

行业景气度下滑

2011 年 9 月造纸行业月报

投资要点:

- ◇ **产量稳步增长。**8月，全国机制纸和纸浆产量分别为962.9万吨和192.2万吨，与上月相比，分别增长1.62%和1.96%，与上年同期相比，分别增长16.43%和8%。从细分纸种来看，箱板纸的增长较快，而文化纸出现下滑。
- ◇ **浆价小幅下滑，废纸价格坚挺。**9月，国际浆价继续小幅下降。截止9月27日，北方软木牛皮浆（NBSK）欧洲市场美元报价比上月跌3.43%，硬木牛皮浆（BHKP）欧洲市场美元报价下跌3.78%。从全年走势来看，NBSK价格较坚挺，BHKP跌幅较大。从历史来看，目前的价格仍处于高位区间。进口废纸本月价格与上月价格相比基本持平，仍处于历史高位。
- ◇ **产品价格略有下降。**传统旺季，成品纸价格反倒略有下降。一方面是国内产能过剩，且仍不断有新增产能投产；另一方面，持续紧缩下，经济受到不利影响，下游需求下滑。细分子行业：文化纸价格下降较明显，包装纸价格基本持平。
- ◇ **三季报业绩不容乐观。**9家上市公司对前三季度业绩进行了预测，太阳纸业、景兴纸业、凯恩股份、安妮股份业绩较好，同比实现较大幅度的增长。我们预计，在成本上升和需求下滑的双重压力下，整个行业的三季度业绩不容乐观，很可能比中期业绩更差。
- ◇ **维持行业“中性”投资评级。**我们认为，行业的景气度仍在下滑，在需求不振，成本上涨等多重不利因素冲击下，这一趋势在短期内难以扭转，维持“中性”评级。重点公司，建议关注（1）岳阳林纸（600963）：资源禀赋优异、整合预期强烈；（2）景兴纸业（002067）、冠豪高新（600433）：子行业景气度高。
- ◇ **风险提示：**原料价格大幅上涨，需求下滑。

重点公司盈利预测及投资评级（2011/9/30）

股票名称	股价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
景兴纸业	6.33	0.23	0.34	0.43	27.95	18.62	14.72	谨慎推荐
冠豪高新	8.81	0.11	0.37	0.52	79.10	23.81	16.94	谨慎推荐
岳阳林纸	6.11	0.19	0.33	0.40	32.76	18.58	15.11	谨慎推荐

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

造纸行业

中性（维持）

风险评级：一般风险

2011 年 9 月 30 日

黄凡

SAC 执业证书编号：

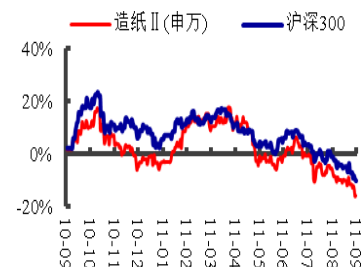
S0340511010003

电话：0769-22115935

邮箱：hf@dgzq.com.cn

细分行业评级

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

目 录

1.造纸行业回顾	3
1.1 产量稳步增长	3
1.2 浆价小幅下滑，废纸价格坚挺	3
1.3 产品价格略有下滑	5
1.4 三季度业绩前瞻	6
2.公司要闻回顾	6
3.行业评级与投资策略	7
3.1 9 月行业跑输大盘	7
3.2 维持中性评级	8

插图目录

图 1：机制纸月产量和同比增速	3
图 2：纸浆月产量和同比增速	3
图 3：未涂布印刷书写纸月产量和同比增速	3
图 4：箱板纸月产量和同比增速	3
图 5：漂白针叶浆价格走势	4
图 6：漂白阔叶浆价格走势	4
图 7：进口美废价格走势	4
图 8：进口日废价格走势	4
图 9：进口欧废价格走势	4
图 10：铜版纸价格走势	5
图 11：双胶纸价格走势	5
图 12：白板纸价格走势	6
图 13：白卡纸价格走势	6
图 14：本月行业走势	8
图 15：今年以来行业走势	8
图 16：9 月各主要版块走势	8

表格目录

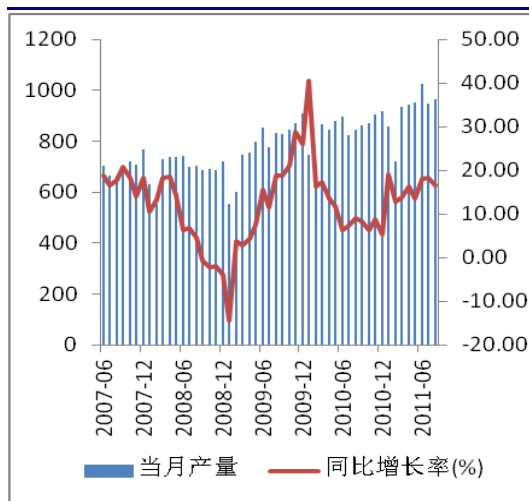
表 1：造纸行业上市公司前三季业绩预计情况	6
表 2：重点公司盈利预测及投资评级（2011/9/30）	9

1.造纸行业回顾

1.1 产量稳步增长

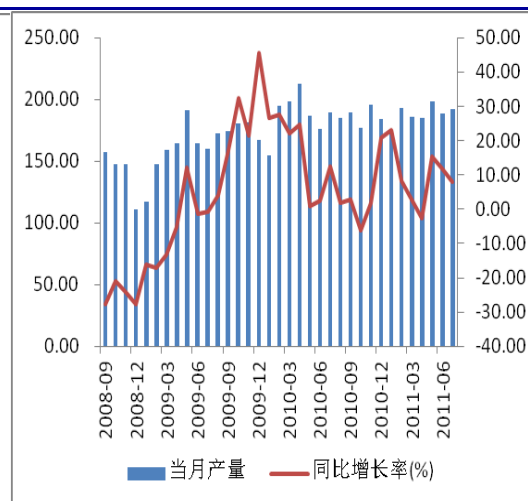
8 月，全国机制纸和纸浆产量分别为 962.9 万吨和 192.2 万吨，与上月相比，分别增长 1.62%和 1.96%，与上年同期相比，分别增长 16.43%和 8%。全年累计，机制纸和纸浆产量分别为 7344.58 万吨和 1501.58 万吨，同比分别增长 11.81%和 1.46%。

图 1：机制纸月产量和同比增速



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

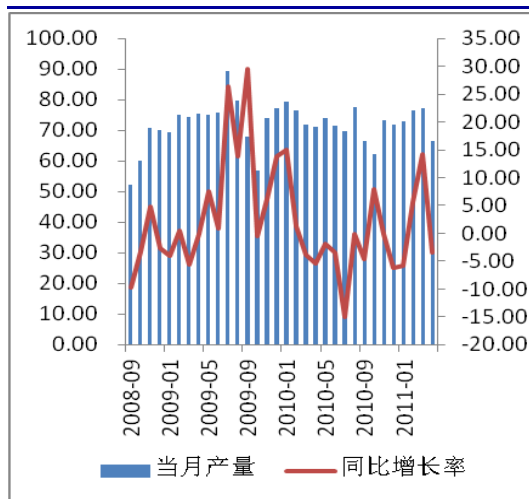
图 2：纸浆月产量和同比增速



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

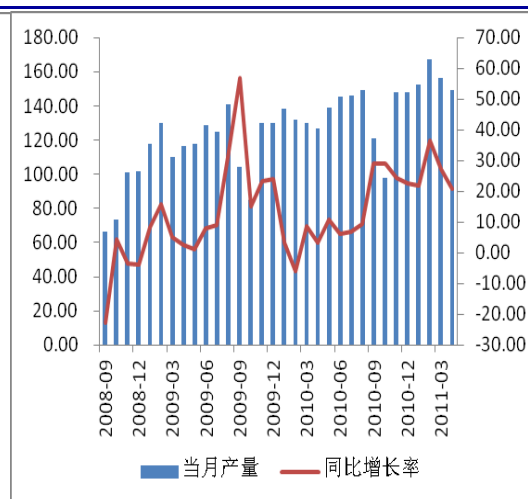
从细分纸种来看，箱板纸的增长较快，而文化纸出现下滑。未涂布印刷书写纸 8 月产量 66.62 万吨，同比环比分别下滑 3.41%和 14%；全年累计产量 567.11 万吨，同比下降 1.33%。箱板纸 8 月产量 149.35 万吨，同比增长 20.81%，环比下滑 4.58%；全年累计产量 1140.86 万吨，同比增长 16.87%。

图 3：未涂布印刷书写纸月产量和同比增速



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 4：箱板纸月产量和同比增速

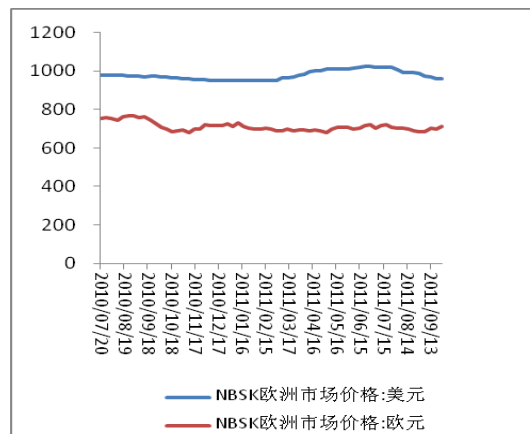


资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

1.2 浆价小幅下滑，废纸价格坚挺

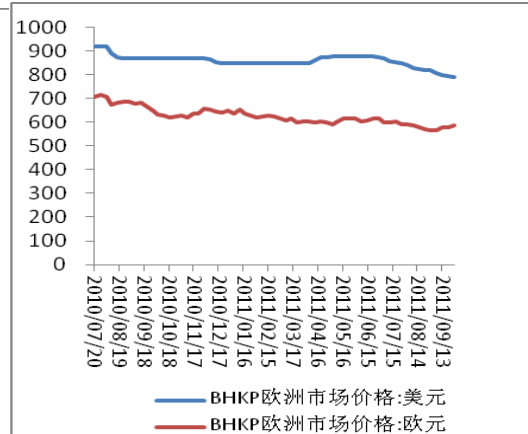
9 月，国际浆价继续小幅下降。截止 9 月 27 日，北方软木牛皮浆（NBSK）欧洲市场美元报价比上月跌 3.43%，欧元报价涨 3.43%；硬木牛皮浆（BHKP）欧洲市场美元报价下跌 3.78%，欧元报价涨 3.07%。由于，欧元 9 大月幅下跌，所以国际市场浆价实际是呈下降趋势。从全年走势来看，NBSK 价格较坚挺，BHKP 跌幅较大。NBSK 欧洲市场美元报价今年累计上涨 0.99%，欧元报价微跌 1.21%；BHKP 欧洲市场美元报价下跌 7.1%，欧元报价跌 9.39%。从历史来看，目前的价格仍处于高位区间。

图 5：漂白针叶浆价格走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

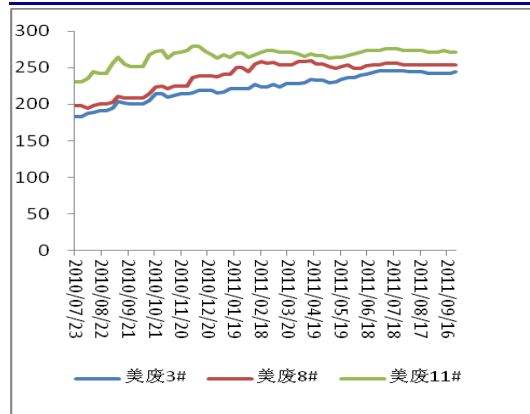
图 6：漂白阔叶浆价格走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

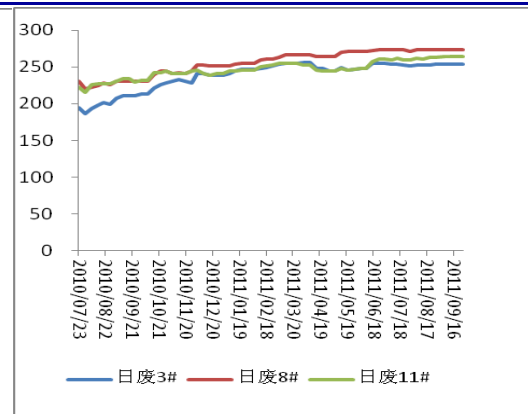
进口废纸价格上涨压力缓解，本月价格与上月价格相比基本持平。从历史走势来看，08 年底受金融危机影响，废纸价格触及历史低位后一路上扬，09 年底到 10 年初虽有短暂下滑，但很快延续上升，迄今已达到历史高位。

图 7：进口美废价格走势



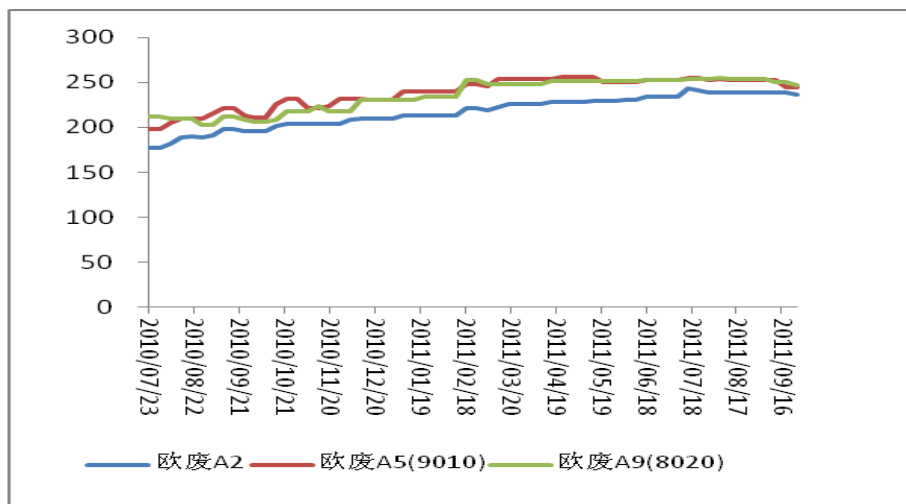
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 8：进口日废价格走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 9：进口欧废价格走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

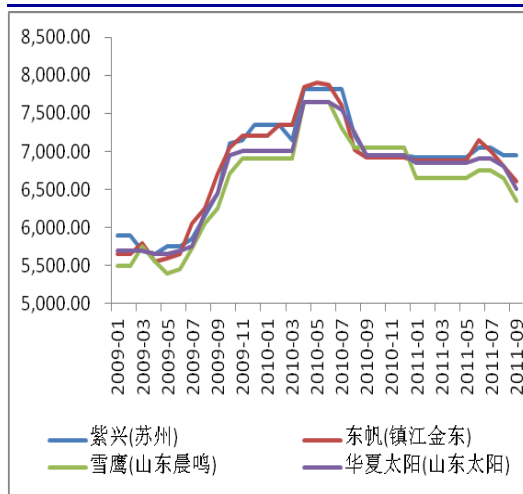
1.3 产品价格略有下滑

传统旺季，成品纸价格反倒略有下滑。一方面是国内产能过剩，且仍不断有新增产能投产；另一方面，持续紧缩下，经济受到不利影响，下游需求下滑。

随着消费习惯的趋势性改变，文化纸日益走向衰退已是不争的事实。铜版纸和双胶纸等文化纸从去年年末纸价下跌后，一直在低位徘徊。本月价格下降较为明显。

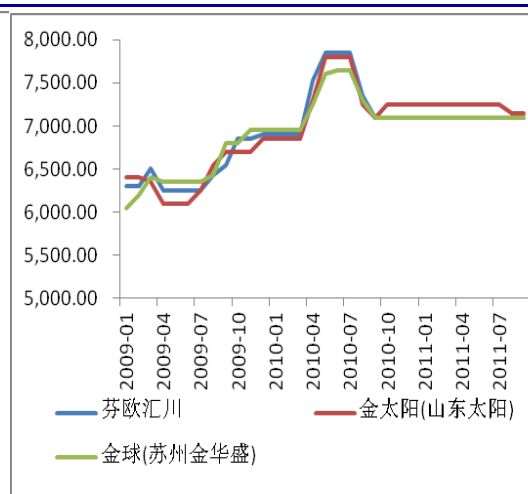
铜版纸：紫兴（苏州）本月价格与上月持平，东帆（镇江金东）、雪鹰（山东晨鸣）、华夏太阳（山东太阳）分别下调了 200 元/吨（-2.94%）、300 元/吨（-4.51%）、300 元/吨（-4.51%）。双胶纸：芬欧汇川、金太阳（山东太阳）、金球（苏州金华盛）价格均未变动。

图 10：铜版纸价格走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 11：双胶纸价格走势



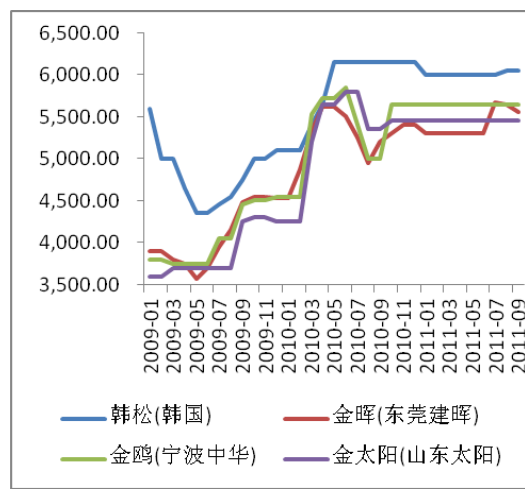
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

白板纸和白卡纸等包装纸的需求相对较好，因而价格下跌后迅速反弹，并维持在一个较高的水平。本月价格基本维持稳定。

白板纸：韩松（韩国）、金鸥（宁波中华）、金太阳（山东太阳）价格未变，金晖（东莞建晖）下调了 100 元/吨（-1.77%）。

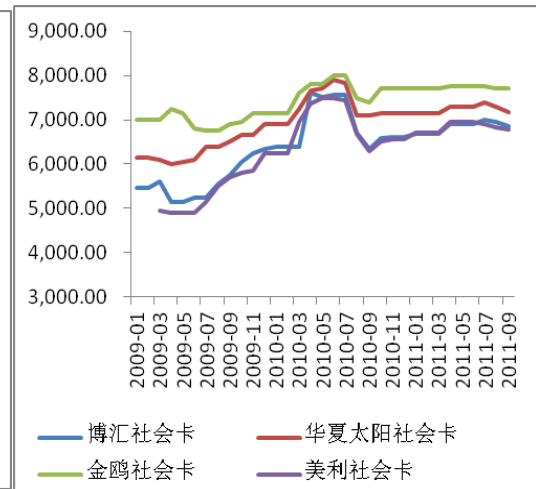
白卡：博汇社会卡下调 100 元/吨（-1.44%）、华夏太阳社会卡下调 125 元/吨（1.71%）、金鸥社会卡持平、美利社会卡下调 50 元/吨（-0.73%）

图 12：白板纸价格走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 13：白卡纸价格走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

1.4 三季度业绩前瞻

表 1：造纸行业上市公司前三季度业绩预计情况

代码	简称	预告类型	中期业绩情况
002067	景兴纸业	预增	归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长幅度为：60.00%~~90.00%
600793	ST 宜纸	预亏	预测 2011 年三季度续亏
000820	*ST 金城	预亏	归属于上市公司股东的净利润亏损约：13,000 万元,亏损减少约 50%
002078	太阳纸业	预增	归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长幅度为：0.00%~~20.00%
600103	青山纸业	预盈	预测 2011 年三季度续盈
600419	ST 天宏	预亏	预测 2011 年三季度首亏
002012	凯恩股份	预增	归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长幅度为：20.00%~~50.00%
002235	安妮股份	预增	2011 年 1-9 月,归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长幅度为：70.00%~~100.00%
002521	齐峰股份	预减	归属于上市公司股东的净利润比上年同期下降幅度为：60.00%~~70.00%

数据来源：东莞证券研究所，wind

9 家上市公司对前三季度业绩进行了预测，龙头公司太阳纸业、包装纸龙头景兴纸业、特种纸公司凯恩股份、安妮股份业绩较好，同比实现较大程度的增长，ST 宜纸、*ST 金城、ST 天宏均亏损，青山纸业预盈，齐峰股份预减。我们预计，在成本上升和需求下滑的双重压力下，行业的三季度业绩不容乐观，很可能比中期业绩更差。

2.公司要闻回顾

晨鸣纸业(000488):湛江木浆项目正式投产。湛江木浆项目计划投资总额 94.32 亿元人民币,设计年产能 70 万吨木浆生产线,配套 300 万亩原料林基地。目前,此项目已于 2011 年 8 月 29 日正式投产成功。

贵糖股份(000833)享受农林剩余物为原料的综合利用产品增值税优惠政策收到退税 300 万元

贵糖股份(000833)实际控制人变为广东省国资委

福建南纸(600163)拟将两宗土地合计 12853.68 平方米工业出让地由南平市土地收购储备中心进行收储

岳阳林纸(600963)拟申请注册发行 11 亿元人民币短期融资券

岳阳林纸(600963)向实际控制人诚通集团申请 2 亿元人民币的委托贷款,用于补充短期流动资金需求。

紫江企业(600210)申请 1 亿美元银团贷款额度

恒丰纸业(600356)控股股东股权无偿划拨至牡丹江国投

冠豪高新(600433)拟出资 3865 万元投资山东东平项目;拟出资 200 万元收购新港印务 5%股权,使其成为全资子公司。

冠豪高新(600433)公司常务副总经理兼董事会秘书辞职。

冠豪高新(600433)与湛江经济技术开发区财政局签订了《贷款贴息协议》,财政局安排 6000 万元给公司作为贷款贴息资金。

安妮股份(002235)拟以 1700 万元现金增持至美数码 25%股权。子公司北京至美数码拟以 1070 万元转让内蒙古至岁 70%股权。

安妮股份(002235)拟转让湖南中冶美隆纸业有限公司 95%股权,预计增加公司合并报表税前投资收益约 450-500 万。

华泰股份(600308) 1940.55 万元收购控股子公司东营华泰 25%的股权

太阳纸业(002078):收到政府财政贴息共计人民币 3133.04 万元。

博汇纸业(600966)开展 4 亿人民币的售后融资租赁业务。

民丰特纸(600235)拟更换总经理

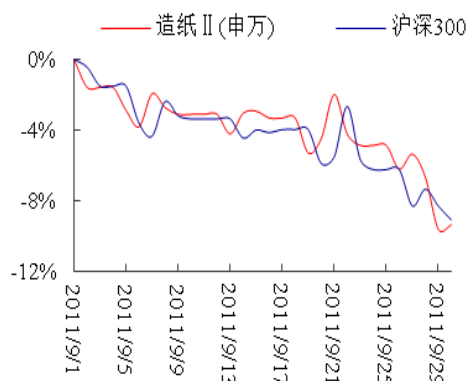
鸿博股份(002229)公司董事兼副总经理辞职

点评:综合而言,造纸公司很缺钱,纷纷采取各种措施筹措资金。造纸行业是资本密集型行业,国内造纸企业普遍追求大规模、大投入,在不断新增产能的同时,资金饥渴如影随行。2011 年中报报数据显示,A 股上市造纸公司平均负债率为 62.45%。在货币政策持续紧缩下,不断走高的利率必然将加大造纸公司的利息支出,降低其盈利水平。

3.行业评级与投资策略

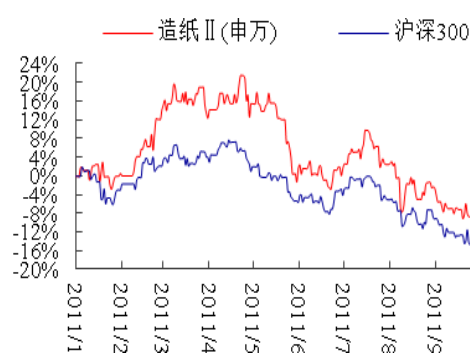
3.1 9 月行业跑输大盘

图 14：本月行业走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

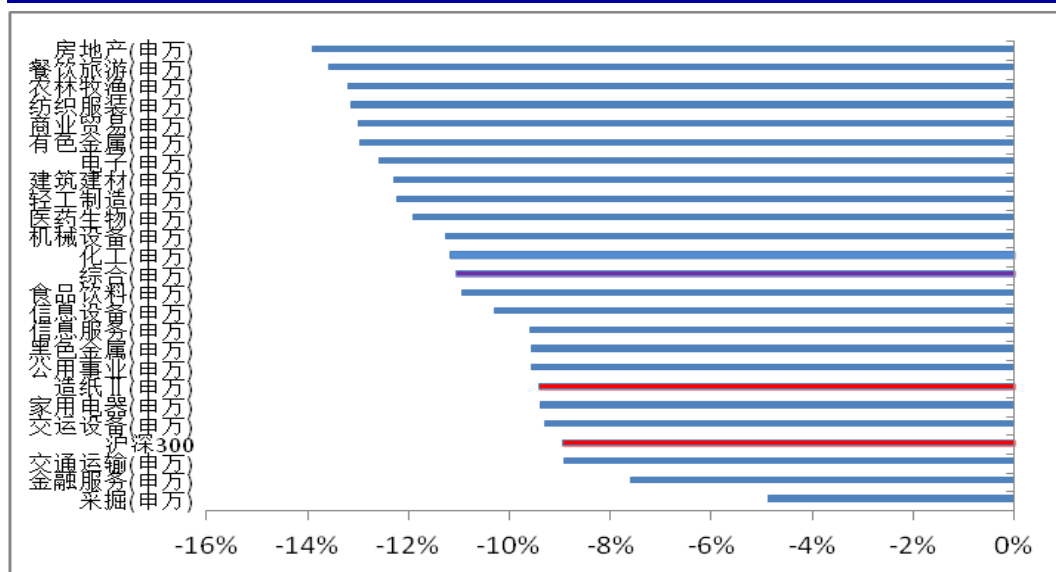
图 15：今年以来行业走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

从市场表现来看，在市场单边大幅下挫的 9 月，造纸行业走势基本于大盘同步，沪深 300 指数累计下跌 8.93%，申万造纸行业指数下跌 9.42%，相对大盘实现负收益 0.49%。在各板块中，造纸板块相对抗跌，跌幅相对不大。从今年年初至今的走势来看，行业整体跑赢大盘。行业累计跌幅 12.96%，同期沪深 300 指数跌 17.26%，行业相对沪深 300 指数正收益 4.3%。

图 16：9 月各主要版块走势



3.2 维持中性评级

本月，主要原材料纸浆开始小幅下行，废纸价格仍然坚挺。在传统旺季，产品价格延续上月跌势，整体而言，行业的景气度仍在下滑，维持“中性”评级。我们预计，这一下滑趋势在短期内仍将持续，暂时看不到好转的迹象。首先，国内经济受持续紧缩政策影响，增长放缓，而欧美市场亦需求不振，所以整个行业的下游需求下滑的势头很明显。与此同时，在行业产能过剩和集中度低的形势下，人力成本和原料成本的上涨难以传导出去。

重点上市公司方面，我们依然建议关注以下公司（1）岳阳林纸（600963）：资源禀赋优异、整合预期强烈；（2）景兴纸业（002067）、冠豪高新（600433）：子行业景气度高。

表 2：重点公司盈利预测及投资评级（2011/9/30）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS（元）			PE			评级	评级变动
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E		
000488	晨鸣纸业	5.76	0.56	0.67	0.90	10.21	8.60	6.40	中性	下调
002067	景兴纸业	6.33	0.23	0.34	0.43	27.95	18.62	14.72	谨慎推荐	维持
002078	太阳纸业	8.63	0.63	0.83	1.10	13.63	10.40	7.85	中性	下调
002511	中顺洁柔	22.35	0.68	0.93	1.34	32.84	24.03	16.68	中性	维持
600433	冠豪高新	8.81	0.11	0.37	0.52	79.10	23.81	16.94	谨慎推荐	维持
600567	山鹰纸业	4.03	0.24	0.24	0.33	16.46	16.79	12.21	中性	下调
600963	岳阳林纸	6.11	0.19	0.33	0.40	32.76	18.58	15.11	谨慎推荐	下调
600966	博汇纸业	6.44	0.32	0.54	0.64	19.93	11.93	10.06	中性	下调

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119450

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn