



28 February 2011 | 12 pages

太阳纸业 (002078)

高棉价催热短纤 造纸业演绎“老树发新芽”

----太阳纸业 (002078) 调研报告

✍ 黄薇

执业证书编号: S12302010060001

☎ 021-64718888-1813

✉ huangwei@stocke.com.cn

投资要点:

- **高棉价高油价催热替代品市场。**棉花 08 年已逐步迈入涨价通道,但去年 9 月之前涨幅一直相对平稳。去年 9 月后棉花价格几乎呈直线上升。同时石油价格也不断创出新高,使得各类化纤产品价格节节攀升。双重压力下,以纺织服装为代表的下游生产厂商对粘纤的需求激增,从而催热了溶解浆市场。
- **未来 2 年国内溶解浆供需缺口测算。**2010 的情况: 10 年国内粘胶纤维的产能约 200 万吨,考虑开工率、棉与木浆粕之比(棉浆粕一般生产粘胶长丝,木浆粕生产粘胶短纤)以及生产耗损率之后,我们预计 10 年用于市场粘胶短纤的木溶解浆供应量为 115 万吨。10 年全年木溶解浆的进口量为 95 万吨,因此国内产能不会超过 20 万吨。
2011 的预测: 根据各大化纤企业公开的投产信息,11 年国内粘纤投产产能是 250 万吨,推算出 11 年溶解木浆的需求量为 140 万吨。由于 11 年底之前国内总产能不会超过 70 万吨,且最快也要在 10 月份以后才能投产,故 1-9 月的供需矛盾依然紧张。
2012 的预测: 粘纤产能增至 300 万吨,同时国内溶解木浆新增产能较 11 年增加近 50 万吨,进口替代空间降至 30 万吨。
- **替代是可持续的。**与市场其它观点有所不同的是,我们并不认为油棉价格的持续上涨才是溶解浆暴利得以持续的基础,涨幅过大将抑制下游纺织服装业的需求,进而倒逼上游各个环节的原料利润链条断裂。但通胀背景下棉油价格的持续大幅下降也是很难见到的,维持高位震荡的可能性较大,故产能的释放节奏是维持高利润的关键。随着国内产能的释放,2012 年开始溶解浆的吨净利将逐步下降;另一方面,由于产能被削减,木浆价格将演绎量减价升,在此我们引用业内专家的判断: 预计二者会在吨净利 2 倍区间找到平衡。
- **盈利预测与投资建议。**看好浆线产能扩大及向上游资源挺进对公司发展的深刻影响,认可管理层的经营效率及执行力,维持年度策略中对太阳纸业的“买入”评级。预计 11~12 年 EPS 为 0.84 元, 1.28 元,对应当前市盈率为 15 倍和 10 倍,即便考虑到对传统行业折价当前的估值也具有较高的安全边际。尽管替代效应不足以逆转行业景气度下降的现实,但溶解浆业务的横空出世亦向市场展示了传统行业的新活力,相应的估值水平也应该有所提升,我们认为 12 年 15~20 倍的市盈率较为客观。

评级: 买入

上次评级: 买入

目标价格:

上次预测:

当前价格: ¥ 13.23

单季度业绩	元/股
1Q/2011	0.19
2Q/2011	0.22
3Q/2011	0.21
4Q/2011	0.22

报告撰写人: 黄薇

数据支持人: 黄薇

主要指标	2010	2011E	2012E	2013E
净利润(亿)	6.34	8.41	12.75	14.05
净利润增速	32.48%	32.63%	51.59%	10.18%
每股收益(元)	0.63	0.84	1.28	1.41
市盈率(倍)	20	15	10	9





1. 溶解浆横空出世

◇ 溶解浆释义

溶解浆是造纸所用木浆的提纯品。木浆中包括纤维素、半纤维素和木素，溶解浆即利用 1-2 个后续生产环节，加入木片（注：2.3 吨木材制造 1 吨木浆，再加入 1 吨木片，可制 1 吨溶解浆，因此溶解浆与木浆对木材的耗损量之比是 1.4:1）及化学辅料将木浆中的木素和半纤维素去除（主要是碱回收），保留较为纯净的纤维素。

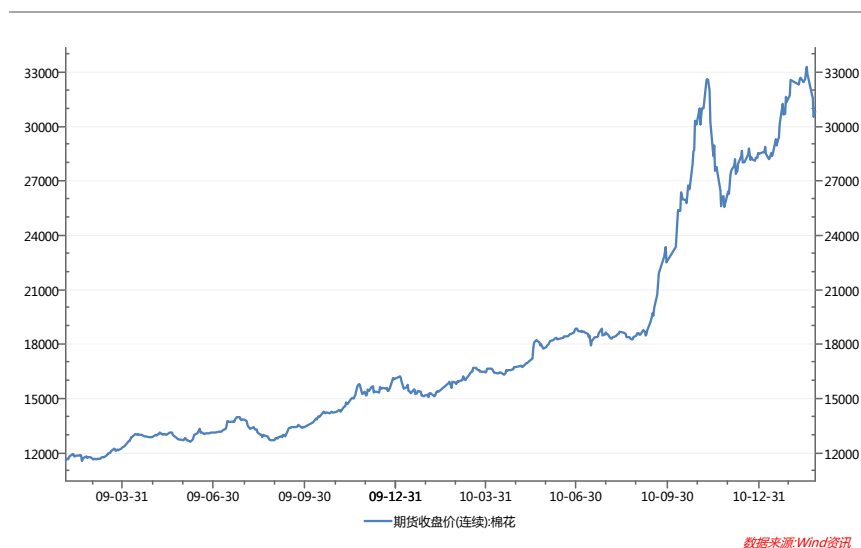
溶解浆在纺织服装业的后续产品是粘纤（粘纤是以棉或其它天然纤维为原料生产的纤维素纤维。在 12 种主要纺织纤维中，粘纤的含湿率最符合人体皮肤的生理要求，具有光滑凉爽、透气、抗静电、染色绚丽等特性。粘纤属再生纤维素纤维，它是以天然纤维素为原料，经碱化、老化、黄化等工序制成可溶性纤维素黄酸酯，再溶于稀碱液制成粘胶，经湿法纺丝而制成。采用不同的原料和纺丝工艺，可以分别得到普通粘胶纤维，高湿模量粘胶纤维和高强力粘胶纤维等），粘纤因其纤维量充足且舒适度高，可替代棉花进行服装家纺的生产加工。

粘纤按原料分有棉浆、溶解级木（竹）浆、棉短绒等，生产出来的粘纤价格也按棉浆—木浆—棉短绒的顺序由高到低排列。国内在对粘纤的替代方面用得较多的是溶解木浆和棉浆，一般来说纯度在 95% 以上的溶解浆才能用于生产粘纤进而替代服装生产中的棉，否则在舒适度上无法与棉相比，不会被消费者接受。此外，溶解木浆对树种和木质的要求都较高，生长周期都要在 5 年以上，产地以南非、巴西、加拿大、北欧各国为主，因此木质溶解浆的原料木浆依然需要进口。

◇ 高棉价高油价催热替代品市场

棉花在 08 年已经逐步迈入涨价通道，但在 10 年 9 月之前的涨幅一直是相对平稳的。去年 9 月后棉花价格几乎呈直线上升。同时石油价格也不断创出新高，使得各类化纤产品价格节节攀升。双重压力下，以纺织服装为代表的下游生产厂商对粘纤的需求激增，从而催热了溶解浆市场。

图 1：棉花价格从 10 年 9 月开始加速上涨

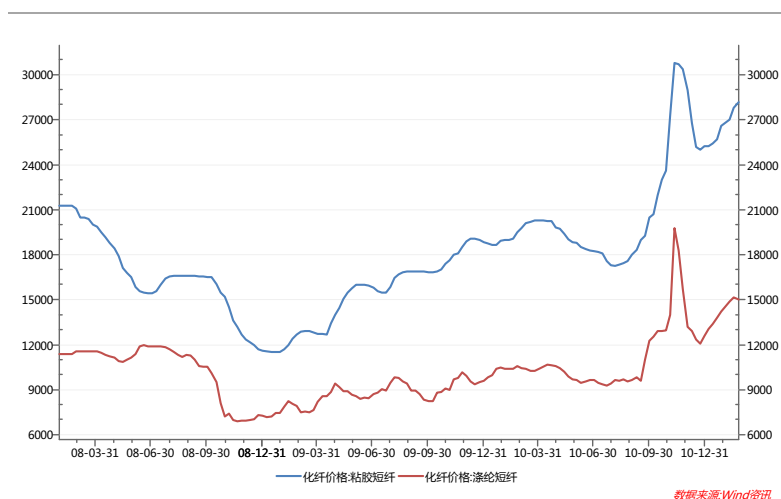


数据来源: wind, 浙商证券研究所



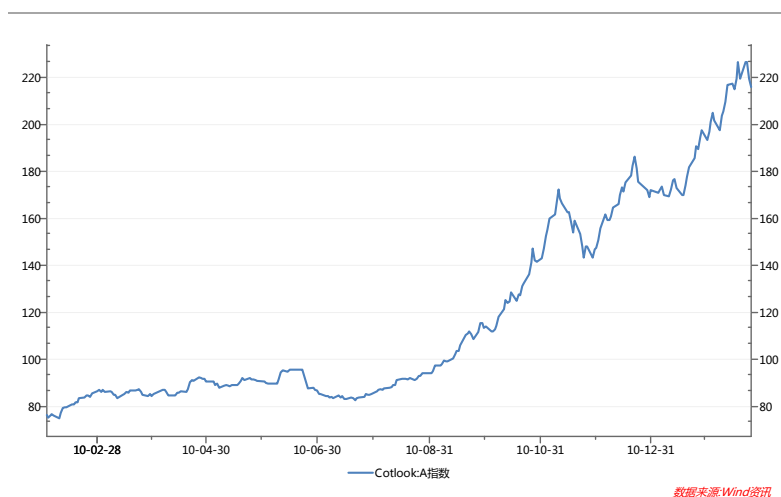


图 2: 粘胶短纤和涤纶短纤的价格也随之飙升



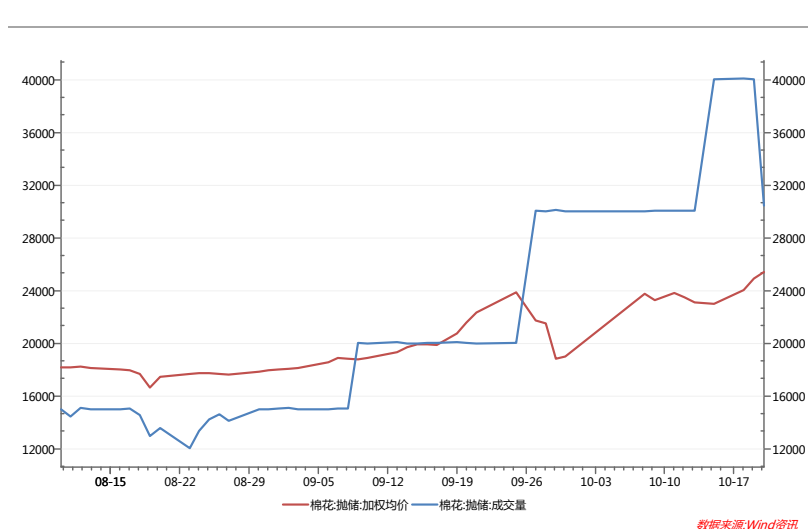
数据来源: wind, 浙商证券研究所

图 3: 英国白糖棉花价格指数



数据来源: wind, 浙商证券研究所

图 4: 为稳定棉价, 抛储量和抛储价均在去年 10 月创下新高

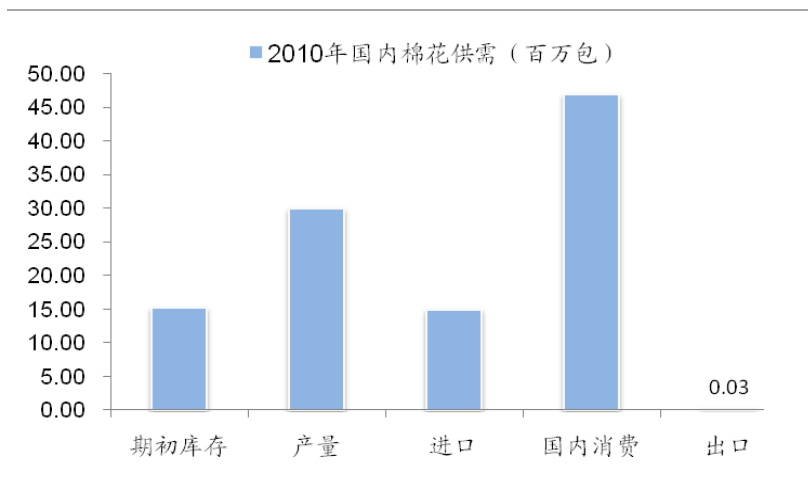


数据来源: wind, 浙商证券研究所





图 5：目前国内的棉花消费量仍远大于产量，供需矛盾紧张



数据来源：wind，浙商证券研究所

◇ 未来 2 年国内溶解浆供需缺口测算

2010 的情况：10 年国内粘胶纤维的产能约 200 万吨，考虑开工率、棉与木浆粕之比（棉浆粕一般生产粘胶长丝，木浆粕生产粘胶短纤）以及生产耗损率之后，我们预计 10 年用于市场粘胶短纤的木溶解浆供应量为 115 万吨。10 年全年木溶解浆的进口量为 95 万吨，因此国内产能不会超过 20 万吨。

2011 的预测：我们根据各大型化纤企业公开的投产信息统计，初步估计国内 2011 年粘胶纤维的投产量是 250 万吨，推算 2011 年木溶解浆的市场需求量为 140 万吨。11 年底之前国内总产能不会超过 70 万吨，且最快也要在 10 月份以后才能投产，故 1-9 月的供需矛盾依然紧张，11 年全年仍有 70 万吨的需求缺口由进口来弥补。

2012 的预测：粘纤产能增至 300 万吨，同时国内木溶解浆新增产能较 11 年将增加近 50 万吨，进口替代需求降至 30 万吨。

我们对需求缺口的预测基于如下前提：

- （1） 尽管溶解浆的暴利会导致众多企业蜂拥而上，但国内原有的木浆生产线并不丰富，且多集中在大型造纸企业，易发生羊群效应的小企业在一定时期内只有望尘莫及。
- （2） 溶解浆生产线可以通过新建和技改 2 种方式完成，前者对时间、资金和技术要求都较高，现在启动的新增生产线预计要在 2012 年底才能投产，且新建 20 万吨级及以上的制浆线耗资不低于 5 亿元；技改是在原有木浆生产线基础上进行的，从订购设备到调试生产，预计需要 9 个月到 1 年时间，技改 20 万吨级及以上的生产线耗资低于 1 亿元。因此，从耗时、耗资、技术储备、企业执行力等各方面综合考量，溶解浆生产线的扩容不会一步到位，未来 2 年国内新增产能无法满足需求，进口替代仍有空间。
- （3） 木溶解浆对树种和木质的要求都较高，生长周期都要在 5 年以上，产地以南非、巴西、加拿大、北欧各国为主。因此木质溶解浆的原料木浆依然需要进口，近年来海外对天然林的砍伐管理日趋严格，因此从原料供应来看，木溶解浆的产能迅速扩容并不现实。





表 1: 2 月 25 日粘胶原料市场价格行情

品名	规格	价格	产地	备注
溶解级木浆	现货进口木浆	20500-21000 元/吨		市场报价
	国产木浆主流成交	15500-16500 元/吨		
	短丝	2600 美元/吨	巴西	二月合同价
	短丝	18000 元/吨	晨鸣纸业	二月合同价
	短丝	17000 元/吨	福建南纸	二月合同价
	短丝	17000 元/吨	石岷纸业	二月合同价
	短丝	2600 美元/吨	印尼	二月合同价
棉浆	短丝	21500 元/吨	吉藁化纤	二月厂家报价
	短丝	21500 元/吨	山东高密	二月厂家报价
	短丝	21500 元/吨	山东恒联	二月厂家报价
	棉纸混浆	15000 元/吨	市场较低成交	二月厂家报价
	短丝	21500 元/吨	市场主流价	
	竹浆	17000 元/吨	四川长毅	二月厂家报价
	特种浆	18000 元/吨	四川长毅	二月厂家报价
	短丝	21500 元/吨	四川长毅	二月厂家报价
	长丝	23500 元/吨	四川长毅	二月厂家报价
	短丝	21500 元/吨	新疆泰昌	二月厂家报价
	短丝	21500 元/吨	新疆银鹰	二月厂家报价
	短丝	21000 元/吨	镇江万发(河南海洋)	二月厂家报价
	长丝	13000-13500 元/吨	长丝绒国内市场参考价	提货价
棉短绒	短纤	11500-12000 元/吨	河南	提货价
	短纤	11500-12000 元/吨	湖北	提货价
	短纤	11600-12000 元/吨	江苏	提货价
	短纤	12000 元/吨	普纤绒国内市场参考价	提货价
	短纤	11800-12500 元/吨	山东	提货价
	短纤	11500-12000 元/吨	山西	提货价
	短纤	11500 元/吨	市场较低成交	提货价
	短纤	11500-12300 元/吨	新疆阿克苏地区	产地价
	短纤	11500-12300 元/吨	新疆库尔勒地区	产地价
	短纤	11500-12300 元/吨	新疆玛纳斯地区	产地价
	短纤	11500-12300 元/吨	新疆塔城地区	产地价

数据来源: 纺织信息网, 浙商证券研究所

2. 高盈利的持续性主要依赖产能释放节奏

◇ 替代是可持续的

与市场其它观点有所不同的是,我们并不认为后期油棉价格的持续上涨才是溶解浆业务暴利得以持续的基础,因为涨幅过大将抑制下游纺织服装业的需求,进而倒逼上游各个环节的原料利润链条断裂。但目前的通胀背景下,棉油价格的持续、大幅下降也是很难见到的。所以棉花和石油价格维持高位震荡的可能性较大。以粘纤替代棉为代表的各原料之间的替代效应也将在此价格环境下继续演绎。





此外，溶解浆制造过程中多出来的碱回收环节对企业的碱回收能力要求提升，这相当于给小企业的进入增加了难度，给不善于治污的大企业增加了成本，而太阳纸业在这方面颇有优势，公司生物质能发电的上网电价是6毛/度，对应的电费节省在每年5千万元以上。

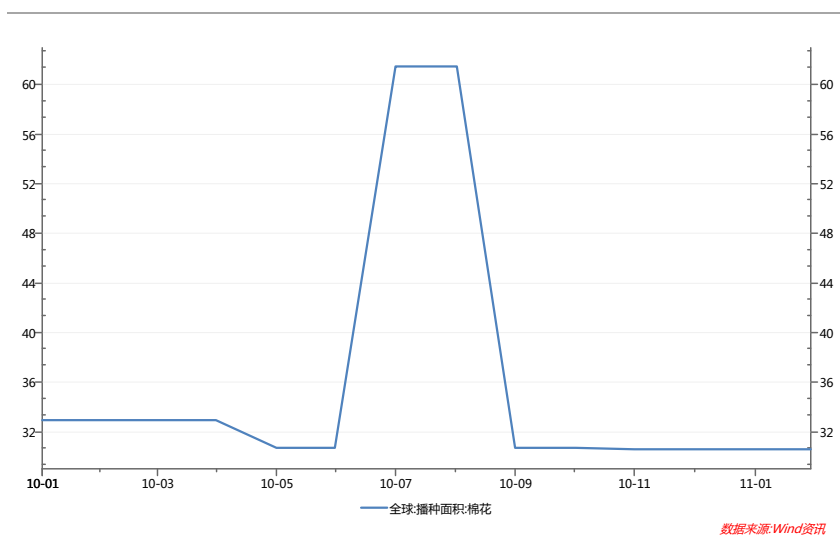
由木浆转溶解浆的生产线技改耗时不长，耗资也相对较少，也并非不可逆。由溶解浆转回（生产木浆）较为便利，不会造成大面积长时间的停工现象。

浙商研究所年度策略中认为11年上半年的投资主题都将围绕高通胀的大背景展开，基于此，我们认为高通胀可带来不同领域产品的替代效应，溶解浆这类“老树发新芽”的现象后期还将在一些传统行业不断上演，如超仿棉合成纤维项目已经在10年底启动，各类纤维对棉花的替代已在纺织业暗流涌动，不排除有新的火花产生。

◇ 油棉涨价只是催化剂，粘纤对棉花的替代由来已久并还将继续

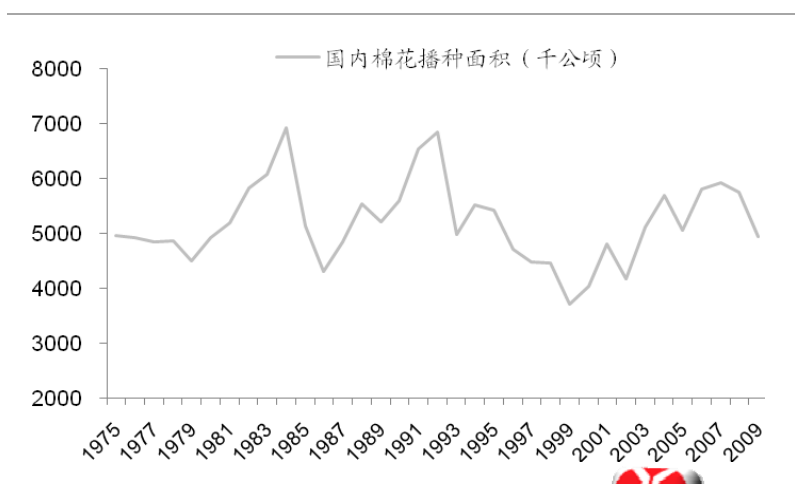
随着棉花“与粮争地”等突出的问题，全球棉花的种植越来越少，据统计从05/06年至09/10几年间产量已由2530万吨左右下降至2260万吨左右。这个问题对中国来说显得尤为明显，近年国内棉花种植面积递减明显，2008年为575万公顷，2009年为495万公顷。2010年9月末中国棉协预测全国棉花总产量为670万吨，较8月预测数递减26万吨。有调研数据显示，2010-2011年中国棉花产量预测在645万吨左右。

图6：全球棉花种植面积



数据来源: wind, 浙商证券研究所

图7：国内棉花的播种面积近2年大幅减少



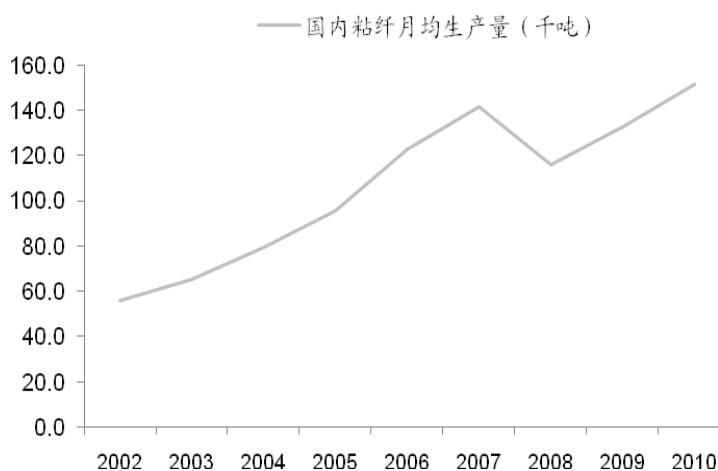


数据来源：CEIC，浙商证券研究所

作为棉花最优良的替代和改良产品，粘胶纤维尤其是短纤在全球范围内的需求量从05年的230万吨增至09年的340万吨，而生产粘纤所需要的棉浆每年可提供量不超过140万吨，供需矛盾日趋严重。

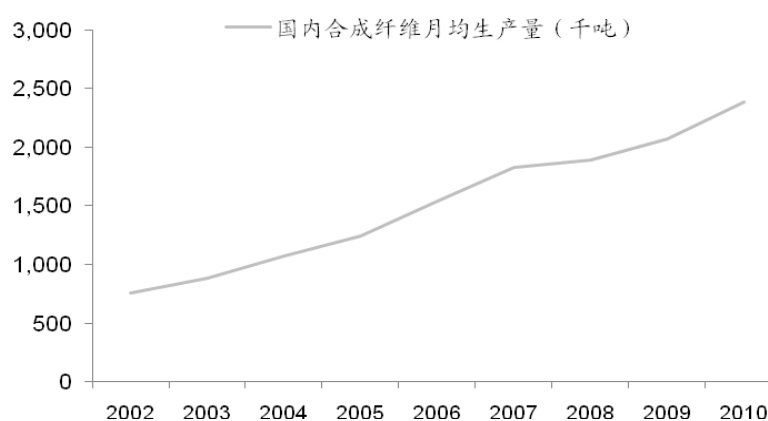
从上世纪90年代中开始，各化纤厂家不断尝试寻找新的替代性原料，纺织服装厂家也尝试在衣料中降低棉的使用比率。实际上我国棉纺自身用棉比例已经从上世纪末的70%下降到当前的55%左右，多年来的高增长主要是靠化纤以及其他纤维的支撑。国际棉花委员会（CCI）也曾表示：虽然纺织原料范畴中棉（纤）和合成纤维竞相争宠，但从现在市场形势分析棉纤正渐渐被合成纤维所替代。

图 8：02 年至今粘纤月均生产量基本呈直线上升



数据来源：CEIC，浙商证券研究所

图 9：合成纤维递增的生产量显示其日益广泛的应用领域



数据来源：CEIC，浙商证券研究所





◇ 产能的释放节奏是维持高利润的关键

基于对“油棉维持高位+替代过程将持续”的判断，溶解浆产能的释放节奏就成为维持高利润的关键因素，我们在需求缺口预测部分已经对此有过判断。

当前溶解浆的吨售价在 18000 元附近，吨净利在 5000-6000 元区间，而木浆吨净利在 800-1000 元区间，前者是后者的 6 倍，尽管我们认为扩容不会一步到位，但门槛不算太高的溶解浆业务必将引来众多新入者。

随着国内产能的释放，2012 年开始溶解浆的吨净利将逐步下降；另一方面，由于产能被削减，木浆价格将演绎量减价升，在此我们引用业内专家的判断：预计二者会在吨净利 2 倍区间找到平衡。

3. 非溶解浆业务：复苏中谋转型 “上游+资源”是坚定方向

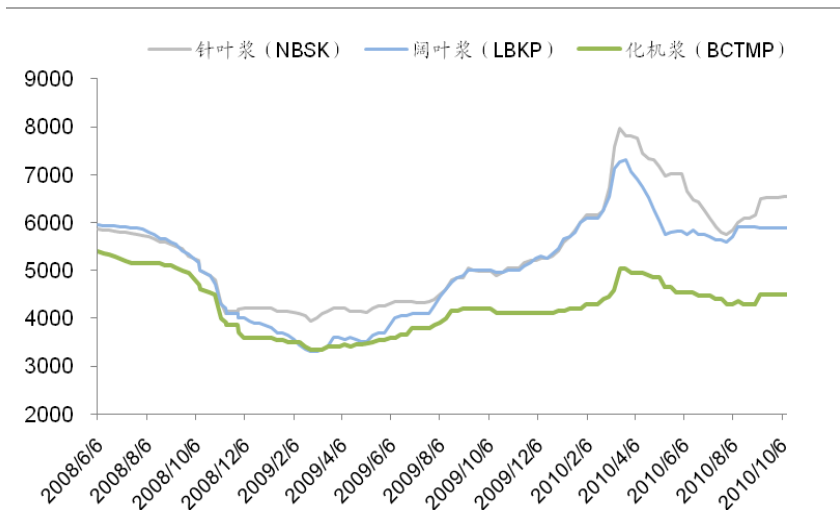
◇ 制浆业务盈利将大幅提升

08 年金融危机后，太阳纸业提出“原料结构调整和产品结构调整”的思路，近 2 年的原料价格上涨证明了调整是必要的。由于溶解浆只是在原有的木浆生产环节后增加了提纯、碱回收、烘干等几个步骤，仅占用原有的木浆生产产能，且转回操作的成本低，因此它与原料结构调整思路是一致的，符合造纸行业“向上游走，向资源走”的转型大方向。

基于此，公司在未来 2-3 年都将大幅挺进上游原料产业，一方面攫取浆产品的高利润率，同时提升纸浆自给率，有助于控制纸制品的原料成本。新建老挝工厂之外，本部实施技改和新建外地产能都是可以寻求的方向。

随着 09 年的两条木浆生产线的陆续投产，10 年太阳的自制木浆产能接近 60 万吨，木浆自给率在 40-50% 之间（不含合资公司）；预计 11 年至少可增加到 70 万吨（含溶解浆），12 年随老挝工厂的浆线投产，自制浆有望达到 100 万吨。公司的综合毛利率也将随制浆产能在近 2 年明显提升，即便不考虑溶解浆业务的高盈利，其净利润也会有不俗的增长。

图 10：国内浆价近 3 年的走势

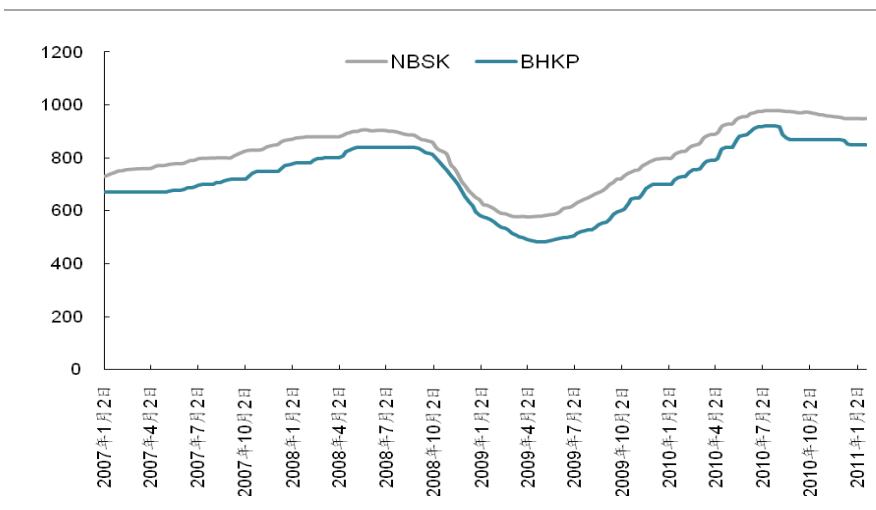


数据来源：浙商证券研究所





图 11: 国际纸浆价格走势 (单位: 美元/吨)



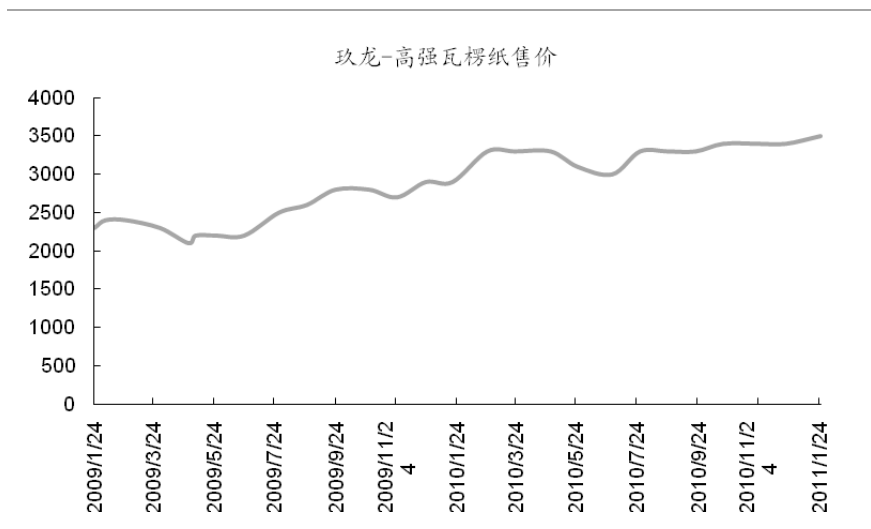
数据来源: 浙商证券研究所

◇ 预计纸制品景气度将好于 10 年, 且纸品提价在即

由于纸的新增产能在近两年释放明显, 10 年下半年造纸行业盈利情况普遍不理想。预计 11 年纸品还将有产能逐步释放, 谨慎预计行业景气度正在逐渐恢复过程中。

价格传导带来的上涨显然要比行业的自然恢复迅速得多, 10 年 4 季度开始的浆价大幅上涨必将向下游传导, 带动纸价上涨。以玖龙纸业为例, 白卡、轻涂纸在去年 11 月的提价后, 年初又再度提价。

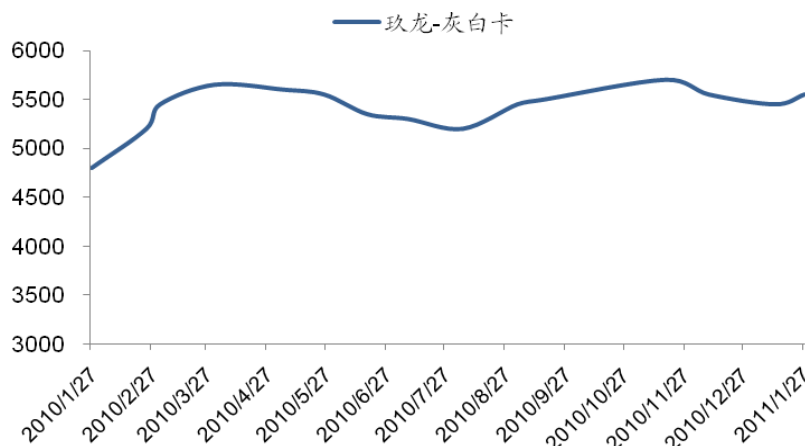
图 12: 玖龙纸业高瓦楞出厂价



数据来源: 浙商证券研究所

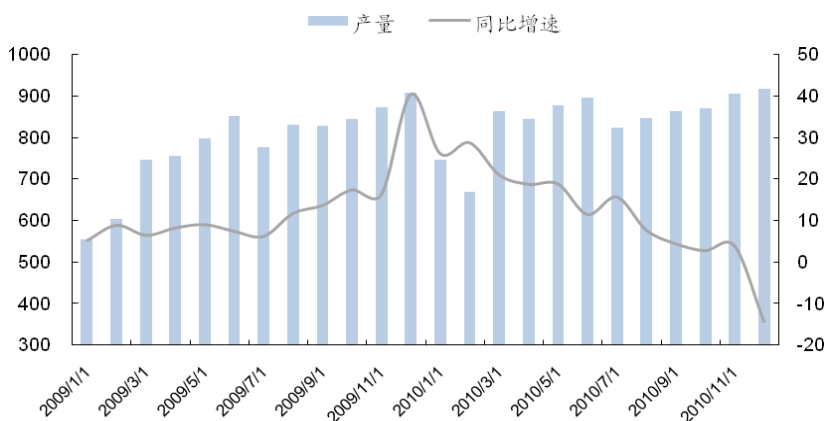
图 13: 玖龙纸业灰白卡出厂价





数据来源: 浙商证券研究所

图 14: 国内纸和纸板的月产量微增但同比增速降幅明显 (单位: 万吨, %)



数据来源: wind, 浙商证券研究所

4. 投资建议

预计 2011-2012 年太阳纸业的每股收益为 0.84 元, 1.28 元, 对应当前市盈率为 15 倍和 10 倍, 即便考虑到市场对造纸这类传统行业会给予一定的折价, 当前估值也具有较高的安全边际。

尽管可以发挥替代效应的产品不足以逆转行业景气度下降的现实, 但溶解浆业务的横空出世亦向我们展示了传统行业的新活力, 相应的, 估值水平也应该有所提升, 我们认为 12 年 15~20 倍的市盈率较为客观。

我们看好浆线产能扩大及向上游资源挺进对公司发展定位的深刻影响, 认可公司管理层的经营效率及执行力, 维持年度策略中对太阳纸业的“买入”评级。





浙商证券

浙商证券研究服务团队

客户服务

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

客户服务

楼小飞

+86 21 64716569

louxiaofei@stocke.com.cn

客户服务

徐路鹏

+86 21 6471 8888-1700

xulupeng@stocke.com.cn

客户服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn

客户服务

金肖男

+86 21 6471 8888-1824

jinxn@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780

lisiming@stocke.com.cn

信息技术

张雷

+86 21 6471 8888-1740

zhanglei@stocke.com.cn

宏观策略团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

宏观

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略研究

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

银行业金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

电力设备行业

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟到

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

有色行业

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

建筑建材行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

旅游行业

王禾

+86 21 6471 8888-1740

wanghe@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，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“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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多种金融服务。我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。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

