

成本推动文化纸涨价在即，需求改善背景下行情有望贯穿全年

近期浆价大幅跳涨催化下，文化纸2月、3月涨价函已于近日发出（累计提价800-1000元/吨），我们看好文化纸涨价行情即刻启动，当前压制文化纸价格的要素均有望陆续缓解，需求回暖背景下行情或将贯穿全年。逻辑如下：

核心观点

- **原材料木浆成本快速上升，或将成为助推文化纸价格提涨的首要催化剂。** 2020年11月以来国内纸浆期货持续走强，带动海外浆厂外盘报价相应显著提涨，针叶浆外盘价格由此前约20%的历史较低分位快速提涨至约80%的历史较高分位水平，阔叶浆亦由前期约20%分位上涨至50%分位。由于木浆原材料占纸企成本比重超过60%，浆价上涨带来文化纸成本整体上升，且决定价格的边际企业由于全部采用外购现货浆，其成本上行速度较快且幅度较高，有望成为助推文化纸价格提涨的催化剂。
- **建党百年事件性刺激下，文化纸需求回暖或将提前来临，涨价有望即刻启动，持续时间将与海外需求复苏进程直接相关。** ①需求端，建党百年事件性刺激或将打破文化纸传统旺季节奏，需求回暖有望提前来临。非涂布文化用纸需求量与图书印刷量高度相关，近五年需求年均复合增速约1.4%，相对稳定；铜版纸下游需求量则与商业广告、高档期刊印刷相关，2013年以来基本保持平稳、略有收缩。2021年建党百年事件性刺激下，党政用纸需求提振或将构成2021年文化纸需求端增长的重要推动力；由于过半的党政用纸订单将于上半年印刷完成，推断当前时点党政需求用纸筹备工作已陆续开展，或将触发文化纸需求回暖提前来临，无需等待至春节后传统旺季的到来。②供给端，进口纸压制有望随着海外需求复苏而缓解，国内新增产能压力亦较为有限。2020年5月以来双胶纸月度进口量占消费量比重由此前的5%攀升至12%以上，构成供给端压制文化纸价格的主要原因；伴随海外需求稳步复苏、全球运力紧张下进口成本提升，进口纸压制有望逐步缓解。国内产能方面，2021年、2022年仅非涂布文化纸计划新增供给5%、5%，且投产时间均在2021年下半年及以后，考虑到纸企可根据盈利在铜版纸和非涂布纸之间转产，预计2021年国内文化纸新增供给压力有限，在此背景下，海外需求复苏进程及幅度构成了决定文化纸涨价持续时间的重要变量。
- **成本推动叠加供需改善，2021年文化纸涨价在即，行情有望贯穿全年。** 进口木浆价格快速上涨，或将成为推动纸价上涨的催化剂；与此同时，当前文化纸供给端进口纸压制有望随着海外需求复苏而缓解，叠加需求端建党百年触发党政用纸需求增长，文化纸涨价行情有望即刻启动并贯穿全年；考虑到当前文化纸价格仍处于约15%的历史较低分位，未来涨价空间较为充足。

投资建议与投资标的

- **成本上涨推动纸价向上，利好具备原材料自供优势的大型纸企。重点推荐太阳纸业，同时建议关注博汇纸业、晨鸣纸业、岳阳林纸、华泰股份。** 我们判断本轮文化纸涨价落地幅度有望达600元/吨以上，测算将分别对晨鸣纸业、岳阳林纸、太阳纸业、博汇纸业的业绩年化增厚约49-61%、23-48%、17-38%、3-9%（假设木浆库存周期为6-12个月）。

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；弹性测算仅为限制条件下的情景假设，不构成公司整体的盈利预测



东方证券
ORIENT SECURITIES

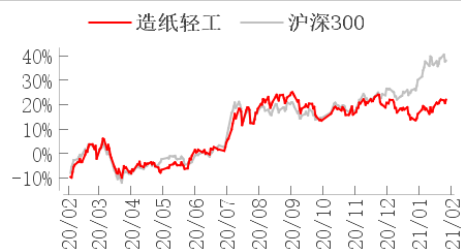
行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国

行业 造纸轻工行业

报告发布日期 2021年01月28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

本周文化纸、包装纸价格均有提涨：——造 2021-01-24
纸产业链数据每周速递（2021/01/24）

木浆外盘报价大幅跳涨，成品纸价格普遍上 2021-01-18
行：——造纸产业链数据每周速递
（2021/01/17）

本周成品纸价格普遍上涨：——造纸产业链 2021-01-10
数据每周速递（2021/01/10）

需求稳步回暖叠加供给端偏紧，溶解浆价格 2021-01-07
由底部向上反弹可期

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申明。

目 录

1 原材料木浆成本快速提涨，有望构成文化纸涨价行情提前启动的首要催化剂	4
2 供给端进口压制有望伴随海外需求复苏而缓解，国内短期无新增供给	5
2.1 进口双胶纸构成当前供给端压制文化纸价格的主要原因，未来有望缓解	5
2.2 国产文化纸短期无新产能投放，未来 1-2 年新增供给相对有限	7
3 2021 年建党百年有望触发党政用纸需求增长，需求回暖启动在即	9
3.1 文化纸终端需求相对稳定，受电子化冲击相对有限	9
3.2 2021 年建党百年有望刺激党政用纸需求增长，打破原有旺季节奏	11
4 成本推动下文化纸涨价在即，需求回暖下行情有望贯穿全年	12
投资建议	13
风险提示	14

图表目录

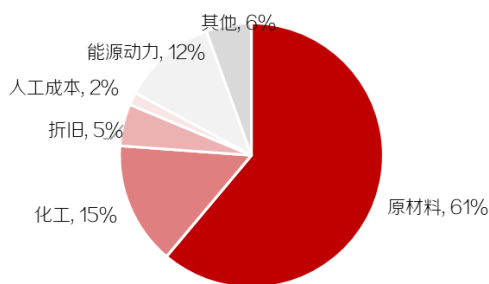
图 1: 以木浆为主的原材料占纸企成本端的比重超过 60% (以晨鸣纸业 2019 年机制纸成本为例)	4
图 2: 2020 年 11 月以来纸浆期货盘面持续走强, 带动海外浆厂外盘报价快速上涨	5
图 3: 疫情冲击下欧美文化用纸需求受重创, 2020 年 6 月以来降幅有所收窄	6
图 4: 2020 年 5 月以来双胶纸进口量逐月攀升, 当前月度进口量占月度消费比重达 12%	6
图 5: 印尼是中国双胶纸第一大进口国 (2020 年占比达 82%), 构成近期进口增量的主要来源..6	
图 6: 中国全木浆非涂布文化用纸 CR4 达 53%, 行业集中度仍有提升空间 (以 2019 年为例) .7	
图 7: 中国铜版纸 CR4 达 84%, 行业集中度整体较高 (以 2019 年为例)	7
图 8: 全木浆非涂布文化用纸行业集中度未来有望进一步提升	9
图 9: 中国非涂布文化用纸近五年表观消费量年均复合增速约 1.4%	10
图 10: 中国铜版纸近五年表观消费量年均复合增速约-1.8%	10
图 11: 滞后一阶的非涂布文化用纸消费量同比增速与图书总印张数同比增速高度相关	10
图 12: 课本数量较稳定, 近年图书印刷增量 (即双胶纸需求增量) 主要来自书籍, 相对稳定..10	
图 13: 2014 年以来中国电子书与纸质书阅读量的比例基本保持在 2: 3.....	11
图 14: 各类数字化阅读方式接触率中, 手机阅读排名首位.....	11
图 15: 2019 年建国 70 周年事件性影响下, 文化纸景气度稳步提升	11
表 1: 国内文化纸供给端, 2021 年、2022 年仅非涂布文化纸计划新增供给 5%、5%	8
表 2: 国内文化纸供给端仅非涂布文化用纸存在新增产能投放计划, 且投产时间均在 2021 年下半年及以后	8
表 3: 预计 2021 年文化纸供需关系整体稳定	12
表 4: 成本上涨推动纸价向上, 利好具备原材料自供优势的大型纸企.....	13

成本上升叠加供需改善预期，我们判断文化纸涨价在即，行情有望贯穿全年。本篇报告我们将聚焦于文化纸（包含以双胶纸为主的非涂布文化用纸、铜版纸），针对其未来价格走势展开分析。供给、需求及原材料成本作为影响文化纸行业均衡价格的核心要素，其中，行业供需关系将主导价格变化方向，以原材料成本为主的现金成本则将进一步决定均衡价格所在位置。前期木浆原材料价格持续处于低位、供给端进口纸冲击明显、需求端正值传统淡季，构成压制文化纸价格的主要原因。反观当前，中国纸浆期货走强、推动木浆外盘报价跳涨的背景下，原材料成本快速上升或将成为推动纸价上涨的首要催化剂；供需关系角度，由于供给端文化纸短期无新增产能、进口压制有望随着海外需求复苏而缓解，且需求端传统旺季即将来临，建党百年事件性刺激有望触发党政需求增长，文化纸供需改善可期，我们判断文化纸涨价在即，无须等待春节后传统旺季的到来，行情有望即刻启动，持续时间则与海外需求复苏进度及幅度直接相关，需求改善背景下涨价行情有望贯穿全年。

1 原材料木浆成本快速提涨，有望构成文化纸涨价行情提前启动的首要催化剂

木浆原材料占纸企成本端比重超过 60%，是主导文化纸成本高低、进而影响均衡价格的重要变量。拆分纸企成本结构，可以看到以木浆为主的原材料占文化纸成本端的比重较高，超过 60%，而各纸企木浆自供比例存在差异，因此外购部分木浆价格波动将会影响各纸企成本以及在行业内的相对位置，进而导致均衡价格波动。

图 1：以木浆为主的原材料占纸企成本端的比重超过 60%（以晨鸣纸业 2019 年机制纸成本为例）

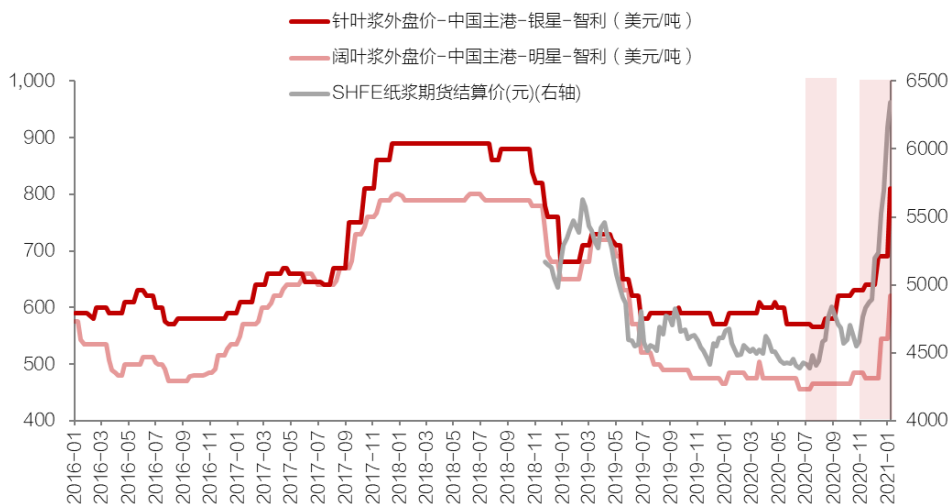


资料来源：公司公告，东方证券研究所

2020 年 11 月以来国内纸浆期货持续走强，带动海外浆厂外盘报价相应显著提涨。漂针浆作为国内纸浆期货合约的标的品种，2019 年中国进口量约 891 万吨，进口依存度接近 100%，占据中国木浆进口总量的比重约为 33%。基于疫情后全球经济复苏带来的需求改善及通胀预期，2020 年 11 月以来纸浆期货持续走强，至今累计涨幅达 40%；期限套利空间的存在拉动海外浆厂报价上涨，且于近期提速，2020 年 12 月、2021 年 1 月及 2021 年 2 月海外主流针叶浆浆厂外盘报价分别提涨 10-20 美元/吨、50-60 美元/吨、120 美元/吨，针叶浆外盘价格由此前约 20% 的历史较低分位快

速提涨至当前约 80% 的历史较高分位水平；阔叶浆外盘价亦相应上行，自 2020 年 11 月以来累计提涨约 135 美元/吨，已由前期约 20% 的历史低位上涨至当前约 50% 历史中位水平。

图 2：2020 年 11 月以来纸浆期货盘面持续走强，带动海外浆厂外盘报价快速上涨



资料来源：Wind，卓创资讯，东方证券研究所

木浆原材料成本快速提升，有望成为推动文化纸价格上涨的催化剂。以木浆为主的原材料成本快速提升将推动文化纸成本整体上移，当需求一定时，文化纸均衡价格亦将相应上涨。虽然各企业成本上升幅度因木浆自供比例不同而存在差异，但考虑到决定价格的边际企业全部使用外购现货浆，因此其成本上升迅速且幅度最大，预计于本月已逐步体现。

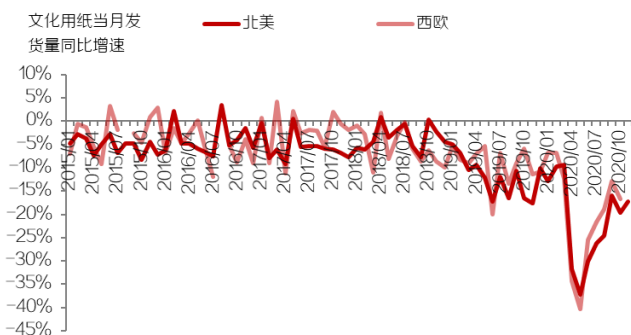
2 供给端进口压制有望伴随海外需求复苏而缓解，国内短期无新增供给

后文中针对文化纸供给端的分析将按照进口、国产两个维度展开。2020 年 5 月以来双胶纸月度进口量占表观消费量的比重由此前的 5% 攀升至 12% 以上，使得进口双胶纸成为当前压制文化纸价格的主要原因，未来有望随着海外需求复苏而缓解；国产方面，铜版纸未来无新增产能投放，2021 年、2022 年 仅以双胶纸为主的非涂布文化纸新增供给约 5%、5%，且均将于 2021 年下半年及以后投放；考虑到纸企可以根据盈利情况在铜版纸与非涂布文化用纸之间转产，未来文化纸新增产能压力整体较为有限。

2.1 进口双胶纸构成当前供给端压制文化纸价格的主要原因，未来有望缓解

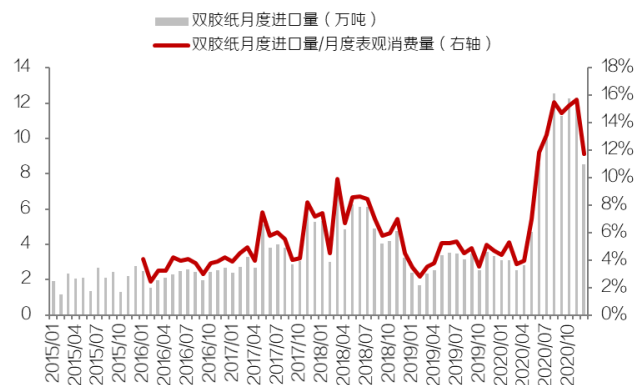
供给端双胶纸短期仍存进口压制，2020年5月以来双胶纸月度进口量占消费量比重由此前的5%攀升至12%以上。2020年二季度以来，全球新冠疫情海外蔓延加剧，欧美文化用纸需求遭遇重创，2020年5月当月同比降幅达40%，此后需求降幅逐步收窄至20%以内；在此背景下，原先主要销往欧美市场的部分海外产能转销中国，造成2020年5月以来中国双胶纸进口量逐月攀升，根据海外总署统计的数据，2020年8-11月中国双胶纸当月进口量均保持在12万吨左右，其占月度表观消费量的比重已由此前的5%快速提升至17%，且进口增量主要来源于印度尼西亚等国（2020年1-12月双胶纸进口量中印度尼西亚占比达82%）；2020年12月受海外运力紧张等因素影响，双胶纸当月进口量环比下降至9万吨，占据月度表观消费量的比重小幅回落至12%，进口纸对于供给端的压制仍存。

图 3：疫情冲击下欧美文化用纸需求受重创，2020年6月以来降幅有所收窄



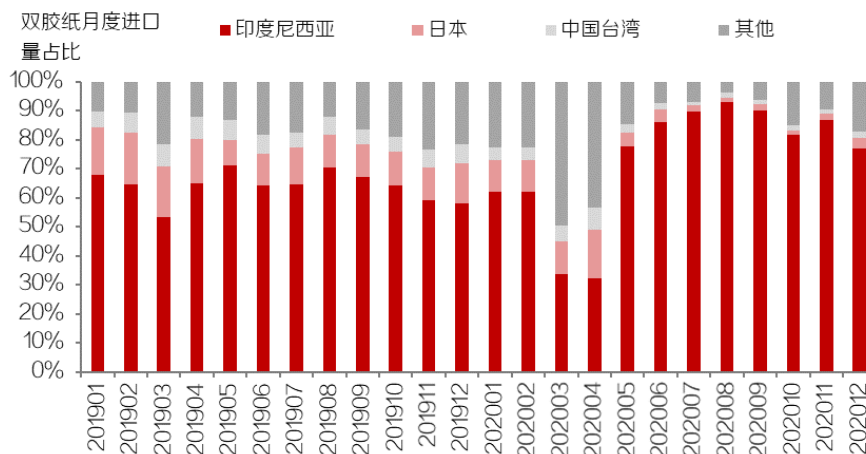
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 4：2020年5月以来双胶纸进口量逐月攀升，当前月度进口量占月度消费比重达12%



资料来源：海关总署，卓创资讯，东方证券研究所

图 5：印尼是中国双胶纸第一大进口国（2020年占比达82%），构成近期进口增量的主要来源



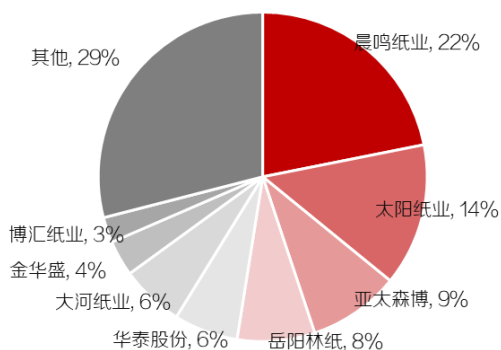
资料来源：海关总署，东方证券研究所

伴随海外需求稳步复苏以及运力紧张导致的进口成本上升，文化纸供给端进口压制有望相应缓解。展望 2021 年，伴随全球新冠疫苗接种范围逐步扩大，海外需求预期将稳步复苏，当前占据文化纸供给端比重超过 12% 的进口纸或将重新销往原有销路；与此同时，当前全球航运运力紧张背景下，进口成本或将随运费上涨而相应提升，竞争优势或将下降，未来进口纸对于国内文化纸市场的压制有望相应缓解。

2.2 国产文化纸短期无新产能投放，未来 1-2 年新增供给相对有限

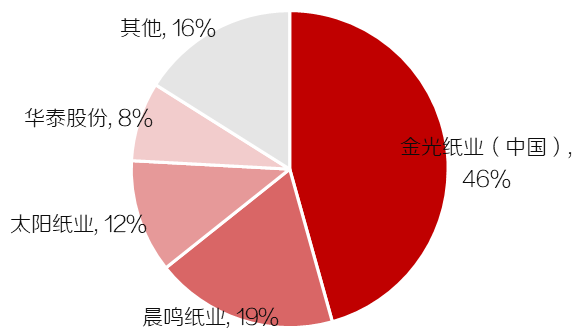
国内文化纸供给端，铜版纸自 2015 年以来竞争格局即较为稳定、集中度较高，非涂布文化用纸行业集中度未来仍有提升空间。铜版纸自 2015 年来行业格局即较为稳定，根据中国造纸协会的统计，2019 年铜版纸产量为 630 万吨，行业 CR4 达 84%，集中度整体较高。非涂布文化用纸行业集中度则整体低于铜版纸，2019 年产量为 1780 万吨，我们推测其中以全木浆为原材料的双胶纸、静电复印纸产量分别约 800-900 万吨、200-300 万吨，主要由大型纸企生产；其余以混浆为原材料的非涂布文化用纸（如试卷纸、本册纸等）产量约 600-700 万吨，且以小型企业生产为多；聚焦以双胶纸为主的全木浆非涂布文化用纸市场，2019 年行业 CR4 达 53%，行业集中度未来仍有较大提升空间。

图 6：中国全木浆非涂布文化用纸 CR4 达 53%，行业集中度仍有提升空间（以 2019 年为例）



资料来源：公司公告，中国造纸协会，东方证券研究所

图 7：中国铜版纸 CR4 达 84%，行业集中度整体较高（以 2019 年为例）



资料来源：公司公告，中国造纸协会，东方证券研究所

展望未来，国内文化纸短期无新增产能投放，2021 年、2022 年仅非涂布文化纸计划新增供给 5%、5%，整体较为有限。铜版纸行业集中度较高、竞争格局整体稳定，2019 年后无新增产能投放计划；非涂布文化用纸方面，根据纸企当前公告的项目投产规划，预计 2021 年、2022 年非涂布文化用纸将新增产能 102 万吨、90 万吨，约占总供给的 5%、5%，且投产时间均在 2021 年下半年及以

后；考虑到大型文化纸企可根据盈利情况在铜版纸和非涂布文化用纸之间转产，预计未来 1-2 年文化纸国内新增供给压力整体较为有限。

表 1：国内文化纸供给端，2021 年、2022 年仅非涂布文化纸计划新增供给 5%、5%

纸种	2019 年产量 (万吨)	项目	2020E	2021E	2022E	投产时间 待定*
非涂布文化用纸	1780	新增产能 (万吨)	75	102	90	405
		新增供给增速	4%	5%	5%	20%
铜版纸	630	新增产能 (万吨)	0	0	0	0
		新增供给增速	0%	0%	0%	0%

*注：“投产时间待定”指的是投产时间为 2023 年及以后或投产时间暂未明确的项目

资料来源：公司公告，纸业内参，纸业联讯，中国造纸协会，东方证券研究所

表 2：国内文化纸供给端仅非涂布文化用纸存在新增产能投放计划，且投产时间均在 2021 年下半年及以后

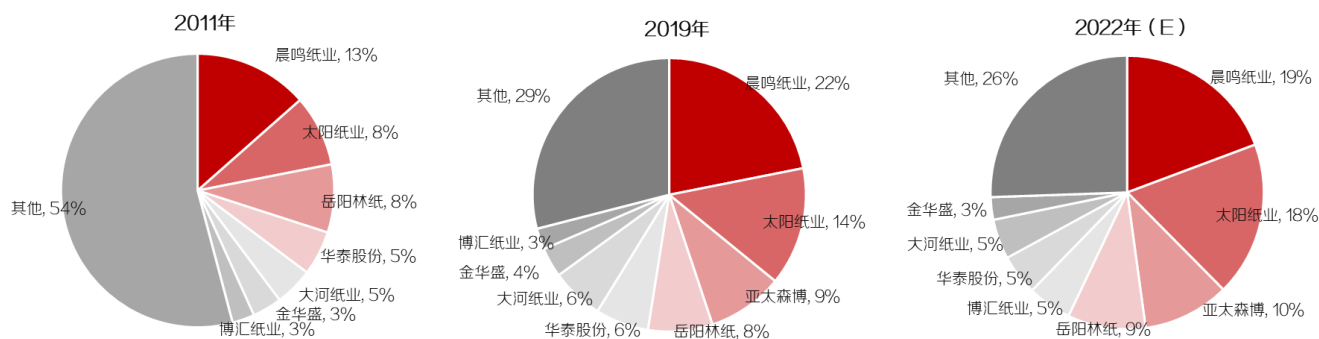
厂家	项目内容	产能 (万吨)	地点	投产时间
太阳纸业	文化纸	45	山东济宁	2020 年 11 月
五星纸业	文化纸	30	江西九江	2020 年 11 月
天和纸业	双胶纸	16	山东泰安	2021 年
博汇纸业*	静电纸	31	山东淄博	2021 年下半年
太阳纸业	文化用纸	55	广西北海	2021 年四季度
岳阳林纸	非涂布文化纸	45	湖南岳阳	2022 年
亚太森博	文化纸	45	广东江门	2022 年二季度
岳阳林纸	特种文化纸 (电商原纸、纯质纸等)	25	湖南岳阳	2023 年下半年
亚太森博	文化纸	45	广东江门	2025 年前
晨鸣纸业	文化纸	35	湖北黄冈	待定
奥海纸业	文化纸	20	山东日照	待定
联盛纸业	文化纸	40	福建漳浦	待定
四川永丰	文化纸	20	四川	待定
亚太森博	静电纸	45	山东日照	待定
泰盛集团	高档文化纸	20	福建南平	待定
金鹰集团	高档办公纸	100	江苏如皋	待定
玖龙纸业	文化纸	55	广西北海	待定

*注：博汇纸业计划新建 45 万吨产线同时，淘汰原有的 13 万吨老线，这里按净增加 31 万吨计算

资料来源：公司公告，纸业内参，纸业联讯，中国造纸协会，东方证券研究所

伴随具备成本优势的大型纸企稳步扩产，未来全木浆非涂布文化用纸行业集中度有望进一步提升。事实上，以双胶纸、静电复印纸为主的全木浆非涂布文化用纸行业自 2011 年以来集中度稳步提升，一方面是由于 2011-2015 年低谷期内市场竞争下行业部分自然出清，另一方面则源自 2016 年以来环保政策趋严导致小企业关停较多，实现了供给端的进一步收缩。伴随未来成本较低的大型纸企稳步扩产，预计全木浆非涂布文化用纸行业集中度将进一步提升。

图 8：全木浆非涂布文化用纸行业集中度未来有望进一步提升



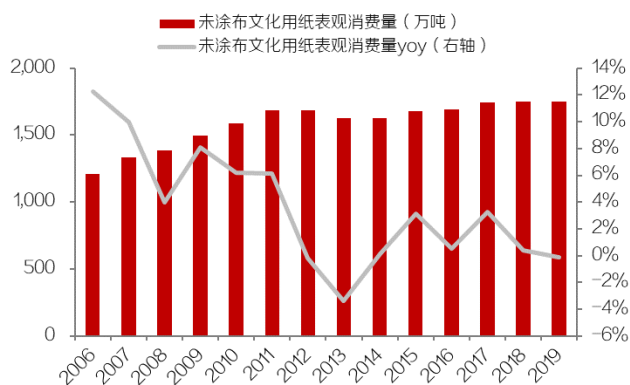
注：2022 年为东方证券根据各纸企披露的新增产能规划测算的结果

资料来源：公司公告，中国造纸协会，东方证券研究所

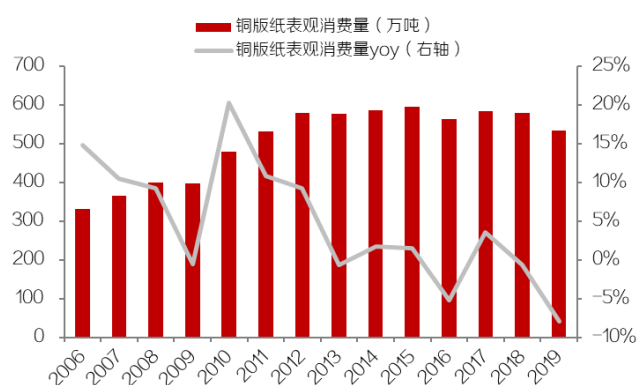
3 2021 年建党百年有望触发党政用纸需求增长，需求回暖启动在即

3.1 文化纸终端需求相对稳定，受电子化冲击相对有限

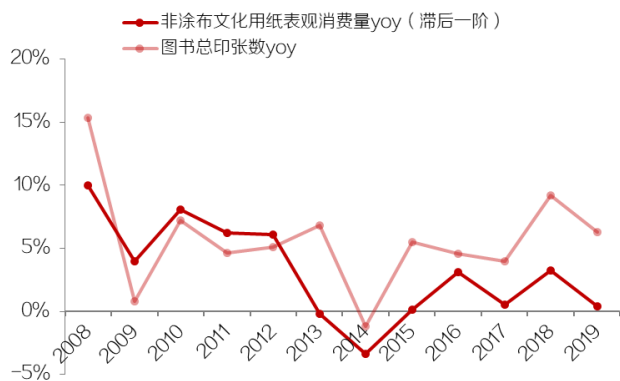
非涂布文化用纸、铜版纸近五年表观消费量年均复合增速分别约 1.4%、-1.8%，文化纸需求端相对稳定。以双胶纸为主的非涂布文化用纸需求量与图书印刷量（含课本与书籍）高度相关，其中课本数量总体较为稳定，书籍则是近年图书印刷增量的重要来源，2019 年非涂布文化用纸表观消费量达 1749 万吨，近五年（2014-2019 年）年均复合增速约 1.4%，中国非涂布文化用纸非涂布文化用纸终端需求相对稳定。铜版纸下游需求则与商业广告、高档期刊印刷量相关，2013 年以来铜版纸需求量基本保持平稳、略有收缩，2019 年表观消费量达 535 万吨，近五年年均复合增速约-1.8%。

图 9：中国非涂布文化用纸近五年表观消费量年均复合增速约 1.4%


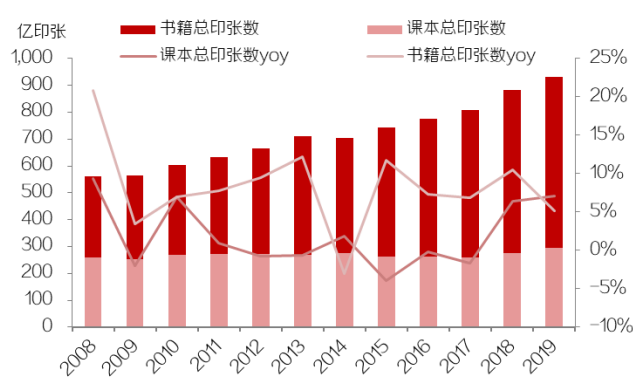
资料来源：中国造纸协会，东方证券研究所

图 10：中国铜版纸近五年表观消费量年均复合增速约 1.8%


资料来源：中国造纸协会，东方证券研究所

图 11：滞后一阶的非涂布文化用纸消费量同比增速与图书总印张数同比增速高度相关


资料来源：中国造纸协会，国家新闻出版广电总局，东方证券研究所

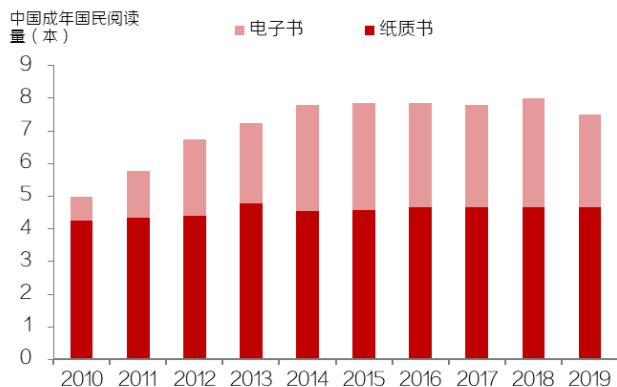
图 12：课本数量较稳定，近年图书印刷增量（即双胶纸需求增量）主要来自书籍，相对稳定


资料来源：国家新闻出版广电总局，东方证券研究所

电子书对于文化纸需求冲击最高的时代已过，纸质阅读体验不可被替代，预计未来文化纸终端需求仍将相对稳定。根据中国新闻出版研究院发布的全国国民阅读调查报告，2010 年至 2014 年，中国成年国民人均电子书阅读量由 0.73 本激增增至 3.22 本后逐步平稳，与纸质书阅读量的比例基本保持在 2:3，电子书对于纸质图书冲击最高的时代或已过去。事实上，数字阅读的媒介特性难以替代纸质阅读的体验，根据调查报告，中国成年国民的手机阅读接触率达 76%，为各类数字化阅读方式中最高，但由于更适合利用碎片化时间阅读网文、期刊等，以手机为主要媒介的数字化阅读

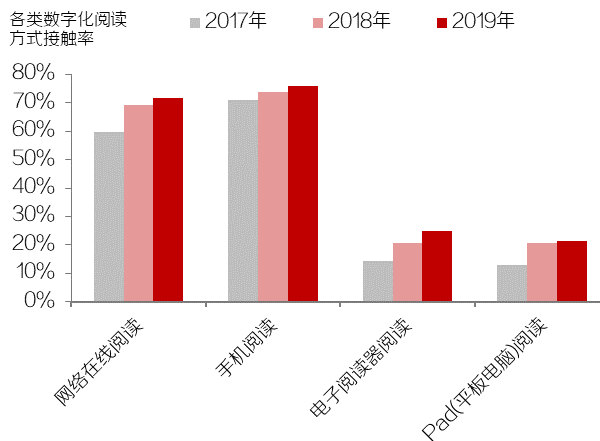
对课本、少儿图书等出版物的替代性则较为有限，因此我们认为电子化对于文化纸的需求冲击正在逐步削弱，预计未来终端需求仍将相对稳定。

图 13：2014 年以来中国电子书与纸质书阅读量的比例基本保持在 2：3



资料来源：中国新闻出版研究院，东方证券研究所

图 14：各类数字化阅读方式接触率中，手机阅读排名首位

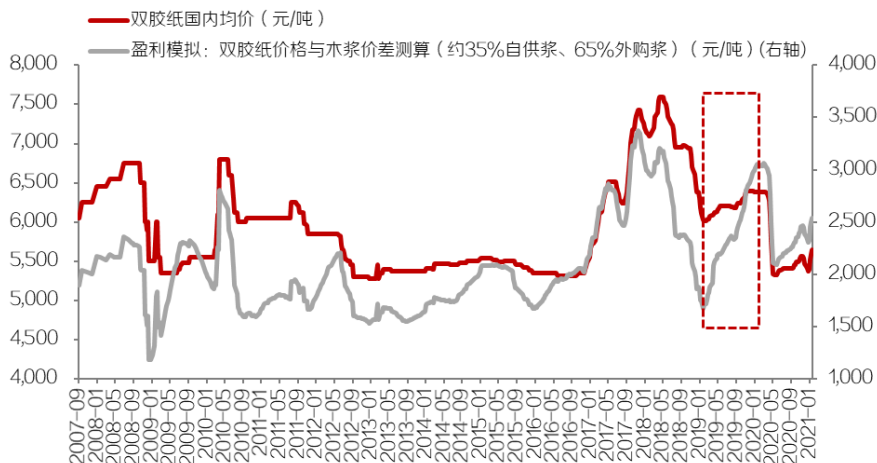


资料来源：中国新闻出版研究院，东方证券研究所

3.2 2021 年建党百年有望刺激党政用纸需求增长，打破原有旺季节奏

2021 年建党一百周年有望刺激党政用纸需求增长，构成文化纸需求端的重要推动力。参考 2019 年，建国 70 周年事件性影响下，文化纸价格自 2019 年 2 月中下旬起顺利提涨，需求支撑下涨价行情贯穿全年。展望 2021 年，作为中国共产党建党 100 周年的关键时点，党政用纸需求有望迎来显著增长，或将构成 2021 年文化纸需求端增长的重要推动力。

图 15：2019 年建国 70 周年事件性影响下，文化纸景气度稳步提升



资料来源：Wind，卓创资讯，东方证券研究所

建党百年事件性刺激或将打破文化纸原有旺季节奏，文化纸需求回暖有望提前来临。3-5月、9-10月作为秋季、春季学期教辅教材招标备货期，构成文化纸年内传统需求旺季；2021年建党百年事件性刺激下，预计文化纸原有旺季节奏将被打破。考虑到超过半数的党政用纸订单大概率将于2021年上半年印刷完成，据此可以推断，当前时点大型出版社党政需求用纸筹备工作已陆续开展，由此或将触发文化纸需求回暖提前来临，而无需等待至春节后3月传统旺季。

4 成本推动下文化纸涨价在即，需求回暖下行情有望贯穿全年

浆价上涨或将成为推涨纸价的首要催化剂，且2021年党政需求订单释放或将打破原有旺季节奏，文化纸涨价有望即刻启动，需求改善背景下行情有望贯穿全年。2020年4月中旬，文化纸需求端受新冠疫情影响尚未恢复，供给端进口纸冲击造成短期供给压力较大，以双胶纸为主的非涂布文化用纸、铜版纸价格均快速下跌，文化纸盈利迅速回落至历史低位；由于木浆原材料价格前期处于历史低位，供给端进口纸压制延续，需求端当前正值淡季，文化纸价格当前仍处于约15%以下的较低历史分位，我们判断以上价格压制因素现已陆续缓解——进口木浆价格快速上涨背景下，原材料成本快速上升或将成为推动纸价上涨的首要催化剂；与此同时，文化纸供给端短期无新增产能、进口压制有望随着海外需求复苏而缓解，需求端2021年建党百年事件性刺激带来的党政需求增长有望打破文化纸原有旺季节奏，文化纸涨价有望即刻启动，行情持续时间则与海外需求复苏进程直接相关，需求改善背景下涨价行情有望贯穿全年。事实上，主流文化纸企的涨价函已于近期陆续发出，均计划于2月、3月提涨文化纸价格，累计涨幅达800-1000元/吨（含税）；基于前文分析，我们判断文化纸价格有望由当前较低的历史分位实现稳步上涨，未来涨价空间充足。

表 3：预计 2021 年文化纸供需关系整体稳定

纸种	2019 年供需情况	指标	2020E	2021E	2022E	投产时间待定
非涂布文化用纸	供需相对紧张	新增供给	4%	5%	5%	20%
		新增需求	1.4%*	1.4%*	1.4%*	
		供需格局	供需较稳定	供需基本平衡	供需基本平衡	
铜版纸	供给相对过剩	新增供给	0%	0%	0%	0%
		新增需求	-1.8%*	-1.8%*	-1.8%*	
		供需格局	供需相对稳定	供需相对稳定	供需相对稳定	

*注：参考过去 5 年年均复合增长率，疫情后需求稳步复苏叠加建党百年事件性刺激，实际需求增速有望高于该数值

资料来源：公司公告，纸业内参，纸业联讯，中国造纸协会，东方证券研究所

投资建议

成本上涨推动文化纸价格向上，利好具备原材料自供优势的大型纸企，盈利弹性充足。对于具备自供浆优势的国内大型企业而言，收入端文化纸价格有望上涨，成本端一方面依托于自供浆降低成本抬升幅度，另一方面通过前期储备较为充足的低价浆库存平滑浆价上涨对于成本的影响，文化纸吨盈利有望显著提升，盈利弹性较高。重点推荐成本端竞争优势突出、且于行业内率先走向海外林地的综合性龙头纸企——太阳纸业(002078, 买入)，同时建议关注具备原材料自供优势的木浆系龙头纸企——博汇纸业(600966, 未评级)、晨鸣纸业(000488, 未评级)、岳阳林纸(600963, 未评级)、华泰股份(600308, 未评级)。

我们判断本轮成本上升推动的文化纸涨价落地幅度有望达 600 元/吨以上。结合 2021 年年初以来木浆价格涨幅，推测决定文化纸价格的边际企业（即全部采用外购现货浆的小企业）成本抬升幅度约 690 元/吨，对应含税市场价涨幅约 780 元/吨；考虑到年初以来文化纸价格已上涨约 200 元/吨，我们判断供需稳定情形下，本轮成本上升推动的文化纸价格涨幅为 600 元/吨左右。若国内需求回暖幅度较高，或海外需求显著复苏带来供给端进口纸压制大幅缓解，供需改善情形下文化纸价格涨幅有望达 600 元/吨以上。

成本上涨推动纸价向上，具备原材料自供优势的大型纸企盈利弹性充足。这里我们将针对各纸企在不同涨价情形下的盈利弹性展开情景测算。大型纸企由于前期低价浆储备较为充足，推测当前木浆原材料库存普遍在 5-6 个月左右，且部分纸企存在于前期木浆价格低点大量囤浆的可能性，库存周期或更高，因此我们将按照各纸企木浆库存周期为 6-12 个月来展开测算。若文化纸价格在当前含税市场价基础上提涨 600 元/吨，我们测算本轮涨价将分别对晨鸣纸业、岳阳林纸、太阳纸业、博汇纸业的业绩年化增厚约 49-61%、23-48%、17-38%、3-9%；若需求回暖推动文化纸价格提涨幅度达 800 元/吨，以上纸企对应的年化业绩弹性将分别达 70-82%、41-66%、31-52%、6-12%。

值得注意的是，以上测算中，收入端仅考虑文化纸价格上涨对于企业盈利的影响，暂未将白卡纸等其他木浆系纸品或溶解浆价格提涨的影响包含在内；成本端，仅假设针叶浆、阔叶浆将延续当前价格（以智利 Arauco 最新外盘报价为例，分别为 810 美元/吨、620 美元/吨），并将木浆库存周期对于成本的影响考虑在内。如若未来木浆价格进一步上扬，或白卡纸、溶解浆等主营产品价格均有提涨，以上纸企对应的盈利弹性将更为突出。

表 4：成本上涨推动纸价向上，利好具备原材料自供优势的大型纸企

情景测算：文化纸价格涨幅及各纸企对应的业绩弹性				涨价后对应的业绩年化增厚弹性*			
情景假设	文化纸含税市场价（元/吨）	对应的价格涨幅	所处历史分位	太阳纸业	晨鸣纸业	岳阳林纸	博汇纸业
基准：维持现价	5643	0%	9%	-	-	-	-
①涨价400元/吨	6043	7%	19%	2% - 24%	28% - 40%	6% - 30%	-1% - 6%
②涨价600元/吨	6243	11%	24%	17% - 38%	49% - 61%	23% - 48%	3% - 9%
③涨价800元/吨	6443	14%	29%	31% - 52%	70% - 82%	41% - 66%	6% - 13%
④涨价1000元/吨	6643	18%	34%	45% - 67%	91% - 103%	59% - 83%	10% - 17%

*注：关于基准情形下各纸企的 2021 年归母净利润预测值，其中太阳纸业为东方证券预测，其余纸企均为 wind 一致预期；各纸企文化纸产量在参照公司直接披露的历史数据基础上，考虑各纸企公告的新投产项目而得。需注意的是，表中弹性测算仅为限制条件下的情景假设，不构成各公司整体的盈利预测

**注：此处各纸企的木浆库存周期按 6-12 个月来假设

资料来源：公司公告，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，则木浆需求将受到较大影响，木浆价格具备下跌风险；若终端需求下滑幅度超预期，或将造成文化纸价格下跌、纸企产能利用率下降，造纸企业盈利存在大幅波动的风险。
- **投资建议中的弹性测算仅为限制条件下的情景假设，不构成公司整体的盈利预测。**

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。

截止本报告发布之日，东证资管仍持有博汇纸业(600966，未评级) 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