



造纸业

2013.02.21

浆价倒逼纸价回升，纸企盈利将显著改善

——浆纸贸易商访谈之建发纸业

	王峰 (分析师)	穆方舟 (分析师)	吴冉勃 (研究助理)
	0755-23976228	0755-23976527	0755-23976112
	wangfeng@gtjas.com	mufangzhou@gtjas.com	wuranjie012899@gtjas.com
证书编号	S0880511010012	S0880512040003	S0880112080025

本报告导读：

我们判断今年国内纸价有望随国际浆价逐步回升，溶解浆将扮演重要角色，纸企盈利情况将环比大幅改善。首推太阳纸业，同时积极关注青山纸业、岳阳林纸等。

摘要：

- **近期全球木浆价格触底反弹，我们判断上半年浆价仍将维持缓慢回升趋势：**
 - (1) 浆价已经下跌至主要浆厂的盈亏平衡线附近，处于历史低位。虽然从绝对值上看浆价相比 08 年时的历史最低点仍有差距，但是根据相关木浆出口国的汇率换算后，目前的浆价与 08 年底的历史浆价最低点相差不大，已经处在历史低位，逼近主要浆厂的成本线，浆厂出于自救考虑有提价的动力；
 - (2) 全球木浆库存量及天数处于历史低位，浆价具备上涨的前提；
 - (3) 从全球木浆新增产能上看，13 年全球木浆产能投放减少，特别是针叶浆，仅有 70 万吨新增产能投放。全球木浆供需情况有所改善，浆价上涨具备基础。
- **浆价倒逼纸价上涨，纸业盈利能力环比改善值得期待。**首先，近两年来纸价连续下跌，主要纸厂均处于亏损或盈亏平衡状态，各厂商为了自救，纷纷“限量保价”、减少供给，因此目前经销商库存较少，一旦需求出现回暖的迹象，经销商有补库存的意愿。其次，目前国内主要纸种的需求情况已经处于底部，未来一旦国内宏观经济及出口情况有所好转，纸业必将触底反弹。结合国泰君安宏观团队的观点，我们认为今年纸业景气度环比改善将是大概率事件，主要纸品价格有望随国际浆价上涨而回升。由于大型纸厂拥有 3-6 个月的库存浆周期以及自制浆锁定成本，如果国内纸价跟随国际浆价上涨，纸企盈利能力将出现明显改善。
- **造纸行业我们首推太阳纸业。(1) 受益溶解浆需求回暖。**受到溶解浆下游粘胶短纤需求复苏以及商务部对溶解浆反倾销调查两大因素的影响，溶解浆价格在春节前后已经上涨了约 500 元/吨，涨幅约 8%。我们预计随着下游进一步回暖，溶解浆价格仍有较大提升空间，而公司 20 万吨溶解浆产能将加大其 13 年的业绩弹性。(2) **造纸行业景气改善预期较为明显。**13 年造纸产能供给释放压力大幅减少，下游库存较低，并且在纸价上涨预期下，下游补库存对行业具有正面刺激作用。目前纸企限产自救行为已产生积极效果，在 13 年整体经济逐步好转预期之下，我们认为 13 年二季度之后纸价可能具备一个相对较强的恢复性上涨动力。(3) **建议重点关注溶解浆价格走势。**近期纸业公司有所走强，溶解浆是主要催化剂，我们对溶解浆价格继续上涨抱有预期。因此，除太阳纸业（20 万吨产能）外，还应积极关注青山纸业（12 万吨）、岳阳林纸（30 万吨）等。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：中性

细分行业评级

造纸业 中性

相关报告

造纸业：《需求偏弱 盈利能力下滑》	2012.03.12
造纸业：《清洁生产规划 加速落后产能淘汰》	2012.03.06
造纸业：《野百合也有春天》	2012.03.05
造纸业：《造纸行业最差时候已经过去》	2012.02.29
造纸业：《行业整体表现平稳 重点关注溶解浆变化》	2011.06.07

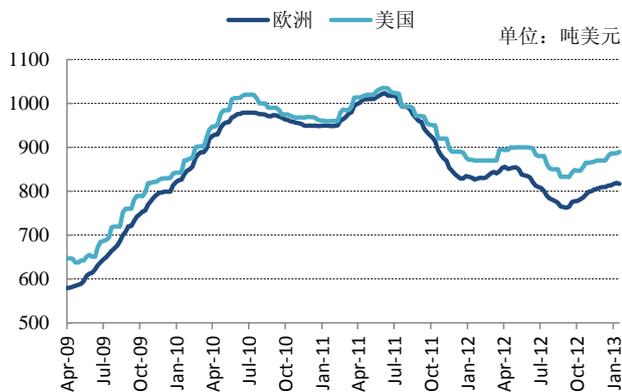
1. 库存底部、浆厂自救，国际木浆价格触底回升

自 2012 年 9 月份以来，国际木浆价格逐步回升，北方漂白软木牛皮浆（NBSK 欧洲）从低点 780 美元附近反弹至 810 美元，涨价已有 30 美元。

影响浆价走势主要有三大因素：一是主要浆厂的盈利情况和浆库存量（如针叶浆库存一般在 30 以上天，阔叶浆库存量一般维持在 40 天以上）；二是主要码头和经销商、贸易商的库存量；三是浆及下游纸厂的供需情况。结合目前全球的木浆供需情况，我们判断今年上半年木浆价格将维持缓慢反弹趋势；而进入下半年之后需要结合国内外整体经济走势情况再进行判断，但继续小幅上涨的可能性较大（其中，针叶浆涨幅将大于阔叶浆）。主要原因有以下几点：

首先，浆价已经下跌至主要浆厂的盈亏平衡线附近，处于历史低位。虽然从绝对值上看浆价相比 08 年的低点仍有差距，但是根据相关木浆出口国的汇率换算后，目前的浆价与 08 年底的历史浆价最低点相差不大，已经处在主要浆厂的成本线附近。以美国硬木牛皮浆价格为例，620 美元是主要浆厂的成本底线，而目前价格已经跌至成本底线，浆厂出于自救的考虑有提价的动力。

图 1：NBSK 价格触底回升



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

图 2：BHKP 价格小幅回升



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

图 3：美元兑智利比索贬值



数据来源：彭博，国泰君安证券研究

图 4：美元兑巴西雷亚尔贬值



数据来源：彭博，国泰君安证券研究

图 5：美元兑印尼盾贬值

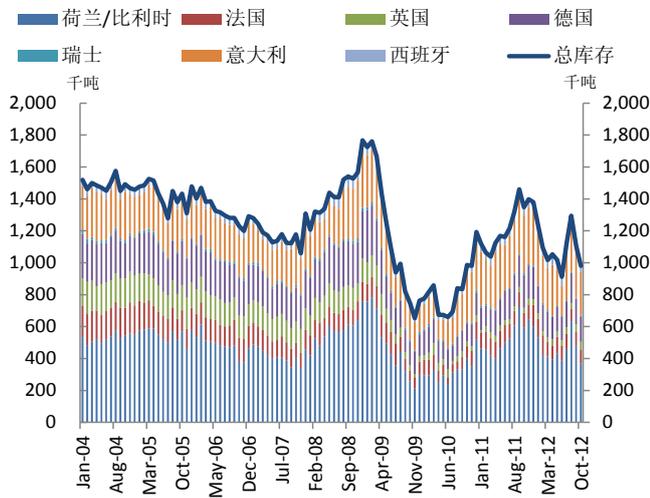


数据来源：彭博，国泰君安证券研究

其次，全球木浆库存天数处于历史低位，浆价具备上涨的基础。据 PPPC 公布最新数据显示，全球针叶浆供应持紧，2012 年 11 月份全球纸浆交

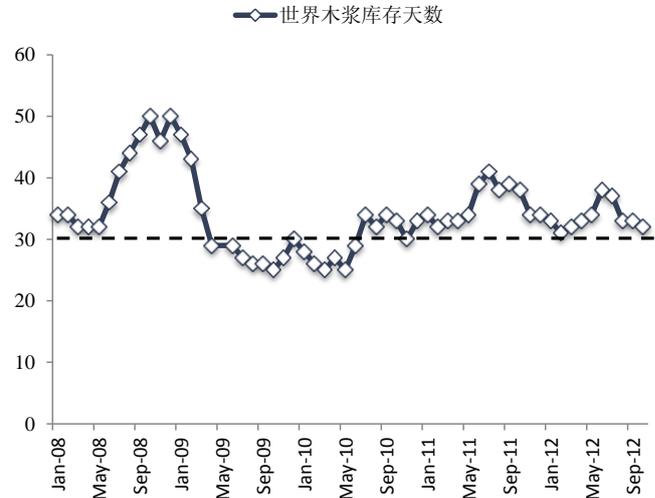
货量环比增长 3.3%至 372.2 万吨，库存天数维持 32 天，比 2011 年同期减少 5 天，其中 NBSK 库存天数为 25 天；12 年下半年以来针叶浆供应天数基本低于 30 天，显示供应趋紧。

图 6: 欧洲八国木浆库存处于历史较低水平



数据来源: Europulp, 国泰君安证券研究

图 7: 全球木浆库存天数降至 30 天左右



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

最后，从全球木浆新增产能上看，13 年全球木浆产能投放减少，供需情况有所改善。阔叶浆方面，红牛 (Eldorado) 在巴西以及斯道拉恩索与 Arauco 合资的 Montes 在乌拉圭有各 150 万吨的新增产能投放；而针叶浆仅 Ilim 有 70 万吨的新增产能。

表 1: 13 年全球木浆新增产能投放较少

浆厂	产能	投产时间	地区
Ilim	70	2013	俄罗斯
Eldorado	150	2013	巴西
Montes	150	2013	乌拉圭
Suzano	150	2013 (预计 14 年才能有效释放)	巴西

数据来源: 纸业联讯, 国泰君安证券研究

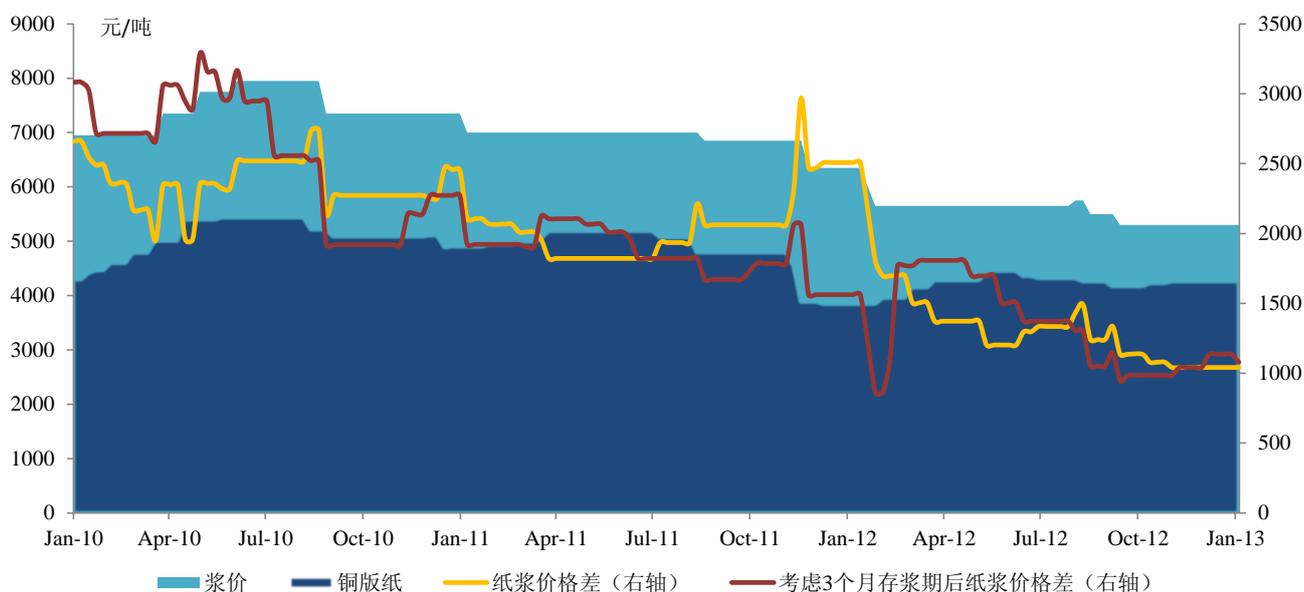
综上所述，由于目前木浆价格已经低至主要浆厂的盈亏平衡线上，浆厂出于自救的考虑具有强烈的提价意愿，加上近期全球木浆库存处于历史较低水平以及近年来全球木浆供需关系将有所改善，我们判断今年上半年国际浆价将维持缓慢复苏的趋势。更进一步，浆价的反弹仍然离不开下游纸业的需求情况，如果下游需求情况没有改善，那么浆价上涨的阻力将增大。目前国内主要纸种的需求情况也已经处于底部，不少大纸厂也处于盈亏平衡点，未来一旦国内宏观经济及出口情况有所好转，浆纸价格同涨将是大概率事件。

2. 浆价上涨，倒逼纸价跟随，改善纸业盈利能力

从过去几年的浆、纸价格互动上看，浆价倒逼纸价上涨经常发生，特别是在 08 年前后，一般浆价上涨不久纸价就会跟随，向更下游的购纸业

传导。由于大型纸厂都有 3-6 个月的库存浆周期，部分纸厂，如太阳纸业等，还拥有部分自制浆产能以自给，因此在浆价上涨周期中，纸的价格会随之上涨，而纸厂仍然使用涨价前的低价浆或者自制浆，所以纸厂的盈利能力在浆价上涨时将有所提高。

图 8: 由于纸厂的库存浆周期及自制浆锁定成本，历史上浆价上涨时纸企的盈利能力将提高（以铜版纸浆价差为例）



数据来源: Bloomberg, WIND, 国泰君安证券研究

本次浆价上次确实也引发了国内部分纸种随之涨价，如铜版纸从 12 年末至今每吨涨了 150 元左右，但总体上仍未充分反映浆价的上涨，这主要与此前下游纸业的需求情况仍未出现明显改善有关。

近两年来纸价连续下跌，主要纸厂均处于亏损或盈亏平衡状态，各厂商为了自救，纷纷“限量保价”（例如新闻纸，主要厂商已经采取限产来稳定价格，改善纸的盈利情况），因此目前经销商及下游客户的库存较少，一旦需求出现回暖的迹象，经销商有补库存的意愿，将为纸价上涨提供基础。并且，考虑到目前国内主要纸种的需求情况已经处于底部，未来一旦国内宏观经济及出口情况有所好转，纸业必将触底反弹；结合国泰君安宏观团队的观点，我们认为今年纸业景气度环比改善将是大概率事件，主要纸品价格将随国际浆价上涨而回升，相关纸企盈利能力环比改善值得期待。

3. 造纸板块首推太阳纸业，目标价 7 元，增持

- **需求复苏。**受整体经济回暖的影响，溶解浆下游粘胶短纤价格近期上涨了 1200 元/吨，幅度近 10%，由此带动其原材料溶解浆的上涨。
- **反倾销调查加大溶解浆提价力度。**2 月 6 日商务部正式对北美和巴西进口浆粕进行为期 1-1.5 年的反倾销调查。粗略估算 12 年进口溶解浆应在 150 万吨左右，而国内溶解浆总量应不超过 70 万吨。预计此期间进口的溶解浆数量会有一定的下降。这就打开了溶解浆价格上涨的想象空间。两年前溶解浆价格曾达到过 16000 元/吨以上，两年间下降了 1

万元/吨，致使大多数溶解浆企业处于亏损状态。受这两因素的影响，公司溶解浆价格在春节前已经上涨了约 500 元/吨，幅度 8%左右。公司拥有 20 万吨溶解浆产能，将大大增加 2013 年的业绩弹性。

● **造纸行业景气改善预期较为明显。**13 年造纸产能供给释放压力大幅减少，下游库存较低，并且在纸价上涨预期下，下游补库存对行业具有正面刺激作用。目前纸企限产自救行为已产生积极效果，我们认为 13 年二季度之后纸价可能具备一个相对较强的恢复性上涨动力。

● **盈利谷底回升，业绩环比有望持续改善。**造纸行业在经过长期低迷之后，在需求逐步转暖、新增供给减少情况下未来盈利将持续改善，短期内幅度虽不易把握，但其改善趋势与持续的时间确定性较强。公司吨纸盈利处于底部区域，受益于行业景气回暖，业绩环比将持续改善。

● **“增持”评级。**上调公司 12/13/14EPS 至 0.20/0.35/0.54 元。当前造纸行业景气改善预期明显，溶解浆连续提价预期将显著提升公司盈利弹性，公司作为行业内最优秀的企业，继续给予“增持”评级，目标价 7 元。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		