

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。

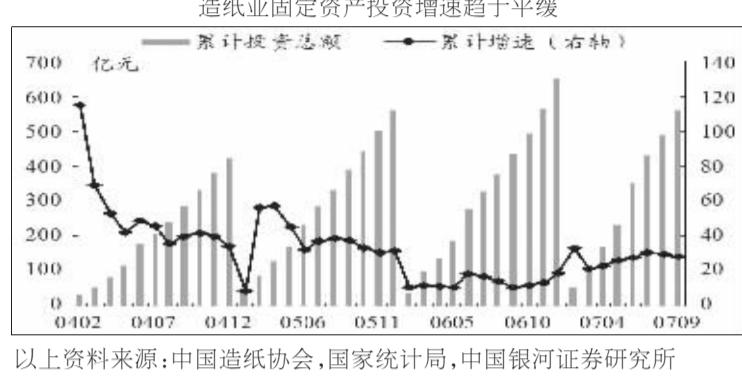
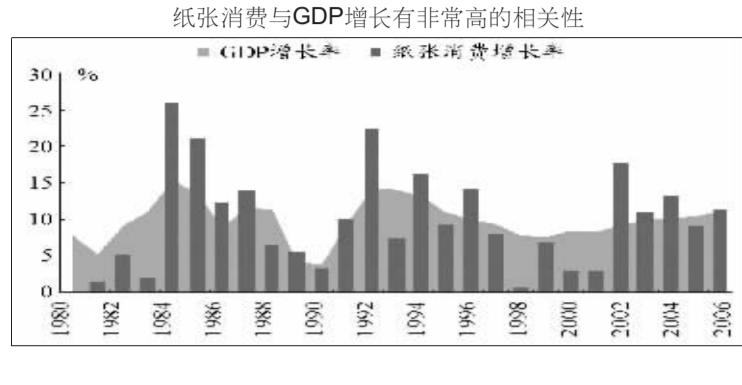
需求仍将强劲增长

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。

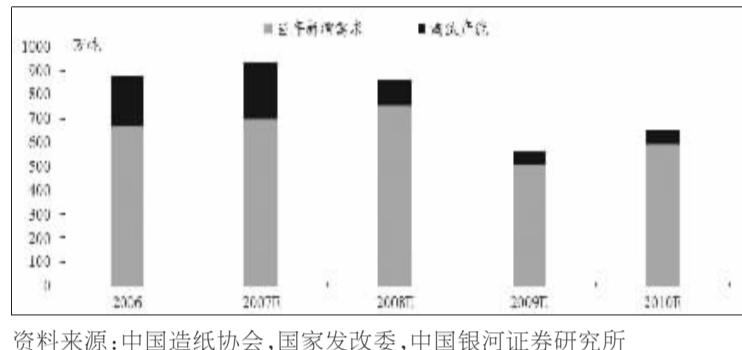
新闻纸的需求主要受报业的影响。我国报纸的总印张数在1995—2004年间复合增长率高达17%,带动了新闻纸的消费增长。05、06年报纸总印张数的增幅明显回落,导致新闻纸在05、06年的消费增长回落。08年奥运会期间,新闻和广告量的加大将刺激报纸总印张数的大幅增长,因此我们对08年的新闻纸消费持乐观态度。

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。



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



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
		当前	1个月前	
000723	美锦能源	1.3000	0.7500	1.50 2 买入
600470	六国化工	0.7261	0.4700	2.25 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 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 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	攀钢钒钛	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
		当前	1个月前	
600029	南方航空	0.8159	0.8230	1.79 19 买入
000731	四川美丰	2.1217	1.2250	2.25 5 观望
002070	众合股份	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 24 买入
000527	美的电器	1.3042	1.3452	1.50 16 买入
600115	东方航空	0.3187	0.3312	2.08 12 买入
000767	漳泽电力	0.5060	0.5271	2.35 6 观望
601991	大唐发电	0.3559	0.3736	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 7 观望
600109	成都建投	2.1650	2.3133	2.50 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 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(07)		综合评级
		当前	1个月前	
600400	红豆股份	0.3500	0.2300	1.00 1 强力买入
002073	青岛软控	1.2581	1.2267	1.25 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 4 买入
600891	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	1.0362	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(07)		综合评级
当前	1个月前			

<tbl_r cells="4" ix="1" maxcspan="2" maxrspan="