

造纸 II

溶解浆 - 解开行业盈利困局之匙

 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

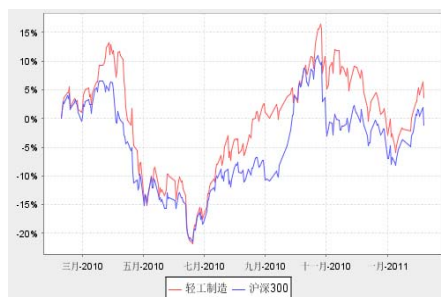
sungd@qlzq.com.cn

2011 年 2 月 24 日

基本状况

上市公司数	21
行业总市值(百万元)	93010.91
行业流通市值(百万元)	64931.33

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)	8.08	8.08	8.08
	摊薄每股收益(元)	0.56	0.77	0.88
	总股本(亿股)	20.62	20.62	20.62
	总市值(亿元)	166.61	166.61	166.61
太阳纸业	股价(元)	12.81	12.81	12.81
	摊薄每股收益(元)	0.68	0.81	1.26
	总股本(亿股)	10.05	10.05	10.05
	总市值(亿元)	128.74	128.74	128.74
岳阳纸业	股价(元)	9.43	9.43	9.43
	摊薄每股收益(元)	0.30	0.51	0.69
	总股本(亿股)	8.43	8.43	8.43
	总市值(亿元)	79.49	79.49	79.49

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

- 目前, 全球及国内棉花种植面积下降导致棉花供给不足, 价格大幅上扬, 导致棉短绒供给下降, 而国内粘胶纤维的产量稳步增长, 从而拉动溶解浆的需求快速上升。2011 年, 总体我国缺口大概为 184 万吨溶解木浆。但其中近 100 万吨缺口将通过进口来弥补, 且此 100 万吨进口量均为高档产品, 短期难以替代。
- 全球溶解浆市场稳定增长。全球溶解木浆需求后期有望从 2009 年的 340 万吨增长至 2012 年的 440 万吨, 年均复合年增长率为 9.3%。全球溶解木浆需求增长动因为: 首先, 宏观经济趋好及人口增长; 其次, 中国需求因素; 再次, 新用途的开拓; 最后, 人们环保意识的增强。我国溶解浆需求一马当先。我国后期粘胶纤维的产能及产量均呈现较快增长(对比全球来看), 而棉短绒供给无法满足国内原材料方面的需求, 进而拉动溶解浆国内需求快速增长。
- 溶解浆现存供给在海外, 新增供给多数集中于国内。目前全球总产能大概在 380 万吨左右, 基本集中在海外。新增产能方面, 海外仅 Sateri 将在巴西扩产 8.5 万吨, 而国内不完全统计新增产能将达到 68 万吨。
- 目前溶解木浆的国际价格大约在 2600 美元/吨, 而国内市场售价也高达 16000 元/吨左右。海外公司的毛利最高达到了 65% 左右, 而国内以延边晨鸣为例, 吨浆的净利在 3500 - 4000 元左右。2012 年, 我们预计国内溶解浆的吨浆净利将保持在 2500 元。
- 我们重点推荐: 晨鸣纸业、太阳纸业; 建议关注: 岳阳纸业和福建南纸。其中, 晨鸣溶解浆项目将分别增厚公司 2011、2012 年 EPS0.10 元和 0.07 元, 我们预计公司 2010、2011 年和 2012 年的业绩分别为 0.56、0.77 和 0.88 元, 对应的动态市盈率分别为 14.43 倍、10.49 倍和 9.18 倍, 调升至“买入”的投资评级。太阳溶解浆项目将增厚公司 2012 年 EPS0.26 元。我们预计公司 2010、2011 年和 2012 年的业绩分别为 0.68、0.81 和 1.26 元, 对应的动态市盈率分别为 18.84 倍、15.81 倍和 10.17 倍, 调升至“买入”的投资评级。

内容目录

棉花供给不足导致棉短绒供给缺口，拉动溶解木浆需求增长	3 -
全球溶解木浆后期有望稳定增长，中国需求一马当先	6 -
全球溶解木浆需求将稳定增长	6 -
中国需求增长一马当先	8 -
溶解木浆现存供给在海外，但新增供给主要集中于中国	9 -
国内外溶解木浆的盈利状况	11 -
高盈利态势后期能否持续？——会下降，但盈利水平依然较好	12 -
额外的提醒：溶解木浆事件可能导致国内化学浆价格上涨	12 -
投资建议	13 -

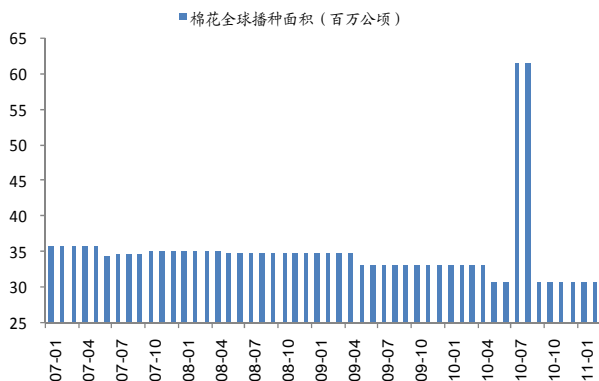
图表目录

图表 1：全球棉花种植面积情况	3 -
图表 2：全球棉花月产量情况	3 -
图表 3：全球棉花库存持续下降	3 -
图表 4：NYMEX 棉花期货收盘价	3 -
图表 5：我国棉花种植面积下降明显	4 -
图表 6：我国棉花产量仍低于 2008 年	4 -
图表 7：我国棉花价格大幅上扬	4 -
图表 8：不同粘胶纤维的生产途径	4 -
图表 9：中国及其他地区粘胶短纤产量（单位：万吨）	5 -
图表 10：国内粘胶短纤价格走势	5 -
图表 11：特种纤维产业链情况	6 -
图表 12：全球溶解木浆和棉绒浆需求情况	6 -
图表 13：全球粘胶浆及特种浆需求情况	7 -
图表 14：全球用于生产粘胶短纤的溶解木浆的需求情况	7 -
图表 15：各国及地区粘胶浆需求近年增长情况	8 -
图表 16：2009 年各国家及地区粘胶浆需求占比	8 -
图表 17：我国粘胶短纤产能增长情况	9 -
图表 18：我国溶解浆进口量情况	9 -
图表 19：顶级溶解木浆生产商的情况（截至 2010 年底）	10 -
图表 20：国内溶解浆产能状况	10 -
图表 21：溶解木浆国际价格走势	11 -
图表 22：海外重点公司溶解浆成本	11 -
图表 23：国内浆价走势（单位：元/吨）	13 -

棉花供给不足导致棉短绒供给缺口，拉动溶解木浆需求增长

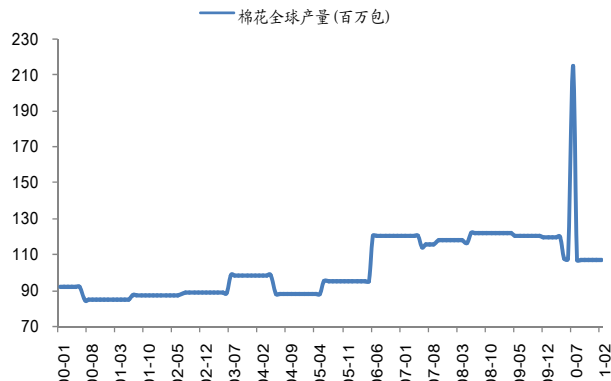
- 目前全球棉花种植面积已从 07 年初的 3577 万亩下降到 3060 万亩，月产量则从 1.2 亿包下降至 1.07 亿包，导致全球棉花结转库存已经连续 6 个棉花年度下滑，全球棉花供应偏紧的局面短期难以改观。

图表 1：全球棉花种植面积情况



来源：齐鲁证券研究所

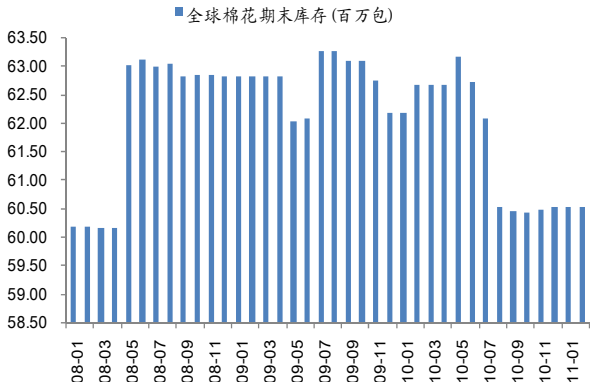
图表 2：全球棉花月产量情况



来源：齐鲁证券研究所

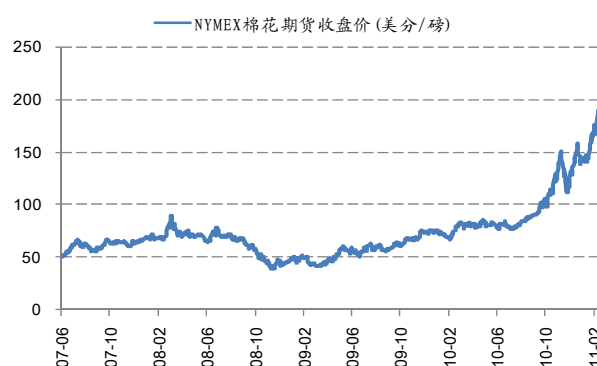
- 供给下降导致的直接后果就是，国际棉花价格大幅上涨且有望维持高位。

图表 3：全球棉花库存持续下降



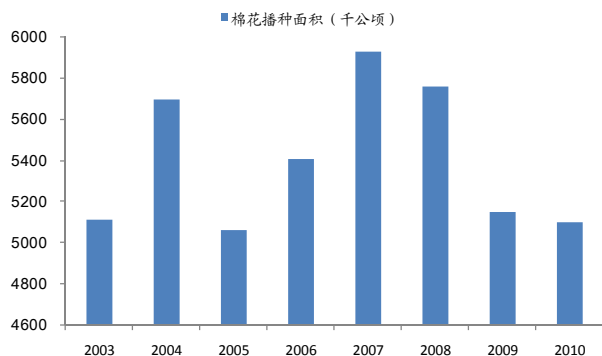
来源：齐鲁证券研究所

图表 4：NYMEX 棉花期货收盘价

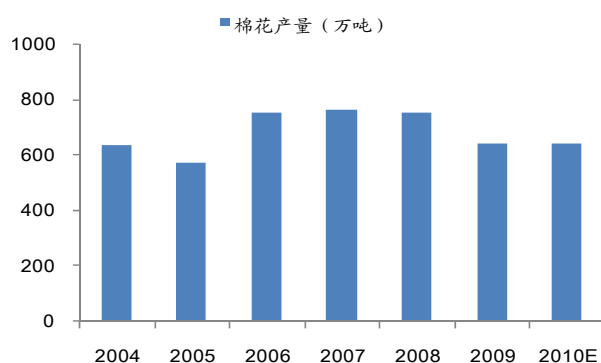


来源：齐鲁证券研究所

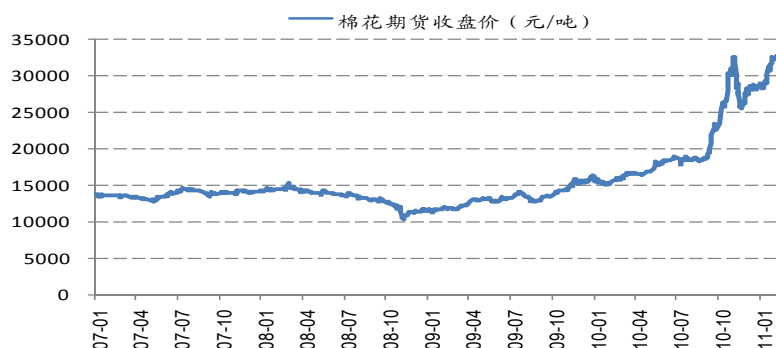
- 在我国，此轮国内棉花价格上涨前，近 10 年棉花价格涨幅远小于粮食和其它经济作物价格的涨幅，棉农种棉收益无法保障，导致我国棉花种植面积下降，目前棉花供给缺口较大，价格大幅上扬。

图表 5：我国棉花种植面积下降明显


来源：齐鲁证券研究所

图表 6：我国棉花产量仍低于 2008 年


来源：齐鲁证券研究所

图表 7：我国棉花价格大幅上扬


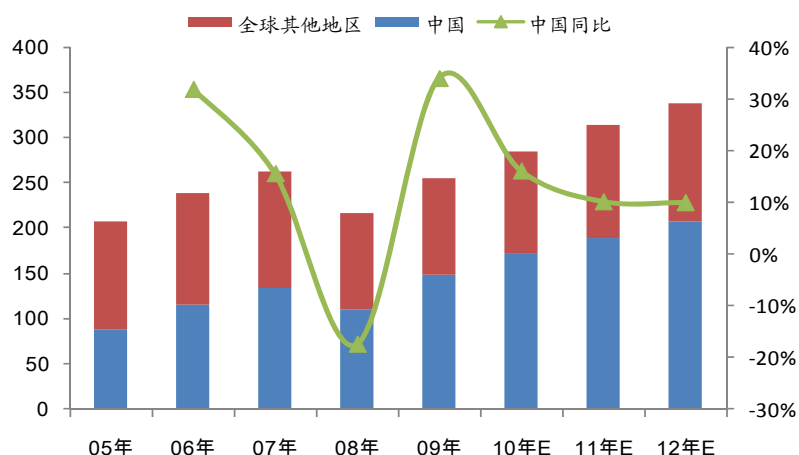
来源：齐鲁证券研究所

- 全球及国内棉花的减产，直接导致了棉短绒产量的明显下降。棉短绒产量占棉花的比例约 10%，按照国内 2010 年棉花产量 640 万吨计算，那么棉短绒产量为 64 万吨，净进口量 16 万吨左右，棉短绒的表观消费量合计 80 万吨，按 1.4 吨棉短绒生产 1 吨粘胶短纤计算，折合 57 万吨粘胶短纤。2011 年粘胶短纤产量预计为 190 万吨，缺口达到 133 万吨，折合溶解木浆为 160 万吨。此外，2011 年我国粘胶长丝的产量大概为 20 万吨左右，需要溶解木浆 24 万吨左右。总体我国缺口大概为 184 万吨溶解木浆。但其中有近 100 万吨缺口将通过进口来弥补，而且此 100 万吨进口量均为高档产品，短期进行进口替代较难。

图表 8：不同粘胶纤维的生产途径

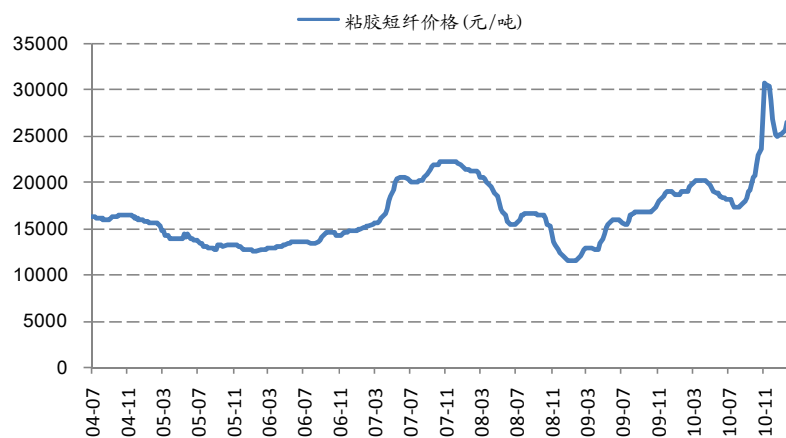
原料品种	浆粕吨耗	粘胶纤维吨耗
棉短绒	1.34 吨棉短绒	1.04 吨棉浆粕
溶解木浆	-	1.2 吨溶解浆

来源：齐鲁证券研究所

图表 9：中国及其他地区粘胶短纤产量（单位：万吨）


来源：齐鲁证券研究所

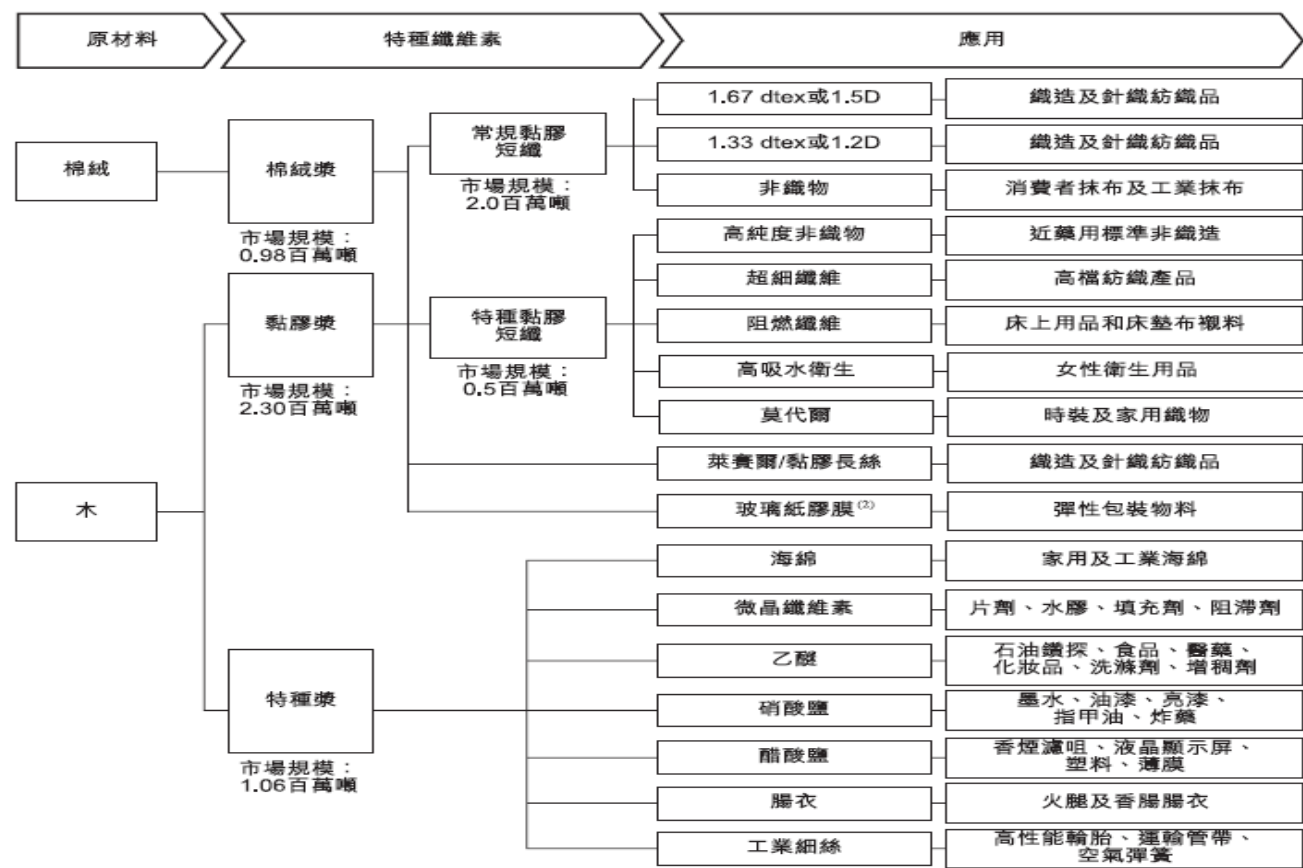
- 而国内粘胶短纤行业竞争激烈，因此粘胶短纤价格主要由生产成本决定。而生产成本中占比最大的就是棉短绒，大致在 70% 左右。由于棉短绒价格基本随棉价同向波动，因此粘胶短纤的价格走势目前也基本随棉价同向波动。因此如果棉价处于高位，粘胶短纤价格没有大幅下调的可能。

图表 10：国内粘胶短纤价格走势


来源：齐鲁证券研究所

- 棉短绒大量的缺口，将使得下游粘胶短纤厂商不得不以木、竹溶解浆作为替代，国内木、竹溶解浆的需求将大幅增长。促使木、竹溶解浆的价格上涨并有望维持高位。

图表 11: 特种纤维产业链情况



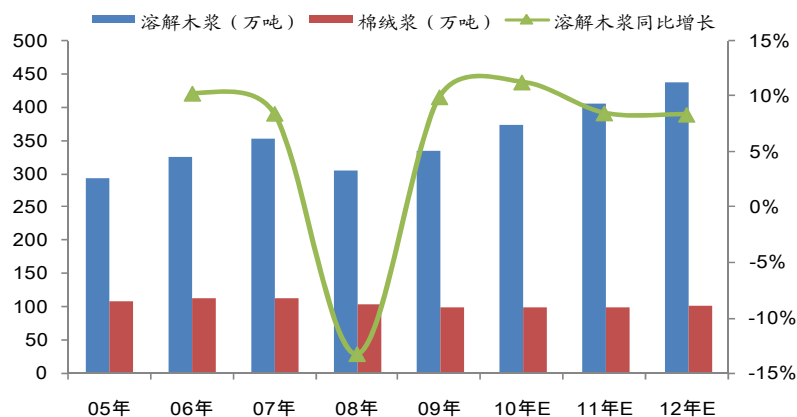
来源: 齐鲁证券研究所

全球溶解木浆后期有望稳定增长，中国需求一马当先

全球溶解木浆需求将稳定增长

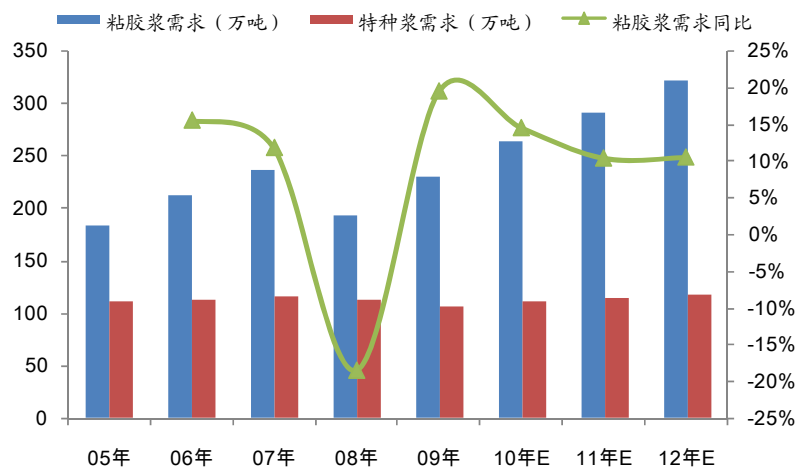
- 2009 年，溶解木浆需求约为 340 万吨，棉绒浆需求约为 100 万吨，同比分别增长 9.92% 和 -5.06%。溶解木浆需求后期有望从 2009 年的 340 万吨增长至 2012 年的 440 万吨，年均复合年增长率为 9.3%。

图表 12: 全球溶解木浆和棉绒浆需求情况



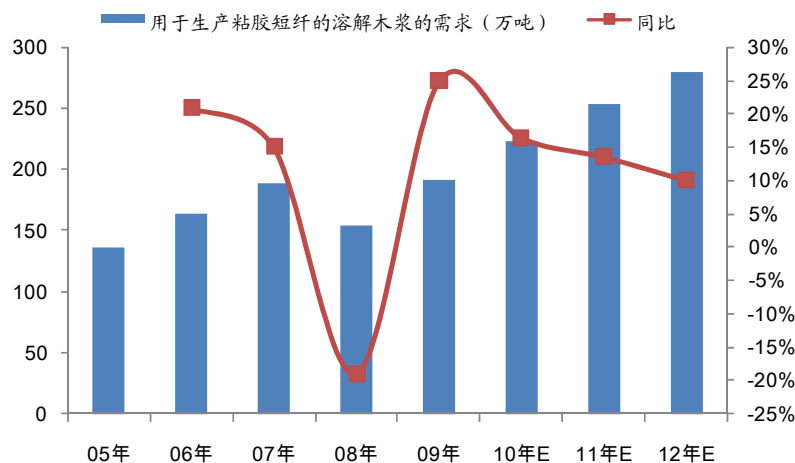
来源: 齐鲁证券研究所

- 溶解木浆一般分为粘胶浆及特种浆两大类。比较之下，后期粘胶浆的需求增长较快，而特种浆需求将保持平稳。

图表 13：全球粘胶浆及特种浆需求情况


来源：齐鲁证券研究所

- 其中用于生产粘胶短纤的溶解木浆在 2005 - 2009 年的需求年均复合增长率达到 9%，后期 2009 - 2012 年需求的需求年均复合增长率有望达到 13.3%。

图表 14：全球用于生产粘胶短纤的溶解木浆的需求情况


来源：齐鲁证券研究所

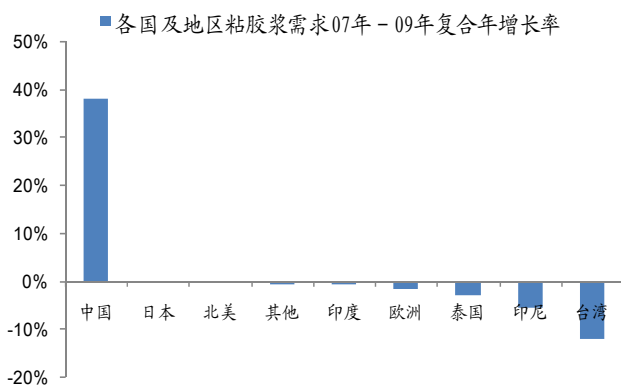
- 全球溶解木浆需求后期增长的主要驱动因素大致有以下几点：首先，宏观经济及人口变化，全球人口增加及经济强劲增长极大扩大了对纺织用粘胶短纤的需求，继而扩大了对溶解木浆的需求。粘胶短纤因穿着舒适、易于染色及易于打理等优点，较聚酯纤维更受欢迎，尤其在夏装方面。其次，中国因素，中国一直是溶解木浆需求增长的主要因素。中国人均可支配收入提高以及全球主要纺织制品制造行业由高成本地区转移至中

国，导致中国粘胶短纤的产能大幅提升，促进了对溶解木浆的需求。再次，新用途的开拓，近年出现的新用途扩大了对溶解木浆的需求。例如，三醋酸纤维素薄膜可用作 LCD 保护层，微晶纤维素可用作填充剂，一次性纸巾可由高吸收性粘胶短纤制成。最后，人们环保意识的增强，不断增强的环保意识令消费者的喜好由不可回收材料转向对环境影响小的可回收产品。粘胶短纤的可生物降解特性令其成为生产一次性非织造产品的合适材料。

中国需求增长一马当先

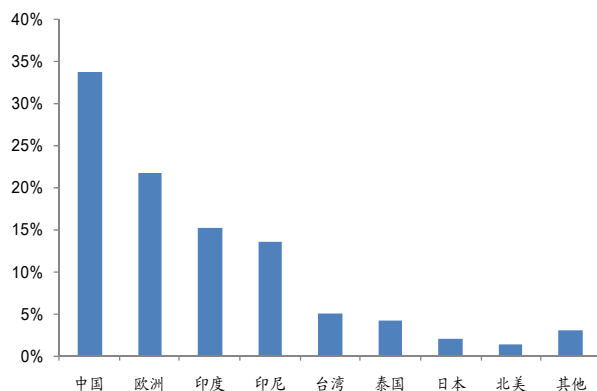
- 对溶解木浆的需求过往一直集中在成熟市场。然而，随着纤维素产品（特别是粘胶短纤及粘胶长丝）生产的全球化进程，产品的产能流向低成本市场，尤其是亚洲新兴市场。此外，由于粘胶短纤及其他纤维素产品产能增加，亚洲市场未来对溶解木浆（主要是粘胶浆）的需求必将扩大，而成熟市场的需求会继续缩紧。

图表 15：各国及地区粘胶浆需求近年增长情况



来源：齐鲁证券研究所

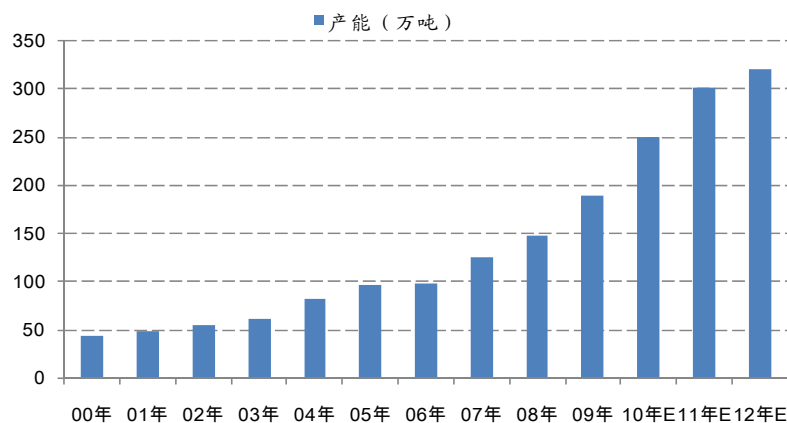
图表 16：2009 年各国家及地区粘胶浆需求占比



来源：齐鲁证券研究所

- 我国粘胶短纤产能的迅速增长导致国内溶解木浆及棉绒浆的需求大增。由于目前国内木浆粕产量仅约 12 万吨（包括福建南纸、延边石岘白麓纸业、晨鸣延边三条线，均年产 4 万吨），故需大量进口溶解木浆。棉绒短缺亦导致棉绒浆的成本比溶解木浆高。我国的溶解木浆进口量由 2005 年的约 29.3 万吨飙升至 2009 年的约 85.2 万吨。其中，粘胶浆的进口量从 2007 年的 39 万吨增至 2009 年的 74 万吨，复合年增长率达到了 38.4%。考虑到我国粘胶短纤产能的持续扩张，以及棉绒浆供应的受限（预期维持 80 万吨左右），2012 年我国溶解木浆的需求量预期将突破 200 万吨。

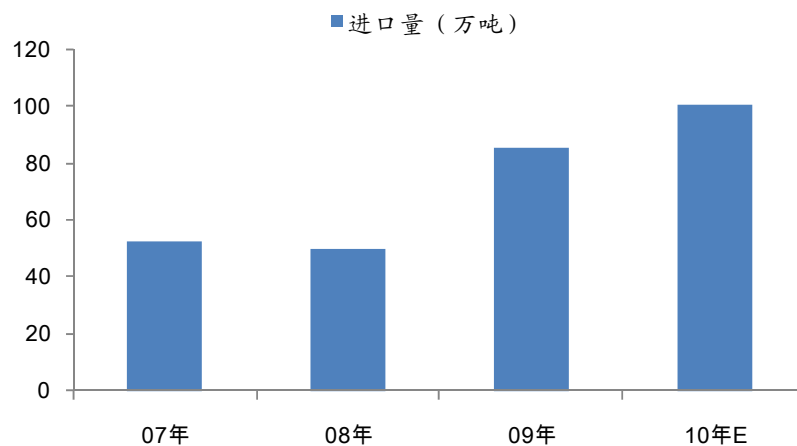
图表 17：我国粘胶短纤产能增长情况



来源：齐鲁证券研究所

- 由于棉浆粕原料的不足，2009 年以来我国溶解浆的进口量快速增长，预计 2010 年的进口量将达到 100 万吨以上。

图表 18：我国溶解浆进口量情况



来源：齐鲁证券研究所

溶解木浆现存供给在海外，但新增供给主要集中于中国

- 目前全球有 17 家主要溶解木浆生产商，共经营 21 家工厂，总产能大约在 380 万吨左右。前五大生产商，即 Sappi Saiccor、Sateri、Rayonier、Birla（包括 AV Cell Group）及 Lenzing，截至 2010 年合共占全球溶解木浆总体产能的 55% 左右。

图表 19：顶级溶解木浆生产商的情况（截至 2010 年底）

	国家	产能（万吨）	主要区域市场	主要产品种类
Sappi Saiccor	南非	82.5	全球	粘胶浆及特种浆
Sateri	巴西	47	全球	粘胶浆及特种浆
Rayonier	美国	46.5	全球	特种浆
AV Cell Group	加拿大	33	对内销售 (Aditya Birla)	粘胶浆
Lenzing	奥地利	26.5	对内销售 (Lenzing)	粘胶浆
Tembec	加拿大	26	全球	粘胶浆及特种浆
Domsjo	瑞典	23.5	欧洲及亚洲	粘胶浆
Buckeye	美国	19	全球	特种浆
Borregaard	挪威	16	欧洲及亚洲	特种浆
Neucel	加拿大	14	亚洲（中国）	粘胶浆及特种浆
合计		334		

来源：齐鲁证券研究所

- 后期，由于环保等压力，西欧、北美等国家溶解浆产能增长受限，据不完全统计，海外新增产能仅为 Sateri 将在巴西子公司扩产，规模将从现有的 46.5 万吨扩张到 55 万吨。而我国则因为需求旺盛的原因，溶解木浆和溶解竹浆等新项目纷纷开始建设。如太阳纸业准备在原有 20 万吨化学浆生产线进行技改，改为 20 万吨溶解木浆生产线；福建南纸拟建设年产 9.6 万吨竹（木）溶解浆项目和吉林化纤准备新建 5 万吨溶解竹浆项目；岳阳纸业亦计划建设 30 万吨溶解木浆项目，预计于 2011 年底投产；此外，延边晨鸣还将技改一条 3 万吨的生产线生产溶解木浆。
- 后期国内溶解木、竹浆的总产能有望达到 80 万吨，将逐步弥补国内缺口。

图表 20：国内溶解浆产能状况

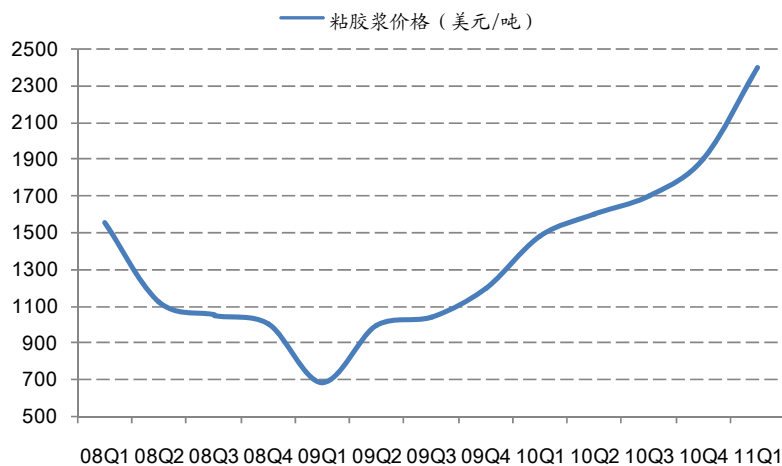
在产公司	产品	产能（万吨）	预计投产时间
福建南纸	溶解竹浆	4	
延边晨鸣	溶解木浆	4	
石岷白麓纸业	溶解木浆	4	
小计		12	
在建			
太阳纸业（技改）	溶解木浆	20	2011年10月
岳阳纸业	溶解木浆	30	2011年底
福建南纸	溶解竹浆	9.6	2012年
吉林化纤	溶解竹浆	5	2012年
延边晨鸣（技改）	溶解木浆	3	2011年4月
小计		67.6	
总计		79.6	

来源：齐鲁证券研究所 注：此为不完全统计

国内外溶解木浆的盈利状况

- 目前，溶解木浆的国际价格大约在 2600 美元/吨，而国内市场售价也高达 16000 元/吨左右。

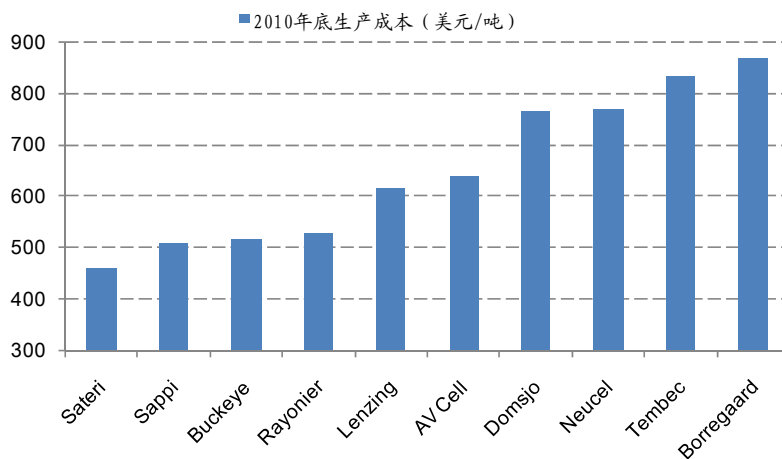
图表 21：溶解木浆国际价格走势



来源：齐鲁证券研究所

- 国外，溶解木浆目前最低成本为 Sateri 公司，大约在 459 美元/吨左右，折合人民币 3075 元/吨。同时其毛利率在 2010 年中期就达到了 64.2% 左右，盈利能力超强。

图表 22：海外重点公司溶解浆成本



来源：齐鲁证券研究所

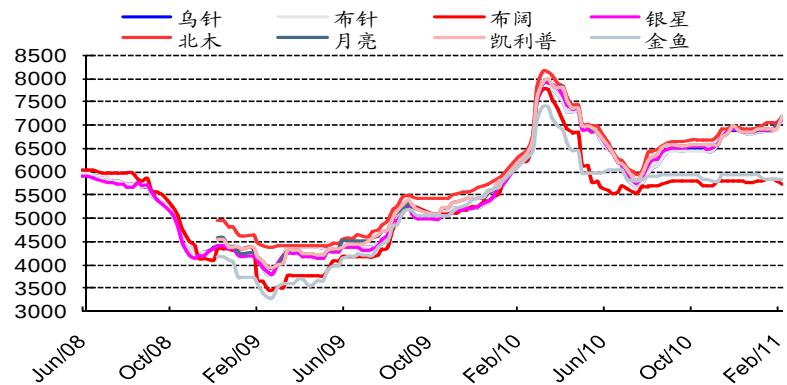
- 而在国内，我们以延边晨鸣为例，目前其含税售价为 16000 元/吨，成本为 9500 元/吨，目前吨浆税前利润大概维持在 4100 元左右（包括副产品木钙和木素产生的利润）。目前其盈利能力远超造纸用浆吨浆 700 - 800 元的盈利水平，溶解浆的盈利能力将较大幅度地提升公司的业绩。

高盈利态势后期能否持续？——会下降，但盈利水平依然较好

- 我们认为，2012 年溶解木浆吨纸 4100 元税前利润的水平将随着 2011 年棉花种植面积的增长，以及新增产能的释放而有所下滑，但我们坚持溶解木浆的盈利水平仍将远超造纸用浆的盈利水平。
- 首先，据中国棉花协会表示，根据对全国 2453 名棉农的调查，考虑到棉价上涨，今年中国棉花种植面积有望增长 9.8%，达到 564 万公顷。排除天气、土地质量等不可控因素，我们可简单地认为种植面积提高了 4%，棉花和棉短绒的产量也将提升 9.8%，则届时我国棉短绒的产量将达到 70.3 万吨，净进口量我们预计为 20 万吨，则其表观消费量为 90.3 万吨，折合粘胶短纤 64.5 万吨。而届时我国粘胶短纤的产量有望达到 207 万吨左右，缺口为 142.5 万吨粘胶短纤的原料，此外 2012 我国粘胶长丝的产量保持 20 万吨，总体缺口为 162.5 万吨粘胶纤维的原料，折合 195 万吨溶解浆。其中扣除 110 万吨左右高档进口产品的消费量，2012 剩余的市场空间为 85 万吨左右，供需较为平衡。
- 在供需较为平衡的情况下，超额利润将逐步被削减。但我们必须注意到一点，就是溶解木浆为原料制造的粘胶短纤的成本目前远低于棉浆粕为原料制造的粘胶短纤，除非后期棉花价格大幅下挫导致棉浆粕价格下跌至一定程度后，才能弥补上述差距。否则即使棉浆粕供给增长，溶解木浆依然将凭借成本优势部分替代棉浆粕，而一旦棉花价格再次回归低位，棉农的积极性将再次遭受严重打击，导致又一次棉花种植面积的下滑，而历史又将再次重演。
- 因此我们认为，即使 2012 年我国溶解浆供需趋于平衡，但其盈利能力依然将保持在一定水平以上，鉴于保守的原则，我们预计吨浆净利为 2500 元左右。

额外的提醒：溶解木浆事件可能导致国内化学浆价格上涨

- 如前所述，溶解木浆目前的高盈利态势吸引了众多公司的目光，据说亚太森博等公司亦准备通过技改生产溶解木浆，这将直接导致国内化学浆供给的下滑，进而促使其价格上涨。此外，溶解木浆的生产可通过两条途径：一是直接用木片生产；二是用化学浆加工生产（如延边晨鸣）。这亦加大了国内化学浆的需求，促进价格进一步上涨。

图表 23：国内浆价走势（单位：元/吨）


来源：齐鲁证券研究所

- 浆价的上涨，将为郁郁寡欢的造纸环节带来好预期，有望促进纸价进一步上扬，2011 年景气度较高的纸品如白卡纸将从中受益，吨纸盈利水平有望提升，增厚相关公司业绩，一如 2010 年二季度的情形。

投资建议

- 我们重点推荐：晨鸣纸业、太阳纸业；建议关注：岳阳纸业和福建南纸。
- 晨鸣纸业：延边晨鸣的溶解浆 2011 年的产量将为 6 万吨将给公司 2011 年带来 2.1 亿元的净利润，增厚 EPS0.10 元；2012 年溶解浆的产量为 7 万吨，将给公司带来 1.4 亿元的净利，增厚 EPS0.07 元。我们预计公司 2010、2011 年和 2012 年的业绩分别为 0.56、0.77 和 0.88 元，对应的动态市盈率分别为 14.43 倍、10.49 倍和 9.18 倍，调升至“买入”的投资评级。
- 太阳纸业：20 万吨溶解浆技改项目，2012 年有望为公司带来 5 亿的净利润，我们预计公司原化学浆吨浆净利为 800 元，则在此基础上公司净利增厚 2.6 亿元，增厚 EPS0.26 元。我们预计公司 2010、2011 年和 2012 年的业绩分别为 0.68、0.81 和 1.26 元，对应的动态市盈率分别为 18.84 倍、15.81 倍和 10.17 倍，调升至“买入”的投资评级。

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