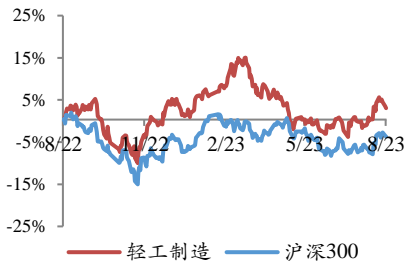


Suzano 半年报专题: 浆、纸价跌, 供给扩张预期下浆价仍存压力

行业评级: 增持

报告日期: 2023-08-08

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师: 马远方

执业证书号: S0010521070001

邮箱: mayf@hazq.com

相关报告

- 1.7月木浆系原纸企库存环比下滑, 家居有望迎接持续催化 2023-08-07
- 2.促消费 20 条发布, 家居造纸底部夯实预期加码 2023-08-01
- 3.23Q2 轻工纺服基金持仓分析: 配置环比基本持平, 关注制造及消费拐点 2023-07-24

主要观点:

- **Suzano 发布 2023 半年报。**23H1 公司实现营收 41.28 亿美元, 同比-1.5%, 营业成本 24.64 亿美元, 同比+8.2%, 毛利率 40.32%, 经调整后的 EBITDA 为 20.35 亿美元, 同比-9.6%。
- **纸浆业务: 23Q2 售价大幅回落, 销量环比小幅提升。**
23H1 公司纸浆 (Pulp) 业务实现营收 32.93 亿美元, 同比-4.5%, 占总营收比例为 79.77%, 分季度来看, 23Q1/Q2 纸浆业务实现营收 18.11/14.73 亿美元, 同比+18.6%/-23.8%, 环比-20.4%/-18.7%。
23H1 纸浆销量 496.84 万吨, 同比-1.5%。分季度来看, 23Q1/Q2 纸浆销量分别 246/251 万吨, 同比+3.1%/-5.6%, 环比-11%/+2.4%。
23Q1/Q2 纸浆单位售价分别 721/571 美元/吨, 同比+12.5%/-21.3%, 环比-12.7%/-20.8%。排除停机影响, 23Q1/Q2 木浆单位现金成本分别 184.4/190.5 美元/吨, 同比+11.2%/+9.7%, 环比+3.6%/+3.3%。
- **造纸业务: 23Q2 营收同比向上, 销量环比提升, 售价基本持平。**
23H1 公司纸 (Paper) 业务实现营收 8.35 亿美元, 同比+12.5%, 占总营收比例为 20.23%, 分季度来看, 23Q1/Q2 纸业务实现营收分别 4.09/4.27 亿美元, 同比+21.78%/+4.45%, 环比-10.27%/+4.53%;
23H1 造纸业务销量 57.41 万吨, 同比-9.8%。分季度来看, 23Q1/Q2 纸销量 28.01/29.4 万吨, 同比-10.3%/-9.4%, 环比-17.19%/+4.93%。
23Q1/Q2 公司造纸单位售价分别为 1458.24/1452.70 美元/吨, 同比+35.73%/+15.29%, 环比+8.36%/-0.38%。
- **产能建设: Cerrado 225 万吨商品浆项目预计 24 年 6 月投产。**
公司 Cerrado 项目于 2020 年起开始投资建设, 设计产能为年产 255 万吨桉木浆, 截至 2023 年 6 月底, 该项目建设进度已达 70%, 预计将于 2024 年 6 月达到预定可使用状态, 届时公司商品浆装机产能将达 1350 万吨/年, 同时单吨纸浆生产成本将小于 400 雷亚尔 (按当前汇率, 约折合人民币 589 元/吨)。
- **投资建议。**浆厂停机等措施有意稳定浆价, 但在需求及扩产背景下, 效果有限, 浆价后市仍存压力。阔叶浆供应宽松, 海外浆厂木浆售价同比回落。短期内下游补库、浆厂停机检修计划或小幅推动浆价上调 (8 月 Suzano 阔叶浆报价上涨 20 美金, 仅供长协客户), 但长期看随新产能陆续释放, 阔叶浆供应有望持续宽松, 浆厂自身也将受益新产能投产后制浆成本下降。对我国纸企而言成本端压力持续释放, 且旺季将至, 木浆系原纸 (白卡纸提价两轮, 每轮+200 元, 双胶纸、铜版纸各提价 200 元) 提价逐步落地, 特种纸需求持续修复, 看好下半年盈利弹性兑现。推荐五洲特纸、华旺科技、仙鹤股份、冠豪高新、太阳纸业, 关注博汇纸业。
- **风险提示** 产能投放不及预期、原料价格大幅波动、市场竞争加剧等。

1 主要经营数据梳理

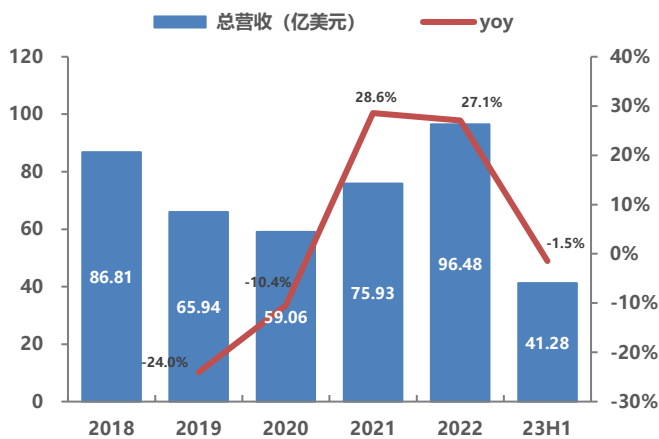
1.1 23H1 分产品营收及量价拆分

公司 23H1 实现营收 41.28 亿美元, 同比-1.5%, 经调整后的 EBITDA 实现 20.35 亿元, 同比-9.6%。分产品来看:

纸浆(Pulp)业务实现营收 32.93 亿美元, 同比-4.5%, 占总营收比例为 79.77%, 实现销量 496.84 万吨, 同比-1.5%;

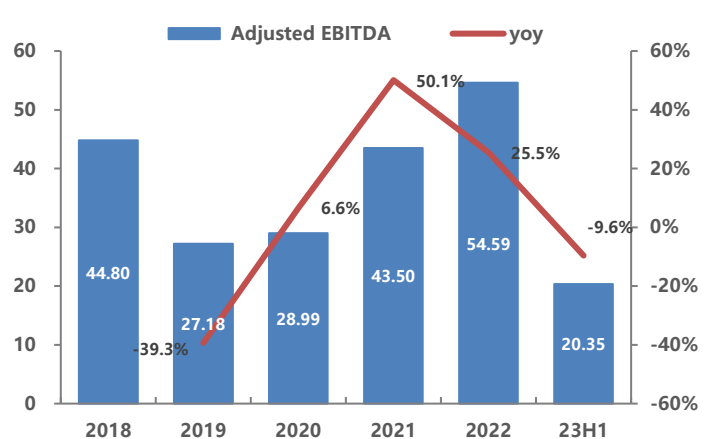
纸(Paper)业务实现营收 8.35 亿美元, 同比+12.5%, 占总营收比例为 20.23%, 实现销量 57.41 万吨, 同比-9.8%。

图表 1 SUZANO 营收及增速 (亿美元)



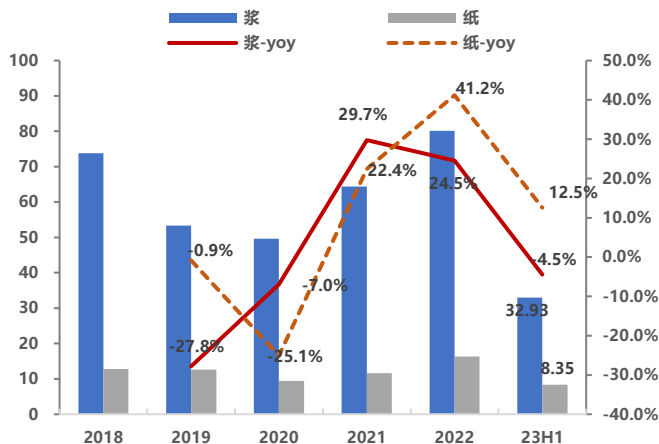
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 2 SUZANO 经调整后的 EBITDA (亿美元)



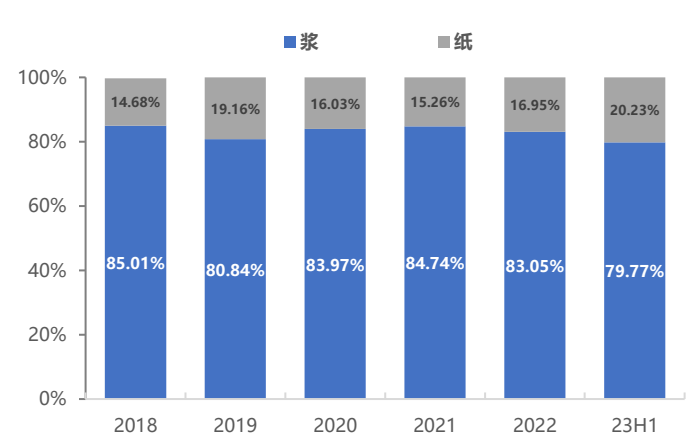
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 3 SUZANO 分品类营收 (亿美元)



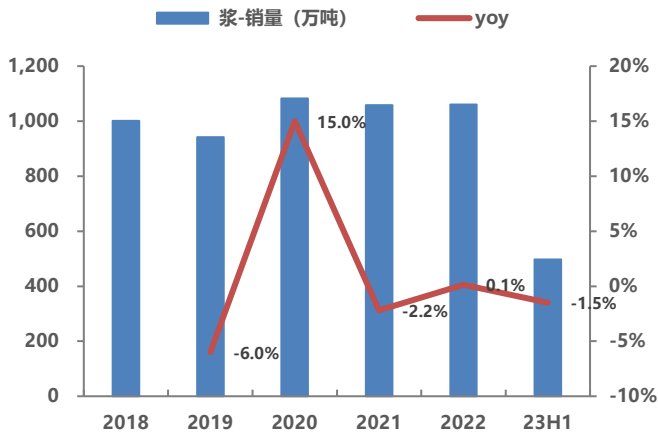
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 4 SUZANO 分品类营收占比 (%)



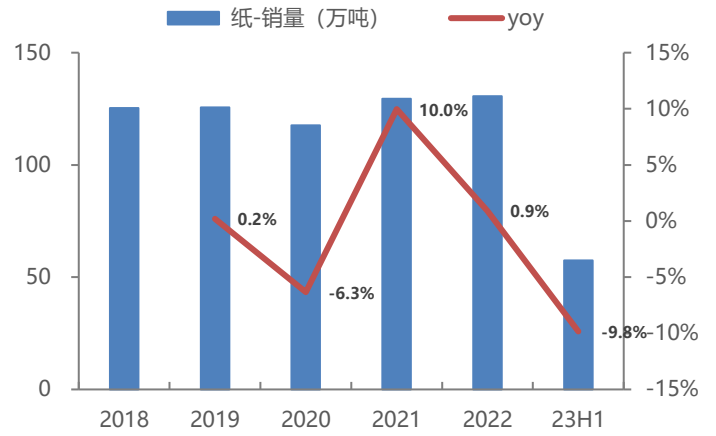
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 5 SUZANO 纸浆销量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

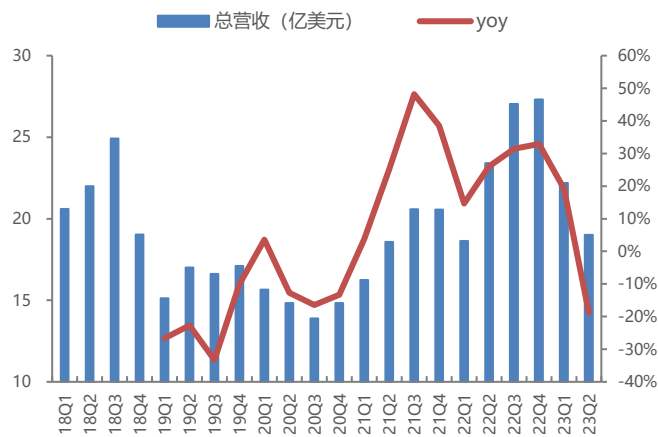
图表 6 SUZANO 纸销量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

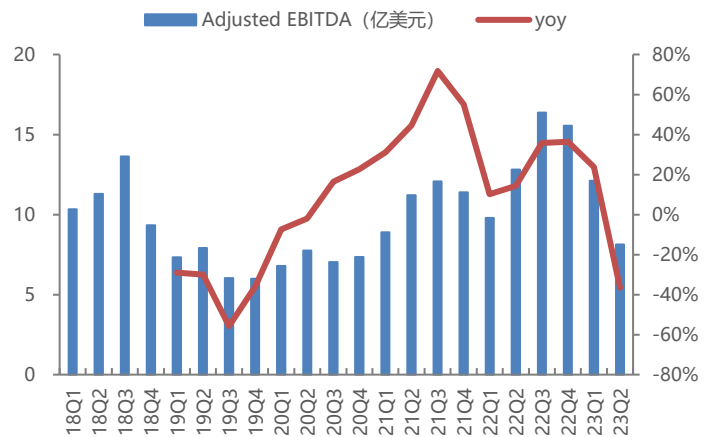
分季度来看, 23Q1/Q2 公司实现营收 22.2/19 亿美元, 同比分别+19.2%/-18.8%, 环比分别-18.75%/-14.39%。23Q1/Q2 公司经调整后的 EBITDA 为 12.12/8.13 亿美元, 同比+23.7%/-36.5%, 环比-22.05%/-32.89%。

图表 7 SUZANO 分季度营收及增速 (亿美元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 8 SUZANO 分季度经调整后的 EBITDA (亿美元)



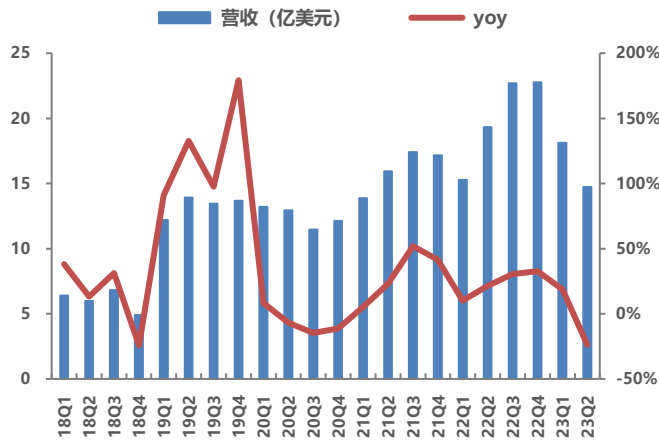
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分产品来看:

(1) 纸浆 (Pulp) 业务: 23Q1/Q2 纸浆业务实现营收 18.11/14.73 亿美元, 同比+18.6%/-23.8%, 环比-20.4%/-18.7%。

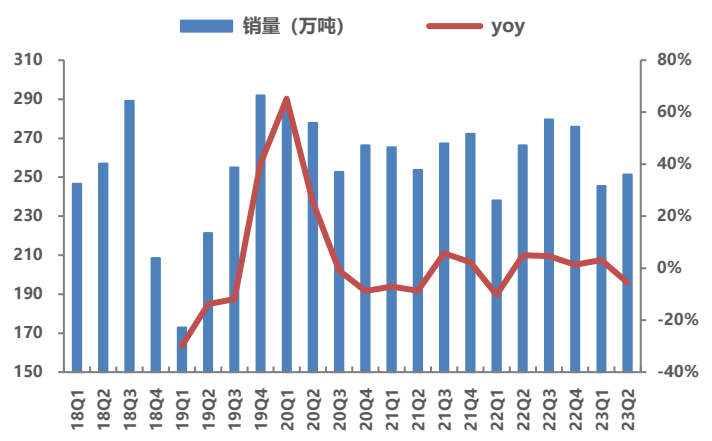
23Q1/Q2 纸浆销量分别 246/251 万吨, 同比+3.1%/-5.6%, 环比-11%/+2.4%。
23Q1/Q2 纸浆单位售价分别 721/571 美元/吨, 同比+12.5%/-21.3%, 环比-12.7%/-20.8%。排除停机影响, 23Q1/Q2 木浆单位现金成本分别 184.4/190.5 美元/吨, 同比+11.2%/+9.7%, 环比+3.6%/+3.3%。

图表 9 纸浆分季度营收及增速 (亿美元)



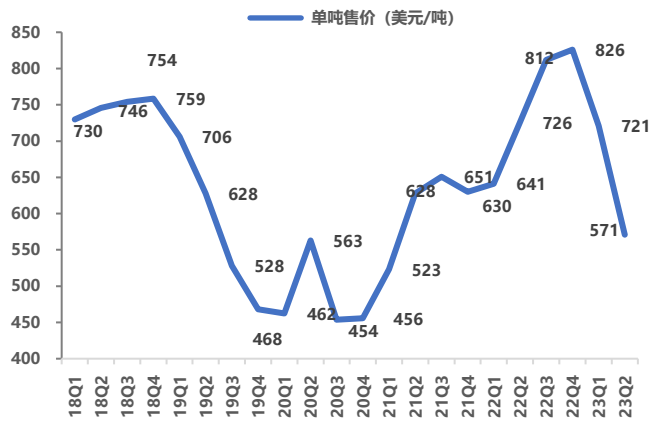
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 10 纸浆分季度销量 (万吨) 及增速



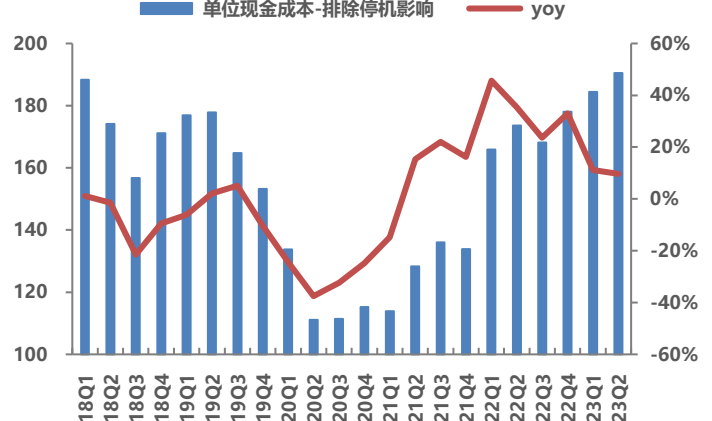
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 11 纸浆各季度平均单位售价 (美元/吨)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 12 纸浆各季度单位现金成本 (排除停机影响, 美元/吨)

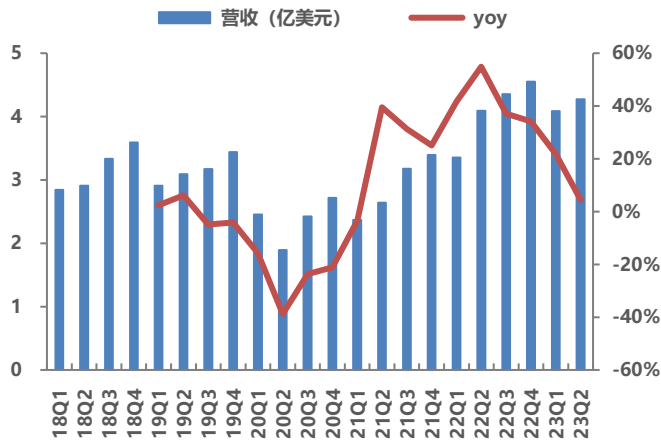


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

(2) 纸 (Paper) 业务: 23Q1/Q2 造纸业务实现营收分别 4.09/4.27 亿美元, 同比+21.78%/+4.45%, 环比-10.27%/+4.53%。

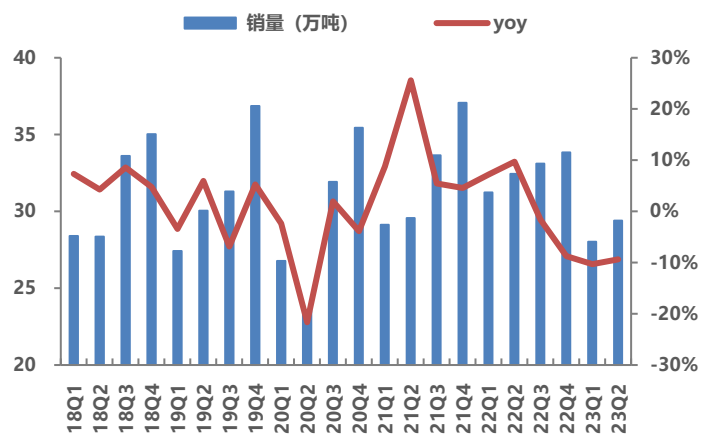
23Q1/Q2 纸销量 28.01/29.4 万吨, 同比-10.3%/-9.4%, 环比-17.19%/+4.93%。23Q1/Q2 造纸单位售价分别 1458.24/1452.70 美元/吨, 同比+35.73%/+15.29%, 环比+8.36%/-0.38%。

图表 13 纸分季度营收及增速 (亿美元)



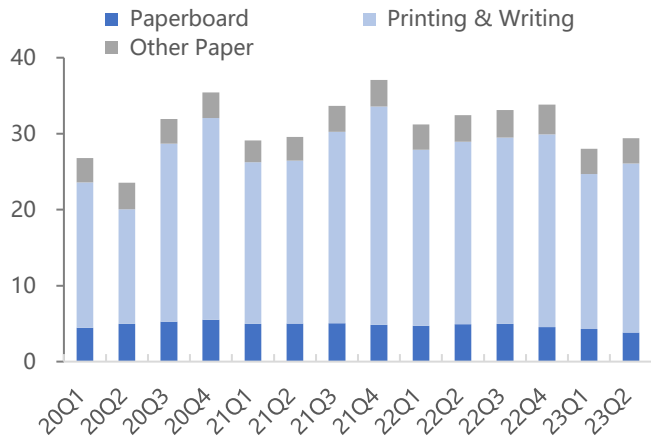
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 14 纸分季度销量 (万吨) 及增速



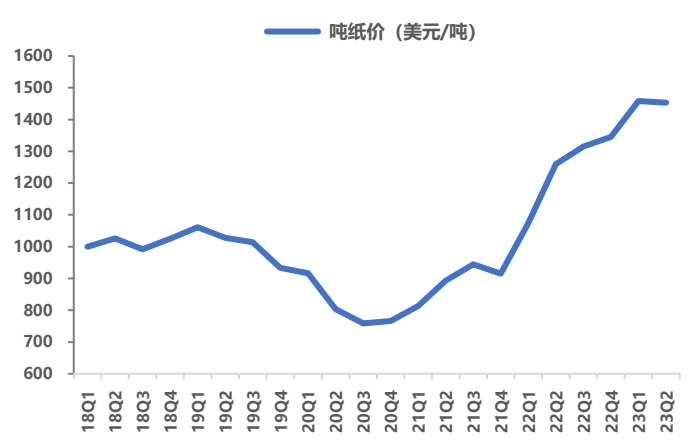
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 15 纸细分产品分季度销量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 16 纸分季度平均售价 (美元/吨)



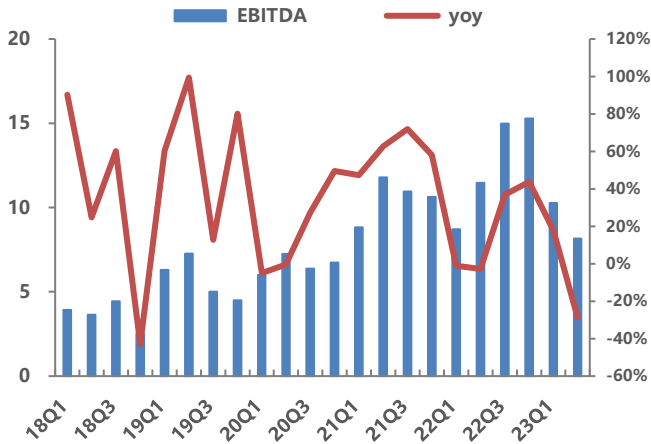
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

1.2 浆价下滑、停机增加拖累纸浆盈利

纸浆业务: 23Q2 公司纸浆业务 EBITDA 为 8.17 亿美元, 同比-28.7%, 环比-20.5%。23Q2 公司单位纸浆 EBITDA 为 325 美元/吨, 同比-24.5%, 环比-22.3%。纸浆业务盈利下滑主因:

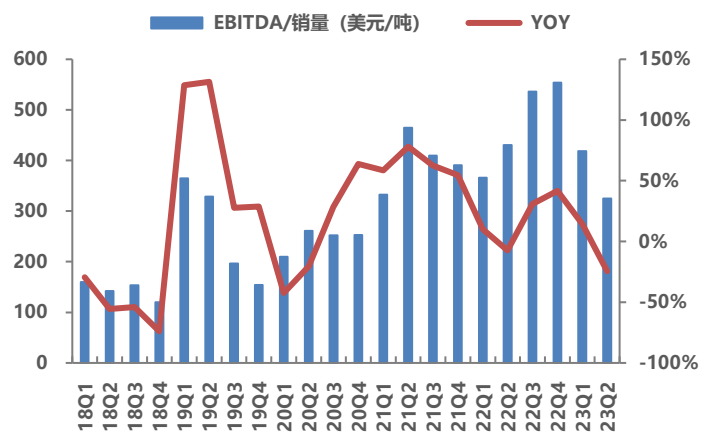
- 1) 纸浆售价下滑。23Q2 纸浆售价 571 美元, 同比/环比分别-21.3%/-20.8%;
- 2) 停机检修时间增加。23Q2 较 22Q2 浆厂的停机检修时间增加, 固定成本摊销提升;

图表 17 纸浆单季度 EBITDA (亿美元) 及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 18 各季度纸浆 EBITDA/销量 (美元/吨)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

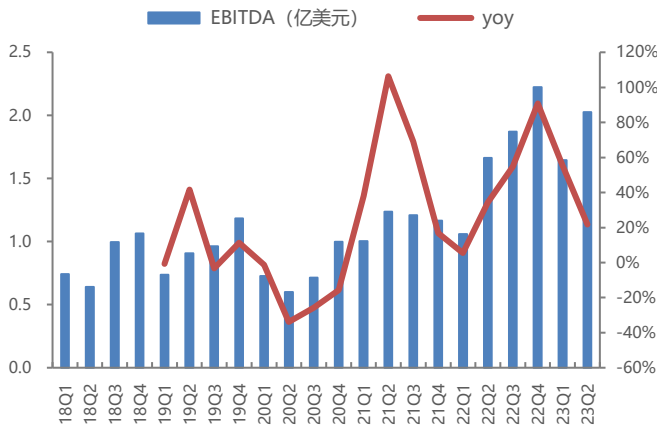
图表 19 公司 23Q2 停机检修次数同比、环比均有提升

Mill – Pulp capacity	2022				2023				2024			
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Aracruz - Mill A (ES) – 590 kt		No downtime										
Aracruz - Mill B (ES) – 830 kt					No downtime							
Aracruz - Mill C (ES) – 920 kt					No downtime							
Imperatriz (MA) ¹ – 1,650 kt												
Jacareí (SP) – 1,100 kt												
Limeira (SP) ² – 690 kt												
Mucuri - Mill 1 (BA) ² – 600 kt									No downtime			
Mucuri - Mill 2 (BA) – 1,130 kt		No downtime										
Suzano (SP) ¹ – 520 kt		No downtime										
Três Lagoas - Mill 1 (MS) – 1,300 kt									No downtime			
Três Lagoas - Mill 2 (MS) – 1,950 kt									No downtime			
Veracel (BA) ² – 560 kt		No downtime										

资料来源：公司公告，华安证券研究所

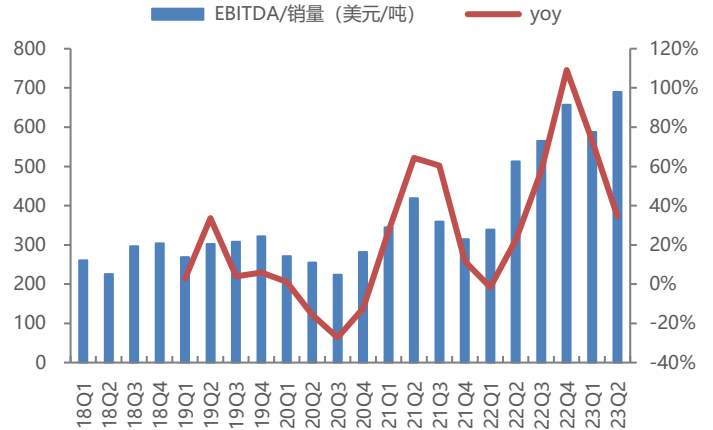
造纸业务：23Q2 公司造纸业务 EBITDA 为 2.03 亿美元，同比+21.81%，环比+23.12%。23Q2 公司单位造纸 EBITDA 为 689.31 美元/吨，同比+34.45%，环比+17.33%。纸浆业务盈利同比增长主因售价提升，23Q2 公司造纸均价同比+15.29%。

图表 20 造纸单季度 EBITDA (亿美元) 及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 21 各季度造纸 EBITDA/销量 (美元/吨)

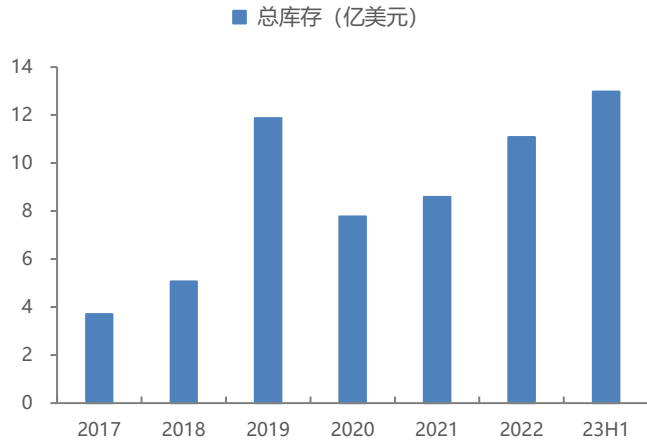


资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 企业及港口库存分析

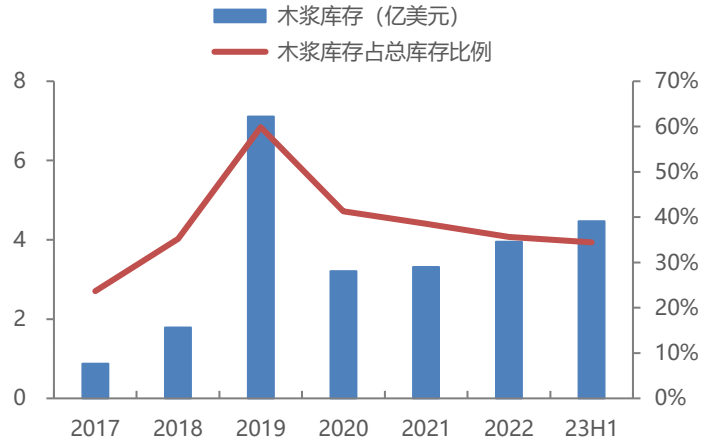
总库存在持续提高，木浆存货占比较 2022 年年末提升。截至 2023 年 6 月 30 日，公司整体存货为 12.97 亿美元，较 2022 年年末增长 16.99%，其中，木浆存货为 4.47 亿美元，较 2022 年年末增长 13.01%，占总库存比例为 34.44%。

图表 22 公司当前总库存处于高位



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 23 公司木浆存货较 2022 年年末提升 13.1%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

6 月欧洲港口木浆库存同比+76.4%。根据 Europulp，2023 年 6 月欧洲港口木浆库存 181.42 万吨，同比/环比+76.4%/+1.3%。欧洲市场需求持续低迷。

7 月国内主要港口木浆库存量环比下滑。根据卓创资讯，7 月我国青岛、保定、常熟港木浆库存合计 177.68 万吨，同比+4.9%，环比-2.1%，浆价回落纸企木浆采购量提升，港口库存环比下滑。

图表 24 欧洲木浆月度港口库存 (万吨)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 25 我国主要港口木浆库存



资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队，2021年加入华安证券研究所，2022年水晶球轻工造纸行业（公募榜）第五名，2022年新浪金麒麟纺织服装最佳分析师，2022年Choice轻工制造行业最佳分析师。以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。