

需求稳步回暖叠加供给端偏紧，溶解浆价格由底部向上反弹可期

2020年10月中旬以来，溶解浆-粘胶产业链下游纺织内需、出口订单均有回暖，带动溶解浆价格小幅上涨，但当前仍处于历史底部区间；综合供需因素，我们判断2021年溶解浆价格、盈利有望由底部向上反弹，逻辑如下：

核心观点

- **溶解浆供给端约三分之二依赖进口，需求端集中于国内粘胶短纤生产。**溶解浆以木片为原材料，主要用作生产粘胶短纤，终端应用于服装、家纺等领域。由于中国森林资源匮乏、木片原材料成本较高，中国溶解浆供给端约三分之二依赖于进口，进口依存度整体较高；需求端，溶解浆直接出口量几乎为零，中国溶解浆下游市场中约86%的比例用于生产粘胶短纤，构成主导中国溶解浆需求波动的关键变量。
- **供给端，国产开工率延续低位，叠加全球集运周转受阻造成进口受限，溶解浆供应紧张局面短期或难以缓解。**2021年年底前，全球溶解浆供给端新增产能压力相对较小，在此背景下展望国内溶解浆市场：①2020年1-11月国产溶解浆开工率仅22%，当前大多数浆线处于停产或转产纸浆状态；2021年纸浆价格涨势延续预期下，预计当前已转产至纸浆的浆线切换回溶解浆的动力不足，国产溶解浆开工率或将延续低位水平。②进口溶解浆占据供给量比重超过三分之二，在全球集运周转效率显著降低、运力紧张的情形下，存在溶解浆进口受限造成短期供应紧张局面加剧的可能性，预计2021年中国溶解浆供给端整体偏紧。
- **需求端，纺织终端需求稳步复苏，粘胶短纤景气向上有望拉动溶解浆需求回暖。**伴随纺织内需、出口终端需求稳步复苏，国内粘胶短纤开工率已由前期60%的历史低点提升至当前的75%，若需求向好态势下粘胶短纤开工率由当前的75%进一步提升至90%，测算将增加溶解浆需求量约77万吨，对应新增需求增速约8%；与此同时，受益于需求回暖拉动棉花价格上行，粘胶短纤替代性需求或进一步提升，构成提振溶解浆需求的又一重要驱动力。
- **2021年溶解浆价格、盈利有望由底部向上反弹。**需求端稳步回暖，叠加供给端供应偏紧甚至有所收缩，我们认为2021年溶解浆价格有望由当前底部位置向上反弹，涨价弹性则与春节后传统旺季需求恢复程度直接相关。

投资建议与投资标的

- **溶解浆价格有望由当前底部位置向上反弹，重点推荐全球规模领先的溶解浆龙头供应商太阳纸业(002078, 买入)。**当前溶解浆价格、盈利均处于历史底部位置，公司依托老挝30万吨布局实现溶解浆业务整体小幅正盈利；若2021年溶解浆均价在当前时点价格基础上分别提涨200元/吨、500元/吨、1000元/吨、1500元/吨（分别上涨至2012年以来约18%、25%、38%、50%历史分位），我们测算2021年公司净利润将分别增加约1.0亿、2.4亿、5.2亿、8.4亿，对应的业绩弹性分别达3%、9%、19%、30%。

风险提示

- 宏观经济增速放缓、终端需求下滑幅度超预期的风险



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

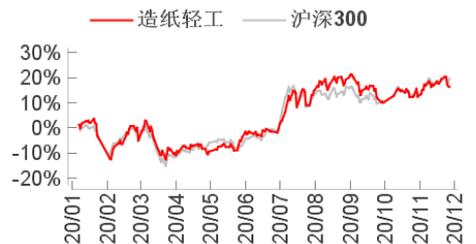
行业

造纸轻工行业

报告发布日期

2021年01月07日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

李雪君

021-63325888*6069

lixuejun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517020001

证券分析师

吴瑾

021-63325888*6088

wujin@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520080001

相关报告

本周木浆系纸品价格普遍上涨：——造纸产业链数据每周速递（2021/01/03）	2021-01-03
包装纸、铜版纸价格提涨，双胶纸价格仍处低位：——造纸产业链数据每周速递（2020/12/27）	2020-12-27
把握后疫情时代的消费复苏及结构性机会：2021年轻工行业投资策略报告	2020-12-18

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

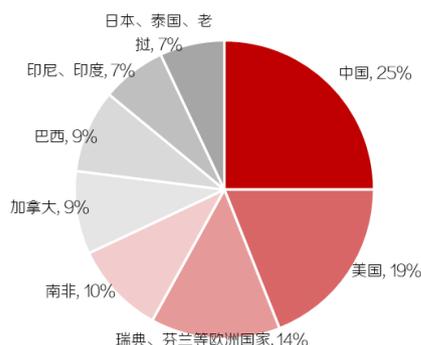
目 录

1 溶解浆供给端约三分之二依赖进口，需求端集中于国内粘胶短纤生产	4
2 供给端：国产开工率延续低位，叠加全球集运周转受阻造成进口受限，溶解浆供应紧张局面或将加剧	6
2.1 纸浆价格上涨预期下，国产溶解浆线或将仍以转产为主，开工率预计将延续低位水平 2020 年以来国产溶解浆开工率仅约 22%，大部分处于停产或转产纸浆状态 纸浆价格提涨趋势下，国产溶解浆线或仍以转产为主，2021 年开工率预计将延续低位	6 6 7
2.2 疫情影响下全球集运周转受阻，进口溶解浆供应紧张局面短期内难以缓解.....	8
中国进口溶解浆主要来自东南亚、美洲等地	8
全球疫情导致海外集装箱周转效率显著降低，运力紧张或将造成进口溶解浆供应紧张局面加剧	9
3 需求端：终端纺服需求稳步复苏，粘胶短纤景气向上拉动溶解浆需求回暖	10
3.1 终端需求回暖有望持续拉动粘胶短纤开工率提升，构成溶解浆需求增长的重要驱动力	10
3.2 去库存格局下棉花价格仍有上行空间，粘胶短纤替代性需求有望进一步提升	12
4 需求回暖叠加供给端偏紧，溶解浆价格由底部向上反弹可期.....	13
投资建议.....	14
风险提示.....	15

图表目录

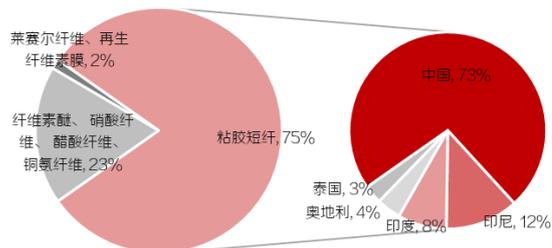
图 1: 溶解浆以木片为原材料，主要用作生产粘胶短纤，终端应用于服装、家纺等领域	4
图 2: 中国溶解浆产能占据全球比重约 25%（以 2019 年为例）	5
图 3: 全球溶解浆下游市场中，约 75%用于生产粘胶短纤，且其中约 73%的产能集中于中国	5
图 4: 2019 年中国溶解浆消费量为 468 万吨，进口依存度达 66%.....	5
图 5: 中国溶解浆下游市场中，约 86%的比例用于生产粘胶短纤	5
图 6: 2020 年 10 月中旬以来溶解浆价格小幅提涨，但仍处于历史底部区间.....	6
图 7: 2019 年中国溶解浆实际产能合计约 130 万吨，其中太阳纸业市占率位列第一	7
图 8: 2020 年以来国产溶解浆开工率持续低迷，前 11 月平均开工率仅约 22%	7
图 9: 伴随海内外需求逐步修复，预计全球纸浆供给将难以满足需求，浆价有望温和上涨.....	8
图 10: 中国溶解浆主要进口自东南亚、美洲等地（以 2020 年 1-11 月为例）	9
图 11: 2020 年以来，印尼、老挝溶解浆进口量同比增长幅度高于整体	9
图 12: 溶解浆主要进口国中，2020 年 1-11 月印尼、老挝溶解浆进口量同比增幅高于 10%	9
图 13: 海外疫情影响导致海外集装箱周转速度显著降低，中国集装箱出口运价大幅上涨	10
图 14: 终端内销方面，2020 年 8 月以来服装鞋帽纺织品类零售额当月同比增速恢复正增长....	11
图 15: 终端出口方面，2020 年 8 月以来中国服装及衣着附件出口金额当月同比增速恢复正增长	11
图 16: 2020 年 10 月以来粘胶短纤当月产量同比增速回正，10 月、11 月分别达 4%、5%.....	11
图 17: 截至 2020 年底，粘胶短纤开工率已由前期低点 60%提升至 75%	12
图 18: 截至 2020 年年底，粘胶短纤工厂库存已下降至 14 天，处于历史低位水平.....	12
图 19: 粘胶短纤与棉花历史价格正相关，二者价差当前处于历史中位以上水平	12
表 1: 除太阳纸业邹城 30 万吨浆线排产溶解浆外，当前大部分国产溶解浆线均处于停产或转产纸浆状态.....	7
表 2: 根据中国棉花信息网最新预测，2020/2021 年度中国棉花消费量将回升至 800 万吨以上	13
表 3: 2021 年年底前，全球溶解浆供给端新增产能压力较小	13
表 4: 受益于溶解浆价格上涨，太阳纸业盈利有望相应增加	15

图 2：中国溶解浆产能占据全球比重约 25%（以 2019 年为例）



资料来源：造纸信息，东方证券研究所

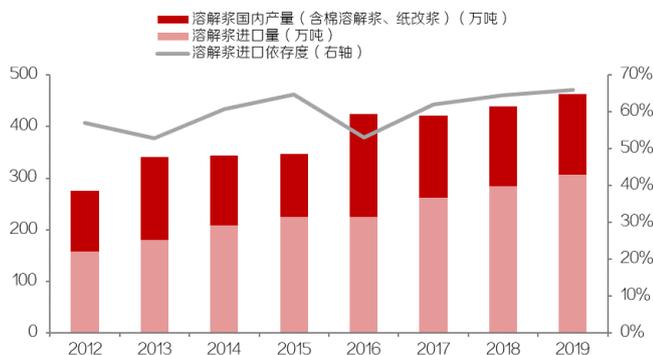
图 3：全球溶解浆下游市场中，约 75%用于生产粘胶短纤，且其中约 73%的产能集中于中国



资料来源：造纸信息，隆众资讯，东方证券研究所

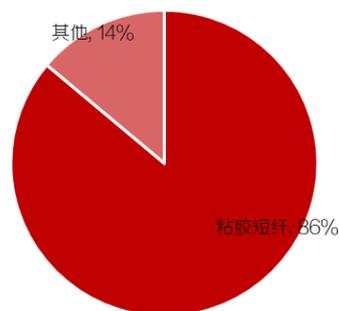
聚焦中国市场，中国溶解浆供给端约三分之二依赖于进口，需求端主要应用于生产粘胶短纤。由于中国森林资源匮乏、木片原材料成本较高，因此仅依靠国产溶解浆难以全部满足下游需求，进口溶解浆在中国市场供给端中扮演了重要角色。2019 年中国溶解浆总表观消费量达 468 万吨，其中溶解浆国内产量、进口量分别达 158 万吨、306 万吨，中国溶解浆供给端约三分之二依赖于进口，进口依存度整体较高。需求端，溶解浆直接出口量几乎为零，中国溶解浆下游市场中约 86%的比例用于生产粘胶短纤，构成主导中国溶解浆需求波动的关键变量。

图 4：2019 年中国溶解浆消费量为 468 万吨，进口依存度达 66%



资料来源：造纸信息，中国造纸年鉴，东方证券研究所

图 5：中国溶解浆下游市场中，约 86%的比例用于生产粘胶短纤

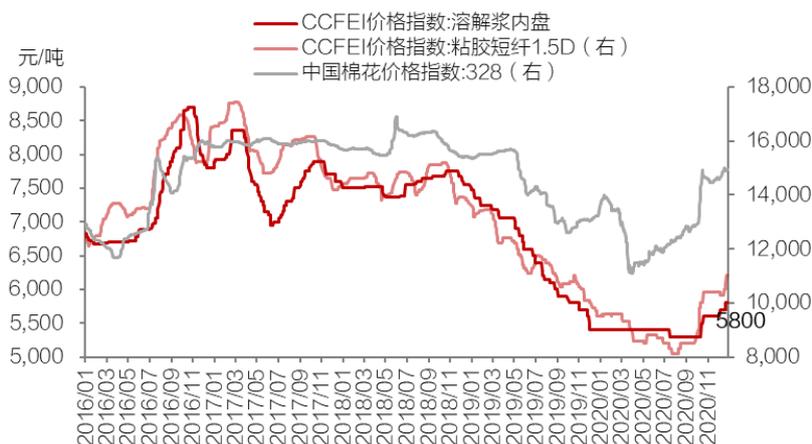


资料来源：造纸信息，东方证券研究所

受下游需求疲软拖累，2018 年年底以来溶解浆价格持续低迷；2020 年 10 月中旬起，终端需求回暖推动溶解浆价格小幅提涨，但仍处于历史底部区间。2018 年年底以来，溶解浆-粘胶产业链下游纺织服装内需、外销均延续疲弱态势，产业链价格呈单边下跌态势，2019 年年底起溶解浆内盘价持续横盘在 5300-5400 元/吨的历史底部位置；2020 年 10 月中旬以来，溶解浆终端纺织内需、出

口订单均有回暖，带动溶解浆由此前的历史底部价格上涨 500 元/吨至 5800 元/吨，溶解浆盈利有所提升，但当前价格仍处于历史底部区间。展望 2021 年，综合供需因素，我们判断溶解浆价格、盈利有望由底部向上反弹，后文中将分别从中国溶解浆市场供给端、需求端两个维度展开详细探讨。

图 6：2020 年 10 月中旬以来溶解浆价格小幅提振，但仍处于历史底部区间



资料来源：Wind，东方证券研究所

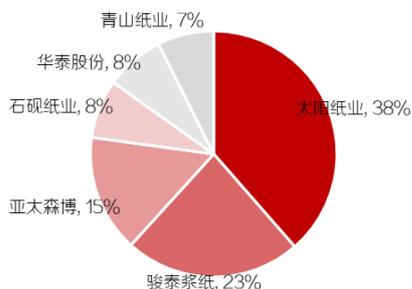
2 供给端：国产开工率延续低位，叠加全球集运周转受阻造成进口受限，溶解浆供应紧张局面或将加剧

进口溶解浆作为中国溶解浆市场供给端的重要组成部分，近年进口依存度整体保持在三分之二左右；因此本章节针对溶解浆供给端的讨论，将分别按照国产、进口溶解浆的顺序依次展开。

2.1 纸浆价格上涨预期下，国产溶解浆线或将仍以转产为主，开工率预计将延续低位水平

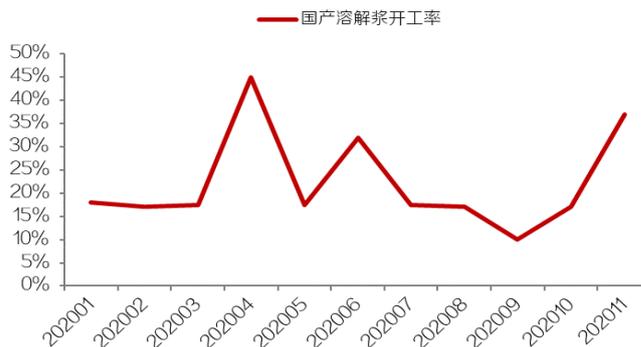
2020 年以来国产溶解浆开工率仅约 22%，大部分处于停产或转产纸浆状态

2020 年以来溶解浆价格持续低迷，2020 年 1-11 月国产溶解浆平均开工率仅约 22%，大部分浆线均处于停产或转产纸浆状态。2020 年以来溶解浆内盘价持续横盘在历史底部位置，国内溶解浆厂普遍现金流亏损，导致部分浆线处于停产状态，部分浆线灵活转产纸浆（如太阳纸业、骏泰纸业、华泰股份等）；以 2020 年 11 月为例，国产溶解浆各条浆线中，仅太阳纸业邹城 30 万吨产线正常排产溶解浆，其余浆线均处于停产或转产纸浆的状态。根据卓创资讯的统计，2020 年 1-11 月国内溶解浆平均开工率仅约 22%，国产溶解浆开工率持续低迷。

图 7：2019 年中国溶解浆实际产能合计约 130 万吨，其中太阳纸业市占率位列第一


注：此处仅列示太阳纸业国内产能 50 万吨，未包括老挝 30 万吨；另有亚太森博 100 万吨、晨鸣纸业 30 万吨浆线当前仍生产纸浆，实际并未生产溶解浆，因此暂未列示

资料来源：公司公告，卓创资讯，东方证券研究所

图 8：2020 年以来国产溶解浆开工率持续低迷，前 11 月平均开工率仅约 22%


注：2020 年年内除骏泰浆纸、太阳纸业邹城产线、亚太森博轮流排产溶解浆、造纸浆外，其余浆线全年均处于停产或转产纸浆状态

资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

表 1：除太阳纸业邹城 30 万吨浆线排产溶解浆外，当前大部分国产溶解浆线均处于停产或转产纸浆状态

溶解浆生产厂家	产能（万吨）	装置动态
		截至 2020 年 11 月底
山东太阳	50	邹城工厂（30 万吨）恢复生产
湖南骏泰	30	转产
安徽华泰	10	排产本色造纸浆
福建青山	10	排产造纸浆
吉林石岷	10	停机
福建南纸	5	停机
亚太森博	20	推测为转产

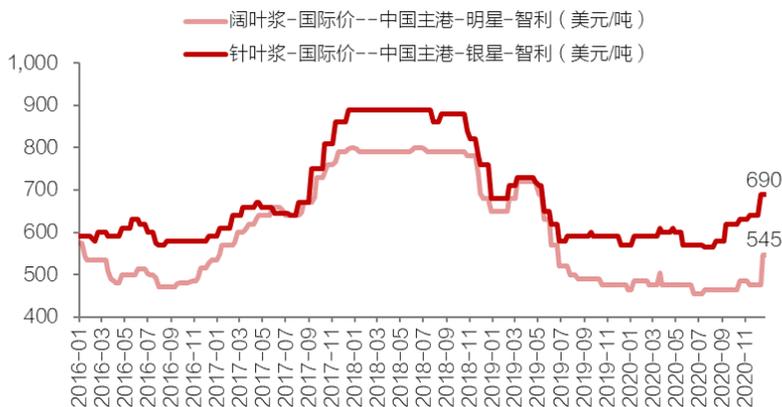
资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

纸浆价格提涨趋势下，国产溶解浆线或仍以转产为主，2021 年开工率预计将延续低位

纸浆价格景气提升趋势下，预计当前已转产至纸浆的浆线切换回溶解浆的动力不足，2021 年国产溶解浆开工率或将延续低位水平。纸浆作为造纸行业的重要原材料之一，2020 年年底以来阔叶浆、针叶浆外盘报价已有不同程度提涨，我们判断 2021 年浆价温和上涨趋势将延续。展望纸浆供给端，2021 年针叶浆无新增产能投放，阔叶浆新增供给增速约 8%，且 Arauco 乌拉圭 130 万吨阔叶浆、Bracell 巴西 190 万吨阔叶浆/溶解浆项目均计划于 2021 年年底前投产，2021 年前三季度行业并

无新增产能压力；需求端，伴随疫情得到有效管控、海外需求持续修复，预计木浆新增需求增速将大于供给增速，2021 年浆价有望延续上涨态势。在此背景下，基于盈利情况考虑，我们推测当前已转产至纸浆的浆线切换回溶解浆的动力不足、预计仍将以排产纸浆为主，国内溶解浆开工率或将延续低位水平。

图 9：伴随海内外需求逐步修复，预计全球纸浆供给将难以满足需求，浆价有望温和上涨



资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

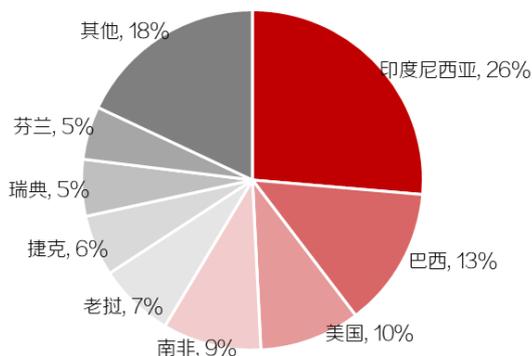
国产溶解浆开工率低位背景下，中国溶解浆进口依存度进一步提升。这里我们假设 2020 年粘胶短纤产量为 382 万吨，每生产 1 吨粘胶短纤对应的溶解浆耗用量按 1.1 吨计算，并假设应用于其他领域的溶解浆需求量持平于 2019 年，预计 2020 年中国溶解浆消费量将达 447 万吨，同比下降 5%；考虑到 2020 年国产溶解浆开工率整体较低（全年按 24%假设）、需求将大部分由进口溶解浆满足，预计 2020 年溶解浆进口量占总消费量的比重将由 2019 年的 66%进一步提升至 90%以上，国产溶解浆开工率低位背景下，进口溶解浆在中国市场供给端的重要地位愈发凸显。

2.2 疫情影响下全球集运周转受阻，进口溶解浆供应紧张局面短期内难以缓解

中国进口溶解浆主要来自东南亚、美洲等地

中国溶解浆主要进口自印尼、巴西、美国、南非、老挝等国家。拆分溶解浆进口国结构，中国溶解浆主要进口自东南亚、美洲等地，以 2020 年 1-11 月为例，中国溶解浆前五大进口国分别为印尼、巴西、美国、南非和老挝，进口量占比分别达 26%、13%、10%、9%、7%。

图 10：中国溶解浆主要进口自东南亚、美洲等地（以 2020 年 1-11 月为例）

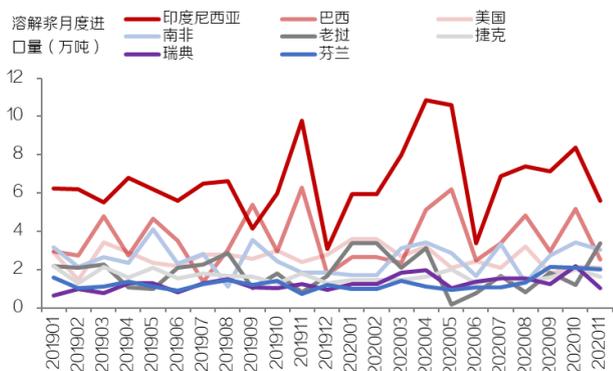


资料来源：海关总署，东方证券研究所

全球疫情导致海外集装箱周转效率显著降低，运力紧张或将造成进口溶解浆供应紧张局面加剧

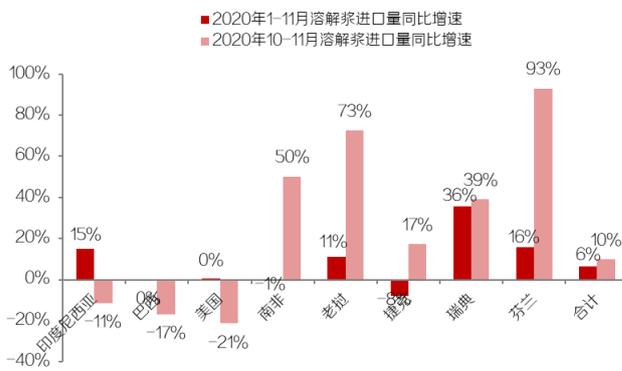
2020 年至今，印尼、老挝溶解浆进口量同比增幅高于整体，巴西、美国等国进口量均有不同程度回落。2020 年 1-11 月溶解浆总进口量同比增长 6%，主要源于印尼、老挝等东南亚国家溶解浆进口量增长明显，二者前 11 个月累计进口量同比增速分别达 15%、11%，其中老挝 10-11 月进口量同比增长 73%；而巴西、美国溶解浆 1-11 月进口量则相比去年同期持平，10-11 月进口量同比分别下降 17%、21%，我们推测其背后原因一方面在于部分浆线转产纸浆或季节性检修等原因，另一方面也和疫情影响下海外进口溶解浆到货周期拉长有关，运输效率下降造成巴西、美国等国溶解浆进口量显著回落。

图 11：2020 年以来，印尼、老挝溶解浆进口量同比增长幅度高于整体



资料来源：海关总署，东方证券研究所

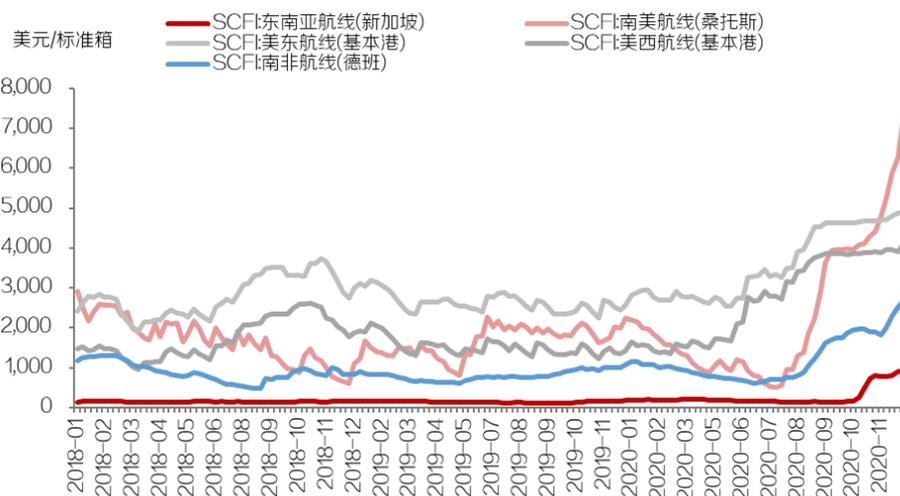
图 12：溶解浆主要进口国中，2020 年 1-11 月印尼、老挝溶解浆进口量同比增幅高于 10%



资料来源：海关总署，东方证券研究所

疫情影响下海外集装箱周转受阻，运力紧张或将加剧进口溶解浆供应紧张局面。全球疫情持续影响下，中国出口的集装箱因海外到港流程增多、装卸效率减慢等原因，导致集装箱周转率显著下降，根据中国集装箱行业协会调研的数据显示，当前中国平均每出口 3 个集装箱仅能返回 1 个，全球集装箱调配不均匀导致运力紧张局面出现。这里我们通过中国集装箱出口至各地区的运价变化幅度来侧面印证海外集装箱运至中国的运力紧张程度，可以看到 2020 年 11 月底以来中国出口至巴西、南非等主港的集装箱运价快速上涨，12 月底相比 11 月底涨幅分别达 50%、46%，可侧面印证巴西、南非等溶解浆进口大国当前港口、铁路周转效率显著降低，疫情反复背景下，预计以上地区运力紧张态势短期难以缓解，进口溶解浆供应紧张局面或将加剧。

图 13：海外疫情影响导致海外集装箱周转速度显著降低，中国集装箱出口运价大幅上涨



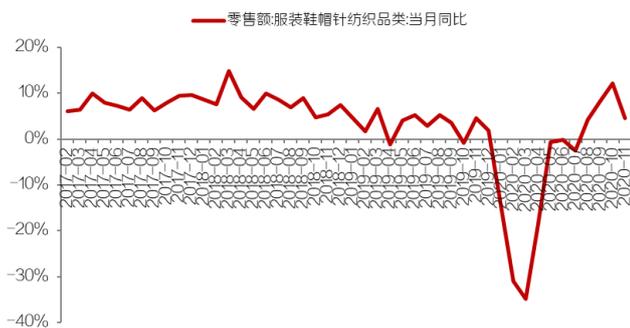
资料来源：上海航运交易所，东方证券研究所

3 需求端：终端纺服需求稳步复苏，粘胶短纤景气向上拉动溶解浆需求回暖

3.1 终端需求回暖有望持续拉动粘胶短纤开工率提升，构成溶解浆需求增长的重要驱动力

纺服产业链终端内销、出口订单回暖拉动粘胶短纤产量稳步增长，2020 年 10 月起溶解浆需求触底回升。中国粘胶短纤行业是全球溶解浆下游应用中最为关键的市场（影响全球溶解浆需求端比重约 60%），受纺织服装终端需求影响较大。从终端情况来看，2020 年 8 月以来纺织服装内销、出口需求均有稳步复苏，根据国家统计局公布的社零数据，2020 年 8 月起服装鞋帽纺织品类零售额当月同比增速恢复正增长，11 月同比增速达 5%；外销方面亦有回暖，2020 年 8 月以来中国服装及衣着附件出口金额当月同比增速恢复至 3%-4%，终端纺服订单回暖拉动粘胶短纤产量稳步增长，2020 年 10 月以来粘胶短纤当月产量同比增速回正，10 月、11 月分别达 4%、5%，带动溶解浆需求相应触底回升。

图 14：终端内销方面，2020 年 8 月以来服装鞋帽纺织品类零售额当月同比增速恢复正增长



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

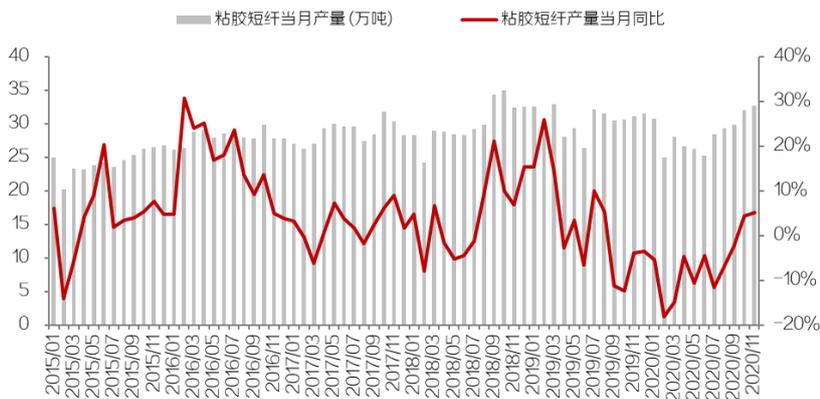
图 15：终端出口方面，2020 年 8 月以来中国服装及衣着附件出口金额当月同比增速恢复正增长



注：“纺织纱线、织物及制品”含防疫物资，因此 2020 年二季度以来增长较快

资料来源：海关总署，东方证券研究所

图 16：2020 年 10 月以来粘胶短纤当月产量同比增速回正，10 月、11 月分别达 4%、5%



资料来源：中纤网，东方证券研究所

当前国内粘胶短纤开工率已由前期低点提升至 75%，需求复苏趋势下未来有望持续提升，构成溶解浆需求增长的重要驱动力。粘胶短纤行业经历了 2017-2018 年的产能扩张期（2017 年、2018 年产能同比分别增长 8%、17%），与此同时需求端受贸易战等因素影响持续走弱，行业开工率自 2016 年的 89% 下降至 2019 年的 75%；2020 年疫情影响下需求疲软延续，国内粘胶短纤开工率于 2020 年年中下降至 60% 左右的历史低点；2020 年 8 月以来，伴随终端需求稳步回暖，国内粘胶短纤开工率已由前期低点稳步提升至 75% 左右。尽管当前正处于粘胶短纤传统淡季，需求支撑下，粘胶短纤表现出淡季不淡特征，工厂库存已由前期高位水平下降至 14 天左右，当前处于历史低位水平。考虑到粘胶短纤行业未来两年几乎没有新增产能，需求复苏趋势下，预计粘胶短纤开工率有望持续

提升；若粘胶短纤开工率由当前的 75% 提升至 90%，预计将增加溶解浆需求量约 81 万吨，对应新增需求增速约 8%，有望构成溶解浆需求增长的重要驱动力。

图 17：截至 2020 年底，粘胶短纤开工率已由前期低点 60% 提升至 75%



资料来源：中纤网，东方证券研究所

图 18：截至 2020 年年底，粘胶短纤工厂库存已下降至 14 天，处于历史低位水平



资料来源：中纤网，东方证券研究所

3.2 去库存格局下棉花价格仍有上行空间，粘胶短纤替代性需求有望进一步提升

粘胶短纤与棉花存在较强的替代关系，二者历史价格表现出较为明显的联动性。粘胶短纤作为天然纤维素的再生纤维，产品性能与棉花接近，下游应用环节二者存在较强的替代关系，从而使得二者历史价格表现出较为明显的正相关关系。2012 年以来棉花与粘胶短纤价差平均数约 2420 元/吨，当前二者价差约 3960 元/吨，处于历史约 63% 分位。

图 19：粘胶短纤与棉花历史价格正相关，二者价差当前处于历史中位以上水平



资料来源：中纤网，东方证券研究所

2021 年去库存格局有望拉动棉价上行，粘胶短纤替代性需求或将进一步提升，从而构成提振溶解浆需求的又一重要影响因素。根据中国棉花信息网 2020 年 12 月公布的最新预测，伴随终端需求稳步恢复，预计 2020/2021 年度中国棉花消费量预计将回升至 800 万吨以上，同比增速达 9%；国内棉花产量将稳定在 570 万吨左右，预计进口量将回升至 200 万吨以上，国内期末库存、库存消费比或将同比呈下降趋势，库存有望在全球需求复苏背景下逐步消化，2021 年棉花价格有望上行。粘胶短纤作为棉花的替代品，棉价上行过程中粘胶短纤替代性需求或将进一步提升，从而构成提振溶解浆需求的又一重要驱动因素。

表 2：根据中国棉花信息网最新预测，2020/2021 年度中国棉花消费量将回升至 800 万吨以上

年度*	2017/2018 年度	2018/2019 年度	2019/2020 年度	2020/2021 年度
期初库存（万吨）	775	592	543	533
产量（万吨）	572	577	575	571
进口量（万吨）	133	203	160	200
出口量（万吨）	4	5	4	4
消费量（万吨）	884	824	741	806
期末库存（万吨）	592	543	533	494
消费量同比增速		-6.79%	-10.07%	8.77%
库存消费比	66.97%	65.90%	71.93%	61.29%

*注：上表中“20/2021 年度”指的是 2020 年 9 月至 2021 年 8 月，其余同理

资料来源：中国棉花信息网（2020 年 12 月预测），东方证券研究所

4 需求回暖叠加供给端偏紧，溶解浆价格由底部向上反弹可期

2021 年年底前，全球溶解浆供给端新增供给压力较小。未来 1-2 年全球溶解浆确定性较高的新增产能主要来自 Sappi、Bracell 和 LD Celulose，以上三家浆企分别计划于南非增加 11 万吨产能、于巴西建设 190 万吨溶解浆（同时可生产阔叶浆）以及于巴西增加 50 万吨溶解浆项目，对应新增供给增速分别约为 1%、18%、4%，投产时间分别为 2021 年年中、2021 年年底以及 2022 年上半年；因此可以认为 2021 年年底前，全球溶解浆供给端新增产能压力整体较小。

表 3：2021 年年底前，全球溶解浆供给端新增产能压力较小

企业	项目内容	新增产能（万吨）	地点	投产时间
Sappi	溶解浆	11	南非	2021 年年中
Bracell	阔叶浆或溶解浆	190	巴西	2021 年年底
LD Celulose	溶解浆	50	巴西	2022 年上半年

资料来源：公司官网，东方证券研究所

需求稳步回暖叠加供给端供应紧张局面，预计 2021 年溶解浆价格有望由当前底部位置向上反弹，涨价弹性与春节后传统旺季需求恢复程度直接相关。①供给端，2021 年年底前，全球溶解浆供给端新增产能压力较小，在此背景下展望国内溶解浆市场，纸浆价格上涨预期下，国产溶解浆线或将仍以转产纸浆为主，开工率预计将维持低位；占据供给量比重超过 2/3 的进口溶解浆在全球集运周转效率显著降低、运力紧张的情形下，存在进口受限从而加剧短期供应紧张局面的可能性，预计 2021 年中国溶解浆供给端整体将呈偏紧特征。②需求端，粘胶短纤行业是溶解浆下游应用中最为关键的市场，伴随纺织服装内销、出口终端需求稳步复苏，国内粘胶短纤开工率已由前期 60% 的历史低点提升至当前的 75%，若需求向好态势下粘胶短纤开工率进一步提升至 90%，预计将增加溶解浆需求量约 81 万吨，对应新增需求增速约 8%；与此同时，受益于需求回暖拉动棉花价格上行，粘胶短纤替代性需求或将进一步提升，从而构成提振溶解浆需求的又一重要影响因素。总结而言，需求稳步回暖叠加供给端收缩，我们认为 2021 年溶解浆价格有望由当前底部位置向上反弹，涨价弹性则与春节后传统旺季需求恢复程度直接相关。

投资建议

展望 2021 年，溶解浆需求端预计将伴随纺织服装终端需求稳步回暖，与此同时供给端供应紧张局面短期难以缓解，溶解浆价格有望由当前底部位置向上反弹，重点推荐全球规模领先的溶解浆龙头供应商太阳纸业(002078，买入)。

依托于海内外综合布局，太阳纸业当前已形成 80 万吨溶解浆产能规模（含老挝 30 万吨、山东邹城 30 万吨、山东兖州 20 万吨），占全球溶解浆市场份额约 8%，产能规模位居全球第三，仅次于 Sappi、Aditya Birla，是全球规模领先的溶解浆龙头供应商。当前溶解浆价格、盈利均处于历史底部位置，推测公司兖州 20 万吨溶解浆老线已停产，邹城 30 万吨产线根据市场情况灵活排产溶解浆或纸浆，老挝 30 万吨溶解浆成本优势突出、当前正常排产溶解浆。若未来溶解浆价格提涨幅度较高，推测公司兖州 20 万吨浆线将重启，公司溶解浆在运营产能预计将从 60 万吨提升至 80 万吨。

这里将针对溶解浆价格不同提涨幅度展开弹性测算。若溶解浆维持当前时点价格，将公司所有业务考虑在内，按照中性偏保守的情形进行盈利预测（即假设浆价延续当前水平，纸价小幅提涨，整体盈利处于历史中位数以下），我们预计公司 2021 年归母净利润将达 27.8 亿元；若 2021 年溶解浆含税均价在当前时点价格基础上分别提涨 200 元/吨、500 元/吨、1000 元/吨、1500 元/吨（分别上涨至 2012 年以来约 18%、25%、38%、50% 历史分位），预计 2021 年公司净利润将分别增加约 1.0 亿、2.4 亿、5.2 亿、8.4 亿，对应的业绩弹性分别达 3%、9%、19%、30%。

表 4：受益于溶解浆价格上涨，太阳纸业盈利有望相应增加

情景测算：溶解浆涨价幅度及对应的业绩弹性				太阳纸业溶解浆在运营产能规模*			
				60万吨		80万吨	
情景假设	溶解浆含税内盘价（元/吨）	对应的价格涨幅	所处历史分位**	2021年归母净利润（亿元）	对应的业绩弹性	2021年归母净利润（亿元）	对应的业绩弹性
基准：维持现价	5800	0.0%	13%	27.8	-	-	-
①涨价200元/吨	6000	3.4%	18%	28.8	3.4%	-	-
②涨价500元/吨	6300	8.6%	25%	30.3	8.7%	-	-
③涨价1000元/吨	6800	17.2%	38%	32.8	17.9%	33.1	18.7%
④涨价1500元/吨	7300	25.9%	50%	35.2	26.5%	36.3	30.3%

*注：太阳纸业兖州 20 万吨浆线当前正处于停产状态；我们推测若溶解浆价格提涨幅度较高，公司兖州 20 万吨浆线预计将重启，公司溶解浆在运营产能预计将从 60 万吨提升至 80 万吨

**注：此处指 2012 年以来价格所处历史分位

资料来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- **宏观经济增速放缓、终端需求下滑幅度超预期的风险：**若欧美或国内宏观经济增速发生较大波动，则纺织服装终端需求将受到较大影响，溶解浆价格将存在下跌风险。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有太阳纸业(002078，买入) 股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn