

造纸行业 2011 年日常报告

评级：增持 维持评级

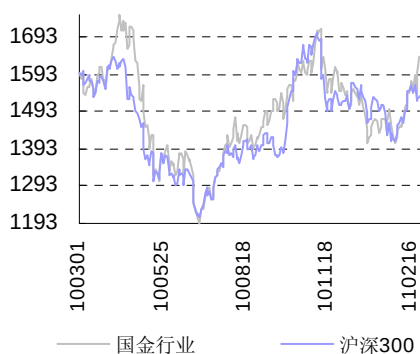
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

2011 年纸业机会来自于浆

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	26.85
市场优化平均市盈率	29.70
国金造纸指数	1643.08
沪深 300 指数	3197.62
上证指数	2878.57
深证成指	12633.88
中小板指数	7313.63



相关报告

1. 《未来两年浆价持续上涨》，2011.2.21
2. 《关注行业周期,关注事件推动》，2010.9.27
3. 《价格上涨趋势已经出现》，2010.9.2

投资建议

- **行业策略：**我们认为 2011 年纸业有机会，其机会来自于浆。溶解浆目前高盈利成为纸业的催化剂，有利于未来生产溶解浆的纸业公司；化学浆价格持续确定的上涨带来自制浆比例高的公司的投资机会。
- **推荐组合：**我们根据溶解浆盈利的弹性以及建成的时间推荐顺序为岳阳纸业、青山纸业、太阳纸业。我们认为受益于溶解浆产能的释放，造纸用化学浆的盈利将持续上升。只要公司自制化学浆量大，未来其弹性也是很高。我们推荐晨鸣纸业。
- 综合以上，我们推荐的顺序为晨鸣纸业、岳阳纸业、青山纸业和太阳纸业，目标价分别为 15 元、14 元、5 元和 17 元。

行业观点

- **溶解浆盈利高源于供不应求和高棉价：**纺织服装市场的扩大以及棉花供应缺乏增长使得粘胶短纤产能不断扩张，其原料木质溶解浆产能不足，供需矛盾凸显；棉花价格的高位扩大了纺织原料上游的利润空间，溶解浆的紧缺使得其攫取了产业链中最大的利润。
- **从供需关系判断溶解浆的盈利 2012 年中期后走低：**我们认为 2011 年溶解浆供需依然紧张，2012 年下半年出现转折，原因在于国内外产能的释放。
- **溶解浆盈利会比化学浆高：**大量的新增溶解浆产能来自于化学木浆改产，二者生产的可转换使得溶解浆的盈利能够高于化学浆。
- **溶解浆的火爆使得我们更加看好化学木浆：**溶解浆的火爆导致国内外化学浆产能转产溶解浆，这对商品浆利好。2012 年溶解浆产能大幅扩产意味着很大部分来自于造纸用商品木浆的产能减少，国际商品木浆价格持续上涨的基础更确定。

风险提示

- 棉花价格
- 木片价格

万友林 分析师 SAC 执业编号：S1130209030266
 (8621)61038259
 wanyl@gjzq.com.cn

周文波 联系人
 (8621)61038290
 zhouwb@gjzq.com.cn

内容目录

溶解浆产业链	3
溶解浆高盈利的影响因素	4
棉花价格	4
供需关系	5
溶解浆产能扩张相关情况	8
溶解浆产能扩张为何都在纸企	8
溶解浆假设周期	8
造纸用商品化学浆更加看好	8
我们推荐的逻辑	9

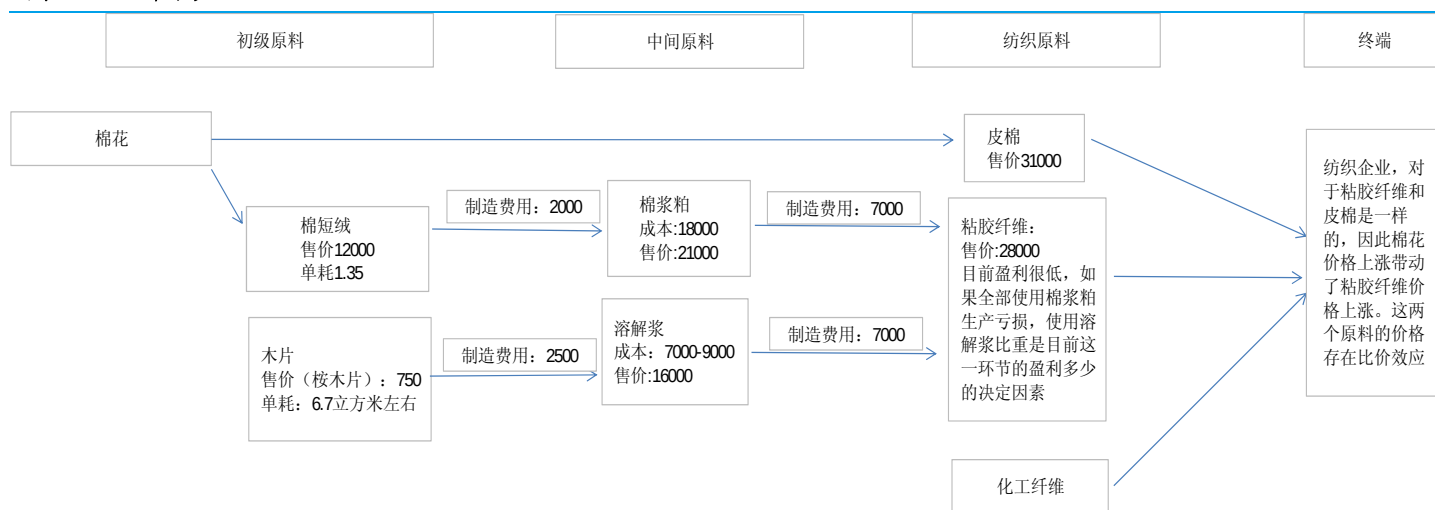
图表目录

图表 1: 溶解浆产业链	3
图表 2: 溶解浆成本构成	4
图表 3: 粘胶短纤和棉花价格走势	5
图表 4: 近几年溶解浆新增产能	6
图表 5: 溶解浆供需关系	6
图表 6: 2011 年能够出口至中国的溶解浆的量	7
图表 7: 从下游扩产产能推测溶解浆供需关系	7
图表 8: 出口至中国的溶解浆平均可变成本	8
图表 9: 全球商品浆产能及增长率	9
图表 10: 全球商品浆开工率预测	9
图表 11: 溶解浆对于几个公司的弹性	10
图表 12: 2012 年各公司盈利弹性	10

溶解浆产业链

- 溶解浆是纺织产业链中的一环，它是粘胶纤维的原料，而粘胶纤维和棉花、化学纤维构成纺织原料。
- 溶解浆由木材生产，与造纸用化学木浆存在一定的区别：木材主要由纤维素、半纤维素和木质素构成，造纸用化学浆脱去木质素就可以，而溶解浆还需脱去半纤维素。
- 就目前的纺织产业链来看，溶解浆是利润非常高的环节，其主要原因是供需的矛盾。
- 随着下游纺织服装行业的增长，主要原料棉花没有增长，粘胶纤维的产能增长较快，而粘胶纤维的原材料由棉浆粕和溶解浆构成，棉花的缺乏增长使得棉浆粕难以增长，扩张的粘胶纤维产能拉动了溶解浆的需求，溶解浆的供需矛盾凸显。
- 目前产业链各环节盈利及价格
 - 对于终端纺织服装企业，他们购买皮棉和粘胶纤维所给的价格是基本一致的，目前棉花价格 31000 元左右，粘胶短纤价格在 28000 元左右。
 - 对于粘胶企业，他们采购棉浆粕和溶解浆，成本分别是 21000 和 16000 元左右，加上 7000 左右的制造费用（指除了主要原材料以外的成本），目前来看完全使用棉浆粕生产的企业没有盈利，这个环节上盈利的多少看能配多大比例的溶解浆。（配的比例需要一段时间的调整磨合）
 - 对于棉浆粕和溶解浆的生产，目前来看棉浆粕生产微利，而溶解浆生产暴利，主要原因是当前产能短缺。

图表1：溶解浆产业链



来源：国金证券研究所

图表2：溶解浆成本构成

成本项目		计量单位	数量	
料 材 原	木材	m ³ /ADT	6.70	
蒸 段 煮 阶	低压蒸汽	10亿焦耳	3.8	
	高压蒸汽			
	碱耗 (Na ₂ O计)	Kg/ADT	658	
	电耗	KWh/ADT	40	
洗 筛 漂	低压蒸汽	10亿焦耳	1.355	
	高压蒸汽			
	碱耗 (Na ₂ O计)	Kg/ADT	15	
	氧化白液	Kg/ADT	26	
	氧气	Kg/ADT	19	
	水耗	m ³ /ADT	11	
	二氧化氯 (折成Cl)	Kg/ADT	30	
	双氧水	Kg/ADT	5	
	硫酸消耗	Kg/ADT	5	
浆板车间 (水、电、汽)				
人工工资				
制造费用				
溶解浆总成本				7000-9000

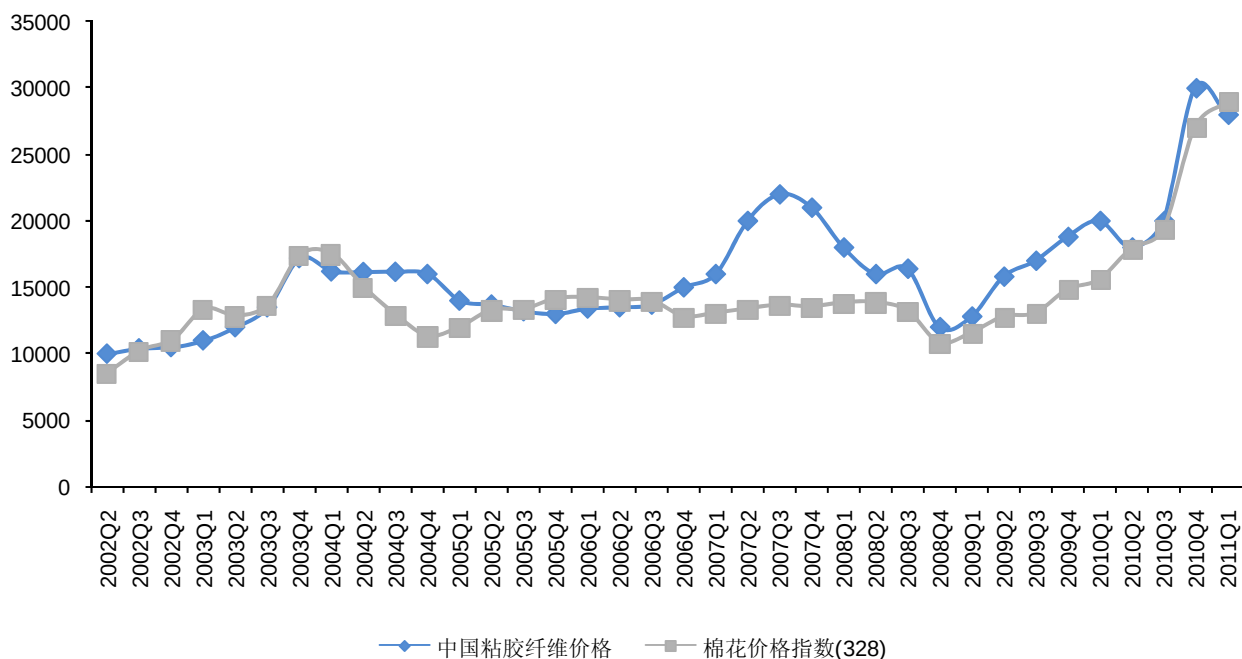
来源：国金证券研究所

溶解浆高盈利的影响因素

棉花价格

- 从现在纺织原料来看，棉花和化学纤维是主要的，粘胶短纤占比很小。终端给予的棉花和粘胶短纤价格基本一致，因此棉花价格对粘胶短纤的影响很大，棉花价格和粘胶短纤的价格波动是一致的。

图表3：粘胶短纤和棉花价格走势



来源：国金证券研究所

- 粘胶纤维企业目前基本微利，因此价格如果向下波动则会明显影响溶解浆的盈利。
- 我们在下面对粘胶纤维的假设建立在目前的市场对棉花价格预测的基础上，目前市场认为棉花价格能够维持高位。

供需关系

- 产业链上来看目前的供需瓶颈在溶解浆，溶解浆的扩产将降低盈利，我们认为 2011 年供需无忧，2012 年中期开始供需会出现转折，原因在于产能释放。
- 供需测算一：全球产能加上产能扩张，需求则是通过各地区预计的需求增速估算
 - 我们估计 2011 和 2012 合计全球溶解浆产能释放 177 万吨，全球现有产能 500 万吨左右，2 年内增长近 40%。（产能调整主要是扣除一些特殊用途的产能，该部分供给需求都比较稳定）
 - 需求我们估算未来两年增长 17% 左右，绝对量由 2010 年的 450 万吨左右上升到 530 万吨左右。
 - 产能利用率下滑，考虑到产能释放的时间，我们认为 2011 年无忧，2012 年中期转折。

图表4：近几年溶解浆新增产能

Mill	Country	Type	Tonnes	Year
Bahia Specialty	Brazil	New Line	385,000	2008
AV Nackawic	Canada	Conversion	190,000	2008
Sappi Saiccor	South Africa	New Line	200,000	2009
ShiYanBaiLu Paper	China	Conversion	40,000	2009
Fujian Nanping	China	Conversion	50,000	2009
Baikalsky	Russia	Restart	100,000	2010
Fortress Specialty	Canada	Conversion	200,000	2011
Cosmo Specialty	USA	Restart	140,000	2011
Sodra	Sweden	Conversion	150,000	2011
Bahia	Brazil	New Line	120,000	2013
Biocel Paskov	Czech	New Line	100,000	2011
Biocel Paskov	Czech	New Line	120,000	2012
Thurso	Canada	Conversion	100,000	2011
Thurso	Canada	Conversion	110,000	2012
青山纸业	China	New Line	120,000	2011
太阳纸业	China	Conversion	200,000	2011
岳阳纸业	China	Conversion	300,000	2012
晨鸣纸业	China	Conversion	30,000	2011
st石岷	China	New Line	50,000	2011
福建南纸	China	New Line	150,000	2012or2013
Total	World		1,770,000	
2011增量	World		1,090,000	
2012增量	World		680,000	

来源：国金证券研究所

图表5：溶解浆供需关系

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
全球产能	487	502	504	538	647	715
产能调整	427	442	444	478	587	655
其它国家产能	343	358	360	390	459	482
产能增加		15	2	30	70	23
中国	124	133	144	148	188	233
产能增加		9	11	4	40	45
中国-木质溶解浆	4	13	20	28	68	113
中国-棉短绒溶解浆	120	120	120	120	120	120
全球需求量	402	413	397	454	492	528
增长率		2.53%	-3.76%	14.28%	8.50%	7.28%
其它国家-溶解木浆	249.4	270.6	237.6	271.3	284.865	291.7
增长率		9%	-12%	14%	5%	5%
中国需求	153	142	160	183	208	237
增长率		-7%	12%	14%	14%	14%
中国需求-棉短绒	100	90	73	78	78	78
中国需求-溶解木浆	53	52	87	105	130	159
产能利用率	94.24%	93.35%	89.44%	94.94%	83.88%	80.64%
考虑产能释放时间	94.24%	93.35%	89.44%	94.94%	95.24%	85.89%

来源：RISI，国金证券研究所

- 供需测算二：对于国内的供需估计，我们产能同样通过国内原有产能和新增产能以及国外能出口能力的增加估算；需求我们以下游粘胶短纤的产能扩张估算所需溶解浆的量。（这个测算需求大于前部分通过历史需求增量估算，但是即使这样我们同样认为 2012 年并不乐观）
 - 国内粘胶短纤的产能 2010 年—2012 年分别为 220、300、350 万吨，
 - 棉浆粕和进口溶解浆的假设见表，国内溶解浆产量与产能的对比在 2012 年出现转折。（由于国内溶解浆的成本与品质与进口的均存在差距，我们认为进口替代很难，国内溶解浆成本在 7000-9000 人民币，而进口平均可变成本 660 美元；溶解浆替代棉浆粕由于下游粘胶企业配比的改变需要时间，这是一个过程）

图表6：2011 年能够出口至中国的溶解浆的量

Mill	Country	进入中国的量
AV Nackawic	Canada	16
Sodra	Sweden	20
Thurso	Canada	5
Sarpsborg	Norway	5
all	Russia	7
Jesup	America	15
赛得利	巴西+印尼	40
合计		108

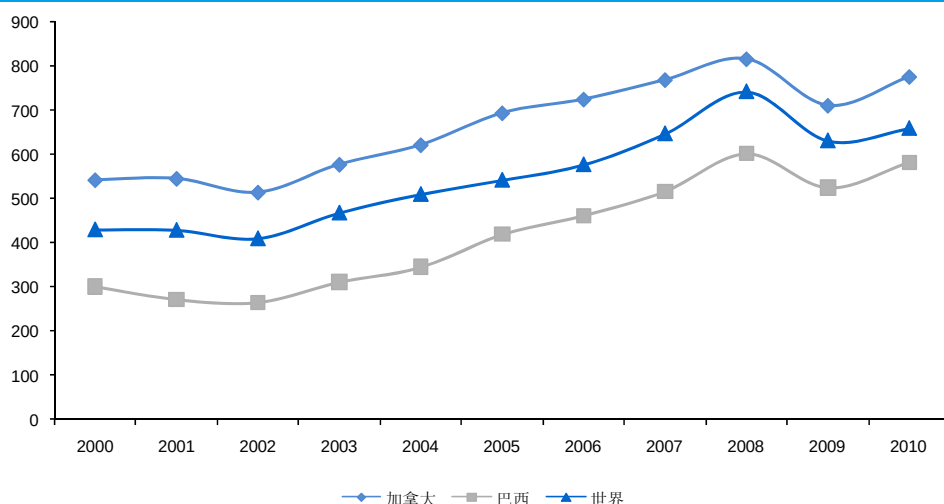
来源：国金证券研究所 调研数据

图表7：从下游扩产产能推测国内溶解浆供需关系

2010	所需原料分配	说明
粘胶短纤产能 220	棉浆粕 60	国内棉短绒产量100万吨略多一些，实际用于棉浆粕产量60万吨
开工率 75%	进口溶解浆 80	据显示是97，但是有15万吨左右的是醋酸级黏胶短纤，主要用于过滤嘴生产，不用于纺织服
产量 165	国内溶解浆产量 25	
2011E		
粘胶短纤产能 300	棉浆粕 60	棉花产量基本固定，棉短绒也固定
开工率 75%	进口 100	国外2011年进入中国市场的量最高为108万吨
产量 225	国内溶解浆产量 65	我们认为当年国内释放的产能没有40万吨，因此市场还会好
2012E		
粘胶短纤产能 350	棉浆粕 70	假设略增一点
开工率 80%	进口 150	当年进入可以进入中国市场的极限值是150万吨
产量 280	国内溶解浆产量 60	此处需要看国内粘胶短纤与进口的竞争，但是成本和技术可能国内都处于劣势，而当年国内的溶解浆产能按照目前看可能已经超过100万吨，尤其是下半年

来源：国金证券研究所

图表8: 出口至中国的溶解浆平均可变成本



来源: 国金证券研究所

溶解浆产能扩张相关情况

溶解浆产能扩张为何都在纸企

- 溶解浆与化学浆相比还需脱掉半木素, 污染排放压力会更大, 因此新建产能获得环保指标比较难。而纸企相对具有较多的排放指标, 因此能够通过调整压缩一些原有的排放来获得溶解浆的产能释放。
- 对于一些粘胶企业通过购买国外的化学浆来加工溶解浆, 这一途径污染解决存在问题, 难以大规模实现。

溶解浆假设周期

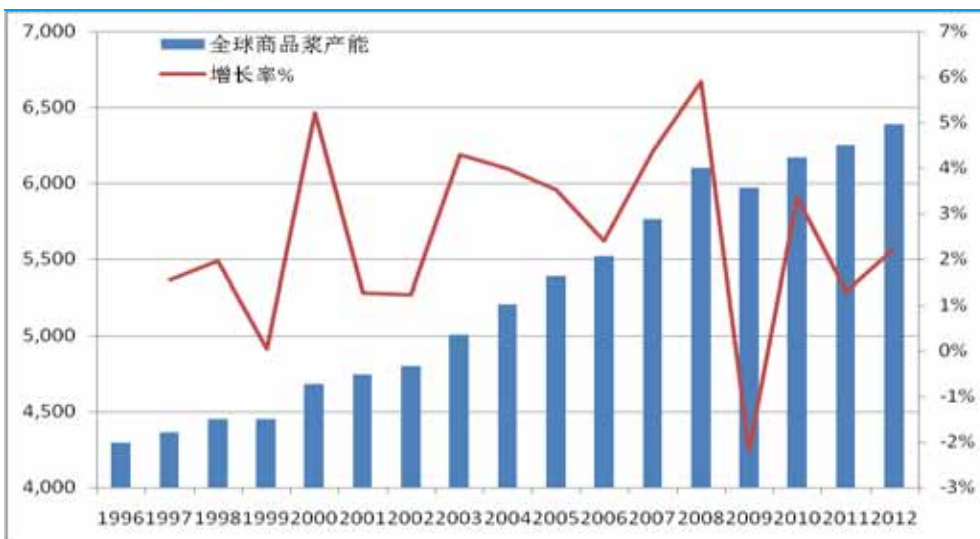
- 新建产能我们认为至少需要两年
- 改建, 这也是目前国内纸企普遍采用的。我们认为如果采用目前成熟的超级间蒸工艺, 改建时间需要 10-12 个月左右, 该技术成熟同时未来转产化学浆比较容易; 如果采用连续蒸煮的工艺可能改建时间会大大缩短 (6-8 个月左右), 不过目前这个技术还没有一家在实际生产中使用过, 同时未来再转回化学浆生产也会存在障碍。

造纸用化学木浆未来更加看好

- 我们在前期的浆行业报告的观点: (详见 2011 年 2 月 21 日《未来两年浆价持续上涨》)
 - 浆价在高起点的基础上持续上涨: 未来两年国际浆价将是持续上涨的趋势, 浆价的高点可能出现在 2012 年的三季度。
 - 核心在于供求关系: 由于经济危机使得部分新建产能释放推迟, 我们认为商品浆产能在 2011-2012 两年释放 220 万吨, 而同期年需求增长 280 万吨, 供需矛盾将再次出现。
 - 供应商库存预示价格拐点: 浆价短期走势供应商库存是一个主要影响因素, 目前针叶浆持续低库存导致价格开始上扬, 而阔叶浆由于国内亚太森博的产能释放 2010 年 9 月以后供应商库存较高, 目前随着该产能的消化库存开始下降。我们认为阔叶浆价格的上涨也将开始。

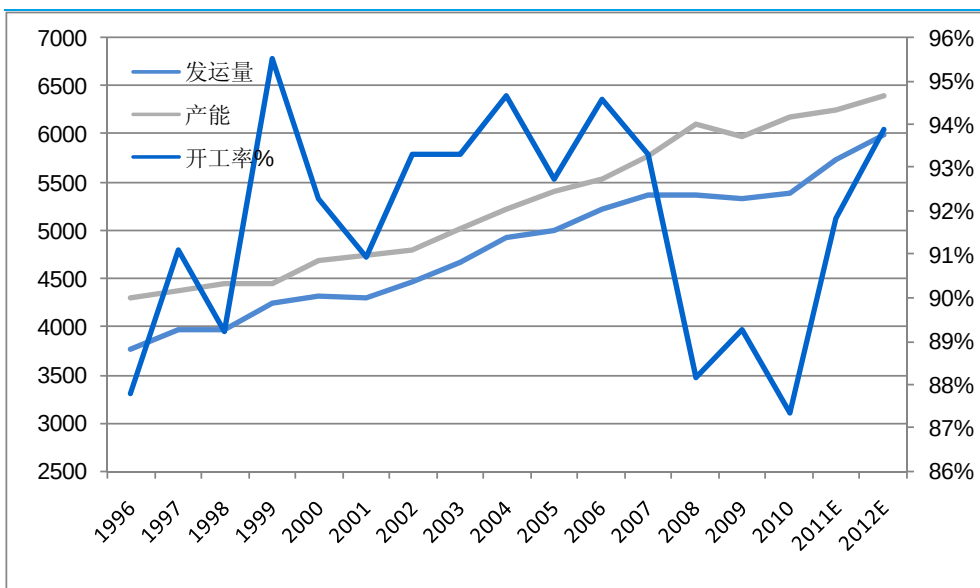
- 溶解浆的火爆导致国内外化学浆产能转产溶解浆，这对商品浆利好。2012年溶解浆产能大幅扩产意味着很大部分来自于造纸用商品木浆的产能减少，国际商品木浆价格持续上涨的基础更确定。

图表9：全球商品浆产能及增长率



来源：国金证券研究所

图表10：全球商品浆开工率预测



来源：国金证券研究所

我们推荐的逻辑

- 新增溶解浆受益弹性：由于产能释放时间与溶解浆行业景气高点的不一致，溶解浆 2012 年盈利与现在相比必然下滑，但是改产溶解浆的企业依然能够受益，业绩得到增厚。我们根据溶解浆盈利的弹性以及建成的时间推荐顺序为岳阳纸业、青山纸业、太阳纸业。

- 与溶解浆未来盈利下滑相比，我们认为受益于溶解浆产能的释放，造纸用化学浆的盈利将持续上升。只要自制化学浆量大，未来其弹性也是很高。我们推荐晨鸣纸业，2012 年它将拥有 170 万吨的化学自制浆产能。
- 综合以上，我们推荐的顺序为晨鸣纸业、岳阳纸业、青山纸业和太阳纸业，目标价分别为 15 元、14 元、5 元和 17 元。

图表11：溶解浆对于几个公司的弹性

公司	溶解浆产能		投放时间估计	股本（亿股）	每亿股对应的可能的溶解浆产能
	原有	改建或新建			
赛得利	46.5			33.7	1.38
晨鸣纸业	4	3	2011年底	20.6	0.68
太阳纸业	0	20	2011年底	10	2.00
青山纸业	0	12	2011三季度末	10.6	1.13
福建南纸	4	10	2012下半年	7.21	1.94
ST石岷	4	5	可能2011年中	4.11	2.19
岳阳纸业	0	30	2011年底	8.43	3.56
新建我们认为需要2年左右的时间，改建需要半年以上的时间；以上的时间和量属于估计可能存在偏差					

来源：国金证券研究所

图表12：2012 年各公司盈利弹性

	EPS			股本（亿股）	溶解浆吨浆盈利假设		
	2010	2011E	2012E		4000	3000	2000
					2012E	2012E	2012E
岳阳纸业	0.27	0.40	0.55	8.43	1.26	0.99	0.73
青山纸业	0.04	0.09	0.13	10.6	0.39	0.31	0.22
太阳纸业	0.63	0.75	0.83	10	1.24	1.09	0.94
		化学浆上涨同时考虑7万吨溶解浆			400	300	200
晨鸣纸业	0.57	0.75	1.03	20.6	1.38	1.29	1.20

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室