纸进出口量	11
三、进口原材料未来价格走势	12
3. 1 国际针叶浆价格小幅上涨，阔叶浆价格相对平稳	12
3. 2 预计下半年木浆大幅上涨可能不大，企业成本保持平稳	12
3. 3 美废供应吃紧，MIX 和 OCC 继续看涨	13
3. 4 欧废外盘报价上涨，成交僵持	14
3. 5 日废报价继续走高	14
3. 6 预计下半年废纸浆价上涨，新闻纸企业压力较大	15
四、分纸种的市场价格展望	16
4. 1 灰底白板纸上游提价，市场疲软，未来价格将以巩固为主	16
4. 2 白卡提价至高位将微幅让利，贸易商处于消化库存阶段	17
4. 3 供需压力下，铜版纸价格受成本支撑，可能微幅走低	17
4. 4 双胶纸新增产能增强买方议价力，价格下行压力较大	18
4. 5 箱板纸及瓦楞原纸售价维持稳定	19
4. 6 综合后市，上游库存压力较大；下游备库意愿较弱	20
五、分纸种的未来增速预测	21
5. 1 各纸种未来增速不一，看好包装用纸	21
5. 2 各纸张产能利用率情况不同，毛利率差异很大	22
六、行业投资评级与策略建议	22
6. 1 行业投资评级	22
6. 2 投资策略	23
6. 3 风险提示	25

图表目录

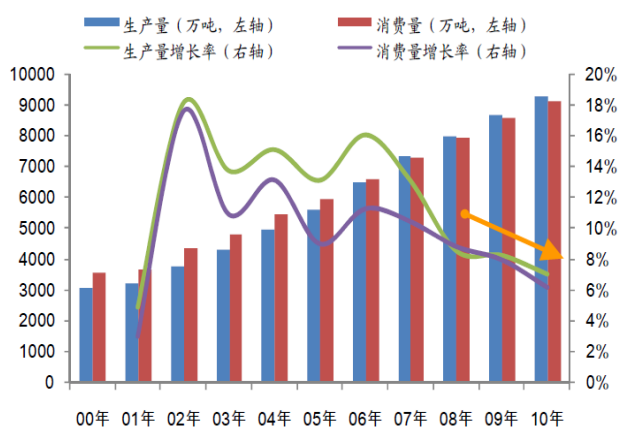
图 1: 我国历年纸品产量及销售情况	4
图 2: 我国历年纸品与经济的关系	4
图 3: 未来 5 年我国纸品产量预测	6
图 4: 未来 5 年我国纸品消费量预测	6
图 5: 2011 年计划投产的主要造纸项目	7
图 6: 造纸行业历年固定资产投资情况	8
图 7: 11 年各省淘汰产能分配计划	8
图 8: 09-11 年纸及纸板进口量	9
图 9: 06-11 年纸浆进口量	9
图 10: 进口废纸品种分布	10
图 11: 进口废纸产地来源分布	10
图 12: 11 年国内双胶纸出口量	10
图 13: 10-11 年国内双胶纸进出口均价	10
图 14: 11 年国内铜板纸出口量	11
图 15: 10-11 年国内铜板纸进出口均价	11
图 16: 11 年国内白板纸出口量	11
图 17: 10-11 年国内白板纸进出口均价	11
图 18: 欧洲市场针叶浆价格指数 (美元/吨)	12
图 19: 欧洲市场阔叶浆价格指数 (美元/吨)	12
图 20: 北美市场针叶浆价格指数 (美元/吨)	13
图 21: 6 月份美废 CIF 价格 (美元/吨)	13
图 22: 6 月份欧废 CIF 价格 (美元/吨)	14
图 23: 6 月份日废 CIF 价格 (美元/吨)	14
图 24: 废纸价格指数 (foex)	15
图 25: 进口废纸主港 CIF 价格指数	15
图 26: 11 年灰底白板纸 UMPAPER 价格指数	16
图 27: 07-11 年灰底白板纸 UMPAPER 价格指数	16
图 28: 11 年白卡纸 UMPAPER 价格指数	17
图 29: 07-11 年白卡纸 UMPAPER 价格指数	17
图 30: 11 年铜版纸 UMPAPER 价格指数	18
图 31: 07-11 年铜版纸 UMPAPER 价格指数	18
图 32: 11 年双胶纸 UMPAPER 价格指数	19
图 33: 07-11 年双胶纸 UMPAPER 价格指数	19
图 34: 11 年包装用纸价格指数 (foex)	20
图 35: 11 年文化用纸价格指数 (foex)	20
图 36: 11 年新闻纸价格指数 (foex)	20

一. 造纸行业总体增速趋于放缓

1. 1 行业产销量总体趋于放缓

- 近 2 年来，中国在纸和纸板的生产量和消费量方面均位居世界第一。据中国造纸协会调查资料，2010 年全国纸及纸板生产企业有 3700 多家，全国纸及纸板生产量 9270 万吨，较上年 8640 万吨增长 7.29%。消费量 9173 万吨，较上年 8569 万吨增长 7.05%，人均年消费量为 68 千克（13.40 亿人），比上年增长 4 千克。2010 年比 2000 年生产量增长 203.93%，消费量增长 156.59%，2000~2010 年间，纸及纸板生产量年均增长率为 11.76%，消费量年均增长率为 9.88%。
- 但是，从产销量增长速率的变化来看，在经历了 02 年与 05 年造纸行业的大副增长之后，国内纸业消费增长总体呈下降趋势，增长率由 2004 年的 13.2% 下降到 2010 年的 7.0%；年新增消费量自 2007 年后逐年下降，至 2010 年为 604 万吨。自 2005 年以来这种变化导致了纸业消费在经济中地位的下降，表现为近年纸业消费增速一直低于经济增长速度，单位实际 GDP 纸的消费量持续下降，2010 年创出历史新低。

图 1：我国历年纸品产量及销售情况



资料来源：德邦研究

图 2：我国历年纸品与经济的关系

年份	消费量(万吨)	消费增量(万吨)	年增长率	GDP 增长率
2000	3,575	50	1.4%	8.4%
2001	3,683	108	3.0%	8.3%
2002	4,332	649	17.6%	9.1%
2003	4,806	474	10.9%	10.0%
2004	5,439	633	13.2%	10.1%
2005	5,930	491	9.0%	11.3%
2006	6,600	670	11.3%	12.7%
2007	7,290	690	10.5%	14.2%
2008	7,935	645	8.8%	9.6%
2009	8,569	634	8.0%	9.2%
2010	9,173	604	7.0%	10.3%

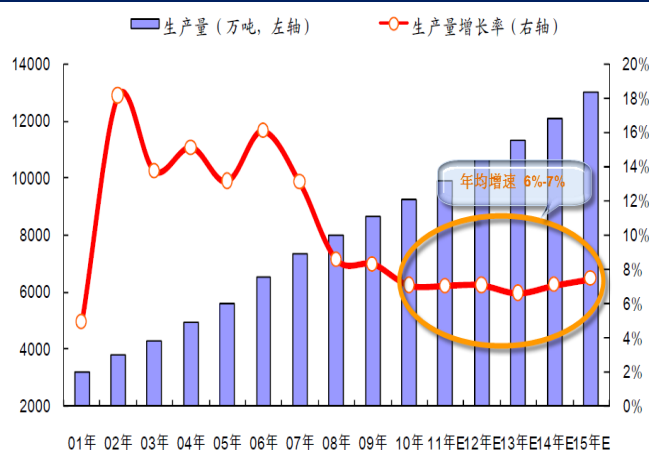
按具体纸种来分，具体的产量，占纸及纸板总产量的比例，产量的增长率，以及各项纸种消费量，占纸及纸板总消费量的比例，消费量的增长率如下：

- **新闻纸**生产量 430 万吨，占纸及纸板总产量 4.64%，同比增长-10.42%，消费量 423 万吨，占纸及纸板总消费量 4.61%，同比增长-8.24%；
- **未涂布印刷书写纸**生产量 1620 万吨，占纸及纸板总产量 17.48%，同比增长 7.28%，消费量 1590 万吨，占纸及纸板总消费量 17.33%，同比增长 6.21%；
- **涂布印刷纸**生产量 640 万吨，占纸及纸板总产量 6.90%，同比增长 8.47%，消费量 549 万吨，占纸及纸板总消费量 5.98%，同比增长 18.57%；
- **铜版纸**生产量 555 万吨，占纸及纸板总产量的 5.99%，同比增长 11.00%，消费量 480 万吨，占纸及纸板总消费量 5.23%，同比增长 20.30%；
- **生活用纸**生产量 620 万吨，占纸及纸板总产量 6.69%，同比增长 6.90%，消费量 567 万吨，占纸及纸板总消费量 6.18%，同比增长 7.18%；
- **包装用纸**生产量 600 万吨，占纸及纸板总产量 6.47%，同比增长 4.35%，消费量 612 万吨，占纸及纸板总消费量 6.67%，同比增长 4.26%；
- **白纸板**生产量 1250 万吨，占纸及纸板总产量 13.48%，同比增长 8.70%，消费量 1254 万吨，占纸及纸板总消费量 13.67%，同比增长 8.10%，
其中，**涂布白纸板**生产量 1200 万吨，占纸及纸板总产量 12.94%，同比增长 9.09%，消费量 1204 万吨，占纸及纸板总消费量 13.13%，同比增长 8.47%；
- **箱纸板**生产量 1880 万吨，占纸及纸板总产量 20.28%，同比增 8.67%，消费量 1946 万吨，占纸及纸板总消费量 21.21%，同比增长 7.57%；
- **瓦楞原纸**生产量 1870 万吨，占纸及纸板总产量 20.17%，同比增长 9.04%，消费量 1889 万吨，占纸及纸板总消费量 20.59%，同比增长 7.45%；
- **特种纸及纸板**生产量 180 万吨，占纸及纸板总产量 1.94%，同比增长 20.00%，消费量 164 万吨，占纸及纸板总消费量 1.79%，同比增长 13.89%。

1.2 未来产销量增速放缓趋势将延续

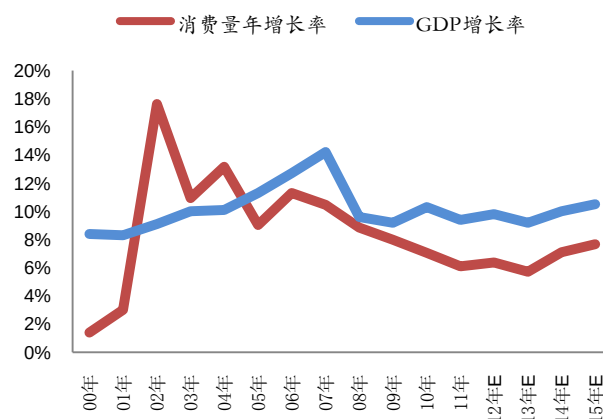
- 按照行业内公司在 2011-2015 年间投产和计划投产的项目预测，未来 5 年我国造纸产能的增量约为 3500 万吨，在 2015 年我国造纸行业的总产能将达到 1.35 亿吨，纸及纸板生产量年均增长率约为 6-7%，行业供应增速将继续趋于放缓。
- 根据 2000~2010 年间纸品消费及其与经济的关系，我们发现纸品的消费量除在 2002~2014 年间高于 GDP 的增速以外，消费量自 2007 年后逐年下降，增速明显低于 GDP 的增速并呈现出加速下滑的迹象。我们按照 2011-2015 年间，GDP 增长率分别为 9.4%、9.8%、9.2%、10% 以及 10.5% 假设，预计未来 5 年纸品的年均消费量增速保持在 6% 左右。

图 3： 未来 5 年我国纸品产量预测



资料来源：德邦研究

图 4： 未来 5 年我国纸品消费量预测



1.3 今年下半年总体供需关系不容乐观

- 我们统计了 2011 年已经投产和计划投产的国内主要造纸项目的产能，全年新增产能巨大为 920 万吨，全年的产能增量占目前国内总产能的 9%。其中上半年有 766 万吨，下半年只有 154 万吨。
- 以投产或计划投产时间测算的有效产能为 534 万吨，占总产能的 5%。投放时

间集中在第二季度：上半年将新增产能 766 万吨占全年增量的 83%，尤其第二季度投产 536 万吨占全年增量的 58%，这个压力对于下半年而言非常现实。这种大规模而又集中的产能投放将对下半年的供需关系产生不利影响。

- 在 2011 年 GDP 增长 9.4% 的假设下，我们测算当年纸业需求量为 9,733 万吨，较上年增 560 万吨，需求量的增量仅占到全年新增产能的 5% 左右。考虑到产能集中投放特点，我们对下半年纸业供需关系表示谨慎。

图 5： 2011 年计划投产的主要造纸项目

所属公司	纸种	设计产能 (万吨/年)	投产\计划投产时间
上半年		766	
武汉金凤凰纸业	瓦楞纸	20	2011-01
玖龙纸业	箱板纸	40	2011-01
玖龙纸业	瓦楞纸	30	2011-01
华泰股份	铜版纸	70	2011-01
华泰股份	新闻纸	40	2011-01
福建联盛纸业	瓦楞纸	30	2011-03
河南白云纸业	文化纸	20	2011-04
浙江永泰纸业	箱板纸	20	2011-04
劲达兴	铜版纸	20	2011-05
晨鸣纸业	铜版纸	80	2011-05
晨鸣纸业	文化纸	45	2011-05
河南龙源纸业	白纸板	15	2011-05
广东金盛纸业	瓦楞纸	10	2011-05
浙江金龙纸业	白面牛卡	30	2011-05
山东仁丰纸业	瓦楞纸	10	2011-05
保定东方纸业	瓦楞纸	36	E2011-06
恒兴纸业	白卡	15	E2011-06
广西华成纸业	文化纸	20	E2011-06
玖龙纸业 (27#)	白纸板\白卡	55	E2011-06
玖龙纸业	箱板纸	45	E2011-06
玖龙纸业	瓦楞纸	35	E2011-06
浙江吉安纸容器	箱板纸	80	E2011-06
下半年		154	
太阳纸业	文化纸	30	E2011-07
华金纸业	白卡	24	E2011-08
玖龙纸业 (34#)	白纸板	55	E2011-10
亚太纸业(广东)	文化纸	45	E2011-12
全年合计		920	

资料来源：德邦研究

1. 4 行业固定资产投资增速下滑有望缓解供需压力

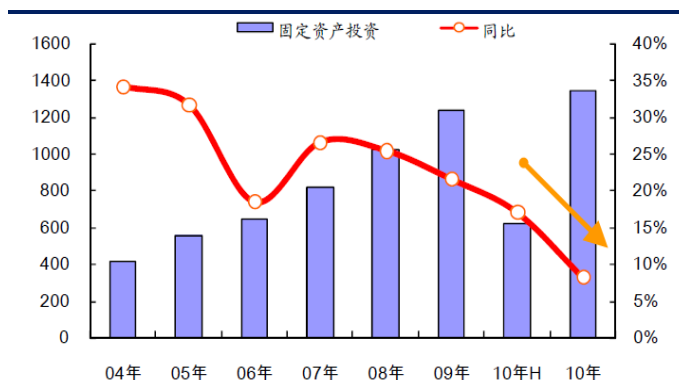
- 造纸行业在经历了前期高速增长的投资规模后，行业在 2010 年的固定资产投资增速明显下滑，仅为 8.2%，2011 年上半年的整体固定资产投资规模也仅为

405 亿左右。依据一般 1-1.5 年的建设周期来算，行业供给可能在 2012 年开始减弱，进而供需关系有可能缓和，利润水平有往小幅提升。

1.5 “节能减排”有望缓解未来供需压力

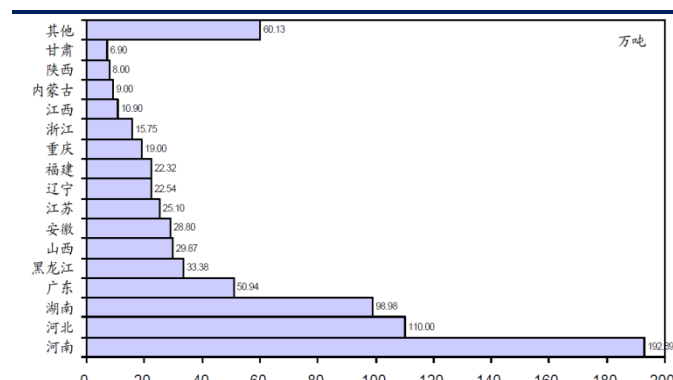
- 根据国家宏观政策要求，“十二五”期间，国家限制和淘汰类企业规模巨大，工信部 5 月份就下达了 2011 年纸业 744.5 万吨淘汰落后产能的目标任务，比 2010 年 432 万吨指标大幅提升 72%。对于淘汰落后产能集中的纸种，仍将以文化纸、低档包装纸（箱板纸、瓦楞纸、白板纸）及生活用纸为主。此次计划引入目标完成的财政奖励制度，这将对 2011 年以及未来的新上项目，减缓供给压力产生一定的积极影响。但因淘汰标的确定及淘汰过程并不透明，上述目标实现程度仍需观察。
- 淘汰造纸落后产能中央财政奖励范围：2011 年——单条年生产能力 5000 吨及以上的非木浆生产线；年生产能力 5000 吨及以上的化学木浆生产线；单条年生产能力 5000 吨及以上以废纸为原料的制浆生产线；2012 年——单条年生产能力 3.4 万吨及以上的非木浆生产线；年生产能力 1.7 万吨及以上的化学木浆生产线；单条年生产能力 1 万吨及以上以废纸为原料的制浆生产线；2013 年——单条年生产能力 3.4 万吨及以上的非木浆生产线；年生产能力 1.7 万吨及以上的化学木浆生产线；单条年生产能力 1 万吨及以上以废纸为原料的制浆生产线。

图 6：造纸行业历年固定资产投资情况



资料来源：德邦研究

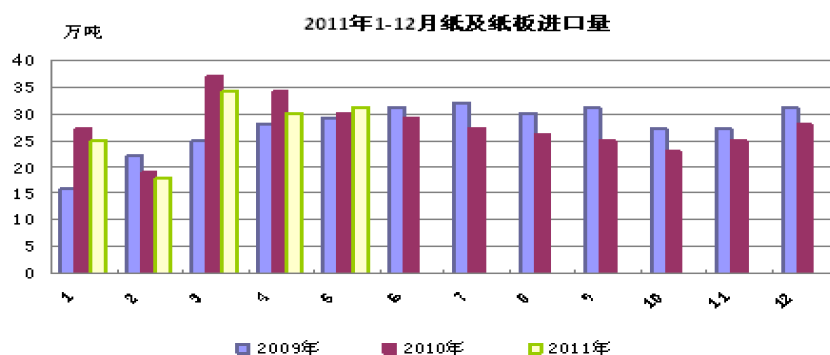
图 7：11 年各省淘汰产能分配计划



二. 今年上半年各类纸浆，以及纸品进出口情况

2.1 纸及纸板进口量：据海关统计显示，2011 年 5 月我国国内纸及纸板（未切成形）进口量为 31 万吨，合计 3764 万美元。2011 年 1 月份至今，总计进口量为 138 万吨，合计 1.67 亿美元。进口量累计比去年同期减少 6 万吨，然而进口金额却增加了 1.1 万美元。5 月进口均价为 1214 美金/吨，4 月进口均价为 1221 美金/吨，5 月环比下滑 0.57%。

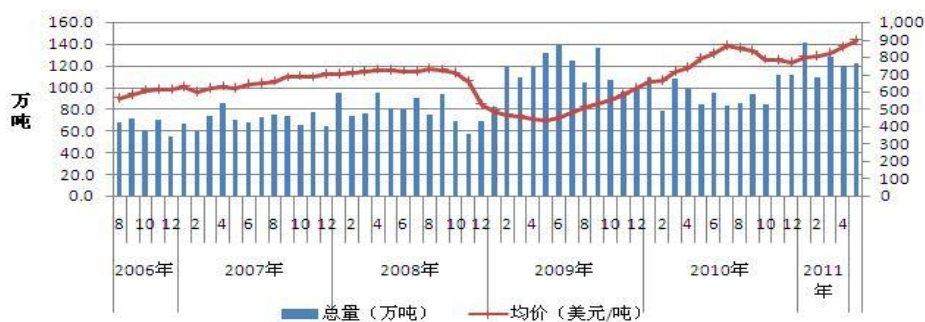
图 8：09-11 年纸及纸板进口量



资料来源：德邦研究，纸业联讯

2.2 纸浆进口量：5 月纸浆进口量从 4 月 120 万吨升至 122 万吨，进口总金额 10.9 亿美元，均价从 861 美元上涨 35.7 美元至 896.7 美元，1-5 月累计进口 619 万吨，比去年同期增 30.6%。

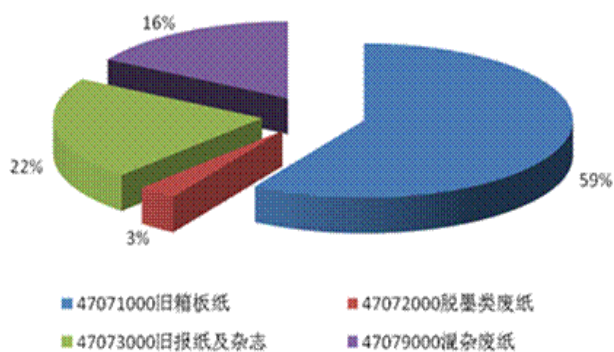
图 9：06-11 年纸浆进口量



资料来源：德邦研究，纸业联讯

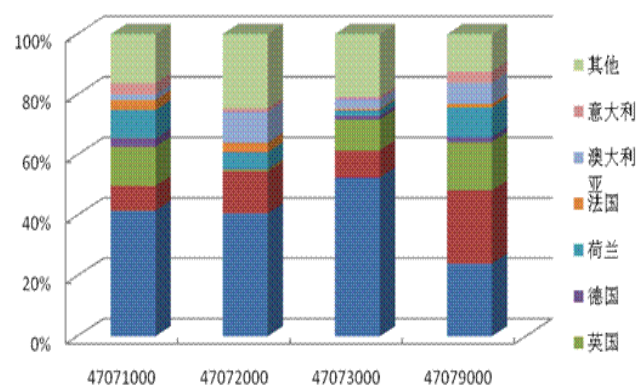
2.3 废纸进口量：4 月份我国进口废纸总量环比和同比都呈现减少趋势，其中 OCC 约 129.7 万吨；进口 ONP47.9 万吨；MIX36.59 万吨；脱墨类约 6.6 万吨。

图 10：进口废纸品种分布



资料来源：德邦研究，纸业联讯

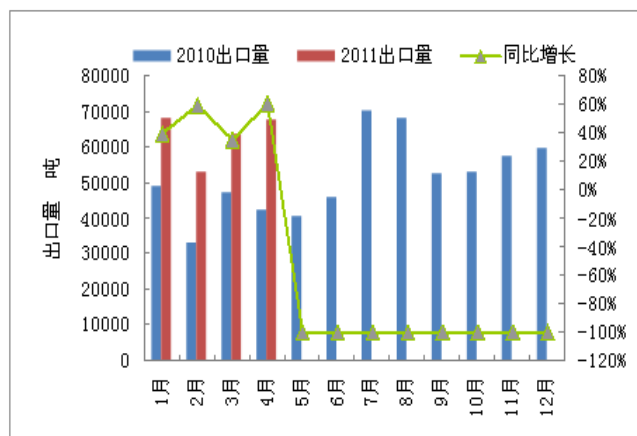
图 11：进口废纸产地来源分布



2.4 双胶纸进出口量：4 月份国内双胶纸进口量为 23901.564 吨，同比去年同期下滑 11.50%；出口量为 67748.834 吨，同比去年同期增长 60.13%，出口量增速明显高于进口量增速。

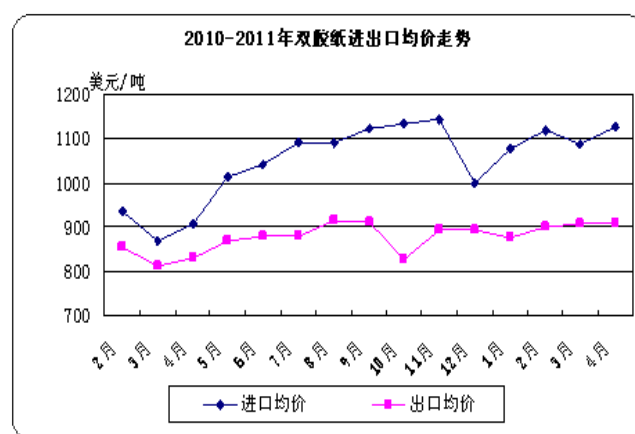
从价格上来看，国内双胶纸的进口均价从今年 3 月开始，呈上升态势，均价 1126 美元，环比上月上涨 3.68%；而出口均价却与前期基本持平，保持在均价 908 美元左右。

图 12：11 年国内双胶纸出口量



资料来源：德邦研究，纸业联讯

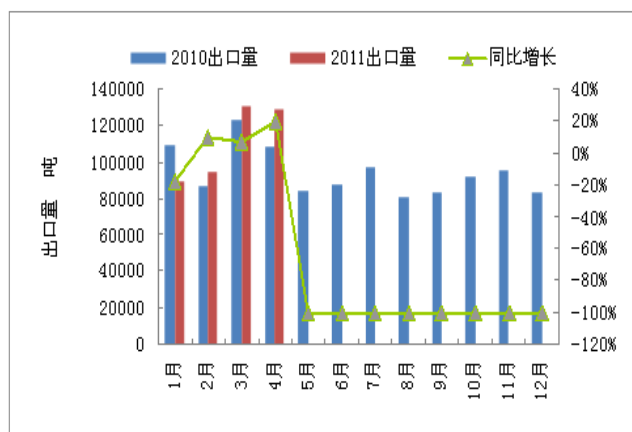
图 13：10-11 年国内双胶纸进出口均价



2.5 铜板纸进出口量：4 月份国内铜板纸进口量为 26626.430 吨，同比去年同期下滑 44.26%；出口量为 129261.475 吨，同比去年同期增长 19.40%。

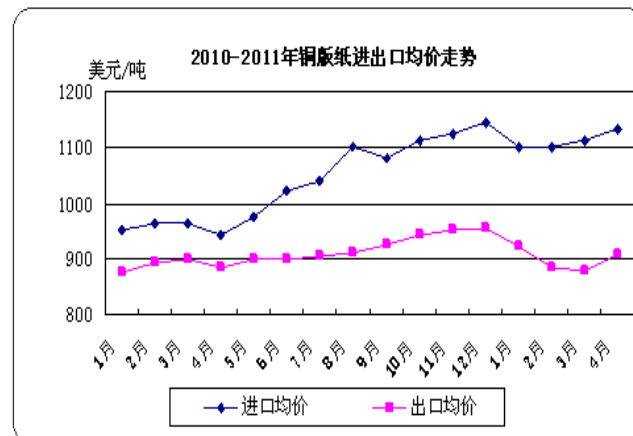
从价格上来看，国内铜板纸的进口均价 1132 美元，环比上月上涨 1.71%；出口均价 908 美元，环比上月上涨 3.42%。出口均价增速明显高于进口均价。

图 14：11 年国内铜板纸出口量



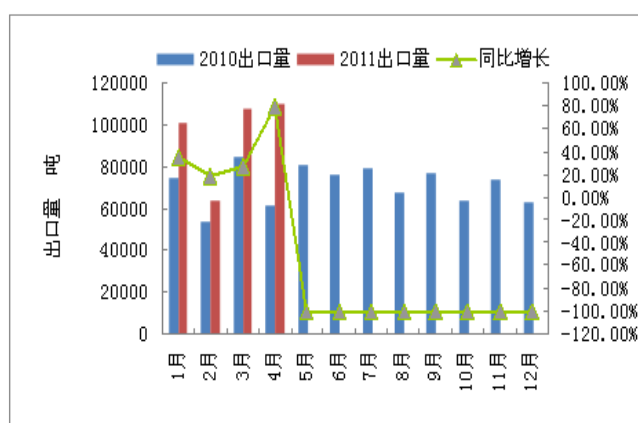
资料来源：德邦研究，纸业联讯

图 15：10-11 年国内铜板纸进出口均价



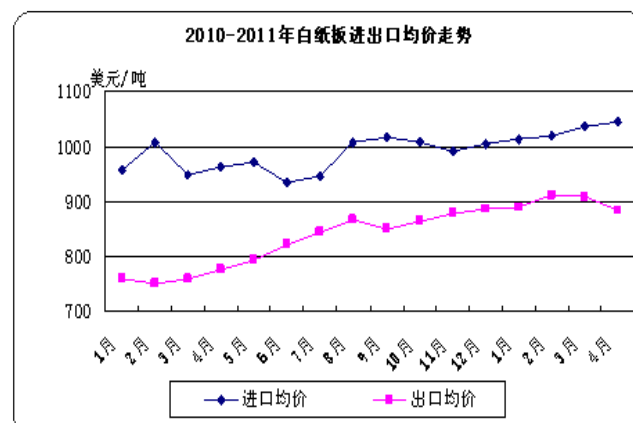
2.6 白板纸进出口量：4 月份国内白板纸进口量为 98455.211 吨，同比去年同期上升 38.84%，均价 1045 美元，环比上涨 0.97%；出口量为 109625.924 吨，同比去年同期增长 78.59%，均价 884 美元，环比下滑 2.75%。

图 16：11 年国内白板纸出口量



资料来源：德邦研究，纸业联讯

图 17：10-11 年国内白板纸进出口均价



三. 进口原材料未来价格走势

3. 1 国际针叶浆价格小幅上涨，阔叶浆价格相对平稳

木浆方面，11 年 1-6 月份国际木浆贸易价格中，欧洲市场及北美市场得针叶浆价格从年初开始，总计约涨价 120 美元/吨。欧洲市场的阔叶浆价格相对平稳，没有出现大幅的波动。

- 6 月份欧洲市场：以美元报价的针叶浆价格为 1014.55 美元/吨，环比上涨 4.55 美元/吨；以欧元报价的针叶浆价格为 700.27 美元/吨，环比下降 4.55 美元/吨；以美元报价的阔叶浆价格为 876.31 美元/吨，环比下降 9.65 美元/吨；以欧元报价的阔叶浆价格为 604.85 美元/吨，环比下降 0.27 美元/吨；
- 6 月份北美市场：以美元报价的针叶浆价格为 1028.29 美元/吨，环比上涨 8.5 美元/吨。

3. 2 预计下半年木浆大幅上涨可能不大，企业成本保持平稳

- 预计下半年国际木浆贸易价格中，欧洲市场及北美市场得针叶浆价格将继续保持小幅上涨的势头；而欧洲市场的阔叶浆价格将相对平稳，甚至出现小幅下跌。原材料成本压力不大，对于以木浆为主要原材料的企业影响较小。

图 18：欧洲市场针叶浆价格指数（美元/吨）

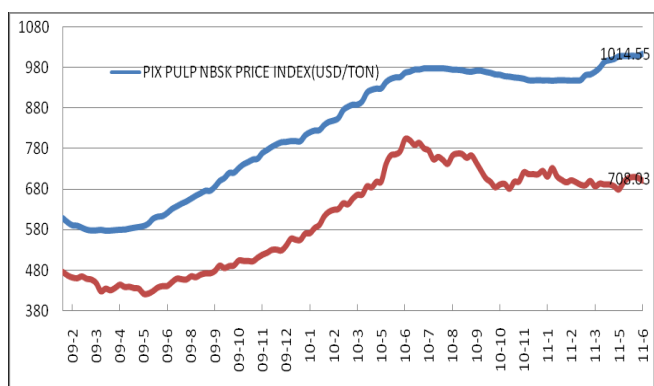


图 19：欧洲市场阔叶浆价格指数（美元/吨）

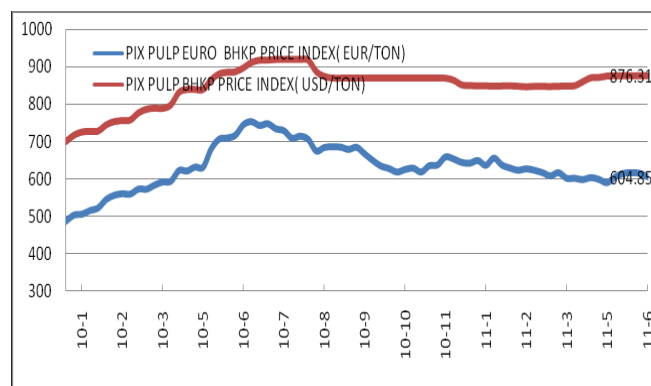
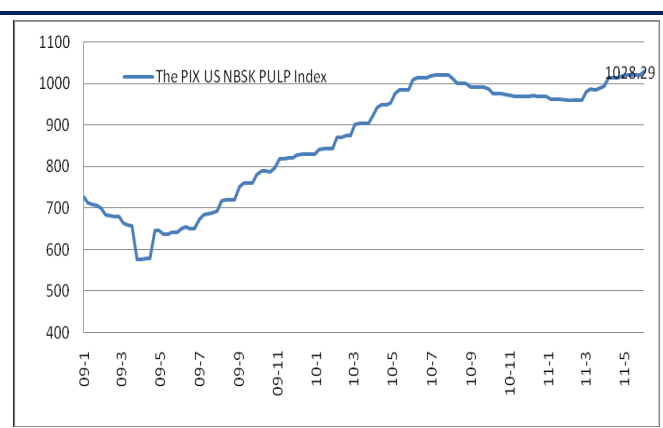


图 20：北美市场针叶浆价格指数（美元/吨）



资料来源：德邦研究，纸业联讯

3. 3 美废供应吃紧，MIX和OCC继续看涨

- 由于市场上供应货源吃紧，美废期货市场除 ONP 以外的标号本周大多保持上涨行情。美废 3#实单上涨至 240-241 美元，供应商大多称货量紧缺。由于下游新闻纸厂需求不佳，美废 8#继续持稳 250 美元。随着 MIX 和 ONP 的价差再度缩小至 10 美元以内，白板纸厂可能加大对 ONP 的采购量，ONP 价格将受到上行推动。9#成交 298-300 美元，10#报价 305-310 美元。11#报 273-275 美元，实单升至 270-272 美元。
- 下游方面，白板纸近期出现起色，价格上涨。箱板纸、新闻纸市场依然低迷，纸厂大多表示成本压力很大。由于供应商对后市供应仍持看低观点，因此短期内 OCC 行情可能继续上扬。

图 21：6 月份美废 CIF 价格（美元/吨）

美废	本周	上周	去年同期
3 #	240-241	235-238	165-170
8 #	250	248-250	195-200
9 #	297-300	297-300	220-225
10 #	305-310	305	230-235
11 #	270-272	268-270	205-210
13 # A	325-330	325-330	245-250
37 #	340-345	340-345	345-350

资料来源：德邦研究，纸业联讯

3.4 欧废外盘报价上涨，成交僵持

- 欧废外盘 OCC 报价上涨，但成交再现僵持，UKOCC 报 255 美元及以上，但由于华南地区接货者不多，主流成交价格依然徘徊在 250 美元左右。目前欧废市场供应面货源趋紧，而需求面继续低迷。近期可能再度出现报价空涨，但成交空盘的局面。欧废 A2 货源紧缺，零星报 234-235 美元；A9（8020）价格波动不大，零星成交 252 美元。
- 但下游方面纸厂对高价颇为抗拒，考虑到成品纸市场颇为低迷，纸厂跟涨报盘的意向很低。市场上高价实单零星，可谓成交僵持。

图 22：6 月份欧废 CIF 价格（美元/吨）

欧废	本周	上周	去年同期
A2 SoftMixed	232-234	230-232	160-163
UKOCC	250-255	248-250	180-185
A5（9010）	250-255	248-250	175-178
A9（7030）	245	240-245	180-185
A9（8020）	250-252	248-250	190-195

资料来源：德邦研究，纸业联讯

3.5 日废报价继续走高

- 日废期货市场外盘报价继续小幅走高，主港 3# 报 252-254 美元，高端暂无成交，实单 250 美元左右；8# 报 270-272 美元，供需基本平稳，价格暂无波动；11# 报 254-255 美元，实单小幅跟进，成交 252-253 美元。目前日废期货市场供应货源有限，供应商惜售看涨心态渐浓。

图 23：6 月份日废 CIF 价格（美元/吨）

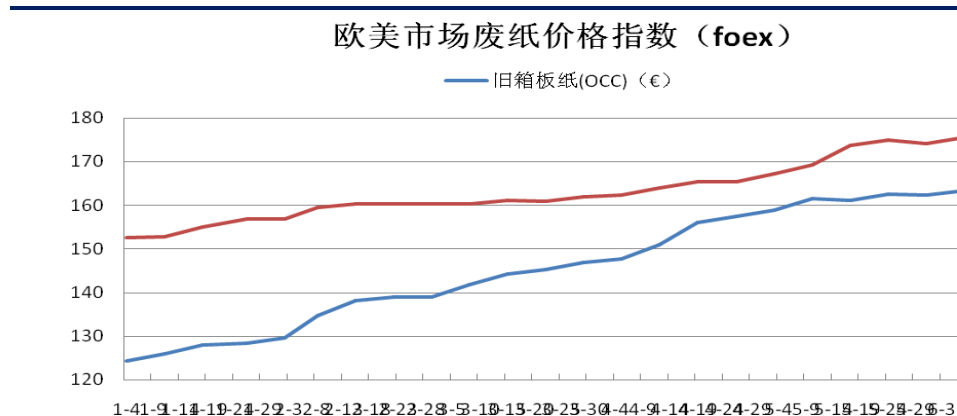
欧废	本周	上周	去年同期
3 #	250-254	247-248	170-175
8 #	270-272	270-272	200-205
11 #	252-255	248-250	190-195

资料来源：德邦研究，纸业联讯

3.6 预计下半年废纸浆价上涨，新闻纸企业压力较大

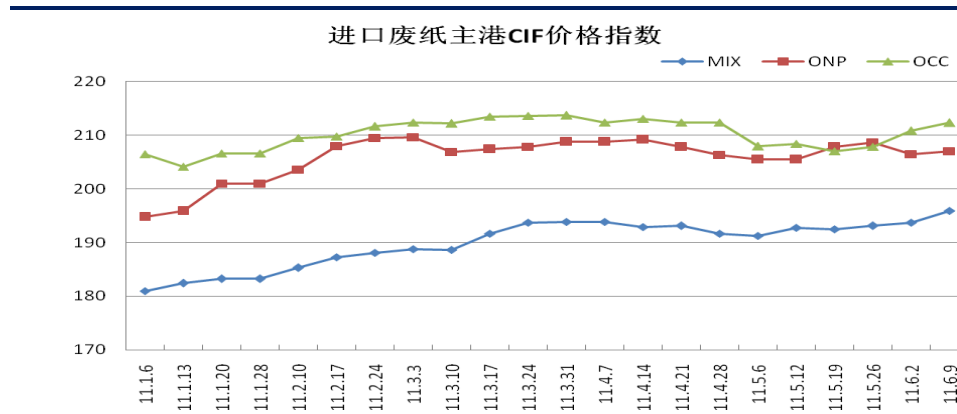
- 最新情况显示，在经历数周的低迷后来自中国市场的需求再度复苏，从美国或者欧洲出口到中国的废纸价格再次上涨。Foex 指数：旧箱板纸 (OCC) 为 163.36 欧元，旧新闻纸、旧杂志 (ONP/OMG) 为 175.56 欧元。
- 国际废纸浆原材料价格的继续上涨，必将增加相关企业的成本压力。其中，新闻纸由于受到新媒体的冲击市场低迷，原材料成本无法转嫁，面临的压力较大；而同样以废纸为原料的箱板纸，由于国内箱板纸行业集中度有望进一步上升，有助提升整体议价力，转嫁成本。

图 24：废纸价格指数 (foex)



资料来源：德邦研究，纸业联讯

图 25：进口废纸主港 CIF 价格指数



资料来源：德邦研究，纸业联讯

四. 分纸种的市场价格展望

4. 1 灰底白板纸上游提价，市场疲软，未来价格将以巩固为主

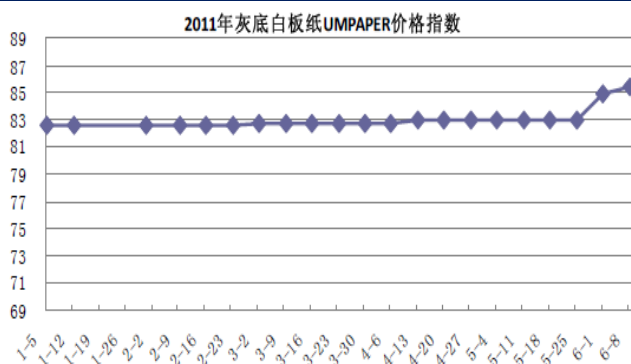
■ 灰底白板纸方面，后随着纸厂提价的执行，贸易商方面也开始跟涨，幅度 200 元/吨上下，提价暂对出货影响不大。以玖龙纸业海龙牌为例，目前 250g 贸易商出 5300-5400 元/吨上下。虽目前纸价并未达到近几年来的历史最高位，但已基本持平于去年同期水平。

■ 从成本角度看，近期主要原料废纸的价格处于窄幅震荡状态，使得其对成品纸后市的影响变得不明朗，预计 6 月市场整体售价稳定为主，不排除上下小幅波动的可能。

■ 后市预测：这波行情对上游纸厂出货普遍有小幅推动作用，但是近期市场需求依旧不旺，大量补货的下游客户鲜见。由于目前纸价已偏高，数纸厂仍表示盈利空间随着成本的上升已变得较小，预计短期内纸厂多将以巩固此轮上涨为主。

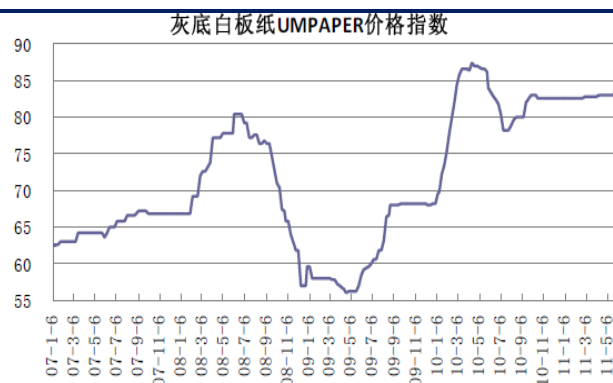
预计 6 月行情依旧将较疲软，主要是从国内二季度经济运行态势来看，明显弱于第一季度，包装类产品与经济发展相关性较大，因此预计 6 月行情仍将不乐观，好在近期新增产能释放较有限且各地开始有限电限产措施，使得供需处于相对波动不大的处境。

图 26：11 年灰底白板纸 UMPAPER 价格指数



资料来源：德邦研究，纸业联讯

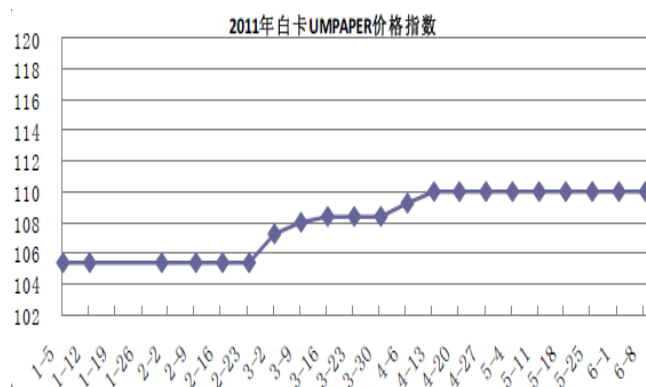
图 27：07-11 年灰底白板纸 UMPAPER 价格指数



4.2 白卡提价至高位将微幅让利，贸易商处于消化库存阶段

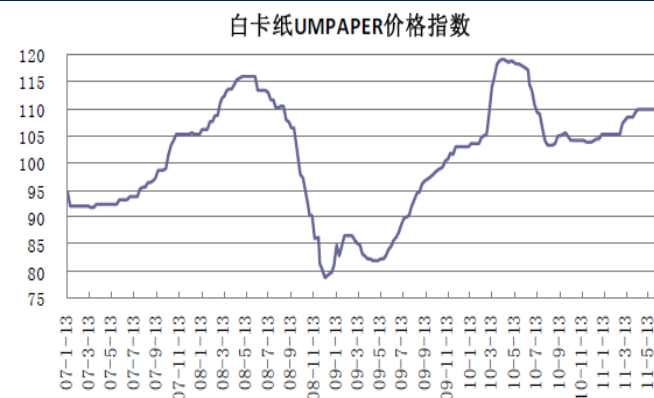
- 白卡方面，在经历了 3 月与 4 月的两次大幅提价之后，白卡纸价格已接近于历史高位。各地终端市场售价以稳定为主，但值得一提的是本周华南地区部分贸易商出货有微幅让利 50-100 元/吨，市场成交略显僵持。厂商方面，5 月底零星有白卡纸厂微幅让利 50 元/吨出货，而 6 月则又恢复坚挺报价。目前，晨鸣白杨白卡出厂到货报价稳于 7250-7300 元/吨。
- 成本方面浆价前期的下滑对成本压力有一定的缓解，
- 后市预测：白卡预计后市上游方面出货压力将进一步加大，纸厂将积极采取各种措施稳价的可能性较大，若效果平平，不排除部分库存压力大的纸厂微幅让利的可能。近期随着出货压力的增大，贸易商稳价出货的信心略受影响，有开始微幅让利的情况显现。贸易商方面前期补进库存仍在消化中，不倾向于近期补进，下游印厂方面开工率不乐观，对纸价上涨及备库都有一定抵触情绪。

图 28：11 年白卡纸 UMPAPER 价格指数



资料来源：德邦研究，纸业联讯

图 29：07-11 年白卡纸 UMPAPER 价格指数



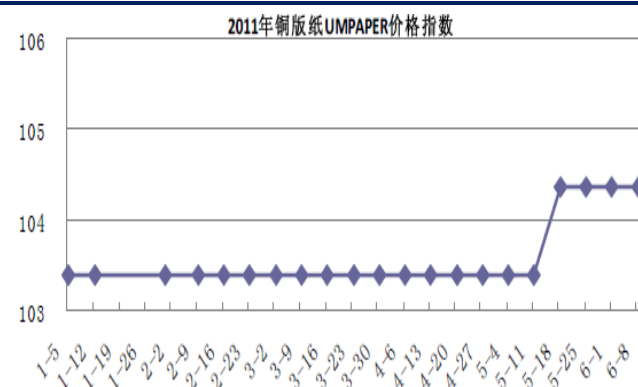
4.3 供需压力下，铜版纸价格受成本支撑，可能微幅走低

- 铜版纸方面，5 月整体售价走势方面较预期中好，售价并未有微幅松动迹象，反而有微幅上涨，主要是受金东纸业供应偏紧，坚决涨价带动影响，加之晨鸣

铜版纸项目推迟 6 月底投产及劲达兴纸业推迟到 5 月底投产,此外还有华泰纸业新投产铜版纸项目品质迅速提升报价持续上涨等因素影响,供需平衡并未在 5 月明显恶化。

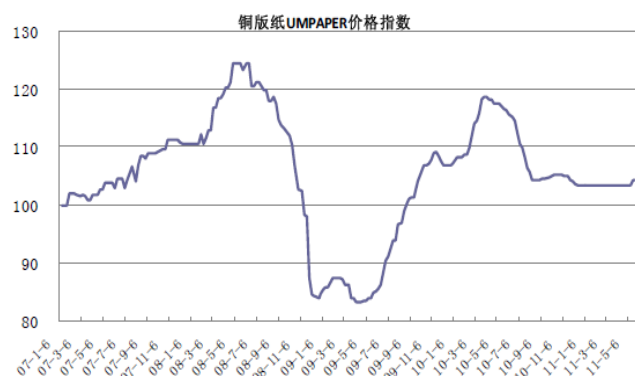
- 成本角度,近期浆价开始企稳而微幅上涨,对纸价企稳及微涨都起到了支持作用。
- 6 月纸厂出厂价持稳,以晨鸣雪兔为例 157g 出厂到货价报 6400-6500 元/吨,环比上月市场情况要走弱些,纸厂普遍认为出货压力较大,贸易商亦如此,售价方面多以实单实谈为主,在传统淡季中印厂多接单不足。
- 后市预测:同比 2010 年 6 月上旬,虽价格远低于同期,但市场成交情况较类似,都处于清淡状况,各家的出货压力也明显大于去年同期。虽去年 6 月起纸价开始走低,但预计今年不会出现去年大幅走低的情况,在成本高企的支撑下,若需求持续不好,不排除微幅走低的可能。

图 30: 11 年铜版纸 UMPAPER 价格指数



资料来源: 德邦研究, 纸业联讯

图 31: 07-11 年铜版纸 UMPAPER 价格指数



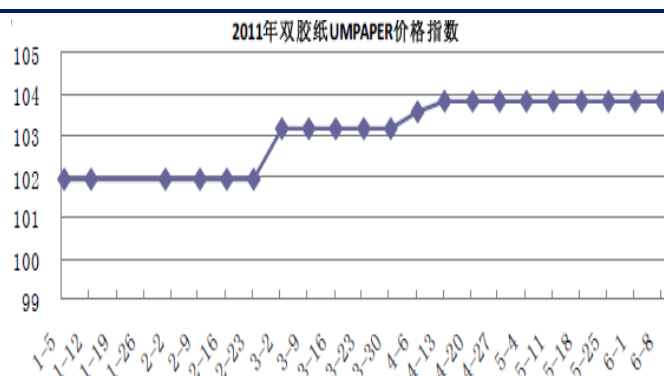
4. 4 双胶纸新增产能增强买方议价力, 价格下行压力较大

- 双胶纸方面, 5 月国内双胶纸市场整体持稳, 纸厂及贸易商观望氛围较浓, 短期内在需求不旺的前提下不敢贸然调价, 加之上月部分品牌微幅让利出货, 但对成交量的提升并未起到明显的促进作用, 故本月较少有厂再使用此策略。6 月仍有部分新增产能投产, 预计 6 月上游整体出货较差于 5 月, 库存压力将

加大，但大幅降价的可能性较小，预计僵持行情将持续。

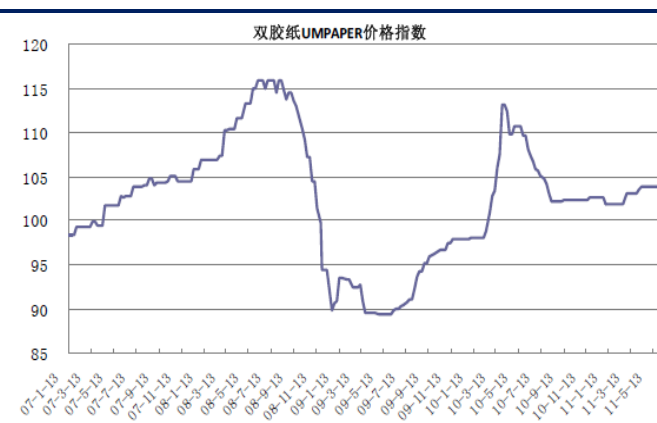
- 目前, 100g 双胶纸各品牌印厂接货价: UPM 报 6900-7200 元/吨; 金 7100-7300 元/吨; 金太阳 (21 号机) 7100-7350 元/吨; 晨鸣云镜 6750-6950 元/吨; 泉林 6000-6150 元/吨; 银鸽 6200-6350 元/吨; 白云 6100-6300 元/吨; 博汇 5800-6050 元/吨; 华劲 6450-6700 元/吨; 银河瑞雪 6750-6900 元/吨。
- **后市预测:** 6-8 月从传统角度看依旧是双胶纸市场较为僵持的阶段, 高企的纸价及订单的减少使得买方较为谨慎, 下游将保持按需补进, 贸易商出货一般, 以消化前期库存为主。新增产能近两年的释放将增强买方的议价能力, 预计短期内上下游依旧将处于微幅调整中, 价格下行压力较大。

图 32: 11 年双胶纸 UMPAPER 价格指数



资料来源: 德邦研究, 纸业联讯

图 33: 07-11 年双胶纸 UMPAPER 价格指数



4. 5 箱板纸及瓦楞原纸售价维持稳定

- 箱板纸及瓦楞原纸方面, 本周部分地区受限电影响, 其中华南地区因限电开工率降低, 下游的限产使得需求有下滑趋势, 上周大厂的提价难以执行, 江浙沪地区受限电影响出货略有好转, 售价方面基本维持稳定。
- 山东及华北地区近期虽未受限电影响, 但需求平平出货一般, 售价暂稳。现阶段河北地区箱板纸出货较为平稳, 售价基本持平前期, 以河北永新纸业为例, 120g 箱板纸 A 级出厂价报 4100 元/吨, 瓦楞原纸方面, 河北地区 110g 高瓦主流出厂价 3100 元/吨。

4.6 综合后市，上游库存压力较大；下游备库意愿较弱

- **从生产商的库存来看：**多数纸种集中在7月份，库存处于高位。虽因限电使得部分纸种减产，但销量下滑使得库存压力依旧较大。展望后市，夏季多处淡季，库存压力仍将偏大。
- **从中间商库存来看：**出货的普遍放缓使得贸易商消化库存为主。
- **从下游印刷厂的库存来看：**开工率略有下滑，多根据订单补进。展望后市，下游多看空后市，备库意愿较弱。

图 34：11 年包装用纸价格指数（foex）

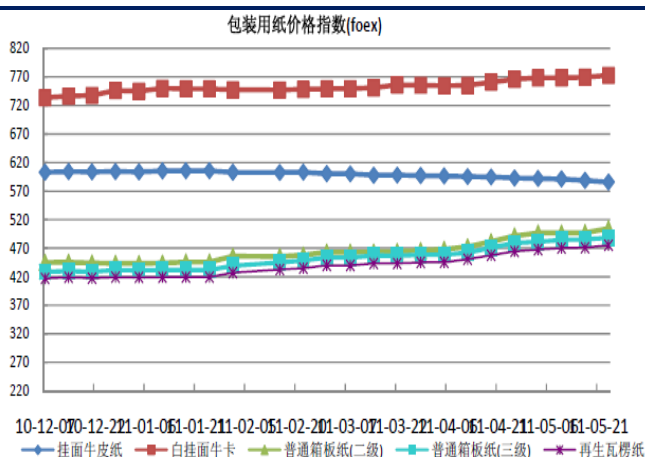


图 35：11 年文化用纸价格指数（foex）

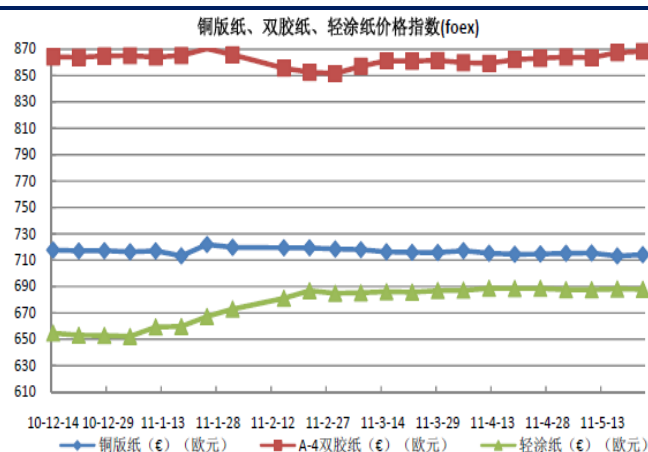
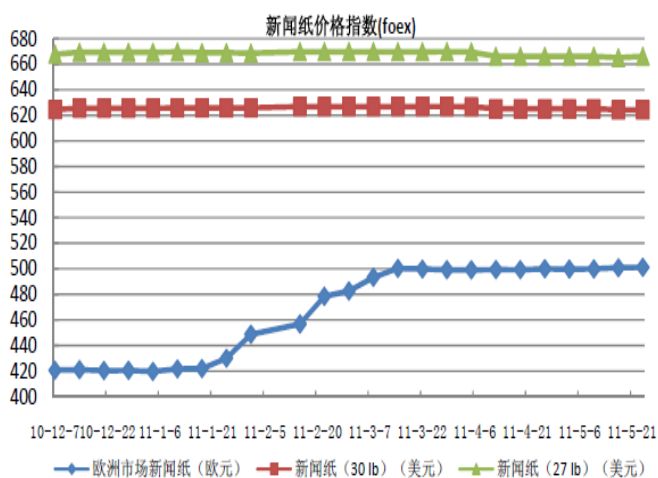


图 36：11 年新闻纸价格指数（foex）



资料来源：德邦研究，纸业联讯

五. 分纸种的未来增速预测

5.1 各纸种未来增速不一，看好包装用纸

各纸种未来增速不一，我们比较看好用于包装的高档白卡纸，瓦楞箱纸板；用于高档印刷的涂布书写纸；以及处于发展期的生活用纸。

- **瓦楞和箱板纸用于包装，未来十年增速与 GDP 同步：**未来五年，高于 GDP 增速。据总部设在法国巴黎的经合组织日前公布的 2011 年中期经济初评报告透露，在全球经济全面持续复苏和日本遭地震、海啸以及核泄漏重创背景下，除日本外的六个主要发达经济体今年上半年经济增长比预期强劲，按年率计算有望达到 3%。伴随全球经济的全面复苏，社会各界对于瓦楞包装的需求也与日俱增。中国瓦楞纸箱工业近年来年均增长率达 18%-20%。据预测，2013 年中国将超过美国，成为全球最大的瓦楞和箱板纸市场。
- **高档包装纸的发展空间将更加广阔，增长速度也更快：**据世界包装组织统计，2009 年世界包装产业总规模为 5638 亿美元，其中纸包装市场 2160 亿美元，占比 38%。与发达国家相比，中国包装消费人均很低，美国每年每人用于包装的费用为 311 美元，日本 460 美元，欧洲 385 美元，而我国大约在 12 美元左右，仅为发达国家的 3%-4%。随着中国经济的持续增长，城市化进程的继续加快，消费升级的大趋势将推动白卡纸对涂布白板纸消费形成替代，预计未来三年复合增长率将达到 15%。
- **涂布印刷书写纸仍然有比较大的发展空间：**发达国家的人均消费量是我国的十倍以上。根据 InfoTrends 的《北美定度纸调查报告》显示，至 2014 年，美国涂布纸的年复合增长率将达到 24.3%，达到 106 吨，因此，我国的涂布印刷纸仍有非常大的发展空间。非涂布印刷书写纸的情况比较复杂，上限难以估计，但由于教育事业的发展，未来五年内会增速 4%左右；未来五到十年之间，增速 3%左右。
- **生活用纸人均消费量与人均 GDP 非常相关：**因此发达国家的人均消耗给出了很好的参考。再生生活用纸在发达国家已拥有较高的普及率；而国内正处

于导入发展期，预计到 2015 年潜在市场容量约 70 万吨，市场存在巨大供需缺口。

- **新闻纸、印刷书写纸受到新媒体的冲击：**发达国家现在的人均消费量不能作为我国需求上限值的参考。我们对新闻纸的发展空间持谨慎态度。
- **铜版纸受“双反”，产能释放影响，供需压力较大：**铜版纸由于产能释放过大（包括晨鸣新投产的 80 万吨铜版纸），以及欧盟对中国铜版纸“双反”关税的征收，中国每年出口欧盟 20 万吨铜版纸将不可避免的转移至国内市场，铜版纸有进一步走坏的可能。

5.2 各纸张产能利用率情况不同，毛利率差异很大

2011 年，白卡纸与箱纸板仍是今年盈利能力较强的纸种，新闻纸，书写纸的毛利率较低。

- **新闻纸：**产能利用率 85.2%，加权平均毛利率约为 11%。
- **铜版纸：**产能利用率 81.7%，加权平均毛利率约为 16%。
- **未涂布印刷书写纸：**产能利用率 88.5%，加权平均毛利率约为 14%。
- **箱纸板：**产能利用率 90.5%，加权平均毛利率约为 17%。
- **白卡纸：**产能利用率略高于 93%，加权平均毛利率约为 22%。

六. 行业投资评级与策略建议

6.1 行业投资评级

- **从行业总体的产销增速趋势来看：**国内纸业消费增长总体呈下降趋势，2010 年创出历史新低。供应方面：我们按照行业内公司在 2011-2015 年间投

产和计划投产的项目，预测未来 5 年我国造纸产能的增量约为 3500 万吨，纸及纸板生产量年均增长率约为 6-7%；需求方面：我们按照 2011-2015 年间，GDP 增长率分别为 9.4%、9.8%、9.2%、10%以及 10.5%假设，预计未来 5 年纸品的年均消费量增速保持在 6%左右。总体而言，行业产销增速将继续趋于放缓。

- **从 11 年下半年供需的趋势来看：**在 2011 年 GDP 增长 9.4%的假设下，我们测算当年纸业需求量为 9,733 万吨，较上年增 560 万吨，需求量的增量仅占到全年新增产能的 5%左右。考虑到产能集中投放特点，我们对下半年纸业供需关系表示谨慎。
- **从库存和价格趋势来看：**多数纸种集中在 7 月份生产，上游库存处于高位。虽因限电使得部分纸种减产，但销量下滑使得库存压力依旧较大。出货的普遍放缓使得贸易商消化库存为主。下游开工率略有下滑，多根据订单补进。展望后市，夏季多处淡季，库存压力仍将偏大。下游多看空后市，备库意愿较弱。从国内二季度经济运行态势来看，明显弱于第一季度，因此预计下半年行情仍将不乐观。价格多以巩固为主，可能出现小幅的下跌。
- **基于上述行业分析，我们判断下半年纸业投资机会不明显，维持“中性”的投资评级。**

6.2 投资策略

- 虽然我们对造纸行业总体保持谨慎态度，但是各纸种未来增速不一，在投资策略上应酌情对待。我们比较看好用于包装的高档白卡纸，瓦楞箱纸板；用于高档印刷的涂布书写纸；以及处于发展期的生活用纸。对于受新媒体冲击的新闻纸，以及产能释放过大，涉及欧盟“双反”的铜版纸持谨慎态度。目前生产景气纸种的企业的估值仅有 15-20 倍，处于历史较低水平。
- 根据上述的行业分析以及投资逻辑，我们倾向于以下公司：

太阳纸业（002078）：公司是国内最大的高档涂布包装纸板生产基地，主

要产品有高档涂布包装纸板、高档工业用原纸、高级文化办公用纸等三大系列 150 多个品种规格。公司目前造纸产能为 130 万吨，与百安国际总投资 8 亿元合资建设的年产 9.8 万吨高档激光打印纸项目已于 06 年 3 月开始土建，将于 07 年 2 月建成投产；此外，公司与美国国际共同投资 4.8 亿美元在兖州建立了合资公司，进行涂布白卡纸和无菌液态包装纸的生产，该项目将填补国内纸业空白，结束无菌液态包装纸全部依赖进口的历史。

公司的四项投资项目涉及了林、浆、纸产业链的三个环节，形成完整的上中下游的产业链建设。短期来看，公司则将从包装用纸，以及溶解浆产品中获取高额利润，长期来看，完整的造纸产业链以及高端产品升级将使公司保持未来发展的可持续性。

我们给予 2011 年、2012 年 EPS 预测为 0.83 元，1.03 元，给予 2011 年 15 倍的 PE，目标价为 12.45 元，给予公司“买入”评级。

博汇纸业（600966）：作为业务以景气纸种白卡强力扩张的龙头企业，公司未来有望成为中国最大的白卡纸生产商，具有良好的发展空间。公司主要产品有“博汇”烟卡、涂布白卡纸、书写纸、牛皮箱板纸等，公司产品主要用户为大型出版社、印刷物资公司、印刷包装公司、大型烟厂等；公司在中国 30 个省、市、自治区建立了销售办事处，主要产品销售在西南，华南地区。2010 年，公司共计生产机制纸 100.12 万吨，销售机制纸 95.66 万吨，产销率达 95.55%。

目前，公司共拥有两条白卡纸生产线，1 号机设计产能 25 万吨，2 号线设计产能 35 万吨。2011 年公司没有新增产能的投放，利润增长点主要来自于去年投产的 35 万吨项目产能利用率的显著提高。

公司目前已自筹资金加银行融资，计划在江苏大丰港再新建一条 75 万吨的白卡生产线，预计在 2012 年底投产。届时公司白卡总产能将达到 135 万吨，超过宁波中华和太阳纸业，位居行业第一，市场集中度有望进一步提升至 20%。

我们认为公司合理的估值区间应为 8.93 - 10.45 元，给予公司“增持”的投资评级。

景兴纸业 (002067)：公司是全国最大的专业生产牛皮箱板纸生产企业之一，公司及其子公司可生产定量在 120g/m²—360g/m² 的 A 级、B 级牛皮箱板纸和高档白面牛卡纸。可生产定量在 110g/m²—180g/m² 的高强度瓦楞原纸；目前已成功开发 24g/m² 的油封纸。目前具有 2 国际先进水平的 4850mm 造纸流水线 1 条，90 年代国内先进水平的 2400mm、1600mm 等 11 条造纸流水线，生产的牛皮箱板纸在华东地区的市场占有率达 15%，并且与国际著名品牌和国内知名企业可口可乐、娃哈哈、上海烟草等建立长期密切的业务关系。我们认为公司合理的估值区间应为 8.27，给予公司“增持”的投资评级。

6.3 风险提示

- 1) 原材料价格变动
- 2) 行业产能集中投放
- 3) 国内经济增长低于预期
- 4) 行业需求低于预期

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%

中性 – Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%

减持 – Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。