

## 造纸行业 2011 年日常报告

评级：增持 维持评级

行业点评

万友林

分析师 SAC 执业编号：S1130511030016  
(8621)61038259  
wanyl@gjzq.com.cn

## 量增、库存下降，浆价上涨趋势明确

## 事件

据 PPPC 统计,3 月份全球木浆出运量环比上升 22.6%,至 400.9 万吨,较去年同期的 341.6 万吨上升 17.4%。其中,漂白针叶浆出运量较 2 月份上升 18.6%,至 198.7 万吨;阔叶浆发运量环比上升 28.3%,至 188.91 万吨。全球木浆库存天数为 32 天(其中针叶浆 24 天,阔叶浆 40 天),较 2 月份下降 3 天,开工率升至 101%。

## 评论

**如我们预期,木浆发运上升、库存开始回落:**我们在今年 2 月 21 日发布报告“未来两年浆价持续上涨”,坚定看好未来两年的木浆价格走势,我们的核心逻辑是木浆供求关系在未来两年持续改善。在供给方面,受金融危机的影响,南美等重点地区推迟了一些原定于 2011-2012 年投产的项目,导致今明两年全球进入新增项目空窗期,几乎没有大型新增项目。另一方面,全球木浆需求将在 2011 年形成共振,中国与欧美木浆进口将同时增加,改变 2009-2010 年出现的此消彼长的状况。结合供给与需求,我们预计未来两年全球木浆工厂的开工率将持续上升,木浆市场的供求关系也将持续改善,价格上涨趋势明确。

**中国木浆进口继续保持强势,略超我们预期:**3 月份中国进口木浆 116 万吨,环比增长 14%,同比则增长近 19%,一季度我国共进口木浆 346 万吨,同比增长近 30%。按目前的状况,我国今年进口木浆将达到 1350-1400 万吨左右,比我们预测的全年 1270 万吨,超了近 100 万吨。我们认为一季度进口超预期的主要原因有两个方面:一方面中国纸张产量高增长,一季度中国纸张累计产量同比增长 14%,比我们预期全年 7.7%增长要高了很多;第二,部分化纤厂采购漂白针叶浆生产溶解浆。我们对未来五年中国木浆进口依然持乐观看法,维持每年增加 160-170 万吨,2015 年进口木浆达 2000 万吨的观点。支持我们观点的主要理由:未来五年中国纸张产量的增速依然可维持在 7%-8%;此外,近几年将大量投产以木浆为主要原料的生活用纸、铜版纸、文化纸等,产品结构的变化将增加对木浆的需求量。

**欧美纸张消费相对较弱,但纸张价格上调对木浆价格形成支撑:**从今年一、二月数据来看,美国纸张消费比我们预期的要弱些,同比出现近 5%的下滑;欧洲市场则基本与去年同期持平。我们预计在欧美经济转好的背景下,纸张消费转好的趋势不变,但美国纸张消费量低于我们预期的可能性较大,对欧洲市场我们仍维持增长 2%的观点。虽然欧美纸张消费比预期稍为弱一些,但纸张价格的上涨仍对木浆价格形成强力支撑,自 2010 年以来,欧美纸厂已多次上调纸张价格,普遍都涨了 100 美元左右,部分纸种的价格上涨幅度甚至达到 140-200 美元,纸张价格的上涨更有利于木浆价格的上涨。另外,欧美纸厂的木浆库存都比较低,这对浆价也是一个支撑。

**国内市场木浆内盘价格下跌,不用太担心:**近期国内内盘市场价格有所下跌,漂白针叶浆价格下跌了 200 元/吨,阔叶浆下跌了 150 元/吨。价格下跌的原因主要原因是国内纸张市场的相对疲软,但对于后市我们认为不用太悲观:一方面我们认为纸厂依然会寻求在二季度继续上调纸张价格;另一方面,我们认为内盘市场对外盘价格的影响比较小,国外供应商已结成利益共同体,在供求关系持续转好的背景下,不存在下调价格的可能性;此外,我们认为高盈利品种的在纸张产量结构中比重的上升,对木浆价格的承受力也将增强。(如今年将投产 100 多万吨的生活用纸)

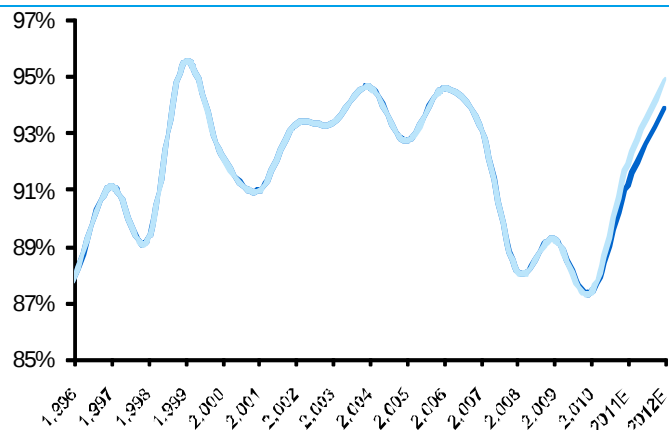
**溶解浆价格下跌,但与木浆相比,仍具吸引力:**受棉花价格下跌的影响,溶解浆价格有所下跌,但我们认为与生产木浆相比,溶解浆的盈利仍显著高于木浆,因此木浆厂转产溶解浆的趋势不会改变,这也将利好化学浆市场。

**坚定看好木浆后市:**全球漂白针叶浆在 3、4 月份分别上调了 30 美元/吨,全球漂白阔叶浆在 4 月份也上调了 30 美元/吨,我们预计随着纸业需求的逐渐转旺,纸价的提升可期,浆价在供需关系的支撑下上涨趋势不变。

## 投资建议

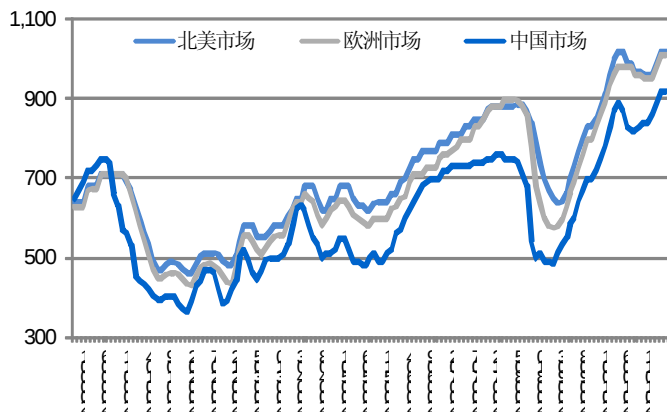
我们维持行业“增持”评级,木浆价格的看好是我们 2011 年纸业投资的主线,我们继续推荐浆价上涨受益品种,投资组合为:晨鸣纸业、岳阳纸业。

图表1: 全球浆厂开工率(淡色考虑浆厂转溶解浆)

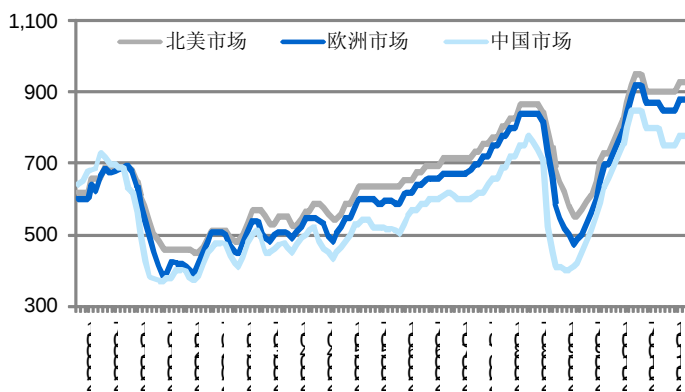


来源: 国金证券研究所

图表2: 全球漂白针叶浆价格趋势向上(美元/吨)

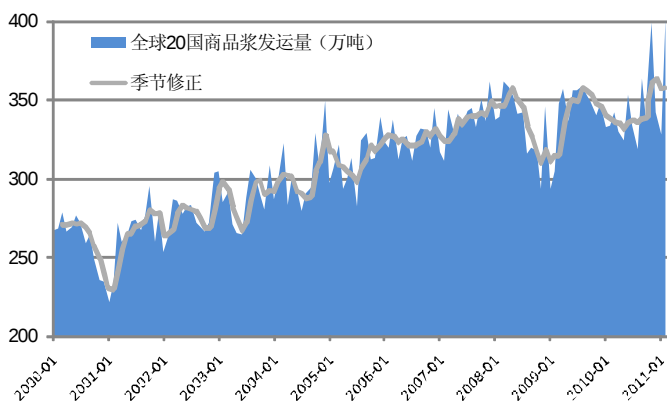


图表3: 全球漂白阔叶浆价格(美元/吨)

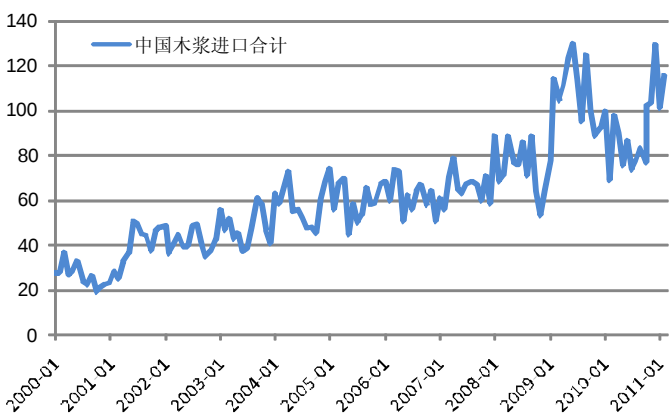


来源: 国金证券研究所

图表4: 全球二十国商品浆发运量

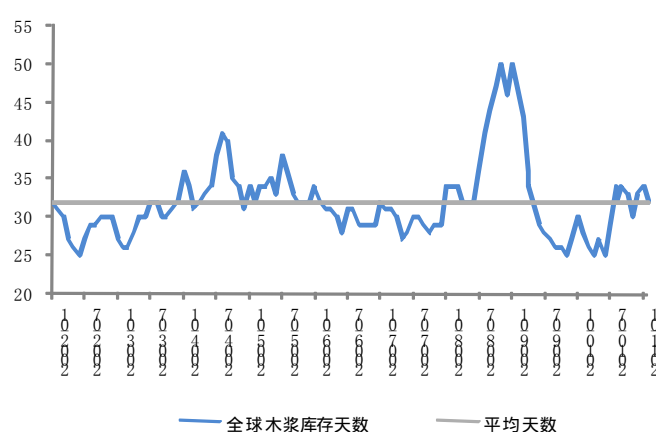


图表5: 中国木浆进口增长明确(万吨)

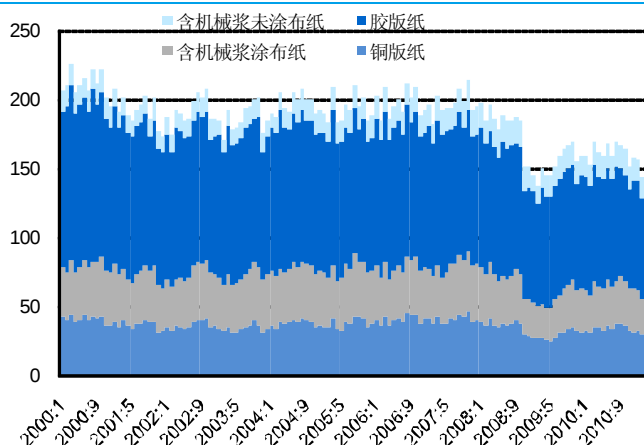


来源: 国金证券研究所

图表6: 全球木浆库存趋势向下

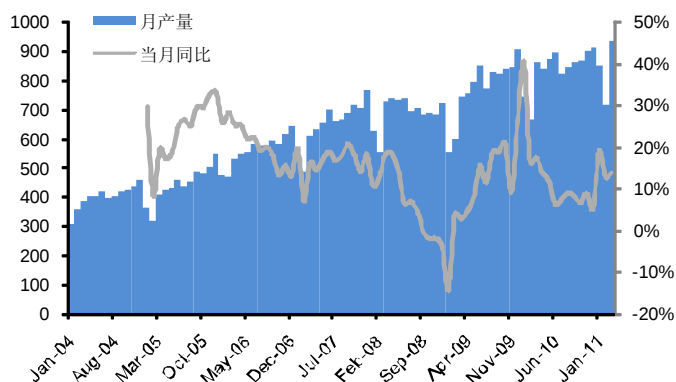


图表7：美国书写印刷纸产量(万吨)



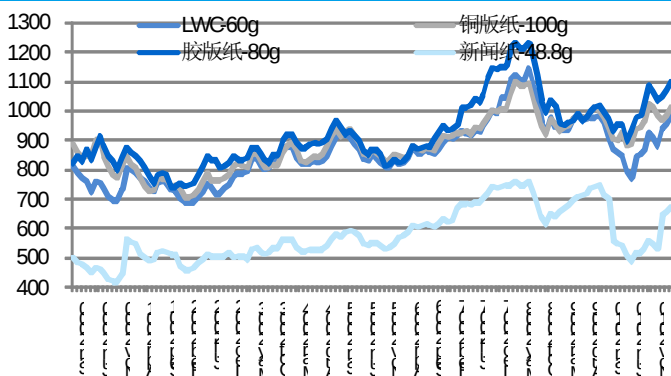
来源：国金证券研究所

图表9：中国纸和纸板产量



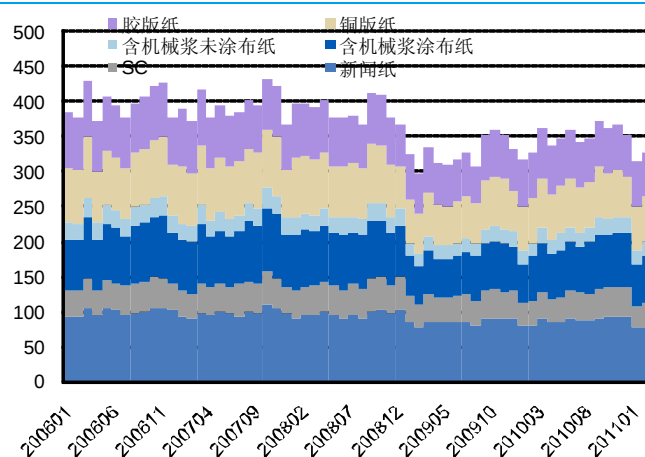
来源：国金证券研究所

图表11：欧洲市场纸张价格(美元/吨)

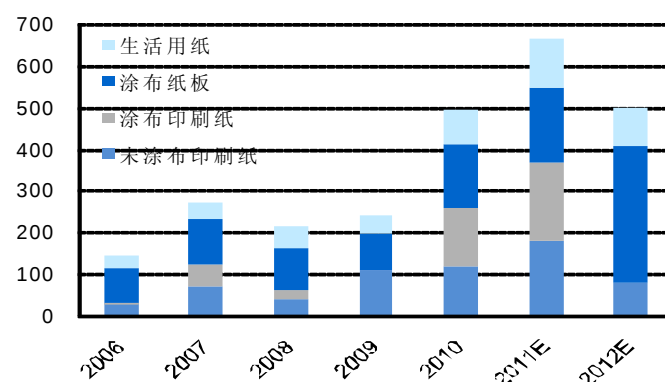


来源：国金证券研究所

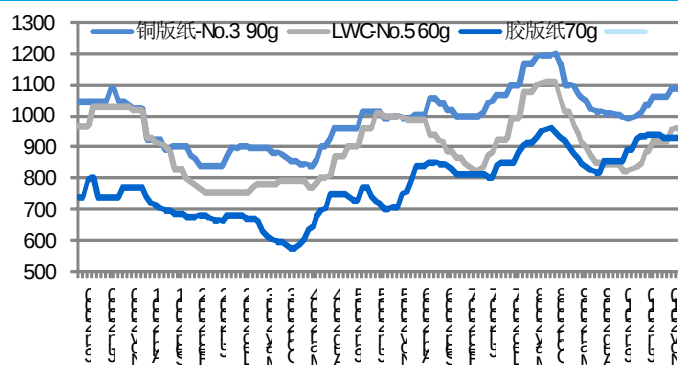
图表8：欧洲书写印刷纸产量(万吨)



图表10：北美纸张价格走势(美元/吨)



图表12：北美纸张价格(美元/吨)



**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