

要 点

◇需求有望出现井喷。受益于教科文艺事业的稳定发展，文化纸需求将保持相对稳定的增长。2008年北京奥运会召开期间,新闻和广告量的加大，将刺激报纸总印张数的大幅提升；同时,杂志、宣传画报、画册的大量发行,必将刺激铜版纸需求的大幅增长。

◇淘汰落后产能,供给面吃紧。根据相关规划,2006—2010年，纸及纸板新增产能2650万吨,有效产能达到9000万吨。但同时,2006—2010年将分别淘汰210.5万吨、230万吨、106.5万吨、50.7万吨和52.3万吨落后产能。

◇三大费用逐年下降,毛利率触底反弹。自1999年起，造纸行业的三大费用率逐年下降,2007年11月单月行业利润率已经达到5.92%,突破了2002年12月和2004年4月的5.5%的历史高点。造纸业毛利率在2006年5月触底之后便出现快速反弹,后市有望继续回升。

◇投资策略：在人民币持续升值的大背景下，整个造纸行业全面复苏阶段已经来临，目前整个造纸行业市盈率为35倍，预计2008、2009年市盈率将分别下降至25倍和19倍。给予整个造纸行业“买入”的投资评级，其中，给予铜版纸、白卡纸“买入”的投资评级,给予文化纸、箱板纸、新闻纸“增持”的投资评级。重点推荐晨鸣纸业、太阳纸业、山鹰纸业。

造纸业春暖花开

□第一创业证券 秦燕

造纸行业作为人民币快速升值受益板块,在近期盘面表现十分抢眼,在此,我们再次重申我们看好2008年造纸行业的几大理由。

人民币升值加速

2008年2月25日,美元兑人民币为1:7.146,仅仅十天后的3月5日,美元兑人民币就达到1:7.117,而3月13日,人民币对美元汇率中间价更是突破7.1整数位,以7.097创出年内第21个新高。

作为我国仅次于石油和钢材的第三大用汇行业，造纸行业原料及设备的进口依存度都很大。据测算,人民币每升值5%,造纸业每年可直接节约成本11亿元人民币。

各纸种价格纷纷上涨

随着2008年原料成本的进一步上涨,加上行业供求关系短时间无法改善,迈入2008年,各纸种开始提价,其中新闻纸价格2007年进入谷底后反弹,2008年初价格大幅上涨,3月份新闻纸市场执行价格为5300元/吨,与去年底价格相比,在短短的三、四个月内新闻纸价格上涨600—700元/吨,涨幅达到14%左右。

环保号角越吹越响

2007年的节能减排,在造纸行业里掀起轩然大波，根据环保局下达的淘汰落后产能名单,2007年我国合计应淘汰落后产能449.56万吨,涉及中小企业2018家。

2008年,环保任务有增无减,执行力度进一步加大。国家积极推行环境经济新政策,从多角度将我国经济建设和环境保护进行了紧密结合。造纸作为高污染行业,新政的实施将加快行业内企业的优胜劣汰。

供需关系年内无法改善

2006年造纸行业固定资产投资增速放缓,按照造纸行业2年左右的投资建设期计算，2008年新增产能较少,在节能减排大背景下,关闭中小产能造成行业缺口增大，因此,2008年行业供小于求的局面仍然无法改善,供求关系的紧张能在较长一段时间内维持产品价格的稳定上涨。

投资建议:行业整体复苏刚刚开始,预计在未来较长一段时间仍将保持稳定增长,维持行业“推荐”的投资评级,在重点推荐的股票方面,我们推荐的投资组合为晨鸣纸业、景兴纸业、太阳纸业、华泰股份、博汇纸业。

2007年应淘汰落后产能			
地区	淘汰产能	地区	淘汰产能
河北	41.32	安徽	12.73
北京	1.3	福建	11.11
天津	7.49	江西	9.5
陕西	23.08	山东	31.43
内蒙	1.4	河南	30.66
辽宁	2.55	湖北	74.41
吉林	2	湖南	30.51
黑龙江	5.5	广东	16.7
上海	0.22	广西	49.25
江苏	7.92	重庆	0.75
浙江	16.51	四川	1.94
甘肃	29.09	贵州	4.78
陕西	37.4		
全国合计	449.56		

资料来源：第一创业证券研究所 （单位：万吨）

□东吴证券 周恺锴

中国纸张产销总量仅次于美国,全球排名第二。2007年,中国纸张产量达7100万吨，消费量为7500万吨,消费量首次超过产量。

需求有望出现井喷

从需求来看，纸和纸板的需求取决于下游报业业、印刷出版业、广告包装业和其他各种消费品的拉动。

新闻纸的需求主要受到报纸业的影响。统计显示,我国报纸的总印张数1995—2005年期间保持年均17%左右的快速增长,随后两年增幅开始回落。不过,2008年北京奥运会的召开期间，新闻和广告量的加大，将刺激报纸总印张数的大幅提升。当然,随着现代网络科技的不断发展，报业将逐步走向低迷，新闻纸需求增长的势头将逐步减缓。

文化纸、铜版纸的需求主要受到图书和期刊的影响。相关数据显示，近几年图书和期刊总印张量维持年均4%左右的增长。但是,受益于教科文艺事业的稳定发展，



造纸车间。

文化纸需求将保持相对稳定的增长。2008年奥运会和2010年世博会期间,杂志、宣传画报、画册的大

量发行，必将刺激铜版纸需求的大幅增长，积极看好铜版纸在未来的发展前景。

各子行业均走在上升通道中

白卡纸是我们未来最为看好的子行业之一。2003年以来,白卡纸市场总体需求量年均增长保持在20%左右，预计2008年白卡纸总体需求量将达1250万吨以上,供求基本保持平衡。

从主要上市公司情况来看，2008—2010年订单饱满，目前依然保持了近100%的开工率。因此,我们看好白卡纸未来的市场表现。建议关注太阳纸业、晨鸣纸业、博汇纸业。

文化纸:关停小厂

多年来,文化纸一直是平稳增长的纸种,预计2008年文化纸产量为1300万吨,供求一直处于基本平衡的状态,价格波动性较小。

但是,“十一五”期间,国家“节能减排”政策将大力实施,计划关停小产能造纸厂650万吨，其中文化纸占到40%左右，即260万吨,供给预计将出现萎缩。在需求保持稳定增长的情况下,预计2008年文化纸价格将加速上涨。

主要相关上市公司为晨鸣纸业、华泰股份、博汇纸业、岳阳纸业、银鸽投资。

箱板纸:供需基本平衡

目前箱板纸的市场价格为3280元/吨,较去年同期上涨380元/

吨,涨幅为13%。与2006年1月2500元/吨的价格相比,增幅达31%。

过去国内企业生产线相对落后,产品基本以中低档为主,高档产品市场被进口产品和外资企业产品占据。目前,国内一些大型企业正在不断加大投资力度,改造更新生产设备,产品从中低档逐步向高档转型。

随着2007年国内多条箱板纸生产线的建设投产,2008年产能将进一步得到放大,供求关系将基本保持平衡,我们预计箱板纸价格在2008年将会小幅上涨。

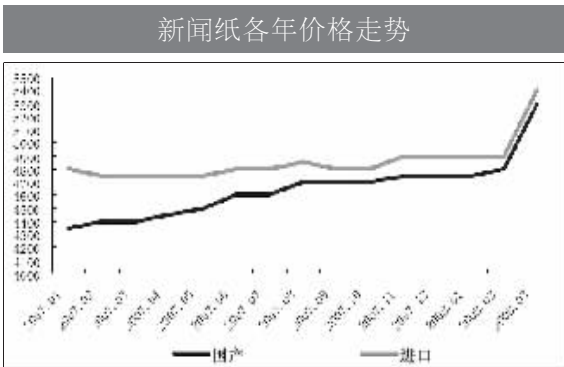
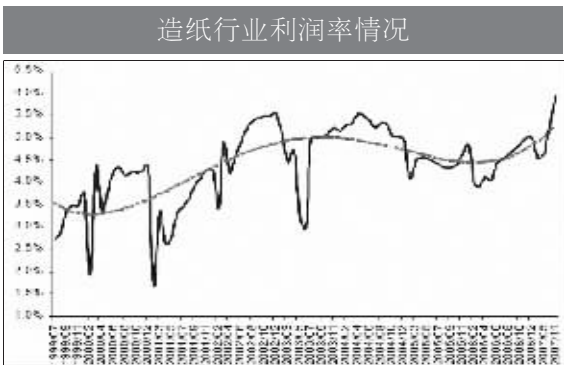
主要相关上市公司为博汇纸业、山鹰纸业、青山纸业、景兴纸业、银鸽投资。

新闻纸:价格出现补涨

新闻纸目前最新市场价格在5300元/吨左右,较去年年底上涨幅度达14%，但与2005年3月5500元/吨的价格相比还有一定距离。

自2006年起，中国新闻纸产能得到放大，预计2008年产量将在480万吨左右，而需求量在420万吨上下,供应过剩达60万吨,部分过剩的产量可通过出口量的增加而得到消化，但供给仍将大于需求。

主要相关上市公司为华泰股份、晨鸣纸业。（周恺锴）



■资料链接 | [Link](#)

环保经济新政

绿色资本市场政策:从直接和间接融资渠道上“斩断”污染企业资金链条。在直接融资上,联合证券监管部门,对于没有严格执行环评和环保不达标企业,要在上市融资和上市后的再融资等环节进行严格限制,甚至可考虑以“一票否决制”截断其资金链条,而对环境友好型企业的上市融资,应提供各种便利条件。在间接融资渠道上,推行绿色信贷政策,联合人民

银行、银监会,在企业申请贷款时,严格审核企业的各项环保指标,对环境友好型企业或机构提供贷款扶持并实施优惠性低利率,而对污染企业的新建项目投资和流动资金进行贷款额度限制并实施惩罚性高利率。

绿色保险政策:继“绿色信贷”之后,国家环保总局又和中国保监会联合发布《关于环境污染责任保险的指导意见》,正式推出绿色保险。这是继绿色信贷之后出台的第二项环境经济政策,旨在改变“企业违法污染获

利,环境损害大家买单”的现状。

绿色税收政策:包括专项环境税、与环境相关的资源能源税和税收优惠,以及消除不利于环保的补贴政策 and 收费政策。主要是指对开发、保护、使用环境资源的单位和个人，按其对环境资源的开发利用、污染、破坏和保护的程度进行征收或减免。

环境收费政策:运用价格和收费手段推动节能减排,一是推进资源价格改革,二是落实污染者收费的政策,三是促进资源回收利用。

绿色贸易政策:从出口和进口两方面进行控制。（秦燕）

划,2006—2010年期间，纸及纸板新增产能2650万吨，淘汰现有落后产能650万吨，有效产能达到9000万吨。这意味着年均产能增幅在8%左右,略低于GDP年均增速。这一规划符合我国造纸行业发展的规律,基本可以保证未来造纸行业供需平衡。但2006—2010年淘汰落后产能分别为210.5万吨、230万吨、106.5万吨、50.7万吨和52.3万吨,2007年是产能集中淘汰最多的一年，需求的增长以及淘汰产能的集中释放,导致了2007年各种纸张价格的快速上涨,预计这种上涨将持续到2008年。

毛利率触底反弹

自2003年下半年起，造纸业毛利率逐年下降，但从2005年起开始止跌,在2006年5月触底之后便出现快速反弹,后市有望继续回升。

尽管2007年三季度15.7%的毛利率，仅回升至2005年的水平,但是2007年11月单月行业利润率已经达到5.92%，突破了2002年12月和2004年4月5.5%的历史高点。我们认为，利润率的回升速度快于毛利率回升的速度，主要原因是三大费用的下降。

—— 重点上市公司 ——

目前整个造纸行业市盈率为35倍，预计2008、2009年市盈率将分别下降至25倍和19倍。给予整个造纸行业“买入”的投资评级,其中,给予铜版纸、白卡纸“买入”的投资评级,给予文化纸、箱板纸、新闻纸“增持”的投资评级。建议关注两类上市公司:一是拥有景气度较高纸品种的上市公司,将长期受益于行业景气向上所带来的机遇;二是具有规模优势、核心竞争力较强的上市公司,龙头地位将为公司带来丰厚的利益。重点推荐:晨鸣纸业、太阳纸业、山鹰纸业。

晨鸣纸业(000488) 纸中航母 绝对龙头

晨鸣纸业是国内最具规模优势的纸业上市公司,公司主营白卡纸、书写纸、双胶纸、铜版纸、涂布纸、箱板纸和新闻纸。

目前公司30万吨超压纸项目、18万吨轻涂纸项目全面达产，规模得到有效扩大，产销量也得到大幅增长，再加上产品价格有不同程度的上涨，预计公司2008年业绩将有50%左右的增长。

近期公司公告称,证监会核准公

司发行不超过4.09亿股境外上市外资股，公司可到香港交易所主板上市。此次发行最直接的益处就是解决了湛江木浆项目的融资问题。

预计公司2007—2009年主营收入分别为150亿元、175亿元、185亿元，可实现净利润9.5亿元、12亿元和14亿元，对应每股收益为0.56元、0.70元、0.82元。考虑到公司的龙头地位,预计公年未来6个月目标价为24.64元，给予“买入”的投资评级。

太阳纸业(002078) 主导产品市场持续向好

太阳纸业主要产品为铜版纸、白卡纸、白纸板和双胶纸,行业景气度持续回升。

公司新项目投产起到增收降本的效果。2007年上半年21号机投产,四季度10万吨杨木化机浆项目投产,2008年8月份22号机也将投产,这些项

目将大幅增加公司收入,降低成本。预计公司2007—2009三年的平均增长速度有望达到30%，每股收益分别为0.99元、1.43元、1.77元,鉴于公司主营产品铜版纸和白卡纸均为我们2008年最看好的子行业,给予公司“买入”的投资评级。

山鹰纸业(600567) 低价实质环保概念股

山鹰纸业主要的产品为瓦楞纸、箱板纸，公司年产30万吨纸板技术改造项目目前已经顺利投产，该项目总投资10.47亿元,总占地面积约300亩,总建筑面积6万平方米。

公司是典型的环保造纸企业，是行业中唯一具备环保题材的品种，公司被列为安徽省第一批循环经济试点项目。公司拥有固体垃圾焚烧技术及废物综合利用的非专利

技术,坚持以废纸为主要原料,公司废纸用量占其造纸原料的92%以上,经济效益、环境效益和社会效益均十分明显。

2007年公司发行了4.7亿元可转债,如果全部转股后将增厚股本15%。考虑此因素,预计公司2007—2009年每股收益分别为0.29、0.35、0.44元。给予公司买入的投资评级。（周恺锴）

相关上市公司盈利预测									
证券简称	每股盈利			每股净资产	市盈率			市净率	投资评级
	07E	08E	09E		07E	08E	09E		
晨鸣纸业	0.56	0.70	0.82	4.94	32.61	26.09	22.27	3.70	买入
太阳纸业	0.99	1.43	1.77	6.38	41.67	28.85	23.31	6.47	买入
山鹰纸业	0.29	0.35	0.44	3.28	26.66	22.09	17.57	2.36	买入
岳阳纸业	0.43	0.89	1.77	6.65	50.30	24.30	12.22	3.25	增持
景兴纸业	0.23	0.55	0.89	4.74	62.48	26.13	16.15	3.03	增持
博汇纸业	0.69	1.08	1.22	7.17	36.38	23.24	20.57	3.50	增持
华泰纸业	0.91	1.28	1.54	6.43	30.07	21.38	17.77	4.26	增持
银鸽投资	0.43	0.78	1.09	3.00	40.35	22.24	15.92	5.78	增持

主要上市公司主营业务分布情况					
	白卡纸	铜版纸	文化纸	新闻纸	箱板纸
晨鸣纸业	√	√	√	√	√
华泰股份			√	√	
博汇纸业	√		√		√
岳阳纸业			√		
银鸽投资			√		√
太阳纸业	√	√			
景兴纸业					√
山鹰纸业					√
青山纸业					√