

造纸

报告日期：2023年04月02日

需求复苏引导周期推演，布局正当时

——行业深度报告

投资要点

我们判断造纸板块伴随需求复苏下半年会进入被动去库阶段，复盘历史大宗纸的股价表现提前一个季度表现，推荐布局护城河深厚的**太阳纸业**，顺周期弹性标的**玖龙纸业**、**山鹰国际**，关注**博汇纸业**。

□ **周期复盘：库存周期与经济周期高度关联，即将进入被动去库阶段。**

(1) 布局时点：复盘来看，造纸PPI拐点领先补库周期一个季度以上，大宗纸股价通常领先造纸PPI上行一个季度以上。本轮周期我们判断22年2月以来行业处于主动去库阶段，考虑纸企盈利改善、经济环比修复，预期23年下半年从主动去库向被动去库转化，考虑股价提前造纸PPI一个季度反映，大宗纸布局当时；**(2) 周期弹性：**需求决定库存景气周期变动、供给决定价格变动幅度。复盘历史库存周期发现，每一轮需求变化是引导库存周期方向的最关键因素，从而驱动造纸PPI景气上行；**(3) 标的选择：**大宗纸布局当时，首选护城河深厚的**太阳纸业**，弹性标的**玖龙纸业**、**山鹰国际**，关注**博汇纸业**。

□ **箱板瓦楞纸：经济敏感度最高，需求复苏催化下半年纸价上涨**

(1) 需求23年预期小幅修复，前低后高：内需预期伴随经济修复，外需考虑加息进入中后期预期承压，综合23年消费量增长预计恢复至3%（22年-1%），全年呈现前低后高趋势。**(2) 行业格局稳步集中，23年净增产能有限：**箱板纸23年新增产能集中在龙头，同时考虑22Q3以来行业压力凸显，龙头亦进入深亏状态，23年长尾产能退出有望提速，综合我们预计箱板纸、瓦楞纸23年新增产能4%、2%。**(3) 进口替代冲击有限：**本轮零关税政策落地后，进口、国内原纸价差仍不及21年水平叠加近期国废价格大幅下降，我们判断本轮进口增量难以恢复至21年水平，进口冲击有限。**(4) 纸价下半年预期修复：**综合需求供给进口变化，短期纸价由于龙头企业主动降价承压（纸价跟随原材料下行，实际盈利有好转），但展望23H2传统包装纸旺季，纸价有望重回上升通道。

□ **白卡纸：食品卡优质成长赛道，供给投放积极性高**

社会卡供给快速扩张，价格弹性有限。**(1) 需求端高景气：**白卡纸下游对大众消费品，充分受益消费复苏，此外白板纸产能退出带来白卡纸替代性需求，综合我们预计23/24/25年社会卡消费量增速为11%/9%/7%；**(2) 龙头快速扩产，开工率预期维持22年水平：**预期23-25年产能提升200/335/222万吨，23-25年开工率略有下降，社会卡纸价弹性相对有限。**食品卡24-25年具向上价格弹性。**食品卡比社会卡价格更高、波动更小、客户粘性大，产能利用率更高。食品卡下游饮料、咖啡、餐盒、液包等消费需求稳定成长，另外有以纸代塑政策带来食品卡加速渗透，预计**食品卡新增需求将超过供给增量，食品卡有向上价格弹性。**

□ **文化纸：需求稳健、供给平衡，看点在格局优化和产业链布局**

双胶纸 Q1-Q2 景气向上，中长期维持稳定。双胶纸下游需求以教材期刊为主，整体较为刚性，预计23-25年需求量年均维持1%稳定增长。**短期季节性小周期行情明确，3-5月春季教辅招标需求景气向上，叠加党建类出版订单需求支持，双胶纸价格温和提涨，行业景气上行。中长期纸价预期维持稳定，龙头稳定扩产，行业集中度上行，我们预计纸价维持相对稳定。铜版纸格局较优，供给稳定，有望充分受益经济修复。**铜版纸下游以书刊印刷、广告为主，经济关联度较高，预计23年经济需求恢复带动消费量增长，预计23-25年铜版纸需求量增长1%。供给格局看，铜版纸CR4约83%，且暂无新增产能，**经济修复有望充分转化为开工率提升，预期纸价上行弹性较大。**

□ **投资建议：推荐布局细分赛道优势龙头**

行业评级：看好(维持)

分析师：史凡可
执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师：傅嘉成
执业证书号：S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

相关报告

- 《纸浆跟踪报告：浆价趋势边际走弱，23Q1下跌确定性高一行业深度报告》 2022.11.15
- 《【浙商轻工】全球供应链扰动持续加码》 2022.05.09
- 《【浙商轻工】如何看待本轮浆系提价？220224》 2022.02.25

推荐布局**太阳纸业**（林浆纸一体化、上游资源领跑、长期稳健成长的优质白马），**玖龙纸业**（产能持续扩张、马来西亚前瞻布局浆纸资源、成品纸零关税后成本优势强化），**山鹰国际**（22年底部已现轻装上阵、23年需求复苏触底向上）、**博汇纸业**（白卡纸龙头、浆价下行&需求修复带来盈利弹性释放）。

□ **风险提示**

浆厂产能投放不及预期；进口量增长超预期；行业需求弱复苏

正文目录

1 周期复盘：即将迎来被动去库阶段，布局正当时	7
2 大宗纸：细分纸种供需格局分化，消费复苏迎纸价拐点	11
2.1 箱板瓦楞：经济敏感度最高，需求复苏催化下半年纸价上涨	12
2.2 白卡纸：食品卡优质成长赛道，供给投放积极性高	21
2.3 文化纸：需求稳健、供给平衡，看点在格局优化和产业链布局	30
3 投资建议：布局正当时，本轮优选规模优势的细分龙头	33
3.1 太阳纸业：多元化纸种布局，林浆纸一体化及区位优势显著	33
3.2 玖龙纸业：箱板瓦楞纸龙头，林浆纸一体化加速推进	35
3.3 山鹰国际：23 年轻装上阵、产能稳步扩张，造纸包装一体化布局	38
3.4 博汇纸业：23 年盈利弹性较大，白卡纸龙头格局有望进一步优化	40
4 风险提示	42

图表目录

图 1: 浆价、造纸 PPI、库存周期复盘	9
图 2: 中国 GDP 增速 (%)	9
图 3: 2005-2021 年中国造纸行业产销量及增速 (万吨, %)	9
图 4: 造纸 PPI、细分造纸龙头股价复盘	10
图 5: 库存周期中细分造纸龙头排序及相对收益率平均情况 (%)	10
图 6: 主要纸种开工率	11
图 7: 造纸产业链一览	12
图 8: 箱板瓦楞与原材料历史复盘	13
图 9: 2020 年箱板瓦楞纸需求结构 (%)	13
图 10: 2016 年箱板瓦楞下游企业出口营收占比 (%)	13
图 11: 社零总额与箱板瓦楞核心下游细分品类增速	14
图 12: 2022 箱板纸竞争格局与历史 CR4	15
图 13: 2022 瓦楞纸竞争格局与历史 CR4	15
图 14: 行业及龙头产能利用率	15
图 15: 箱板瓦楞纸社会库存 (万吨)	18
图 16: 箱板瓦楞纸社会库存天数	18
图 17: 固定资产投资完成额:造纸及纸制品业:累计同比	18
图 18: 上市龙头资本开支 (亿元)	18
图 19: 食品包装纸下游需求分布 (%)	22
图 20: 白卡纸需求分布 (%)	22
图 21: 白卡纸下游药品、烟酒、餐饮等零售额当月同比增速 (%)	23
图 22: 食品包装纸特种纸产量及增速 (万吨, %)	24
图 23: 白板纸总产量下降 (万吨)	25
图 24: 中国特种纸进口量及出口量 (万吨)	25
图 25: 白卡及白板纸进口及出口量 (万美元, 万吨)	25
图 26: 2022 年白卡纸产能分布 (%)	27
图 27: 食品卡产能分布情况 (%)	27
图 28: 博汇纸业、五洲特纸及行业产能利用率 (%)	28
图 29: 白卡纸社会库存 (万吨)	28
图 30: 社会卡龙头公司资本开支 (亿元)	29
图 31: 社会卡龙头公司 ROE (%)	29
图 32: 食品卡龙头公司资本开支 (亿元)	29
图 33: 食品卡龙头公司 ROE (%)	29
图 34: 五洲特纸与博汇纸业价格与毛利率 (元/吨, %)	30
图 35: 2022 年双胶纸需求结构 (%)	30
图 36: 双胶纸消费量 (万吨)	30
图 37: 2022 年铜板纸需求结构 (%)	31
图 38: 铜板纸消费量 (万吨)	31
图 39: 2022 年双胶纸产能格局 (%)	31
图 40: 2022 年铜版纸产能格局 (%)	31
图 41: 铜版、双胶纸社会库存 (万吨)	32
图 42: 铜版、双胶纸月度出口量 (万吨)	32

图 43:	太阳、华泰、晨鸣、岳阳林纸资本开支 (亿元)	33
图 44:	太阳、华泰、晨鸣、岳阳林纸 ROE 情况 (%)	33
图 45:	太阳纸业发展历史	34
图 46:	太阳纸业营业收入及增速 (亿元, %)	34
图 47:	太阳纸业归母净利及增速 (亿元, %)	34
图 48:	太阳纸业 PB-ROE	35
图 49:	玖龙纸业发展历史	36
图 50:	玖龙纸业营收与增速 (亿元, %)	36
图 51:	玖龙纸业利润与增速 (亿元, %)	36
图 52:	废纸系单吨净利对比 (元/吨)	36
图 53:	2022 财年收入结构 (%)	37
图 54:	截至 2022 年底产能布局 (万吨)	37
图 55:	玖龙纸业 PB-ROE	37
图 56:	山鹰国际发展历史	38
图 57:	山鹰国际营收与增速 (亿元, %)	39
图 58:	山鹰国际利润与增速 (亿元, %)	39
图 59:	2021 年山鹰国际收入结构 (%)	39
图 60:	山鹰国际截至 2022 年底产能布局 (万吨)	39
图 61:	山鹰纸业 PB-ROE	40
图 62:	博汇纸业发展历史	41
图 63:	博汇纸业营收与增速 (亿元, %)	41
图 64:	博汇纸业利润与增速 (亿元, %)	41
图 65:	2021 年博汇纸业产品收入结构 (%)	41
图 66:	博汇纸业 PB-ROE	42
表 1:	造纸库存周期复盘	9
表 2:	纸浆新增产能梳理	11
表 3:	废纸系主要细分品种消费量及生产量	12
表 4:	箱板瓦楞消费量、GDP、社零、中国出口规模增速	14
表 5:	国内箱板纸新增产能梳理	16
表 6:	国内瓦楞纸新增产能梳理	16
表 7:	东南亚包装用纸梳理	16
表 8:	箱板纸进口梳理	17
表 9:	瓦楞纸进口梳理	17
表 10:	箱板瓦楞龙头吨净利	19
表 11:	箱板瓦楞龙头 ROE	19
表 12:	不同配比制造成本对比	19
表 13:	山鹰国际产能布局	20
表 14:	玖龙纸业产能布局	20
表 15:	理文造纸产能布局	21
表 16:	箱板纸供需平衡表	21
表 17:	瓦楞纸供需平衡表	21
表 18:	社会卡与食品卡的区别	22

表 19: 社会卡、食品卡、烟卡下游需求分布	22
表 20: 限塑令以及塑料污染治理政策	24
表 21: 以纸代塑新增需求测算	24
表 22: 食品卡茶饮、咖啡、液态奶、方便面等主要下游需求增量测算	24
表 23: 富阳造纸产能腾退情况	25
表 24: 23-25 年社会卡新增消费量测算 (万吨, %)	26
表 25: 23-25 年食品卡新增消费量测算 (万吨, %)	26
表 26: 2022 年社会卡龙头产能分布 (万吨)	27
表 27: 社会卡新增产能梳理 (万吨)	27
表 28: 食品卡产能分布 (万吨)	27
表 29: 食品卡新增产能梳理 (万吨)	28
表 30: 社会卡供需平衡表	30
表 31: 2023-2025 年双胶纸新增产能情况	32
表 32: 双胶纸供需平衡表	33
表 33: 铜版纸供需平衡表	33
表 34: 太阳纸业产能规划 (万吨)	35
表 35: 玖龙纸业国内产能布局及规划 (万吨)	38
表 36: 山鹰国际国内产能布局及规划 (万吨)	40
表 37: 博汇纸业产能布局 (万吨)	42

1 周期复盘：即将迎来被动去库阶段，布局正当时

将库存周期分为4个阶段：(1) 主动补库：需求回暖库存周转加快，企业主动提高库存，营业收入增速和库存增速上升，纸企盈利首先上行，后随原材料与产成品价格浮动而变动；(2) 被动补库：行业需求回落，企业生产行为调整滞后，收入增速有所回落，库存仍在上行，但即将走到库存上行阶段尾声；(3) 主动去库：随着外部需求下降，库存周转速度降低，企业减少生产，主动降低库存水平，库存增速和收入增速均回落；(4) 被动去库：外部需求触底回升，但企业仍保持着较低生产水平，库存加速去化。企业收入增速企稳回升，库存增速下降，这是库存下降阶段的尾声。

复盘来看，造纸行业自2006年起经历5轮完整库存周期：

2006年2月至2008年11月：(1) 库存周期：本轮库存周期持续33个月，其中2006年2月-2006年12月主动去库、2006年12月-2007年8月被动去库，2007年8月-2008年2月主动补库，2008年2月-2008年11月被动补库，去库持续时长18个月，补库持续时长15个月；(2) 造纸PPI：本轮造纸PPI自2006年12月一路上行，景气峰值出现在2008年8月，造纸PPI拐点出现在主动去库向被动去库转化阶段；(3) 股价：申万造纸指数自2006年3月行情启动，股价上涨领先造纸PPI拐点9个月，最高点出现在2007年9月，区间内涨幅353%；(4) 个股涨幅：玖龙纸业上涨幅度最大，玖龙纸业相对恒生指数超额收益为165%，博汇、晨鸣、太阳相对于沪深300超额收益为108%、78%、45%。本轮造纸板块景气上行驱动因素主要为宏观经济上行。该阶段中国GDP分季度同比增速在7%-15%，平均值在12%，经济保持高速发展，带动中游制造业供需两端蓬勃成长，即使2008年全球金融危机对行业造成负面影响，中国造纸行业当年总消费量同比增速在8%以上，营业收入同比增速在20%以上。

2008年11月至2011年12月：(1) 库存周期：本轮库存周期持续37个月，其中主动去库区间在2008年11月-2009年2月、被动去库区间在2009年2月-2009年11月、主动补库区间在2009年11月-2010年2月、被动补库区间在2010年2月-2011年12月，去库持续时长12个月，补库持续时长25个月；(2) 造纸PPI：本轮造纸PPI自2009年7月（领先去库-补库拐点5个月）一路上行至2010年6月最高点，造纸PPI拐点出现在被动去库阶段；(3) 股价：申万造纸指数上行周期于2008年11月启动，股价拐点领先造纸PPI拐点8个月出现，股价最高点出现在2011年4月，区间内涨幅142%；(4) 个股涨幅：玖龙纸业上涨幅度最大，玖龙纸业相对恒生指数超额收益为425%，其次维达相对于恒生指数超额收益117%、太阳相对于沪深300超额收益为33%（发生在主动补库阶段）。2008年金融危机后全球流动性宽松，中国实施“四万亿”经济刺激政策拉动需求，国内经济强势增长，造纸行业需求旺盛，成品纸价格显著回升，本阶段国内GDP分季度同比增速在6%-12%，平均值在10%，中国造纸行业总产销量同比增速在7%-8%。

2011年12月至2015年2月：(1) 库存周期：本轮库存周期持续38个月，其中主动去库在2011年12月-2012年10月，被动去库在2012年10月-2013年10月，主动补库在2013年10月-2013年12月，被动补库在2013年12月-2015年2月，去库持续时长22个月，补库持续时长16个月；(2) 造纸PPI：本轮造纸PPI基本没有上涨，主要系产能过剩对价格形成一定制约。(3) 股价：申万造纸指数区间内最低点在2012年11月，最高点在2015年2月，区间内最大涨幅79%；(4) 个股涨幅：龙头纸企股价上涨力度较弱，玖龙纸业相对恒生指数超额收益为33%，山鹰、太阳相对沪深300超额收益28%、19%。本轮库存复苏周期、造纸PPI景气周期出现明显背离，主要“四万亿”政策强刺激后，造纸行业

扩张快速、广泛产能过剩、导致库存累积上行，但在此期间造纸 PPI 基本持平，此轮库存周期复苏节奏不同于纸价复苏节奏。

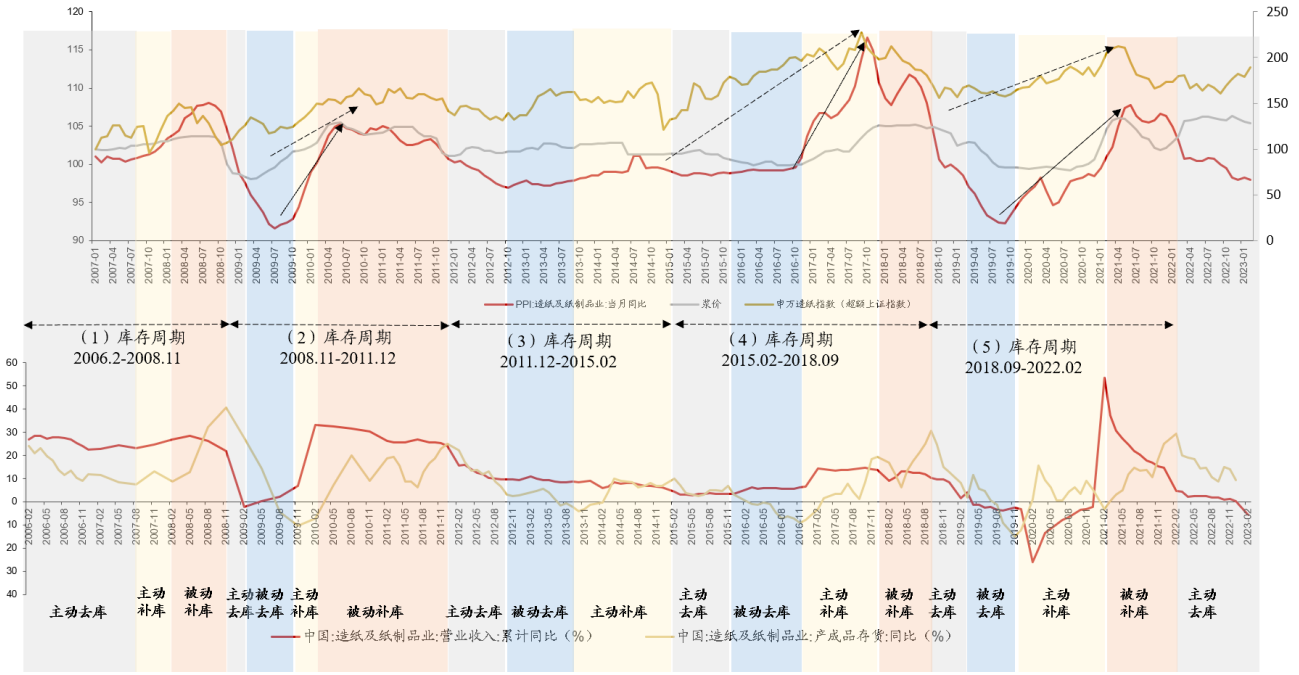
2015 年 2 月至 2018 年 9 月：(1) 库存周期：本轮库存周期持续 43 个月，其中主动去库在 2015 年 2 月-2015 年 12 月，被动去库在 2015 年 12 月-2016 年 11 月，主动补库在 2016 年 11 月-2017 年 10 月，被动补库在 2017 年 10 月-2018 年 9 月，去库持续时长 21 个月，补库持续时长 22 个月；(2) 造纸 PPI：本轮造纸 PPI 自 2015 年 2 月-2016 年 9 月基本持平，2016 年 10 月（领先去库-补库拐点 3 个月）一路上行至 2017 年 10 月；(3) 股价：申万造纸指数上行周期于 2016 年 2 月启动，股价上涨领先造纸 PPI 拐点 8 个月，最高点出现在 2017 年 9 月，区间内涨幅为 64%；(4) 个股涨幅：玖龙纸业涨幅最大，玖龙相对恒生指数超额收益为 125%，洁柔、博汇、太阳相对沪深 300 超额收益为 111%、88%、34%。本轮库存周期中房地产政策及宽松货币政策撬动国内经济增长，拉动造纸行业等中游工业制造业需求提升。此阶段中，国家环保压力提升，造纸行业供给侧改革，纸厂大量中小产能出清，行业库存触及低位后进入主动补库存阶段，纸价进入上行通道，龙头市占率提升。

2018 年 9 月至 2022 年 2 月：(1) 库存周期：本轮库存周期持续 41 个月，其中主动去库在 2018 年 9 月-2019 年 4 月，被动去库在 2019 年 4 月-2019 年 11 月，主动补库在 2019 年 11 月-2021 年 2 月，被动补库在 2021 年 2 月-2022 年 2 月，去库持续时长 14 个月，补库持续时长 27 个月；(2) 造纸 PPI：本轮造纸 PPI 上行拐点在 2019 年 9 月，领先去库-补库拐点 2 个月出现，且处于行业被动去库阶段，造纸 PPI 一路上行至 2021 年 6 月；(3) 股价：申万造纸指数上行周期于 2019 年 1 月启动，领先造纸 PPI 拐点 8 个月出现，最高点出现在 2021 年 5 月，区间内涨幅为 86%；(4) 个股涨幅：本轮博汇纸业涨幅最大，博汇纸业相对沪深 300 相对收益为 224%，主要系 APP 入股博汇，重塑白卡纸行业格局，玖龙纸业相对恒生指数涨幅为 80%，太阳相对沪深 300 涨幅为 58%。2019 年底疫情爆发后，2020 年二季度中国工业生产率先恢复，在全球供应链中承接更多需求，叠加全球主要经济体流动性宽松，2019 年下半年至 2021 年上半年国内造纸 PPI 景气上行。

结论：库存周期与经济周期高度关联，本轮即将进入被动去库阶段，进入布局期。

(1) 布局时点：复盘来看，造纸 PPI 拐点领先补库周期一个季度以上，大宗纸股价通常领先造纸 PPI 上行一个季度以上。本轮周期我们判断 22 年 2 月以来行业处于主动去库阶段，考虑纸企盈利改善、经济环比修复，预期 23 年下半年从主动去库向被动去库转化，考虑股价提前造纸 PPI 一个季度反映，大宗纸布局当时；**(2) 周期弹性：**需求决定库存景气周期变动、供给决定价格变动幅度。每一轮需求变化是引导库存周期方向的最关键因素，从而驱动造纸 PPI 景气上行，但是基于本轮供给格局分析，细分纸种表现或是相对较弱平衡状态；**(3) 标的选择：**大宗纸布局当时，首选护城河深厚的太阳纸业，弹性标的玖龙纸业、山鹰国际，关注博汇纸业等。

图1: 浆价、造纸 PPI、库存周期复盘



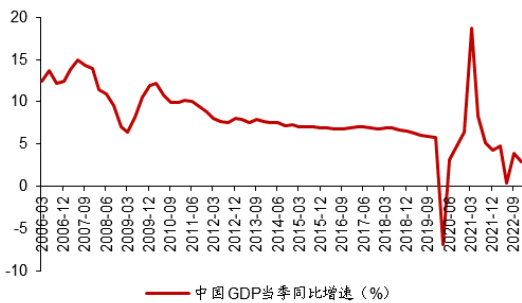
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表1: 造纸库存周期复盘

	造纸库存周期	去库存	时长(月)	补库存	时长(月)	周期总时长(月)	类型
1	2006年2月-2008年11月	2006年2月-2007年8月	18	2007年8月-2008年11月	15	33	弱周期
2	2008年11月-2011年12月	2008年11月-2009年11月	12	2009年11月-2011年12月	25	37	强周期
3	2011年12月-2015年2月	2011年12月-2013年10月	22	2013年10月-2015年2月	16	38	弱周期
4	2015年2月-2018年9月	2015年2月-2016年11月	21	2016年11月-2018年9月	22	43	强周期
5	2018年9月-2022年2月	2018年9月-2019年11月	14	2019年11月-2022年2月	27	41	强周期

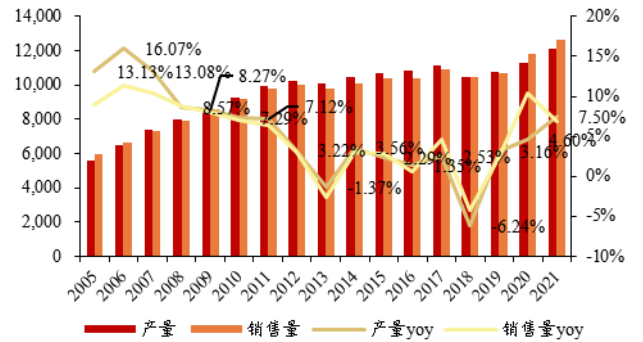
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 中国 GDP 增速 (%)



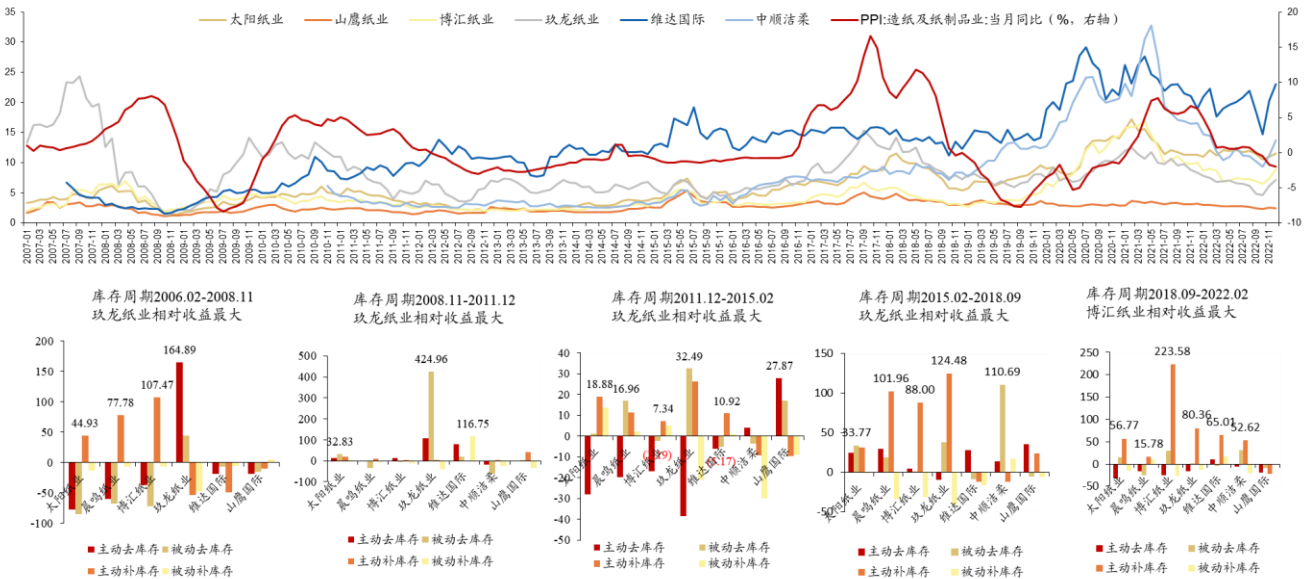
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 2005-2021 年中国造纸行业产销量及增速 (万吨, %)



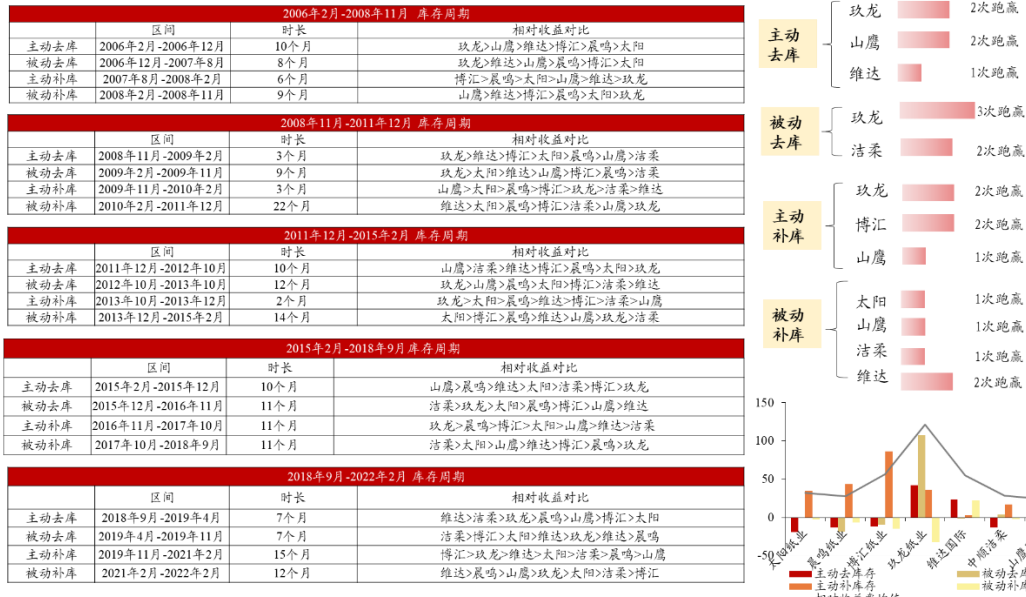
资料来源: 中国造纸业协会, 浙商证券研究所

图4：造纸 PPI、细分造纸龙头股价复盘



资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：太阳、晨鸣、博汇、洁柔、山鹰为相对沪深 300 超额收益，玖龙、维达为相对恒生指数超额收益

图5：库存周期中细分造纸龙头排序及相对收益率平均情况 (%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：太阳、晨鸣、博汇、洁柔、山鹰为相对沪深 300 超额收益，玖龙、维达为相对恒生指数超额收益

库存周期的拐点多和盈利边际变化挂钩。(1) 纸浆系：阔叶浆自 22 年底边际走弱以来阶梯式下行趋势不改，虽有智利火灾、近期芬兰罢工等消息短期扰动，但 Arauco 和 UPM 供给端新增产能投放预期明确，预计 23Q2 阔叶浆持续下跌。23Q1 文化纸、热转印、格拉辛等细分纸种相继温和提价，且部分得到落地，考虑 2-3 个月浆库存，预计特种纸、文化纸等浆系原纸在 Q2 吨盈利显著改善。(2) 废纸系：箱板瓦楞纸方面，国废和废纸下跌为主、成本下跌幅度大于纸价下跌幅度，龙头联合压价应对进口纸冲击，玖龙、山鹰 23Q2 单吨盈利同样预期改善。考虑纸企盈利 Q2 边际扩张，主动去库阶段接近尾声，叠

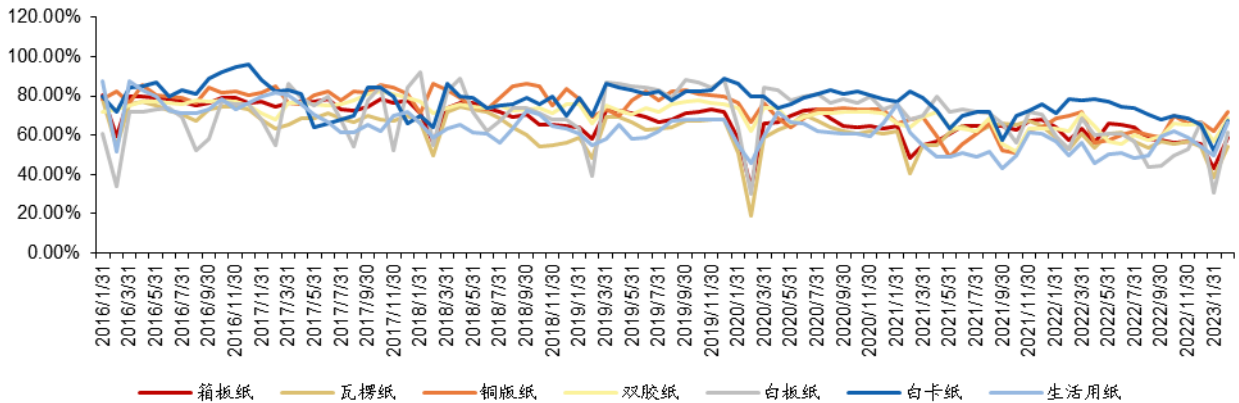
加下半年旺季复苏拉动行业进入被动去库，当下大宗纸龙头已经迎来布局时点，建议左侧开始布局。

表2: 纸浆新增产能梳理

年份	国家	集团	产能/万吨	浆种	预计时间	2021年纸浆新增产能/万吨	2022年纸浆新增产能/万吨	2023年纸浆新增产能/万吨	2024年纸浆新增产能/万吨
2021	芬兰	斯道拉恩索	15	本色浆	21Q1	15			
	巴西	Bracell	160	阔叶浆	21Q4	160			
	美国	Domtar	15	本色浆	21Q1	22			
	美国	Resolute	-22	针叶浆	22Q1		-22		
	美国	Resolute	-10	阔叶/针叶浆	22Q1		-10		
2022	中国	亚太森博	-20	阔叶浆	22Q1		-20		
	智利	Arauco	-29	阔叶浆	22Q1		-29		
	芬兰	斯道拉恩索	63	阔叶/针叶浆	22Q1		63		
	中国	亚太森博	-10	阔叶/针叶浆	22Q4		-10		
	智利	Arauco	156	阔叶浆	22Q4-23Q1			156	
	巴西	LD Celulose	50	溶解浆	22Q3		50		
	乌拉圭	UPM	210	阔叶浆	23Q1			210	
	中国	联盛	10	阔叶浆	2023年			10	
	越南	VNT19	35	阔叶浆	23Q4			35	
	巴西	CMPC	35	阔叶浆	23Q4			35	
2023	芬兰	Metsa Fiber	88	针叶浆	23Q3			88	
	2024	巴西	Suzano	230	阔叶浆	23Q4-24Q1			230
2025	巴拉圭	Paracel	180	阔叶浆	2025年				180
其他	巴西	Eldorado	230	阔叶浆	尚未确定				
	巴西	Euca Energy	210	阔叶浆	尚未确定				
23年后合计新增产能			1434			197	22	534	230

资料来源: RISI, 浙商证券研究所

图6: 主要纸种开工率



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

2 大宗纸: 细分纸种供需格局分化, 消费复苏迎纸价拐点

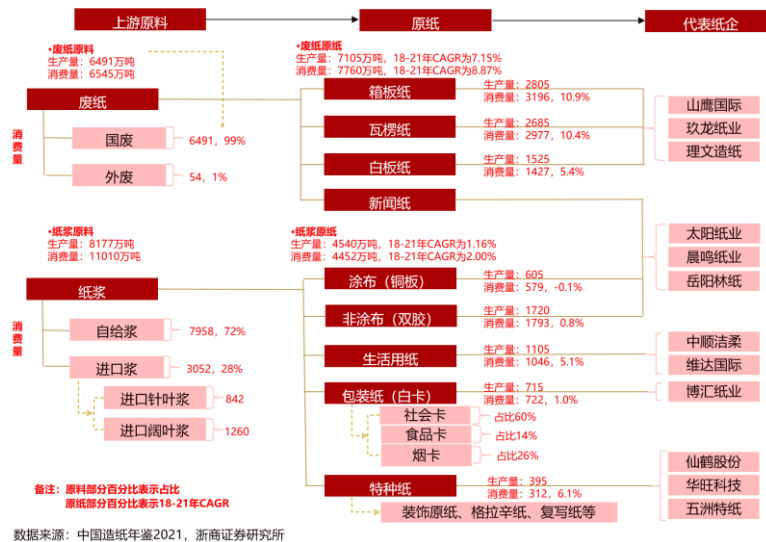
具体来看, 细分纸种本轮供需多是弱平衡的状态:

- (1) 文化用纸: 2021年双胶纸生产量1720万吨, 消费量1793万吨, 文化纸消费基本保持稳定; 铜版/双胶纸用于书刊、杂志的印刷需求, 文化纸龙头主要为太阳纸业、晨鸣纸业等;
- (2) 白卡纸: 2021年白卡纸生产量715万吨, 消费量722万吨, 18-21年消费量CAGR为1.0%; 铜版纸生产量605万吨, 消费量579万吨, 白卡纸主要用于各种食品、药品、烟酒、服装化妆品等多种消费品包装, 白卡纸龙头主要包括博汇纸业;
- (3) 生活用纸: 2021年生活纸生产量1105万吨, 消费量1046万吨, 18-21年CAGR为5.1%。生活用

纸指各类卫生擦拭用纸，生活纸龙头主要有中顺洁柔、维达国际等；(4)特种纸：特种纸是各种根据下游客户特殊需求定制生产的纸张，特种纸龙头有仙鹤股份、华旺科技等。

(5)箱板瓦楞纸：箱板瓦楞纸主要供给下游各行各业的包装需求；2021年箱板纸生产量2805万吨，消费量3196万吨，18-21年消费量CAGR为10.9%，瓦楞纸生产量2685万吨，消费量2977万吨，18-21年消费量CAGR为10.4%。目前国内废纸系龙头主要包括玖龙纸业、理文造纸、山鹰纸业、华泰纸业等。

图7：造纸产业链一览



资料来源：《2021年中国造纸业协会年鉴》，浙商证券研究所

2.1 箱板瓦楞：经济敏感度最高，需求复苏催化下半年纸价上涨

我国箱板瓦楞纸2021年总消费量6173万吨，拆分看箱板纸3196万吨，16-21年消费量CAGR 6.2%；瓦楞纸2977万吨，16-21年消费量CAGR 5.6%。箱板瓦楞的消费与社零增速相关性高，且消费量增速较社会消费增速斜率更大，对于社会消费复苏敏感度较高。

表3：废纸系主要细分品种消费量及生产量

细分纸种 (万吨)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	16-21CAGR
箱板纸	消费量	2364	2510	2345	2403	2837	6.22%
	yoy	2.92%	6.18%	-6.57%	2.47%	18.06%	12.65%
	生产量	2305	2385	2145	2190	2440	2805
	yoy	2.67%	3.47%	-10.06%	2.10%	11.42%	14.96%
瓦楞纸	消费量	2271	2396	2213	2374	2776	5.56%
	yoy	1.93%	5.50%	-7.64%	7.28%	16.93%	7.24%
	生产量	2270	2335	2105	2220	2390	2685
	yoy	2.02%	2.86%	-9.85%	5.46%	7.66%	12.34%

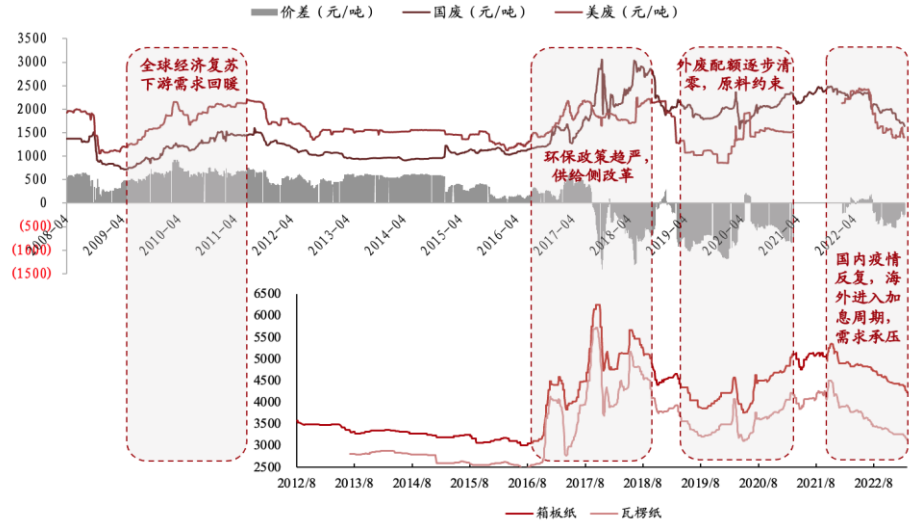
资料来源：造纸业协会，浙商证券研究所

1、需求：国内经济复苏趋势明确，海外或有压力

复盘箱板瓦楞纸价格周期，本轮关注需求改善。2017-2019年：环保政策趋严，供给侧改革。环保政策陆续落地，排污许可证核发限制、固废进口限制等多重政策加速落后中小产能出清，供给收紧下纸价抬升。2019-2021年：原材料约束，行业格局向龙头集中。外废逐步清退，原材料供给产生缺口龙头依托较早的海外废纸浆厂布局赢得成本、原材料质量

双重优势，份额进一步向龙头集中，纸价进入上行区间。**2022年至今：国内疫情反复，海外进入加息周期，需求压力凸显。**对应箱板纸/瓦楞纸/白板纸价格从22年初4897/3884/4856元/吨下降至22年底4425/3259/4106元/吨，分别下降9.6%/16.1%/15.4%。

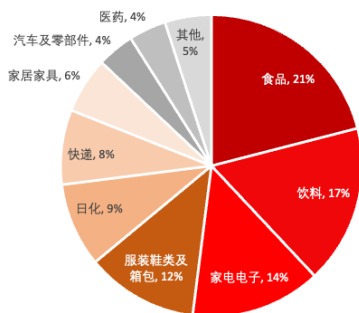
图8：箱板瓦楞与原材料历史复盘



资料来源：Wind，浙商证券研究所

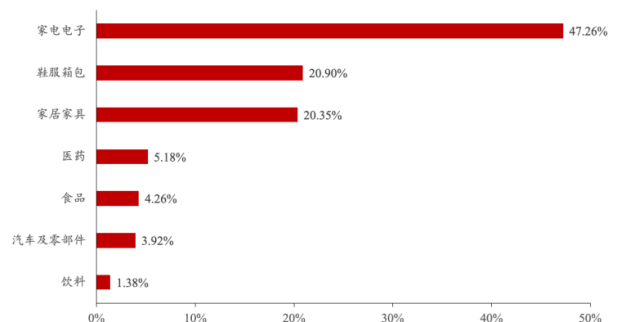
箱板瓦楞纸需求以内销为主，外销跟随包装物出口，预计占国内总消费量20%。1) **内销：**下游需求较为分散主要包括食品饮料、家电电子、服饰箱包、日化、快递等，其中食品饮料占比最大达38%。22年受疫情影响，需求压力明显。2) **外销：**主要跟随包装物出口，我们根据国家统计局规模以上企业出口营收占比测算间接出口占国内消费量的14%，通过核心品类出口规模与纸包装预计价值量占比测算间接出口占国内消费量约21%，综合预计通过包装物间接出口的比例在15%-20%之间，直接出口占比较小。

图9：2020年箱板瓦楞纸需求结构（%）



资料来源：观研天下，浙商证券研究所

图10：2016年箱板瓦楞下游企业出口营收占比（%）

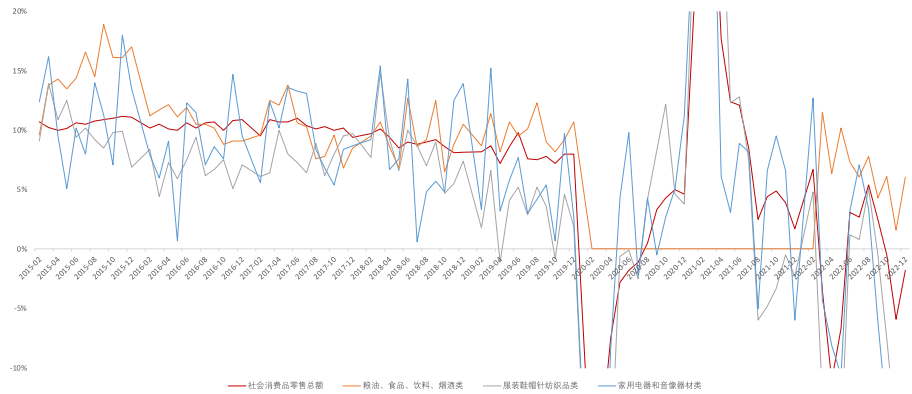


资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

预期23年需求修复，24年有望进一步提速。国内：22年疫情反复箱板瓦楞下游国内社零消费承压，综合全年下降0.2%，疫情前15-19年分别10.7%/10.4%/10.2%/9.0%/8.0%，而20-21年分别为-3.9%/+12.5%。展望23年，疫后经济修复（1-2月社零已有一定显现），

我国 GDP 增长目标设定在 5%，相比 22 年 (+3%) 修复趋势较为明确。海外：20H2-22H1 年我国疫情管控良好，全产业链优势凸显叠加海外发放消费券，我国出口景气度上行，22 年海外进入加息周期，22H2 出口承压，23 年进入加息周期后期，预计海外需求将进一步下行，1-2 月我国出口同比+0.9%（人民币计价）。

图11：社零总额与箱板瓦楞核心下游细分品类增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

综合考虑社零下半年修复与海外出口承压，我们预计 23 年箱板瓦楞消费量增速 3%，24 年有望迎来全年维度消费修复与出口边际企稳，预计 24 年消费量增速将上行至 4.5%，对应 24 年箱板瓦楞总消费量达 6464.6 万吨。

表4：箱板瓦楞消费量、GDP、社零、中国出口规模增速

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
箱板瓦楞纸	消费量 (万吨)	4635	4906	4558	4777	5613	6173	6006	6186	6465
	yoy	2.43%	5.85%	-7.09%	4.80%	17.50%	9.98%	-2.70%	3%	5%
GDP	yoy	6.85%	6.95%	6.75%	6.00%	2.20%	8.40%	3.00%	5%	5%
	社零	10.40%	10.20%	8.98%	8.00%	-3.90%	12.50%	-0.20%	8%	8%
出口 (人民币计价)	yoy	-1.95%	10.76%	7.06%	5.02%	4.01%	20.99%	10.49%	0%	0%
	yoy	1.93%	5.50%	-7.64%	7.28%	16.93%	7.24%			
生产量	2270	2335	2105	2220	2390	2685			3.42%	
	yoy	2.02%	2.86%	-9.85%	5.46%	7.66%	12.34%			
消费量	1265	1299	1219	1277	1373	1427			2.44%	
	yoy	-2.62%	2.69%	-6.16%	4.76%	7.52%	3.93%			
白板纸	生产量	1405	1430	1335	1410	1490	1525			1.65%
	yoy	0.36%	1.78%	-6.64%	5.62%	5.67%	2.35%			

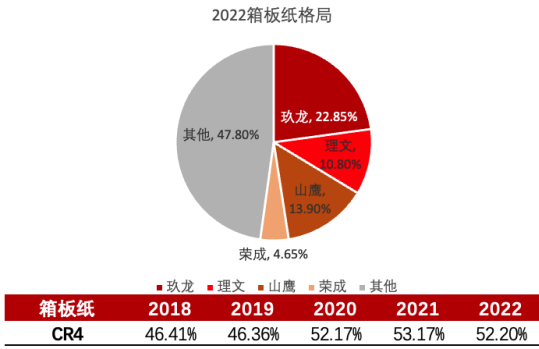
资料来源：造纸业协会，卓创，浙商证券研究所

注：22 年箱板瓦楞消费量增速源于卓创数据，绝对值为推算值

2、供给：产能格局逐步集中，零关税政策进口冲击有限

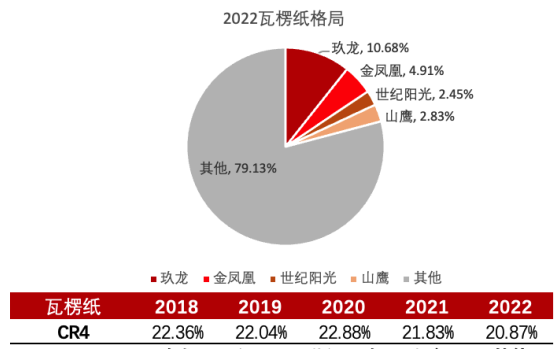
20 年环保政策落地加速行业格局集中，当前箱板产能集中度优于瓦楞。根据卓创数据，截至 22 年国内箱板瓦楞总产能 7666 万吨 (yoy+4.6%)，其中箱板纸 4202 万吨，瓦楞纸 3464 万吨。格局来看箱板纸 20 年随着废纸清零政策实施龙头企业竞争优势凸显，行业加速集中，箱板纸 CR4 22 年约 52.2%，其中龙头包括玖龙、理文、山鹰等，市占率分别为 23%/11%/14%；瓦楞纸 CR4 20.9%，低行业门槛影响份额提升。

图12: 2022 箱板纸竞争格局与历史 CR4



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

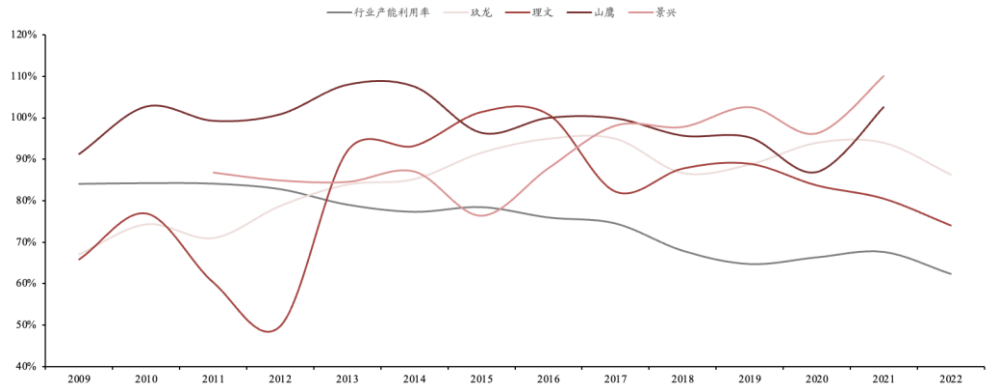
图13: 2022 瓦楞纸竞争格局与历史 CR4



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

龙头优势显著，开工率大幅优于行业。上一轮周期中龙头企业的产能利用率较行业平均基本持平。16年供给侧改革以来虽然产业的表现产能仍然客观、但产能利用率逐渐走低（中小灰色产能出清导致有效供给缩减）；龙头企业底部利润抬升、趋势洗牌，产能利用率持续提升至90%以上水平，市场份额实质加速向龙头企业集中。

图14: 行业及龙头产能利用率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

产能规划丰富，行业格局走向稳步集中。从后续投产预期看，箱板纸预计23-25年分别新增产能287/130/150万吨，考虑长尾企业产能退出，对应23-25年产能净增长4%/1%/2%。其中上市龙头投产占比69%，玖龙、山鹰、太阳分别新增200/117/100万吨，行业格局持续走向集中。瓦楞纸预计23-25年分别新增产能175/225/180万吨，对应23-25年产能净增长2%/4%/4%。其中玖龙、山鹰分别新增60/220万吨，合计占比48%，相比当前较分散格局集中趋势显著。

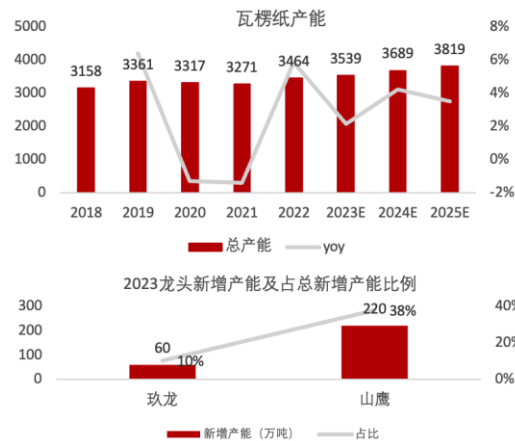
表5: 国内箱板纸新增产能梳理



年份	企业名称	产品	年产能(万吨)	时间	地点
2023年	山鹰纸业	绿色环保高档包装纸	77	2023年2月	浙江嘉兴
	玖龙纸业	高档牛卡纸	80	2023Q4	广西北海
	玖龙纸业	高档牛卡纸	30	2023Q4	广西北海
	太阳纸业	高档包装纸	100	23年下半年	广西南宁一期项目
			23年合计	287	
2024年	玖龙纸业	高档牛卡纸	60	2024Q4	湖北荆州
	玖龙纸业	高档牛卡纸	30	2024Q4	广西北海
	山鹰纸业	箱板纸	40	2024-2025年	吉林扶余
			24年合计	130	
2025年	河南金田纸业	箱板纸	60	2024-2025年	河南商水
	山鹰纸业	箱板纸P26	49	待定	湖北荆州
	山鹰纸业	箱板纸P25	44	待定	湖北荆州
	山东丰源	箱板纸	90	2024-2025年	山东枣庄
	太阳纸业	箱板纸	120	待定	广西南宁二期项目
			25年合计	150	

资料来源: 隆众资讯, 中纸联, 浙商证券研究所

表6: 国内瓦楞纸新增产能梳理



年份	企业名称	产品	年产能(万吨)	时间	地点
2023年	湖北荣成再生科技	瓦楞纸	35	预计2023年投产	湖北荆州
	四川华侨凤凰纸业	瓦楞纸	40	预计2023年投产	四川德阳
	武汉金凤凰纸业	瓦楞纸	70	20231Q	湖北孝感
	山东仁丰	瓦楞纸	30	预计2023年四季度投产	山东
			23年合计	175	
2024年	玖龙纸业(湖北)	瓦楞纸	60	荆州二期, 预计2024年四季度投产	湖北监利
	辽宁荣耀纸业	瓦楞纸	20	预计2024年投产	辽宁鞍山
	白山市琦祥纸业	瓦楞纸	25	预计2024年投产	市
	山鹰宿州纸业	瓦楞纸	80	预计2024-2025年投产	安徽宿州
	河南金田纸业	瓦楞纸	40	预计2024-2025年投产	河南周口
			24年合计	225	
2025年	山鹰纸业(吉林)	瓦楞纸	60	预计2024-2025年投产	吉林
	山鹰宿州纸业	瓦楞纸	80	预计2024-2025年投产	安徽宿州
	河南金田纸业	瓦楞纸	40	预计2024-2025年投产	河南周口
			25年合计	180	

资料来源: 隆众资讯, 中纸联, 浙商证券研究所

东南亚产销相对均衡, 零关税后进口增量影响有限。我国进口箱板瓦楞纸主要源于东南亚, 而从东南亚产销结构看, 截至21年除越南、马来西亚产能富余, 产销比分别达132%/119%, 印度、印尼、日本等国产量已低于消费量(计算方式为产量+进口-出口, 反应国内消费)。

表7: 东南亚包装用纸梳理

类别	国家	产量(万吨)				消费量(万吨)				产消比(%)			
		2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
包装纸及卡纸	印度	1001	1001	1001	1001	975	984	922	851	97.50%	98.30%	92.20%	85.00%
	印尼	570	570	570	570	524	542	428	486	91.80%	95.10%	75.00%	85.20%
	日本	1228	1216	1185	1247	1173	1168	1096	1139	95.50%	96.00%	92.60%	91.40%
	马来西亚	111	111	111	111	192	185	183	132	172.90%	167.00%	165.00%	118.70%
	韩国	718	734	773	773	675	662	697	731	93.90%	90.20%	90.20%	94.70%
	俄罗斯	590	596	621	621	528	545	499	499	89.50%	91.40%	80.40%	80.40%
	越南	64	64	64	64	122	101	52	84	192.50%	159.60%	82.50%	131.80%

资料来源: 联合国粮农组织, 浙商证券研究所

取消关税后，国内外箱板瓦楞价差不及 21 年水平。从历史我国进口量看，2020 年随着进口固体废物清零，国内对于海外长纤维高端箱板瓦楞纸进口需求大幅增加，21-22 年受疫情拖累，消费承压海内外箱板瓦楞价差逐步缩小，进口量略有下滑。2023 年 1 月 1 日零关税进口政策正式施行，具体方案为除牛皮箱板纸、新闻纸之外，其他主要纸种免进口税（原先为 5%-6%）。基于 22 年 12 月数据，取消关税后箱板/瓦楞纸国内外吨价差分别扩张至 780 元/吨与 507 元/吨，皆处于 21-22 年区间中。综合考虑，价差区间与东南亚产销结构，我们预计 23 年东南亚低价再生箱板瓦楞的进口量有所提升，但难以达到 21 年水平。综合预计 23 年箱板/瓦楞纸总进口增量预计在 100 万吨左右。

表8: 箱板纸进口梳理

箱板纸	2018	2019	2020	2021	2022	22M10	22M11	22M12	
进口量 (万吨)	205.51	220.00	406.50	394.13	359.57	30.47	39.19	38.99	取消关税后价差 (基于12月数据)
yoy		7.0%	84.8%	-3.0%	-8.8%	9.41%	3.30%	18.71%	
进口均价 (美元/吨) (不含税)	679	555	459	600	627	577	535	522	
人民币均价 (元/吨) (不含税)	4490	3828	3170	3868	4212	4110	3833	3646	
人民币均价 (元/吨) (含税)	4737	4039	3345	4081	4443	4336	4044	3846	
国内箱板纸均价 (元/吨)	5008	4184	4330	5044	4723	4570	4457	4425	
国内均价-进口含税均价	271	146	986	962	280	234	413	579	780

资料来源: 海关总署, 卓创资讯, 浙商证券研究所

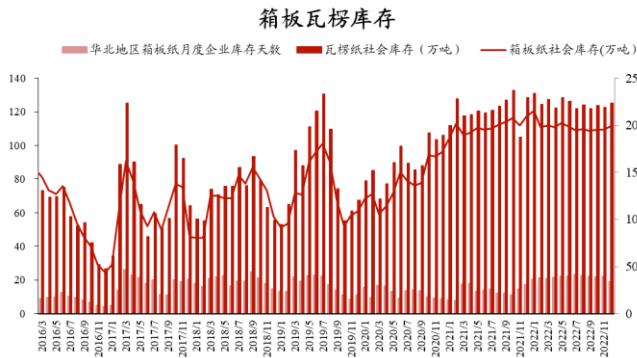
表9: 瓦楞纸进口梳理

瓦楞纸	2018	2019	2020	2021	2022	22M10	22M11	22M12	
进口量 (万吨)	117.42	157.42	396.67	302.47	242.99	20.91	24.16	23.06	取消关税后价差 (基于12月数据)
yoy		34.1%	152.0%	-23.7%	-19.7%	-9.23%	-25.44%	3.88%	
进口均价 (美元/吨) (不含税)	487	382	360	492	498	430	394	394	
人民币均价 (元/吨) (不含税)	3220	2634	2486	3175	3347	3065	2823	2754	
人民币均价 (元/吨) (含税)	3397	2778	2623	3350	3531	3233	2979	2906	
国内瓦楞纸均价 (元/吨)	4322	3481	3550	4122	3583	3397	3318	3261	
国内均价-进口含税均价	925	703	928	772	53	164	339	355	507

资料来源: 海关总署, 卓创资讯, 浙商证券研究所

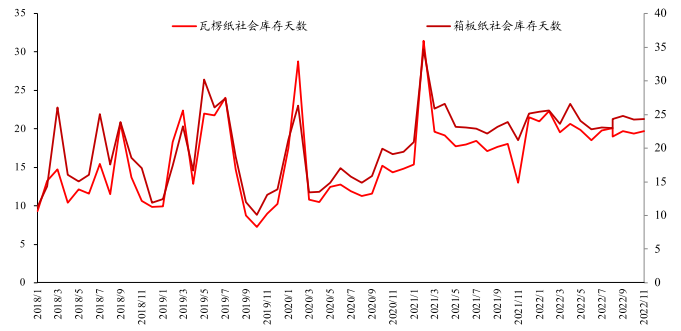
库存略有消化，库存天数处于历史中上游水平。截至 2023 年 2 月，箱板瓦楞纸社会库存分别为 193.52/121.32 万吨，同比下降 2.3%/2.4%，库存有序消化中，绝对值仍处历史高位。但考虑消费量历史增长，我们以卓创月度消费与月度库存数据计算社会面库存天数，截至 23 年 2 月，箱板/瓦楞社会面库存天数分别为 24.29/19.75 天，位于历史 58%/56%分位（计算区间为 18 年至今）。企业面看，以华北地区为例，截至 23 年 2 月箱板瓦楞纸库存天数分别为 17.37/19.92 天，分别处于历史 56%/72%历史分位数。

图15: 箱板瓦楞纸社会库存(万吨)



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

图16: 箱板瓦楞纸社会库存天数

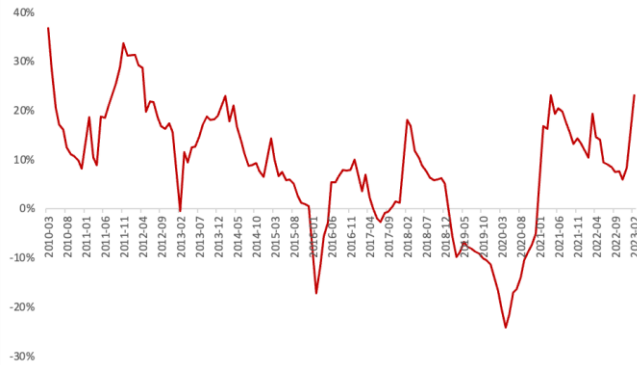


资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

3、格局: 国内纤维资源卡位, 龙头话语权提升

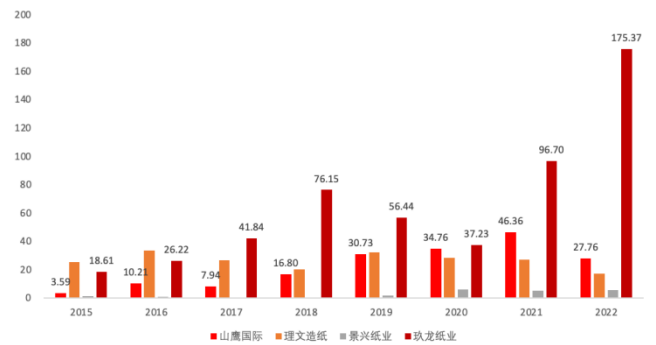
行业进入新一轮扩张周期, 龙头中玖龙、山鹰资本开支领先行业。疫后复苏, 造纸行业进入新一轮扩张周期, 截至2023年2月, 造纸及纸制品业固定资产投资累计同比增长23.1% (21年同期+10.4%, 22年全年累计同比8.3%), 环比同比均提速。从箱板瓦楞龙头资本开支看, 玖龙、山鹰资本支出大幅领先其他上市龙头, 玖龙近两年开始大规模扩张, 也说明龙头企业成长属性较强。

图17: 固定资产投资完成额:造纸及纸制品业:累计同比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图18: 上市龙头资本开支(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 2022年山鹰、景兴为Q1-Q3数据, 理文为22H1数据

盈利能力触底 Q1 修复, 3月龙头盈利预期转正。22年国内疫情反复, 海外进入加息周期, 需求承压, 国内箱板瓦楞纸消费量进入负增长, 叠加龙头持续扩张, 纸价及原材料持续下行, 龙头吨净利降至历史低位, 22年玖龙、山鹰、理文吨净利分别为-54/-123/195元, 对应行业中长尾厂商进入深亏状态。23年以来由于进口零关税政策影响, 龙头企业协同降低国废收购价格, 对应降低成品纸价格, 提升国内纸制品竞争力, 从行业看1-2月箱板瓦楞周度毛利率受进口纸冲击有明显下行, 但随着需求修复, 国废价格逐步降低, 国产纸响应度高、性价比逐步提升优势显现, 国产纸需求开始企稳, 纸价降幅低于国废价格, 对应行业进入3月后盈利能力预计部分实现转正。

从 ROE 维度看，22 年龙头股东收益率亦创历史新低，主要系吨纸盈利下滑，从龙头横向对比看，理文纸种结构优秀，高端箱板占比高，单吨盈利较好对应 ROE 水平亦较高，山鹰持续优化纸种结构，底层 ROE 水平亦逐步上行。

表10: 箱板瓦楞龙头吨净利

吨净利 (元/吨)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
玖龙纸业	83	202	557	407	257	355	360	-54
山鹰国际	69	97	569	696	286	267	260	-123
理文造纸	429	508	913	797	514	567	493	195
景兴纸业	11	260	494	252	136	245	308	/

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

注: 玖龙为还原的自然年数据

表11: 箱板瓦楞龙头 ROE

ROE	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2022Q1-Q3
玖龙纸业	4.07%	9.78%	20.48%	15.75%	9.87%	13.48%	12.33%	-1.94%	-
山鹰国际	3.42%	4.21%	19.43%	24.31%	9.45%	8.86%	9.18%	-	0.35%
理文造纸	13.53%	17.02%	23.00%	21.09%	13.80%	13.51%	10.10%	3.82%	-
景兴纸业	0.40%	9.71%	16.55%	7.96%	4.32%	6.55%	8.12%	-	2.14%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

国废价格走低，本轮龙头核心竞争力出现变化，国内配套浆线提供成本优势。外废进口政策历史从无限制到配额制并逐步清零的过程中，国废使用量持续提升，国废外废价差大幅扩大，上一轮周期中龙头通过在海外布局再生浆获取生产制造的**成本优势**，海外优质纤维自给率为**核心优势**。

2022 年以来国废价格大幅下行，截至 3 月 17 日下跌至 1510 元/吨，国废外废价差大幅缩小，而龙头也逐步形成了以化机浆、半化学浆、竹浆补充由于外废缺失而减少的优质纤维的能力。我们以 60%自建外废浆+40%国废与 10%外购化机浆+85%国废+5%木粉两种配方测算制造成本。**当前国废价格下，自建外废浆生产相比外购化机浆等材料的生产方式已不具备成本优势，龙头本轮核心竞争力在于国内配套浆线、木质纤维布局或东南亚本地原纸生产线布局。**

表12: 不同配比制造成本对比

单位: 元/吨	
国废价格	1510
外废价格	1360
内外废价差 (已含税)	150
化机浆市场价格	5225
自建废纸浆价格	2108
桉木	964
高端箱板纸配比1: 60%自建外废浆+40%国废	1868.8
高端箱板纸配比2: 10%化机浆+85%国废+5%木粉	1854

资料来源: 造纸业协会, 卓创, 浙商证券研究所

注: 美元人民币汇率 1:6.8

山鹰国际：产能稳步扩张，23年浆线布局成果陆续显现。截至22年，公司国内拥有造纸产能705万吨（箱瓦纸695万吨，特种纸10万吨），浆产能10万吨（广东山鹰22年底投产）；海外拥有造纸产能58万吨（特种纸28万吨，文化纸30万吨），浆产能141万吨（再生浆110万吨，化学浆31万吨，化学浆为北欧及凤凰纸业的配套线）。展望23年公司造纸产能预计新增箱瓦纸107万吨（分别为吉林基地30万吨产能以及浙江基地77万吨产能），箱瓦纸总产能达802万吨（较22年+15%），同时全国五大基地将分别新增10万吨木浆产能，假设公司箱板纸比例与玖龙22年一致，单吨消耗0.15吨木浆，对应23年底公司自有木浆线对箱板纸生产的自给率约67%。

表13：山鹰国际产能布局

万吨		纸种	22年产能	23年规划产能	23年底产能
国内	造纸产能	箱瓦纸	695	107	802
		特种纸	10	/	10
	制浆产能	木浆	10	50	60
国外	造纸产能	特种纸	28	/	28
		文化纸	30	/	39
	制浆产能	木浆	31	/	31
		再生浆	110	/	41

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

玖龙纸业：浆线布局完善，纸浆一体化加速推进。截至22年底公司箱板瓦楞纸产能1368万吨，预计23年新增产能235万吨，23年底总产能达1603万吨。从木浆产能看，玖龙木浆产能布局更完善，22年拥有木浆产能255万吨，测算对应22年公司自有木浆线对箱板纸生产的自给率约达到40%。展望23年，公司木浆产能持续扩张，此外木纤维23Q1开始大规模投产，进一步提升箱板瓦楞纸中木粉等灰分自给，对应23年公司自有木浆线有望实现对箱板纸生产的完全自给，此外木纤维也将实现自产，进一步提升单吨盈利能力与行业领先优势。

表14：玖龙纸业产能布局

万吨	纸种/浆种	22年产能	23年规划产能	23年底产能
造纸产能	箱板纸	1028	205	1233
	瓦楞纸	340	30	370
	灰底白板	260	/	260
	白卡纸	114	/	114
	文化纸	110	55	165
	特种纸	25	/	25
合计		1877		2167
制浆产能	木浆	185	222	407
	再生浆	70	60	130
合计		255		537
木纤维		/	206	206
美国浆纸		130	/	130

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

理文造纸：23年木浆产能加速释放，自给率稳步提升。22年公司拥有723万吨箱瓦纸、25万吨木浆、99.5万吨卫生纸产能。23年公司新增箱瓦纸产能35万吨，对应年底箱瓦纸产能758万吨（较22年+4.8%），此外新增木浆产能95万吨，届时将满足卫生纸生产需求，假设箱板纸占比与玖龙22年一致（75%），对应23年底公司箱板纸自给率约30%。

表15: 理文造纸产能布局

万吨	纸种/浆种	22年产能	23年规划产能	23年底产能
造纸产能	箱瓦纸	723	35	758
	卫生纸	99.5	/	99.5
合计		822.5		857.5
制浆产能	木浆	25	95	120

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4、结论: 供需紧平衡, 龙头话语权中期提升

供需紧平衡, 下半年旺季有望提价。考虑 23 年 GDP 增长提速、疫后消费复苏, 社零有望重回稳健成长, 出口呈现前高后低, 综合全年消费量相比 22 年转正同比预期 3%, 全年呈现前低后高趋势对应下半年旺季有望实现提价。产能维度考虑行业从 22Q3 开始压力加速显现, 截至 23Q1 行业龙头仍亏损, 预计 23 年行业长尾产能将加速退出。综合全年箱板纸产能维持 22 年水平, 瓦楞纸低个位数成长。此外考虑行业上下游库存已降低至合理水平, 综合全年行业产能利用率相比 22 年将有所提升, 行业有望从 23H2 开始迎来持续一年以上景气周期。短期看, 由于进口零关税影响, 龙头企业主动降价 (纸价跟随原材料下行, 实际盈利有好转), 目前国产纸优势已较为明显, 23H2 进入旺季后纸价有望回到上升通道。

本轮推荐木浆自给率较高的龙头企业。由于国废价格大幅下行, 海外建设外废浆进口国内生产模式经济效应已较低, 本轮龙头已开始加速木浆建设实现国废+自建木浆生产高端箱板纸。预期本轮龙头由于浆线建设, 相比中小厂优势将更为明显, 龙头话语权中期提升。从 23 年维度看, 推荐产能扩张较好以及木浆自给率较高的龙头企业, 对应纸价回升周期有望实现收入和利润端超额兑现, 推荐**玖龙纸业**、**山鹰纸业**。

表16: 箱板纸供需平衡表

箱板纸 (万吨)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
产能	3564	3762	3990	4055	4202	4389	4469	4569
yoy		6%	6%	2%	4%	4%	2%	2%
产量	2479	2503	2695	2769	2692.3	2759	2901	2999
yoy		1%	8%	3%	-3%	2%	5%	6%
开工率	70%	67%	68%	68%	64%	63%	65%	66%
进口量	207	220	407	394	360	390	390	390
出口量	7	7	7	8	11	9	9	9
消费量	2649	2730	3013	3074	3049	3140	3282	3380
yoy		3%	10%	2%	-1%	3%	5%	3%
消费量/产能	74%	73%	76%	76%	73%	72%	73%	74%
停产产能		47	105	138	20	100	50	50
新增产能					285	287	130	150

资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

表17: 瓦楞纸供需平衡表

瓦楞纸 (万吨)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总产能	3158	3361	3317	3271	3464	3539	3689	3819
yoy		6%	-1%	-1%	6%	2%	4%	4%
产量	2001	2107	2152	2187	2087	2111	2221	2297
yoy		5%	2%	2%	-5%	1%	5%	6%
开工率	63%	63%	65%	67%	60%	60%	60%	60%
进口量	117	157	397	302	243	300	300	300
出口量	5	5	5	5	4	10	12	13
消费量	2134	2253	2489	2455	2331	2401	2509	2584
yoy		6%	10%	-1%	-5%	3%	5%	3%
消费量/产能	68%	67%	75%	75%	67%	68%	68%	68%
停产产能			97	115	37	100	75	50
新增产能					90	175	225	180

资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

2.2 白卡纸: 食品卡优质成长赛道, 供给投放积极性高

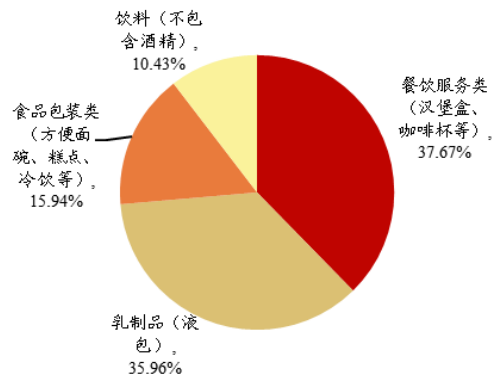
白卡纸用于各领域的精美包装, 2022 年白卡纸产能约 1427 万吨, 产量约 1034 万吨, 消费量约 715 万吨。根据用途不同可划分为社会卡、食品卡、烟卡, 社会卡占比 60%、食品卡占 25%、烟卡占 15%。社会卡使用大纸机规模生产, 产品相对标准化, 用于药品、电子产品、化妆品等大众消费品包装。食品包装用纸定制化生产, 对原材料要求高、产品种类较多, 包括餐饮服务类 (汉堡盒、咖啡杯等)、乳制品 (液包)、食品包装类 (方便碗、糕点、冷饮等饮料)。烟卡主要用于各种卷烟盒包装。

表18: 社会卡与食品卡的区别

	食品卡	社会卡
规格型号	规格较多 国内主流生产机台为30-50万吨产线 需要科学排抄降低产线切换成本	规格简单 生产机台大多是百万吨级产线 大规模生产
生产模式	定制化, 以销定产	标准化
安全要求	非常高 需要原材料溯源 (FSC认证)	相对较低 可以含荧光增白剂等添加剂
销售模式	直接对接容器包装工厂	通过贸易经销商
应用场景	涂布类: 电子、化妆品、药品等 非涂布类: 面碗、咖啡杯、打包餐盒、牛奶液包等	普通外包装
客户对价格敏感度	敏感度较低 客户对安全性和质量考虑比重	敏感度较高 竞争以成本和价格为主

资料来源: 五洲特纸公司公告, 浙商证券研究所

图19: 食品包装纸下游需求分布 (%)

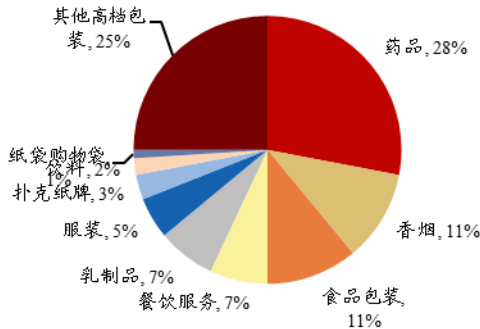


资料来源: RISI, 浙商证券研究所

1、需求: 成长预期最强, 主要来自环保趋严、消费升级、以白代灰带来的替代效应

(1) 社会卡消费内生性复苏: 2022年白卡纸总消费量715万吨, 白卡纸下游包装需求包括药品、香烟、食品、餐饮、服装吊牌等, 分别占比28%/11%/11%/7%/5%。根据国家统计局, 2023年2月餐饮、中西药品、烟酒零售额分别同比增长9.2%、19.3%、6.1%。23年下游餐饮、药品、服装等需求复苏明确, 2022年疫情影响需求受损较为严重, 白卡纸表观消费量下降19%, 预计23年下游餐饮、烟酒等包装需求明显复苏, 白卡纸消费有望较快回补, 24、25年需求量回归自然成长 (2018年-2021年表观消费量平均值为843万吨, 18-21年消费量CAGR为4%), 预计23/24/25年消费量增速为7%/5%/4%, 分别新增50/40/30万吨白卡纸需求。

图20: 白卡纸需求分布 (%)



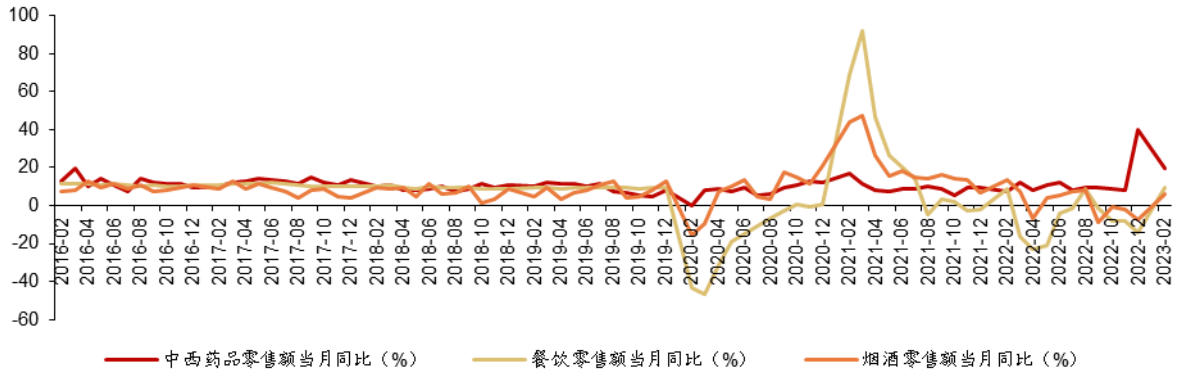
资料来源: 观研天下, 浙商证券研究所

表19: 社会卡、食品卡、烟卡下游需求分布

终端行业	终端行业对白卡纸需求		
	社会卡	食品卡	烟卡
扑克牌纸	3.89%	0.00%	0.00%
服装 (包括吊牌等)	6.42%	0.00%	0.00%
乳制品 (液包)	0.00%	9.07%	0.00%
酒精类饮料	1.10%	0.00%	0.00%
药品	35.48%	0.00%	0.00%
鞋	0.00%	0.00%	0.00%
玩具	0.00%	0.00%	0.00%
香烟	0.00%	0.00%	14.15%
饮料 (不包含酒精)	0.00%	2.63%	0.00%
各类器具 (电子类, 家用小电器类等)	1.00%	0.00%	0.00%
化妆品	1.16%	0.00%	0.00%
出版印刷	0.21%	0.00%	0.00%
纸袋/购物袋类	1.47%	0.00%	0.00%
食品包装类 (方便面碗, 糕点, 冷饮等)	9.89%	4.02%	0.00%
餐饮服务类 (汉堡盒, 咖啡杯等)	0.00%	9.50%	0.00%
合计	60.62%	25.22%	14.15%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图21: 白卡纸下游药品、烟酒、餐饮等零售额当月同比增速 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

(2) 食品卡受益于“以纸代塑”: 国家要求在餐饮外卖领域推广使用符合性能和食品安全要求的秸秆覆膜餐盒等生物基产品, 食品卡是可选择的替代路线之一, **中国特种食品包装纸产量从2011年2017万吨增长至2020年的237万吨, 16-20年CAGR为15%**。我们预计“禁塑令”下食品卡替代餐饮外卖中一次性塑料餐具以及商超零售领域塑料袋需求持续增长, 假设2025年餐饮外卖订单量为339亿单, 每单使用2.3个塑料餐具, 纸餐具替代率26%, 则可新增53万吨白卡纸需求; 假设2025年商超领域使用塑料袋11826亿个, 纸袋渗透率达8.2%, 食品卡占比25%, 则可新增需求71万吨。综合预计23-25年食品白卡纸替代塑料制品新增需求量为95/109/145万吨。

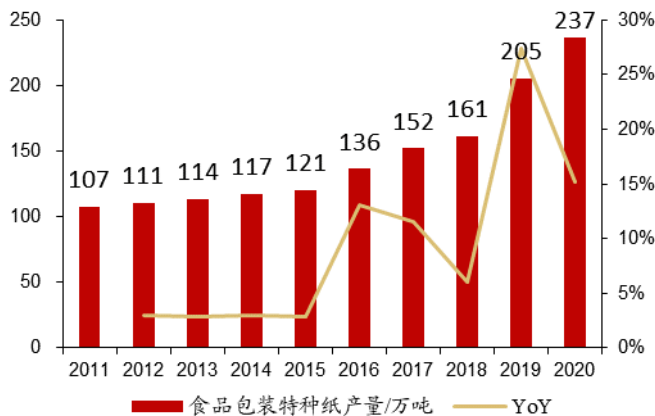
食品卡内生需求稳定增长: 食品卡下游需求主要包括茶饮、咖啡杯、乳制品(液包)、食品包装类(方便面碗、糕点、冷饮等饮料)等。(1) 茶饮: 根据红餐品牌研究院《中国茶饮品类发展报告2023》, 假设中低端茶饮市场占比95%, 平均每单均价12.2元, 高端茶饮市场占比5%, 平均每单均价23.5元。根据奈雪的茶招股书, 一杯茶饮的包装, 价格应该在1~1.5元。另外假设每笔订单平均购买杯数为2杯, 测算到2025年茶饮纸包装规模约284亿元, 若按食品包装纸均价6000元/吨计算(五洲特纸过去4年均价), 2025年茶饮市场食品包装纸需求量达到473万吨。(2) 咖啡: 根据艾瑞咨询, 假设2025年人均咖啡消费量可以达到12.8杯, 渗透率到2025年提升至60%, 单杯咖啡纸包装成本采用瑞幸咖啡的单杯低值易耗品, 测算出现磨咖啡2025年咖啡市场带来的食品包装纸需求量约109万吨。(3) 液态奶: 根据IMARC数据, 2022-2027年全球无菌包装CAGR达到10.15%, 再根据新巨丰招股书, 我国2017-2021年无菌包装市场需求量CAGR约为8.2%, 未来市场需求将进一步增长, 预计2025年无菌包装需求可达1610.51亿包。根据新巨丰招股书, 利乐、纷美包装年报, 我国无菌包装中液态奶占比约70%, 原材料中纸板比重约为75%。按照液包克重20g计算, 2025年液态奶食品包装需求可达约170万吨;(4) 方便面碗: 根据智研咨询, 2020-2025年国内方便面需求有望由443亿份增长至524.9亿份, 若2025年面碗市占率提升至50%, 用“康师傅香辣牛肉面”的桶装克重35g作为行业单个面碗桶装克重; 推算2025年方便面碗需求量可达88万吨。预计23-25年食品包装纸下游内生需求增量为60/66/73万吨。综合23/24/25年预计食品卡新增需求量为155/175/197万吨。

表20: 限塑令以及塑料污染治理政策

发布时间	发布主体	政策标准	要点
2021年7月	发改委	《“十四五”循环经济发展规划的通知》	科学合理推进塑料源头减量, 严格禁止生产超薄农用地膜、含塑料微珠日化产品等危害环境和人体健康的产 品, 鼓励公众减少使用一次性塑料制品
2020年9月	国家邮政局	《邮政业塑料污染治理工作推进会》	北京、上海、江苏、浙江、福建、广东六省市邮政快递网点要在2022年底前禁止使用不可降解的塑料包装袋 、一次性塑料编织袋等, 降低不可降解的塑料胶带使用量, 2025年底前在全行业实施
2020年8月	商务部	《关于进一步加强商务领域 塑料污染治理工作的通知》	加快建立集贸市场购物袋集中购销制度 在餐饮外卖领域推广使用符合性能和食品安全要求的秸秆覆膜餐盒等生物基、可降解塑料袋等替代产品等
2020年7月	发改委	《关于扎实推进塑料治理工作的通知》	对禁限超薄塑料购物袋、超薄农用地膜、一次性发泡塑料餐具、一次性塑料棉签等, 规范集贸市场塑料购物袋使用、加大塑料废弃物分类回收和处置等重点工作
2019年10月	发改委	《产业结构调整指导目录(2019)》	鼓励类生物可降解塑料及其系列产品开发、生产和应用; 淘汰一次性发泡塑料餐具、一次性塑料棉签等
2018年4月	国家标准化管理委员会	《聚乙烯吹塑农用地面覆盖薄膜》	将地膜最低厚度0.008mm提高到0.010mm, 并根据不同地膜厚度修改力学性能指标, 提升产品质量与可回收性
2018年3月	环境保护部办公厅	《环境标志产品技术要求塑料包装》	对塑料包装制品的原材料和生产过程, 产品降解性能, 生物碳含量、印刷、标识等提出环境保护要求

资料来源: 发改委, 环保办公厅, 浙商证券研究所

图22: 食品包装纸特种纸产量及增速(万吨, %)



资料来源: 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

表21: 以纸代塑新增需求测算

替代种类	2022E	2023E	2024E	2025E
中国不可降解塑料整体情况				
中国塑料制品产量(万吨)	7772	7422	7073	6726
中国可降解塑料制品产量(万吨)	180	188	197	204
不可降解塑料占比(%)	97.68%	97.47%	97.21%	96.97%
替代餐饮外卖领域一次性塑料餐具				
餐饮外卖订单量(亿)	243	279	307	339
单个订单一次性塑料餐具量(个)	2.3	2.3	2.3	2.3
一次性塑料餐具总量(亿个)	559	642	706	780
一次性不可降解塑料餐具总量(亿个)	546	625	686	756
纸餐具替代率(%)	17%	20%	23%	26%
白卡纸占比(%)	90%	90%	90%	90%
单个餐具重量(g)	30	30	30	30
新增白卡纸需求(万吨)	25.06	33.77	42.63	53.07
替代商超药店等零售领域不可降解塑料袋				
全国每年塑料袋总需求量(亿个)	11169	11388	11680	11826
全国不可降解塑料袋使用总数(亿个)	10910	11100	11355	11467
纸袋替代率(%)	7.20%	7.40%	7.80%	8.20%
白卡纸占比(%)	25%	25%	25%	25%
单个白卡纸袋重量(g)	30	30	30	30
新增白卡纸需求(万吨)	58.92	61.60	66.42	70.52
合计	83.98	95.38	109.05	123.60

资料来源: 统计局, 发改委, 中国塑协塑料再生利用专业委员会, 浙商证券研究所

表22: 食品卡茶饮、咖啡、液态奶、方便面等主要下游需求增量测算

下游茶饮行业食品卡需求测算				
	2022A	2023E	2024E	2025E
茶饮市场总规模	1423.00	1529.73	1644.45	1767.79
yoy	0.3%	7.50%	7.50%	7.50%
高端茶饮规模(亿元)	64.04	68.84	74.00	79.55
中低端茶饮规模(亿元)	1358.97	1460.89	1570.45	1688.24
高端茶饮平均每单售价(元/单)	23.5	23.5	23.5	23.5
中低端平均每单售价(元/单)	12.2	12.2	12.2	12.2
茶饮总需求(亿单)	114.12	122.67	131.87	141.77
平均每单消费茶饮杯数(杯)	2.00	2.00	2.00	2.00
单杯包装成本(元/杯)	1.00	1.00	1.00	1.00
茶饮纸包装需求规模(亿元)	228.23	245.35	263.75	283.53
食品卡均价(元/吨)	6000	6000	6000	6000
茶饮食品卡需求(万吨)	380.38	408.91	439.58	472.55

下游咖啡行业食品卡需求测算				
	2022A	2023E	2024E	2025E
咖啡消费量(十亿杯)	13.98	15.24	16.61	18.10
人均消费量(杯/人)	9.9	10.8	11.8	12.8
现磨咖啡渗透率(%)	44%	49%	54%	60.00%
现磨咖啡销量(十亿杯)	6.19	7.46	9.00	10.86
单杯咖啡包装成本(元)	0.6	0.6	0.6	0.6
咖啡纸包装需求(亿元)	37.13	44.79	54.03	65.17
食品卡均价(元/吨)	6000	6000	6000	6000
咖啡食品卡需求(万吨)	61.88	74.65	90.04	108.62

下游液态奶行业食品卡需求测算					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
无菌包装需求(亿包)	1100	1210.00	1331.00	1464.10	1610.51
液态奶占比(%)	70%	70%	70%	70%	70%
液态奶无菌包装需求(亿包)	770.00	847.00	931.70	1024.87	1127.36
无菌包装每包重量(g)	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
无菌包材中纸板占比(%)	75%	75%	75%	75%	75%
液态奶食品卡需求(万吨)	115.50	127.05	139.76	153.73	169.10

下游方便面行业食品卡需求测算					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
方便面需求(亿份)	439.9	455.30	471.23	487.72	504.80
面碗占比(%)	42%	44%	46%	48%	50%
面碗需求(亿份)	184.76	200.33	216.77	234.11	252.40
单个面碗桶装重量(g)	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00
方便面食品卡需求(万吨)	64.67	70.12	75.87	81.94	88.34

食品卡内生需求增量			
	2023E	2024E	2025E
茶饮行业新增需求(万吨)	29	31	33
咖啡行业新增需求(万吨)	13	15	19
方便面行业新增需求(万吨)	6	6	6
液态奶行业新增需求(万吨)	13	14	15
合计新增需求(万吨)	60	66	73

资料来源: 智研咨询, 浙商证券研究所

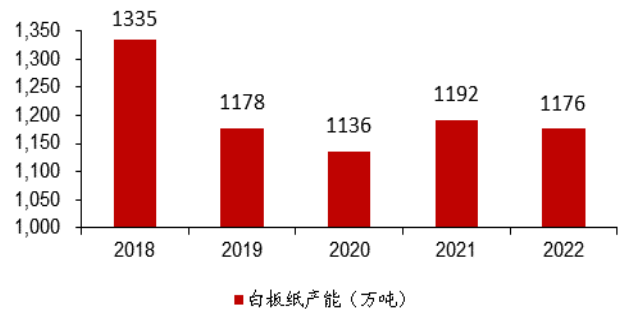
(3) 以白代灰: 白卡纸属于木浆系原纸, 灰底白板纸以废纸为原料, 白卡纸较为厚实坚挺、质量优于白板纸, 两者都用于下游包装, 消费升级趋势下白卡对白板逐渐实现替代。浙江富阳灰底白板于 2018-2021 年产能逐步腾退, 截至 2020 年底清退造纸产能约 780 万吨、灰底白板纸是其中清退的最核心品种, 2018-2020 年灰底白板纸退出产能约 100-200 万吨。根据 18-20 年白板纸产能清退情况, 预计 2023-2025 年可清退约 100 万吨白板纸, 触发部分白卡替代需求。

表23: 富阳造纸产能腾退情况

时间	富阳厂区关停进度
2017年	2017年11月启动造纸园区企业全面腾退转型行动, 富阳区累计关停造纸企业66家, 淘汰产能490万吨, 削减造纸总产能62.8%
2018年	富阳区先后对造纸企业实施6轮关停举措, 关停在产造纸企业27家, 现仅有3家利用进口废纸企业, 截至2018年年底, 已拆除造纸等企业300余家, 腾退白板纸产能约200万吨
2019年	所有造纸企业完成全部腾退
2020年底	累计腾退造纸企业113家, 削减造纸产能780万吨

资料来源: 观研天下, 浙商证券研究所

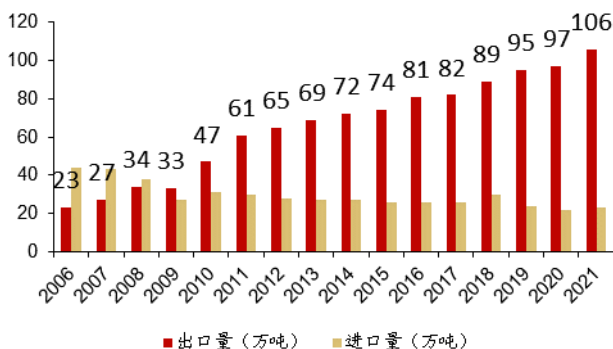
图23: 白板纸总产量下降(万吨)



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

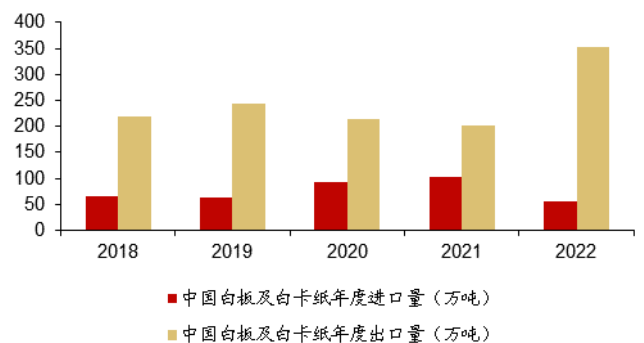
(4) 出口增长新高: 2022 年白卡纸出口增长较快, 18-22 年 CAGR 为 13%, 特种纸出口量 06-21 年 CAGR 为 11%, 预计高端食品卡、烟卡等产品出口量随特种纸总出口量成长。2022 年白卡及白板纸出口量 353 万吨, 同比增长 75%, 主要由于俄乌战争能源成本较高, 欧洲白卡纸出货不稳定, 下游客户需要稳定供应商, 国内白卡纸厂家迎来较好的出口替代机遇。预计 23-25 年国内新增白卡纸产能有部分用于出口, 有望改善国内白卡纸供需局面。

图24: 中国特种纸进口量及出口量(万吨)



资料来源: 中国造纸工业协会, 华经产业研究院, 浙商证券研究所

图25: 白卡及白板纸进口及出口量(万美元, 万吨)

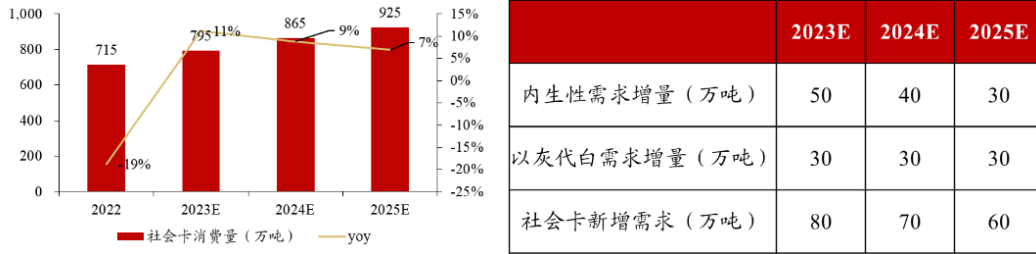


资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

食品卡/社会卡 23-25 年需求量 CAGR 分别为 31%/8%, 食品卡需求成长最为快速或有结构性行情。综合测算 23-25 年社会卡新增需求量 80/70/60 万吨, 23-25 年需求量 CAGR

为8%。测算23-25年食品卡新增需求量为155/175/197万吨，23-25年需求量CAGR为31%，食品卡需求成长属性强于社会卡。

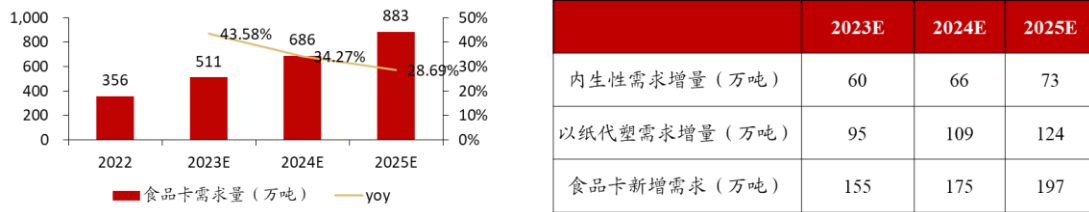
表24: 23-25年社会卡新增消费量测算(万吨, %)



	2023E	2024E	2025E
内生性需求增量 (万吨)	50	40	30
以灰代白需求增量 (万吨)	30	30	30
社会卡新增需求 (万吨)	80	70	60

资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

表25: 23-25年食品卡新增消费量测算(万吨, %)



	2023E	2024E	2025E
内生性需求增量 (万吨)	60	66	73
以纸代塑需求增量 (万吨)	95	109	124
食品卡新增需求 (万吨)	155	175	197

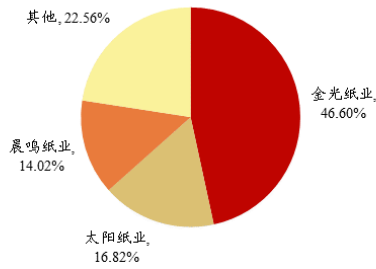
资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所 注: 无三方单独统计食品卡需求量口径, 特种食品包装纸以销定产, 假设基本满产满销, 按照2022年食品卡产能乘以食品卡需求占比: $1427 \times 25\% = 356$ 推测出2022年食品卡需求量

2、供给: 基于较强需求成长预期, 白卡纸供给相对饱满

社会卡: 2022年白卡纸行业的总产能1427万吨, 总产量约为1267万吨, 其中金光纸业约615万吨(包括博汇纸业)占比47%、晨鸣纸业200万吨、占比14%、太阳纸业240万吨、占比18%。预计2022年, 白卡纸行业新增产能为185万吨, 主要是由玖龙东莞和重庆基地分别于2022年9月和11月投产约120万吨产能, 预计2023年, 联盛和亚太森博将分别投产100万吨白卡纸产能。在2024年, 博汇、联盛、玖龙也将分别投产100、45、100万吨的产能, 综合预计在23/24/25年新增产能为200、335、222万吨。

食品卡: 2022年白卡纸行业产能规模约1427万吨, 根据RISI, 白卡纸下游需求中食品卡占比约25%, 据此估算食品卡规模约360万吨。其中主要生产企业包括五洲特纸78万吨、占比22%, 冠豪高新30万吨、占比8%, 宜宾纸业25万吨、占比7%。预计2023/2024年, 食品卡行业的新增产能为165/30万吨, 2023年的新增产能主要来自仙鹤股份的30万吨食品卡和玖龙纸业的120万吨食品卡, 2024年的新增产能主要来自冠豪高新30万吨食品卡。综合预计在23/24/25年新增产能为165、30、91万吨。

图26: 2022年白卡纸产能分布(%)



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

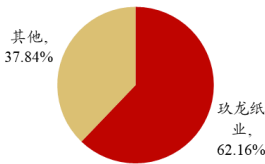
表26: 2022年社会卡龙头产能分布(万吨)

企业名称	白卡纸产能(万吨)
金光纸业	615
万国太阳	240
晨鸣纸业	200

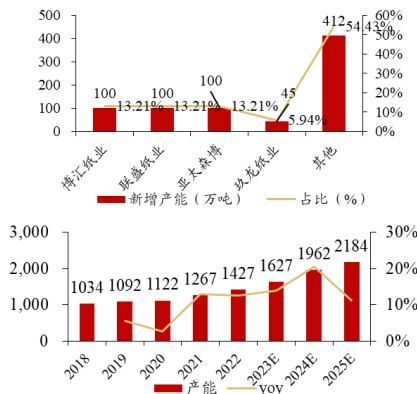
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所 注: 金光纸业包括宁波亚浆 200万吨、广西金桂 200万吨、博汇纸业 215万吨

表27: 社会卡新增产能梳理(万吨)

2022年玖龙纸业新增白卡纸产能占比



2023-2025年龙头新增白卡纸产能占比

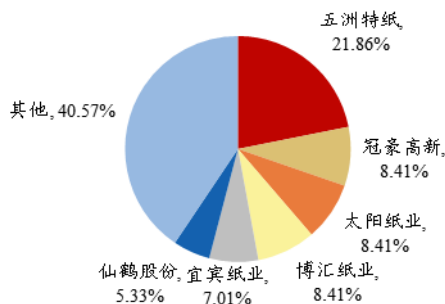


公司	产能	投产时间
兴泰纸业	10	2022年5月份
丰硕纸业	10	2022年7月份
德州泰鼎	30	2022年7月份
山东丰硕	20	2022年8月份
玖龙纸业(重庆)	55	2022年11月份
玖龙纸业(东莞)	60	2022年9月份
22年合计新增产能	185	

年份	企业名称	产品	年产能(万吨)	时间	地点
2023年	联盛纸业	白卡纸	100	2023年5月	福建漳州
	亚太森博	白卡纸	100	2023年10月	江苏南通
		23年合计	200		
2024年	联盛纸业	白卡纸	100	2024年底	福建漳州
	江苏博汇	白卡纸	100	2024年底	江苏大丰
	广西金桂	白卡纸	90	2024年底	广西
	玖龙纸业	白卡纸(白面牛卡)	45	2024年Q4	广西北海
		24年合计	335		
2025年	亚太纸业	白卡纸	100	2025年底	广西铁山港
	宁波亚洲浆纸	白卡纸	81.6	2025年底	
	河南新乡新亚	白卡纸	40	2025年3月	
		25年合计	222		

资料来源: 隆众资讯, 中纸联, 浙商证券研究所

图27: 食品卡产能分布情况(%)



资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所 注: 食品卡产能按照 2022 年卓创公布白卡纸行业总产能 1427*25%=356

表28: 食品卡产能分布(万吨)

企业	产能(万吨)	产品类型	终端客户	备注
五洲特纸	78	面碗纸、纸杯纸、餐盒纸等容器类用纸, 同时在逐步发力餐饮等非容器类用纸	康师傅、统一、艾利丹尼森	22年3月投产50万吨食品卡, 22年释放30万吨销量, 预计23年1月可增15万吨
冠豪高新	30	液体包装纸领域、涂布防油食品卡、高档纸杯原纸等	液包是利乐的国内主要供应商; 涂布防油食品卡、高档纸杯原纸等是世界知名餐饮集团麦当劳指定的亚太区唯一供应商	预计2024年新增30万吨食品卡产能
太阳纸业	20-30	包括液体包装原纸、纸杯原纸、餐饮包装纸		
博汇纸业	20-30	非容器类食品包装原纸		
宜宾纸业	25	低端食品包装纸、口杯原纸、面碗原纸和餐盒原纸、吸		
仙鹤股份	19	防油纸系列、涂布纸系列、液体包装系列等	新巨丰、软包装巨头安姆科食品卡纸	2023年年初投产30万吨食品卡纸

资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

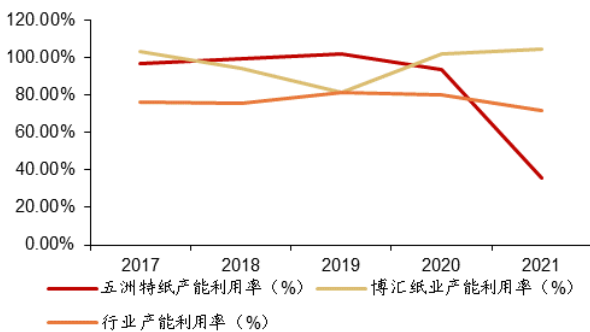
表29: 食品卡新增产能梳理 (万吨)

年份	企业名称	产品	年产能 (万吨)	时间	地点
2023年	五洲特纸	食品卡	15	2023年1月	浙江衢州
	仙鹤股份	食品卡	30	2023年3月	浙江衢州
	玖龙纸业	食品卡	120	2023年Q4	广西北海
			23年合计	165	
2024年	冠豪高新	食品卡	30	2024年	
				24年合计	30
2025年	广西建辉	食品卡	61	预计2025年Q3投产	广西北海
	山东金天和纸业	食品卡	30	预计2025年投产	山东泰安
				25年合计	91

资料来源: 隆众资讯, 中纸联, 浙商证券研究所

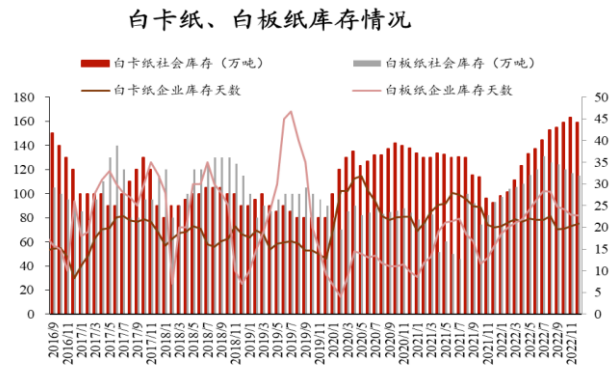
食品卡产能利用率高于社会卡, 主要由于下游以销定产、客户黏性强。相对于社会卡, 食品卡客户粘性更强, 主要分为液包、口杯纸、纸杯等。以食品卡龙头五洲特纸为例, 除开2021年12月新投产50万吨高端食品包装纸, 设计产能未完全释放拉低表观供需, 2017-2020年公司基本处于满产状态, 且周期性较弱, 远高于行业开工率。

图28: 博汇纸业、五洲特纸及行业产能利用率 (%)



资料来源: 各公司公告, 卓创资讯, 浙商证券研究所

图29: 白卡纸社会库存 (万吨)



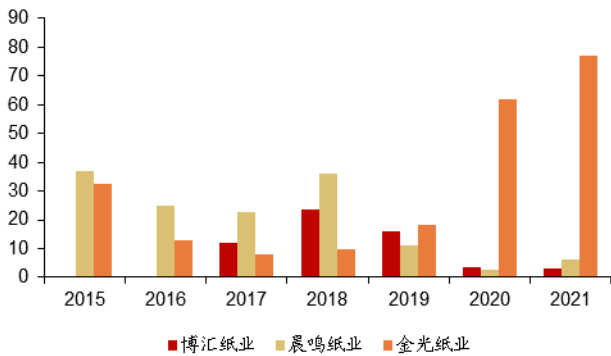
资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

3、格局: 社会卡产能落地集中在龙头, 食品卡资本开支提升较快

18-21年白卡纸行业集中投产, 预计23-25年龙头产能集中落地。18-21年白卡纸行业产能集中拓张阶段, 如博汇17-19年投产产能50万吨瓦楞纸、50万吨箱板纸及75万吨白卡纸, 2021年金光纸业投产180万吨白卡纸产能, 对应资本开支大幅提升。未来除联盛、亚太森博、博汇等龙头外, 中小企业投产有限, 预计23-25年龙头集中度提升趋势逐渐演绎。资本开支来看, 金光纸业的投产显著高于同行。

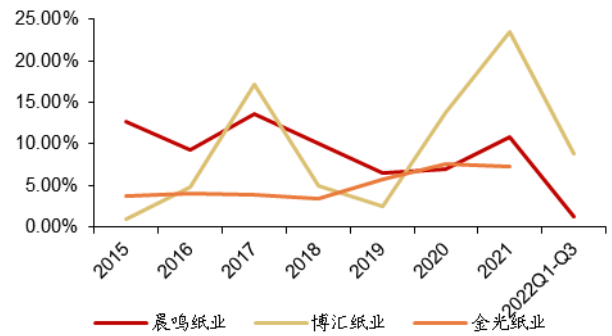
食品卡成长属性较强, 预计23-25年资本开支持续提升。五洲特纸、仙鹤股份等食品卡龙头资本开支低于社会卡龙头, 主要由于特种食品卡设备、产线规模差异较大。食品卡赛道成长性较强, 龙头扩张及新进入产能较多, 预计23-25年仙鹤股份、五洲特纸、冠豪高新等项目陆续投产, 资本开支逐步提升。

图30: 社会卡龙头公司资本开支 (亿元)



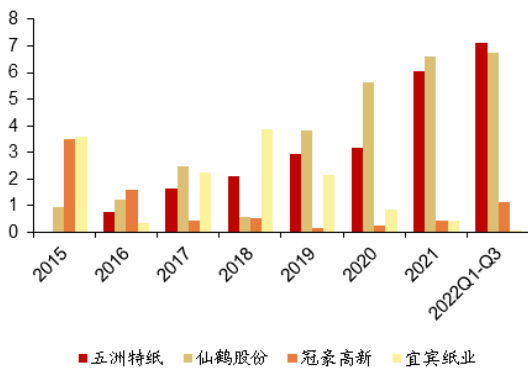
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图31: 社会卡龙头公司 ROE (%)



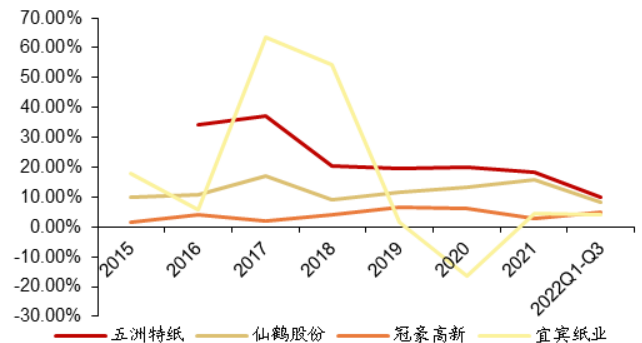
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图32: 食品卡龙头公司资本开支 (亿元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图33: 食品卡龙头公司 ROE (%)



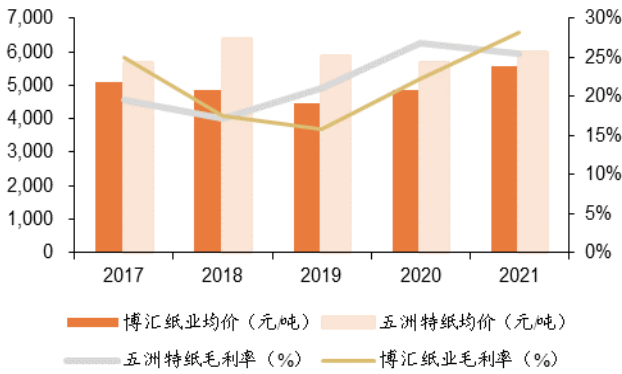
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4、结论: 社会卡价格弹性有限, 食品卡价格预期企稳向上

社会卡: 与宏观经济走势更加相关, 旺季需求恢复或对价格有提振, 需观察投产落地情况及需求复苏节奏。预计在 23/24/25 年新增产能为 200/335/222 万吨, 新增需求量 80/70/60 万吨, 新增供给大于需求增量, 行业开工率或略有下滑, 23-25 年新增产能投放或对社会卡价格形成一定压制。

食品卡: 食品卡比社会卡价格更高、波动更小、客户粘性大。食品卡下游包括饮料、咖啡、餐盒、液包等消费需求稳定成长, 另外有以纸代塑政策带来食品卡加速渗透, 预计 23/24/25 年食品卡新增投产 165/30/91 万吨, 新增需求量为 161/182/226 万吨, 需求增量大于供给新增产能投放, 预计 23-25 年食品卡价格有向上弹性。

图34: 五洲特纸与博汇纸业价格与毛利率(元/吨, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表30: 社会卡供需平衡表

白卡纸 (万吨)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
产能	1034	1092	1122	1267	1427	1567	1842	2004
yoy		6%	3%	13%	13%	10%	18%	9%
产量	818	904	933	866	1034	1090	1160	1220
yoy		11%	3%	-7%	19%	5%	5%	6%
开工率	79%	83%	83%	68%	72%	70%	63%	61%
进口量	66	63	92	104	56	65	65	65
出口量	219	244	214	202	353	360	360	360
消费量	781	868	843	880	715	795	865	925
yoy		11%	-3%	4%	-19%	11%	9%	7%
消费量/产能	76%	79%	75%	69%	50%	51%	47%	46%
停产产能				60		60	60	60
新增产能					185	200	335	222

资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

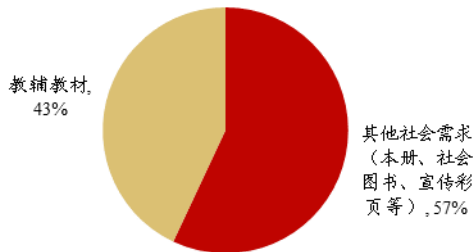
2.3 文化纸: 需求稳健、供给平衡, 看点在格局优化和产业链布局

2022年文化用纸产量约1320万吨, 其中包括862万吨双胶纸、458万吨铜板纸, 双胶纸、铜版纸消费量为814万吨、312万吨。双胶纸主要应用于教材、画册、杂志等印刷需求, 铜版纸用于各种广告宣传页、书刊封面、包装商标的印刷, 在国内主要的应用场景是商务印刷, 如展会、房地产、餐饮、酒店等领域。

1、需求: 双胶纸较为稳健, 铜版纸经济关联度相比略高

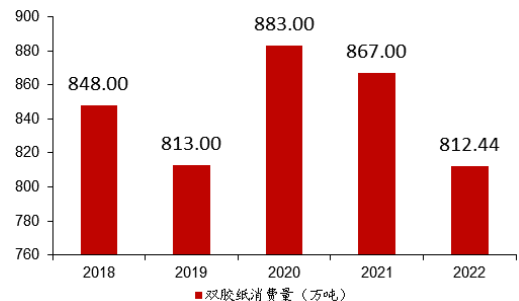
文化纸需求稳健, 教辅教材为主。双胶纸下游需求以教材期刊为主, 铜版纸下游以高级书刊印刷、画册单页、精美广告为主。双胶纸需求较为刚性但存在季节性小周期, 18-21年双胶纸表观消费量CAGR为0.74%, 3-5月为教辅材料、党刊书籍传统招标旺季, 23Q2销量明确景气上行, 中长期看双胶纸下游消费保持稳定, 我们预计23-25年双胶纸需求量增长1%。铜版纸社会需求关联度高, 近5年消费量在300-400万吨, 2022年消费量321万吨同比下滑5%, 但23年广告、展会等需求明确恢复有望带动铜版纸消费量增长, 预计23-25年铜版纸需求量增长1%。

图35: 2022年双胶纸需求结构(%)



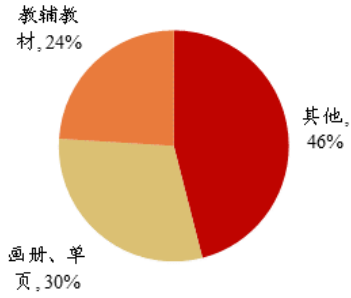
资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

图36: 双胶纸消费量(万吨)



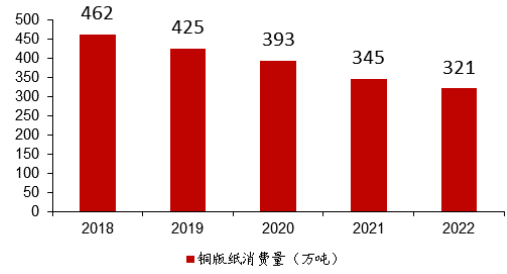
资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

图37: 2022年铜板纸需求结构(%)



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

图38: 铜板纸消费量(万吨)

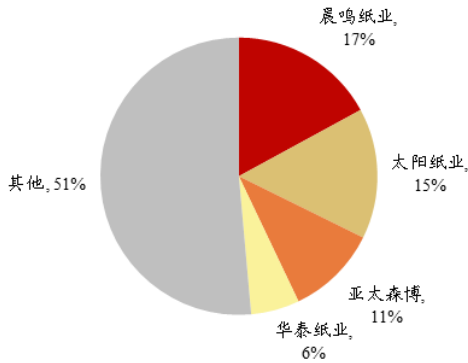


资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

2、供给: 双胶纸供求较平衡, 产能投放集中在大厂

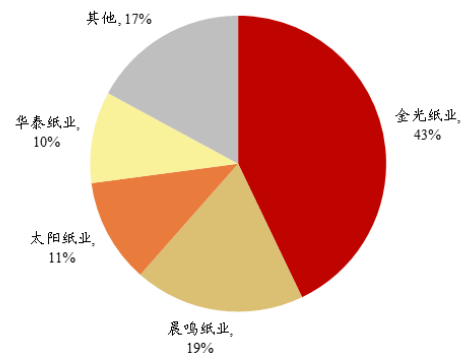
供求较为平衡, 盈利有望改善。2022年双胶纸产能1412万吨, CR4约49%。铜版纸产能约692万吨, CR4约83%。2022年亚太森博、博汇纸业分别新增双胶纸产能45万吨; 预计2023年新增双胶纸产能约85万吨, 其中亚太森博45万吨、联盛纸业40万吨; 预计2024年新增产能约125万吨, 其中岳阳林纸70万吨、玖龙纸业55万吨。铜版纸多年供给稳定无新增产能, 预期23年广告、展会等需求复苏推动价格超预期上涨。库存方面, 双胶纸库存水平良好, 截至22年12月, 双胶纸/铜版纸库存分别处于52%/98%分位。产能利用率, 22年9月纸企因能耗双控、成本上涨, 大面积停工停产, 10月纸价提涨后纸企开工有恢复, 双胶纸生产排单较满, 11-12月出货较前期明显好转, 23Q1教辅订单、党建出版刊物印刷需求提升, 行业开工率进一步回升至70%以上。

图39: 2022年双胶纸产能格局(%)



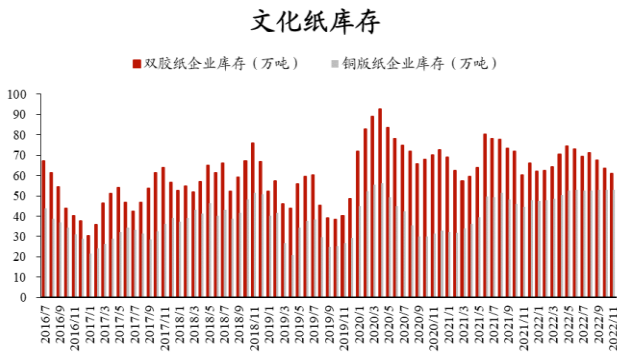
资料来源: 各公司公告, 卓创资讯, 浙商证券研究所

图40: 2022年铜版纸产能格局(%)



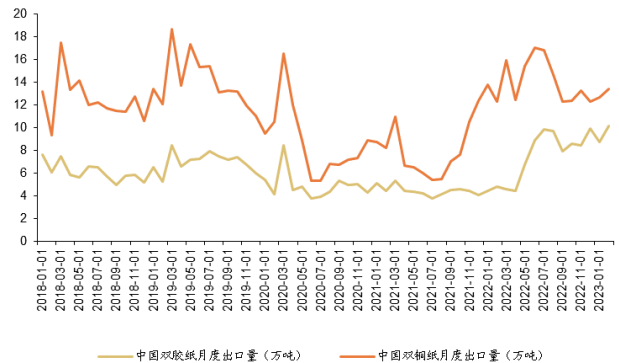
资料来源: 各公司公告, 卓创资讯, 浙商证券研究所

图41: 铜版、双胶纸社会库存(万吨)



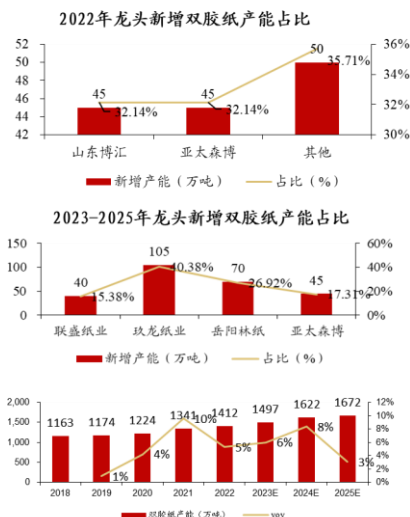
资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

图42: 铜版、双胶纸月度出口量(万吨)



资料来源: 海关总署, 浙商证券研究所

表31: 2023-2025年双胶纸新增产能情况



2022年已竣工投产文化纸投产项目				
企业名称	纸种	规划年产能(万吨)	投产时间	生产基地
山东江河纸业	文化纸	10	2022.02	山东
亚太森博	文化纸	45	2022.03	广东江门
金华盛纸业	文化纸	-65	2022.04停产搬迁	江苏昆山
山东金蔡伦	轻型纸	7	2022.06	山东
金东纸业	双胶纸	18	2022.09	江苏镇江
山东博汇	双胶纸	45	2022.10	山东淄博
岳阳纸业(代管)	双胶纸	15	2022.10	山东高唐
2022年合计新增产能		140		

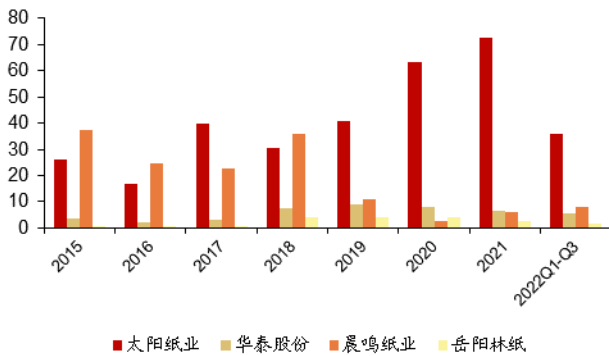
年份	企业名称	产品	年产能(万吨)	时间	地点	
2023年	亚太森博山东	文化纸	45	2023年7月	山东日照	
	联盛纸业	文化纸	40	2023年3月	福建漳浦	
					23年合计	85
2024年	岳阳林纸	文化纸	70	2024年	湖南岳阳	
	玖龙北海	文化纸	55	2024年	广西北海	
					24年合计	125
2025年	玖龙北海	文化纸	50	2025年	广西北海	
					25年合计	50

资料来源: 隆众资讯, 中纸联, 浙商证券研究所

3、格局: 双胶纸主要为龙头投产, 铜版纸格局稳定

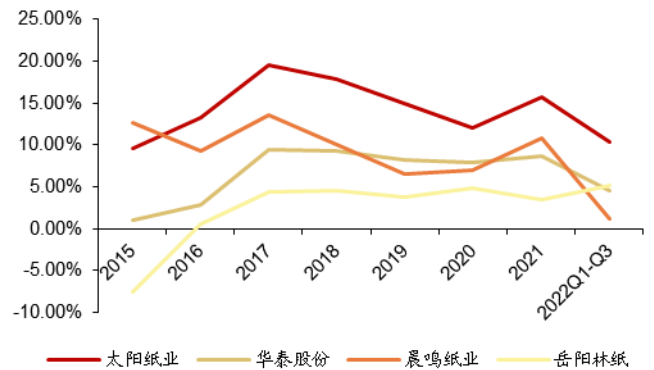
双胶纸龙头集中度逐步提升, 铜版纸格局稳定。双胶纸预计23/24年投放85/125万吨产能, 产能投放集中在亚太、联盛、玖龙等大厂, 但双胶纸下游需求偏刚性、成长较为稳健, 与白卡纸、箱板纸相比, 新增产能投产压力较小。铜版纸产能近年来无变化, 保持在692万吨, 竞争格局较为稳定。文化纸龙头中太阳纸业的资本开支显著领先。

图43: 太阳、华泰、晨鸣、岳阳林纸资本开支(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图44: 太阳、华泰、晨鸣、岳阳林纸 ROE 情况 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4、结论: 双胶纸春季旺季提涨, 铜版纸价格弹性较大

双胶纸: 短期看 23Q1-Q2 双胶纸最先景气上行, 铜版纸价格弹性随社会需求复苏显现。23Q1 春季教辅招标需求景气向上, 叠加党建类出版订单需求支持, 双胶纸价格顺利提涨, 23-25 年行业预计保持刚性需求为主, 价格相对稳定。预计铜版纸随着商业广告印刷、行业展会等社会性需求恢复, 价格向上修复力度较大。

表32: 双胶纸供需平衡表

双胶纸(万吨)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
产能	1163	1174	1224	1341	1412	1497	1622	1672
yoy		1%	4%	10%	5%	6%	8%	3%
产量	861	861	849	825	862	921	929	937
yoy		0%	-1%	-3%	4%	7%	5%	6%
开工率	74%	73%	69%	61%	60%	61%	57%	56%
进口量	60	35	92	107	29	30	30	30
出口量	74	84	59	53	88	130	130	130
消费量	848	813	883	867	812	821	829	837
yoy		-4%	9%	-2%	-5%	1%	1%	1%
消费量/产能	73%	69%	72%	65%	58%	55%	51%	50%
停产产能	8	14						
新增产能					75	85	125	50

资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

表33: 铜版纸供需平衡表

铜版纸(万吨)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
产能	692	692	692	692	692	692	692	692
yoy		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
产量	550	538	511	431	458	458	458	458
yoy		-2%	-5%	-16%	6%	0%	0%	0%
开工率	79%	78%	74%	62%	60%	66%	66%	66%
进口量	39	27	29	37	22	20	20	20
出口量	150	168	105	95	169	200	200	200
消费量	462	425	393	345	321	324	327	331
yoy		-8%	-7%	-12%	-5%	1%	1%	1%
消费量/产能	67%	61%	57%	50%	46%	47%	47%	48%
停产产能								
新增产能								

资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

3 投资建议: 布局正当时, 本轮优选规模优势的细分龙头

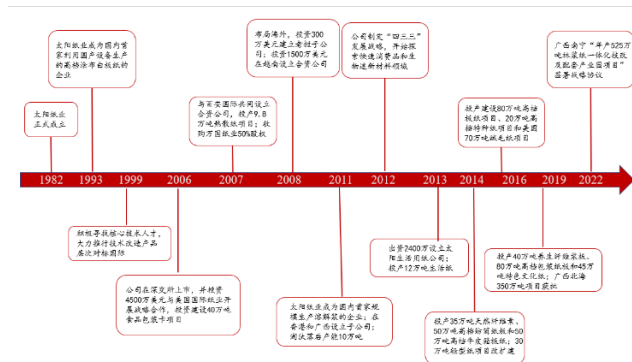
综合上述判断, 我们认为 2023 年下半年行业逐步进入被动去库阶段, 对应细分赛道龙头布局当时, 推荐产业链一体化、规模优势显著的成长优质资产。

3.1 太阳纸业: 多元化纸种布局, 林浆纸一体化及区位优势显著

太阳纸业 1982 年于山东创立, 起初是我国文化纸领军企业, 近年通过专营主业、强化多元化产品布局并发扬“走出去”精神, 目前已经成长为一家全球先进的跨国造纸集团和林浆纸一体化企业。21 年公司实现收入 319.97 亿元(同比+48.21%), 归母净利润 29.57

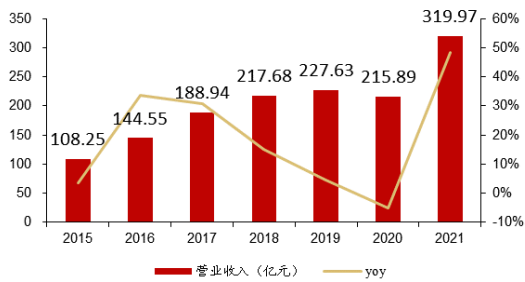
亿元（同比+51.39%），15-21年营收/归母净利 CAGR 分别 20%/28%。基于林浆纸一体化优势、山东、广西、老挝区位优势，成长能力穿越周期。

图45：太阳纸业发展历史



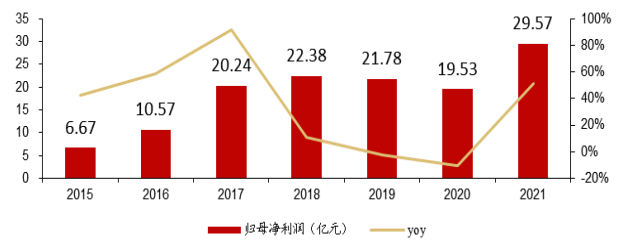
资料来源：太阳纸业官网，浙商证券研究所

图46：太阳纸业营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图47：太阳纸业归母净利及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

林浆纸一体化布局不断深化，产能扩张规模化优势凸显。2022年公司浆、纸合计产能合计突破1000万吨，其中浆产能达到435万吨（化机浆140万吨、化学浆105万吨、本色浆20万吨、溶解浆80万吨、新型纤维原料40万吨、木屑浆10万吨、废纸浆40万吨），造纸产能600万吨以上（非涂布文化纸215万吨、铜版纸80万吨、生活纸39万吨、淋膜原纸30万吨、牛皮箱板纸240万吨）。山东搬迁至广西北海的30万吨PM3文化纸机、10万吨生活用纸于22年底陆续顺利投产。未来重点建设南宁林浆纸一体化项目，南宁审批一期项目预计建设220万吨的高端包装纸生产线，预计一期100万吨箱板纸产线和50万吨配套本色浆线将在23年下半年投产，随着项目建成，公司产品布局更加完善，规模化优势将进一步显现。

公司深挖产业链一体化红利，加深上游资源布局。（1）从配套浆的角度，除山东外广西北海现有80万吨化学浆+20万吨化机浆，老挝现有40万吨溶解浆+40万吨再生纤维浆，南宁100万吨箱板纸及50万吨配套浆线预计23年下半年投产；（2）从配套木片的角度，老挝基地现已开发5-6万公顷林地，逐步新增林地扩大木片供应量，共规划40万公顷林地，未来可实现数百万吨纸浆、木片供应量，上游原料循环渐近积累，从而保障未来可持续扩张。

表34: 太阳纸业产能规划 (万吨)

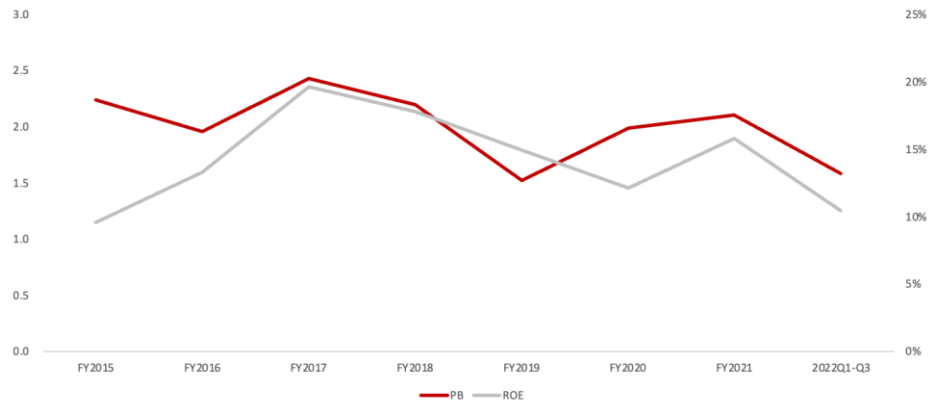
产能	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
非涂布文化用纸 (双胶纸+静电复印纸+工业原纸)	95.00	90.00	90.00	120.00	120.00	120.00	140.00	185.00	210.00	210.00	210.00	210.00
铜版纸	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00
生活用纸	-	6.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	29.00	39.00	39.00	39.00
淋膜原纸	-	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	30.00	30.00	30.00	30.00
牛皮箱板纸	-	-	-	80.00	80.00	160.00	140.00	240.00	240.00	240.00	340.00	340.00
特种纸	-	-	-	-	-	-	-	7.00	7.00	10.00	13.40	13.40
纸合计	175	196	202	312	312	392	392	544	596	609	712	712
化机浆	60.00	60.00	70.00	70.00	70.00	90.00	120.00	120.00	120.00	140.00	140.00	140.00
化学浆	-	-	-	-	10.00	40.00	10.00	10.00	20.00	105.00	105.00	105.00
针叶本色浆	-	-	-	-	-	-	-	-	20.00	20.00	70.00	70.00
溶解浆	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00
半化学浆、木屑浆	-	-	-	-	-	50.00	30.00	30.00	50.00	50.00	50.00	50.00
废纸浆	-	-	-	-	-	-	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00
浆合计	90	90	100	100	110	210	280	280	330	435	485	485

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

公司拥有山东、广西、老挝三大基地, 各有优势战略互补。山东浆纸产能综合调配, 多元化产品结构; 广西基地享有税收优惠政策、能源成本享有比较优势, 其中北海基地临近港口便于原料进口, 南宁林业资源丰富、运输半径较广; 老挝自产木片成本优势显著, 预计种植面积不断扩大, 木片、浆供给量持续提升; 公司三大基地协同发展。

我们预计公司 22-24 年分别实现营收 399.09/416.82/431.86 亿元, 同比 +25%/+4%/+4%; 归母净利润 27.93/ 30.77/33.59 亿元, 同比-6%/+10%/+9%, 3 月 24 日对应 PE 分别 11X/10X, 维持“买入”评级。

图48: 太阳纸业 PB-ROE

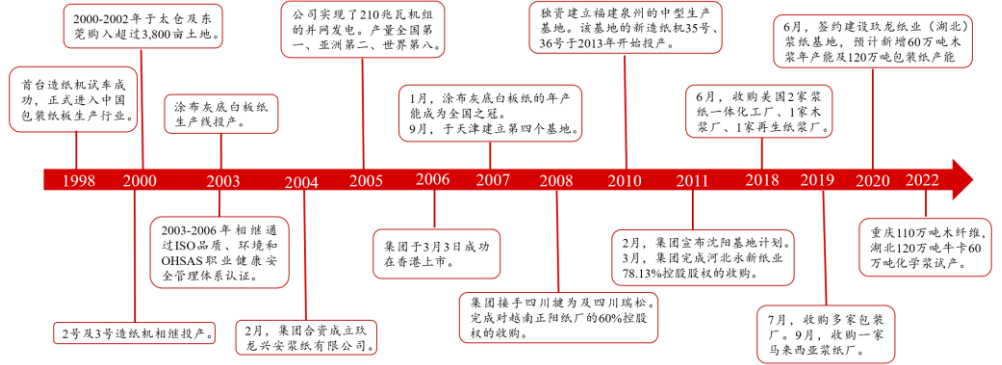


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.2 玖龙纸业: 箱板瓦楞纸龙头, 林浆纸一体化加速推进

玖龙纸业是全球产能排名第一的造纸集团和林浆纸一体化的龙头企业 (主要产品为各类箱板瓦楞等包装纸、高档全木浆纸及其上下游产业链), 公司成立于 1995 年, 总部位于中国广东省东莞市, 2006 年于香港联交所主板上市, 截至 22 年公司拥有箱板瓦楞、白卡、特种纸等造纸总产能 1877 万吨, 拥有制浆产能 255 万吨。

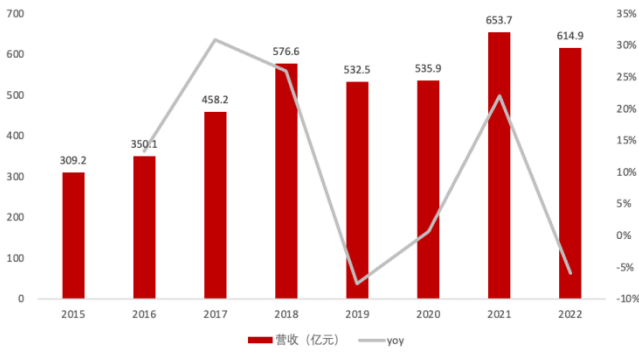
图49: 玖龙纸业发展历史



资料来源: 玖龙纸业官网, 浙商证券研究所

22年行业压力凸显, 玖龙超额显现。22年公司实现收入614.9亿元(yoy-5.9%), 亏损8.9亿元, 为上市以来首个亏损年度, 亏损主要系需求压力下行业进入主动去库阶段纸价下行, 盈利能力持续承压, 但公司超额依然明显, 相比于结构相似的其他龙头, 公司单吨净利有明显超额(理文高盈利高端箱板纸占比较高, 对应盈利能力优于行业)。

图50: 玖龙纸业营收与增速(亿元, %)



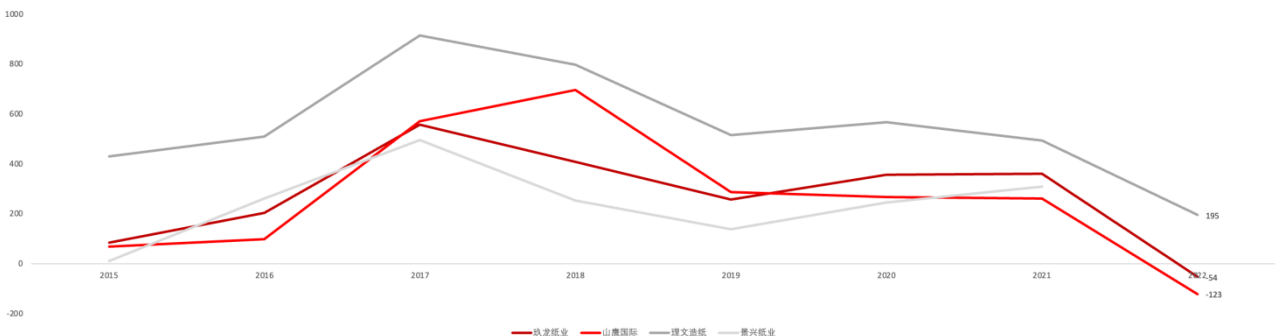
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图51: 玖龙纸业利润与增速(亿元, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

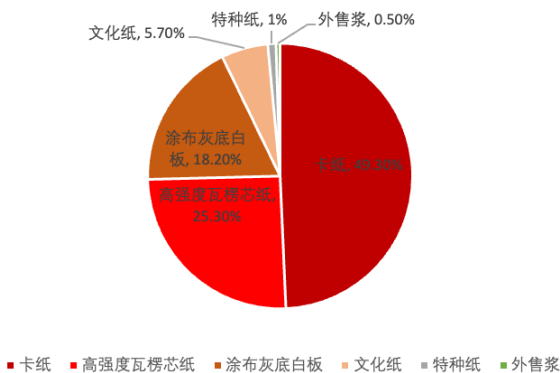
图52: 废纸系单吨净利对比(元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

产品结构&自给率优势构筑竞争壁垒。产品结构均衡，2022 财年（2021.6.30-2022.6.30）公司营业收入中包装纸占比 92.8%，其余为文化纸与特种纸。具体看卡纸、高强度瓦楞芯纸及涂布灰底白板纸分别占比 49.3%/25.3%/18.2%，浆系中文化纸占比 5.7%，特种纸占比 1%，外售浆占比 0.5%，纸品结构更为均衡。林浆纸一体化高自给率构筑成本壁垒，截至 22 年底公司箱板瓦楞纸产能 1368 万吨，预计 23 年新增产能 235 万吨，23 年年底总产能达 1603 万吨（较 22 年增长 17%）。从木浆产能看，玖龙木浆产能布局更完善，22 年拥有木浆产能 255 万吨，假设白卡纸、文化纸单吨分别消耗 0.45/0.15 吨木浆，对应 22 年公司自有木浆线对箱板纸生产的自给率已约 40%。

图53：2022 财年收入结构（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图54：截至 2022 年底产能布局（万吨）

万吨	纸种/浆种	22年产能	占比
造纸产能	箱板纸	1028	54.77%
	瓦楞纸	340	18.11%
	灰底白板	260	13.85%
	白卡纸	114	6.07%
	文化纸	110	5.86%
	特种纸	25	1.33%
合计		1877	
制浆产能	木浆	185	72.55%
	再生浆	70	27.45%
合计		255	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

产能布局广泛，23 年林浆纸一体化加速推进。区位优势显著，箱板瓦楞纸依赖废纸生产且运输成本较高，单一基地覆盖与服务半径有限，玖龙全国布局广泛，目前全国已建立 10 大生产基地，覆盖核心经济地区，此外围绕生产基地也积极在周边布局包装产能贴近客户生产，如成都包装生产基地等。23 年林浆纸布局加速推进，公司核心扩产方向在于原材料端，木浆、木纤维大规模投产，进一步提升箱板瓦楞纸原料自给率，进一步提升单吨盈利能力与行业领先优势。

图55：玖龙纸业 PB-ROE



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表35: 玖龙纸业国内产能布局及规划(万吨)

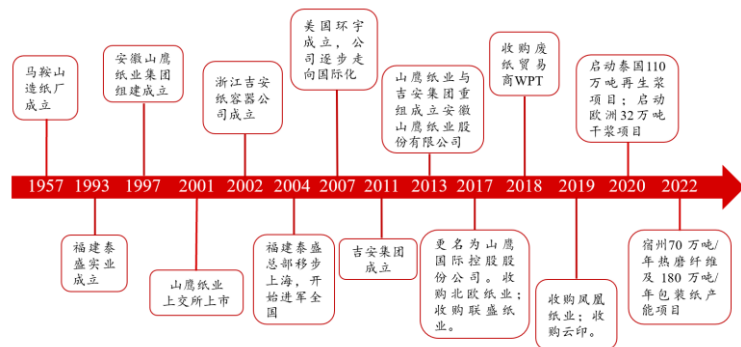
基地	类别	目前产能	总产能	规划产能	预计投产时间
东莞	箱板纸	285	造纸:675 制浆:75	21	2301
	瓦楞纸	150			
	白卡纸	60			
	双胶纸	25			
	白板纸	155			
	木纤维	/			
太仓	木浆	75	造纸: 335	335	2301-02
	箱板纸	140			
	白板纸	55			
	双胶纸	20			
	瓦楞纸	120			
北海	木纤维	/	/	155	2301, 80: 2404, 75
	白卡纸	120			
	文化纸	55			
	纸袋纸	20			
	木浆	190			
	箱板纸	90			
重庆	瓦楞纸	45	造纸: 190 制浆: 50	21	2301
	白卡纸	55			
	木浆	50			
	木纤维	/			
	箱板纸	180			
天津	瓦楞纸	55	造纸: 270	10	2301
	白卡纸	35			
	瓦楞纸	/			
	木纤维	/			
泉州	箱板纸	65	造纸: 100	21	2301
	瓦楞纸	35			
	木纤维	/			
沈阳	箱板纸	95	造纸: 190	32	2301
	瓦楞纸	95			
	木浆	/			
乐山	木纤维	/	造纸: 35	24	2301
	特种纸	5			
	瓦楞纸	30			
河北	箱板纸	100	造纸: 150	21	2301
	瓦楞纸	50			
	木纤维	/			
湖北	箱板纸	60	造纸: 60 制浆: 50	60	2404
	瓦楞纸	60			
	木浆	60			
	木纤维	/			

资料来源: 公司公告, 卓创资讯, 浙商证券研究所

3.3 山鹰国际: 23 年轻装上阵、产能稳步扩张, 造纸包装一体化布局

公司是我国废纸系头之一, 是以再生纤维回收、工业及特种纸制造、包装产品定制、产业互联网等为一体的国际化企业。公司致力于产业生态构建和商业模式创新, 成为“为客户创造长期价值的全球绿色包装一体化解决方案服务商”。截至 2022 年, 公司国内拥有造纸产能 705 万吨, 制浆产能 10 万吨, 海外拥有造纸产能 58 万吨, 浆产能 141 万吨。

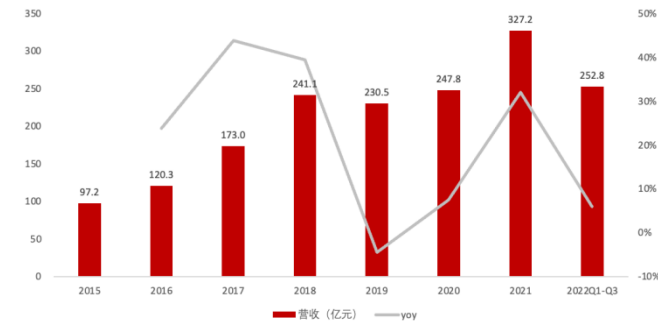
图56: 山鹰国际发展历史



资料来源: 山鹰国际官网, 浙商证券研究所

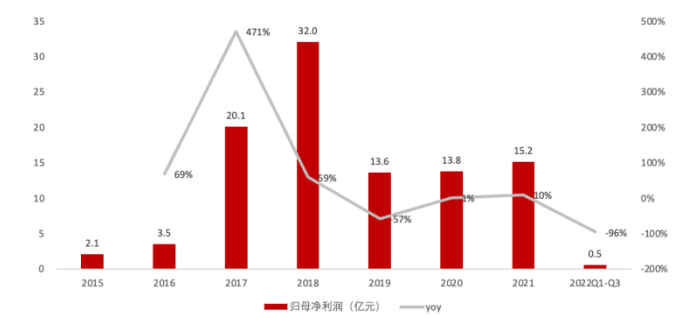
22年商誉计提完毕，23年轻装上阵。公司2022年预计实现归母净利润-22.45亿元，扣非归母净利润约-23.65亿元，业绩亏损主要系毛利率下降（原材料、能源等成本上升，需求不旺纸价下跌），此外计提并购子公司商誉减值约15亿元影响。当前公司商誉基本减值完毕，23年轻装上阵伴随消费修复与公司产能扩张，有望迎来业绩释放。剔除商誉减值还原看，公司22年单吨净利-123元，底部已现，静待进入补库周期迎来拐点。

图57：山鹰国际营收与增速（亿元，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

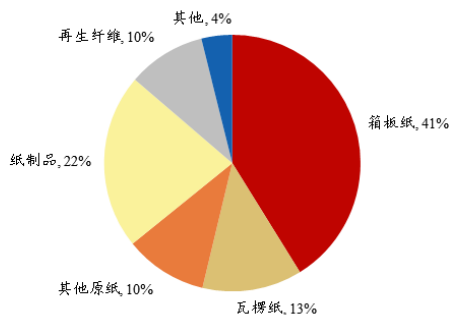
图58：山鹰国际利润与增速（亿元，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

积极推进产业上下游延伸，强化盈利能力与业绩稳定性。2022H1公司实现营收166.68亿元（+9.66%），其中箱板纸/瓦楞纸/再生纤维/包装/其他原纸分别占营收35.5%/13.5%/10%/23.5%/13.2%，公司积极向下游延伸产业链，包装业务收入占比持续提升，有助于稳定收入，提升利润稳定性，完善造纸-包装产业链一体化布局。另一方面公司亦向上延伸原材料，提升原料自给率，从而构筑成本壁垒，截至22年拥有再生浆产能110万吨，木浆31万吨（10万吨国内，其余为海外配套产能）。

图59：2021年山鹰国际收入结构（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图60：山鹰国际截至2022年底产能布局（万吨）

万吨		纸种	22年产能
国内	造纸产能	箱瓦纸	695
		特种纸	10
	制浆产能	木浆	10
国外	造纸产能	特种纸	28
		文化纸	30
	制浆产能	木浆	31
		再生浆	110

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

23年浆线布局陆续释放，自给率快速提升。展望23年公司造纸产能预计新增箱瓦纸107万吨（分别为吉林基地30万吨产能以及浙江基地77万吨产能），箱瓦纸总产能达802

万吨(较22年+15%),同时全国五大基地将分别新增10万吨木浆产能,假设公司箱板纸比例与玖龙22年一致(75%),单吨消耗0.15吨木浆,对应23年底公司自有木浆线对箱板纸生产的自给率约67%。另一方面公司积极推进下游厂商合作强化产业一体化布局,已于TCL、娃哈哈、宜家等头部客户达成合作,包装业务占比有望持续提升。

表36: 山鹰国际国内产能布局及规划(万吨)

基地	类别	目前产能	总产能	规划产能	预计投产时间
安徽	箱板纸	200			
	包装纸	/	造纸: 200	180	2025
	木浆	/		10	2023
浙江	箱板纸	145	造纸: 165	77	2023
	瓦楞纸	20			
	木浆	/		10	2023
华中	箱板纸	107	造纸: 145		
	瓦楞纸	38			
	木浆	/		10	2023
华南	箱板纸	45	造纸: 85		
	瓦楞纸	40			
	木浆	/		10	2023
广东	特种纸	10	造纸: 110		
	箱板纸	100	制浆: 10		
	木浆	10			
吉林	瓦楞纸	/	/	30	2023

资料来源: 公司公告, 卓创资讯, 浙商证券研究所

我们预计公司22-24年分别实现营收354.83/424.60/450.89亿元, 同比+7%/+20%/+6%; 对应归母净利润分别为-22.33/10.88/13.85亿元, 3月24日对应23/24年PE分别为11X/9X, 维持“买入”评级。

图61: 山鹰纸业 PB-ROE

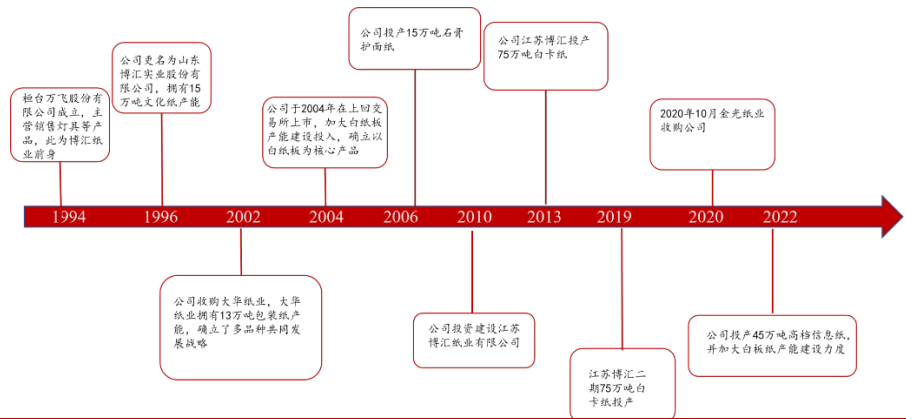


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.4 博汇纸业: 23年盈利弹性较大, 白卡纸龙头格局有望进一步优化

博汇纸业为白纸板行业龙头, 公司创立于1994年, 公司以白纸板为核心品类, 同步发展文化纸、瓦楞纸、箱板纸、石膏护面纸等产品, 2021年白纸板收入占比77%, 文化纸、占比10%; 箱板纸占比10%。2020年10月金光纸业(APP)完成了对公司的收购, 金光集团为世界最大制浆造纸企业之一, 在组织结构优化、经营效率提升方面对公司赋能明显, 综合来看公司步入发展新阶段。

图62: 博汇纸业发展历史



资料来源: 博汇纸业官网, 浙商证券研究所

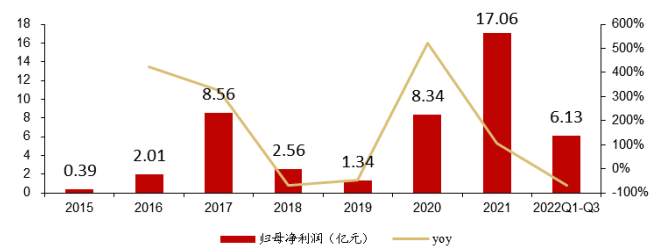
22年成本高位盈利承压, 23年成本下行、需求改善盈利明确修复。预计公司2022年归母净利润实现2.21亿元至2.90亿元(同比-87%至-83%), 22Q4归母净利润实现-3.92亿元至-3.23亿元(同比-86%至-53%), 22Q4针叶浆/阔叶浆分别954美元/吨、828美元/吨, 同比+23.99%/+39.99%, 环比-2.82%/+4.42%, 预计Q4完全使用Q3高价浆, 公司吨纸成本环比提升Q3有所提升。22Q4下游包装行业需求不旺, 白卡纸市场价为5299元/吨(环比-5.91%, 同比-11.98%), 我们预计22Q4价格下行&成本提升挤压吨纸盈利空间。预计23年随着白卡纸下游药品、香烟、食品、餐饮等需求逐季修复, 价格有望旺季提涨, 23Q1末新增纸浆供应到港国内, 成本压力可真实缓解, 带来吨盈利改善。

图63: 博汇纸业营收与增速(亿元, %)



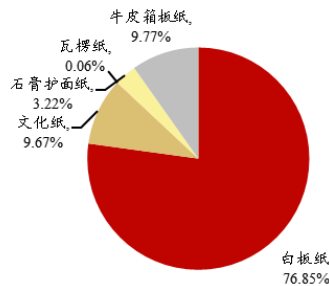
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图64: 博汇纸业利润与增速(亿元, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图65: 2021年博汇纸业产品收入结构(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

产能不断扩充，23年有望充分享受浆价下行&需求复苏带来的盈利弹性。2022年主要产能包括白卡纸215万吨，箱板纸100万吨，高档信息纸45万吨（于22年10月投产），预计23年新增20万吨纱管纸产能、45万吨文化纸产能完全释放。未来规划产能包括江苏基地80万吨特种纸板、100万吨高档包装纸等。公司阔叶浆主要依赖外购，有望充分享受23年浆价下行带来的盈利弹性，中长期随着白卡纸中小厂家产能出清，行业集中度提升，白卡纸价格有望回归上行通道，看好中长期公司龙头地位优化、盈利能力提升。

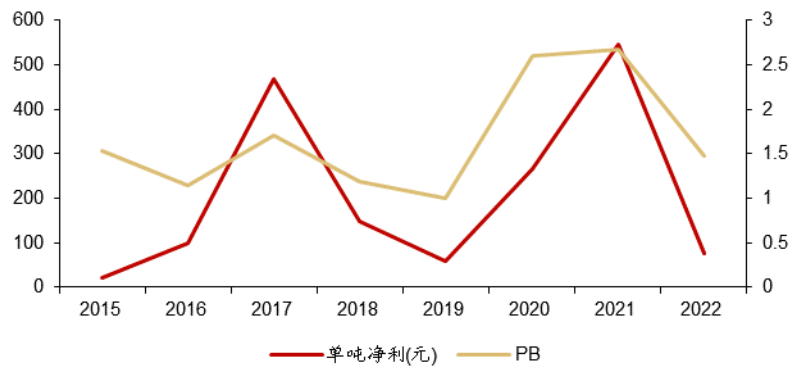
表37: 博汇纸业产能布局(万吨)

	基地	纸种	产能(万吨/年)	
国内现有产能	山东	白纸板	65	
		高档信息纸	45	
		石膏护面/箱板纸	50	
	江苏	箱板纸	50	
2022年产能合计		白纸板	150	
			360	
新增产能规划	江苏	高档特种纸(预计2024年投产)	40	
		高档特种纸板(预计2024年投产)	40	
		高档包装纸板(预计2025年建设)	100	
		白纸板(预计2025年建设)	200	
	江苏博汇合计在建/规划产能			380
	山东	白纸板(预计2026年建设)	70	
		纱管纸(预计2023年投产)	20	
		石膏护面/箱板纸(预计2026年建设)	50	
箱板纸(预计2026年建设)		50		
山东博汇合计在建/规划产能			190	
APP资产注入	浙江	宁波亚浆(预计2026年)	200+	
	广西	广西金桂(预计2026年)	200+	
2023年产能预估		预计2023年投产20万吨纱管纸	380	
2024年产能预估		预计2024年投产80万吨高档特种纸	460	
2025年产能预估		预计2025年投产100万吨高档包装纸	560	

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

我们预计公司22-24年分别实现营收178.96/188.60/212.10亿元, 同比+9.95%/+5.39%/+12.46%; 对应归母净利润分别为2.79/10.47/16.30亿元, 3月24日对应23/24年PE分别为10X/6X, 维持“买入”评级。

图66: 博汇纸业PB-ROE



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4 风险提示

浆厂产能投放不及预期。若23年主要浆厂继续推迟投产成本压力保持高位, 不利于纸企改善盈利空间。

进口量增长超预期。若零关税进口成品纸大幅增长，对国内大宗纸供需格局形成较大冲击，纸价难以提涨。

行业需求弱复苏。若 23 年宏观经济增速低于预期，消费回补力度较弱，难以支撑行业大幅消化新增产能。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>