

2011 年二季度造纸行业投资策略：行业供需良好，溶解浆提升利润

评级

看好

二季度策略报告

分析师：倪爽

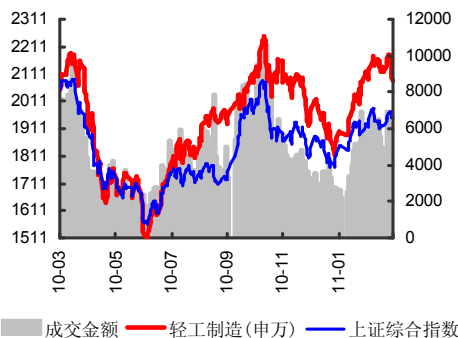
证书编号：S1190511030005

电 话：010-8832 1715

Email: nishuang@tpyzq.com.cn

kumiko_aso@hotmail.com

近一年板块涨幅



报告摘要：

- ◆ **造纸行业产销环境良好。**我国造纸行业产销量之差极小，除 08 年受经济危机影响外，其余年份销量增速均不低于产量增速。且固定资产投资增速放缓，2010 年固定资产投资增速已接近销量增速，2011 年与 2012 年新增产能压力较小。而随着净出口量的增加，行业供需关系会进一步好转。
- ◆ **人民币升值利好造纸企业。**由于我国造纸行业每年需大量进口原材料，而出口量很少，原料在外市场在的特点决定了造纸行业成为了当前为数不多的将受益于人民币升值概念的行业。预计未来国际木浆与废纸价格仍会维持高位，人民币的升值将覆盖部分进口原材料涨价所带来的成本上涨，为企业带来实质性利好。
- ◆ **溶解浆提高造浆企业盈利能力。**棉花价格的大幅上扬使得其替代品粘胶纤维的需求量与价格明显上升，其主要原料溶解浆盈利空间凸显，国内造纸企业可通过添加设备将现有化学浆产能转产溶解浆，以获取高额利润。棉花价格维持高位与溶解浆供不应求维持其较高盈利水平的必要假设，我们认为在中期内，生产溶解浆的企业将获得高额回报，其中越早进入市场的企业将获利越大。已拥有大量木浆产能的企业将可更快转建溶解浆，同时转产也将在中期内改变国内造纸用木浆的供需关系，提升其盈利能力。林纸一体化仍是造纸行业发展的必然趋势，以及企业提高盈利水平的重要战略。
- ◆ **包装行业仍将快速发展。**纸包装由于其易加工、易保存、易运输、易印刷及可回收等特点愈来愈受到青睐，作为“绿色包装”正在逐步替代塑料、金属、玻璃等包装材料。下游电子通讯、家电、食品、医药、日化、纺织、烟酒等行业的快速发展，使得纸包装行业市场规模迅速扩大，行业发展前景非常值得期待。
- ◆ **对造纸包装行业给予“看好”评级。**当前造纸行业处于产业升级与整合，节能减排淘与汰落后产能不断深化，企业向上游原材料市场发展林纸一体化的周期中，将利于行业龙头优势企业利用自身资金、技术、规模等优势不断扩大规模，降低成本，提高市场占有率，提升盈利能力。我们仍对版块给予“看好”的投资评级。应重点把握溶解浆行情下，拥有相关造浆能力的公司，及快速扩张的包装行业龙头公司。
- ◆ **重点公司。**其中晨鸣纸业(000488)、永新股份(002014)、太阳纸业(002078)、合兴包装(002228)、美盈森(002303)及岳阳纸业(600963)值得重点关注。

目录

一、 我国造纸行业整体供需状况良好	5
(一) 产销量维持正常水平	5
(二) 固定资产投资增速减慢，出口增加，改善供需环境	5
二、 人民币升值利好原材料进口	6
(一) 我国造纸原材料对外依存度高	6
(二) 人民币升值降低进口成本	7
三、 溶解浆中期提高行业盈利水平	8
(一) 棉价飙升，有望继续维持高位	8
(二) 粘胶纤维需求旺盛，价格上涨	10
(三) 溶解浆中期提升行业盈利能力	12
(四) 林纸一体化企业仍将长期受益	12
四、 包装行业仍将保持快速发展	13
五、 投资策略与重点公司	14
六、 风险提示	14

图表目录

图表 1: 造纸产销量平衡	5
图表 2: 固定资产投资增速快速下降	6
图表 3: 纸及纸板净出口量不断增加	6
图表 4: 国际木浆价格处于高位	7
图表 5: BHKP 美元与人民币标价指数	8
图表 6: 棉花价格快速上涨	8
图表 7: 国内棉花种植面积与产量下滑	9
图表 8: 全球棉花播种面积与产量稳中有降	9
图表 9: 全国纱产量持续增加	10
图表 10: 常用纺织纤维分类与特性	11
图表 11: 粘胶纤维价格快速上扬	11
图表 12: 纸箱产量快速增加	13
图表 13: 重点公司盈利预测	14

前言

对于 2011 年二季度的造纸行业策略，我们将遵循以下逻辑：

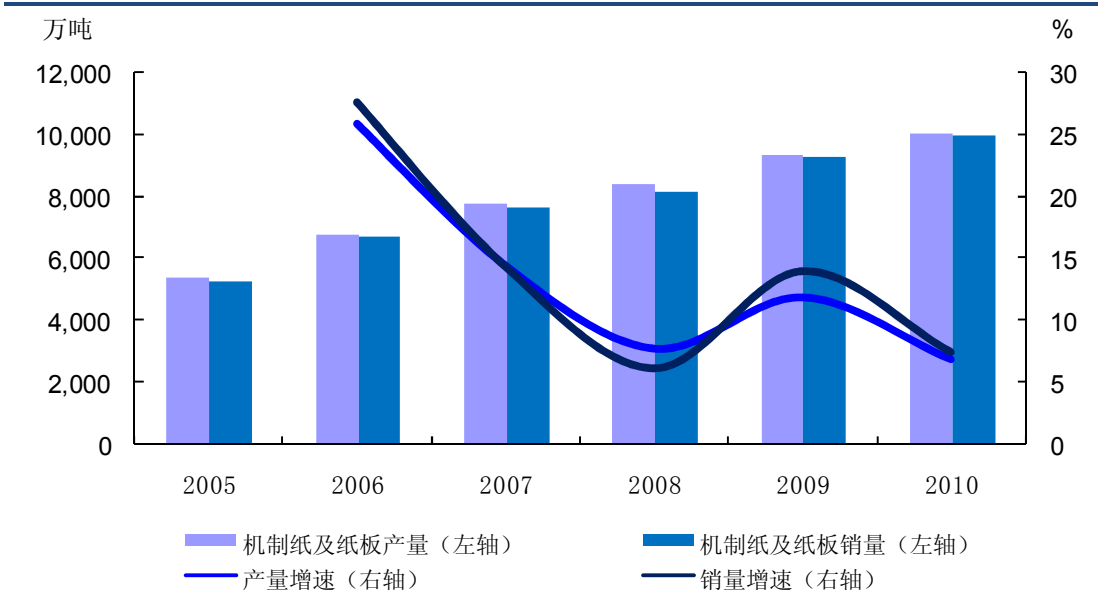
- 1、我们与行业有着不同的观点：我国造纸行业总体供需关系良好，固定资产投资增速下降，净出口量的不断增加，以及节能减排淘汰落后产能的力度不断加强，行业供需关系有向好的倾向。
- 2、全球将进入大通胀周期，人民币升值有利于造纸企业降低进口原材料成本。
- 3、棉花价格的大幅上扬使得其替代品粘胶纤维的需求量与价格明显上升，其主要原料溶解浆盈利空间凸显，国内造纸企业可通过添加设备将现有化学浆产能转产溶解浆，以获取高额利润。棉花价格维持高位与溶解浆供不应求维持其较高盈利水平的必要假设，我们认为在中期内，生产溶解浆的企业将获得高额回报，其中越早进入市场的企业将获利越大。已拥有大量木浆产能的企业将可更快转建溶解浆。同时转产也将在中期内改变国内造纸用木浆的供需关系，提升其盈利能力。林纸一体化仍是造纸行业发展的必然趋势，以及企业提高盈利水平的重要战略。
- 4、包装行业仍将维持快速增长，包装用纸及其他相关包装材料子行业发展迅速。

一、我国造纸行业整体供需状况良好

（一）产销量维持正常水平

2010 年全国机制纸及纸板产量 10035.70 万吨，首次超过 1 亿吨，同比增长 6.89%；销量 9978.80 万吨，同比增长 7.39%。产量虽然较销量略多，但产销量之差仅占总产量的 0.56%，并且多年维持在 1%-2% 之间，属于正常库存。而除 08 年受到经济危机影响，销量快速下滑，导致产量增速高于销量增速外，其余年份销量增速均高于产量增速，产品销售压力并不大。

图表 1：造纸产销量平衡



资料来源：太平洋证券研究院

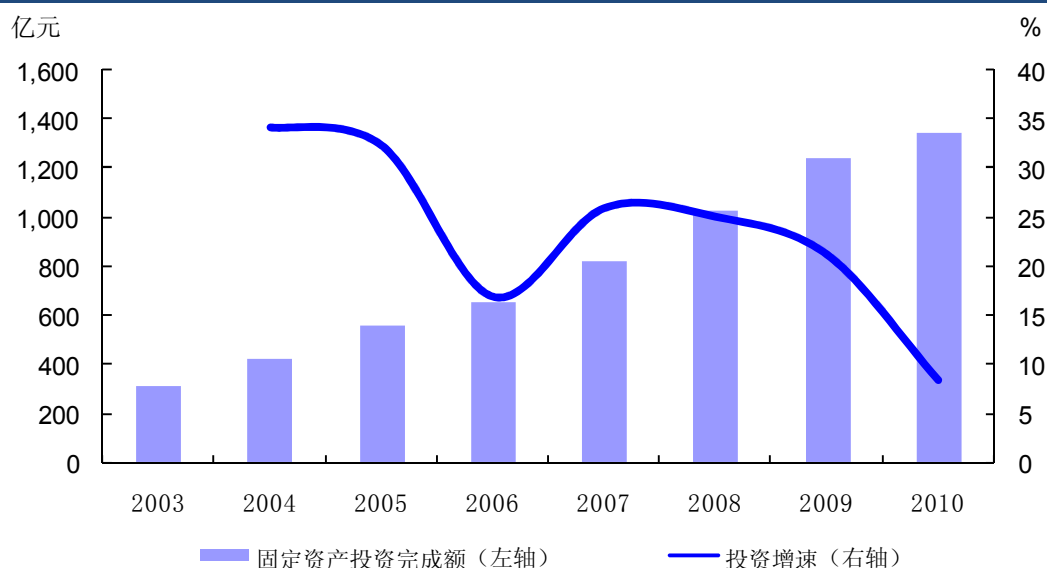
（二）固定资产投资增速减慢，出口增加，改善供需环境

经济危机后，行业固定资产投资增速开始快速下降，尤其 2010 年，行业固定资产投资增速仅 8.47%，较去年同期大幅减少 12.73 个百分点。投资增速已接近销量增速。根据行业 1-2 年的投产周期，这将使得 2011 年及 2012 年的新增产能明显放缓。

而当前我国纸品出口比例不断提升，2011 年 2 月我国纸及纸板出口 27 万吨，进口 18 万吨，净进口 9 万吨；2010 年全年我国纸及纸板出口 380 万吨，进口 331 万吨，净出口 49 万吨，同比增加 58.06%。而随着产业的整合与升级，未来产品净出口量会进一步增加，将正面影响国内造纸行业的供需环境。

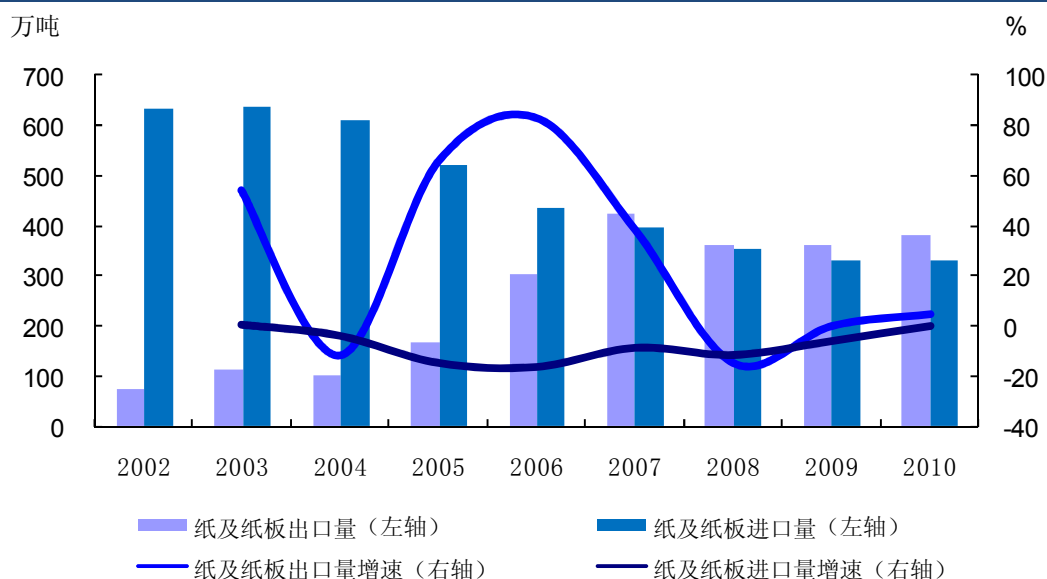
同时，仍维持我们过去的观点，整合与升级是行业未来发展的必然趋势，节能减排淘汰与落后产能也将进一步深化，预期 2011 年行业整体供需关系仍将保持较好情况，并有望进一步改善，对纸品提价起到有力的支撑作用。

图表 2: 固定资产投资增速快速下降



资料来源: 太平洋证券研究院

图表 3: 纸及纸板净出口量不断增加



资料来源: 太平洋证券研究院

二、人民币升值利好原材料进口

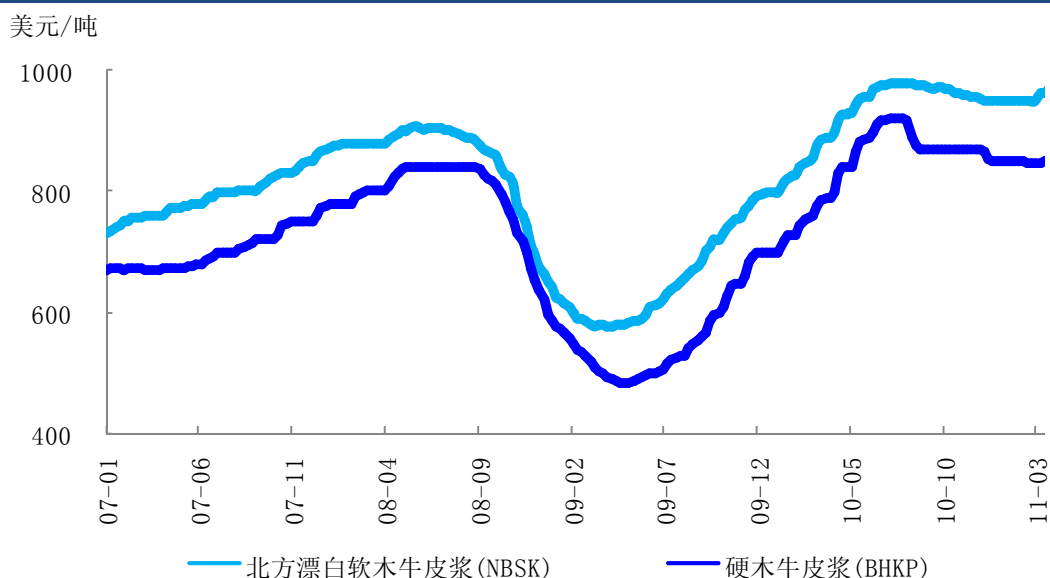
(一) 我国造纸原材料对外依存度高

木浆与废纸是造纸行业主要的原材料, 国外大型造纸企业一般都直接控制或者靠近原料林, 原材料自给率很高, 但我国由于林地不足的特点, 需依靠大量进口原材料。2110 年我国共进口纸浆

1136 万吨，而国内生产 2227 万吨，即国内消耗纸浆 33.78%要依靠进口。今年前两个月，我国进口纸浆 250 万吨，同比增长 36.61%，由于短期内林地与造浆产能不足的现状无法改变，我国造纸行业在未来一段时间内仍需依靠进口来维持原材料供应，因此国际木浆价格对行业的整体盈利水平影响很大。

2011 年 3 月 15 日欧洲市场北方漂白软木牛皮浆美元报价为 970.15 美元/吨，同比上涨 9.16%，较上月上涨 2.22%；硬木牛皮浆美元报价为 848.93 美元/吨，同比上涨 7.51%，较上月上涨 0.10%。国际木浆价格依然位于高位，针叶浆价格继续上扬，阔叶浆价格近期变化不大。随着全球经济回暖，下游需求扩大，加之石油等其他能源资源品价格的上涨，预计国际木浆价格会继续维持高位。

图表 4： 国际木浆价格处于高位



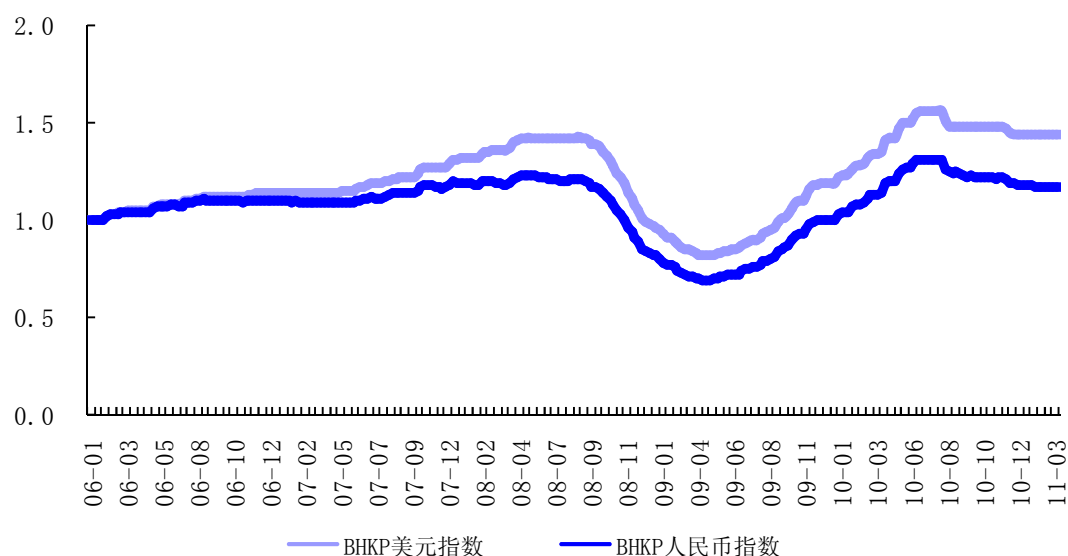
资料来源：太平洋证券研究院

（二）人民币升值降低进口成本

今年 3 月 1 日，银监会主席刘明康称，当前中国经济金融形势正发生新变化，汇率进入单边升值期。自 2006 年初至今，美元兑人民币中间价已由 8.0702 变成 6.5592，而同期欧洲市场美元标价 BHKP 价格则上涨了 44.14%，但根据美元兑人民币汇率折算的人民币标价 BHKP 价格涨幅仅为 17.15%，足足较美元标价低了 26.99 个百分点。

假设人民币兑美元继续升值 5%，则相当于进口 BHKP 将每吨节省 278.42 元人民币。此外，包括海运费、进口设备等，也将受益于人民币升值。我国造纸行业原料在外，市场在外的特点决定了造纸行业成为了当前为数不多的将受益于人民币升值概念的行业。

图表 5: BHKP 美元与人民币标价指数

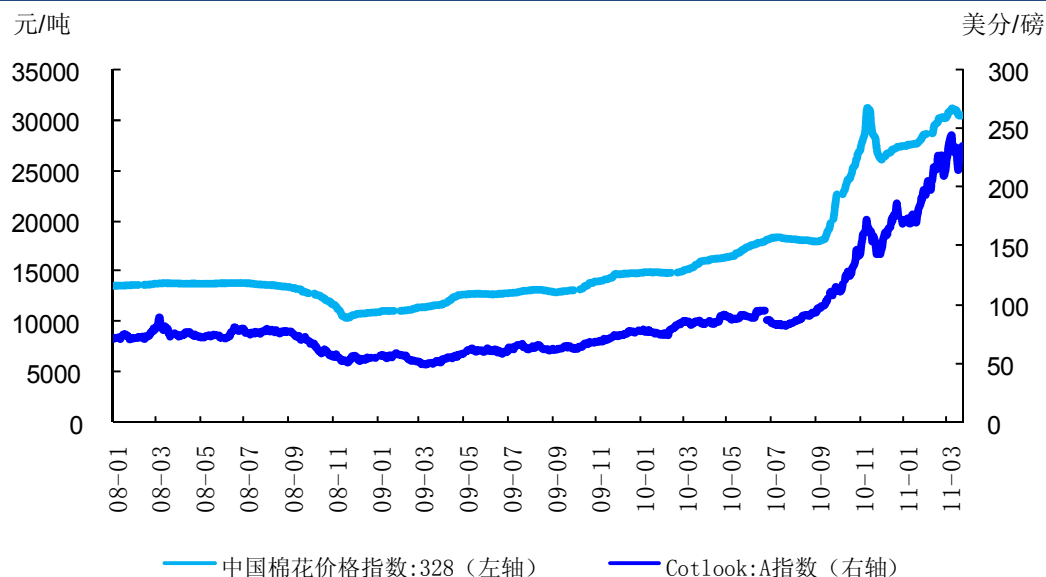


资料来源: 太平洋证券研究院

三、溶解浆中期提高行业盈利水平

(一) 棉价飙升, 有望继续维持高位

图表 6: 棉花价格快速上涨



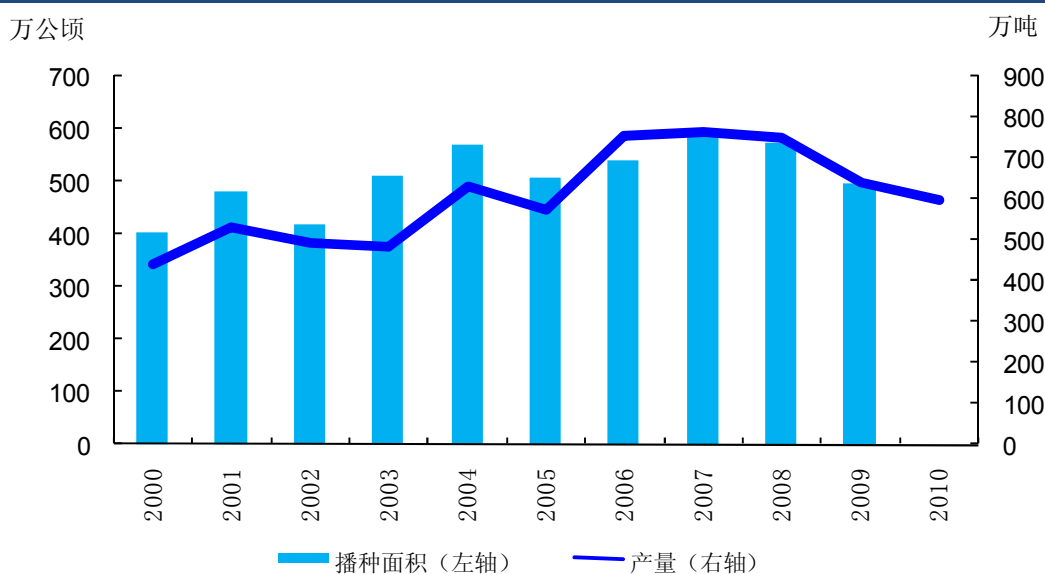
资料来源: 太平洋证券研究院

2009 年以来国内棉花价格持续上涨, 2010 年 9 月棉价突破 20000 元/吨, 随后快速上升, 至 11 月 11 日不到 2 个月就冲到 31302 元/吨的历史高点, 后虽有小幅回落但截止今年 3 月 23 日棉花

328 的价格仍维持于 30570 元/吨的高位，比去年同期上涨 93.20%。而 cotlook 指数也显示出了国际棉价同样具有类似的快速上涨行情。

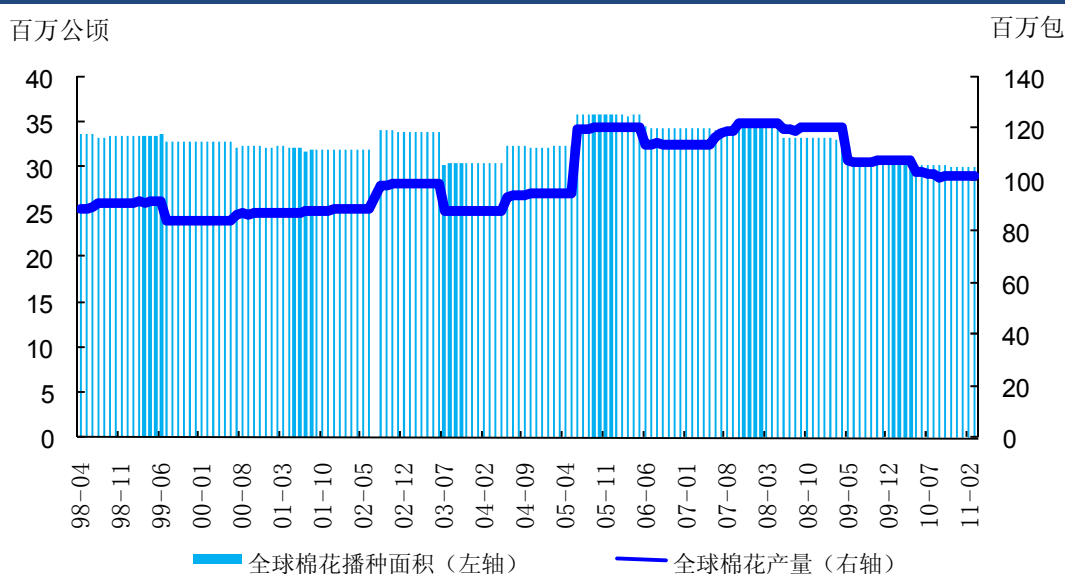
棉花价格的快速上涨，主要由于产量下降导致，受到近年低价伤农及退棉还林、还草等相关政策的影响，加之棉花收获较废工时，成本较高，导致农民种植积极性下降，棉花种植面积与产量出现了大幅下降。2009 年全国棉花播种面积 495.18 万公顷，同比减少 13.94%，2010 年国内棉花产量 597 万吨，同比减少 6.38%。棉花种植面积连续 3 年降低，产量连续 4 年减少。

图表 7：国内棉花种植面积与产量下滑



资料来源：太平洋证券研究院

图表 8：全球棉花播种面积与产量稳中有降

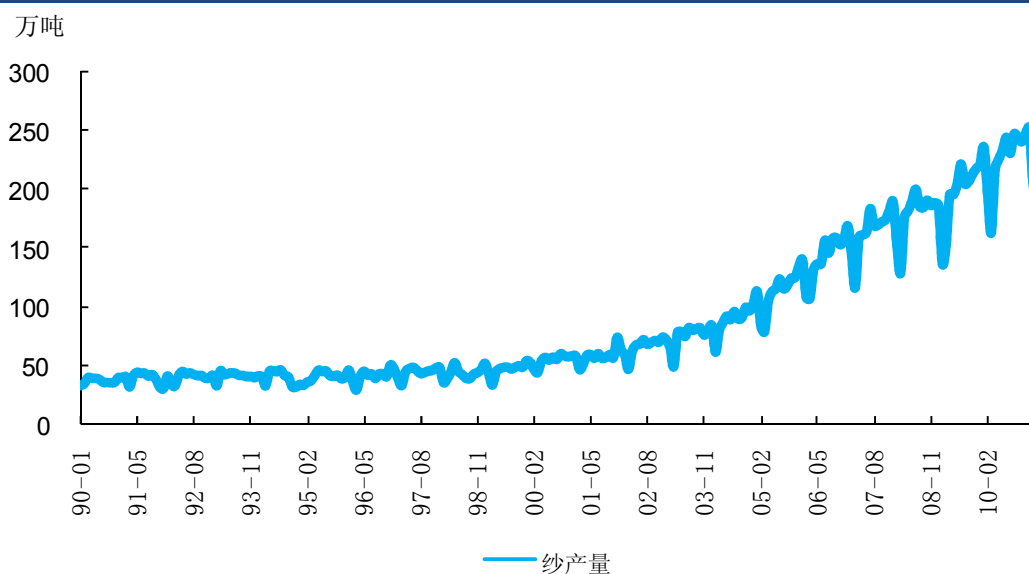


资料来源：太平洋证券研究院

而全球棉花播种面积与产量近年也有所下降，根据美国农业部的统计，2010 年全球棉花播种面积约 364.99 百万公顷，同比下降 3.53%，产量约 12.46 亿包，约合 2715.56 万吨，同比减少 7.06%。国内与全球棉花产量连续多年的下滑基本表现出棉花产量稳中有降的发展趋势，短期的大幅产量增加基本不会发生。

而需求方面，下游纺织品的需求量却维持着持续的增加，以纱为例，2010 年全国纱产量 2738.70 万吨，同比增长 14.01%。而其他棉织品也基本维持相同的趋势。

图表 9： 全国纱产量持续增加



资料来源：太平洋证券研究院

棉花需求的持续增长与产量的下降，以及国内进口棉花受限，注定了棉花价格仍有维持在高位乃至进一步上涨的动力。

(二) 粘胶纤维需求旺盛，价格上涨

目前纺织用纤维材料主要分为两大类，一是天然纤维，主要包括棉花、羊毛、蚕丝等；二是化学纤维，又分为两种，其中用石油、天然气、煤等作原料制成的合成高分子化合物称为合成纤维，以涤纶、腈纶、尼龙等为代表，另一部分则称人造纤维，是用木材、草类的纤维经化学加工制成的粘胶纤维。

其中粘胶纤维主要由棉短绒、木浆、竹子等是制成的棉浆粕、木浆粕以及竹浆粕再加工而成，其虽然强度较棉较低，但吸湿性好，易于染色，织物穿着舒适，对棉花有较强的替代性，占纺织用纤维的比例在不断提升。

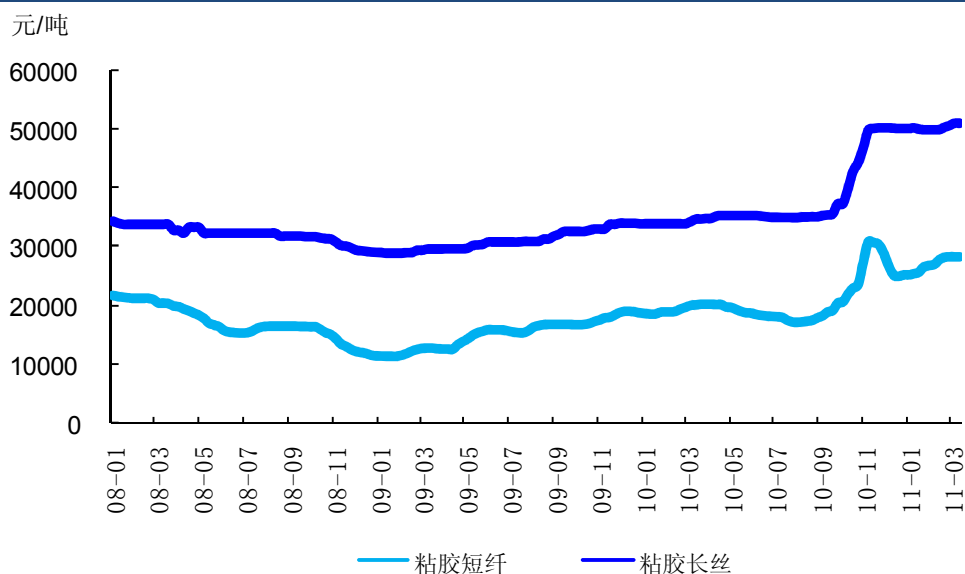
图表 10: 常用纺织纤维分类与特性

分类	名称	特性
天然纤维	羊毛	吸湿、弹性、服用性能均好，不耐虫蛀、适酸性和金属结合染料。
	蚕丝	吸湿、透气、光泽和服用性能好，适用酸性及直接染料。
	棉花	透气、吸湿、服用性能好、耐虫蛀、适直接还原偶氮、碱性媒介、硫化、活性染料。
化学纤维	涤纶	织物、挺、爽、保形性好、耐磨、尺寸稳定、易洗快干，适用分散染料，重氮分散染料、可溶性还原染料。
	腈纶	蓬松性好、有皮毛感，适用分散染料、阳离子染料。
	粘胶纤维	吸湿性、透气性好、颜色鲜艳、原料来源广、成本低，性质接近天然纤维，适用染料同棉花。

资料来源：太平洋证券研究院

随着棉花价格的上涨，其替代品粘胶纤维的价格也一路攀升。与棉花价格相同，2010年9月起粘胶纤维价格突然快速上扬，2010年11月，粘胶短纤价格达到30800元/吨的历史高点，之后有所回落，截止3月18日价格维持在28300元/吨，比去年同期上涨40.10%；粘胶长丝的价格则持续上涨，截止3月18日价格为51200元/吨，比去年同期上涨46.70%。

图表 11: 粘胶纤维价格快速上扬



资料来源：太平洋证券研究院

我国当前拥有粘胶纤维产能 220 万吨左右, 预计 2011 年产能将扩产至 300 万吨以上, 按照 2010 年的产量 182 万吨计算, 开工率为 83%, 预计 2011 年粘胶纤维产量将达 250 万吨左右。而生产 1 吨粘胶纤维大致需要 1.04 吨浆粕, 即 2011 年浆粕的需求量为 260 万吨左右。

按照以往浆粕的供给分别计算, 棉浆粕、竹浆粕与木浆粕的占比。其中棉浆粕的主要原材料为棉短绒, 每生产 1 吨棉浆粕约需要 1.33 吨棉短绒, 而棉短绒的产量受到棉花产量的限制, 每产 100 吨棉花约同时可产 15 至 24 吨棉短绒, 以平均数 19.5% 计算, 乐观假设 2011 年棉花产量恢复到 2009 年的 638 万吨, 较去年同比增产 7%, 则棉短绒产量为 124 万吨, 而过去我国年进口棉短绒不超过 20 万吨, 我们按 20 万吨计算, 则 2011 年棉浆粕最大供给量不超过 138 万吨。

而竹浆方面, 由于受到技术限制, 产量一直较小, 目前我国竹浆粕产能不超过 10 万吨, 至 2012 年产能扩张也仅为 10 万吨左右, 对市场影响较小。

以此计算, 2011 年国内浆粕需求缺口超过 110 万吨, 这些需求缺口则全部需以木浆粕填补。

(三) 溶解浆中期提升行业盈利能力

溶解浆可通过对现有化学浆生产线增加设备与生产工序, 进行改造而成, 最短 7-8 个月便可投产, 最长需 1 年半左右投产, 并且可随时转回生产木浆 (全部新建则需 2 年左右)。由于新增设备投入与木片消耗量增加导致生产成本有所提升, 溶解浆的成本约为 9000 元/吨, 但当前进口溶解浆报价最高已高达 3000 美元/吨, 假设国产溶解浆价格在 15000 元/吨, 依然有极高的利润回报。

考虑到溶解浆转产以及新建周期, 预计 2 年内, 国内溶解浆市场都将维持供不应求的良好环境, 且由于木浆转产溶解浆, 将导致现有木浆产能减少, 进而提升木浆价格, 整体提升国内造浆企业盈利水平。而 2013 年以后, 新增产能将逐步填满需求缺口, 溶解浆利润率将恢复到正常水平。

(四) 林纸一体化企业仍将长期受益

比起溶解浆题材, 林纸一体化企业仍将长期受益。随着国际木浆价格的上涨, 国产浆价格也快速回升, 国产浆产量明显增加, 替代进口量, 也就出现了前文中提到的 2010 年木浆进口量明显下降的情况, 同时也使得国内造浆企业盈利水平大幅提升。2010 年 1-11 月, 我国造浆企业实现营业收入 317.49 亿元, 同比增长 40.71%; 毛利率达到 15.09%, 同比提升 5.96 个百分点; 实现利润总额 21.53 亿元, 扭亏为盈。

另一方面, 随着全球通货膨胀周期的到来, 将引发原材料价格上涨, 增加企业生产成本, 而拥有较完整产业链的企业, 由于其一方面可通过对上游的控制力降低原材料价格上涨带来的不利影响, 另一方面还有望享受物价整体上涨所带来的产品价格上升的收益。因此, 实现林浆纸一体化的造纸企业将在通胀周期中降低损失, 甚至获得额外收益。

此外随着林纸一体化进程的不断推进, 国内林木面积增加, 国产木浆将拥有价格优势, 企业在生产中选用更多木浆后会提升纸的品质, 提升产品价格与竞争力, 同时, 更多的木浆造纸后产生的废液也较草浆废液更易处理, 可有效降低污染。企业盈利能力的提升, 节能减排的实现, 行业的

健康持续发展均基于林纸一体化一身。

四、包装行业仍将保持快速发展

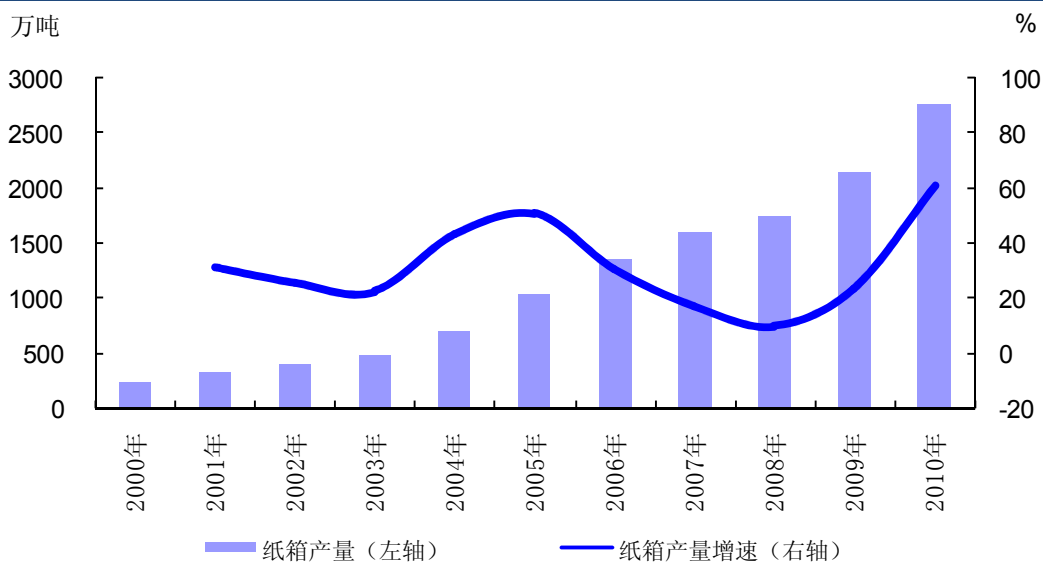
包装行业的下游包括电子通讯、家电、食品、医药、日化、纺织、烟酒等等，下游行业的快速发展，使得包装行业市场规模迅速扩大。此外，随着国家“家电下乡”，“医改”，“轻工业振兴规划”等多项政策的实施，均有利于下游产业的发展，将进一步扩大对包装材料的需求。

在众多包装材料中，纸包装由于其易加工、易保存、易运输、易印刷及可回收等特点愈来愈受到青睐，作为“绿色包装”正在逐步替代塑料、金属、玻璃等包装材料。截止 2007 年我国纸包装产量占全国包装行业 48.56%，产值占全国包装行业三分之一以上。

而瓦楞纸箱作为最主要的纸包装材料，其产量更是连年猛增。按中国包装联合会的统计显示，中国瓦楞纸板产量在 1995 年至 2002 年的 7 年间，平均每年净增 10 亿平方米，从 70 多亿平方米增加到 148 亿平方米，瓦楞纸箱的发展速度则更加惊人，2000-2009 年的 9 年中，纸箱的产量复合增长率则惊人的达到了 27.55%，远高于 GDP 增速与 12.27% 的纸及纸板产量增速。

2010 年全国纸箱产量 2765.16 万吨，同比增长 60.61%，远高于同期纸及纸板 2010 年 6.89% 的产量增速。

图表 12： 纸箱产量快速增加



资料来源：太平洋证券研究院

纸包装行业受益于下游巨大的市场空间，产品需求来自于周期性与非周期性的多个行业，且市场较为分散，优质企业通过产能扩张、降低成本、提升产品质量与服务等方式将快速占领市场，获得较高的利润回报。

五、投资策略与重点公司

当前造纸行业处于产业升级与整合，节能减排淘汰落后产能不断深化，企业向上游原材料市场发展林纸一体化的周期中，将利于行业龙头优势企业利用自身资金、技术、规模等优势不断扩大规模，降低成本，提高市场占有率，提升盈利能力。我们仍对版块给予“看好”的投资评级。

当前可重点关注尽早建成溶解浆项目的公司，越早进入该领域将为公司带来越大的收益。如晨鸣纸业（000488）、太阳纸业（002078）和岳阳纸业（600963）。另一方面，我们认为应继续关注包装行业，龙头企业可依靠扩大产能快速进入市场，如永新股份（002014）、合兴包装（002228）与美盈森（002303）。

图表 13：重点公司盈利预测

代码	名称	EPS				P/E				评级
		2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	
000488	晨鸣纸业	0.41	0.56	0.68	0.84	19.85	14.53	11.89	9.66	买入
002014	永新股份	0.72	0.87	0.99	1.34	22.00	18.21	16.00	11.82	买入
002067	景兴纸业	0.08	0.32	0.48	0.51	92.63	23.16	15.53	14.52	增持
002078	太阳纸业	0.95	0.70	0.83	1.05	12.68	17.31	14.47	11.43	买入
002228	合兴包装	0.35	0.37	0.61	0.83	42.86	40.75	24.72	18.09	买入
002303	美盈森	0.94	0.80	0.82	2.00	40.91	48.19	46.83	19.20	增持
600308	华泰股份	1.91	0.33	0.65	1.01	5.14	29.76	15.04	9.76	增持
600963	岳阳纸业	0.14	0.31	0.50	0.67	76.14	34.39	21.38	15.95	买入
600966	博汇纸业	0.40	0.41	0.65	0.81	20.17	19.44	12.20	9.84	买入

资料来源：太平洋证券

六、风险提示

宏观经济波动风险：由于造纸行业与宏观经济高度相关，因此宏观经济的波动可能会导致造纸及包装行业需求不足，遭遇危机。

原材料价格波动的风险：我国造纸行业对进口原材料依存度较大，一旦国际木浆与废纸价格出现大幅波动，将对国内造纸企业产生不利影响。

人民币升值不确定性的风险：人民币升值将对造纸行业产生利好，但人民币的升值存在其不确定性。

棉花价格波动的风险：溶解浆的高额利润所必须的前提就是棉花价格维持高位，一旦棉花价格大幅下跌，将直接影响溶解浆盈利水平。

宏观政策的不确定性的风险：未来国家对于造纸行业发展的相关政策力度的不确定性。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818

传真： (8610) 8832-1566

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。