

造纸行业 08 年投资策略

二个投资主线：资源和结构变化

陆晓鸣 造纸行业 首席研究员
电话：020-87555888-657
eMail: lxm@gf.com.cn

行业发展趋势

未来几年，造纸工业在三个方面仍有较大的发展空间：一是林纸一体化的产业链延伸，提高纤维原料自我供给能力；二是优势企业横向整合，优势产业组织结构；三是循环经济的经营模式，降低消耗减少排放。

二个投资主线

08 年的二个投资主线：一是拥有上资源和资源获取能力的林纸一体化企业，二是因产品和原料结构变化，在未来一段时期业绩有较大增幅或持续增长能力强的公司。

重点上市公司推荐

在林纸一体化的公司中，我们重点推荐岳阳纸业和晨鸣纸业；原料结构变化带来业绩大幅增长的公司中，我们重点推荐博汇纸业；由于消费升级支撑公司持续增长的公司中，我们重点推荐产品定位高端的太阳纸业。

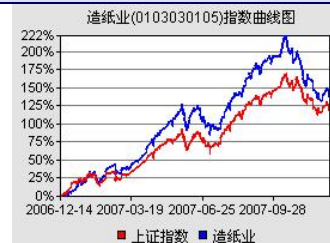
行业评级

持有

前次评级

持有

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-10.22%	-14.25%	141.80%
上证综指	-7.48%	-5.73%	122.66%

目录索引

一、行业概况	3
(一) 06 年行业概况	3
(二) 07 年前三季度造纸工业经营概况	3
(三) 07 年造纸工业运行状况分析	4
二、纸及纸板消费量、产量和纤维原料消耗预测	6
(一) 纸及纸板消费量与 GDP 总量相关性分析	6
(二) 纸及纸板消费量与产量预测	7
(三) 浆及各类浆的消耗预测	7
(四) 08 年进口原料价格仍将维持在高位，非木浆价格继续回落	9
三、中国造纸工业发展趋势分析	9
(一) 纵向延伸，增加纤维资源供给	10
(二) 横向整合，优化产业组织结构	11
(三) 引入循环经济理念和生产系统，降低消耗减少排放	11
(四) 三类企业持续发展能力强	11
四、新闻纸行业分析	13
(一) 新闻纸消费量和生产量预测	13
(二) 新闻纸供过于求，产品毛利率低位徘徊	13
(三) 行业洗牌加剧，寡头竞争形成	14
(四) 出口量快速增长，缓解国内供给压力	16
(五) 08 年供给过剩将继续加重	16
五、投资策略	16
(一) 重点关注林纸一体化造纸和结构性变化促进业绩增长的企业 ..	16
(二) 重点上市公司及推荐要点	17

!

图表索引

表 1: GDP 年增长 9%对应纸及纸板消费量和产量预测 (单位: 万吨) .	8
表 2: 新闻纸消费量和产量预测 (单位: 万吨)	13
表 3: 主要新闻纸企业生产能力	14
表 4: 重点上市公司业绩预测与市盈率	18
表 5: 板块市盈率	18
图 1: 主要地区人均消费水平	3
图 2: 近年国际木浆行情	5
图 3: 近年国际木浆行情	5
图 4: 近年国际木浆行情	5
图 5: 纸及纸板消费总量与 GDP 相关性分析	7
图 6: 国际新闻纸行情	13
图 7: 国产新闻纸行情	14

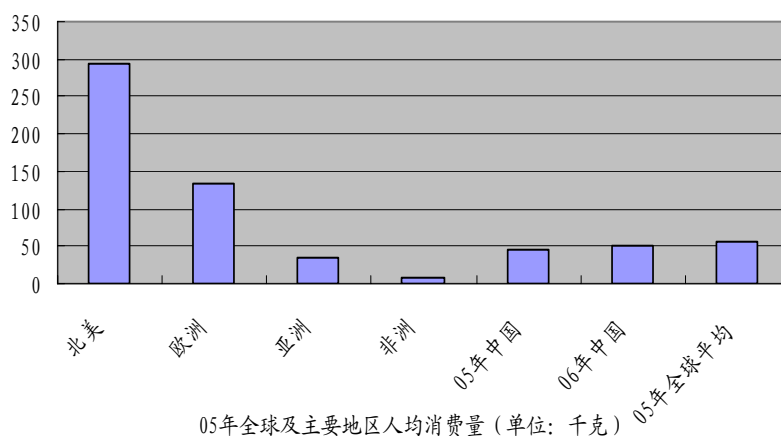
一、行业概况

（一）06 年行业概况

06年全年中国纸及纸板消费量和生产量分别达6600万吨和6500万吨，比05年分别增长11.3%和16.07%。产量的增长幅度高出消费量增长幅度5.23个百分点，供需基本平衡。

06年，中国人均消费量达50公斤，比上一年增加5公斤，比2001年29公斤增加了21公斤，人均消费量的持续增长推动中国纸及纸板消费的持续增长。05年，全球人均纸及纸板年消费量为56.3千克，其中北美人均消费水平最高，为293.0千克，亚洲和非洲分别为35.3千克和6.8千克。经过近几年的快速增长，中国纸张的人均消费量水平以超过亚洲平均水平，并接近全球人均消费水平。

图 1：全球及主要地区人均消费水平



数据来源：中国纸网

（二）07 年前三季度造纸工业经营概况

1、产量高增长，投资增速回升

07年1-10月，纸和纸板的产量达6413.09万吨，同比增长17.4%，其中新闻纸388.93万吨，增长17.7%，预计07年全年，纸和纸板的产量达7364.50万吨，其中新闻纸将达445万吨。纸张产量继续保持高增长。与此同时，由于06年投资增速回落，产能的快速增长有所缓

解，07年下半年，绝大多数纸产品相继提价，行业景气及产品毛利率开始回升。

07年上半年行业投资增速反弹，07年上半年，造纸行业累积完成固定资产投资351亿元，增长27.5%，而06年上半年增长为18.3%，增幅回升。

2、出口大幅增加

近年来，中国造纸工业发展迅速，装备水平和整体竞争能力大大提高，绝大多数纸产品在产量和质量方面已完全能满足国内市场需求，其中一些纸产品已开始批量出口。从06年起，部分纸产品净进口转变为净出口，如新闻纸产品。

据海关统计，2007年1-9月，进口总量313.52万吨，同比下降7.1%，出口总量331万吨，接近去年全年的出口量，同比增长41%。出口继续保持高速增长态势。出口量的大幅增长，部分缓解了行业新增产能对国内市场的供给压力。

（三）07年造纸工业运行状况分析

07年，影响造纸工业发展的有利政策因素和不利制约因素并存，原料成本的持续上升、环保和资源约束继续影响造纸行业的盈利水平、改变造纸行业的盈利模式和竞争格局。07年大多数企业的盈利水平呈先抑后扬之势。

1、原料进口依赖度持续增大，

近年来，随着造纸工业产能的快速扩张和产品档次的不断提高，纤维资源发展滞后的矛盾日益突出，由于产能的扩张主要集中在以木浆、废纸浆为原料高档文化用纸、包装纸及新闻纸，而国内纤维资源发展滞后，新增产能的对纤维原料的需求部分通过增加进口来满足，木浆和废纸进口量及所占全球贸易量的比例逐年增加。05年，我国进口纸浆759万吨，约占世界商品浆总产量的16%，进口废纸1703万吨，为第一位，占全球净出口量的61%。预计07年木浆和废纸进口量将高于06年。

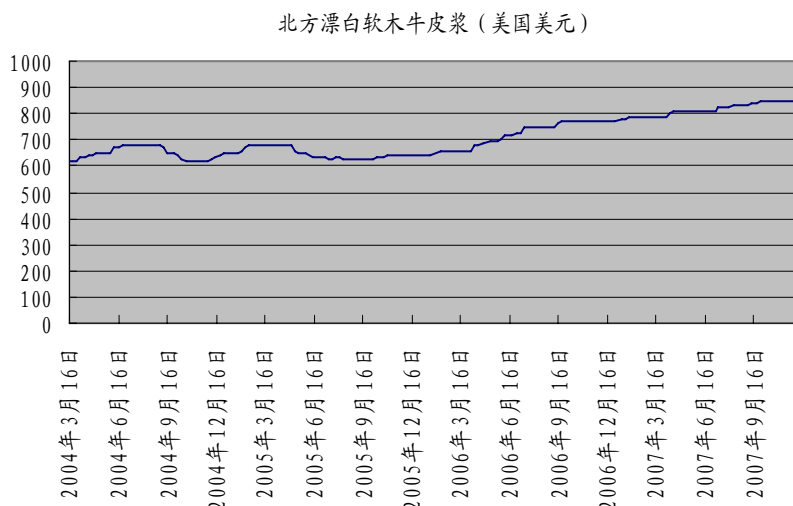
2、原料价格上涨，压缩企业盈利空间

产能快速扩张、纤维资源发展滞后及由此形成的原料进口依赖增大，使我国对进口原料需求刚性增加，近年来，原料价格的持续上涨并没有改变原料进口逐年增加的现状。另一方面，由于产能的饱和及部分产品供过与求，产品的供给刚性增大，进而使原料价格上涨的价格传导滞后，原料价格的上涨部分需要企业降低产品盈利空间来消化。

06年以来，木浆、废纸持续上涨，其中进口废纸的价格表现的更为突出，目前，8#美废，06年1月价格135美元/吨，07年1月是175美元/吨，07年11月达210美元/吨，06年1月到07年1月上涨30%；07年1月

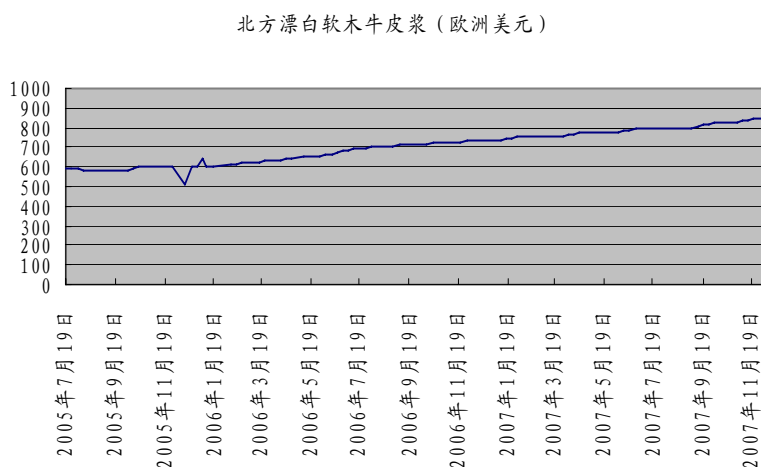
到07年11月上涨20%。由于近年产能扩张较快，07年仍是产能集中释放时期，原料价格上涨的价格传导滞后，上半年，原料价格的上涨没有带动产品价格的上涨，大多数企业盈利能力下降。

图 2: 近年国际木浆行情 (NBSK 美国美元)



数据来源: 中国纸网

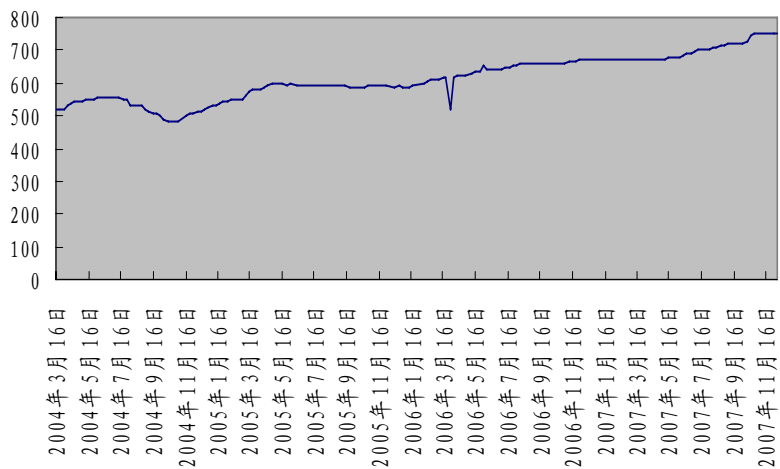
图 3: 近年国际木浆行情 (NBSK 欧洲美元)



数据来源: 中国纸网

图 4: 近年国际木浆行情 (BHKP 欧洲美元)

硬木牛皮浆（欧洲美元）



数据来源：中国纸网

3、节能减排，文化用纸及相关纸产品价格上涨

07年，行业发展的有利政策因素是国家加大节能减排的治理力度，节能减排的落实有了实质性进展，各地关闭了一批小纸厂和环保不达标的造纸企业，这一举措影响在下半年开始显现，由于关闭的小纸厂和环保不达标的造纸企业大多数是以麦草和芦苇为原料的中档文化用纸生产厂，文化用纸供给减少，价格上涨，而麦草和芦苇等非木浆原料价格下降。中档文化纸价格的上涨及原料价格的持续上涨，带动了高档文化纸和其他纸产品价格下半年普遍上涨。大型造纸企业由于环保设备完善，成为本次节能减排的收益者，而直接收益的就是大型文化纸生产企业。因此，今年大多数企业的盈利水平的呈先抑后扬之势。

二、纸及纸板消费量、产量和纤维原料消耗预测

（一）纸及纸板消费量与 GDP 总量相关性分析

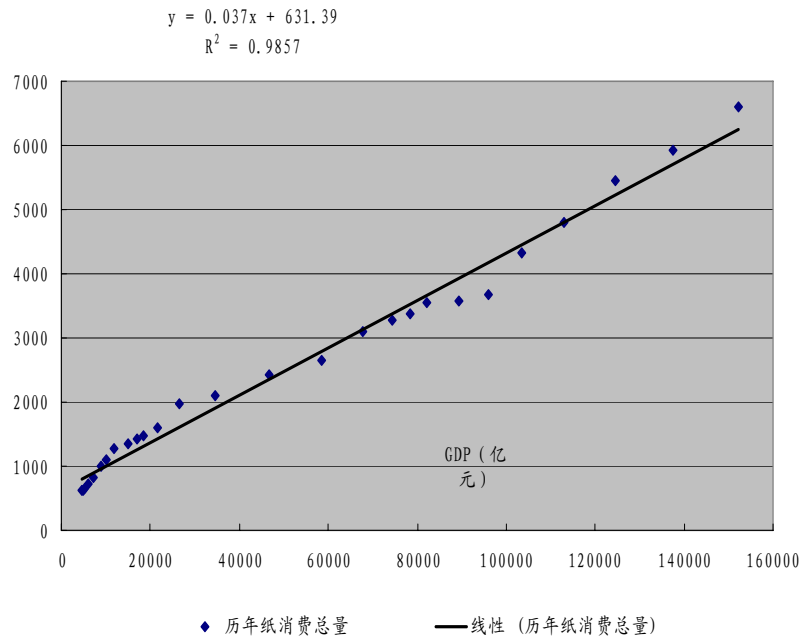
通过对 1980 年-2006 年，纸及纸板总消费量与 GDP 总量 (27 组数据) 的线性回归分析发现，纸及纸板消费总量与 GDP 总量具有很高的相关性，相关系数为 0.9857。纸及纸板消费总量与 GDP 总量线性关系如下。

$$y = 0.037x + 631.39$$

$$R^2 = 0.9857$$

即 GDP 每增加 1 万亿元（人民币），纸及纸板消费总量增加 370 万吨。

图 5：纸及纸板消费总量与 GDP 相关性分析



数据来源：《中国造纸工业年鉴》，《中国统计年鉴》

（二）纸及纸板消费量与产量预测

我们基于 06 年纸及纸板消费量和生产量、纸及纸板消费量与 GDP 的线性关系，我们在 07 年、08 年、09 年和 2010 年 GDP 增长率分别为 11.6%、10.3%、9.6%和 9%的假设下，预测 07 年至 2010 年每年纸及纸板消费量，我们基于 07 年前三季度纸及纸板生产量的增幅预测 07 年全年的增幅及总产量，我们预测，07 年国内纸及纸板生产量将超过消费量，因此，在 2008 年至 2010 年，我们按产量的增长与消费量的增长持平，预测 2008 年至 2010 年纸及纸板生产量，根据这一预测，从 2007 年到 2010 年，四年间消费量和生产量的平均复合增长率分别是 8.33% 和 9.33%。

（三）浆及各类浆的消耗预测

07 年 10 月国家发改委在下发的《造纸产业发展政策》（以下简称《政策》），对造纸工业各类纤维原料的结构比例给出了明确的目标值：《政策》指出：“将通过提高木浆比重、扩大废纸回收、合理利用非木

浆，到 2010 年，造纸工业木浆、废纸浆和非木浆结构达到 26%、56%和 18%”。在木浆构成中：“到 2010 年，力争实现建设造纸林基地 500 万公顷、新增木浆生产能力 645 万吨。”，以 06 年国产木浆 526 万吨计算，到 2010 年国产木浆达 1171 万吨；在废纸浆结构方面，《政策》指出“到 2010 年，国内废纸利用率由（2005 年）32%提高至 38%”。

我们基于 2007 年到 2010 年纸及纸板产量和浆的总消耗量，根据《政策》标明的浆的结构和废纸利用率及国产木浆的目标值，并假设从 2007 年 2010 年，上述浆的结构比例按等比例增长（或减少）方式达到 2010 年的目标值，预测出从 2007 年至 2010 年的木浆、废纸浆和非木浆及国产木浆和国内废纸浆的消耗量。并以此作为我们对中国造纸工业今后发展趋势判断的一个基本的参考值。

表 1: GDP 年增长 9%对应纸及纸板消费量和产量预测（单位：万吨）

	2006 年	2007 年 E	2008 年 E	2009 年 E	2010 年 E	06 年比上年增长 (%)	2010 年至 06 年年平均复合增长 (%)
GDP 增长假设	10.07	11.60	10.30	9.60	9.00		
纸消费量	6600.00	7252.80	7735.46	8404.55	9088.79	11.3	8.33
纸产量	6500.00	7364.50	7953.66	8589.95	9277.15	16.07	9.33
浆总消耗量/纸产量	0.9218:1	0.92: 1	0.916: 1	0.913:1	0.911: 1		
浆总消耗量	5992.00	6775.34	7285.55	7842.63	8451.48	15.23	7.76
木浆	1322.00	1557.47	1744.95	1957.09	2197.39	16.99	12.28
其中进口木浆	796.00	888.48	935.80	977.38	1026.39	4.87	5.01
国产木浆	526.00	668.99	809.15	979.72	1171.00	41.78	19.52
废纸浆	3380.00	3794.19	4079.91	4391.87	4732.83	20.28	7.76
其中进口废纸浆	1570.00	1753.27	1798.96	1854.39	1921.43	15.27	3.62
国产废纸浆	1810.00	2040.92	2280.95	2537.48	2811.40	25	10.79
非木浆	1290.00	1394.81	1434.21	1476.32	1521.27	2.38	3.04
木浆比例 (%)	22.06	22.99	23.95	24.95	26.00		
国产木浆比例 (%)	8.78	9.87	11.11	12.49	13.86		
废纸浆比例 (%)	56.41	56.00	56.00	56.00	56.00		
国内废纸浆比例 (%)	30.21	30.12	31.31	32.36	33.27		
非木浆比例 (%)	21.53	20.59	19.69	18.82	18.00		
国内废纸利用率 (%)	34.28	35.17	36.09	37.03	38.00		

数据来源：广发证券发展研究

(四) 08 年进口原料价格仍将维持在高位，非木浆价格继续回落

08 年，支撑国际商品浆和废纸价格高位运行的主要因素依然存在。一是今年以来，美国连续降息，且后期仍有降息预期，美元将可能继续走软，商品浆的主要出口国出口成本仍将受美元贬值影响而继续提高；二是国际油价的持续上涨，继续增大运费成本，进而增加进口原料成本；三中国因素仍然存在，由于中国消费量和产量将继续保持增长，木浆和废纸的进口量将继续增大，我们预测，08 年，木浆和废纸的进口量将比 07 年分别增长 5.37% 和 2.61%。因此，在上述因素的支撑下，我们预计国际商品浆和废纸价格将继续高位运行。

08 年，国家将继续加大节能减排的执行力度，目前，对各地地方节能减排的考核已列为重要考核指标，并施行一票否决制，因此，08 年关闭环保不达标的小纸厂将继续加大，特别是以禾草浆和苇浆为原料的纸厂，因此，08 年，禾草和芦苇价格有望继续回落。

三、中国造纸工业发展趋势分析

随着中国经济的高增长和人民生活水平及消费能力的持续提高，经济的高增长、资源和能源消耗大幅增加与中国资源和能源短缺的矛盾日益突出，并成为制约我国经济发展的一个瓶颈。改变目前经济增长方式已成为中国经济可持续发展的重要选择。

造纸行业更是如此，纸张消费拉动下的生产能力快速扩张，使供需关系已发生根本改变，纸张生产由过去的供给不足，已达到供需平衡，部分产品的产能已供过与求，造纸企业仅依靠简单扩大产能，实现经营规模的扩张来保持企业盈利持续增长的空间已愈来愈小，与此同时，生产能力快速扩张与我国纤维资源短缺和环保压力增大的矛盾日益突出，并成为制约我国造纸行业发展的瓶颈。原料成本的持续上升、环保和资源约束正在改变造纸行业的盈利模式和竞争格局。

针对我国造纸工业现状，07 年 10 月，国家发改委在下发的《政策》，标示未来行业发展方向和政策导向。基于我们对行业现状分析、对未来几年纸及纸板消费量与产量预测和这一政策的解读，我们对中国造纸工业今后发展趋势和特征给出一个基本描述和判断。

中国造纸工业趋势和企业拓展方向：一是纵向延伸，提高纤维资源的自我供给能力，改善纤维原料短缺的现状；二是横向兼并，优化企业结构，实现规模效益；三是引入资源穷尽利用的循环经济理念设计生产系统，降低纤维资源消耗，减少污染物排放，实现同时提高企业经营效益和环境质量。

（一）纵向延伸，增加纤维资源供给

未来几年，造纸工业在产业延伸上仍有较大的空间，产业延伸主要是在两个方面：一是继续推进造纸企业的林纸一体化，扩大林业经营规模，提高木浆的自我供给能力，二是非木纤维资源的结构调整，将为一些公司提高较大的发展空间。

2006 年，造纸工业浆的总消耗量达 5992 万吨，其中木浆、废纸浆和非木浆产量分别是 1322 万吨、3380 万吨和 1290 万吨，木浆、废纸浆和非木浆占浆总消耗量的比例分别为 22.06%、56.41%和 21.53%，其中国产木浆和国内回收废纸生产的废纸浆产量分别是 526 万吨和 710 万吨，占浆总消耗量比例分别为 8.78%和 30.21%。

基于《政策》规划的目标，我们预测：到 2010 年，国内造纸工业木浆、废纸浆和非木浆的消耗量将分别达 2197 万吨、4732 万吨和 1521 万吨。其中，国产木浆和利用国内（回收废纸）生产的废纸浆分别达 1171 万吨和 2811 万吨。

根据《政策》规划的目标：到 2010 年，我国造纸工业要实现建设造纸林基地 500 万公顷、新增木浆生产能力 645 万吨，按 06 年国内木浆产量 526 万吨计算，从 2006 年到 2010 年，未来四年，国内木浆产量增长 122.62%，年（算术）平均增长在 30.67%，国内林纸一体和木浆生产在未来几年，仍存在较大的发展空间并将保持较高的增长。

《政策》指出：“充分竹类、甘蔗渣和芦苇等资源制浆造纸，严格控制禾草浆生产总量，原则上不再新建禾草化学浆新建生产项目”。这一政策表明，今后几年，国内造纸工业，通过关闭和淘汰污染严重的禾草化学浆、增加污染相对较低的竹类、甘蔗渣和芦苇浆产量，调整非木浆的结构比例。07 年，国家加大了节能减排的治理，关闭和淘汰落后草本制浆技术和制浆生产线，淘汰小制浆企业，而这些企业大多数是以麦草为原料的造纸企业，2005 年，国内造纸工业非木浆产量为 1260 万吨，其中苇浆、竹浆、蔗渣浆、禾草浆产量分别为 138 万吨、86 万吨、63 万吨和 929 万吨，苇浆、竹浆和蔗渣浆的总合是 283 万吨。

（06 年非木浆产量是 1290 万吨，与 05 年相差不足 3%，在下面的分析中，我们仍将各类非木浆 05 年的产量作为分析的依据）。按我们的预测，到 2010 年，非木浆的产量将达 1521 万吨，比 2006 年增加 231 万吨，我们预计：07 年至今后一段时期，已关闭和将要关闭的禾草浆年产能估计在 460 万吨左右，因此，今后一段时期，将通过增加竹浆、甘蔗渣浆和芦苇浆的产量，到 2010 年，竹浆、甘蔗渣浆和芦苇浆的产量将从 06 年的 283 万吨基础上再增加 691 万吨，才能弥补淘汰的落后禾草浆和其它环保不达标的非木浆生产线所减少的非木浆产能，并使 2010 年非木浆总产量达到 1500 万吨，未来四年，这三类浆的产量将增长 144%，年（算术）平均增长将达 36%，因此，造纸行业将通过非木浆结构的调整，减少污染严重的禾草浆产量，大幅增加竹浆、甘蔗渣浆和芦苇的产量，保持非木浆产量的适度增长，而非木浆的比例逐年下降。在苇浆、竹浆和蔗渣浆中，由于蔗渣浆受甘蔗种植面积的限制，且生产仅限于制糖企业，而苇浆和竹浆不占用基本农田，我们认

为今后苇浆和竹浆的发展空间更大,发展苇浆和竹浆的经济价值更高。

（二）横向整合，优化产业组织结构

为优化产业组织结构，提高整个行业的经营效率，《政策》指出：支持国内企业通过兼并、联合、重组和扩建等形式，发展 10 左右 100 万吨至 300 万吨具有先进水平的制浆造纸企业，发展若干家年产 300 万吨以上跨地区、跨部门、跨所有制的、具有国际竞争力的大型制浆造纸企业集团。提高产业集中度，到 2010 年，排名前 30 制浆造纸企业纸及纸板产量之和占总产量的比重由目前的 32%(05 年)提高到 40%。

2006 年，国内排名前 30 制浆造纸企业纸及纸板产量之和为 2213 万吨，占总产量的比重是 34%，根据我们对 2010 年国内纸及纸板总产量的预测值 9277 万吨计算，如果 2010 年排名前 30 制浆造纸企业纸及纸板产量之和占总产量的比重达到 40%，前 30 名制浆造纸企业纸及纸板产量之和将达 3710 万吨，未来四年，前 30 名制浆造纸企业纸及纸板产量之和将增长 67.6%，年平均复合增长 16.9%。由于前 30 名企业之间在竞争力和扩张能力方面存在一定的差距，我们预计其中规模大、竞争力和扩张能力强的企业，未来几年的年平均复合增长应不低于 25%，这类造纸企业仍存在较大的横向扩张和整合空间。

（三）引入循环经济理念和生产系统，降低消耗减少排放

近几年来，我国纸及纸板的消费量和产量的增长持续高于 GDP 的增长，造纸工业消费快速增长与纤维资源短缺和环保压力大的矛盾更加突出，由于资源供给有限，仅靠增大资源供给量来解决这一矛盾是不够的，因此，必须通过技术和产品创新，在新增产能上，引入“低克重高灰份”的最新理念和资源穷尽利用的循环经济理念和生产系统，降低纤维资源、能源消耗，减少污染物排放，解决上述矛盾。而作为采用循环经济理念和生产系统的企业，也能同时降低企业经营成本和降低对环境的污染。可以预见，未来几年，企业在新增产能上，引入循环经济理念和生产系统，是企业增强竞争力的一种选择，并将成为一个发展方向。

（四）三类企业持续发展能力强

基于我们上面对行业未来发展趋势的分析，我们认为三类企业或三类经营模式最具竞争优势，扩张和持续发展产能最强：一是具有向上游资源或资源获取能力的林纸或竹纸、芦苇纸一体的造纸企业，二是规模大整合能力强的企业；三是注重循环经济经营模式的企业。

1、继续重点关注拥有资源和资源获取能力的企业

近年来，随着我国造纸工业产能的持续扩张和原料价格的持续上涨，资源的价值将更加突出。造纸工业产能的持续快速扩张和产品档次的不断提高，木浆用林木及其纤维资源短缺，促使原料价格持续上涨，在多数种类纸产品产能已饱和及部分种类纸产品过剩的市场环境下，原料价格的持续上涨，直接压缩仅有制造环节的造纸企业纸产品的盈利空间，从06年起，随着原料价格的持续上涨，大多数企业产品毛利率持续下降，造纸企业依靠单纯扩大产能来提高规模效益和支撑业绩增长进而增加企业价值的发展空间愈来愈小。

与此同时，从06年开始，其中造林较早企业的速生林已进入规模轮伐期，具有林纸一体化产业链的企业在原料有效保证及原料成本上与无林企业之间的差距正在拉大，林业本身的增值能力及原料的有效保证和成本优势，成为决定企业盈利能力、有效扩张能力和竞争优势的不可替代的关键因素之一。林木资源的拥有和控制以及由此形成的成本优势和在林业资源上的增值与扩张能力，成为决定企业持续发展能力和企业价值的不可替代的决定因素之一。

我国人多地少的现状，使我们必须扩大纤维资源的利用范畴，需发展和科学利用非木浆资源，才能提高浆的自我供给能力，在大力发展林纸一体化的同时，应充分利用芦苇和竹林的资源，适度扩大非木浆的供给量。从我们对未来国内纤维资源发展趋势的分析和预测可以看出，未来几年，林纸一体化及木浆产量、竹浆和苇浆产量将保持较快的发展速度，林纸一体化、芦浆和竹浆仍有很大的发展发展空间，07年及今后一段时期，在我们关注的具有上游资源的企业投资价值时，除继续关注林业资源和林纸一体化企业，还应关注芦苇和竹林资源的利用和具有开发这类资源能力的公司及未来价值，随着国家关闭禾草浆生产线力度的不断加大，造纸企业在开发、利用芦苇和竹林资源，扩大苇浆和竹浆产能方面，将有较大的发展空间和机遇，也会为二级市场带来投资机会。

2、关注具有整合能力的企业

薄利时期的到来，为行业内的收购兼并提供市场机会，催生寡头竞争格局，06年以来，原料价格持续上涨纸张，纸产品供给的结构性过剩，使市场竞争将更加剧烈，绝大多数纸产品毛利率下降，高盈利时期的结束，薄利时期的到来，行业内一批规模大和市场竞争能力强的企业出现，为优势企业通过收购、兼并，利用存量产能实现低成本扩张，提供市场机会。在供需基本平衡和部分产品的产能过剩的行业环境下，行业内经营规模大、经营效率高和具备成本优势的企业，今后一段时期将会更多的通过收购、兼并，利用存量产能和提高存量产能的经营效率，实现低成本扩张，继续扩大规模优势，实现企业盈利能力和价值的提升，因此，在今后一段时期，我们要重点关注竞争优势强、有整合能力的企业的投资价值和因它们收购兼并行为所产生的投资机会。

3、关注采用循环经济生产系统的造纸企业

造纸工业消费快速增长与纤维资源短缺和环保压力大的矛盾日益突出，原料、能源成本的持续提高和环保压力的增大，已使一些企业准备在新增产能上采用循环经济的经营模式和生产系统，以降低企业界经营成本，增强竞争优势，由于具有循环经济功能的生产系统，能减少纤维资源、能源的消耗，减少污染排放，在降低成本提高产品的盈利能力和企业竞争力上有明显的作用，在造纸企业的产能扩张和技改中有较大的运用和发展空间，而能成功应用循环经济理念和生产系统的企业，在今后的市场中将显示明显的竞争优势。

四、新闻纸行业分析

（一）新闻纸消费量和生产量预测

06 年全年新闻纸消费量和生产量分别达 344 万吨和 375 万吨，比 05 年分别增长 3.93% 和 17.55%。产量的增长幅度高出消费量增长幅度 13.62 个百分点，产品供过于求。我们预计 07 年新闻纸消费量为 371 万吨，07 年后，新闻纸消费量每年递增 8%，产量的增长高于消费量的增长。

表 2：新闻纸消费量和产量预测（单位：万吨）

	2006 年	同比增长	2007 年 E	2008 年 E	2009 年 E
消费量	344	3.93	371.52	401.24	433
生产量	375	17.55	445	466.2	512.82

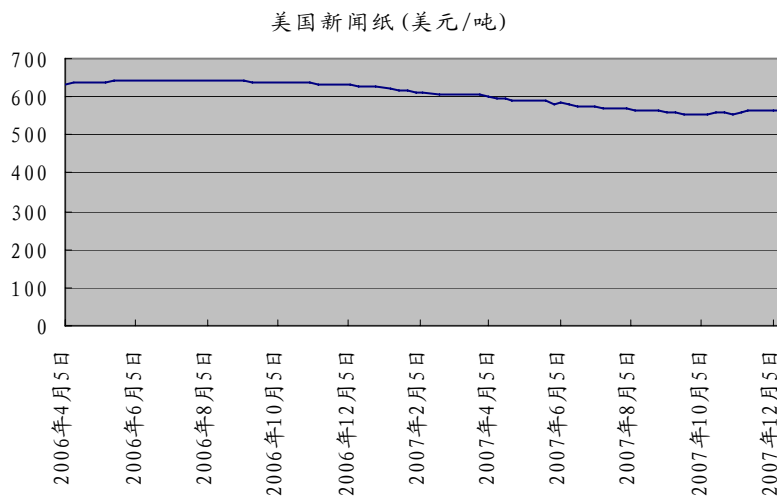
数据来源：广发证券研发中心

（二）新闻纸供过于求，产品毛利率低位徘徊

06 年，晨鸣纸业新建 40 万吨新闻纸生产线和华泰第二条 40 万吨新闻纸生产线分别在 06 年 10 月和 12 月投产，在 07 年达产，新闻纸供给进一步加大，新闻纸产品供过于求加剧，07 年上半年，新闻纸价格在低位徘徊。而 07 年全年，新闻纸的主要原料——进口废纸的价格持续上涨，上半年，新闻纸毛利率持续下降。

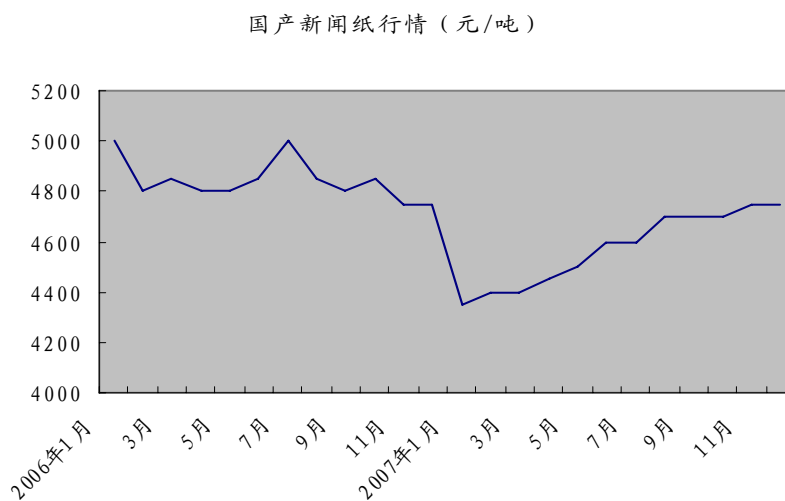
07 年，国家加大节能减排的环境保护治理力度，各地关闭小的文化纸生产企业，减少了市场的供给，同时，出口继续增加，再加上 07 年前 9 个月没有新的新闻生产线投产，新闻纸产能扩张缓解，供需矛盾缓和，加之原料价格的持续上涨和通货膨胀，新闻纸产品 6 月份开始提价，新闻纸价格的上涨，使产品毛利率水平和行业景气度开始企稳并略有回升。但供过于求的现状仍没有根本改变，新闻毛利率仍保持在低位水平。

图 6: 美国新闻纸行情



数据来源: 中国纸网

图 7: 国产新闻纸行情



数据来源: 中国纸网

(三) 行业洗牌加剧, 寡头竞争形成

07 年新闻纸行业的行业特征: 一是国内新闻纸生产能力已超过市

场需求，产品由过去供需存在缺口，变为供过于求，二是产品高利润时期结束；三是行业洗牌加剧，寡头竞争格局形成。在目前市场供过于求和产品毛利率下降的情况下，国内龙头企业仍然没有停止扩大产能的努力，06 年投产华泰股份和晨鸣纸业各 40 万吨新闻纸生产线，07 年达产，08 年初，广州造纸厂 35 吨生产线将投产，08 年，华泰股份新会 40 万吨生产线，08 年年新增产能将继续大于需求的增加，产能的快速增长和产能过剩，使新闻纸产品市场竞争加剧，07 年和 08 年新闻纸产品继续在低位徘徊，行业洗牌力度进一步加大，企业间的二级分化加剧和产业集中度将进一步提高，行业龙头依靠规模优势、管理效率，加速扩大产能和市场份额，淘汰无竞争优势的企业和挤占它们的市场份额，成为行业寡头，行业的寡头竞争格局正在形成。

造纸工业是规模效益显著的行业，行业的寡头首先要有规模优势和有效的持续扩张能力，由于新闻纸价格和利润率已处于低位，在这轮行业洗牌中，企业经营规模的扩张只有得到经营成本优势的支撑，规模扩张才是有效的，企业的经营成本优势主要来自二个方面：一是经营管理的高效率、低成本，经营规模大，具有参与国际竞争能力和产品出口能力，二是原料成本有优势，换言之，只有具备这两个优势之一的企业，在这轮行业洗牌中才能通过规模扩张，巩固和扩大规模和竞争优势，确立市场地位，最终成为行业的寡头。

表 3：主要新闻纸企业生产能力

企业简称	年生产能力(万吨)	其中 90 年代以后引进的高档新闻纸生产线
华泰股份	120	120
福建南纸	30	30
广州造纸	47	47
岳阳纸业	26	20
黑龙股份	25	17
石岷纸业	23	18
晨鸣纸业	70	70
上海泛亚	14	14
河北泛亚	30	30
山鹰纸业	18	18
劲达兴纸业	12	12
龙岩纸业	10	10
宜宾纸业	10	
江西纸业	10	
吉林纸业	15	
山东神州	12	12
万泰科		
其它	60	
合计		532 418

数据来源：广发证券研发中心

（四）出口量快速增长，缓解国内供给压力

06 年全年，新闻纸出口 32 万吨，07 年 1-9 月，新闻纸出口 50.5 万吨，是 06 年全年的 1.58 倍，预计 07 年全年出口将超过 60 万吨。出口市场的打开一方面缓解国内市场的供求压力，另一方面，也可封住国内新闻纸价格的下降空间。

（五）08 年供给过剩将继续加重

与 07 年前 9 个月比，07 年 10 月后，新闻纸将进入新一轮的产能扩张，07 年 10 月，山鹰纸业 18 万吨新闻纸生产线投产（本项目是 30 万吨包装纸，也可年产 18 万吨新闻纸），年底山东省淄博神州万泰科纸业股份有限两（共）年产 12 万吨的新闻纸生产线投产，08 年初广州造纸厂年产 35 万吨将投产，华泰新会年产 40 万吨新闻纸生产线也将计划在 08 年下半年投产，从 07 年下半年到 08 年，将有共 125 万吨新闻纸生产陆续投产，尽管少数厂家，如岳阳纸业，新闻纸生产线已全部转产，08 年新闻纸行业的产能过剩的压力将继续加重。

五、投资策略

（一）重点关注林纸一体化造纸和结构性变化促进业绩增长的企业

08 年，我们将遵循二条业绩增长的投资主线：一是具有资源优势的林纸一体化公司；二是因原料结构性变化和消费升级，使业绩大幅增长的公司或业绩持续增长能力强的公司。

同时应关注 08 年统一税率将增厚一些造纸企业的业绩。由于造纸企业绝大多数执行 33% 企业所得税，08 年内外资企业统一执行 25% 的企业所得税，目前所得税为 33% 的企业，08 年统一税率执行将提高目前执行 33% 所得税企业的盈利能力。

在林纸一体化造纸公司中应特别关注育林早和林业规模较大的公司。由于林纸一体化造纸企业的资源和成本优势日益突出，且持续发展能力强，这类公司今后将有较强的盈利能力和成长性，应继续重点关注。这里，我们继续重点推荐国内最早从事林纸一体建设的岳阳纸业和目前正进行林纸一体建设晨鸣纸业。

原料结构性变化带来业绩大幅增长的公司中,我们重点推荐博汇纸业;由于消费升级支撑业绩持续增长的公司中,我们重点推荐太阳纸业。

(二) 重点上市公司及推荐要点

1、岳阳纸业

(1) 公司林纸一体化产业链形成的竞争优势突出

目前公司林地面积已超过 100 万亩,为加快林业经营规模的持续扩大,公司全资子公司茂源林业正由自己造林为主向收购中成林转变,公司今后将继续依托茂源林业,扩大林地面积,持续增加林业资产的规模。公司林纸一体化的资源优势、产业链优势、育林的先发优势以及由此形成的成本优势和盈利能力将日益突出,并成为有别于其他无林业资源造纸企业的核心竞争优势。

(2) 业绩进入高增长周期

公司业绩已进入高增长周期,公司重要的利润增长点是公司全资子公司茂源林业业绩快速增长,增长主要来自砍伐量逐年增加和木材价格逐年上涨。除此之外,07 年和 08 年的利润增长点还有公司收购的湘江纸业;09 年和 2010 年的利润增长点还有 40 万吨印刷纸项目的投产和达产。

(3) 业绩预测与投资建议

我们预测,公司 07 年、08 年和 09 年 EPS 分别为 0.306 元、0.46 元和 0.74 元,考虑到公司林业资产的价值和未来的扩张能力及 09 年和 2010 年业绩仍将保持高增长,我们给予 08 年 58 倍的 PE,一年内目标价位 26.81 元,给予买入评级。

2、晨鸣纸业

(1) 行业龙头,整合能力强

行业龙头,截止 06 年,已连续多年销售收入列行业排名第一,产量排名第二。行业驾驭能力、企业的横向整合能力、低成本扩张能力强。

(2) 林纸一体的产业延伸,提升公司盈利和增值能力

公司湛江林浆项目已经启动,公司需发行 H 股,约 30 亿港币的融资用于投资湛江林浆项目,以解决项目资金瓶颈,发行 H 股已报相关审批部门,如果发行成功,公司将形成林浆纸一体化模式。随着原料控制力的增强,晨鸣纸业庞大的造纸规模将会有资源的保障,进而使成本优势、产业链的增值能力和综合竞争力显著增强。

（3）盈利预测与投资评级

我们预测，公司 07 年、08 年和 09 年 EPS 分别为 0.546 元、0.60 元和 0.60 元，考虑到公司林业资产的价值和未来的扩张能力，我们给予 08 年 30 倍的 PE，一年内目标价位 18 元，给予买入评级。

3、博汇纸业

（1）执行能力强、经营效率高

公司执行能力和成本控制能力强，经营效率高，这些优势使公司具备进一步扩大涂布白板纸经营规模、并成为行业寡头的潜能。

（2）文化纸和增发项目支撑公司业绩持续增长

公司以草浆为主要原料的文化用纸生产规模在同类企业列第一，近期国家加大关闭环保不达标纸厂，将大幅提高公司文化纸的盈利能力；公司卡纸经营在国内与太阳纸业、红塔纸业并列国内三强，尤其是烟卡，目前年产量接近 15 万吨，我们判断白卡纸市场今后几年仍将保持 10% 以上的增长速度。本次增发二项目将成为 08 年和 09 年的利润增长点：石膏板护面纸，是从差异化产品中寻找新增长点，产品有良好的市场前景；另一个化机浆项目，将大幅降低公司原料成本。我们预计 08 年公司业绩将有大幅增长。

（3）盈利预测与投资评级

我们预测，公司 07 年、08 年和 09 年 EPS 分别为 0.57 元、1.14 元和 1.27 元，考虑到公司林业资产的价值和未来的扩张能力，我们给予 08 年 23 倍的 PE，一年内目标价位 26.22 元，给予买入评级。

4、太阳纸业

（1）定位高端、持续扩张

公司产品主要定位高端，以高端产品和产品的高品质赢得市场。是目前国内烟卡最大的供应企业之一，将在 08 年 8 月投产的公司与国际纸业合资的利乐包原纸生产线，是目前国内唯一的利乐包原纸生产线。高档文化纸和包装纸规模的持续扩张，支撑业绩的持续增长。

（2）设备的集成能力强，资产经营和管理效率高

公司设备的集成能力强，实现了同样的设备投资最少，降低了固定资产投资，提高了固定资产的经营效率，与同类企业比，公司的固定资产周转率是最高。

（3）盈利预测与投资评级

我们预测，公司 07 年、08 年和 09 年 EPS 分别为 1.03 元、1.34 元和 1.67 元，考虑到公司林业资产的价值和未来的扩张能力，我们给予 08 年 28 倍的 PE，一年内目标价位 37.45 元，给予买入评级。

表4：重点公司业绩预测与市盈率

代码	简称	收盘价 (元)	EPS				PE			
		07-12-13	06	07E	08E	09E	06	07E	08E	09E
600963	岳阳纸业	23.7	0.127	0.307	0.46	0.74	186.94	77.28	51.27	32.04
000488	晨鸣纸业	14.34	0.353	0.546	0.60	0.60	40.58	26.25	23.87	23.87
600966	博汇纸业	18.39	0.464	0.574	1.14	1.27	39.62	32.04	16.11	14.50
002078	太阳纸业	29.7	0.815	1.031	1.34	1.67	36.45	28.81	22.20	17.76
平均							75.90	39.58	32.93	26.9

数据来源：广发证券发展研究中心

表5：板块市盈率（2007-12-10收盘价）

板块名称	市盈率(整体法)	市净率(整体法)
	[年度] 2006 年 [剔除规则] 剔除负值	[年度] 2006 年 [剔除规则] 剔除负值
全部 A 股	58.37	7.85
造纸行业	54	4.66
注：剔除亏损企业		

数据来源：Wind 资讯

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

造纸纸行业 2007 年投资策略 持有	陆晓鸣	2006-12-25
人民币升值预期将提高造纸行业整体估值 持有	陆晓鸣	2005-06-27

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。