

溶解浆的美好时代

——溶解木浆专题报告

核心观点

溶解木浆成为增加粘胶纤维产量的唯一原料来源。2010 年国内棉花价格涨幅超过 80%，进入 2011 年以来棉花价格还在持续上涨。棉花的主要替代品主要有合成纤维（涤纶）和粘胶纤维，粘胶纤维在质地上与棉花相近，舒适性、透气性、环保等各方面较涤纶都有明显优势，所以粘胶纤维成为替代棉花的必然选择。国内三大类棉纺原料棉花、涤纶、粘胶的使用比例约为 60: 30: 10，目前主要厂商都在提高粘胶使用量，比例倾向于提升至 50: 30: 10，必然拉动粘胶纤维需求快速增长。生产粘胶纤维的主要原材料是棉绒浆和溶解木浆，近年来由于棉花种植面积减少等因素，棉绒浆增量很少，因此溶解木浆成为增加粘胶纤维的唯一原料来源。

溶解木浆已经处于暴利时代。当前国际市场溶解木浆价格已经达到 2600 美元/吨水平，据 PCI Fibres 估计，全球主要溶解木浆生产商在 2010 年底的生产成本基本都在 6000 元/吨（900 美元/吨以下），均值在 660 美元/吨，按此计算毛利率在 75% 左右。从港股上市公司来看，赛得利在溶解木浆均价 1300 多美元/吨时毛利率就已经超过 60%，目前我们估算接近 80%。国内生产成本预计将高于国际水平，我们预计在 8000 元/吨左右。

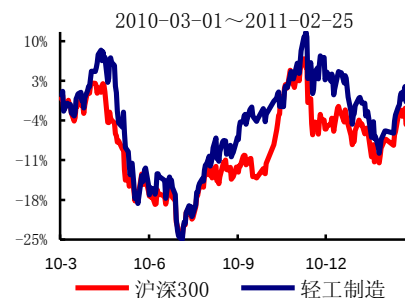
溶解浆带来美好未来。我们假设一条 30 万吨化学浆生产线转产溶解浆，毛利润将增长 195%，如果按照 5% 的期间费用率、25% 的所得税率计算，整条生产线的净利润将达到 7.5 亿元左右，根据 2010 年业绩快报太阳纸业、晨鸣纸业归属母公司所有者净利润分别为 6.3 亿元、11.6 亿元，即使是对行业的龙头企业也是翻天覆地的变化。

中国需求依然会快速增长。2005-2009 年国内进口溶解木浆由 29.3 万吨提升至 85.2 万吨，年复合增长率超过 30%，由于预期 2012 年棉绒浆供应量不超过 80 万吨，因此预计 2012 年溶解浆进口需求将增长至 165.4 万吨。我们预计到 2012 年新建项目投产增加溶解浆产能 20 万吨左右，近两年转产增量约为 50-60 万吨，也就说到 2012 年国内产量增长预计 80 万吨，但是预计到 2012 年中国进口溶解浆达到 165 吨左右（不考虑国内新增产能的前提下），依然处于供不应求的状态。

2011 年制浆造纸趋于平淡。我们在年度策略中认为 2011 年是造纸行业相对平淡的一年，主要是行业毛利率提升空间有限，成本压力一直存在，盈利改善空间有限，因此我们是推荐有新增产能的公司，由于当前制浆已经明显比抄纸赚钱，所以木浆产能投产多的公司更值得关注。

关注化学浆产能较大的上市公司。综合考虑制浆造纸盈利状况以及溶解浆为造纸企业带来的机会，我们重点推荐太阳纸业（002078）、晨鸣纸业（000488），适当关注岳阳纸业（600966）。太阳纸业产能增量主要是 35 万吨文化纸项目、9.8 万吨化机浆项目、生物质发电项目，明年有老挝 30 万吨化学浆项目；晨鸣纸业今年有湛江 70 万吨化学浆、80 万吨铜版纸、45 万吨高档文化纸投产，明年有 60 万吨涂布白牛卡纸投产，另外公司林业也开始进入轮伐期，已经有 4 万吨溶解浆产能。

行业表现对比图



相关报告

1. 《国都证券-行业研究-行业专题-造纸行业：“十二五”行业主题：增长与结构调整》2010-12-01

研究员: 汪立

电话: 01084183136

Email: wangli@guodu.com

执业证书编号: S0940510120005

联系人: 周红军

电话: 010- 84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

目 录

1. 为什么推荐造纸企业作为溶解浆投资标的？	3
1.1 大背景：棉花价格大幅上涨	3
1.2 木材价格保持稳定	4
1.3 溶解浆目前已是暴利时代	4
1.4 对纸浆行业的影响相对有限，偏利好木浆自给率高的公司	5
2. 溶解木浆、产业链、制造流程	5
2.1 溶解木浆及下游产业链	5
2.2 粘胶纤维在全球纤维中占比很小	6
2.3 溶解木浆生产流程	7
3. 全球溶解木浆需求仍将快速增长，中国成为主力	7
3.1 全球溶解浆及棉绒浆需求	7
3.2 国际市场溶解木浆市场格局及生产成本估计	8
3.3 未来两年溶解木浆需求仍将保持 8% 以上复合增长	9
3.4 粘胶纤维是拉动溶解木浆需求增长的主要因素	9
3.5 中国粘胶纤维行业快速增长	10
3.6 中国进口溶解木浆量持续增长	11
4. 从赛得利看溶解木浆盈利状况：已经进入暴利时代	12
4.1 赛得利：世界主要特种纤维素生产商	12
4.2 总体来看溶解木浆比粘胶短纤毛利率高很多	12
4.3 溶解木浆成本波动比销售价格小，销售价格决定盈利	13
4.4 赛得利成本构成难以作为国内溶解木浆参考	13
5. 投资策略：投资已有溶解浆或者可能生产溶解浆的公司	14

图表目录

图表 1：国内棉花价格大幅上涨	3
图表 2：国内木材价格保持稳定	4
图表 3：生产化学浆与生产溶解浆收益比较	5
图表 4：粘胶纤维产业链	5
图表 5：特种纤维素纤维价值链	6
图表 6：溶解木浆下游产品及用途	6
图表 7：2009 年全球纤维构成	7
图表 8：主要纤维种类的主要特性	7
图表 9：全球溶解木浆以及棉绒浆需求	8
图表 10：溶解浆主要生产商预计产能	8
图表 11：预计各公司的生产成本	9
图表 12：全球溶解木浆需求及增速	9
图表 13：粘胶浆增速比特种浆增速更快（千吨）	9
图表 14：用于生产粘胶纤维的溶解木浆需求以及在总需求中的占比	10
图表 15：中国纤维构成	10
图表 16：中国及全球其他地区粘胶短纤产量预测	11
图表 17：中国溶解木浆进口量以及棉绒浆消费情况	12
图表 18：溶解木浆（纤维素）毛利率远高于下游粘胶短纤	13
图表 19：溶解木浆生产成本波动较销售成本小	13
图表 20：赛得利成本构成	14

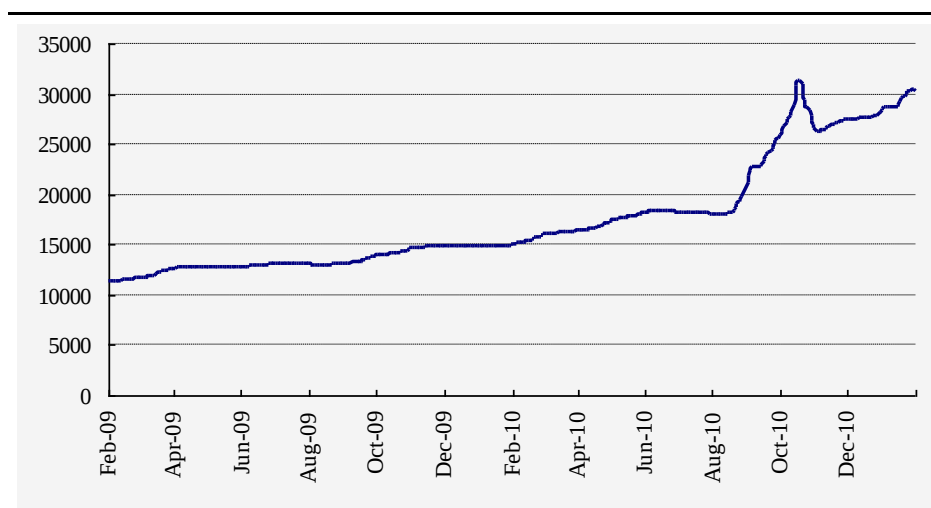
1. 为什么推荐造纸企业作为溶解浆投资标的？

由于 2010 年棉花价格持续大幅上涨，下游纺织行业成本压力骤增，通过提高棉花替代品使用比例来降低成本压力成为众多厂商的选择，市场首先想到的是化纤企业，此前市场就对此进行了炒作。由于溶解木浆可以生产粘胶纤维来替代其他纤维，造纸用化学木浆和溶解浆生产工艺基本相似，目前部分造纸公司将化学浆生产线转产溶解木浆，盈利能力大幅提升，从而受到市场的广泛关注。

1.1 大背景：棉花价格大幅上涨

2010 年我国经济形势回升明显，国际经济形势好转，纺织行业生产出口形势看好，对棉花需求增长，且 2010 年棉花上市时间有所推迟，供需紧张推动棉花价格持续上涨。从全国 328 棉花价格指数来看，2010 年棉花价格涨幅超过 80%，2011 年年初到当前涨幅达到 10%。

图表 1：国内棉花价格大幅上涨



数据来源：凤凰网

目前国内三大类棉纺原料棉花、涤纶、粘胶的使用比例约为 60: 30: 10，暴涨的棉价已经使下游加工企业不堪重负，有些已经签署订单的企业还不得不履行涨价前的价格，目前已经有些中小棉纺企业选择停产或者减产来度过“寒冬”。作为可替代品，在棉花价格上涨后，企业会加大涤纶、粘胶纤维（溶解木浆可以用来生产粘胶纤维）使用比例来规避风险，涤纶短纤与棉花混纺可生产涤棉，棉布和涤棉性质接近，可以做衬衣，内衣等面料的衣服和家纺用品。

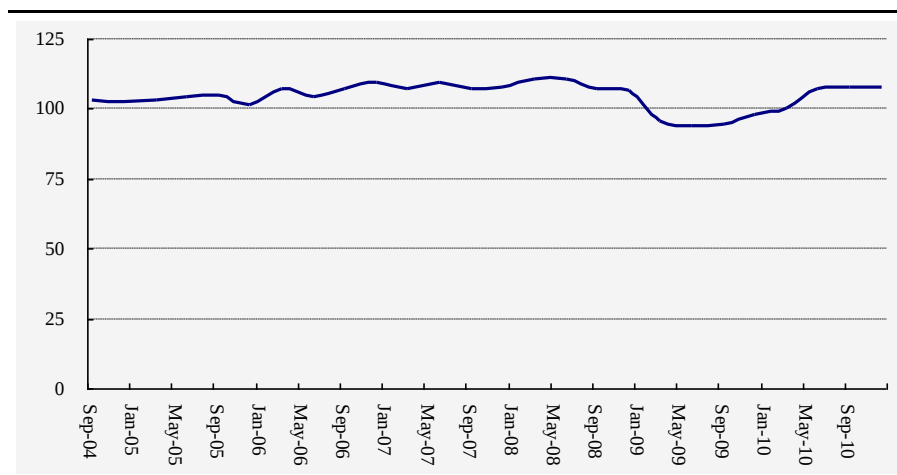
当棉花大幅涨价时，短纤在混纺时的比例会提高，棉花比例下降，短纤的需求量会上升。此外涤棉的性质与棉花相近，成本也比棉花更有优势，所以短纤对棉花的替代性最强，棉花涨价对短纤无论是价格还是需求都构成直接的利好，这对推动涤纶、粘胶纤维价格的上涨起到了积极的作用。作为生产粘胶纤维的主要原材料之一的溶解木浆价格也随之上涨。

国内粘胶纤维原材料主要包括棉浆粕和溶解木浆，由于棉浆粕产量增长空间有限，同时价格也与棉花价格密切相关，所以粘胶纤维需求增长只能依靠溶解木浆产量增长来满足。

1.2 木材价格保持稳定

从农产品价格指数来看，木材价格全年相对平稳，年底较年初仅上涨 10%，虽然 2010 年木浆价格较 2009 年大幅提升，但是木片价格涨幅明显小于木浆价格，也是明显小于棉花价格。就生产成本来讲，生产溶解木浆的成本上升幅度明显较小，而粘胶纤维价格主要跟棉花价格走，所以生产溶解木浆的盈利状况明显好转。

图表 2：国内木材价格保持稳定



数据来源：WIND

1.3 溶解浆目前已是暴利时代

2010 年上半年，从赛得利的溶解木浆盈利来看，当时销售价格为 1361 美元/吨，对应的毛利率为 62%，目前国际市场价格已经达到 2600 美元/吨，据此估算毛利率已经接近 80%。从国际主要溶解浆生产企业成本来看，到 2010 年底来看生产成本基本上都在 6000 元/吨以下，当然中国厂家由于在木片的来源上、化工品成本、人力成本等其他成本方面有所不同，但是据我们了解国内生产成本控制在 8000 元/吨以下是可能的。

由于溶解木浆和化学浆的生产工艺基本相似，主要差距在于纤维素的纯度不同，溶解木浆纯度更高，对现有化学浆进行改造就可以生产溶解木浆，主要差距在蒸煮及脱木素环节，改造成本相对初期建设成本基本可以忽略。并且，如果未来溶解浆价格如果出现大幅下降，还可以转产化学浆，并且基本上没有转产成本，所以对于制浆企业来说风险很小。改造时间来看，小生产线改造预计在半年左右，而大生产线预计在 1 年左右。

我们假设改造一条 30 万吨的化学浆生产线转产溶解浆，由于溶解浆纯度较高，产能将会下降至 20 万吨左右，木片成本应该是最大部分，1 吨化学浆大约需要绝干木片 2.2 吨左右，而溶解浆大约需要 3.2 吨，按照每吨木片 1300 元成本算，溶解浆木片成本大约在 4200 元/吨左右，折旧及摊销、人工成本以及干燥等成本（估计 300 元/吨）也将会有所增长，综合来看，生产成本控制在 8000 元/吨以下可能性较大。

从转产效益来看，我们假设化学浆和溶解木浆价格为 6000 元/吨、16000 元/吨，对全年的盈利进行了估算，如果年产 30 万吨化学浆项目转产溶解浆，毛利润将增长 195%，如果按照 5%的期间费用率、25%的所得税率计算，整条生产线的净利润将达到 7.5 亿元左右，根据 2010 年业绩快报太阳纸业、晨鸣纸业归属母公司所有者净利润分别为 6.3 亿元、11.6 亿元，即使是对行业的龙头企业也是翻天覆地的变化。

如果出现较大规模转产会不会导致溶解木浆价格快速下跌呢？首先要分析棉花价

格,从当前形势来看,国内棉花种植面积略有下降,市场普遍预期今年供需矛盾难以改善,另外目前国际市场流动性泛滥、自然灾害等因素也导致农产品价格暴涨,短期内棉花价格难以大幅下降;其次,我们预计到 2012 年新建项目投产增加溶解浆产能 20 万吨左右,近两年转产增量约为 50-60 万吨,也就说到 2012 年国内产量增长预计 80 万吨,但是预计到 2012 年中国进口溶解浆达到 165 吨左右(不考虑国内新增产能的前提下),依然处于供不应求的状态。综合来看,未来 2 年之内溶解木浆的盈利能力有保障,但是当前国际市场价格 2600 美元/吨已经是很高水平,我们认为未来维持在 2000 美元/吨的可能性较大。

图表 3: 生产化学浆与生产溶解浆收益比较

	化学浆	溶解木浆	同比变化
产量(万吨)	30	20	-33.3%
价格(元/吨)	6,000	16,000	166.7%
收入(万元)	153,846	273,504	77.8%
毛利率	25%	42%	66.0%
吨浆毛利	1,282	5,675	342.7%
总毛利	38,462	113,504	195.1%

数据来源: 国都证券研究所

主要风险: 棉花价格大幅下跌; 原油价格大幅下跌; 木片价格大幅上涨。

1.4 对纸浆行业的影响相对有限, 偏利好木浆自给率高的公司

2010 年预计全球溶解木浆的需求不到 400 万吨, 国内需求应该在 120 万吨左右, 2010 年整个造纸行业木浆需求应该在 2000 万吨左右, 进口溶解木浆近 100 万吨全部转化为国产, 对整个木浆行业影响也只有 5% 左右, 对于全球制浆行业来讲影响更小, 因此我们认为溶解浆需求增长会对整个木浆市场产生一定影响, 总体影响有限。

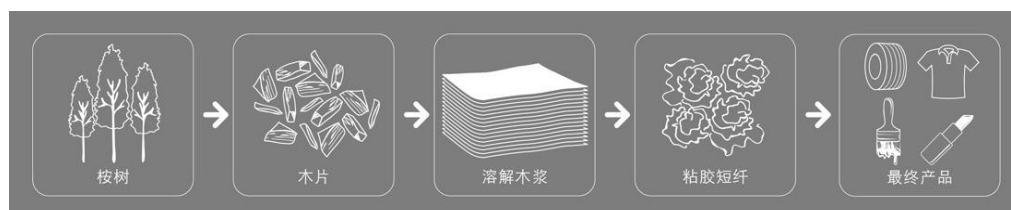
当然, 由于新增了部分需求, 可能在一定程度造成木浆的稀缺, 从而导致木浆价格上涨, 从这个思路来看, 木浆自给率高以及近期木浆产能投放较多的公司将会受益, 如太阳纸业、晨鸣纸业、岳阳纸业等, 同时也只有已有化学浆产能的公司才有可能转产溶解木浆。

2. 溶解木浆、产业链、制造流程

2.1 溶解木浆及下游产业链

纤维素是一种纤维有机材料, 为植物生物质的主要成分, 该材料是一种天然可生物降解聚合物, 用于生产各种可回收商品及特种产品的原料。

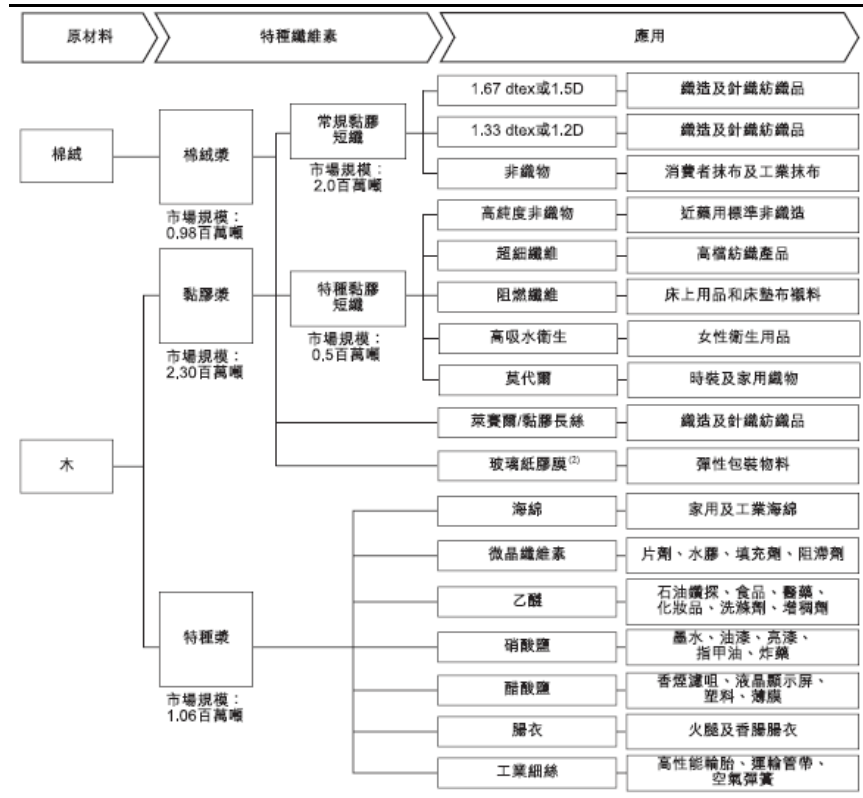
图表 4: 粘胶纤维产业链



资料来源: 赛得利网站

溶解木浆是一种高纯度木质纤维素，是棉绒浆（棉生产过程中的副产品）的替代品，包括粘胶浆和特种浆，其中粘胶浆指的是含有 91%到 95%的甲纤，而特种浆指的是含有 95%以上的甲纤。溶解木浆可以进一步加工成纤维素产品，可用于纺织品及非纺织品、轮胎、增稠剂、漆、香烟过滤嘴、药品、食品、肠衣及化妆品等领域。

图表 5：特种纤维素纤维价值链



资料来源：PCI Fibres

溶解木浆主要用于粘胶短纤、醋酸纤维丝束、纤维素醚、微晶纤维素、粘胶长丝及硝酸纤维素等六种产品，2009 年该 6 种产品合计占全球溶解木浆需求约 89%。

图表 6：溶解木浆下游产品及用途

主要下游	用途
粘胶短纤	溶解浆的主流产品，主要用于纺织品
醋酸纤维丝束	第二大下游，香烟过滤嘴的过滤介质
纤维素醚	广泛用作流体产品的添加剂
单晶纤维素	药片生产、食品加工的胶质及低吸收率填充剂
粘胶长丝	夹克衫及高档时装
硝酸纤维素	棉绒浆生产、油漆

资料来源：国都证券研究所

2.2 粘胶纤维在全球纤维中占比很小

2009 年全球纤维产量约 7400 万吨，按 2010 年中价格计算产值约 2040 亿美元。纤维素纤维在全球纤维产量中占比仅有 3.8%，按价值计算占比为 4.0%。

图表 7：2009 年全球纤维构成

	纤维类别	按重量分	按价值分
天然纤维	棉花	30.2%	35.1%
	羊毛	1.6%	4.5%
	山羊绒	0.0%	0.3%
	亚麻	1.4%	3.2%
	黄麻	3.1%	0.1%
	苧麻	0.4%	0.1%
	丝绸	0.2%	1.0%
	剑麻	0.4%	0.1%
	其他天然纤维	1.0%	2.9%
	天然纤维合计	38.3%	47.4%
纤维素纤维	莱赛尔纤维	0.1%	0.4%
	粘胶长丝	0.4%	0.7%
	粘胶短纤	3.3%	2.9%
	纤维素合计	3.8%	4.0%
合成纤维	腈纶短纤维	2.8%	3.1%
	尼龙	4.1%	7.1%
	涤纶短纤维	16.7%	8.5%
	涤纶长丝	26.6%	16.2%
	其他合成纤维	7.8%	13.7%
	合成纤维合计	58.0%	48.6%

资料来源：国都证券研究所

图表 8：主要纤维种类的主要特性

主要特性	粘胶短纤	棉花	涤纶	羊毛
吸水性	是	是		是
可生物降解	是	是		是
透气	是	是		是
有光泽	是	是	是	
抗褶皱	是			是
可染色	是		是	
可再生	是	是		是
柔软	是	是	是	是
纯净	是		是	

资料来源：国都证券研究所

2.3 溶解木浆生产流程

在溶解木浆生产过程中涉及从木材中化学提取纤维，以根据个别客户的要求获得不同纯度的纤维素。将木材生产为粘胶浆的通常流程一般包括：（1）剥皮与削片（以木片为原料不需要该步骤）；（2）蒸煮及脱木素，将木片放入蒸煮锅内，通过调整预水解阶段及蒸煮阶段内蒸煮时间的长短，以生产不同纯度的纤维素；（3）漂白，使用漂白剂漂白纤维素，以获取所需的白度；（4）干燥。就生产特种浆而言，通过增加一个额外的步骤，在不影响溶解木浆其他特性的情况下，进一步增加甲纤的纯度。

3. 全球溶解木浆需求仍将快速增长，中国成为主力

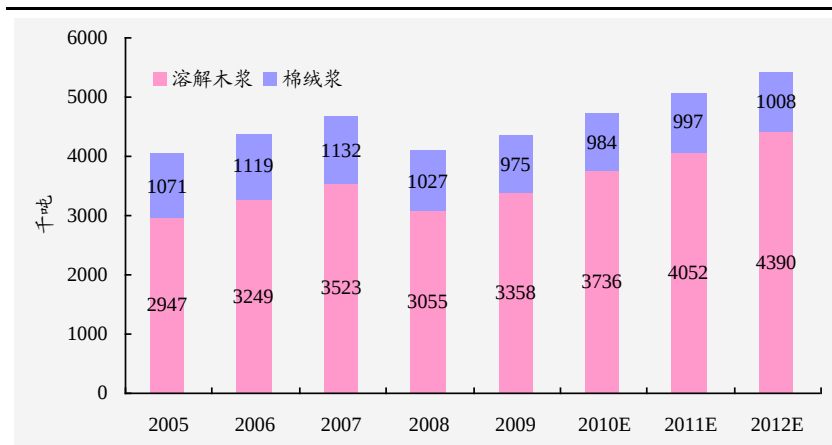
3.1 全球溶解浆及棉绒浆需求

溶解浆和棉绒浆都可以作为粘胶纤维的原材料，因此互为替代品，而溶解浆除了粘

胶浆之外还包括特种浆，用途比棉绒浆更广泛。

从近年的数据来看，溶解浆需求增长明显快于棉绒浆，棉绒浆需求一直维持在 100 万吨左右，后期粘胶短纤产能扩张后，原材料的缺口只能通过溶解木浆来弥补。棉绒浆主要在中国生产和使用，占比大约 80%，用于生产纺织品粘胶纤维、粘胶长丝及硝酸纤维素，在国外由于棉绒浆价格较高，其用途限制在生产少量的特种产品。

图表 9：全球溶解木浆以及棉绒浆需求

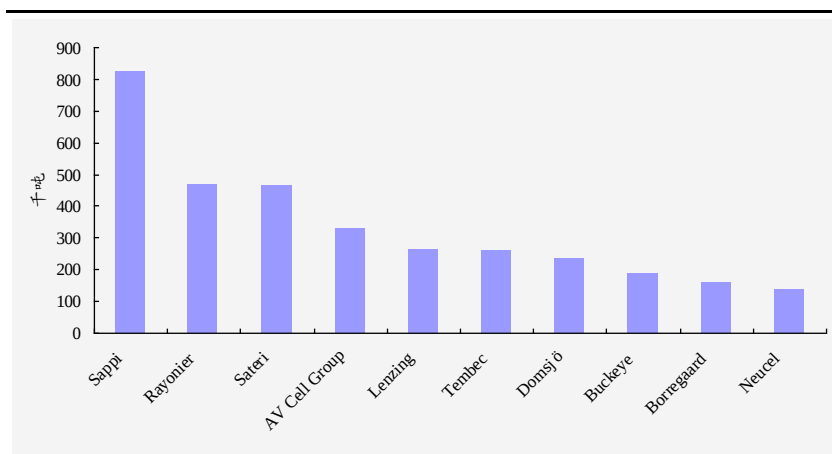


数据来源：国都证券研究所

3.2 国际市场溶解木浆市场格局及生产成本估计

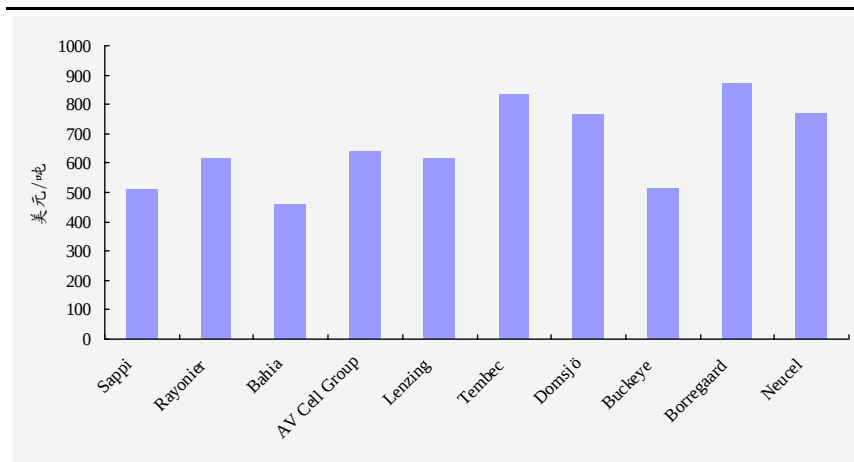
目前全球有 17 家主要溶解木浆生产商，共经营 21 家工厂，其中前五大公司占全球溶解木浆产能的 65%左右。到 2010 年底，PCI Fibres 预计全球主要工厂溶解木浆的平均生产成本为 660 美元/吨，区间在 450-900 美元/吨之间。

图表 10：溶解浆主要生产商预计产能



数据来源：国都证券研究所

图表 11: 全球溶解浆主要公司的生产成本



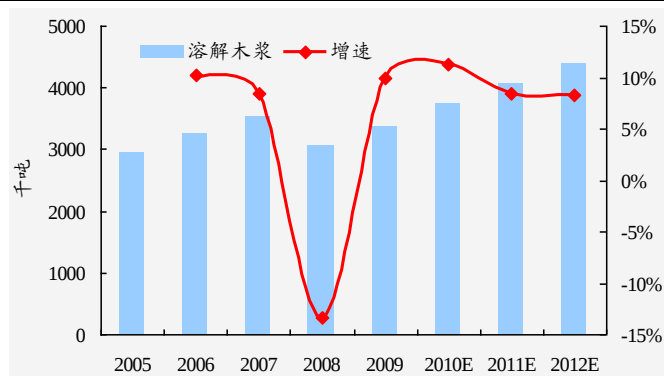
资料来源: PCI Fibres

3.3 未来两年溶解木浆需求仍将保持 8%以上复合增长

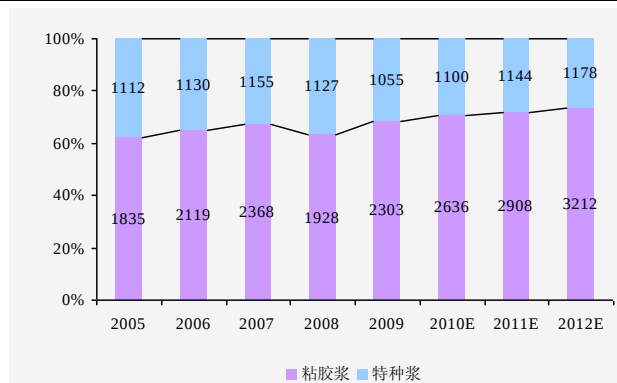
2009 年,全球溶解木浆需求约为 340 万吨,棉绒浆需求为 100 万吨,根据 PCI Fibres 预测,2010 年溶解木浆需求将达到 372.6 万吨,同比增长超过 11%,2011 年、2012 年需求依然有 8%以上的复合增长。

从结构上来看,粘胶浆占比不断提升,预计到 2012 年占比达到 73%,未来两年全球溶解木浆需求仍有 65.4 万吨的增量,其中粘胶浆增量 57.6 万吨,占比超过 88%。

图表 12: 全球溶解木浆需求及增速



图表 13: 粘胶浆增速比特种浆增速更快 (千吨)

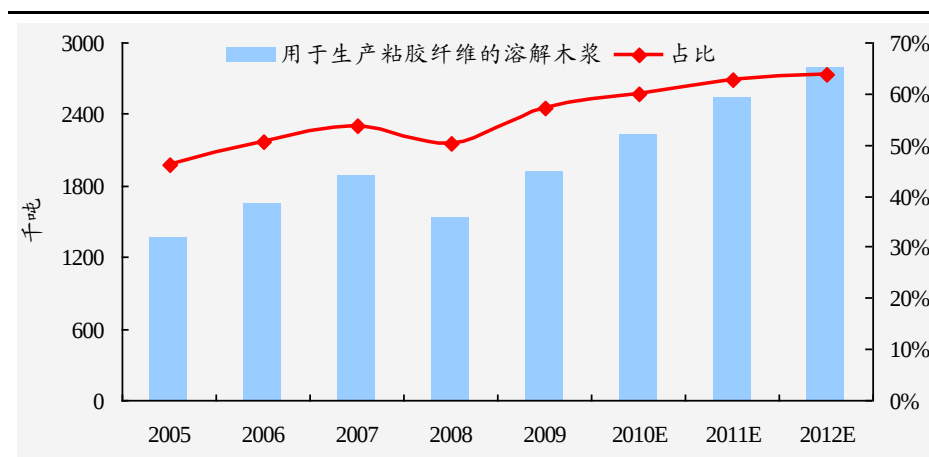


数据来源: PCI Fibres

3.4 粘胶纤维是拉动溶解木浆需求增长的主要因素

粘胶纤维是拉动溶解浆需求增长的主要因素之一,到 2012 年生产粘胶纤维对溶解木浆需求量将达到 279 万吨,增量为 56 万吨,占全球整个溶解浆需求增量的 85.6%,未来生产粘胶纤维所需的溶解木浆是溶解木浆需求增长的主要动力。

图表 14: 用于生产粘胶纤维的溶解木浆需求以及在总需求中的占比



数据来源: PCI Fibres

1980 年以来, 由于廉价合成产品取代溶解木浆, 多个细分市场中对溶解木浆的需求下降。例如: 粘胶短纤、粘胶长丝及醋酸长丝被聚合短长丝纤维取代; 玻璃纸胶膜被聚丙烯薄膜取代; 醋酸薄膜倍聚酯及聚丙烯薄膜取代。但从 2010 年起, 这一趋势出现逆转。主要原因有: (1) 全球人口增加及经济强劲增长极大扩大了对纺织用粘胶短纤的需求, 继而扩大了对溶解木浆的需求。粘胶短纤因穿着舒适、易于染色及易于打理等优点, 较聚酯纤维更受欢迎; (2) 中国是溶解木浆需求增长的主要因素, 近年来全球纺织品行业转移至中国, 2009 年中国占纺织品产量的 50%-60%, 这一变化导致对人造纤维产能做出巨额投资; (3) 新用途, 例如: 三醋酸纤维素薄膜可用作 LED 保护层, 微晶纤维素可作为填充剂, 一次性纸巾可由高吸收性粘胶短纤制成; (4) 环保意识的提升, 随着全球及中国环保意识提升, 粘胶纤维的可生物降解特性令其成为生产一次性产品合适材料。

3.5 中国粘胶纤维行业快速增长

由于棉花产量停滞不前, 中国纺织行业近年已逐步以粘胶短纤取代棉花。棉花在纤维产量中的比重由 2005 年的 28.5% 下降至 2009 年的 22.2%, 而粘胶短纤的比重已经提升至 4.6%。2005 到 2009 年, 中国的粘胶短纤产量复合增长率为 14.3%, 而同期棉花的复合增长率为 3.5%。

中国粘胶短纤在全球的占比已经提升至 61.4%, 成为拉动溶解木浆增长的主要区域。

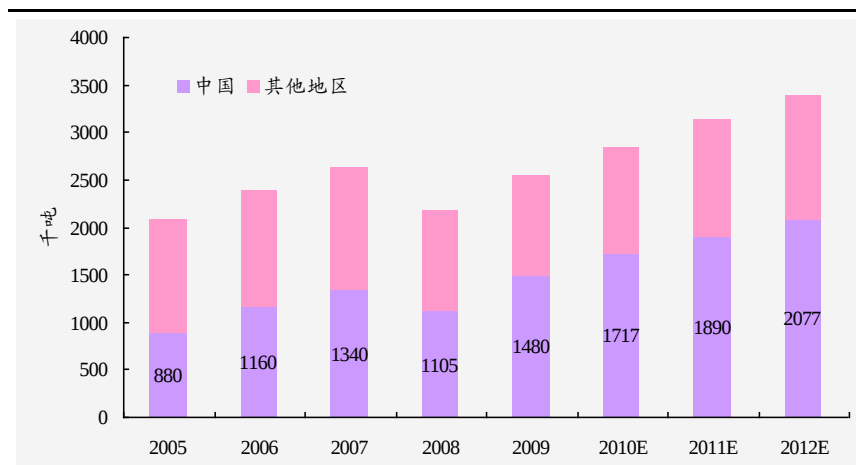
图表 15: 中国纤维构成

		千吨	占全球比例	2005-2009 年复合增长率
天然纤维	棉花	7,100	32.20%	3.50%
	羊毛	161	13.90%	-1.10%
合成纤维	腈纶短纤维	745	37.00%	-3.70%
	尼龙	1088	36.60%	11.00%
	涤纶短纤维	13705	70.40%	15.00%
	涤纶长丝	7591	62.00%	11.80%
纤维素纤维	粘胶长丝	189	59.80%	-1.20%
	粘胶短纤	1462	61.40%	14.30%
合计		32,041	51.20%	10.20%

资料来源：国都证券研究所

虽然中国占去大部分粘胶短纤需求，但欧洲、土耳其、北美及亚洲其他地区仍有较大的粘胶短纤需求。为了应对粘胶短纤需求的增长，中国、印度、东盟及欧洲地区一直有投入新的粘胶短纤产能。据 PCI Fibres 预计 2009-2012 年全球粘胶短纤的产量年复合增长率有望超过 10%。

图表 16：中国及全球其他地区粘胶短纤产量预测



资料来源：国都证券研究所

2009 年，中国粘胶短纤产能约为 188 万吨，中国目前约有 40 家粘胶短纤生产商，到 2010 年 2 季度，其中 5 家的产能达到 10 万吨以上。多加生产已经宣布将于 2011 年及 2012 年大幅扩充产能，将会使中国的粘胶短纤产能进一步增长。

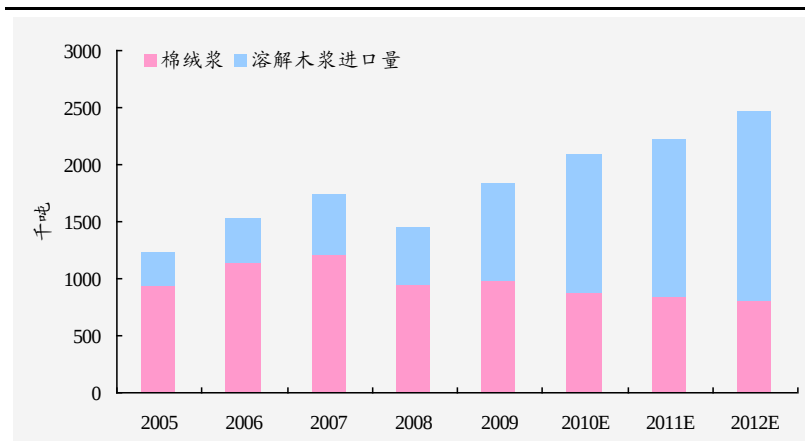
3.6 中国进口溶解木浆量持续增长

以前对溶解木浆的需求主要集中在成熟市场。近年来，随着纤维素产品特别是粘胶纤维及粘胶长丝生产的全球化，产能逐步流向低成本市场，尤其是亚洲新兴市场。由于亚洲粘胶纤维产能增长，对溶解木浆的需求必将持续增长。

近年来，国内对溶解木浆的需求迅猛增长。国内溶解木浆主要依靠进口，自 2004 年期国内棉绒浆粕生产因棉绒短缺而一直无法充分提高其产量，因此粘胶纤维产量增加需要进口溶解木浆，另外棉绒短缺也导致棉绒浆成本比溶解木浆高。

2005-2009 年国内进口溶解木浆由 29.3 万吨提升至 85.2 万吨，由于预期 2012 年棉绒浆供应量不超过 80 万吨，因此预计 2012 年溶解浆进口需求将增长至 165.4 万吨。

图表 17: 中国溶解木浆进口量以及棉绒浆消费情况



数据来源: PCI Fibres

4. 从赛得利看溶解木浆盈利状况: 已经进入暴利时代

由于国内溶解木浆产能很小, 在 A 股没有投资标的, 对该行业的盈利状况也难通过上市公司来了解, 但是目前 H 股市场有一家以溶解木浆和粘胶短纤为主要产品的公司赛得利, 我们希望通过对其盈利状况进行分析, 以此作为国内项目盈利的参考。

4.1 赛得利: 世界主要特种纤维素生产商

赛得利是世界上主要特种纤维素生产商之一, 分别于巴西及中国的工厂生产溶解木浆及粘胶短纤, 亦在巴西经营自有木材种植园, 为集团提供桉树木材 (生产溶解木浆所用的主要原料)。

公司产品包括溶解木浆 (粘胶浆及特种浆) 以及下游普通粘胶短纤。溶解木浆可用于纺织品及非纺织品、轮胎、增稠剂、漆、香烟过滤嘴、药品、食品、肠衣及化妆品, 粘胶浆为生产粘胶短纤的主要原料。而粘胶短纤具有与棉相同的吸水性及透气性, 可用于各种纺织品及非纺织品, 如婴儿湿巾、个人护理用品、医用垫及家用湿巾。

公司位于巴西的种植园占地 15 万公顷, 其中 9.2 万公顷领有经营木材种植活动的许可证, 这当中 8.4 万公顷可用作种植; 在巴西经营苗圃, 面积 21 公顷, 年产能 4000 万株树苗。集团位于巴西巴伊亚州的 Bahia Specialty Cellulose 工厂的设计年产能为 46.5 万公吨溶解木浆, 配备两条生产线, 生产黏胶浆及特种浆。赛得利江西工厂位于鄱阳湖附近, 设计年产能为 12 万公吨普通粘胶短纤, 2010 年 6 月及 10 月两条新生产线开始试产粘胶短纤; 集团在福建省莆田市新建一个粘胶短纤工厂, 设计年产能 20 万公吨, 包括两期工程, 分别于 2012 年 3 月及 12 月投产。

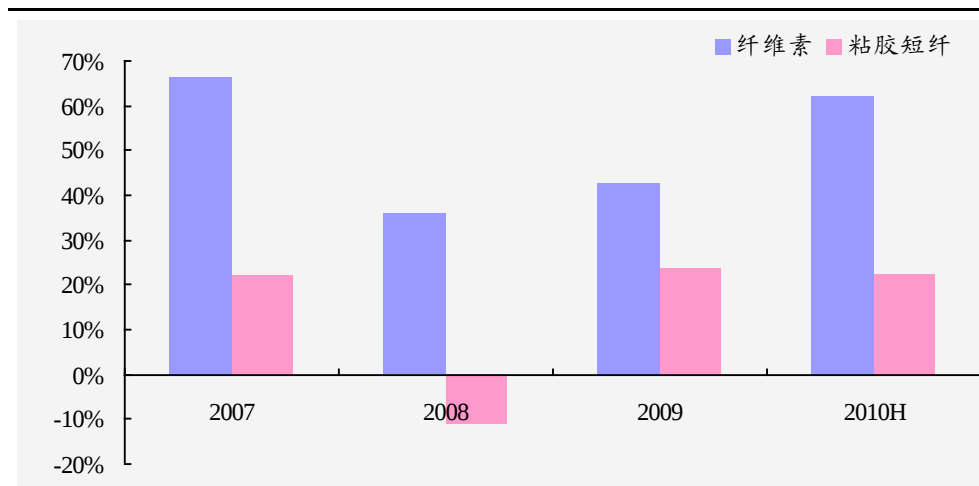
公司市场遍布亚洲、北美及欧洲。2009 年, 按量计, 集团为中国最大的溶解木浆供应商, 并占中国进口溶解木浆约 40% 市场份额。

4.2 总体来看溶解木浆比粘胶短纤毛利率高很多

从赛得利公开数据来看, 2007-2010 年上半年以来, 溶解木浆的毛利率水平一直远高于粘胶短纤, 2010 年上半年溶解木浆毛利率达到 61.9%, 而粘胶短纤的毛利率仅有 22.1%, 从每吨产品实现毛利来看, 化学木浆的每吨毛利达到 842 美元/吨, 而粘胶短纤的每吨毛利为 541 美元/吨。2008 年金融危机期间, 溶解木浆毛利率依然有 36% 左

右，依然是非常赚钱的品种。2010 年上半年溶解浆平均价格在 1300 美元左右，目前已经上涨至 2600 美元/吨左右，据此估计公司溶解木浆毛利率接近 80%。

图表 18：溶解木浆（纤维素）毛利率远高于下游粘胶短纤

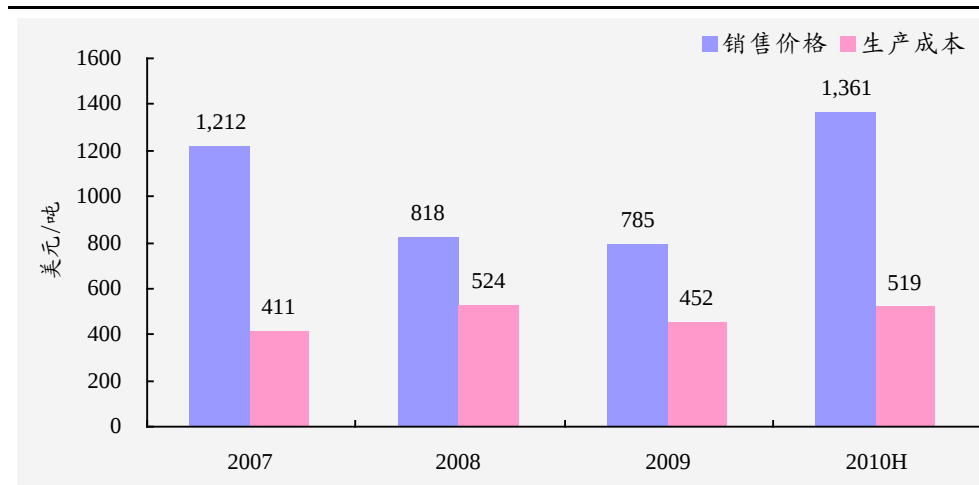


数据来源：赛得利公告

4.3 溶解木浆成本波动比销售价格小，销售价格决定盈利

从 2007 年以来三年一期的情况来看，公司溶解木浆的生产成本区间为 411-524 美元/吨，波动幅度为 27.5%，而销售价格波动幅度为 818-1361 美元/吨 73.4%，销售价格波动幅度明显高于成本波动，销售价格是决定盈利多少的主要原因。

图表 19：溶解木浆生产成本波动较销售成本小

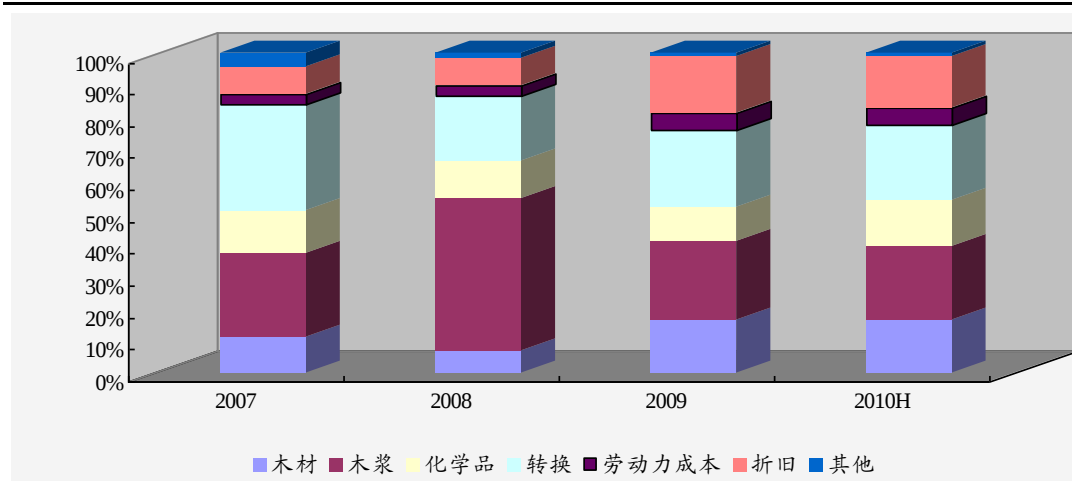


数据来源：赛得利公告

4.4 赛得利成本构成难以作为国内溶解木浆参考

赛得利生产成本中占比比较大的有木材、木浆、化学品、转换成本和折旧成本，合计占比达到 93.6%，由于公司产品包括溶解木浆和粘胶纤维，但是成本是统一核算的，所以很难作为参考。

图表 20: 赛得利成本构成



数据来源: 公司公告

总体来看, 公司成本构成难以作为国内溶解木浆的参考, 但是国际大部分公司的成本 459-870 美元/吨之间, 按当前汇率折算, 人民币计量的生产成本在 3100-5900 元/吨之间, 但是由于各个工厂木材的来源、各地区人力成本不同、化学品价格差异、电力价格等均有可能产生差异。根据我们估算, 国内生产成本有望控制在 7000-8000 元/吨之间。

5. 投资策略: 投资已有溶解浆或可能生产溶解浆的公司

从当前来看, 已经有溶解浆生产的公司主要有晨鸣纸业 (产能 4 万吨)、福建南纸 (产能 5 万吨)。福建南纸已经公告将设立全资子公司福建南纸生物质纤维有限公司, 以此来生产 9.6 万吨溶解浆项目, 预计在 2012 年投产; 青山纸业将投资超过 1000 万欧元从美卓购买一条新的溶解浆生产线, 预计产能 12 万吨, 预计也在 2012 年后投产。有转产条件的公司主要有岳阳纸业、太阳纸业、晨鸣纸业, 因为他们都有化学浆生产线, 并且溶解木浆的暴利也为这些公司转产提供了动力。

我们在年度策略中认为 2011 年是造纸行业相对平淡的一年, 主要是行业毛利率提升空间有限, 成本压力一直存在, 盈利改善空间有限, 因此我们是推荐有新增产能的公司, 由于当前制浆已经明显比抄纸赚钱, 所以木浆产能投产多的公司更值得关注。

综合考虑, 制浆造纸盈利状况以及溶解浆为造纸企业带来的机会, 我们重点推荐太阳纸业 (002078)、晨鸣纸业 (000488), 适当关注岳阳纸业 (600966)。太阳纸业产能增量主要是 35 万吨文化纸项目、9.8 万吨化机浆项目、生物质发电项目, 明年有老挝 30 万吨化学浆项目; 晨鸣纸业今年有湛江 70 万吨化学浆项目、80 万吨铜版纸、45 万吨高档文化纸项目投产, 明年有 60 万吨涂布白牛卡纸投产, 另外公司林业也开始进入轮伐期。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuwei hong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			