

造纸行业跟踪报告

11月份造纸库存数据出炉，木浆库存持续走低，废纸系库存处于低位

推荐（维持）

- **全球厂商库存持续走低，国内港口库存回落。**木浆价格经过2019年以来的剧烈下跌已经趋于稳定。国内木浆需求触底，6月份以后贸易商订购木浆量减少，港口木浆库存明显下行。港口库存经过7-8月历史高点已经开始回落。6月份以后贸易商订购木浆量减少，港口库存见顶回落。截至2019年11月底，青岛港和常熟港木浆库存分别达到103万和65万吨。截至2019年10月底，全球港口木浆库存下降至186.9万吨，环比降幅扩大。截至12月6日，针叶浆外盘平均价格为583.13美元/吨，折合人民币4097.15元，阔叶浆外盘平均价格为479.29美元/吨，折合人民币3367.56元。
- **双胶和铜版等木浆系纸市场回暖，库存走低。**近两个月铜版和双胶纸等木浆系纸价格延续了8月下旬以来的景气，需求持续回暖。截至12月6日，双胶纸和铜版纸价格自11月以来维持不变，分别为6400元/吨和6166.67元/吨。截至10月底（1）双胶纸企业库存为38.9万吨，较9月底持平；（2）白卡纸企业库存20天，较9月持平；（3）铜版纸企业库存为25万吨，较9月底持平。
- **11月国内废纸价格回升，纸厂黄板纸库存中枢下行。**截至12月6日，国内黄板纸价格为2163.06元/吨，环比上涨4.78%，同比下跌9.44%；受国内废纸价格上涨影响，国内外废纸差进一步扩大到1506.11元/吨，环比上升6.79%，同比上升105.46%；18年9月以来随着下游需求乏力，厂商主动去化库存，至19年10月底厂商黄板纸库存达到5.3天。
- **企业去化库存致箱板瓦楞纸厂库存环比减少，10月瓦楞纸价格小幅上涨。**截至12月6日，箱板纸和瓦楞纸价格分别达到4126.67元/吨和3458元/吨，其中箱板纸环比上涨2.48%，瓦楞纸价格环比上涨3.75%。箱板瓦楞纸厂库存环比减少，企业去化库存明显。外废严格限制背景下，截止12月6日箱板纸价格回升至4126.67元/吨。箱板纸前期需求疲弱背景下导致价格持续走低，进入9月份以后在库存到底的背景下行业有所复苏，2020年是外废禁止进口的大限，随着原材料政策趋紧，未来原材料有望推动行业景气上升。
- **强者愈强，造纸龙头投资黄金期到来：展望2020年，我们着重提示造纸龙头企业太阳纸业的投资机会，公司作为造纸行业龙头企业成本控制领先，随着2020年-2021年老挝80万吨箱板纸、广西350万吨林浆纸一体化、本部45万吨文化纸及配套木浆投产，公司产能布局完善，新增产能成本持续降低，公司的平均roe有望抬升，看好新产能投放驱动的盈利扩增和估值抬升。**
- **风险提示：宏观经济大幅下行致需求大幅下滑，造纸行业格局发生重大变化。**

华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

电话：010-63215669

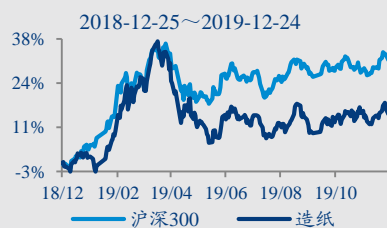
邮箱：gewenxin@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	21	0.56
总市值(亿元)	1,416.95	0.22
流通市值(亿元)	1,195.34	0.25

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	1.8	2.86	16.63
相对表现	-1.91	-1.29	-15.18



相关研究报告

《造纸行业跟踪报告：8月份造纸库存数据出炉，厂商库存持续走低，文化纸提价函落地良好》

2019-09-22

《造纸行业跟踪报告：9月份造纸库存数据出炉，厂商库存持续走低，文化纸提价函落地良好》

2019-11-08

《造纸行业跟踪报告：10月份造纸库存数据出炉，厂商库存持续走低，文化纸提价函落地良好》

2019-11-24

目 录

一、11月纸产业链库存数据出炉，港口木浆库存回落，废纸系库存低位.....	4
（一）全球厂商木浆库存去化有所显现，国内港口库存回落.....	4
（二）双胶和铜版等木浆系纸市场回暖，库存未明显去化.....	5
（三）11月国内废纸价格回升，纸厂黄板纸库存中枢下行.....	7
（四）企业去化库存致箱板瓦楞纸厂库存环比减少，10月瓦楞纸价格小幅上涨.....	7
二、厂商库存持续走低，文化纸提价函落地良好.....	8

图表目录

图表 1: 11 月底青岛港和常熟港木浆库存下降	4
图表 2: 全球港口库存见顶下降	4
图表 3: 全球木浆库存天数连续下滑	5
图表 4: 针叶浆外盘现货价格 11 月松动	5
图表 5: 阔叶浆外盘现货价格 11 月松动	5
图表 6: 19 年以来铜版纸价格回升	6
图表 7: 19 年以来双胶纸价格回升	6
图表 8: 10 月份双胶纸企业库存较 9 月库存持平	6
图表 9: 10 月份铜版纸企业库存较 9 月份库存持平	6
图表 10: 白卡纸价格有所回升	7
图表 11: 白卡纸厂商库存去化	7
图表 12: 国废价格持续调整, 国外废价差小幅缩减	7
图表 13: 10 月底纸厂废纸库存降至 5.3 天	7
图表 14: 箱板纸价格有所回升	8
图表 15: 瓦楞纸价格有所回升	8
图表 16: 箱板纸厂商库存攀升后环比下降	8
图表 17: 瓦楞纸厂商库存攀升后环比下降	8

一、11月纸产业链库存数据出炉，港口木浆库存回落，废纸系库存低位

木浆系产业链：国内木浆需求触底，木浆价格经过2019年以来的剧烈下跌已经趋于稳定。6月份以后贸易商订购木浆量减少，港口库存经过7-8月历史高点已经开始回落。11月底青岛港库存达到104万吨，环比减少3万吨；常熟港木浆库存达到65万吨，环比减少19万吨；10月全球木浆港口库存为186.9万吨，延续高位回落。11月阔叶浆外盘价格震荡下行，针叶浆外盘价格小幅下跌。港口高库存驱动现货价格下行，阔叶浆国内外价差在7月5转正之后不断提扩大至9月27日的518.45元/吨后开始呈现下滑趋势。10月底双胶纸、铜版纸厂商库存未有明显下行。

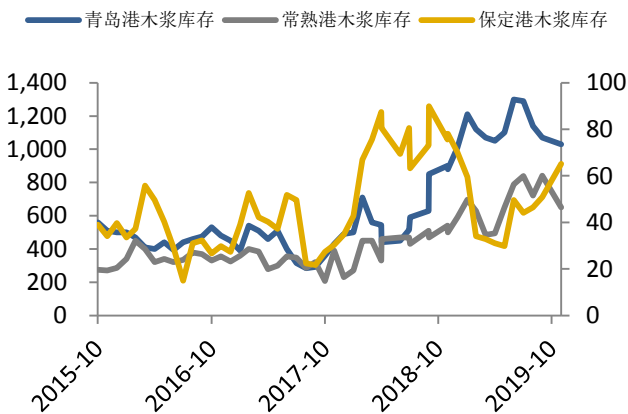
废纸系产业链：18年9月以来下游需求疲弱，厂商持续去化废纸及成品纸库存，进入9月份以后在库存到底的背景下行业有所复苏，19年10月底厂商黄板纸库存达到5.3天，环比增长0.18天，10月箱板纸厂商库存和社会库存分别为68.7万吨和92.8万吨，瓦楞纸厂商库存和社会库存分别为40.3万吨和55.1万吨，较9月底均有所减少。

（一）全球厂商木浆库存去化有所显现，国内港口库存回落

国内港口贸易商木浆库存整体出现回落。具体来看，截至2019年11月底，青岛港和常熟港木浆库存环比分别下降4万吨和19万吨至103万吨和65万吨。保定港木浆库存延续上升，较10月末上升1.43万吨至6.51万吨。

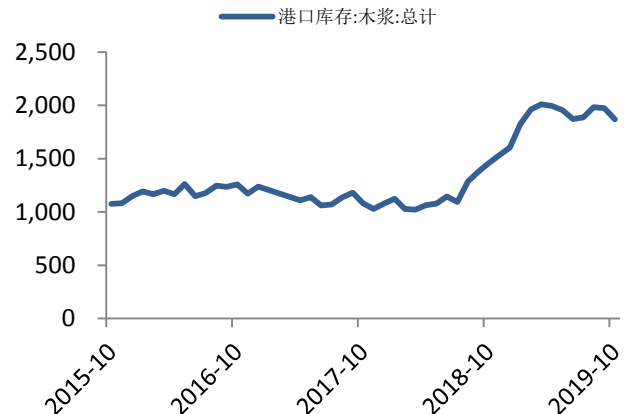
全球港口木浆库存有所下滑。截至2019年10月底，全球港口木浆库存环比下降10.43万吨至186.90万吨，降幅5.29%。

图表 1: 11月底青岛港和常熟港木浆库存下降



资料来源: 卓创资讯, Wind, 华创证券

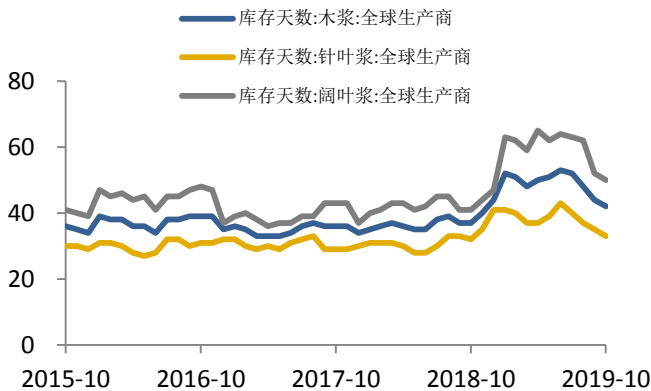
图表 2: 全球港口库存见顶下降



资料来源: Wind, 华创证券

全球浆厂木浆库存连续下滑，欧洲纸浆库存整体保持平稳。截至2019年10月底，欧洲本色浆库存为19天，漂针木浆库存为18天，保持总体稳定；全球浆厂木浆库存为42天，环比减少2天，已出现四连降。从细分浆种来看，阔叶浆厂商木浆库存为50天，较上月减少2天；针叶浆厂商木浆库存为33天，较上月减少2天。

图表 3: 全球木浆库存天数连续下滑



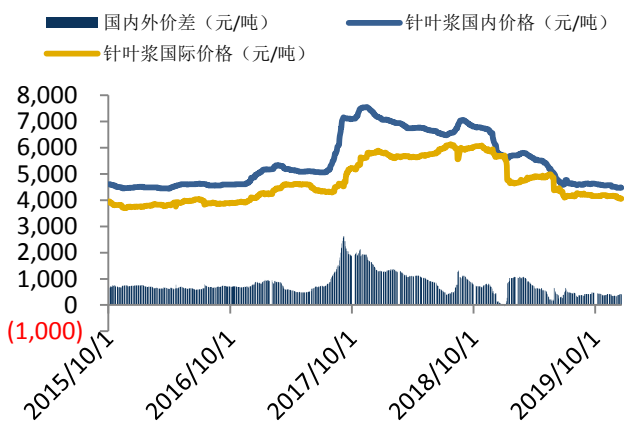
资料来源: 卓创资讯, Wind, 华创证券

截至 12 月 6 日, 针叶浆外盘平均价格为 583.13 美元/吨, 折合人民币 4097.15 元, 环比下降 1.24%, 同比下降 30.42%; 内盘平均价格为 4470.56 元/吨, 环比下降 2.14%, 同比下降 33.33%; 国内外价差缩减到 373.40 元/吨, 环比下降 11.00%, 同比下降 54.26%。

截至 12 月 6 日, 阔叶浆外盘平均价格为 479.29 美元/吨, 折合人民币 3367.56 元, 环比下降 0.15%, 同比下降 35.58%; 内盘平均价格为 3718.50 元/吨, 环比下降 1.46%, 同比下降 36.18%; 国内价差近期有所收窄至 350.94 元/吨, 环比下降 14.69%, 同比下降 41.40%。

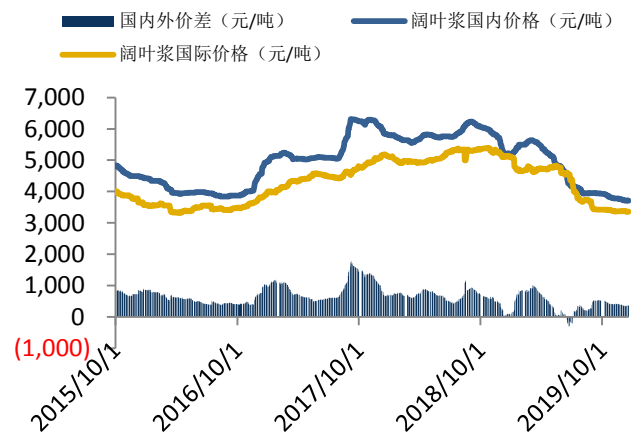
18 年 8 月以来内盘浆价调整明显, 先于外盘浆价下跌, 去年 10 月以来随着国内贸易商库存高企, 海外企业库存总体保持稳定, 受国内贸易商港口库存高企的影响, 采购热情趋淡, 外盘浆价开始松动, 我们认为本轮外盘现货下跌的标志性指标是国内港口贸易商的库存去化情况。从供需角度, 本轮木浆需求触底, 下跌价格经过 2019 年以来的剧烈下跌已经趋于稳定, 港口库存见顶回落, 港口贸易商和海外厂商库存明显下行, 随着造纸旺季来临, 中国对木浆需求有望持续复苏。

图表 4: 针叶浆外盘现货价格 11 月松动



资料来源: 卓创资讯, Wind, 华创证券

图表 5: 阔叶浆外盘现货价格 11 月松动



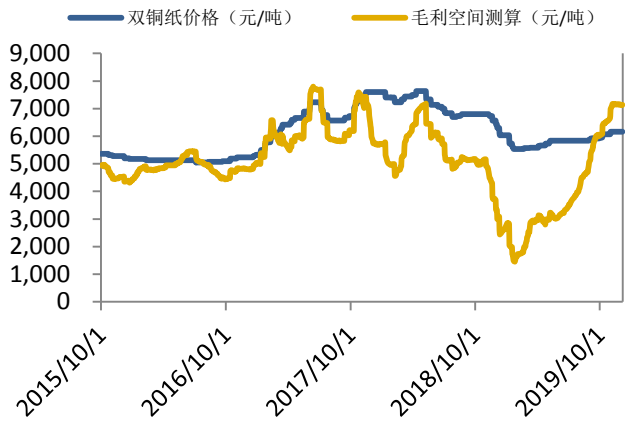
资料来源: 卓创资讯, Wind, 华创证券

(二) 双胶和铜版等木浆系纸市场回暖, 库存未明显去化

截至 12 月 6 日, 双胶纸和铜版纸价格自 11 月以来维持不变, 分别为 6400 元/吨和 6166.67 元/吨。近三个月铜版和

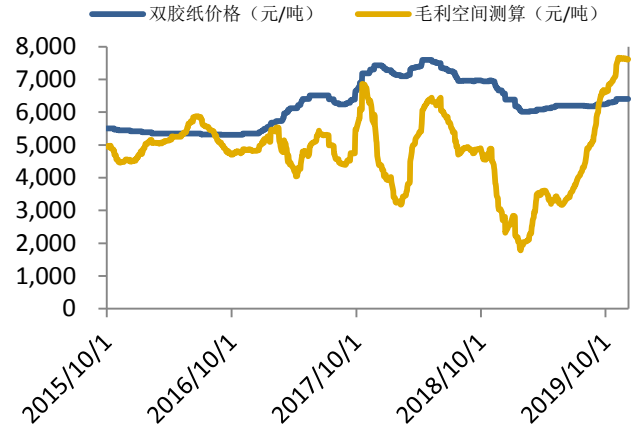
双胶纸等木浆系纸价格延续了8月下旬以来的景气，10月以来纸厂积极推涨涨价函，纸厂价格落实顺利，规模纸厂订单较足，库存压力不大，需求持续回暖，预计旺季结束后贸易商库存仍将处于合理状态，淡季纸价有望保持稳定。

图表 6: 19 年以来铜版纸价格回升



资料来源：卓创资讯，Wind，华创证券

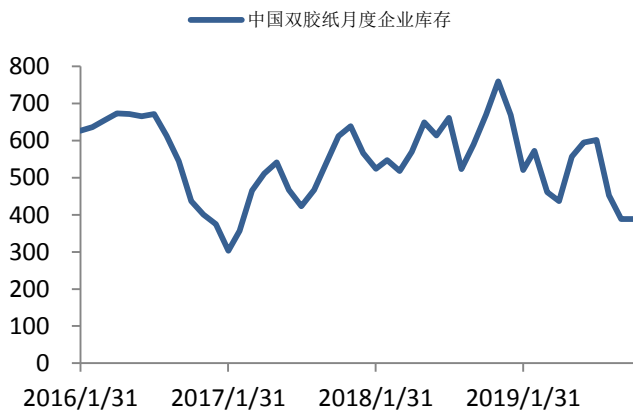
图表 7: 19 年以来双胶纸价格回升



资料来源：卓创资讯，Wind，华创证券

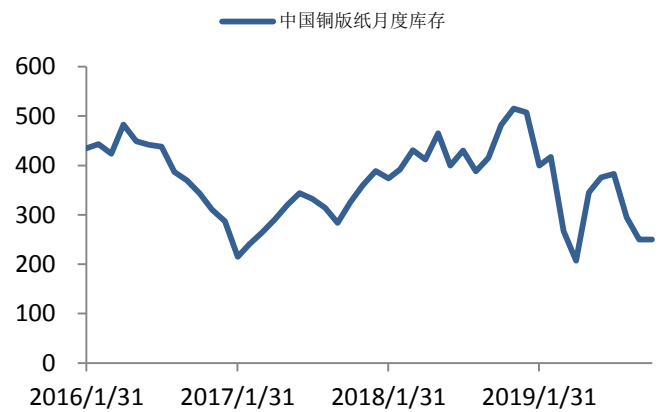
截至 10 月底，中国双胶纸月度企业库存为 38.9 万吨，环比持平，同比下跌 2.81 万吨；中国铜版纸月度库存为 25 万吨，环比持平，同比下跌 2.32 万吨；木浆系纸库存出现一定去化效应。

图表 8: 10 月份双胶纸企业库存较 9 月库存持平



资料来源：卓创资讯，Wind，华创证券

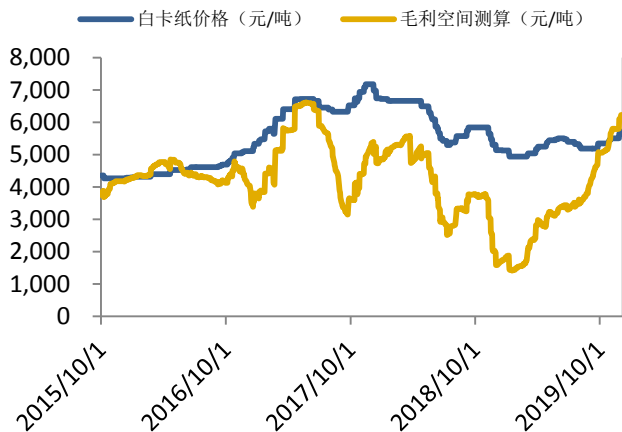
图表 9: 10 月份铜版纸企业库存较 9 月份库存持平



资料来源：卓创资讯，Wind，华创证券

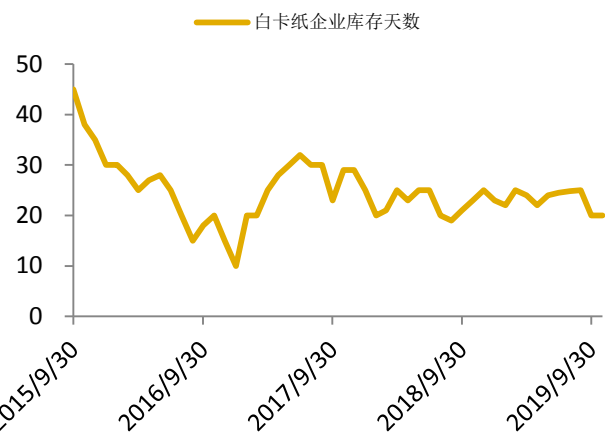
18 年 9 月以来白卡纸价格持续调整，今年以来白卡纸成为调整最多的纸种，截至 2019 年 10 月底，白卡纸企业库存天数 20 天，较 9 月持平；企业库存为 48 万吨，环比持平；白卡纸厂商库存未出现明显去化，需求仍处于相对疲弱状态，无明显回暖。

图表 10: 白卡纸价格有所回升



资料来源: 卓创资讯, Wind, 华创证券

图表 11: 白卡纸厂商库存去化

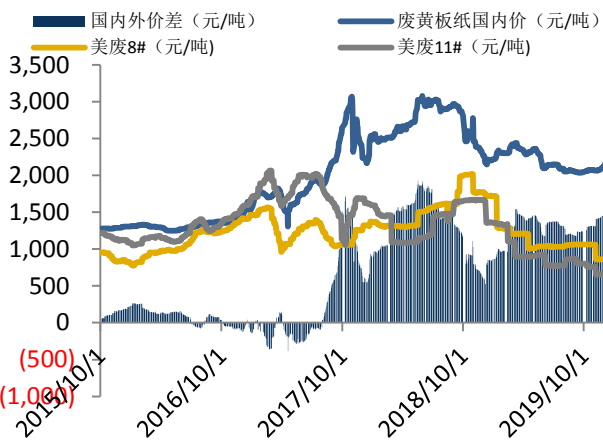


资料来源: 卓创资讯, Wind, 华创证券

(三) 11 月国内废纸价格回升, 纸厂黄板纸库存中枢下行

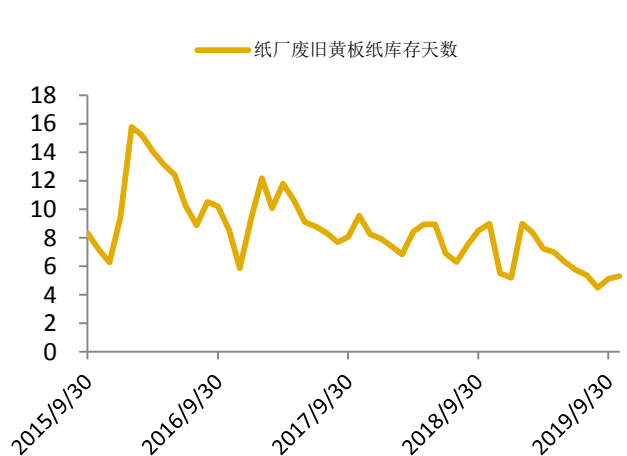
截至 12 月 6 日, 国内废黄板纸价格为 2163.06 元/吨, 环比上涨 4.78%, 同比下跌 9.44%; 受国内废纸价格上涨影响, 国内外废纸差进一步扩大到 1506.11 元/吨, 环比上升 6.79%, 同比上升 105.46%; 18 年 9 月以来随着下游需求乏力, 厂商主动去化库存, 至 19 年 10 月底厂商黄板纸库存达到 5.3 天, 环比上涨 0.18 天。

图表 12: 国废价格持续调整, 国外废价差小幅缩减



资料来源: 卓创资讯, Wind, 华创证券

图表 13: 10 月底纸厂废黄板纸库存降至 5.3 天

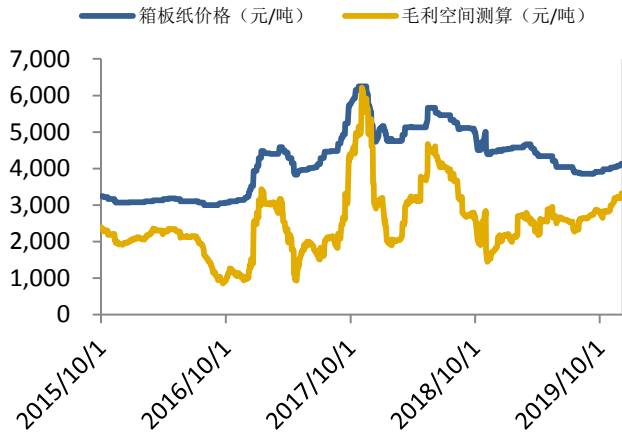


资料来源: 卓创资讯, Wind, 华创证券

(四) 企业去化库存致箱板瓦楞纸厂库存环比减少, 10 月瓦楞纸价格小幅上涨

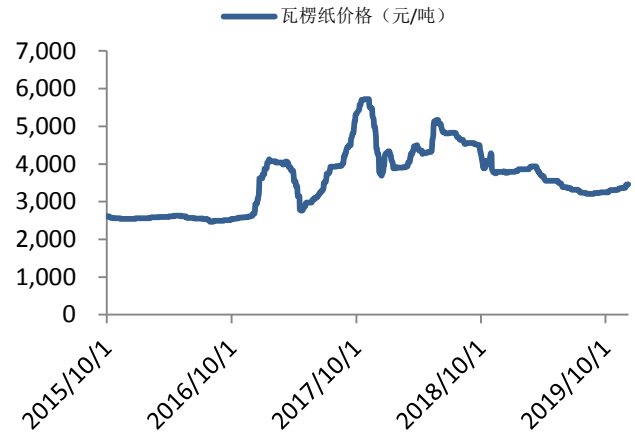
截至 12 月 6 日, 箱板纸和瓦楞纸价格分别达到 4126.67 元/吨和 3458 元/吨, 其中箱板纸环比上涨 2.48%, 瓦楞纸价格环比上涨 3.75%。进入 8 月以来, 企业去化库存导致箱板纸和瓦楞纸库存量环比开始减少; 10 月箱板纸厂商和社会库存分别为 68.7 万和 92.8 万吨, 环比分别下降 30.42%和 30.50%, 同比分别下降 71.76%和 40.82%; 瓦楞纸厂商和社会库存分别为 40.3 万和 55.1 万吨, 环比分别下降 34.74%和 34.85%, 同比分别下降 61.16%和 43.75%。

图表 14: 箱板纸价格有所回升



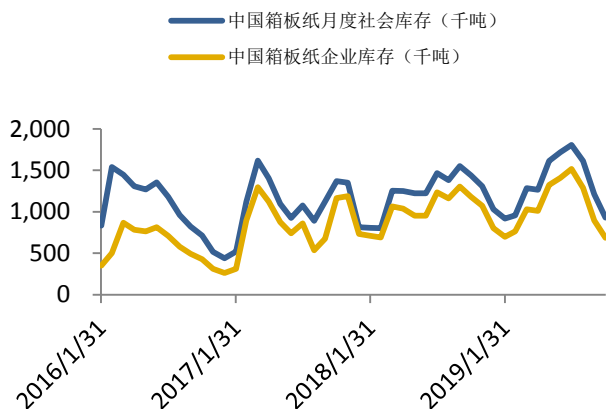
资料来源: 卓创资讯, Wind, 华创证券

图表 15: 瓦楞纸价格有所回升



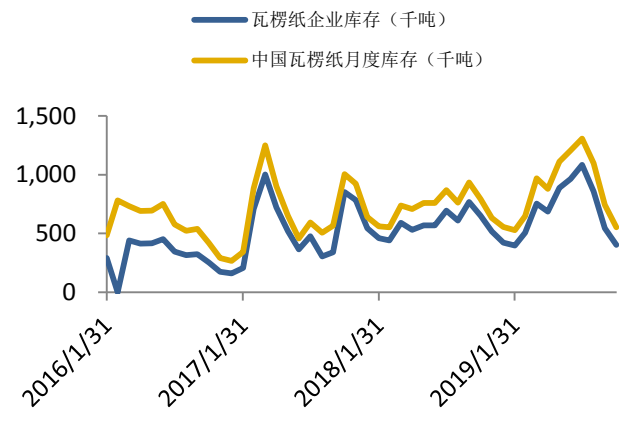
资料来源: 卓创资讯, Wind, 华创证券

图表 16: 箱板纸厂商库存攀升后环比下降



资料来源: 卓创资讯, Wind, 华创证券

图表 17: 瓦楞纸厂商库存攀升后环比下降



资料来源: 卓创资讯, Wind, 华创证券

二、厂商库存持续走低，文化纸提价函落地良好

木浆系产业链: 6 月份以后贸易商订购木浆量减少, 港口库存见顶回落, 但贸易商木浆库存仍处于高位。11 月底青岛港木浆库存达到 103 万吨, 常熟港木浆库存达到 65 万吨, 青岛港库存维持高位。短期针叶浆和阔叶浆的外盘价格均持续下行, 港口高库存驱动现货价格下行。文化纸价格持续提涨, 库存走低景气度抬升。近两个月文化纸价格延续了 8 月下旬以来的景气, 从终端贸易商反馈看, 由于 70 周年大庆和旺季因素促发, 文印需求持续回暖, 预计 12 月之前行业均将维持景气, 目前贸易商态度比较清晰, 预计旺季结束后贸易商库存仍将处于合理状态, 淡季纸价有望保持稳定。

废纸系产业链: 去年 9 月以来随着下游需求疲弱, 厂商持续去化废纸及成品纸库存, 进入 9 月份以后在库存到底的背景下行业有所复苏, 10 月底厂商黄板纸库存达到 5.3 天, 箱板瓦楞纸 8 月价格有略微下滑但于近日持续企稳, 瓦楞纸价格自 8 月 7 号以来略有回升。2020 年是外废禁止进口的大限, 随着原材料政策趋紧, 未来原材料有望推动行业景气上升。

轻工组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500