

# 行业景气上升 估值具备国际优势

## ——2008年造纸行业研究报告

□银河证券 叶云燕

受供求不断改善的推动，造纸行业主要产品产能利用率稳步回升。在行业景气度不断上升的背景下,主要产品价格经历了07年的上涨之后,我们预计08年均价仍将**有5%—10%**的上涨空间。产品价格的上涨将推动上市公司收入显著增长。

从股值角度看,A股造纸业07年平均PE在30倍左右,与国际同业相当。而国内造纸行业和上市公司的成长速度则明显高于国外同行,投资价值得以彰显，维持对行业的“推荐”评级。

需求仍将强劲增长

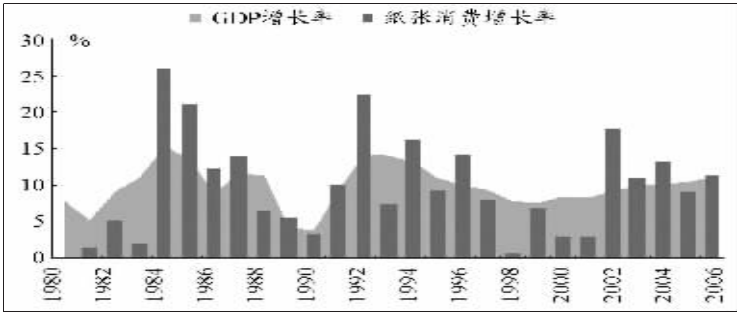
图书和期刊总印张数增长率虽然有起有落，但是其近几年复合增长率维持在**3%—5%**之间。受益于教科文事业的发展，图书和期刊的总印张数将保持**5%**左右的稳定增长，文化纸需求增长也将保持相对稳定的增长。

新闻纸的需求主要受报业的影响。我国报纸的总印张数在1995—2004年间复合增长率高达**17%**,带动了新闻纸的消费增长。05、06年报纸总印张数的增幅明显回落，导致新闻纸在05、06年的消费增长回落。08年奥运会期间，新闻和广告量的加大将刺激报纸总印张数的大幅增长，因此我们对08年的新闻纸消费持乐观态度。

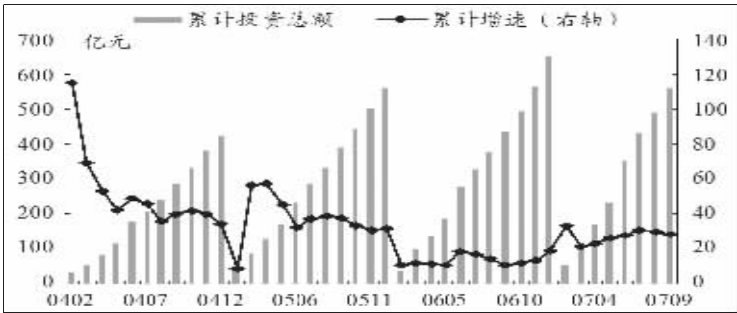
产能释放缓慢

从行业整体来看，固定资产投资从05年开始减速。按照投资周期计算，在07—08年应该处于产能投放周期的谷底。

纸张消费与GDP增长有非常高的相关性

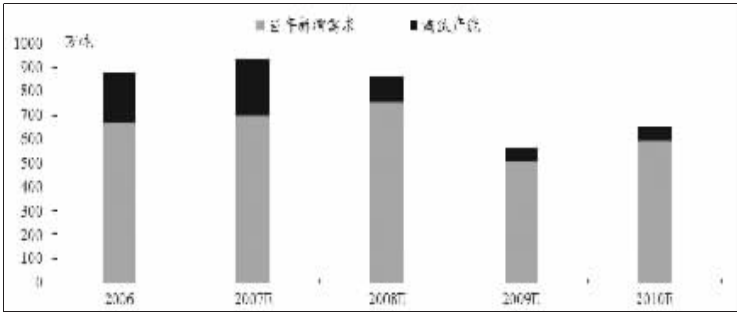


造纸业固定资产投资增速趋于平缓



以上资料来源:中国造纸协会,国家统计局,中国银河证券研究所

被淘汰落后产能与新增需求叠加



资料来源:中国造纸协会,国家发改委,中国银河证券研究所

分产品来看，主要产品07—08年都处于产能投放的萎缩阶段。统计数据显示,07—08年新闻纸、铜版纸和涂布白纸板的新投放产能都要

小于往年，其占原有产能比重也在降低。而箱板原纸(包括牛皮箱板纸和瓦楞纸)受几大厂商的扩张影响,在07—09年则处于产能投放周期的顶峰。其余诸如双胶、书写等文化用纸在07—08年则未见有大的在建项目。

落后产能的淘汰加剧了供求增长的不均衡。中央及各级政府加快了各地小造纸厂的关停力度。对行业产量的增长有进一步的制约作用。根据国家发改委的计划,“十一五”期间全国将淘汰的落后产能总计**650万吨**,2006—2010年分别淘汰**210.5万吨**、**230万吨**、**106.5万吨**、**50.7万吨**和**52.3万吨**;减排化学需氧量(COD)**47万吨**。

考虑淘汰产能的叠加作用,用以覆盖新增需求的增量产能相应增加。07年新增需求约**700万吨**,加上被淘汰的**230万吨**产能,当年需要新投放**930万吨**产能才能满足缺口。08年新增约**750万吨**国内需求,加上被淘汰落后产能**106万吨**，需要**856万吨**新投放产能才能弥补。

纸浆价格回落

我们预计07—09年商品浆需求增长速度低于**4%**,国际木浆需求增速将低于**4%**。我们预计,明年全球宏观经济将减速，因此带动木浆需求增长的下滑。全球木浆需求增长的一半来自中国，根据我们对今后两年新投产的纸机规模和种类来看，对木浆的需求增速将比往年有较大的回落。

中国国产浆线的陆续投产,将减缓中国对进口木浆的依赖程度。综合我们对产能和需求的展望,我们预计未来2年全球木浆的产能利

用率将持续下滑，从06年的**95%**下滑到08年的**90%**左右,09年将进一步下降到**90%**以下。

估值具备国际优势

即使与国际同行业相比,A股造纸公司也并未显得太贵。根据我们测算，行业龙头比北美公司要昂贵许多;与拉美和欧洲同行相比，只是略显昂贵；而与亚太市场同行相比,估值水平相当。但是相对于上海A股整体而言，造纸板块显得非常便宜。

我们预计的重点公司07—09年CAGR多数都要高于07年单年增速。相比于中国造纸业的高增长,国际造纸业处于自然增长状态，难于获得像中国造纸业诱人的增长。因此，如果考虑3年的复合增长能力,A股公司被低估得更加明显。

升值提升毛利率

我国造纸业原材料的进口依赖度依然非常大。废纸和木浆是国内造纸业最主要的原材料，一般占公司成本的**60%**以上。废纸进口依赖度为**52%**，木浆进口依赖度则接近**60%**。我们预计,08年人民币对美元升值幅度有望达到**10%**。人民币加速升值，将有利于降低进口原材料价格,提升国内企业的盈利能力。

我们采用业内最典型的成本构成参数，测算了新闻纸毛利率对废纸和汇率变动的敏感性。在废纸价格不变的情形下，人民币汇率升值**10%**,新闻纸毛利率将提高**4**个百分点；对铜版纸毛利率率的敏感性分析显示,在木浆价格不变的情况下，人民币汇率升值**10%**，铜版纸毛利率将提升**5**个百分点。

评级追踪

综合盈利预测调高的股票

代 码	公司名称	综合盈利预测(07)		综合评级系数		预测 人数	综合 评级
		当前	1个月前	当前	1个月前		
000723	美锦能源	1.3000	0.7500	1.50	1.00	2	买入
600470	六国化工	0.7261	0.4700	2.25	2.33	4	观望
600400	红豆股份	0.3500	0.2300	1.00	2.00	1	强力买入
002018	华星化工	0.9918	0.8306	1.33	1.00	6	买入
000562	宏源证券	2.1852	1.8776	2.29	2.18	7	观望
600316	洪都航空	0.5981	0.5250	2.00	2.33	6	买入
600493	凤竹纺织	0.3400	0.3000	2.00	2.00	1	买入
600596	新安股份	2.1117	1.9208	1.59	1.53	17	买入
000651	格力电器	1.8259	1.6691	1.29	1.29	17	买入
600812	华北制药	0.2082	0.1915	2.00	2.14	8	买入
002065	东华合创	1.1703	1.0770	1.40	1.50	5	买入
002154	报喜鸟	0.8882	0.8313	2.14	2.14	7	观望
600519	贵州茅台	3.6573	3.4337	1.48	1.58	25	买入
600880	博瑞传播	0.8768	0.8266	1.10	1.18	10	买入
000629	攀钢钢钒	0.4914	0.4651	1.77	1.75	13	买入

综合盈利预测调低的股票

代 码	公司名称	综合盈利预测(07)		综合评级系数		预测 人数	综合 评级
		当前	1个月前	当前	1个月前		
600029	南方航空	0.8159	0.8230	1.79	1.80	19	买入
000731	四川美丰	1.2117	1.2250	2.20	2.25	5	观望
002070	众和股份	0.6514	0.6586	2.00	2.00	8	买入
600011	华能国际	0.5957	0.6026	1.83	1.75	18	买入
601111	中国国航	0.5789	0.5873	1.54	1.55	24	买入
000527	美的电器	1.3042	1.3452	1.50	1.50	16	买入
600115	东方航空	0.3187	0.3312	2.08	2.00	12	买入
000767	漳泽电力	0.5060	0.5271	2.33	2.25	6	观望
601991	大唐发电	0.3559	0.3738	3.36	3.18	11	适度减持
600236	桂冠电力	0.4279	0.4522	2.23	2.17	13	观望
600060	海信电器	0.4540	0.4809	2.22	2.17	9	观望
000807	云铝股份	0.8381	0.8921	2.14	2.11	7	观望
600109	成都建投	2.1650	2.3133	2.50	2.67	2	观望
600591	上海航空	0.1431	0.1640	2.11	2.33	9	观望
600058	五矿发展	1.2850	1.4899	2.00	2.00	2	买入

点评：在本期综合盈利预测调高的15只个股中,美锦能源、六国化工和红豆股份三只个股07年盈利预测综合值较前一个月上调幅度最大,分别上涨**73.33%**、**54.48%**和**52.17%**。对于美锦能源,分析师认为,12月焦炭价格加速上涨以及强烈的集团资产预期增厚了公司业绩并为公司未来的发展提供了保障;对于六国化工,分析师认为在行业逐渐转暖且公司获得增值税免征后,作为行业龙头的六国化工未来发展仍值得期待;对于红豆股份,分析师认为,公司受资产注入与整合预期的影响,估值水平得以提升,而近日公司大股东增持该股,也为公司未来股价提升打下了基础。( 记者 魏静)

综合投资评级调高的股票

代 码	公司名称	综合盈利预测（0 7）		综合评级系数		评级 人数	综合 评级
		当前	1个月前	当前	1个月前		
600400	红豆股份	0.3500	0.2300	1.00	2.00	1	强力买入
002073	青岛软控	1.2581	1.2267	1.25	2.00	4	买入
000768	西飞国际	0.3137	0.3093	1.88	2.29	8	买入
600469	风神股份	0.6933	0.6678	1.25	1.50	4	买入
600801	华新水泥	1.2089	1.2089	1.65	1.94	17	买入
600316	洪都航空	0.5981	0.5250	2.00	2.33	6	买入
000822	山东海化	0.6784	0.5692	2.30	2.67	10	观望
000848	承德露露	0.6738	0.6540	1.75	2.00	4	买入
000550	江铃汽车	1.0386	1.0204	1.69	1.92	13	买入
600591	上海航空	0.1431	0.1640	2.11	2.33	9	观望
600583	海油工程	1.3352	1.3352	1.33	1.45	9	买入
000825	太钢不锈	1.7635	1.7767	1.45	1.58	11	买入
600004	白云机场	0.5373	0.5268	1.90	2.07	10	买入
600050	中国联通	0.2845	0.2829	1.72	1.87	18	买入
600019	宝钢股份	1.0957	1.0895	1.58	1.71	26	买入

代 码	公司名称	综合盈利预测( 0 7 )		综合评级系数		评级 人数	综合 评级
		当前	1个月前	当前	1个月前		
601939	建设银行	0.4500	0.4434	1.82	1.70	22	买入
600028	中国石化	0.9362	0.9367	2.00	1.86	16	买入
000686	东北证券	2.7643	2.7035	2.70	2.50	10	观望
002083	孚日股份	0.3823	0.3791	1.80	1.64	10	买入
601988	中国银行	0.3194	0.3188	2.22	2.00	18	观望
600075	新疆天业	0.8014	0.8086	2.00	1.80	6	买入
000001	深发展A	1.5987	1.5396	1.95	1.75	22	买入
000418	小天鹅A	0.6133	0.5975	2.25	2.00	4	观望
002129	中环股份	0.5174	0.5113	2.25	2.00	8	观望
000043	中航地产	0.9694	0.9600	2.00	1.75	5	买入
002068	黑猫股份	1.2212	1.2396	1.60	1.33	5	买入
601857	中国石油	0.9755	0.9745	2.45	1.91	11	观望
002018	华星化工	0.9918	0.8306	1.33	1.00	6	买入
000723	美锦能源	1.3000	0.7500	1.50	1.00	2	买入
000727	华东科技	0.3376	0.3300	1.50	1.00	2	买入

点评：在本期综合投资评级调高的15只股票中,红豆股份、青岛软控和西飞国际三只个股当前综合评级系数较一个月前上调幅度最大,分别上涨了**100%**、**60%**和**21.8%**。对于红豆股份,分析同上;对于青岛软控,分析师认为,公司新品的开发推广能力较强,现在仍处于上升轨道,未来公司高成长可期;对于西飞国际,分析师认为,近日公司定向增发终成正果，大股东顺利完成了整体的资产注入,集团新舟60飞机订单饱满，作为零部件的唯一供应商,公司未来5到10年成长性良好。( 记者 魏静)

说明：

- 1) 以上数据为今日投资财经资讯有限公司([www.investtoday.com.cn](http://www.investtoday.com.cn)) 对国内70多家券商研究所1800余名分析师的盈利预测和投资评级数据进行整理提供。
- 2) 评级系数:1.00-1.09强力买入; 1.10-2.09买入;2.10~3.09观望;3.10-4.09适度减持;4.10-5.00卖出。
- 3) 评级变动:取当前评级系数和上次评级系数的之差的绝对值,数值越大表明当前分析师对相关股票投资建议的调整越大。反之,则调整越小。
- 4) 上述数据提取时间:2008年01月23日(08:40)。

本版文章均摘自相关研究报告,未经作者核实,仅供参考,风险自担。

## 主要产品产能利用率上升

08年铜版纸产能利用率将回复到历史高点。在产能方面,我们预计07—09年间铜版纸产能复合增长率仅有**5.4%**。目前掌握的资料显示,07年中期太阳纸业新增**20万吨**产能,07年底山东泉林有**10万吨**规模纸机建成投产,此外没有其它的产能投放。即使是09年,也仅有金东在海南的**40万吨**项目投产,而日本王子在南通的**80万吨**项目则要到2010年才有可能投产。因此,我们判断一直到2009年底乃至2010年国内才会有大规模的铜版纸扩产。

涂布白板纸产能利用率将稳定在高位。我们预计,涂布白板纸07、08年的需求分别增长**10%**和**12%**，新增93万吨和123万吨,09年受经济增速回落的影响,涂布白板纸的国内需求增速降至**8%**,增加92万吨。产能方面,07、08年分别增加**40万吨**和**67万吨**。07年主要有河南新亚15万吨白卡、河北远大15万吨白纸板 and 福建太平洋纸业10万吨白纸板投产。08年新增产能包括美利纸业

30万吨白卡、山东国际太阳40万吨白卡项目。

新闻纸产能利用率将略有提升,不过不能过分乐观。目前新闻纸行业的境遇比预期要好很多。08年受需求的快速增长和落后纸机的转、停产影响而呈现好转态势。但是由于总产能的持续增加,竞争态势无法缓解，行业的盈利能力难于恢复到历史上的良好水平，享受平均毛利率将成为其常态。考虑到07—08年都持续有新的产能需要消化，我们对新闻纸的前景预测比上述两种产品更保守，但是其产能利用率无疑已走出谷底。

白卡纸和铜版纸的景气提升得益于新投放产能小于新增需求，文化纸和瓦楞纸则受益于政府淘汰落后产能而出现供求失衡。我们看好上述四种产品市场。预计铜版纸和白卡纸08年均价比07年将有**300—400元/吨**的上涨，双胶纸均价将比07年上涨**200—300元/吨**，瓦楞原纸均价将上涨**300元/吨**以上。

## 重点企业推荐

太阳纸业  
产能释放提升业绩

太阳纸业新项目投产将起到增收降本的效果。07年4月份21#机的投产，四季度10万吨杨木化机浆项目投产,08年8月份22#机投产。这些项目将增加公司收入、降低成本。木浆是公司最主要的原材料。我们假设07年外购木浆价格上涨约**100元/吨**,08年保持07年的价格,09年下降**50元/吨**。我们预计公司在07—09年间的净利润CAGR约**33%**，其中08年增幅超过**50%**,达到**1.51元**。

产品景气度上升将提高价格和毛利率。自07年中期以来,公司主要产品铜版纸、白卡纸、白纸板 and 双胶纸的景气度持续回升，价格在07年三季度较年初上涨**300—500元/吨**。预计各产品价格将在08年将上涨**200—300元/吨**。由于我们对铜版纸持更乐观预期,对公司08、09年的业绩预测高于市场一致预期。

产品价格再度上调,08年1季报公布及新项目投产消息的公布都可

能成为公司股价表现的催化剂。

景兴纸业  
规模扩张与一体化同步实施

景兴纸业产能扩张与逆向一体化战略几乎同步进行并卓有成效,这是公司和当前A股造纸公司最与众不同的地方。同时,公司在下游业务的差异化尝试也具备吸引力。

公司在造纸业务上的再度扩张,保证了公司最基本的成长性,2010年公司生产规模有望达到**150万吨**。公司在今年全面启动其逆向一体化战略。废纸回收渠道的建设初显规模,预计08、09年度

重点企业盈利预测

股票 名称	评级	PE(X)			07—09EPS	ROE2007
		2007	2008	2009	CAGR	
太阳纸业	推荐	27.1	17.9	14.0	33.5%	15.4%
景兴纸业	推荐	49.8	18.9	10.3	94.5%	7.5%
华泰股份	谨慎推荐	22.9	17.7	16.2	25.1%	16.6%
晨鸣纸业	谨慎推荐	25.0	22.8	21.1	23.6%	13.0%
银鸽投资	谨慎推荐	30.2	18.9	15.5	46.1%	20.1%

金研究所披露,截至四季度,基金实际可用动资金仅约**1500亿元**，对于大盘股的推动力已经不足；随着国内投资者对次债危机影响的认识逐步加深，在全球金融行业面临巨大压力的背景下，中国金融业也需要对其盈利水平进行重新考量。截至四季度，基金在金融行业配置了大

申万一级行业指数

名称	今开盘	最新点位	涨跌幅	成交量
农林牧渔(申万)	2130.229	2267.406	7.51	3229270.5
家用电器(申万)	2250.881	2384.833	6.75	2923721.25
信息服务(申万)	2417.627	2560.307	6.43	6824402
信息设备(申万)	1462.255	1546.228	6.21	3521007.25
黑色金属(申万)	6044.241	6318.509	6.12	7104546.5
食品饮料(申万)	5089.369	5326.489	5.98	4017804.25
餐饮旅游(申万)	3355.609	3531.63	5.82	1016389.69
医药生物(申万)	2993.742	3155.903	5.2	683991.6
化工(申万)	3940.702	4133.803	5.18	11321924
商业贸易(申万)	4618.395	4827.761	5.11	4201093.5
轻工制造(申万)	2441.069	2580.148	5.1	2790464.75
建筑材料(申万)	3346.324	3507.178	4.86	5967441.5
交通运输(申万)	3783.675	3961.201	4.8	4492541.5
机械设备(申万)	4288.567	4415.501	4.74	5084153.5
公用事业(申万)	2927.965	3119.581	4.73	7607693
交通运输(申万)	4267.664	4459.738	4.39	9518705
纺织服装(申万)	2380.713	2481.608	4.08	4196077
综合(申万)	2109.104	2211.58	4.08	5179664.5
电子元件(申万)	1700.201	1779.549	4.03	4722067
房地产(申万)	4179.822	4335.117	4.02	7320288.5
采掘(申万)	7131.052	7406.133	3.67	2836087.75
金融服务(申万)	3787.01	3838.529	3.24	13039596
有色金属(申万)	6029.372	6236.769	2.8	3529890

股市有风险,请慎重入市。 本版股市分析文章,属个人观点,仅供参考,股民据此入市操作,风险自担。