

造纸 II

产能淘汰关键在于执行, 实质影响在下半年

评级: **增持**

前次: **增持**

分析师

分析师

朱嘉

孙国东

S0740210080009

S0740207010008

021-20315132

0531-68889511

zhujia@qlzq.com.cn

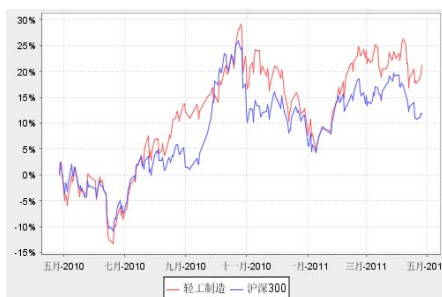
sungd@qlzq.com.cn

2011 年 5 月 12 日

基本状况

上市公司数	21
行业总市值(百万元)	105431.14
行业流通市值(百万元)	74646.37

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

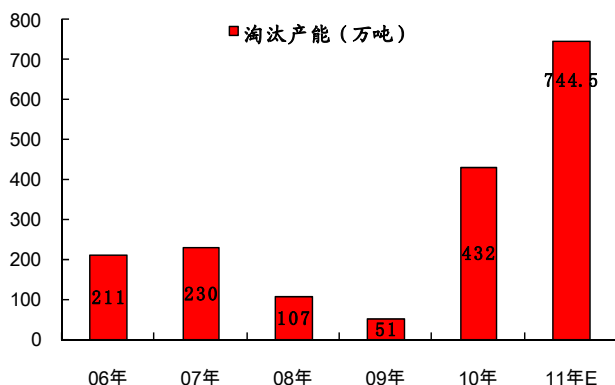
重点公司	指标	2010A	2011E	2012E
晨鸣纸业	股价(元)	8.21	8.21	8.21
	摊薄每股收益(元)	0.56	0.80	0.96
	总股本(亿股)	20.62	20.62	20.62
	总市值(亿元)	169.29	169.29	169.29
岳阳纸业	股价(元)	9.60	9.60	9.60
	摊薄每股收益(元)	0.19	0.50	0.70
	总股本(亿股)	8.43	8.43	8.43
	总市值(亿元)	80.94	80.94	80.94
博汇纸业	股价(元)	8.49	8.49	8.49
	摊薄每股收益(元)	0.32	0.55	0.70
	总股本(亿股)	5.05	5.05	5.05
	总市值(亿元)	42.84	42.84	42.84

备注: 重点公司排列顺序为: 本公司推荐一、本公司推荐二、本公司推荐三

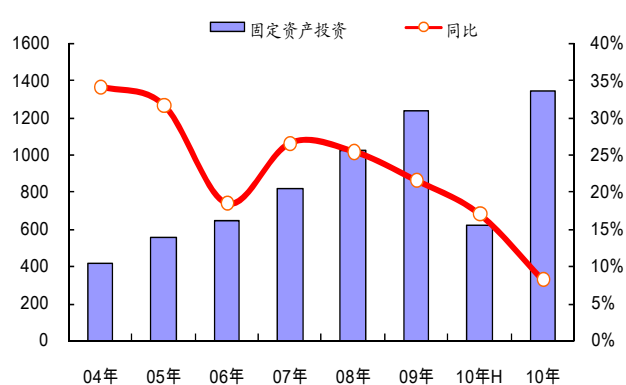
投资要点

- **事件: 工信部分解下达 2011 年淘汰落后产能目标任务, 其中造纸行业淘汰落后产能目标任务为 744.5 万吨, 其中河北、河南、山东、山西等省在炼铁、炼钢、焦炭、平板玻璃、造纸等行业淘汰落后产能任务较重。**
- **淘汰数量明显超预期, 此次的淘汰量较大, 744.5 万吨的淘汰数量大致占现有产能的 7-8%。**同时, 我们之前在《2011 年造纸行业投资策略》中预计整个“十二五”行业规划中淘汰落后产能的数量为 800-1000 万吨, 而从目前工信部下达的淘汰指标来看, 整个“十二五”的淘汰量将有望明显提升, 我们据此预测“十二五”的淘汰量有望提升至 1200 万吨以上, 将占目前总体产能的 12%左右。
- **淘汰后期执行情况和淘汰产能的真实性比淘汰数量更重要。**历史表明, 淘汰的执行情况和淘汰产能的真实性总是要比淘汰数量对行业的影响更大, 最明显的例子就是 2010 年公布的淘汰 465 万吨产能, 其中河南省就出现已废弃再申报的问题, 较大程度地影响了市场对行业后期的判断。因此, 后续淘汰执行情况和淘汰产能的真实性的跟踪将成为我们需要密切关注的重点。
- **从此次的情况来看, 各行业的淘汰数量是工信部根据各地经省级人民政府同意提出的 2011 年淘汰落后产能计划任务, 结合产业升级要求和各地实际而制订出的。**前期财政部、工业和信息化部、国家能源局联合颁布了《淘汰落后产能中央财政奖励资金管理办法》, 加上节能减排的压力, 因此各地方政府上报较为积极, 但在奖励面前, 更易出现重复上报的情况, 但淘汰补偿的政策将有助于淘汰执行情况顺利执行。
- **主要淘汰产能依然将集中于文化纸、低端包装纸和低档生活纸中。**原材料为草浆的低档文化纸, 规模较小的低端包装纸(箱板纸、瓦楞纸和白板纸)和低档生活纸依然是此次淘汰的重点, 而高端纸种(铜版纸、白卡纸)将不受影响, 由此可知, 此次淘汰量在所影响的纸品中的占比将高于 7-8%的比重, 我们预计占比达到 10%左右。

- **对行业的实质性影响可能会在下半年三季度中后期逐步显现。**从执行的所需时间，然后顺延至纸品销售市场对此的产生的反应，同时二级市场也需时间来观察此次淘汰的执行力度，因此我们预计，对行业的实质性影响会在下半年三季度中后期开始逐步显现，届时造纸板块重点公司的盈利有望出现超预期因子。
- **行业短期压力重重，板块短期难有趋势性机会。**我们在本周周报中提到了短期行业面临了较大的压力，短期国内原材料价格的下滑（多重原因：进口到货量较多，纸厂原材料库存处于较高水平，限电对需求影响等因素），使得多数纸品的提价行为困难重重（白卡纸情况稍好）。提价行为的无法执行将导致纸品盈利能力环比提升的可能性较小（因纸厂原材料库存较高，目前原材料价格下滑无法促使纸品的成本下降）。部分厂商盈利的环比增长主要是来自销量的增加（主要体现在白卡纸上）。盈利短期难以较大幅度改善将导致板块短期内难以出现趋势性机会，但人民币对美元的持续升值将成为短期内刺激板块，出现交易性机会最主要的因素。
- **从 2010 年固定资产投资增速的变化情况来看，下半年的三季度后市场供需情况有望出现好转的趋势。**2010 年上半年行业的固定资产投资增速累计仍然达到了 17%，而全年累计增速则仅为 8.2%，下半年的固定资产投资增速仅为 2%。根据 12-15 个月左右的建设投产期，其影响期将从今年三季度中后期开始显现，届时行业的供需矛盾有望出现缓和的态势，同时四季度又恰逢一年中纸品的消费旺季，纸品价格有望受三重刺激而出现较大幅度的上涨，吨纸盈利能力有望较大幅度的提升，造纸板块重点上市公司业绩有望出现超预期。
- 鉴于目前板块长短期的情况，我们维持行业“增持”的投资评级，在淘汰落后产能的背景下，推荐公司为晨鸣纸业、岳阳纸业，建议关注景兴纸业和银鸽投资。

图表 1：造纸行业历年淘汰产能情况


来源：齐鲁证券研究所

图表 2：造纸行业固定资产投资情况


来源：齐鲁证券研究所

图表 3：造纸行业淘汰落后产能中央财政奖励范围

	非木浆生产线	化学木浆生产线	废纸浆线
2011年	单条年生产能力5000吨及以上的非木浆生产线	年生产能力5000吨及以上的化学木浆生产线	单条年生产能力5000吨及以上以废纸为原料的制浆生产线
2012年	单条年生产能力3.4万吨及以上的非木浆生产线	年生产能力1.7万吨及以上的化学木浆生产线	单条年生产能力1万吨及以上以废纸为原料的制浆生产线
2013年	单条年生产能力3.4万吨及以上的非木浆生产线	年生产能力1.7万吨及以上的化学木浆生产线	单条年生产能力1万吨及以上以废纸为原料的制浆生产线

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-68889516

手机:15806668226

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号

证券大厦 2308