

仙鹤股份(603733)

报告日期: 2023年04月06日

高景气产品再提价, 23年盈利弹性可期

——仙鹤股份更新报告

投资要点

□ 基本事件

4月3日, 仙鹤股份发布热转印纸提价函, 自2023年4月15日发货起, 喷绘热转印原纸全系列产品在现价格基础上, 统一上调500元/吨。

□ 下游需求回暖, 高景气度产品再提价

23Q1 优势品种部分提价落地, 预计收入韧性较强, Q1 末吨盈利出现边际改善。(1) 价格方面, 2023年以来, 2月和3月热转印纸分别发出1000元涨价函, 格拉辛纸2月宣布提价300元, 目前部分已经落地。4月3日, 公司热转印纸再次宣布提价500元, 预计下游纺织服装等行业备货需求较为旺盛, 本次提价落地概率较大。2022年公司拥有约15万吨格拉辛纸、7万吨热转印纸产能, 合计在总产能120万吨(本部85万吨+夏王35万吨)中占比约18%, 预计23Q1优势品种提价带来产品均价略有提升。(2) 销量方面, 23年1月春节物流停工产品销售略受影响, 2-3月恢复正常发货, 综合预计23Q1销售韧性较强。(3) 成本方面, 考虑2-3月木浆库存, 预计Q1主要消化高价库存, 但3月起开始使用部分低价木浆, 叠加部分产品提价带来平均售价提升, Q1末产品吨盈利中枢略有上移。预计Q1收入表现较强, Q1末吨盈利边际改善。

□ 浆价下行&产能扩充&优势品种提价, 23Q2-Q3 业绩弹性可期

木浆加速下行, 23Q2 特种纸盈利弹性集中释放。(1) 成本端, 针、阔叶浆自11月出现边际走弱, 23年初至3月31日, 阔叶浆内盘4895元/吨(较年初-1514元/吨), 针叶浆内盘6264元/吨(较年初-1124元/吨)。纸厂预期纸浆继续下行采购较谨慎, 4月部分大厂净价报价已经跌至600美金以下, 二季度浆价预期继续下行。(2) 价格端, 23Q1公司热转印纸、格拉辛纸部分提价落地, 4月热转印纸继续提价500元/吨, 需求景气向上有望为优势品种提供较强的价格支撑;(3) 销量端, 23Q2公司新增30万吨食品卡、10万吨特种纸陆续投产, 预计产能扩充支撑销量提升。综合展望公司23Q2-Q3盈利弹性集中释放, 全年业绩改善可期。

□ 投资建议

公司为多品类特种纸龙头, 下游卡位大消费, 浆纸产能有序扩张。预计公司23-25年实现营收96.22/120.12/144.56亿元, 同比+24.35%/+24.83%/+20.35%, 实现归母净利12.40/16.04/19.95亿元, 同比+74.53%/+29.41%/+24.35%, 对应EPS为1.76/2.27/2.83元, 对应PE 15/11/9X, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

下游景气度波动, 纸价涨幅不及预期, 行业竞争格局恶化。

投资评级: 买入(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

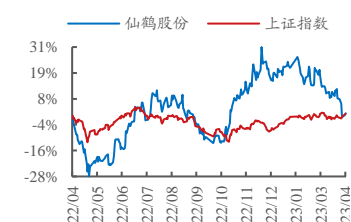
分析师: 傅嘉成

执业证书号: S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥25.77
总市值(百万元)	18,192.99
总股本(百万股)	705.98

股票走势图



相关报告

- 《Q4 略承压全年韧性较强, 看好23年盈利弹性释放》2023.03.30
- 《三季度环比继续改善, 夏王小幅承压略有拖累——仙鹤股份点评报告》2022.10.30
- 《提价落地、成本顶点已现, 看好盈利逐步改善——仙鹤股份点评报告》2022.08.21

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,738	9,622	12,012	14,456
(+/-) (%)	28.61%	24.34%	24.83%	20.35%
归母净利润	710	1,240	1,604	1,995
(+/-) (%)	-30.14%	74.52%	29.41%	24.35%
每股收益(元)	1.01	1.76	2.27	2.83
P/E	25.89	14.84	11.46	9.22

资料来源: 浙商证券研究所

正文目录

1 下游需求回暖，高景气度产品再提价	4
1.1 热转印纸：纺织服装需求旺盛&数码转印成长可期，需求回暖支撑提价落地	6
1.2 格拉辛纸：物流快递标签市场推动格拉辛纸需求提升，预计对价格形成较强支撑	8
2 浆价下行&产能扩充&优势品种提价，23Q2-Q3 业绩弹性可期	10
3 投资建议	12
4 风险提示	12

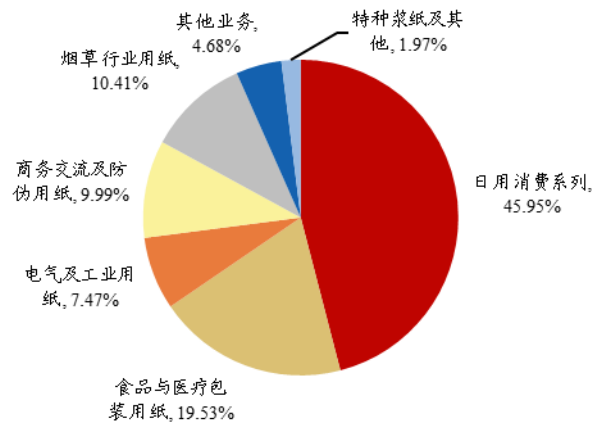
图表目录

图 1: 2022 年公司收入结构 (%)	4
图 2: 2011-2021 年中国热转印纸产量 (万吨, %)	6
图 3: 2021 年中国热转印纸产品结构 (%)	6
图 4: 中国纺织服装零售额 (亿元)	7
图 5: 中国服装类零售额累计同比 (%)	7
图 6: 全球数码印花产量 (亿米, %)	7
图 7: 中国数码印花产量 (亿米, %)	7
图 8: 2020 年中国热转印纸产能分布 (%)	8
图 9: 中国格拉辛纸产量 (万吨, %)	9
图 10: 中国标签印刷市场产值 (亿元, %)	9
图 11: 中国标签印刷细分结构 (%)	9
图 12: 2016-2021 年中国不干胶标签市场规模 (亿平方米, %)	10
图 13: 中国规模以上快递业务量 (亿件, %)	10
图 14: 中国格拉辛纸产能分布 (%)	10
图 15: 针叶浆、阔叶浆、化机浆历史价格 (美元/吨)	11
图 16: 欧洲港口木浆库存 (万吨, %)	12
图 17: 国内港口库存 (万吨)	12
表 1: 仙鹤股份收入结构拆分	5
表 2: 2023 年以来仙鹤股份提价函	6
表 3: 数码印花与传统印花特性对比	7
表 4: 数码印花传统印花成本对比 (元/米)	7
表 5: 热转印纸新增产能 (万吨)	8
表 6: 格拉辛纸与普通离型纸的区别	8
表 7: 纸浆新增产能梳理	11
表附录: 三大报表预测值	13

1 下游需求回暖，高景气度产品再提价

2022年日用消费系列、食品医疗包装用纸收入占比较高、销量增速亮眼。22年产品销量81.2万吨（同比+15.94%），吨售价9532元（同比+10.93%）。分产品看，1) 日用消费系列：涵盖转印材料、标签离型材料、热敏可变信息材料等产品。2022年收入35.56亿元（+42.32%），占比45.95%（-4.27pct），销量39.09万吨（+31.36%）。2) 食品与医疗包装材料：2022年收入15.11亿元（+52.09%），占比19.53%（+3.01pct），销量15.43万吨（+43.28%）。3) 商务交流及出版印刷材料：2022年收入7.73亿元（-7.42%），占比9.99%（-3.89pct），销量9.83万吨（-22.03%）。4) 烟草行业配套系列：2022年收入8.06亿元（+2.48%），占比10.41%（-2.65pct），销量9.18万吨（-1.15%）。5) 电气及工业用纸：2022年收入5.78亿元（+13.22%），占比7.47%（-1.01pct），销量5.18万吨（+10.01%）。

图1：2022年公司收入结构（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表1: 仙鹤股份收入结构拆分

	2017	2018	2019		2019	2020	2021	2022
营业收入(百万元)	3,047.08	4,097.77	4,567.04	营业收入(百万元)	4,567.04	4,843.10	6,016.97	7,738.31
YOY	38.76%	34.48%	11.45%	YOY	11.45%	6.04%	24.24%	28.61%
营业成本	2,462.34	3,391.69	3,713.11	营业成本	4,179.84	4,203.63	5,155.52	7,212.46
YOY	38.91%	37.74%	9.48%	YOY	9.48%	0.57%	22.64%	39.90%
归母净利	398.82	292.41	439.93	归母净利	439.93	717.16	958.17	710.29
YOY	87.85%	-26.68%	50.45%	YOY	50.45%	63.02%	33.61%	-25.87%
热转印用纸	282.82	392.25	521.26	日用消费系列	1,858.60	1,764.25	2,498.75	3,556.12
同比	161.58%	38.69%	32.89%	同比		-5.08%	41.63%	42.32%
占比	9.28%	9.57%	11.41%	占比	40.70%	36.43%	41.53%	45.95%
销售量(万吨)	3.61	4.49	5.83	销售量(万吨)	20.94	22.63	29.76	39.09
销售均价(元/吨)	7827.3	8742.75	8941.35	销售均价(元/吨)	8877.55	7794.34	8396.34	9098
吨毛利(元)	1,489.53	1,131.31	1,862.48	吨毛利(元)	1385.59	1240.86	1442.98	909.84
毛利率	19.03%	12.94%	20.83%	毛利率	15.61%	15.92%	17.19%	10.00%
标签离型用纸	236.12	657.34	580.53	*日用消费系列=热转印用纸+标签离型用纸+防伪用纸(商务交流及防伪用纸+低定量出版印刷用纸-新口径商务交流及出版印刷材料)-食品医疗材料前后口径差值				
同比	17.74%	178.40%	-11.68%					
占比	7.75%	16.04%	12.71%					
销售量(万吨)	3.00	7.66	7.51					
销售均价(元/吨)	7867	8579	7729					
吨毛利(元)	874.82	1,286.04	848.70					
毛利率	11.12%	14.99%	10.98%					
食品与医疗包装用纸	258.59	334.43	513.20	食品与医疗包装材料	611.64	850.34	993.46	1,510.92
同比	49.32%	29.33%	53.45%	同比		39.03%	16.83%	52.09%
占比	8.49%	8.16%	11.24%	占比	13.39%	17.56%	16.51%	19.53%
销售量(万吨)	3.02	3.69	5.58	销售量(万吨)	6.79	9.55	10.76	15.43
销售均价(元/吨)	8576	9062	9201	销售均价(元/吨)	9017	8901	9233	9792
吨毛利(元)	1832.59	1169.88	1819.91	吨毛利(元)	1685.58	2145.09	2177.97	1142.74
毛利率	21.37%	12.91%	19.78%	毛利率	18.70%	24.10%	23.59%	11.67%
商务交流及防伪用纸	899.66	1,032.96	1,288.78	商务交流及出版印刷材料	709.74	779.57	835.18	773.22
同比	51.26%	14.82%	24.77%	同比		9.84%	7.13%	-7.42%
占比	29.53%	25.21%	28.22%	占比	15.54%	16.10%	13.88%	9.99%
销售量(万吨)	11.85	10.47	15.69	销售量(万吨)	9.82	13.26	12.61	9.83
销售均价(元/吨)	7594	9862	8214	销售均价(元/吨)	7224	5879	6623	7866
吨毛利(元)	1429.99	2224.96	1419.44	吨毛利(元)	1621.95	1107.03	961.14	928.18
毛利率	18.83%	22.56%	17.28%	毛利率	22.44%	18.83%	14.51%	11.80%
低定量出版印刷用纸	211.88	278.21	276.28	*新口径剔除防伪用纸				
同比	-8.25%	31.31%	-0.69%					
占比	6.95%	6.79%	6.05%					
销售量(万吨)	2.46	3.03	2.94					
销售均价(元/吨)	8605	9195	9407					
吨毛利(元)	1795.80	1645.05	2288.73					
毛利率	20.87%	17.89%	24.33%					
烟草行业用纸	603.16	724.03	704.26	烟草行业配套系列	704.26	726.24	786.04	805.55
同比	12.30%	20.04%	-2.73%	同比		3.12%	8.23%	2.48%
占比	19.79%	17.67%	15.42%	占比	15.41%	15.00%	13.06%	10.41%
销售量(万吨)	6.95	8.93	8.40	销售量(万吨)	8.40	8.74	9.28	9.18
销售均价(元/吨)	7751	8103	8385	销售均价(元/吨)	8385.48	8311.86	8470.26	8779
吨毛利(元)	2170.43	1465.92	2145.01	吨毛利(元)	2145.01	2691.38	2469.07	1330.07
毛利率	25.00%	18.09%	25.58%	毛利率	25.58%	32.38%	29.15%	15.15%
电气及工业用纸	225.25	307.00	312.08	电气及工业用纸	312.08	384.78	510.22	577.68
同比	20.44%	36.29%	1.65%	同比		23.30%	32.60%	13.22%
占比	7.39%	7.49%	6.83%	占比	6.83%	7.94%	8.48%	7.47%
销售量(万吨)	2.40	3.00	2.97	销售量(万吨)	2.97	3.74	4.71	5.18
销售均价(元/吨)	9373	10239	10495	销售均价(元/吨)	10495	10289	10833	11148
吨毛利(元)	2241.18	1813.29	2500.97	吨毛利(元)	2500.97	2632.86	2736.31	1594.21
毛利率	23.91%	17.71%	23.83%	毛利率	23.83%	25.59%	25.26%	14.30%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2022年产品提价相对通畅, 转嫁部分成本压力。2022年公司日用消费系列(包含转印材料、标签离型、防伪用纸等)/食品与医疗包装用纸/商务交流及出版印刷材料/烟草行业配套系列/电气及工业用纸产品吨售价分别为9098/9792/7866/8779/11148元, 分别同比+8.36%/+6.06%/+18.76%/+3.65%/+2.91%; 吨毛利分别为910/1143/928/1330/1594元, 分别同比-36.95%/-47.53%/-3.43%/-46.13%/-41.74%。2022年全年木浆高位背景下, 吨毛利有所下降, 公司为特种纸平台型龙头, 下游以销定产、客户黏性强, 供需格局较优, 提价传导相对顺畅, 成功转嫁部分成本压力。

23Q1优势品种部分提价落地, 预计收入韧性较强, Q1末吨盈利出现边际改善。(1) 价格方面, 2023年以来, 2月和3月热转印纸分别发出1000元涨价函, 格拉辛纸2月宣布提价300元, 目前部分已经落地。4月3日, 公司热转印纸再次宣布提涨500元, 预计下游纺织服装等行业备货需求较为旺盛, 本次提价落地概率较大。2022年公司拥有约15万吨格拉辛纸、7万吨热转印纸产能, 合计在总产能130万吨中占比约17%, 预计23Q1优势品

种提价带来产品均价略有提升。(2)销量方面,23年1月春节物流停工产品销售略受影响,2-3月恢复正常发货,综合预计23Q1销售韧性较强。(3)成本方面,考虑2-3月木浆库存,预计Q1主要消化高价库存,但3月起开始使用部分低价木浆,叠加部分产品提价带来平均售价提升,Q1末产品吨盈利中枢略有上移。预计Q1收入表现较强,Q1末吨盈利边际改善。

表2: 2023年以来仙鹤股份提价函

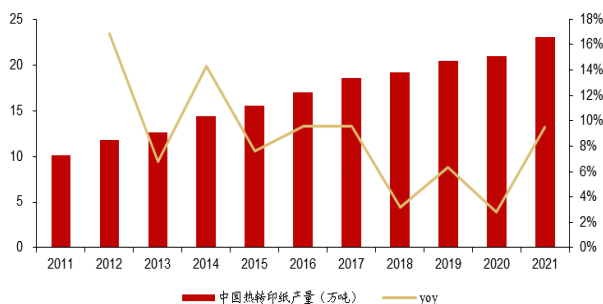
提价函内容情况				
企业	纸种	通告时间		具体内容
仙鹤股份	热转印纸	2023/2/6		自2023/2/15发货起,价格将上涨1000元/吨
仙鹤股份	热转印纸	2023/2/21		自2023/3/5发货起,价格将上涨1000元/吨
仙鹤股份	格拉辛纸	2023/2/10		自2023/2/15起,价格将上涨300元/吨
仙鹤股份	热转印纸	2023/4/3		自2023/4/15发货起,价格将上涨500元/吨

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

1.1 热转印纸: 纺织服装需求旺盛&数码转印成长可期,需求回暖支撑提价落地

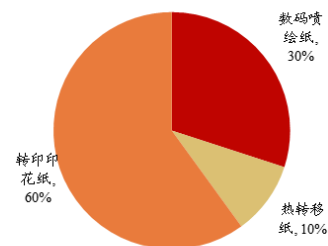
热转印纸主要用于纺织品转移印花、建材领域热转移以及数码喷绘类转印等下游应用领域。细分产品结构来看,转印印花、热转移纸、数码喷绘纸分别占比60%、30%、10%。转印印花纸主要应用于衣物上,热转移纸,一般应用在陶瓷、铝合金门窗等日常用品上,数码喷绘纸,一般用于户外广告上。

图2: 2011-2021年中国热转印纸产量(万吨,%)



资料来源:中国特纸委,华经产业研究院,浙商证券研究所

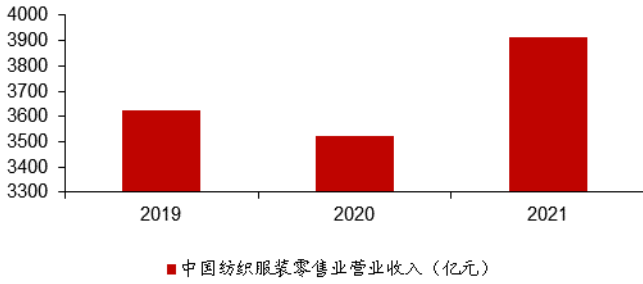
图3: 2021年中国热转印纸产品结构(%)



资料来源:华经产业研究院,浙商证券研究所

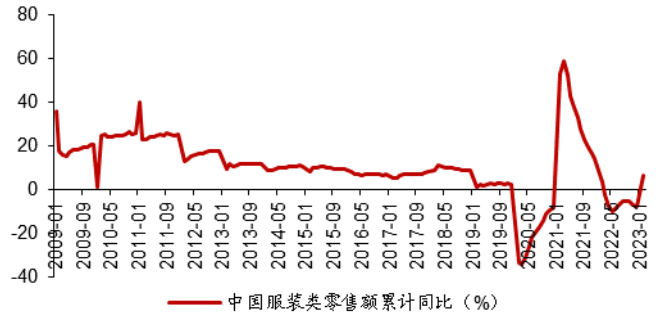
纺织服装业需求提升驱动热转印纸需求回暖。2021年中国纺织服装业营业收入为3915.98亿元,同比增长11%。2011-2021年热转印纸产量从10万吨增长至23万吨,11-21年CAGR为8.5%。2022年受疫情影响,服装类零售额增速回落行业承压,2022年底防疫放开经济修复,2023年2月服装零售额增速同比提升6.4%,恢复快速成长,预计下游服装纺织行业为夏季旺季积极备货带动转印纸需求回暖。

图4: 中国纺织服装零售额(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

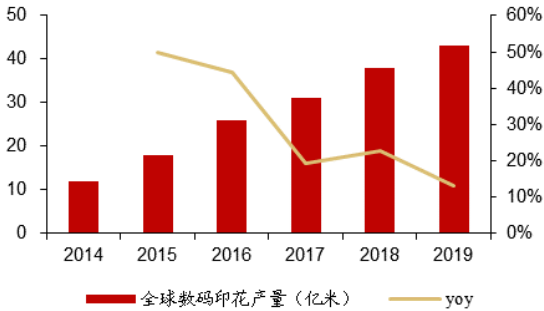
图5: 中国服装类零售额累计同比(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

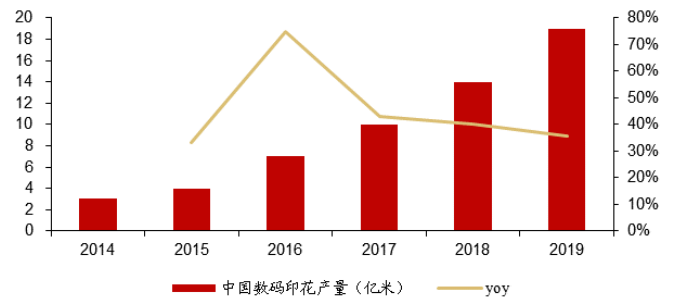
数码印花纸优势凸显加速渗透, 打开长期成长空间。与传统印花技术相比, 数码印花成本不断降低, 生产效率更高, 竞争优势突出。全球纺织数码印花布产量从2014年12亿米增至2019年43亿米, CAGR为29.08%。中国纺织数码印花布产量从2014年3亿米增至2019年19亿米, CAGR为44.65%, 数码喷墨印花占比从1.8%增至11.2%, 中国数码印花产量增速高于全球增速。数码印花下游需求高景气度, 有望打开热转印纸长期成长空间。

图6: 全球数码印花产量(亿米, %)



资料来源: 中国印染协会, 浙商证券研究所

图7: 中国数码印花产量(亿米, %)



资料来源: 中国印染协会, 浙商证券研究所

表3: 数码印花与传统印花特性对比

	传统印花	数码印花
对花精度	容易出现对花不准	对花精准
套色数量	花筒和筛网的数量有限	无限制
花型最大尺寸	常见圆网花回640mm, 1180mm较少用	无限制
花型和颜色效果	筛网网目有限	很容易实现精细的匀纹过渡
布边问题	很难清除	不存在问题
环保问题	产生大量污水	几乎为0
小订单成本	成本较高	几乎为0
换花型、色位时间	取决于筛网数量和洗网效率	0
工人数量	6人	1人
放样时间	一般3-4周	即时
备生产速度(m/min)	50-100	最快到75

资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

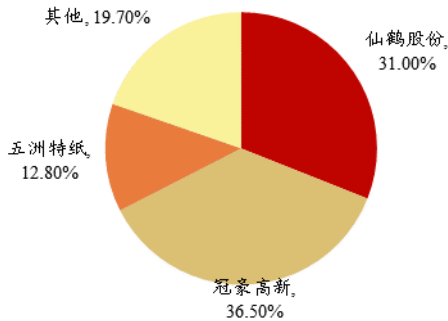
表4: 数码印花传统印花成本对比(元/米)

	2017年	2018年	2019年	2020年
直喷数码印花成本(元/米)	8-10	7-9	6-8	5-7
其中: 墨水平均成本(元/米)	2.8	2.4	2	1.5
直喷数码印花综合成本(元/米)	5	4	2.5-3	2
其中: 墨水平均成本(元/米)	1	0.8	0.6	0.5
传统凹版印花平均成本	1.2-1.5	1.2-1.5	1.2-1.5	1.2-1.5

资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

热转印纸行业供给格局集中，CR3为80.3%。仙鹤、冠豪、五洲分别占比31.00%、36.50%、12.80%，且行业未来新增产能较有限，仙鹤作为行业龙头议价能力较强，渠道黏性强，订单需求旺盛的背景下，热转印纸产品提价落地概率较大。

图8: 2020年中国热转印纸产能分布(%)



资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

表5: 热转印纸新增产能(万吨)

公司	品类	产能(万吨)	投产时间
仙鹤股份	热转印纸	3	2022
民丰特纸	防油原纸、食品包装纸、标签离型原纸、热转印纸	2.5	2023

资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

1.2 格拉辛纸: 物流快递标签市场推动格拉辛纸需求提升, 预计对价格形成较强支撑

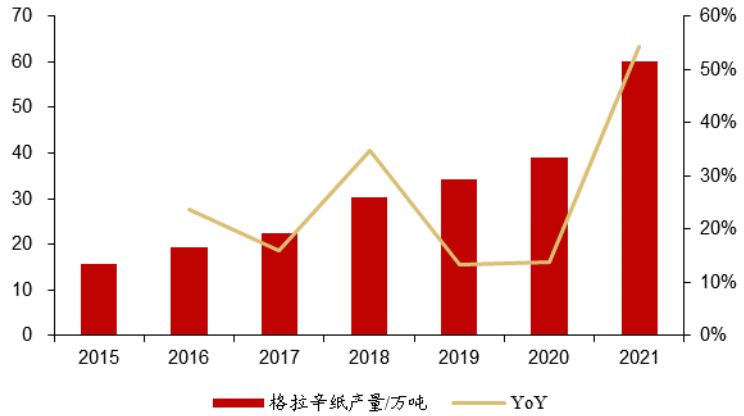
格拉辛纸主要用于制作条形码标签、不干胶、胶带或有粘性工业品。格拉辛纸具有耐高温, 防潮, 防油等功能, 与普通离型纸在原纸、颜色、特点等方面存在优势。格拉辛之用途广泛, 可以广泛用于食品包装、标签底纸、高档不干胶底纸、医用药膏底纸等行业。

表6: 格拉辛纸与普通离型纸的区别

方面	格拉辛纸	普通离型纸
原纸	格拉辛纸是采用品质好的格拉辛纸作为底纸, 然后再经过一系列的加工, 包括涂布等步骤而造成的格拉辛纸离型纸。	主要是采取普通的牛皮纸、双胶纸、铜版纸等, 作为离型纸的底纸, 再经过淋膜硅油处理之后, 做成的普通离型纸。
颜色	格拉辛纸一般固定只有白色、蓝色、黄色三种颜色, 而且看上去色泽纯度比较高, 没有那么杂。	普通离型纸的颜色有很多种, 主要是根据底纸的颜色来确定, 而且不同材料底纸的颜色基底都不一样。
特点和用途	格拉辛纸作底纸的离型纸质量最佳, 很容易可以观察到, 纸质非常的细密均匀、平整性很好、耐用不容易破、有张力韧度高、透光性强等, 这都显示了格拉辛纸离型纸的优势和优点。因此用途广泛, 比如可以用于食品包装、标签底纸、高档不干胶底纸、医用药膏底纸等, 并且在不同的行业中有相当程度的运用。	普通离型纸有类似的防潮防水防油的特点, 但没有格拉辛离型纸耐用, 价格也相对低一些。

资料来源: 观研天下, 浙商证券研究所

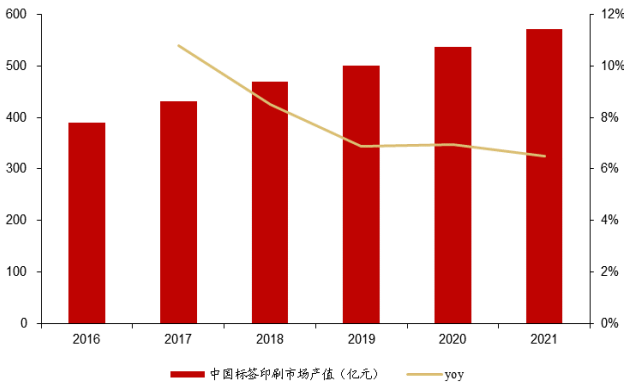
图9: 中国格拉辛纸产量 (万吨, %)



资料来源: 观研天下, 五洲特纸公司公告, 浙商证券研究所

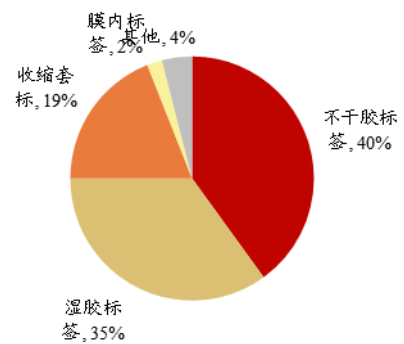
快递物流行业发展带动不干胶标签景气向上, 带来格拉辛纸需求成长。2021年中国标签印刷市场产值570.8亿元, 16-21年CAGR为7.92%, 其中不干胶签为主要应用领域占比40%。2016年至2021年中国不干胶标签市场从52亿平方米增长至85亿平方米, 16-21年CAGR为10.28%, 物流快递是不干胶标签的主要应用领域, 15-22年我国规模以上快递业务量从206.70亿件增长至1,105.80亿件, 15-21年平均增速在34.35%, 22年受到疫情影响增速放缓, 但23年疫后消费回补叠加电商直播消费习惯持续培育, 预计快递业务量恢复高速增长, 带动不干胶标签印刷市场景气向上。格拉辛纸产量从2015年15.6万吨增至2021年60万吨, 预计23年下游快递物流带动印刷标签需求向上, 格拉辛纸需求保持旺盛成长。

图10: 中国标签印刷市场产值 (亿元, %)



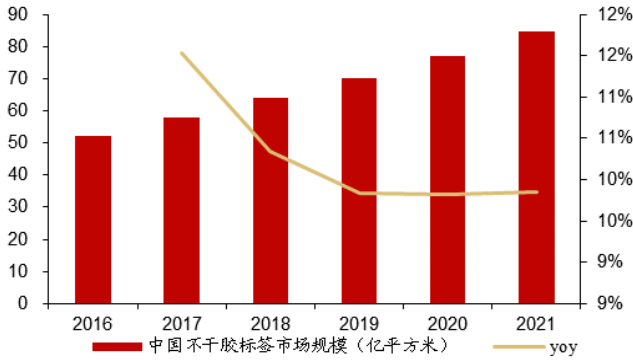
资料来源: 中国印刷及设备器材工业协会标签印刷分会, 浙商证券研究所

图11: 中国标签印刷细分结构 (%)



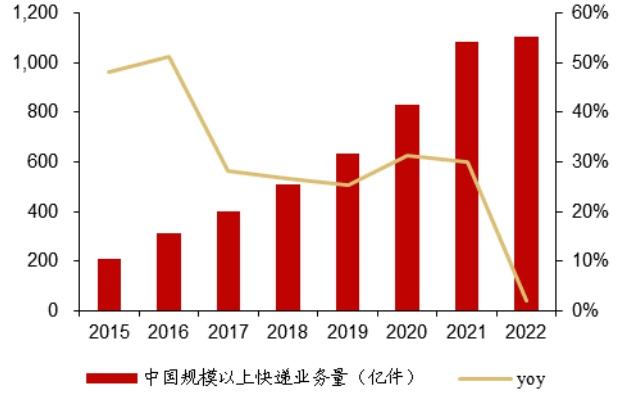
资料来源: 中商情报网, 浙商证券研究所

图12: 2016-2021年中国不干胶标签市场规模(亿平方米, %)



资料来源: 中国印刷及设备器材工业协会标签印刷分会, 浙商证券研究所

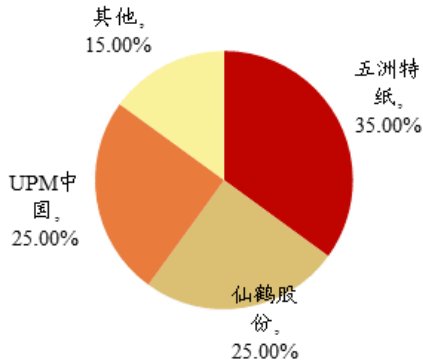
图13: 中国规模以上快递业务量(亿件, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

格拉辛纸行业竞争格局较好, CR3 为 85%。五洲、仙鹤、UPM 中国分别占 35%、25%、25%。2023 年新增产能主要为五洲特纸改造产线新增 20 万吨格拉辛纸, 其余厂家格拉辛纸扩产较少, 行业龙头议价能力较强, 23 年 2 月仙鹤发布 300 元/吨格拉辛纸提价函部分已经落地, 预计需求良好可对格拉辛纸价格形成支撑。

图14: 中国格拉辛纸产能分布 (%)



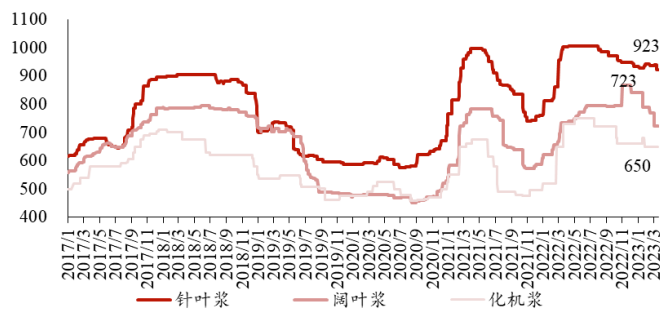
资料来源: 五洲特纸公司公告, 仙鹤股份公司公告, 浙商证券研究所

2 浆价下行&产能扩充&优势品种提价, 23Q2-Q3 业绩弹性可期

4 月主流浆厂报价跌幅较大, 预计 Q2 木浆价格持续下行。22 年 11 月以来针、阔叶浆边走弱, 23Q1 浆价下跌较快。截至 23 年 3 月 31 日, 阔叶浆外盘、针叶浆外盘报价分别 723 美元/吨 (较年初-119 美元/吨)、923 美元/吨 (较年初-15 美元/吨), 阔叶浆内盘、针叶浆内盘报价分别 4895 元/吨 (较年初-1514 元/吨)、6264 元/吨 (较年初-1124 元/吨)。智利 Arauco 公布 2023 年 4 月份面价: 针叶浆银星 815 美元/吨 (较 3 月报价下调 105 美金); 阔叶浆明星暂未报价; 本色浆金星 670 美元/吨 (较 3 月报价下跌 100 美金)。部分大厂净价报价已经跌至 600 美金以下。2023 年 2 月欧洲港口木浆库存 167.4 万吨 (环比+10.55%), 大幅累库反映海外纸厂需求较弱, 3 月国内青岛、常熟港口 105 万吨 (环比-7.22%)、60 万吨 (环比-3.23%), 处于历史 71%、64%分位, 国内纸厂预期纸浆继续下行的背景下采购较为谨慎, 实际进口的高价现货木浆成交清淡, 叠加供给端 Arauco 及 UPM 新增产能投放, 预计 Q2 阔叶浆价格持续下行。

成本加速下行&产能扩充&高景气品种提价，盈利弹性有望于 23Q2-Q3 集中释放。 成本端，考虑 2-3 个月浆库存，预计 23Q1 主要仍在消化高价浆库存，23Q2-Q3 可集中使用低价浆，成本下行幅度较大。销量端，我们预计公司于 23Q2 投产 30 万吨食品卡及 10 万吨特种纸，产能逐渐爬坡贡献销量，广西、湖北林浆纸一体化项目在 2023 年底投产部分浆线和原纸产能。价格端，23Q1 公司热转印、格拉辛等优势品种提价，4 月热转印纸再发 500 元/吨提价函，公司在部分需求旺盛的品种具有较强的议价能力。综合预计公司盈利弹性于 Q2-Q3 集中释放。

图15：针叶浆、阔叶浆、化机浆历史价格（美元/吨）



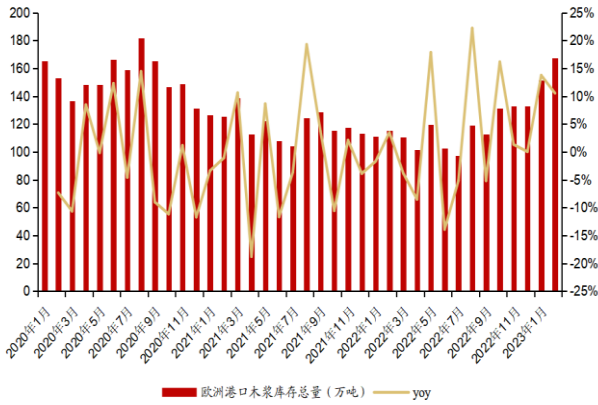
资料来源：卓创，浙商证券研究所

表7：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			
2022	美国	Domtar	-22	针叶浆	22Q1		-22		
	美国	Resolute	-10	阔叶/针叶浆	22Q1		-10		
	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		
2023	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	
2024	巴西	Metsa Fiber	88	针叶浆	23Q3			88	
	巴西	Suzano	230	阔叶浆	23Q4-24Q1				230
2025	巴西	Paracel	180	阔叶浆	2025年				
	巴西	Eldorado	230	阔叶浆	尚未确定				
其他	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

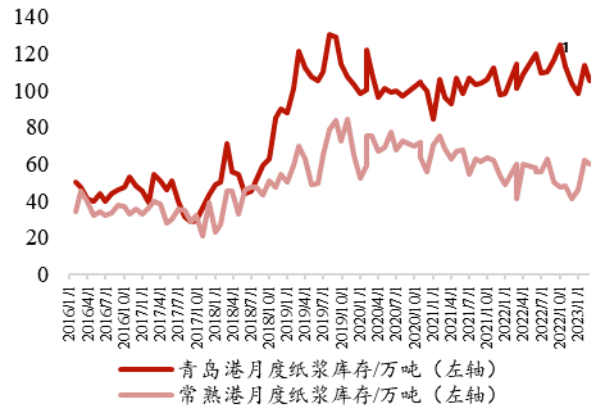
资料来源：RISI，浙商证券研究所

图16: 欧洲港口木浆库存(万吨, %)



资料来源: Europulp, 浙商证券研究所

图17: 国内港口库存(万吨)



资料来源: 卓创, 浙商证券研究所

3 投资建议

公司为多品类特种纸龙头，下游卡位大消费、浆纸产能有序扩张。预计公司 23-25 年实现营收 96.22/120.12/144.56 亿元，同比+24.35%/+24.83%/+20.35%，实现归母净利润 12.40/16.04/19.95 亿元，同比+74.53%/+29.41%/+24.35%，对应 EPS 为 1.76/2.27/ 2.83 元，对应 PE 15/11/9X，维持“买入”评级。

4 风险提示

下游景气度波动。若下游消费回补力度较弱，难以支撑销量快速成长。

纸价涨幅不及预期。若成本下行幅度较大，产品价格有可能做出大幅调整，不利于盈利空间改善。

行业竞争格局恶化。若龙头企业扩产较多，竞争格局恶化，可能对产品价格造成较大压力。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,969	6,908	9,754	10,248
现金	944	41	303	1,299
交易性金融资产	1,036	1,036	1,036	1,036
应收账款	1,315	2,796	3,831	3,921
其它应收款	19	16	38	23
预付账款	157	163	189	249
存货	2,055	2,255	3,758	3,120
其他	1,442	600	600	600
非流动资产	6,295	7,845	9,029	10,256
金额资产类	55	55	55	55
长期投资	864	1,046	1,176	1,308
固定资产	2,846	3,581	3,951	4,319
无形资产	773	990	1,187	1,400
在建工程	1,152	1,567	2,053	2,566
其他	605	606	607	608
资产总计	13,264	14,753	18,783	20,504
流动负债	4,074	4,319	6,738	6,455
短期借款	1,771	2,258	2,745	3,430
应付款项	2,022	1,550	3,396	2,365
预收账款	0	0	0	0
其他	281	511	597	659
非流动负债	2,278	2,278	2,278	2,278
长期借款	0	0	0	0
其他	2,278	2,278	2,278	2,278
负债合计	6,352	6,597	9,016	8,733
少数股东权益	32	37	43	53
归属母公司股东权	6,880	8,119	9,723	11,718
负债和股东权益	13,264	14,753	18,783	20,504

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	72	428	1,203	1,803
净利润	715	1,244	1,611	2,004
折旧摊销	362	441	520	580
财务费用	67	61	35	25
投资损失	(139)	(231)	(300)	(323)
营运资金变动	(924)	(1,084)	(652)	(465)
其它	(10)	(3)	(11)	(17)
投资活动现金流	(651)	(1,757)	(1,393)	(1,467)
资本支出	(906)	(1,805)	(1,563)	(1,659)
长期投资	(32)	(183)	(130)	(131)
其他	287	231	300	323
筹资活动现金流	638	426	452	660
短期借款	1,081	487	487	685
长期借款	0	0	0	0
其他	(443)	(61)	(35)	(25)
现金净增加额	71	(903)	262	997

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7738	9622	12012	14456
营业成本	6848	8051	10054	12034
营业税金及附加	43	77	79	97
营业费用	26	38	44	53
管理费用	124	173	216	275
研发费用	104	135	215	219
财务费用	68	50	27	21
资产减值损失	(10)	0	0	0
公允价值变动损益	34	0	0	0
投资净收益	140	231	300	323
其他经营收益	101	77	121	150
营业利润	801	1409	1809	2249
营业外收支	(7)	0	0	0
利润总额	794	1409	1809	2249
所得税	79	165	198	244
净利润	715	1244	1611	2004
少数股东损益	5	5	7	9
归属母公司净利润	710	1240	1604	1995
EBITDA	1041	1666	2045	2509
EPS (最新摊薄)	1.01	1.76	2.27	2.83

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	28.61%	24.34%	24.83%	20.35%
营业利润	-30.74%	75.88%	28.40%	24.30%
归属母公司净利润	-30.14%	74.52%	29.41%	24.35%
获利能力				
毛利率	11.51%	16.33%	16.30%	16.76%
净利率	9.18%	12.88%	13.36%	13.80%
ROE	10.32%	15.27%	16.50%	17.02%
ROIC	5.80%	8.81%	9.45%	10.08%
偿债能力				
资产负债率	47.89%	44.72%	48.00%	42.59%
净负债比率	91.90%	80.88%	92.31%	74.19%
流动比率	1.71	1.60	1.45	1.59
速动比率	1.02	0.90	0.77	0.97
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.69	0.72	0.74
应收账款周转率	6.13	6.67	6.04	6.27
应付账款周转率	7.04	9.01	7.85	7.89
每股指标(元)				
每股收益	1.01	1.76	2.27	2.83
每股经营现金	0.10	0.61	1.70	2.55
每股净资产	9.74	11.50	13.77	16.60
估值比率				
P/E	25.89	14.84	11.46	9.22
P/B	2.67	2.27	1.89	1.57
EV/EBITDA	23.24	13.49	11.10	8.92

资料来源：浙商证券研究所

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>