

# 林业与造纸包装

## 包装纸周刊：联储加息预期扰动或再起

### 行业动态

#### 行业近况

**产品市场价格走势 (10月28日至11月4日):** 总体平稳。箱板纸价格 3,284 元/吨, 环比持平, 同比降 0.77%, 价格环比保持稳定; 瓦楞纸价格 2,880 元/吨, 环比降 0.14%, 同比升 0.13%。白卡纸价格 4,607 元/吨, 环比升 0.05%, 同比降 4.15%。文化用纸价格 5,253 元/吨, 环比持平, 同比降 4.02%。(图表 1 至图表 4)

**成本价格走势 (10月28日至11月4日):** 国产废纸价格 1,209 元/吨, 环比升 0.23%, 同比降 2.85%; 价格环比小幅上升。进口废纸价格 179 美元/吨, 环比持平, 同比降 8.01%; 价格环比保持稳定。(图表 5 至图表 6)

#### 评论

**进入 11 月传统旺季, 各地区包装纸价格总体仍然平稳。** 下游需求仍较为疲软 (图表 11) 且成本整体下行, 预期包装纸价大幅上升可能性较小。剔除较大汇兑损失, 龙头企业吨毛利和吨净利或于第 3、4 季度保持相对稳定, 显示上半年华南瓦楞箱板纸产能退出积极影响犹在 (退出产能 416 万吨, 占之前总产能约 8%)。龙头企业旺季瓦楞箱板纸提价 50 元/吨的目标落实有待进一步观察。

**7 月起执行的增值税退税优惠 (多数小厂或不达受惠标准) 将短期受益大纸厂吨净利改善 (有望提升吨净利 15~20 元)。**

**美联储加息预期再起或又成短期扰动。** 尽管企业于今年 8 月后已采取相应措施 (包括降低进口废纸占比、调节债务结构等) 降低美元敞口, 但预计短期利率及汇率市场波动可能再次压制股价表现。同时, 我们也提示并不排除由于大额汇兑损失诱发企业发布盈利预警的可能性。

**伴随供应量上升, 美废和国废价格预计中期继续呈下降趋势。** 短期, 国废价格较为坚挺且美废继续下探。人民币贬值可能一定程度上支撑国废价格而压制美废价格。

#### 估值与建议

**维持对玖龙和理文的盈利预测,** 目前估值水平分别对应公司 2016 财年市净率 0.7 倍与 1.1 倍, 处于相对安全的水平, **维持推荐。** 未来关注京津冀地区落后产能可能退出。

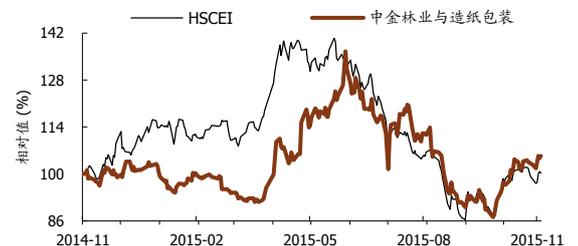
#### 风险

需求复苏不及预期; 废纸成本大幅反弹; 外汇波动带来不利影响。

股票名称	评级	目标价格	P/E (x)	
			2015E	2016E
玖龙纸业-H	推荐	6.00	14.3A	9.2
理文造纸-H	推荐	5.10	10.0	8.4

中金一级行业

基础材料



相关研究报告

- 包装纸周刊: 11 月能否提价是关键信号 (2015.11.01)
- 包装纸周刊: 涨价或需等待至 11 月 (2015.10.23)
- 包装纸周刊: 4 季度可谨慎看高 (2015.10.19)
- 包装纸周刊: 或受制需求不振 (2015.09.28)
- 玖龙纸业-H | 盈利恢复或受需求疲弱和人民币贬值影响 (2015.09.25)
- 理文造纸-H | 下调盈利预测, 主要由于人民币贬值及销售均价下滑 (2015.09.25)

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

陈阳

袁霏阳

分析师

分析师

brad.chen@cicc.com.cn

feiyang.yuan@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080513060002

SAC 执业编号: S0080511030012

SFC CE Ref: BBE952

SFC CE Ref: AI727



## 行业资讯

### 国际商品浆价难呈上升势头

- ▶ 短纤浆：一般来说，国际浆市在 7、8 月份暑假期间为需求淡季，但今年第 3 季度的淡季却不同，短纤浆量、价呈平稳甚至微幅走扬状态。这主要由于 7 月份中国大陆漂白短纤木浆厂——山东日照森博浆厂两条漂白短纤木浆生产线因干旱相继停产造成的连锁影响，使北美和欧洲漂白短纤木浆市场供需出现了一定的回升。
- ▶ 长纤浆：北美市场漂白长纤浆供需颓势依旧，即使主流漂白长纤木浆生产商 8 月份主动将销往北美市场的漂白长纤木浆价格下调 20 美元/吨。
- ▶ 展望后市，面对漂白短纤木浆价格过于疯狂的表现，中国大陆纸厂后市减购观望的可能性很大。据此，后市漂白短纤木浆价格转向下跌的可能性大增；而国外漂白长纤木浆生产商展开的新的提价也可能难以实现，因为中国大陆纸业供需低迷已经远超预期。

2015 年 11 月 4 日» 来源：纸业联讯»

<http://www.risi-umpaper.com/info.do?method=searchNoChargeInfoDetail&id=79063&pid=05.06.02.01.18.&info=14>

### 珠三角原纸价格再提涨 50 元/吨

- ▶ 11 月 4 日，珠三角地区龙头纸企再发提价通知，瓦楞纸在原有提价基础上上调 50 元/吨。继 10 月 15 日同一天集体涨价后，时隔不到一个月纸厂再次宣布提价。

2015 年 11 月 5 日» 来源：纸业联讯»

<http://www.risi-umpaper.com/info.do?method=searchNoChargeInfoDetail&id=78981&pid=05.06.02.01.18.&info=14>

### 河南卫生纸产品不合格产品检出率为 0

- ▶ 河南省质量技术监督局在其官网上公布 2015 年卫生纸等 13 种产品质量国家联动抽查结果，共抽查了 416 家河南省生产企业的 426 批次产品，406 家企业生产的 406 批次产品合格，监督抽查合格率为 95.3%。其中，卫生纸产品的不合格产品检出率为 0。

2015 年 11 月 5 日» 来源：纸业联讯»

<http://www.risi-umpaper.com/info.do?method=searchNoChargeInfoDetail&id=79101&pid=05.06.02.01.18.&info=14>



图表 1：中国箱板纸价格



资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表 2：中国瓦楞纸价格



资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表 3：中国白卡纸价格



资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表 4：中国文化用纸价格



资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表 5：中国国产废纸价格



资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

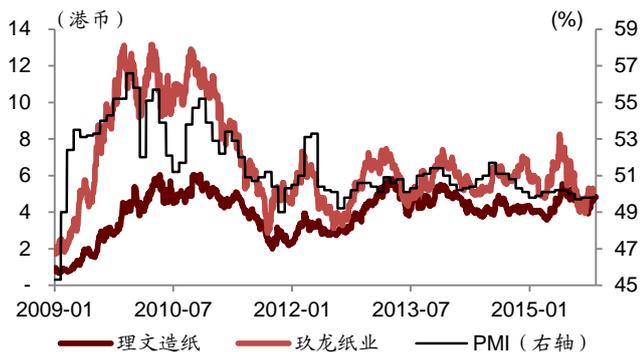
图表 6：进口废纸价格



资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

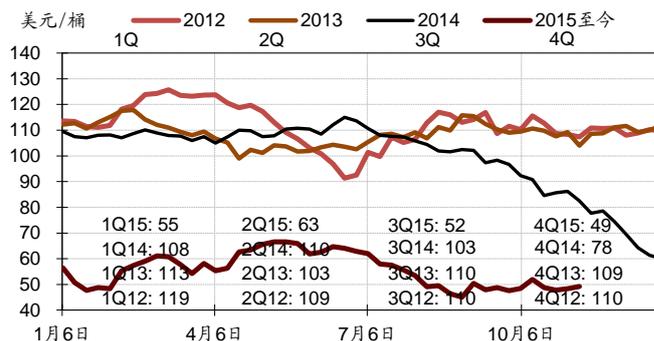


图表 7：玖龙及理文股价走势 vs. PMI



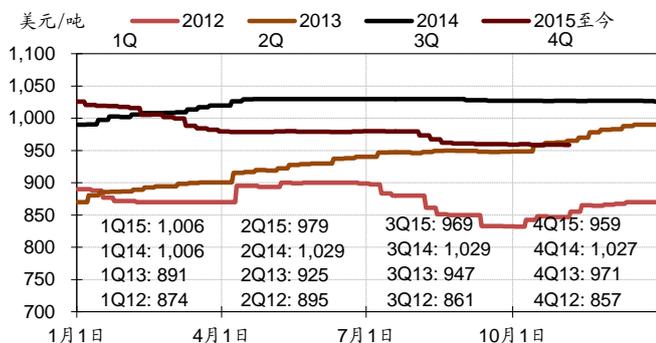
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 8：布伦特原油价格



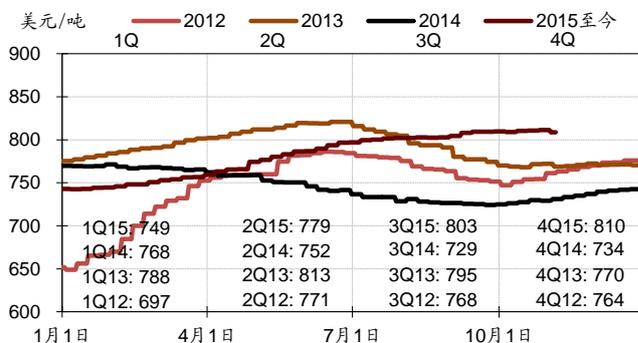
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 9：进口长绒木浆价格



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 10：进口短绒木浆价格



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 11：2015~2017 瓦楞箱板纸新增产能统计

2015				2016				2017			
厂家	项目内容	产能	地点	厂家	项目内容	产能	地点	厂家	项目内容	产能	地点
浙江传承实业	箱板瓦楞纸	50	浙江	山东太阳红河纸业	箱板纸	50	山东	玖龙纸业	箱板纸	35	沈阳
荣成纸业	箱板瓦楞纸	30	浙江嘉兴	吉林辽源友谊热源有限公司	瓦楞纸	30	吉林辽源	重庆简氏纸业	箱板纸	30	重庆
江苏绿城纸业	高强瓦楞纸	25	江苏溧阳					重庆简氏纸业	瓦楞纸	25	重庆
河北永新纸业	高强瓦楞纸	40	河北唐山					吉林辽源友谊热源有限公司	瓦楞纸	30	吉林辽源
白山琦祥纸业	高强瓦楞纸	20	吉林					荣成纸业	箱板纸	75	湖北荆州
河南中峰纸业	高强瓦楞纸	15	河南								
山东无棣瑞峰纸业	瓦楞纸	10									
	挂面箱板纸	30	山东								
浙江汇丰纸业	箱板纸	30	浙江富阳								
	瓦楞纸	30									
鞍安纸业	箱板纸	30	辽宁鞍山								
2015年新增产能合计		310		2016年新增产能合计		80		2017年新增产能合计		195	

注：新增产能可能推迟或取消

资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

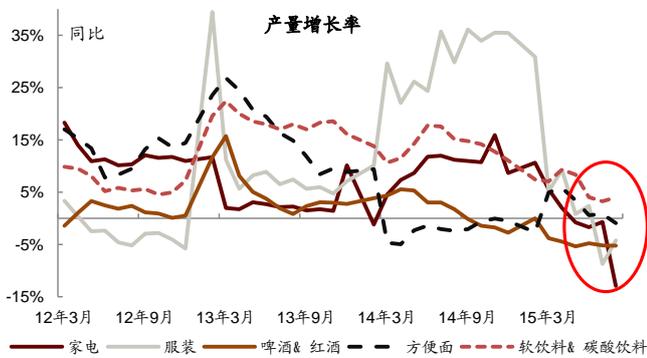


图表 12: 行业公司 2015 年 3 季度业绩回顾

晨鸣纸业						
百万人民币	2015.01~09	2014.01~09	YoY	3Q15	3Q14	YoY
营业收入	14,895	14,040	6.1%	5,177	4,958	4.4%
营业成本	11,034	11,363	-2.9%	3,663	3,984	-8.1%
毛利	3,861	2,676	44.3%	1,513	973	55.5%
毛利率	25.9%	19.1%	6.9%	29.2%	19.6%	9.6%
营业利润	678.6	62.7	981.8%	323.2	40.7	694.7%
营业利润率	4.6%	0.4%	4.1%	6.2%	0.8%	5.4%
归属母公司股东的净利润	561.3	341.2	64.5%	284.9	98.7	188.6%
净利润率	3.8%	2.4%	1.3%	5.5%	2.0%	3.5%
景兴纸业						
百万人民币	2015.01~09	2014.01~09	YoY	3Q15	3Q14	YoY
营业收入	2,138	2,171	-1.5%	806	730	10.5%
营业成本	1,835	1,899	-3.4%	696	639	8.9%
毛利	303	273	11.1%	110	91	21.2%
毛利率	14.2%	12.6%	1.6%	13.7%	12.4%	1.2%
营业利润	0.5	-2.1	n.m	-0.8	-29.5	n.m
营业利润率	0.0%	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
归属母公司股东的净利润	7.3	6.2	18.2%	1.0	-26.4	n.m
净利润率	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	n.m	n.m
山鹰纸业						
百万人民币	2015.01~09	2014.01~09	YoY	3Q15	3Q14	YoY
营业收入	7,268	6,040	20.3%	2,986	2,096	42.5%
营业成本	5,955	4,958	20.1%	2,498	1,710	46.1%
毛利	1,312	1,081	21.4%	487	386	26.2%
毛利率	18.1%	17.9%	0.2%	16.3%	18.4%	-2.1%
营业利润	134.2	175.1	-23.4%	-0.3	74.8	n.m
营业利润率	1.8%	2.9%	-1.1%	n.m	3.6%	n.m
归属母公司股东的净利润	206.2	173.0	19.2%	72.2	74.8	-3.5%
净利润率	2.8%	2.9%	0.0%	2.4%	3.6%	-1.2%

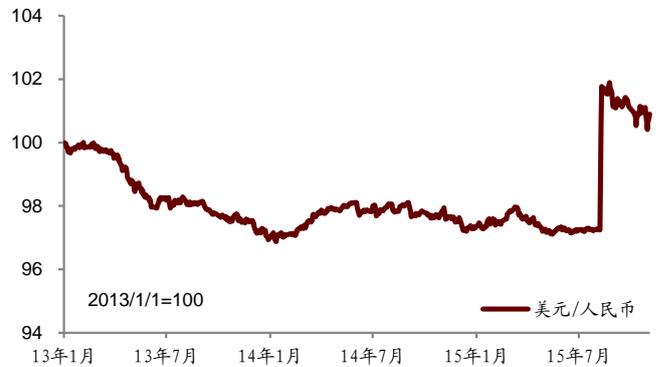
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 13: 下游需求疲弱



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

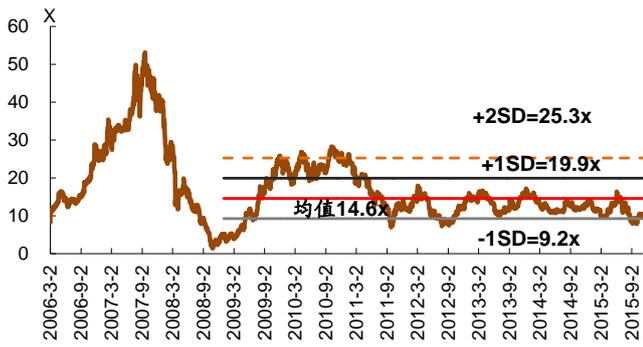
图表 14: 美元/人民币汇率走势



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

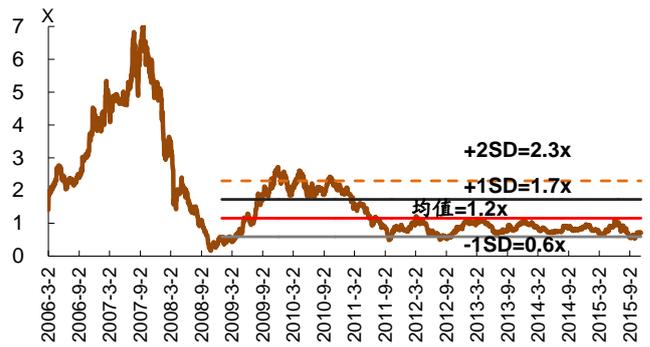


图表 15: 玖龙市盈率图表



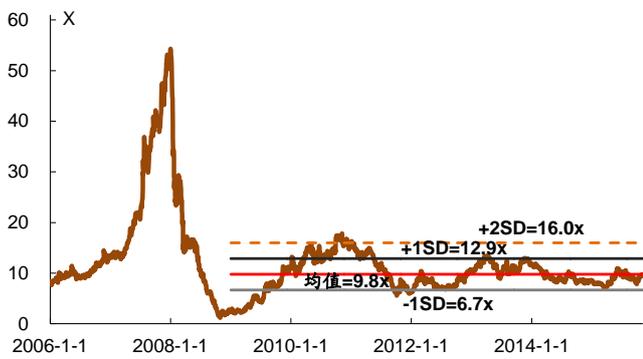
资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

图表 16: 玖龙市净率图表



资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

图表 17: 理文市盈率图表



资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

图表 18: 理文市净率图表



资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

图表 19: 可比公司估值表

公司 港股/B股	代码	股价		市值 百万港元	评级	市盈率 (x)			市净率 (x)			净资产收益率 (%)			股息收益率 (%)			EV/EBITDA (x)		
		2015-11-6	目标价			2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
理文造纸	2314.HK	4.91	5.10	22,508	推荐	11.8	9.8	8.3	1.3	1.2	1.1	10.9	12.0	12.9	2.9	3.5	4.2	10.3	9.1	7.5
玖龙纸业	2689.HK	5.28	6.00	24,638	推荐	11.5	14.3	9.1	0.8	0.8	0.7	7.1	5.5	8.0	1.8	1.6	2.7	8.9	8.8	6.8
维达国际	3331.HK	15.78	18.00	15,766	中性	26.5	23.1	19.5	3.1	2.8	2.5	11.7	12.1	12.8	0.8	0.9	1.0	3.1	2.8	2.1
恒安国际	1044.HK	82.85	74.50	100,918	中性	25.9	24.8	22.2	5.8	5.3	4.8	22.3	21.3	21.6	2.4	2.5	2.8	16.7	14.7	13.8
<b>平均</b>						<b>18.9</b>	<b>18.0</b>	<b>14.8</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>	<b>2.3</b>	<b>13.0</b>	<b>12.7</b>	<b>13.8</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	<b>2.7</b>	<b>9.7</b>	<b>8.9</b>	<b>7.5</b>

资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司研究部



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

**与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的相关个股报告。**

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL），星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如\*确信卖出 - 纳入确信卖出、\*回避 - 移出确信卖出、\*推荐 - 移出确信买入、\*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：江薇



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455



CICC  
中金公司

