

Companies

纸业步入景气周期 出口面临贸易保护风险

●造纸行业在近年一直以高于GDP的增长速度发展,2007年延续了高速发展的态势。行业盈利能力、固定资产投资和行业景气度均呈增长趋势,行业将逐步走入景气周期。
●政策扶持明显,龙头企业受益。国家节能减排政策促进了造纸行业集中度的提高;产业发展政策指明了行业发展方向并对龙头企业政策倾斜;《林业产业政策要点》也在一定程度上对拥有“林纸一体化”项目的造纸企业形成利好。
●2007年依然延续了2006年的进出口形势:纸浆进口依旧持续增长,而纸及纸板进口下降,出口上升,但我国纸品出口将面临贸易保护主义的风险。人民币升值对造纸业利大于弊,但随着我国纸品出口量的逐步增大,人民币升值对造纸行业所产生的利好将逐步缩小。

○中原证券 朱嘉

行业整体运营状况良好

自2002年以来,造纸行业一直以高于GDP的增长速度发展,2002年至2006年造纸行业产销量的复合增长率超过10%,主要原因是国民经济的快速增长和人民生活水平的日益提高。

2007年前三季度,我国造纸行业固定资产投资增长显著回升,累计完成额为557.40亿元,同比增长28.30%。主要原因:原材料价格持续走高,造纸企业为增强原材料控制力,陆续在2007年投资建设“林纸一体化”项目;由于淘汰落后产能及转产等因素,纸品市场供求状况有所改善,行业景气度回升。

从行业景气度来看,造纸及纸制品行业景气度于2006年下半年有明显的下滑,木浆和废纸的价格飙升导致整个行业成本上升,毛利率下降是其主要原因。2007年,由于木浆、废纸价格上涨程度小于2006年的涨幅,同时纸品市场供大于求的状况有所改善,使得造纸及纸制品行业景气度有了明显的回升。

政策扶持明显

《节能减排综合性工作方案》

2007年6月,国务院制定了《节能减排综合性工作方案》,其中首次明确提出了我国“十一五”期间淘汰落后生产能力的详细目标。其中造纸行业在“十一五”期间将关闭将近650万吨的产能,其中在2007年将关闭230万吨左右。淘汰的落后产能主要包括年产3.4万吨以下草浆生产装置、年产1.7万吨以下化学制浆生产线和排放不达标的年产1万吨以下以废纸为原料的纸厂。

《造纸产业发展政策》

造纸产业发展政策阐述了造纸政策目标、产业布局、原料结构、产品结构、技术与装备、组织结构、行业准入、投资融资、资源节约、环境保护等方面进行了较为详细的规定说明。其出台的目的在于完善造纸产业发展环境,构建林纸业相结合,推

06年及07年1-9月
我国造纸行业进口状况

	纸浆	纸及纸板
06年进口数量(万吨)	796	436
同比(%)	4.8	-16.3
06年进口金额(亿元)	43.9	33.7
同比(%)	17.9	-5.0
07年1-9月进口数量(万吨)	642	311
同比(%)	5.0	-7.0
07年1-9月进口金额(亿元)	41.2	26.7
同比(%)	26.5	4.2

资料来源:国家统计局、中国造纸协会、中原证券研究所

造纸行业的可持续发展

政策出台将在几个方面对造纸行业的发展产生重大影响:适度控制纸及纸板项目的建设;产业整合与市场准入;产业布局“由北向南”调整;以木纤维、废纸为主要原料;避免行业垄断。

《造纸产业发展政策》的颁布为造纸行业的发展指明了方向。首先,将促进造纸业提高原材料控制力,降低原材料对外依存度,促进产业升级;其次,将促进造纸业完善产业布局及结构,加快产业整合速度,提高产业集中度,支持龙头企业的并购行为;最后,将促进造纸业降低行业的能源、水资源的消耗及污染。

《林业产业政策要点》

在全国林业产业工作会上,七部委制定了《林业产业政策要点》。作为林业的主要下游产业,造纸行业也将受益于此次出台的一系列扶持政策。首先,林业将享受税收优惠政策,从事林项目的所得免征、减征企业所得税;其次,政府要求政策性银行适当延长林业贷款期限,对速生丰产用材林和工业原料林基地建设项目贷款年限放宽到12至20年;再次,积极推进森林、林木和林地使用权流转;最后,政府将对林业产业加大贴息扶持力度,给予贷款贴息。

该政策在短期内对造纸业上市公司的基本面不会有较大变化,但从长期来看,拥有“林浆纸一体化”项目的造纸企业将直接受益。同时,随着林权流转的逐步放开,越来越多的造纸企业有望逐步建立自身的“林浆纸一体化”项目,行业整体竞争力有望得到较大提高。

面临贸易保护制裁

2006年度我国纸业进出口的形

06年及07年1-9月
我国造纸行业出口状况

	纸浆	纸及纸板
06年出口数量(万吨)	7.5	341
同比(%)	58.9	75.8
06年出口金额(亿元)	0.6	28.5
同比(%)	50.0	66.7
07年1-9月出口数量(万吨)	—	302
同比(%)	—	44.8
07年1-9月出口金额(亿元)	—	22.6
同比(%)	—	46.0

资料来源:国家统计局、中国造纸协会、中原证券研究所

势是出口大幅增长而进口减少,但具体产品出现了分化:纸浆进口依旧持续增长,而纸及纸板进口下降。其中新闻纸进口的下降幅度非常大,原因是2006年下半年华泰和晨鸣两台80万吨生产线投产造成国内新闻纸供过于求。纸及纸板进口的下降,表明了我国国产的纸产品的竞争力有所提升。

2007年依然延续了2006年的进出口形势:纸浆进口依旧持续增长,而纸及纸板进口下降,出口上升。

需要指出的是,我国纸品出口将面临贸易保护主义的风险。2007年,我国纸品接连遭受反倾销和反补贴制裁。虽然我国纸品出口受制裁的品种并不多,范围也不广,但是必须引起我国造纸业的重视。

人民币汇率一直是影响造纸行业发展的重要因素。人民币升值一路走高,处于十分明显的上升通道,这对我国造纸业产生了两方面的影响:一方面,人民币升值,将降低国内纸厂原材料的海外采购成本;另一方面,我国的纸品出口大幅上升,人民币的升值将削弱我国出口纸品的价格优势,不利于我国造纸企业的纸品出口。

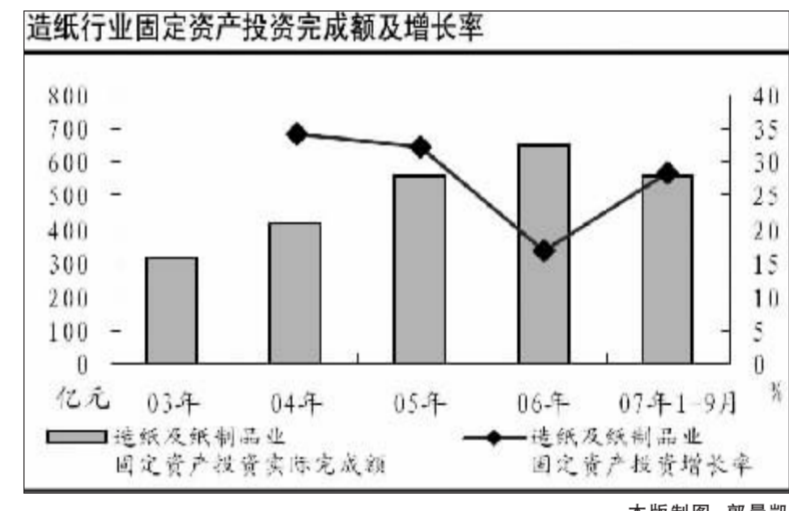
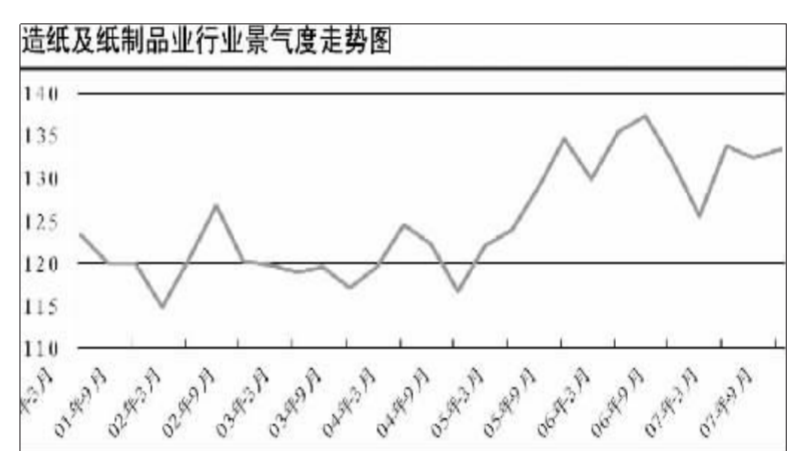
以2006年为例,进口木浆、废纸、纸及纸板、纸制品合计3216万吨,用汇112.50亿美元;出口纸及纸板、纸浆、废纸、纸制品合计491万吨,创汇50亿美元。若人民币对美元升值1%,则进口少用汇1.13亿美元,而出口则少创汇0.5亿美元,总体上少用汇0.63亿美元。

由此可知,目前人民币升值对造纸行业来说,利大于弊。但随着我国纸品出口量的逐步增大,人民币升值对造纸行业所产生的利好将逐步减小。

我国出口受制裁的纸品一览表

出口品种	制裁国家及地区	时间	内容
铜版纸	美国	2007.3.30	美国商务部决定对中国通用反补贴法,并开始对中国出口美国的铜版纸产品征收临时反补贴税。对晨鸣纸业征收10.9%、金东纸业征收20.35%、其他公司征收18.16%的惩罚性关税。
		2007.5.30	美国商务部认定原产于中国的铜版纸在美国国内廉价出售属于倾销行为,给予金东纸业23.19%、太阳纸业控股的天章纸业30.22%、晨鸣纸业48.07%、其他企业99.65%的初裁税率。美商务部将于10月中旬对本案倾销幅度作出终裁。
非涂布纸	台湾地区	2007.3.31	台湾地区反倾销调查机关对原产于大陆的非涂布纸作出反倾销初裁,认定涉案产品在台湾地区以低于正常价值的价格销售,构成倾销,但暂不征收临时反倾销税。
蜡光纸	美国	2007.5.30	美国商务部表示将对对中国出口美国的蜡光纸征收99.65%的临时反补贴税。
热敏纸	美国	2007.10.30	美国商务部宣布,对从中国进口的低克重热敏纸发起反补贴和反倾销立案调查。美国商务部对中国裁定的倾销率为108.25%,对于中国的补贴率裁定为低于2%。美国国际贸易委员会将于11月23日做出实质性初裁。
牛皮纸	韩国	2007.11.08	韩国贸易委员会(KTC)已决定对自中国、俄罗斯、美国、加拿大、印度尼西亚进口的牛皮纸进行反倾销立案调查。

资料来源:中原证券研究所



产业新政策 有助于集中度提升

○中投证券 王鹏 冷星星

2007年10月31日国家发改委发布的《造纸产业发展政策》指出,我国将优化产业布局、原料结构、产品结构和企业结构,加大创新力度,转变增长方式,明确产业准入条件,构建林纸业相结合、行业装备先进、节能环保、竞争有序、持续发展的现代造纸产业。

该政策对行业内上市公司的影响是:①企业将更加注重如何从上下游一体化的角度完善自身的长期竞争力,而不再是简单的依靠价格战和规模扩张来实现市场份额的提升,因此,企业对效益的重视程度将超过对规模的重视程度,企业的价值有望再上新的台阶。②随着行业景气度的快速提升,强者恒强的局面将进一步增强。

——支持兼并重组,推动产业整合,提升行业效率。《政策》明确指出,支持国内企业通过兼并、联合、重组和扩建等形式,发展10家左右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、具有国际竞争力的大型制浆造纸企业集团。到2010年,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。对于现有规模大,具备发展潜

力的造纸公司来说,以政府政策支持为后盾,做大做强时机正在来临。产业整合将逐步改善目前的价格竞争局面,推动整个行业的有序竞争,从而提高行业运行效率。

——提高行业准入壁垒,实现产业规模经济。政策对新进入造纸产业的国内外投资主体的技术水平、资金实力、信誉度和发展规划的内容以及新建、扩建制浆项目单条生产线起始规模都提出了具体要求。同时,新建项目吨产品在COD排放量、取水量和综合能耗等方面必须达到先进水平。造纸产业具有资金技术密集、规模效益显著的特点,行业准入壁垒的提高将有助于产业实现规模经济,提升行业效率。

——防止行业垄断。《政策》规定,单一企业(集团)单一纸种国内市场占有率超过35%,不得再申请核准或备案该纸种建设项目;单一企业(集团)纸及纸板总生产能力超过当年国内市场消费总量的20%,不得再申请核准或备案制浆造纸项目。国内目前具有垄断可能的主要有:金东的铜版纸、玖龙和理文的箱板纸。这类企业的大纸种发展战略或将根据此规定进行调整。华泰的新闻纸目前实际市场占有率为20%,还有70%的提升空间。

纸品价格稳中有升

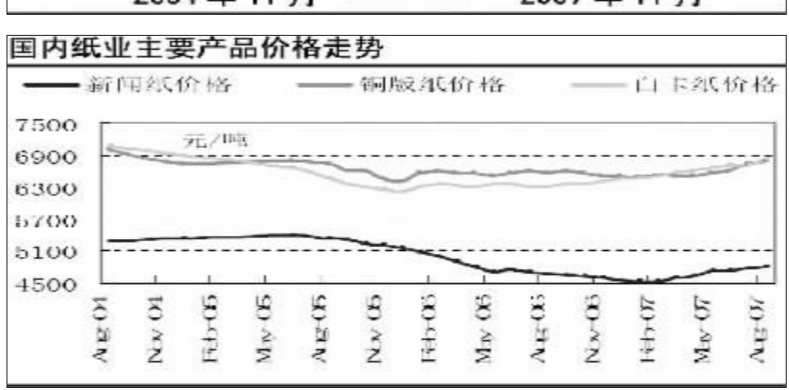
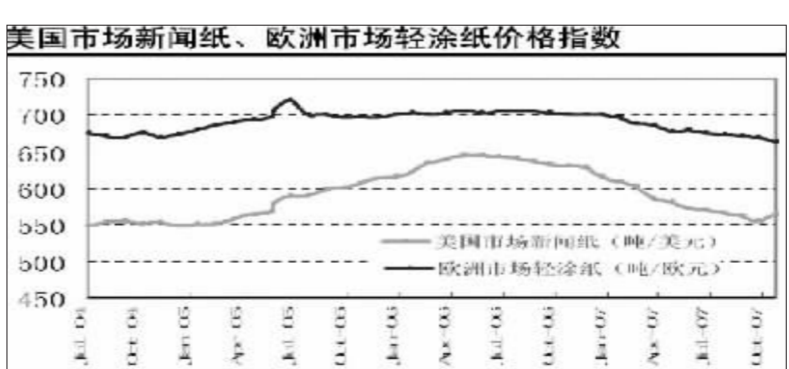
○国泰君安 王峰

10月份以来以美元标价的国际纸浆价格继续走高,而以欧元标价的木浆,无论是针叶浆还是阔叶浆价格均有所回落。废纸进口价格上涨较大,由于我们的价格是到岸价,其中国际海运价格的变化对木浆与废纸的价格变化影响较大,特别是废纸本身价格较低,海运价格的上涨对其影响就更大。

进入2007年,国际废纸贸易价格继续上涨,1月份到167美元/吨,2月份均价达到175美元/吨,3月份报价甚至达到185美元以上。或许是前期涨幅太多,或许是国内纸业公司在美国收购废纸的纷争逐渐平息,4月份国际废纸贸易报价开始下降。但6、7月份进口废纸价格又有所上涨,10月份美国8号废纸报价已到210美元/吨左右,实际进口已在203美元/吨附近,由于国内需求量大,进口废纸价格在高位徘徊的可能性仍然较大。

国内主要纸产品价格从2005年二季度以来缓慢下滑,新闻纸、铜版纸、白卡纸均有一定的下滑,原因有原材料降低所导致的成本下降的影响,但最重要的是市场供给的增加。进入2007年,国内白卡纸延续2006年下半年以来的缓慢上涨的态势,但近两个月上涨加速,年初以来涨幅约6%左右。新闻纸价格受华泰、晨鸣两台80万吨生产线投产的影响,价格表现在低位徘徊,但在4月份开始小幅上调,6、7、8月份仍在平稳上涨,部分地区新闻纸的价格已接近4900元/吨,从4月份以来上涨250元/吨左右,幅度约6%。铜版纸价格受美国政府反补贴与反倾销双重影响的冲击,年

初以来有所下降,但随着欧洲、中东市场的逐渐打开,铜版纸的价格已开始回升,近两个月上涨速度加速,目前市场平均价格在6800元/吨附近,较年初6300元/吨上涨500元/吨,涨幅达8%。



岳阳纸业(600963) 业绩进入高增长长期

公司已进入高增长周期。公告显示,2007年公司业绩预计同比增长100%以上。公司重要的利润增长点来自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。2002年以来,木材价格逐年上涨,2007年,公司小径的纸材的收购价每立方米在540元左右,大径材近期每立方米已超过600元,木材价格的上涨提高了公司单位木材的盈利能力,从目前的木材供需状况和趋势判断,预计2008年木材价格在2007年基础上还将继续上涨,涨幅应不低于10%。从2006年起,公司林业已进入收获期,主伐间伐的木材量将逐年扩大,经营业绩将逐年增长,预计2007年和2008年公司主伐间伐木材自产林分别为11万立方、23万立方,加上林业其它收入,2007年全年公司林业经营将实现销售收入7000万元左右,实现利润4100万元。2008年林业利润在此基础上仍将有较大幅度的增长。

公司利润的另一个增长点是2007年收购的湘江纸业,湘江纸业以生产和销售牛皮卡纸为主,2007年年生产产能20万吨,公司2007年第四季度经营业绩并入合并报表,2007年将为公司增加1200万元的利润,而2008年后,公司经营业绩将全部并入合并报表,预测2008年将为公司贡献净利润4000万元左右,比2007年增加3000万元左右。

2009年和2010年,公司另一个利润增长点是40万吨含机械浆胶印印刷纸项目,这一项目将分别在2009年上半年投产和在2010年达产,因此,2009年和2010年公司利润仍将保持高增长。

预测公司2007年和2008年EPS分别为0.306元和0.46元。(广发证券 陆晓鸣)

华泰股份(600308) 冉冉升起的新闻纸行业龙头

华泰股份是我国新闻纸行业的龙头企业,公司2006年国内市场占有率达到17%。国内新闻纸行业正处于整合期,这给予华泰这样的行业龙头较好的发展机遇。公司将通过抢占小企业退出后的市场份额,迅速做大,强者恒强。

在新闻纸国际市场上,欧美对手由于较高的生产成本,其新闻纸很难销售至亚洲,而亚洲地区的旺盛需求将有助于公司开拓出口市场。

公司多项举措增强原材料控制力。首先,积极引进新的“林浆纸一体化”项目;其次,扩大废纸供应来源。产能扩张将提升公司业绩。广东新闻纸项目中一期40万吨工程预计于2008年底投产;20万吨/年SC纸项目进展顺利,2008年初有望投产。

优质化工资产注入,新资产上半年净利润达到0.99亿,全年净利润将超过原先的预期1.6亿元,成为公司新的利润增长点。此外,公司计划新增50万吨离子膜烧碱项目,将于2008年、2009年陆续投产。

预计华泰股份2007、2008和2009年的EPS(已摊薄)分别为1.03元、1.35元和1.67元。(中原证券 朱嘉)

博汇纸业(600966) 主导产品提升盈利预期

公司主要纸品市场状况良好,上调公司盈利预测,2007年至2009年公司摊薄后业绩由原来0.565元、1.010元和1.214元上调至0.587元、1.102元和1.282元。公司目前文化纸销售价格在5800元至5900元之间,符合预期;化学浆线也在紧锣密鼓的建设中,建成时间应该与预期相符。

上调业绩的基础主要在于看好公司主导产品白卡纸目前的状况,源于该子行业近年来产能扩张的趋缓,2007年至2009年逐步走向卖方市场。

白卡纸作为涂布白纸板中高档的产品,2006年国内白卡纸消费量202万吨,未来烟卡容量基本稳定,社会卡部分增速超过15%,综合来看白卡纸能够保持11%左右的行业增速,也就是说未来需求增量超过20万吨。

目前白卡纸产能的增加主要来自于美利纸业、30万吨和河南新亚的20万吨,考虑产能释放时间市场压力较小。目前国内白卡纸市场集中度较高,主要的前五位生产商占到国内市场份额的70%,在集中度这么高的市场中,在行业市场景气度不断提高的环境下,隐形的价格联盟容易形成。

白卡纸在今年年初提价后,价格基本维持不变,未来白卡纸价格会有所上升。(国金证券 友友林)

美利纸业(000815) 文化纸产品毛利率预计上升

公司近日公告,经与中冶美利纸业集团有限公司协商,美利股份与美利集团合资设立中冶美利纸业集团有限公司。其中,美利纸业占首期出资额的45.17%;美利集团占首期出资额的54.83%。成立合资公司后,浆纸公司收入无法并表,公司只能获得浆纸项目的投资收益。未来由于林地项目放在上市公司,纸浆生产线放在合资公司,两家公司之间将存在大量的关联交易,上市公司与集团公司之间如何进行利益分配,值得投资者高度关注。

白卡纸投产仍会慢于预期,而且项目毛利率会低于市场预期水平。指望白卡项目未来两年为上市公司大量贡献投资收益较为困难。

在环保执行力度加大的情况下,公司文化纸将在2008年逐步提价,毛利率将随之上升。

预测美利纸业2007年至2009年EPS分别为0.27元、0.41元、0.59元。公司估值水平高于可比公司,这主要是市场赋予了公司林纸一体化前景,以及中冶集团相关业务整体上市预期。(华泰证券 王海涛)