

轻工制造

我们此时继续看多木浆系造纸的五个理由

一季度行业盈利低点已现，二季度浆厂让利纸厂叠加旺季纸价提涨，盈利能力环比提升几成定局。19Q1 纸张价格已开始上涨，中期纸价低点已现。主要纸厂原材料木浆成本价格为 2018 年 9-10 月外盘价，为历史高点，12 月纸浆期货上市制造了一波行业价格扰动，导致外盘浆价出现阶段性下跌，一季度主要纸厂进货成本阶段性下行，二季度主要纸厂原材料成本将行至低位，浆厂让利纸厂叠加旺季纸价提涨使得纸厂二季度盈利出现复苏。

二季度浆纸价格同步上行成大概率事件。行业层面，纸厂价格及成本倒挂局面将在二季度恢复，然外盘浆价在 1 月份出现闪跌之后，已在二月企稳回升，各大供应商 3、4 月报价全面上调，纸价亦在 3 月初开始提涨，目前落实情况较好。产业链价格趋势均已见底回升，涨价预期下，成交量回暖将成大概率事件，叠加下游低库存态势，产业链量价齐升趋势将获得延续。

木浆主要供应商已开始选择性让利出货，下游纸厂接货情况良好，港口库存压力或在近期得到缓解。主要木浆供应商巴西鹦鹉及金鱼合并后回到市场并坚持挺价，近期产业内达成一致，鹦鹉金鱼选择性让利 30-40 美金/吨向主要长协纸厂发货。中国港口库存大户库存消化周期开启，预计消化速度将十分迅速。与此同时，全球主要木浆供应商 2 月起向中国发运量大幅下滑，我们预计未来 3 个月，木浆中国港口库存量将出现趋势性下滑。

木浆产业链终端对纸张价格敏感度极低，纸价上涨阻力不大。木浆产业链终端印刷厂，大多从贸易商处拿货。调研显示，大部分印刷厂经营关注焦点在终端客户的印刷设计需求上，对于原材料成本的议价意愿不强，且已普遍形成纸价长年高位预期，我们认为这是纸张价格连续恢复性上涨的重要基础。

白卡纸产业格局已然见底，一旦形成协同价格弹性或将显现。外废额度收缩，灰底白板产量受限预期下，白卡纸替代性需求增长预期强烈，近年行业大厂出现冲动型产能布局动作，导致行业阶段性供需恶化。但白卡纸 CR4 接近 70%，若白卡纸价格持续低迷，行业亏损局面将延续，大幅亏损预期下，行业中企业协同意愿将增强。我们判断，未来无论以何种形式形成协同，白卡纸行业竞争格局边际改善将成大概率事件，一旦出现改善，将带动产业链所有价格复苏，弹性或将显现。

近期木浆价格下行，铜板双胶纸价上涨，利好文化纸纸厂，当前大型文化纸厂估值较低，推荐华泰股份、太阳纸业。

风险提示：原材料价格波动，下游订单不及预期。

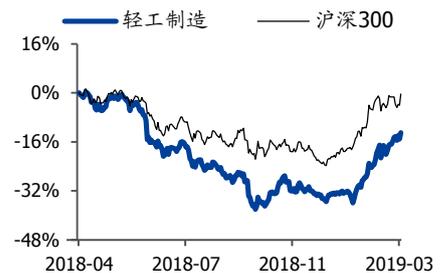
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002078	太阳纸业		0.78	0.95	1.11	1.25	9.2	7.5	6.4	5.7
600308	华泰股份		0.58	0.72	0.80	0.88	10.2	8.2	7.4	6.7

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

相关研究

- 《轻工制造：纸包装、金属包装龙头价值被低估，维持推荐合兴包装、奥瑞金》2019-03-31
- 《轻工制造：瓦楞纸包装成本之我见—长期看多合兴包装理由一》2019-03-27
- 《轻工制造：双胶纸价格稳中看涨，烟标行业去库存拐点已现》2019-03-24



我们此时继续看多木浆系造纸的五个理由

1. Q1 筑盈利低点，逐季向上大局将定

一季度行业盈利低点已现，二季度浆厂让利纸厂叠加旺季纸价提涨，盈利能力环比提升几成定局。2019年一季度无疑是行业盈利最低点，原因在于，一季度铜板双胶纸价格已开始上涨，中期纸价低点已现；19年一季度主要纸厂原材料木浆成本价格为2018年9-10月外盘价，为历史高点。12月纸浆期货上市制造了一波行业价格扰动，导致外盘浆价出现阶段性下跌，一季度主要纸厂进货成本阶段性下行，二季度主要纸厂原材料成本将行至低位，浆厂让利纸厂叠加旺季纸价提涨使得纸厂二季度盈利出现复苏。

图表 1: 铜版纸价格 Q1 行至最低点后出现向上趋势



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 2: 双胶纸价格 Q1 行至最低点后提价趋势明显



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 3: 19Q1 纸厂使用木浆对应 18 年 9~10 月相对高价木浆



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

2. 二季度浆纸价格大概率同步上行

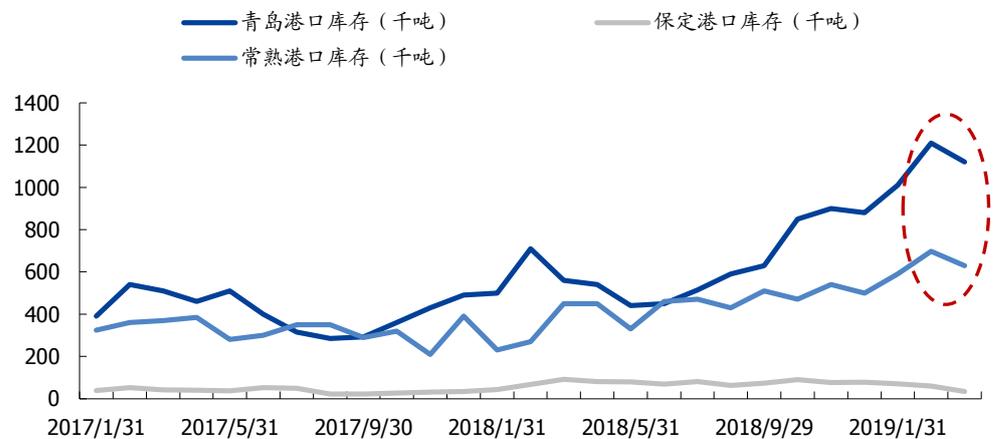
行业层面，纸厂价格及成本倒挂局面将在二季度恢复，然外盘浆价在 1 月份出现闪跌之

后，已在二月企稳回升，各大供应商3、4月报价全面上提，纸价亦在3月初开始提涨，目前落实情况较好。产业链价格趋势均已见底回升，涨价预期下，成交量回暖将成大概率事件，叠加下游低库存态势，产业链量价齐升趋势将获得延续。

3. 木浆供应商让利出货，国内木浆港口库存趋势性下滑

木浆主要供应商已开始选择性让利出货，下游纸厂接货情况良好，港口库存压力或在近期得到缓解。主要木浆供应商巴西鸚鵡及金鱼合并后回到市场，在市场一片跌声中，近三个月首次报价宣布挺价720美元/吨，稳住价格预期，而彼时其他品种价格均已跌至650美元/吨一线，产业链经过一番博弈后，近期最终达成一致，鸚鵡金鱼选择性让利30-40美金/吨向主要长协纸厂发货，届时，中国港口库存大户库存消化周期开启，预计消化速度将十分迅速。与此同时，全球主要木浆供应商2月起向中国发运量大幅下滑，我们预计未来3个月，木浆中国港口库存量将出现趋势性下滑。

图表4：19年3月国内木浆港口库存开始下滑



资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

4. 木浆产业链终端对纸张价格敏感度极低，纸价上涨阻力不大

木浆产业链终端印刷厂，大多从贸易商处拿货。调研显示，大部分印刷厂经营关注焦点在终端客户的印刷设计需求上，对于原材料成本的议价意愿不强，且已普遍形成纸价长年高位预期，我们认为这是纸张价格连续恢复性上涨的重要基础。

5. 白卡纸产业格局已然见底，一旦形成协同价格弹性或将显现

白卡纸行业格局实乃冰火两重天，CR4接近70%的集中度，产业协同性理论上应该较好，然由于外废额度收缩，灰底白板产量受限预期下，白卡纸替代性需求增长预期强烈，近年行业大厂出现冲动型产能布局动作，导致行业阶段性供需恶化。使得行业主要厂商不得不将销售策略重心向销量上转移，保销量策略已使得行业价格行至部分厂商盈亏平衡线以下，并极大程度上压制产业链其他产品价格趋势。

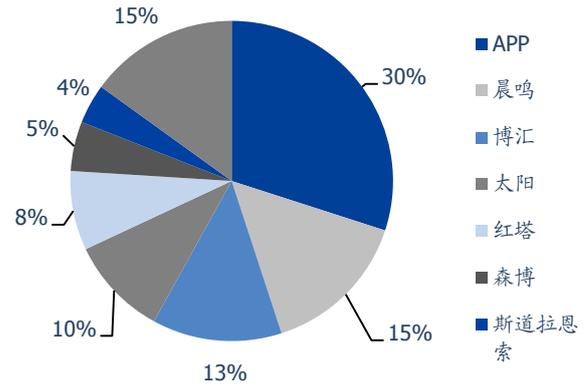
根据当前白卡纸纸价和成本计算，以白卡纸为主要销售产品的博汇纸业，2018年Q4已出现2.5亿的净亏损，我们预计，若白卡纸价格持续低迷，行业亏损局面将延续，大幅亏损预期下，行业中企业协同意愿将增强。我们判断，未来无论以何种形式形成协同，白卡纸行业竞争格局边际改善将成大概率事件，一旦出现改善，将带动产业链所有价格复苏，弹性或将显现。

图表 5: 经历价格战, 白卡纸价格已行至历史低位



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 6: 白卡纸行业集中度高, 容易达成协同提价



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

短期盈利回暖趋势已现, 事实不容忽视, 中期浆纸价格重回稳步上行通道, 长期白卡纸行业格局边际改善或将为行业带来超预期价格弹性。当前阶段或将成为木浆系造纸新一轮上升周期的开端。

风险提示

原材料价格波动, 下游订单不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼
邮编：100033
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com