

# 纸浆专题研究： 浆系造纸盈利处上调通道！

史凡可/马莉/傅嘉成/姜文镪

2021年2月

- **多重因素叠加，木浆价格拉涨：**短期供需紧平衡、全球再通胀、人民币升值，全球针叶浆、阔叶浆的价格分别提升至815、585美元/吨，较低点上涨42%、29%。大宗商品周期来看，目前棉花、铁矿石、铜、铝、原油、大豆价格分别处于历史的69%、100%、100%、41%、35%、100%分位，而针叶浆、阔叶浆分别处于77%、35%分位，相对合理。
- **短期供需紧平衡，提价预期延续至21Q4：**
  - **需求：**考虑新增木浆需求约80%来自中国，我们通过详细计算，预期20-23年中国商品浆需求分别增加300、390、340、340万吨。此外考虑欧美文化纸需求下滑等，我们预期2021年全球阔叶浆的需求量增长约3.7%（130万吨），针叶浆需求量增长约1.9%（50万吨），综合商品浆的需求量增长约2.7%（180万吨）。
  - **供给：**短期由于南非罢工、全球疫情等原因，全球纸浆供给相对偏紧；根据我们不完全统计，预计20年木浆供给减产共计约120万吨，其中阔叶浆减产65万吨、针叶浆减产55万吨。中期我们估算21-23年实际新增产能分别约400、340、165万吨，相对宽松。
  - **通过建立详细供需平衡表，同时考虑全球木浆库存下降明显，我们预期整体木浆21年供需平衡，价格向上趋势延续至21Q4；22-23年供需相对宽松，价格维稳。其中，针叶浆19-22年新增产能较少，涨势更优。**
- **传导通顺，浆系造纸盈利具向上弹性：**
  - **太阳纸业：**木浆自给率提升（约43%）、低位屯浆（5-6个月）有望增厚利润；此外细分产品，如文化纸、生活用纸、牛皮箱板纸等均有新产能释放，预期21年盈利有望达34-35亿元，对应21年PE约13.9-14.3X。
  - **博汇纸业：**预期公司20年前期包袱逐步出清，定增若顺利完成，负债率、财务费用率高、纸机效率低等问题陆续有效解决；叠加白卡竞争&供需格局双优，盈利大幅增厚。考虑公司化机浆基本自给、化学浆有采购优势，保守估计21年盈利有望达23-24亿元，对应21年PE约10.0-10.3X。
  - **晨鸣纸业：**浆纸一体化，木浆自给率达90%，充分享受纸浆高自给率带来的盈利弹性；融资租赁持续压缩，预期20年压缩至90亿，21年压缩至65亿以下；保守估计21年晨鸣造纸板块利润42亿元，对目前应5.8X，考虑后续纸价提涨，盈利仍有上修空间。
- **风险提示：**疫情持续时间超预期、纸浆提涨低于预期。

# 目录

CONTENTS

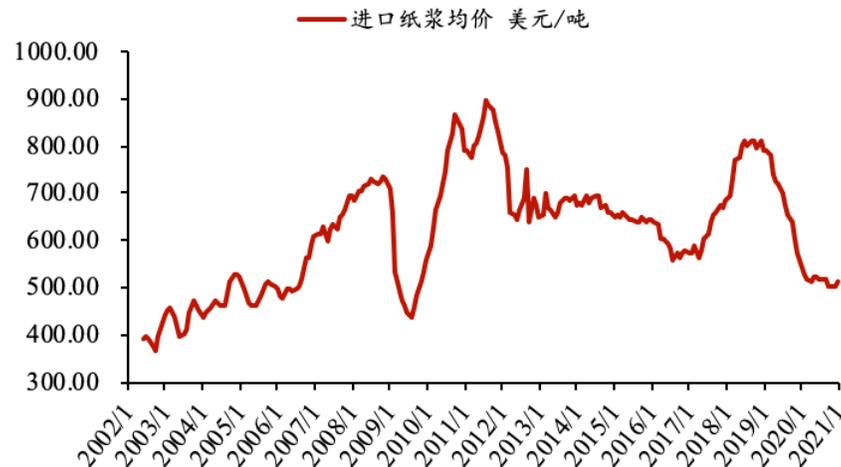
- 01 浆价：供需两旺，内外盘浆涨势坚挺
- 02 供需：短期供需紧平衡，提价预期延续
- 03 纸企：传导通顺，浆系造纸盈利具弹性

# 01

**浆价复盘：  
供需两旺，内外盘浆涨势坚挺**

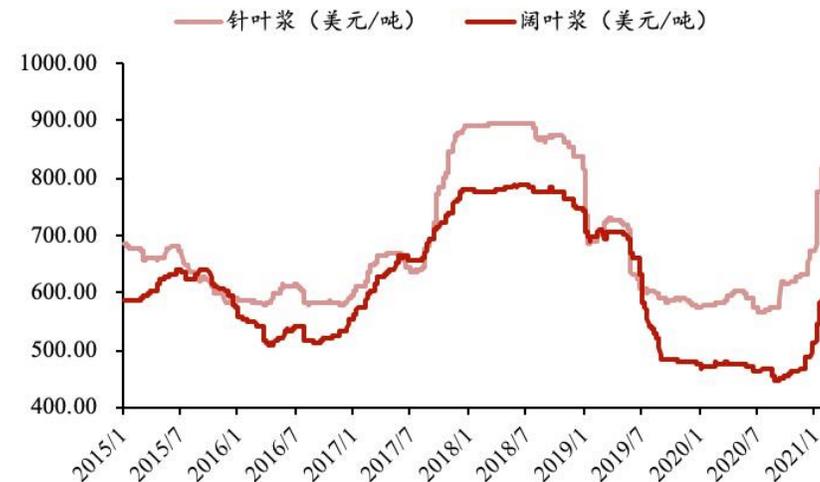
- **纸浆周期性显著：**复盘历史表现，纸浆价格运行趋势与全球经济相关度较高，历史显著的周期波动多由供需影响所致。
- **第一阶段：**2008-2009年，全球经济危机拖累需求，商品价格普跌，进口纸浆价格由730美元/吨跌至430美元/吨。
  - **第二阶段：**2010年，全球木浆供给由于智利地震、芬兰大规模罢工等原因（影响全球供给约10%），供给短缺导致进口纸浆价格从430美元/吨提涨至897美元/吨。
  - **第三阶段：**2011年后，阶段性供给短缺影响缓解，全球商品浆产能稳步增加，2012-2016年进口纸浆价格由高点下滑至600美元/吨。
  - **第四阶段：**2017-2018上半年，我国供给侧改革（我国供给占全球9%），此外价格低迷致使印尼OKI等浆厂投产低于预期、CMPC的巴西浆厂因锅炉损坏宣布停产4个月（影响全球供给约1%-2%），国内因环保淘汰大量的非木浆产能。因此，进口纸浆价格从562美元/吨上涨至809美元/吨。
  - **第五阶段：**2018下半年-2019年，浆厂快速扩产（新增供给超420万吨），同时中美贸易战拖累终端需求走弱（中国纸浆消耗总量9387万吨、同比-6.61%），进口纸浆价格从809美元/吨快速跌至500美元/吨。
  - **第六阶段：**2020下半年由于需求恢复（文纸产能投放）、全球再通胀、人民币升值等多重因素叠加短期供给短缺（影响全球供给约3%），浆价底部抬升。针叶浆进口价格从20年中的567美元/吨快速上升至目前的815美元/吨，阔叶浆进口价格从20年中的452美元/吨上升至目前的585美元/吨。

图：进口木浆历史价格（美元/吨）



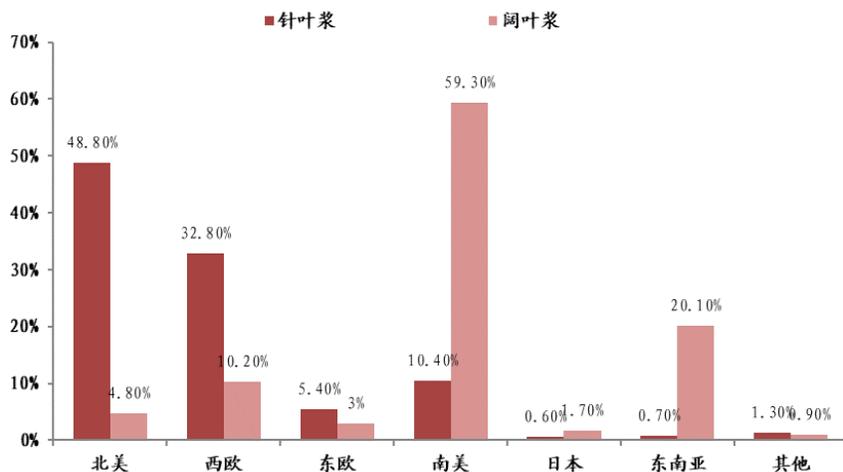
注：进口木浆均价=当月纸浆进口金额/进口数量，截止到2020年12月

图：近五年针叶浆、阔叶浆价格变动

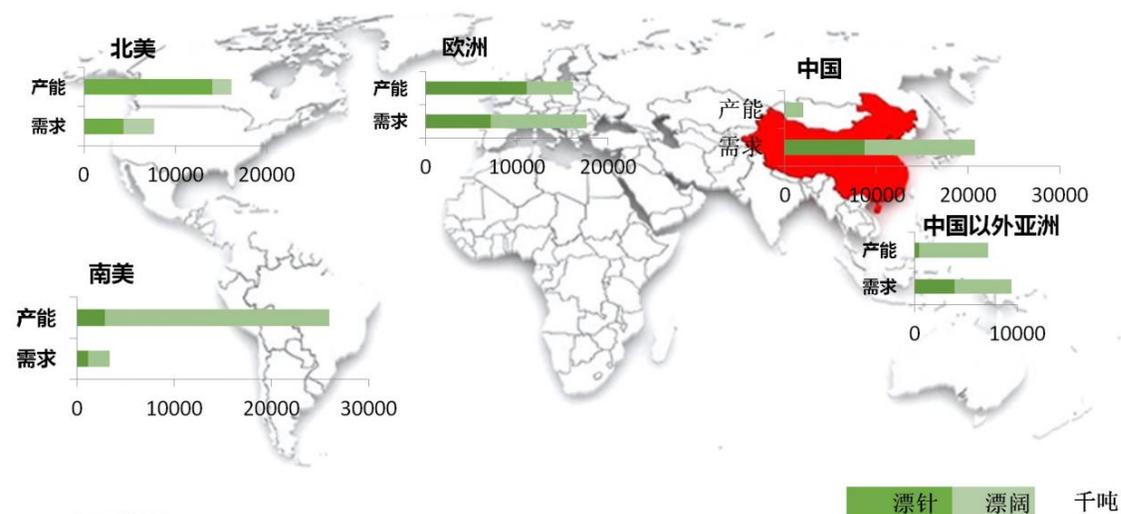


- 供给端：**全球阔叶浆产能远大于针叶浆产能，美国、加拿大、巴西是主要生产国。预计北美针叶浆、阔叶浆产能分别占全球48.8%、4.8%；西欧分别占全球32.8%、0.2%；南美分别占全球10.4%、59.3%。
- 需求端：**19年全球纸和纸板产量为40405万吨，同比-1%。其中，亚洲19428.3万吨，+1.4%；欧洲10284万吨，-3%；北美洲为7763万吨，-4.2%。纸和纸板产量最大的五个国家是中国（11170万吨）、美国（6815.7万吨）、日本（2537.6万吨）、德国（2207.3万吨）、印度（1728.4万吨），其他较大的国家有印尼、韩国、巴西、芬兰、瑞典。

图：2019年全球针叶浆&amp;阔叶浆供给



图：2017年全球供需分析表



图：2019年全球木浆产销量

	产量/万吨		进口/万吨		出口/万吨			
	2018	2019	2018	2019	2018	2019		
美国	5,218.60	5,095.60	中国	2,570.60	2,927.20	巴西	1,465.70	1,430.60
巴西	2,114.80	1,975.50	美国	543.70	531.00	加拿大	930.40	905.30
中国	1,794.60	1,892.70	德国	441.50	424.90	美国	708.60	686.60
加拿大	1,621.00	1,623.50	意大利	350.00	367.60	智利	470.70	459.40
芬兰	1,166.00	1,160.00	韩国	223.90	229.50	芬兰	391.70	427.40
瑞典	1,151.40	1,159.10	法国	199.00	173.40	印尼	410.50	400.70
印尼	864.50	864.50	日本	157.80	161.70	瑞典	334.50	381.90
日本	864.40	839.00	荷兰	167.70	161.50	乌拉圭	254.90	248.80
俄罗斯	867.90	832.70	土耳其	126.10	140.90	俄罗斯	226.50	214.70
印度	612.70	600.50	波兰	115.50	108.30	荷兰	101.90	141.20

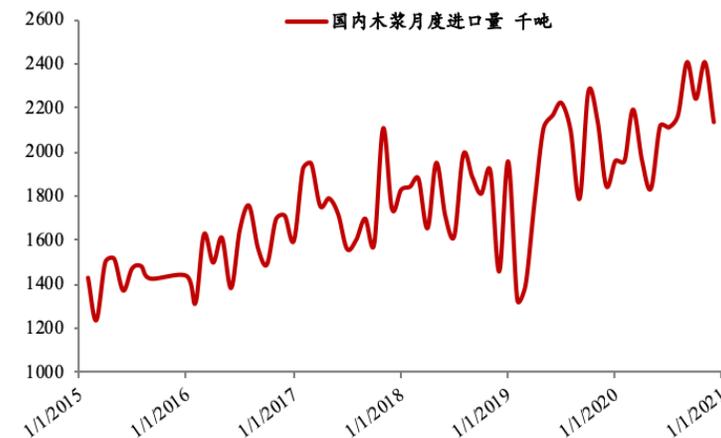
数据来源：建发纸业，PPPC，浙商证券研究所

- 供需紧平衡，全球纸浆价格短期提升至815、585美元/吨，较低点上涨42%、29%。纸浆期货强势提涨，针叶浆日度收盘价达到6598元/吨，较上月上涨12.1%，较低点上涨50.6%，创历史新高：
  - 供给端：19-20年全球商品浆的增量供应较少，合计仅230万吨；叠加20年下半年南非大罢工、南美疫情爆发等原因导致20年供应减少130万吨（阔叶浆减产约65万吨、针叶浆减产约55万吨），短期全球木浆的供应量较少、库存消化情况乐观；
  - 需求端：木浆下游需求以生活纸（36%）、白卡纸（24%）、双胶（22%）、铜板（13%）为主；以中国为代表的经济体复苏拉动需求（文纸等陆续投产），我国纸浆年度累计进口量达3063万吨，同比增长12.6%；
  - 全球再通胀：全球主要央行扩表，12月份美联储、欧央行与日本央行扩表幅度分别为2.6%、1.5%和0.9%；对应全球制造业PMI至4月底部连续环比向上，12月达55.2，欧美各国PMI保持向上预期。考虑疫情的不确定性，预期宽松货币延续，大宗价格普遍上涨。

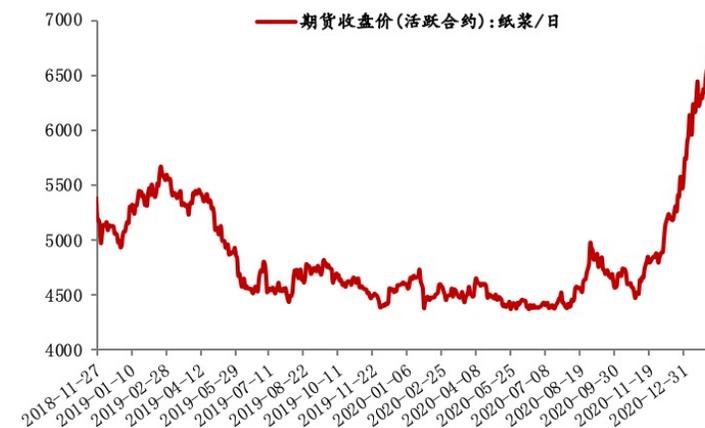
图：全球2020年月度PMI数据

制造业PMI (%)	20-12	20-11	20-10	20-09	20-08	20-07	20-06	20-05	20-04	20-03	20-02	20-01	19-12
全球	55.2	53.7	53	52.4	51.8	50.6	47.9	42.4	39.6	47.3	47.1	50.4	50.1
美国Markit	56.5	56.7	53.4	53.2	53.1	50.9	49.8	39.8	36.1	48.5	50.7	51.9	52.4
欧元区	55.5	53.8	54.8	53.7	51.7	51.8	47.4	39.4	33.4	44.5	49.2	47.9	46.3
德国	58.6	57.8	58.2	56.4	52.2	51	45.2	36.6	34.5	45.4	48	45.3	43.7
法国	51.1	49.6	51.3	51.2	49.8	52.4	52.3	40.6	31.5	43.2	49.8	51.1	50.4
意大利	52.8	51.5	53.8	53.2	53.1	51.9	47.5	45.4	31.1	40.3	48.7	48.9	46.2
日本	50	49	48.7	47.7	47.2	45.2	40.1	38.4	41.9	44.8	47.8	48.8	48.4
英国	57.3	55.6	53.7	54.1	55.2	53.3	50.1	40.7	32.6	47.8	51.7	50	47.5
中国	51.9	52.1	51.4	51.5	51	51.1	50.9	50.6	50.8	52	35.7	50	50.2
印度	56.4	56.3	58.9	56.8	52	46	47.2	30.8	27.4	51.8	54.5	55.3	52.7
巴西	61.5	64	66.7	64.9	64.7	58.2	51.6	38.3	36	48.4	52.3	51	50.2
越南	51.7	49.9	51.8	52.2	45.7	47.6	51.1	42.7	32.7	41.9	49	50.6	50.8
南非	49.1	58.7	63.4	58.2	53.8	48.5	50.3	44	30	42.1	40.7	41.3	42.6

图：国内木浆月度进口量



图：纸浆期货价格



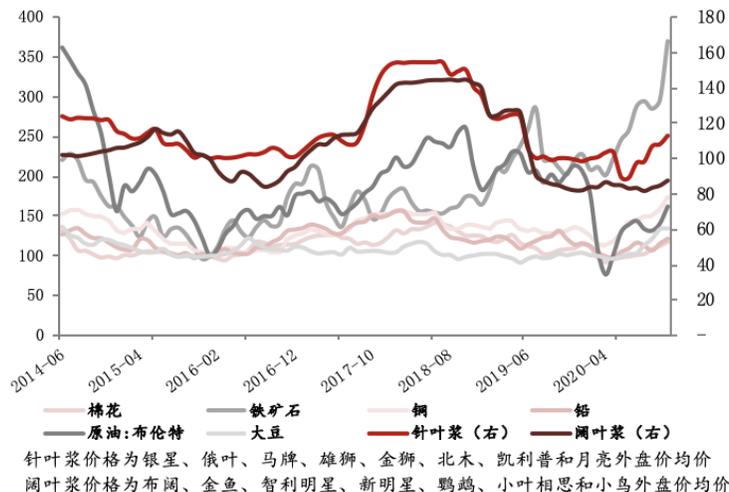
## □ 大宗商品普涨，横向比较木浆价格涨势合理，其中针叶浆涨势更为坚挺：

- 大宗横向比较合理：针叶浆、阔叶浆价格较疫情后低点分别上涨42%、29%，同期棉花、铁矿石、铜、铅、原油、大豆的涨幅分别达到37%、100%、58%、134%、61%；从14年后价格历史分位来看，**棉花、铁矿石、铜、铝、原油、大豆**价格分别处于69%、100%、100%、41%、35%、100%分位，而**针叶浆**处于77%分位、**阔叶浆**处于35%分位。

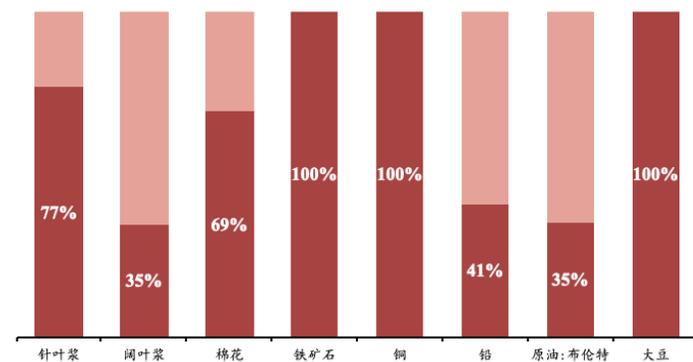
- 内外盘价差较高：目前内外盘针叶浆价差为1213元/吨，阔叶浆价差为1358元/吨，处在历史的48%、78%分位。

- 针阔叶价差较高：目前针叶浆和阔叶浆价差为1345元/吨，处于五年来的86%分位。判断因此全球的纸厂用阔叶浆替代针叶浆的趋势渐渐显现。20年1-11月全球纸浆的出货量中，漂白针叶浆出货量下降-3.4%，漂白阔叶浆出货量增长8.5%，本色浆增长8.2%。

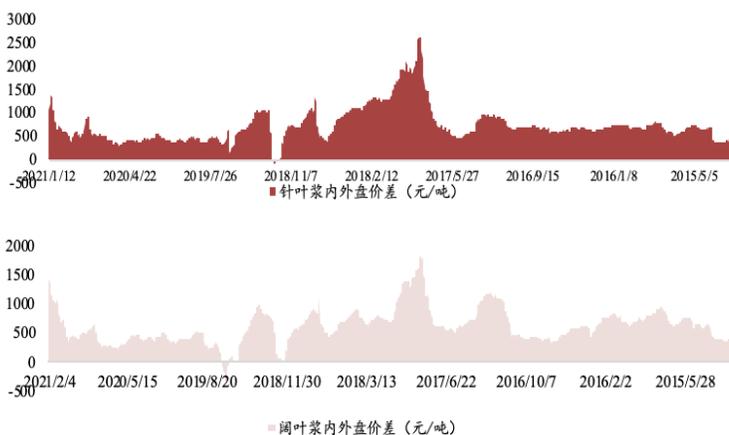
图：全球大宗商品价格指数



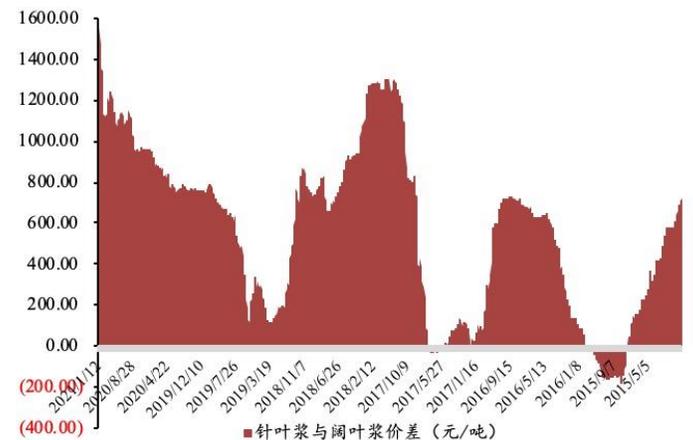
图：大宗商品历史价格分位



图：木浆内外盘价差



图：针叶浆与阔叶浆价差



数据来源：Wind, 卓创资讯、浙商证券研究所

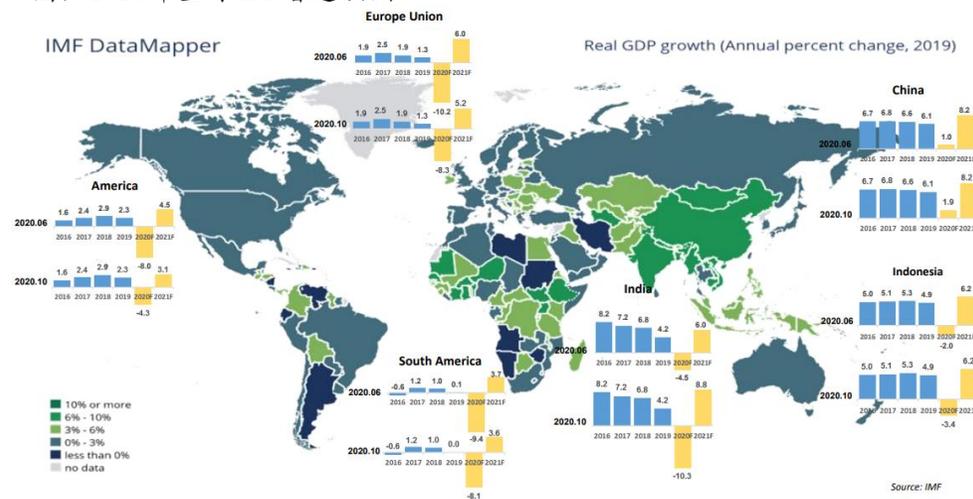
# 02

**供需判断：  
短期供需紧平衡，提价预期延续**

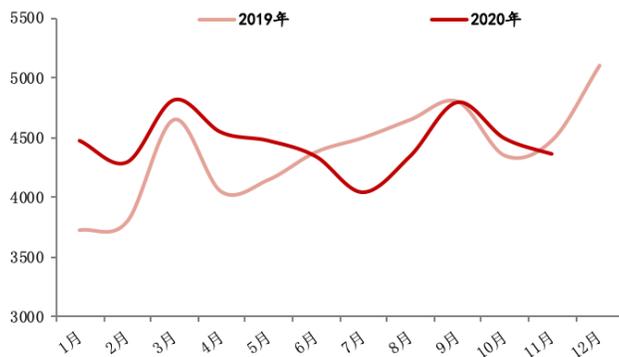
### □ 纸浆需求和宏观经济高度挂钩，21年全球经济回暖利好需求。

- 疫后经济强势恢复：**2020年6月IMF预测，中国、欧洲和美国20年GDP增速分别为1.0%、-10.2%和-8%，全球增速为-4.9%；由于货币宽松，且中国等地经济快速恢复，2020年10月IMF将中国、欧洲和美国GDP增速上调为1.9%、-8.3%和-4.3%，全球上调为-4.4%。对应PPPC数据显示，2020年1-11月全球纸浆出货量4468万吨，较去年同期增长2.8%。
- 21年经济表现靓丽：**考虑各国企业复产复工、宽松货币预期延续，预期2021年全球经济持续复苏。根据IMF预测，2021年全球平均GDP增速将达5.2%，其中中国、美国、日本、欧洲、巴西、印度等纸浆消耗大国经济增速分别回弹至8.2%、3.1%、2.3%、5.2%，利好纸浆需求回暖。考虑全球木浆增量需求主要来自中国（约80%），欧美地区存量需求占比较高，我们主要以中国为主，辅以欧美需求作为全球木浆需求的分析主体。

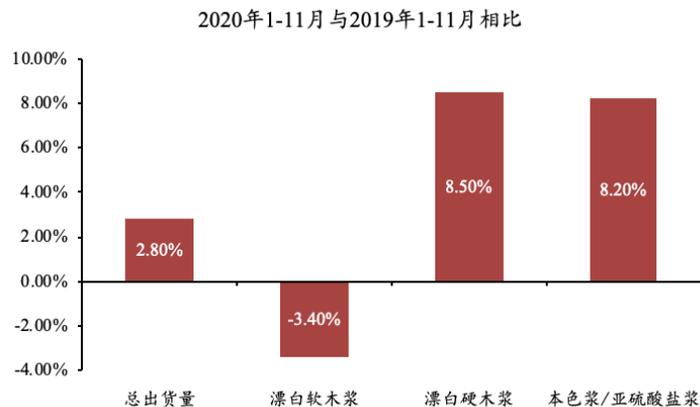
图：2020年全球GDP增速预测



图：全球商品浆出货量（万吨）



图：全球商品浆发运量增长率（%）



图：2021年全球GDP预计增速

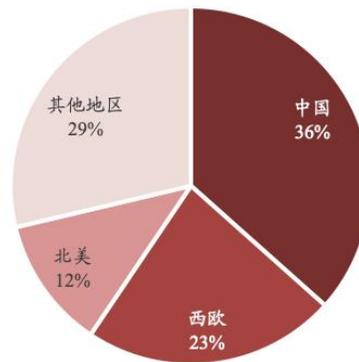


□ 测算中国龙头纸企投产、外废出清替代、非木浆转化三个部分的增量需求，预期20-23年中国商品浆市场的需求分别增加300、390、340、340万吨。

□ 中国进口木浆占比全球36%，新增木浆需求占比全球80%。19年全球商品浆发运地中中国占比36%，中国纸浆进口是全球木浆需求最主要的支撑。从增量需求来看，20年1-11月全球木浆发运量同比增长2.8%，其中中国同比增长6.2%，以此推测中国新增木浆需求占全球增量市场的80%。

□ 阔叶浆进口明显超过针叶浆：海关总署数据来看，20全年纸浆进口量3063万吨，同比增长12.6%。其中针叶浆进口量886.22万吨，同比降低0.53%；阔叶浆进口量1374.46万吨，同比增长16.67%。

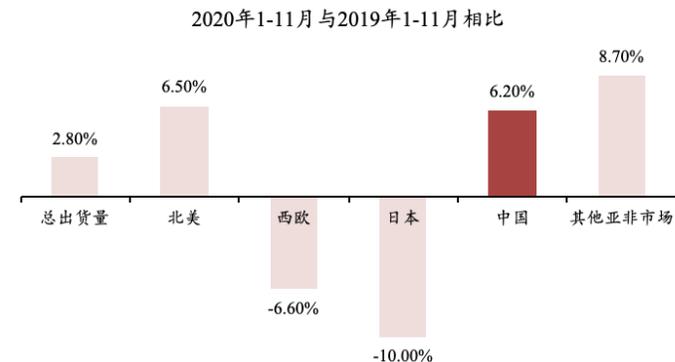
图：2019年全球商品浆发运目的地占比（%）



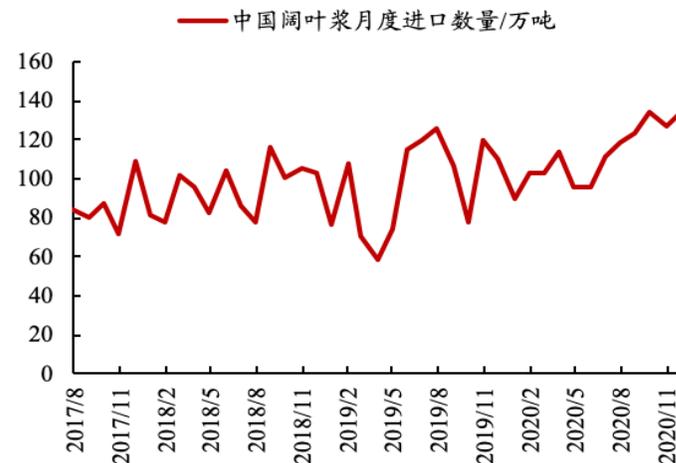
图：中国针叶浆进口量



图：全球商品浆按发运目的地增长率（%）



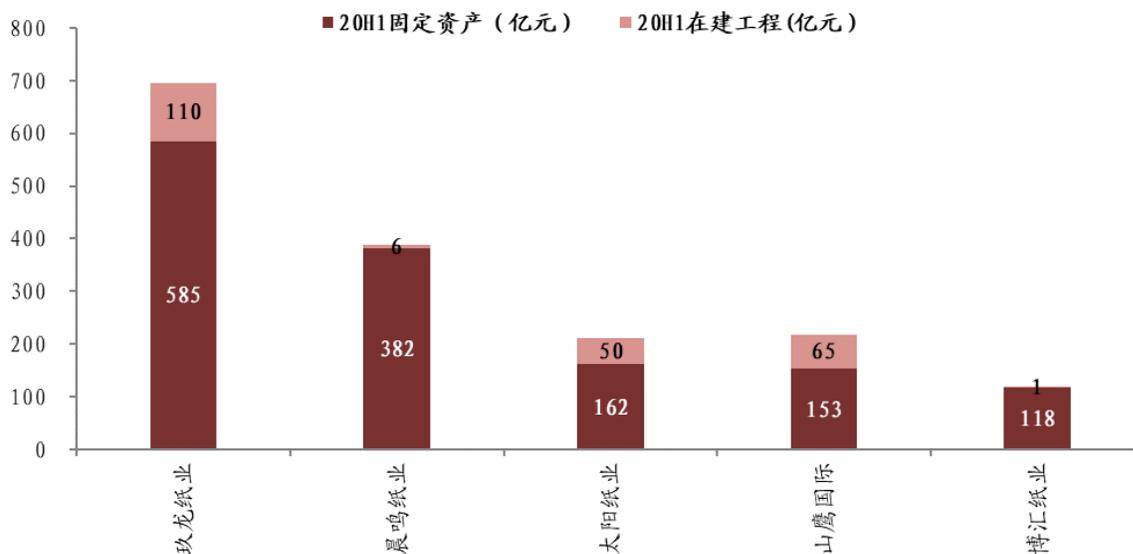
图：中国阔叶浆进口量



1) 中国龙头纸企进入加速投产期，2021-2023年预计木浆增量需求达102、180、137、139万吨。

□ 根据不完全统计，20-23年中国新增的浆系纸及纸板产能分别达271、537、474、580万吨，假设20-23年投产比例70%、70%、60%、50%，预计2020-2023年落地产能达到212、376、284、290万吨。按纸:浆比例1:0.8计算，新增原生浆需求达170、301、228、232万吨，合计达930万吨。考虑行业木浆自给率平均水平约20-30%，对应20-23年木浆需求增量能够达到119、211、159、162万吨。

图：龙头企业固定资产&在建工程



图：浆系造纸公司投产计划

单位：千吨	扩张产能			
	2020	2021	2022	2023
<b>包装纸（主要为白卡纸）</b>				
APP		1200	700	
太阳纸业		900		
仙鹤股份		300	200	200
联盛纸业			1000	1000
亚太森博			1000	1000
<b>非涂布（双胶纸+特种纸）</b>				
太阳纸业	450	550	1000	1000
亚太森博				
博汇纸业		450		
山东天和		160		
联盛纸业				400
金鹰集团				1000
五星纸业	300			
山东恒联			100	
仙鹤股份			200	200
岳阳林纸				700
泰盛泰和		30		
<b>生活用纸</b>				
APP	240	540		
恒安集团		15		
中顺洁柔	100	100	100	100
理文造纸	120		20	20
泰盛	550	60		
山东东顺	76			
太阳纸业	50	150		
D&S	100			
满城雨森	60			
维尔福		170		
保定港兴纸业	60			
保定立发纸业	50			
秦皇岛丰满纸业		100		
河北亚光		25	50	
歌芬		60		
南宁圣大纸业	50			
南宁佳达纸业	150			
广西植护云商	150			
四川永丰纸业		150		
唐山美特好纸业		50		
浙江家家发	80			
湖北丽邦		80		
澳威纸业		20		
河北金博士		56		
新疆兆辉森		13		
永峰再生纸		25		
保定达亿纸业		28		
山西云冈纸业		20		
江苏王子	120	120		
亚太森博			250	
联盛			120	180
<b>总计</b>	<b>2706</b>	<b>5372</b>	<b>4740</b>	<b>5800</b>

假设：1. 文化纸与白卡的新项目将如期投产

2. 假设宣布计划2020年投产的生活用纸项目中有70%将如期投产

2) 中国外废出清后，废纸浆供需缺口约150-200万吨，预计可带来75-100万吨木浆替代需求。

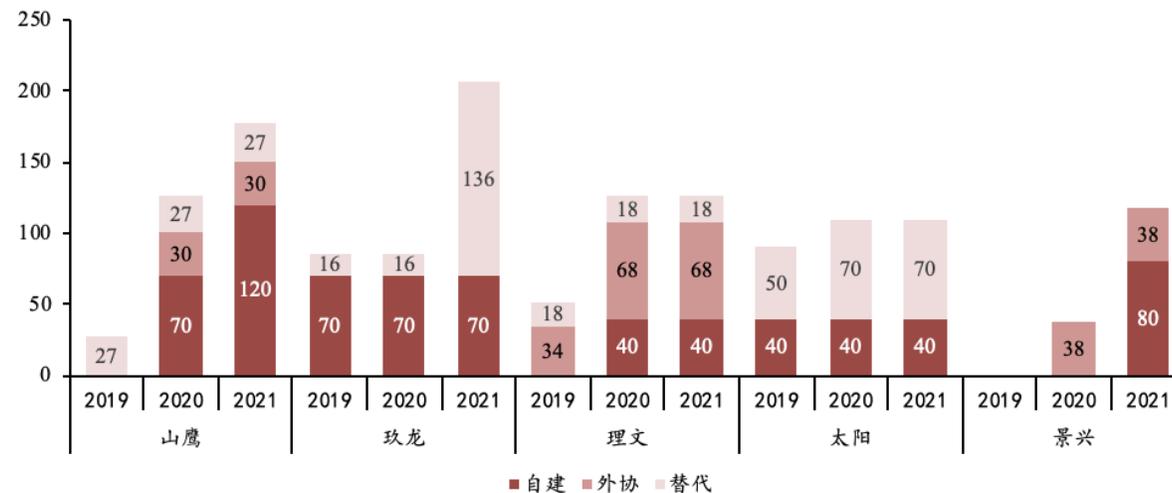
□ 外废出清激发木浆替代需求：16-19年外废进口量持续缩减，至20年前13批配额合计667.58万吨、较去年同期-37.9%。考虑：1) 国废表观回收率提升缓慢：2010-2019年中国国废回收率仅从43.8%提升至49.0%（剔除不可回收的生活用纸、食物饮料包装等实际回收率约70%，对标日本实际回收率80%可提升空间不大）；2) 中高端产品仍需外废生产保证纤维含量。21年外废进口完全清零，龙头纸企通过推进废纸浆建设和部分木浆替代弥补外废缺口。

□ 考虑外废浆建设，预期仍存75-100万吨木浆替代需求。目前我们统计21年废纸浆供给能够达到约500万吨（玖龙69.8万吨、太阳40万吨、理文108万吨、景兴118万吨、山鹰120万吨）、废纸浆进口约50-100万吨，合计约500-550万吨；而国内20年外废进口约668万吨，废纸浆产能预期尚存约150-200万吨废纸浆缺口。考虑部分国产中小产能出清、且部分箱板纸转产，预计激发木浆替代需求50%，对应75-100万吨木浆需求增量。

图：中国废纸产量和进口量

单位(万吨)	2020		2019		2018		2017		2016	
企业	前13批次	占比	总计	占比	总计	占比	总计	占比	总计	占比
玖龙纸业	206.86	30.99%	337.47	31.39%	621.79	34.01%	847	27.17%	1317	32.28%
理文造纸	99.28	14.87%	147.07	13.68%	282.45	15.45%	398	12.77%	533	13.06%
广州造纸	55.00	8.24%	73.00	6.79%	75.00	4.10%	62	1.99%	83	2.03%
山鹰纸业(含福建联盛)	85.21	12.76%	143.29	13.33%	246.05	13.46%	256	8.21%	305	7.48%
联盛(龙海)	20.49	3.07%	34.29	3.19%	64.22	3.51%	166	5.33%	179	4.39%
华泰纸业	57.00	8.54%	84.00	7.81%	98.40	5.38%	93	2.98%	121	2.97%
东莞建晖	26.03	3.90%	41.31	3.84%	70.81	3.87%	100	3.21%	101	2.48%
山东世纪阳光	11.43	1.71%	22.27	2.07%	35.72	1.95%	51	1.64%	53	1.30%
景兴纸业	10.23	1.53%	18.93	1.76%	35.46	1.94%	48	1.54%	68	1.67%
宁波亚洲	9.21	1.38%	19.90	1.85%	37.17	2.03%	36	1.15%	41	1.00%
东莞金洲	15.92	2.38%	18.53	1.72%	39.64	2.17%	55	1.76%	51	1.25%
荣成环保	12.01	1.80%	22.24	2.07%	33.06	1.81%	57	1.83%	65	1.59%
其他	64.03	9.59%	112.88	10.50%	188.31	10.30%	948	30.41%	1163	28.50%
总配额	667.58		1075.19		1828.07		3117		4080	
配额同比	-37.91%		-41.18%		-41.35%		-23.60%		-	

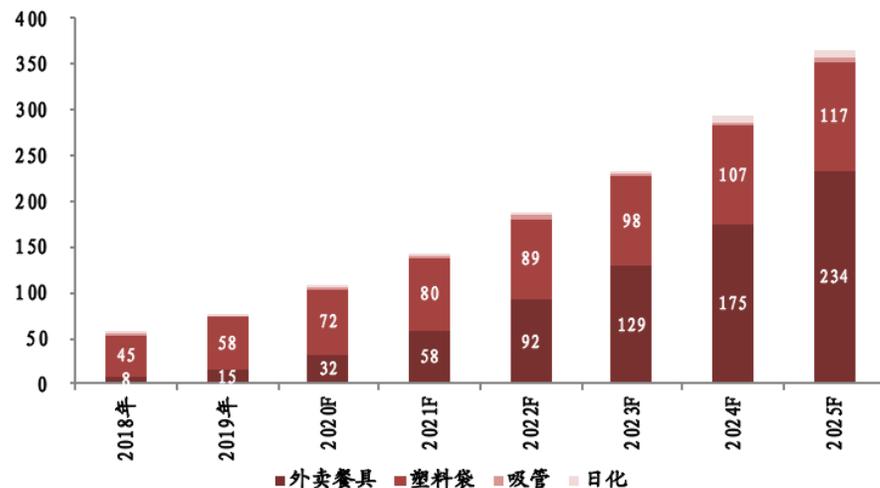
图：龙头纸企的废纸原材料规划



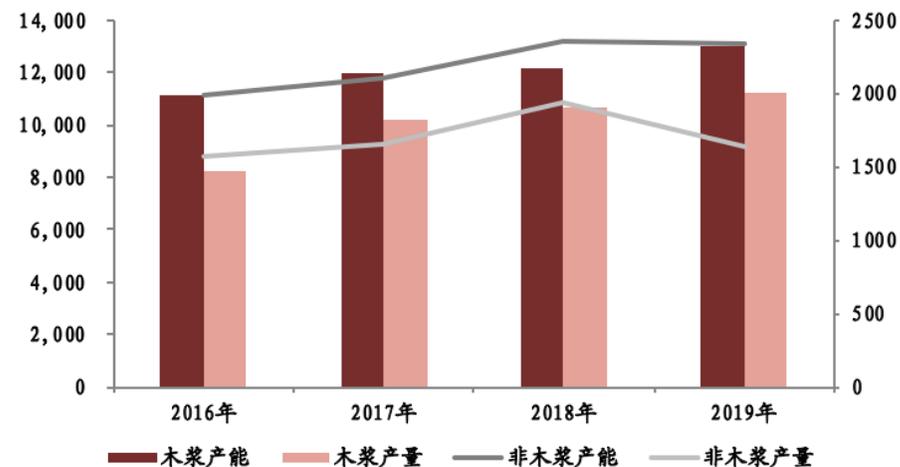
3) 国家推出限塑令、白板清退等政策，加快原生木浆的替代需求，预计年均可增加纸浆需求100-150万吨，对应木浆增量需求80-120万吨。

- **禁塑令下白卡替代塑料：**经测算，食品级白卡（替代塑料袋）需求近130万吨，环保餐盒（替代外卖餐具）市场空间可达100万吨。
  - **塑料袋：**17年塑料软包装消费量1286.5万吨、约25%用于食品领域，假定食品级白卡能完成20%的替代、且一个食品级白卡包装盒为塑料软包重量2倍，对应食品级白卡需求增量近130万吨
  - **外卖餐具：**18年中国市场外卖订单量达109.6亿，假定单个订单外卖餐盒数为2且维持30%复合增速，未来外卖餐盒年需求量达1000亿个，且环保纸塑餐盒渗透率达到50%，单个餐盒重量为30g，对应环保餐盒市场达100万吨。
- **白板产能清退激发白卡替代需求：**根据《富阳区造纸业改造提升方案（2017-2020）》，2020年底“中国白板纸之乡”富阳区将全面完成造纸园区企业腾退转型，预期累计关停产能780万吨，触发白卡替代需求。数据来看，2016年-2020年行业白卡纸产能从1370万吨缩减为1086万吨（减少284万吨），预计未来年均清退白板产能50-100万吨。
- **消费升级下原生木浆需求提升：**根据RISI & Hawkins Wright的统计，相比2019年，2020年生活用纸对阔叶浆和针叶浆需求分别增加11%和15%，对回收浆和非木浆需求分别下降10%和6%。

图：中国限塑令带来的新增白卡纸需求

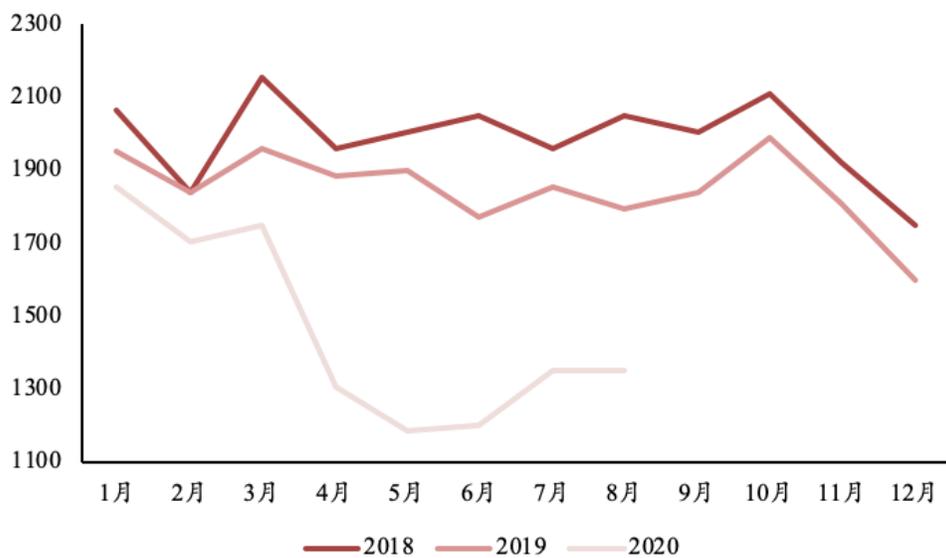


图：国内木浆和非木浆的产能和产量（万吨）

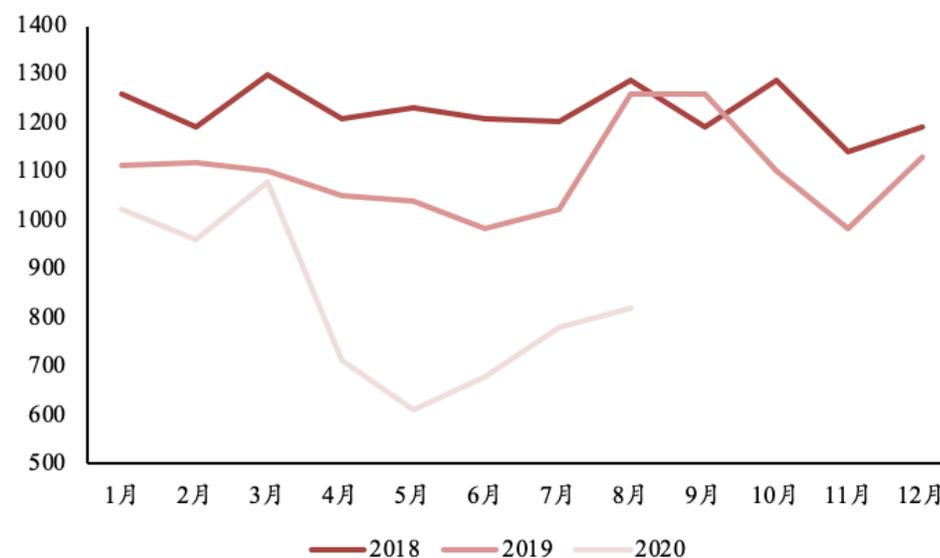


- 欧美印刷书写纸需求下降，预计纸浆需求年均减少约140-240万吨。2019年全球印刷书写纸需求（同比）-500万吨/-6%，其中北美-12%、西欧-9.2%、拉美-10%；2020年上半年疫情下西欧市场印刷书写用纸的需求大幅下降20%（约150万吨）。主要原因系：居家办公减少了打印用纸的使用，传统印刷广告缩减，网络在线广告投入更多，电子化替代的加速（包括新闻、电子化通讯、账单、表格等），教育机构实施数字化教学，疫情或加速这一趋势。中长期来看，欧美文化纸需求持续下降，预计全球年均下降3%-5%，对应约300-500万吨，假设全球书写纸纸浆自给比率40%、纸：浆比例约1: 0.8，对应木浆需求下滑约140-240万吨。

图：2018-2020年西欧印刷书写纸需求



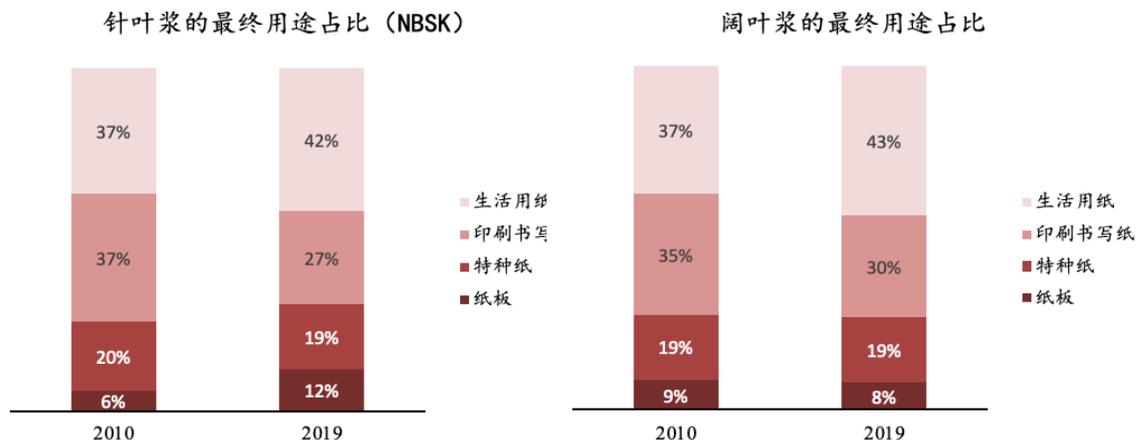
图：2018-2020年北美印刷书写纸需求



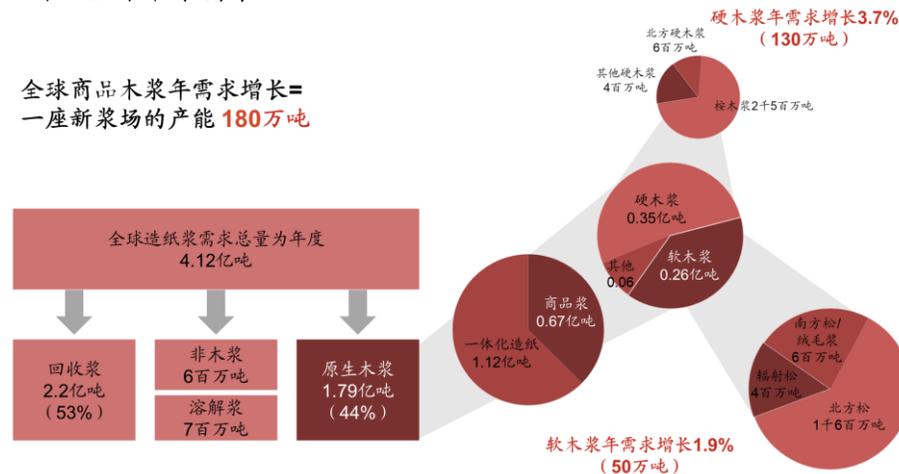
数据来源：Wind、PPPC、浙商证券研究所测算

- 2019年全球商品浆年需求量约6700万吨，其中阔叶浆需求量约3500万吨，针叶浆需求量约2600万吨。根据Hawkins Wright及我们测算，基于对中国下游文化纸、白卡纸以及生活用纸等主要项目的统计以及中国、欧美等主要市场的需求判断。我们预期2021年全球阔叶浆的需求量增长约3.7%（130万吨），针叶浆需求量增长约1.9%（50万吨），综合商品浆的需求量增长约2.7%（180万吨）。

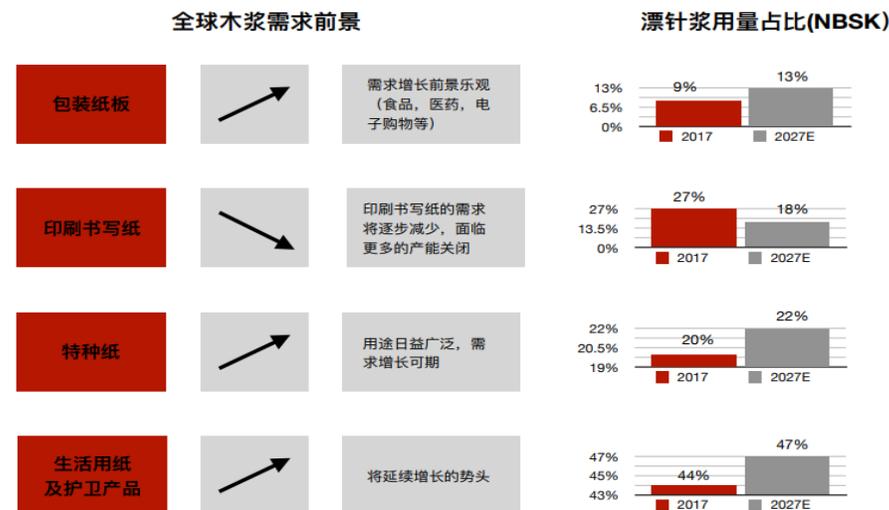
图：木浆最终用途占比



图：全球木浆需求



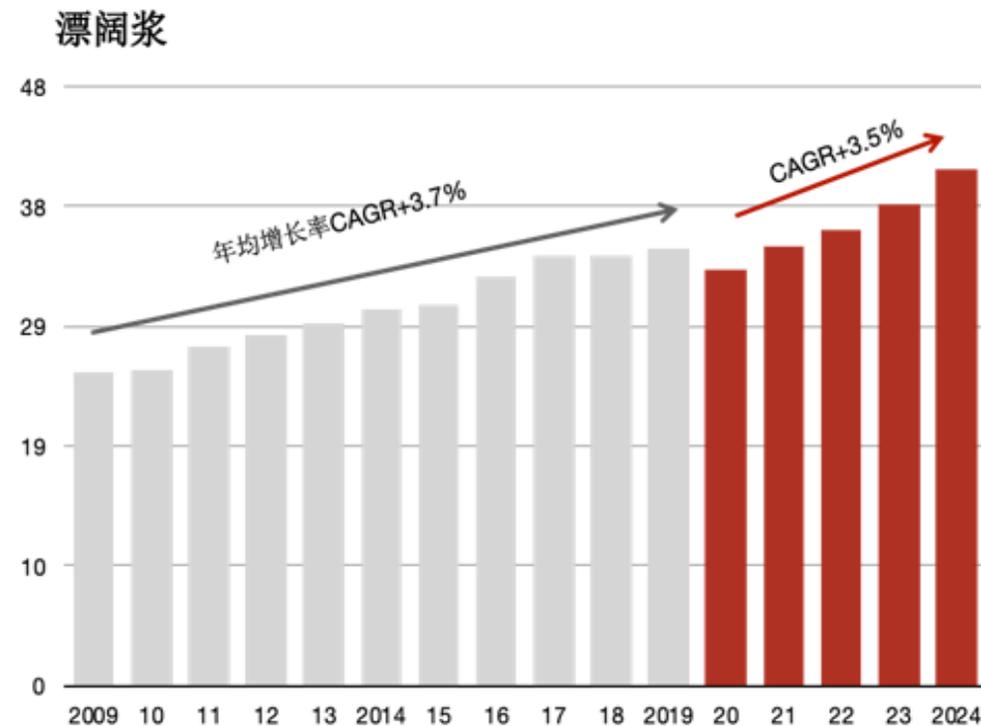
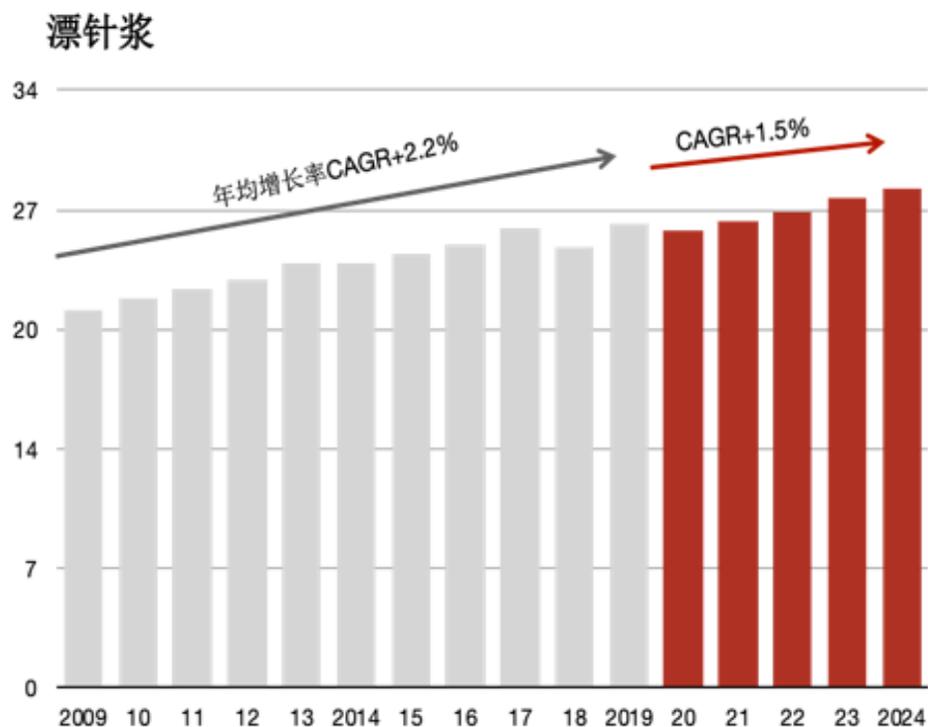
图：全球木浆需求拆分



## 需求：阔叶浆/针叶浆预计年均增长约1.5%/3.5%

- 由于针叶浆和阔叶浆价差较大（目前约1300元/吨），下游纸企倾向于用阔叶浆替代针叶浆（需保证浆系纸种长纤维含量），我们预判20-24年针叶浆需求量年均增长1.5%、阔叶浆年均增长3.5%，综合商品浆年均增长2.6%。

图：漂针叶浆、漂阔叶浆需求量预测（百万吨）



数据来源：Wind、PPPC、浙商证券研究所测算

□ 全球龙头纸浆企业主要来自加拿大、巴西、智利，芬兰等，由于成本、南非罢工、疫情等原因停机，导致全球纸浆供给面临挑战。根据我们不完全统计，预计20年木浆供给减产共计约120万吨，其中阔叶浆减产约65万吨，针叶浆减产约55万吨。

- **加拿大：**针叶浆主要供给地，纸浆企业主要受新冠疫情和木片短缺影响，两个因素形成连锁效应，合计影响产量约50万吨。
- **巴西：**阔叶浆主要供给地，由于新冠疫情的影响，本该在一、二季度停工检修的部分浆厂将检修延迟到三、四季度，因此出现了Suzano旗下的Guaíba II、Aracruz Mill A等十余家浆厂集中检修现象，合计影响产量约40万吨。
- **智利：**受到干旱、新冠疫情、检修等多种因素影响，合计影响纸浆产量约15万吨。
- 此外，欧洲和美国的多个浆厂也因疫情被迫停产，预期合计影响纸浆产量约15万吨。

图：漂针叶浆、漂阔叶浆停机统计

国家	公司	浆厂和项目	产品	情况	产能	产量
加拿大	Western Pulp	Port Alice	针叶浆	5月19日起10周停产检修		
	Canfor	Northwood	针叶浆	3月26日宣布春季检修延期，同时进行减产	年产针叶浆134.5万吨	减产4.8万吨
	West Fraser Paper Excellence	Intercontinental	针叶浆	木片紧张，成本太高等，停产检修		
		Cariboo	针叶浆	因新冠疫情出现停产四周	年产针叶浆 35 万吨	减产5万吨
	Mercer	Crofton	针叶浆	因木片短缺停产5天	年产量34万吨	减产5300吨
		Celgar	针叶浆	7月开始30天检修检修	年产针叶浆42万吨	减产5.2万吨
	Resolute Forest	Northwood	针叶浆	木片紧张，成本太高等，停产检修		
		George Prince	针叶浆	木片紧张，成本太高等，停产检修		
	Domtar 黛美达	Northern Pulp	针叶浆	因环境问题而彻底停产	项目彻底关停	
		Brompton Mill	针叶浆	4月30日 因为疫情无限期关停	项目彻底关停	
		Dryden Mill	针叶浆	因市场条件恶化4月11停工2月 二季度检修21天	年产75.6万吨 年产270万吨	减产12.6万吨 减产15.5万吨
				<b>合计</b>		<b>约50万吨</b>
巴西	Suzano	Guaíba II	阔叶浆	三季度停产检修12天	年产130万吨	减产4.27万吨
		Aracruz Mill A	阔叶浆	三季度停产检修14天	年产52.5万吨	减产2.01万吨
	TrêsLagoas Mill 1	Aracruz Mill C	阔叶浆	三季度停产检修14天	年产144万吨	减产5.52万吨
		Imperatriz	阔叶浆	四季度停产检修9天	年产159万吨	减产3.92万吨
	El Klabin	Mucuri Mill 1	阔叶浆	四季度停产检修9天	年产148万吨	减产3.65万吨
		Mucuri Mill 2	阔叶浆	三季度停产检修10天	年产17万吨	减产4660吨
	Veracel	Suzano	阔叶浆	四季度停产检修10天	年产325万吨	减产8.9万吨
		TrêsLagoas Mill 2	阔叶浆	四季度停产检修9天	年产56万吨	减产1.53万吨
	Tres Lagoas	Veracel	阔叶浆	三季度停产检修10天	年产175万吨	减产4.79万吨
		Puma II	阔叶浆	3月9日开始停产检修10天 3月23日项目暂停，四季度检修11天	年产100万吨	减产3.01万吨
				<b>合计</b>		<b>约40万吨</b>
智利	Licancel	UKP本色浆	针叶浆/阔叶浆	因干旱问题于2019年12月20日停机，4月已恢复生产	年产15.4万吨	减产5.13万吨
	Arauco	Horcones	针叶浆/阔叶浆	2020年3月25日起因新冠疫情两条产线停机，4月7日年产50万吨的针叶浆恢复生产，阔叶浆先预计在MAPA项目投产后停机	针叶浆50万吨（已复产） 阔叶浆30万吨（目前停机）	针叶浆减产1.92万吨，阔叶浆减产1.15万吨
	MAPA	阔叶浆	因为新冠疫情，项目暂停	年产156万吨（目前恢复施工）	项目在建中	
	CMPC	Laja	阔叶浆	四季度检修 16 天	年产26万吨	减产1.14万吨
		Pacifico	阔叶浆	三季度检修 10 天	年产50万吨	减产1.37万吨
				<b>合计</b>		<b>约15万吨</b>
芬兰	Metsa	Kemi	针叶浆	9月14日至20日进行为期7天的年度检修	年产61万吨	减产1.17万吨
	芬欧江川	Pietarsaari	软木和桦木浆	因疫情爆发及检修需求，10月12日起三周停机	年产80万吨	减产4.62万吨
				<b>合计</b>		<b>约5.8万吨</b>
美国	太阳纸业	本色针叶浆	针叶浆	因为新冠疫情以及政治影响项目取消	日产4445吨	项目取消
	Winstone Pulp	机械浆	针叶浆	因新冠疫情3月25日开始关停4周	年产19.7万吨	减产1.52万吨
	Domtar	Dryden Mill	针叶浆	二季度检修21天	年产33万吨	减产1.9万吨
				<b>合计</b>		<b>约3.4万吨</b>
瑞典	Ostrand	化机浆	针叶浆	因为火灾造成污染关停工厂1天	年产90万吨	减产2500吨
	Paper Excellence	Northern Pulp	针叶浆	1月开始彻底关停	年产30万吨	减产833吨
				<b>合计</b>		<b>约0.4万吨</b>
新西兰	Pan Pac	机械浆	针叶浆	因新冠疫情3月25日开始关停5周	年产28.1万吨	减产2.7万吨
	Oji Fiber Solution	本色浆	针叶浆	因新冠疫情3月25日开始关停6周	年产30.3万吨	减产3.50万吨
				<b>合计</b>		<b>约6.2万吨</b>
				<b>总计</b>		<b>减产约120万吨</b>

□ **短期供给偏紧：**19-20年全球商品浆增量供应较少，合计仅230万吨；叠加2020下半年南非大罢工、南美疫情爆发等原因导致20年供应减少130万吨，全球木浆供应较少。我们判断木浆短期呈现供需紧平衡（库存消化良好）、价格有向上动力。

□ **中期供给宽松：**考虑2021-2023年全球木浆新增产能体量较大，其中预期针叶浆分别新增80、50、155万吨，阔叶浆分别新增360、420、170万吨；考虑部分规划产能难以落地（标红产能假设落地概率50%），我们估算2021-2023年实际新增产能分别约400、340、165万吨；此外叠加疫情、成本高等原因带来的停机逐步恢复，预期行业出现供过于求。

图：全球商品浆投产计划

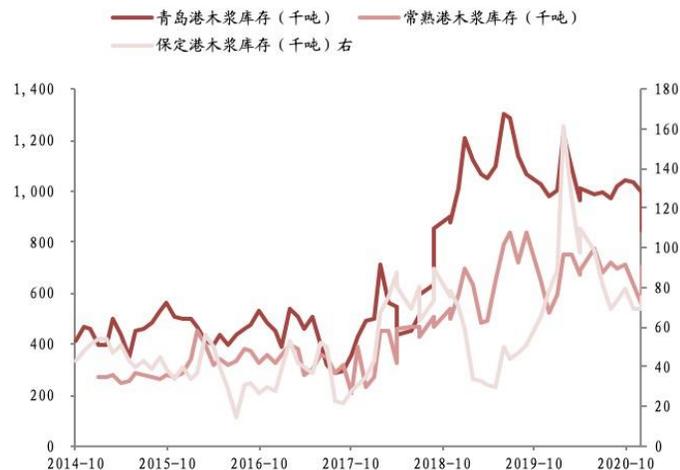
万吨/年	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>漂白针叶木硫酸盐浆</b>								
<b>NBSK (北方漂白针叶木硫酸盐浆)</b>								
Varo, Aaneoski, SCA (瑞典SCA集团)	-4	42	89.5	32				
Svetlogorsk, Mondim, Ilm (俄罗斯Ilm)	19	27	23	10		15		
Stora Enso (斯道拉·恩索集团)						10		
PE, Prince Albert (荷兰Paper Excellence)						35		
Sodra varo (瑞典Sodra)								15
Metsa Kemi (芬兰Metsa集团Kemi浆纸厂)								80
<b>其他软木、南方漂白针叶木硫酸盐浆、绒毛浆</b>								
Ashdown, Riegelwood, Jesup (Dontar美国Ashdown浆纸厂)	9	44		-3				
Arauco, Klabin Puma (巴西)	26	14	-10	-20	-10			
Dontar (加拿大)						20		
Bioref (芬兰)							50	
Kaicell (芬兰)								60
<b>漂白针叶木硫酸盐浆总量</b>	<b>54.5</b>	<b>137</b>	<b>102.5</b>	<b>19</b>	<b>-10</b>	<b>80</b>	<b>50</b>	<b>155</b>
<b>漂白阔叶木硫酸盐浆</b>								
<b>北方漂白阔叶木硫酸盐浆</b>								
ENCE, Altri, Portucel (巴西Liberia)	7	3.5	3	2				
Sao Paulo, Maranhao, Mucuri (巴西Suzano金鱼)	9.5	5	23					
Bracell (巴西)						150	150	
Arauco, Klabin Puma (巴西)	64	44	2			130		
Guaiba (巴西CMPC)	70	5.5						
UPM (芬欧汇川集团)							210	
Tres Lagoas (巴西Fibria纸浆)		17.5	165	60				
Tres Lagoas (巴西Eldorado)				12.5	145			
太阳纸业 (老挝)			50			80		
Evergreen (泰国长荣嘉)							20	
Vietracimex (越南贸易工程建设股份公司)							40	
Paracel (巴拉圭)								150
Metsa Kemi (芬兰)								20
<b>其他阔叶浆，南方漂白阔叶木硫酸盐浆</b>								
APP OKI, Kerinci, Toba (印尼)	-11.5	130	32.5	5	-5			
晨鸣纸业 (山东)			40					
Sappi, Woodland, Old Town, Resolute (北美)	-20.5	-8						
Brich (西欧)	18.5	3	13					
<b>漂白阔叶木硫酸盐浆总量</b>	<b>147.5</b>	<b>190</b>	<b>236.5</b>	<b>79.5</b>	<b>140</b>	<b>360</b>	<b>420</b>	<b>170</b>
<b>总纸浆增加量</b>	<b>202</b>	<b>327</b>	<b>429</b>	<b>98.5</b>	<b>130</b>	<b>440</b>	<b>470</b>	<b>325</b>

数据来源：Wind、卓创资讯、浙商证券研究所测算

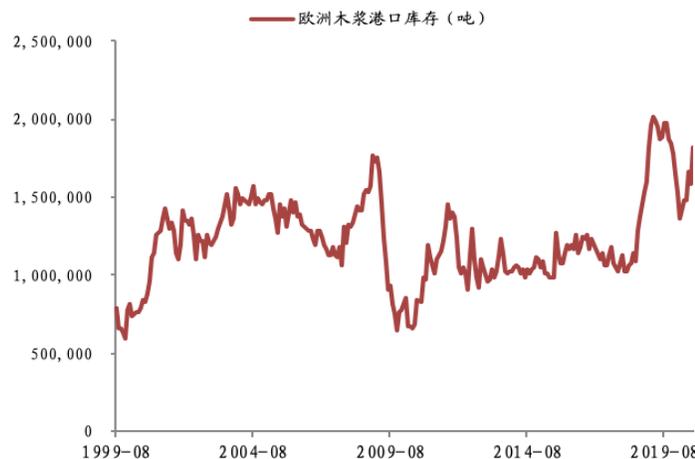
□ 中国显性库存约162万吨（68%分位），隐性库存约700-800万吨（历史高位），整体下降明显；全球生产商库存处于历史低位。

- 中国显性港口库存下降。2021年1月底青岛港、常熟港、保定港木浆库存为84.5、70.2、7.5万吨共计162.2万吨，处于历史68%分位，较前期高点下降55万吨。
- 中国隐形库存相对偏高。中国龙头企业在浆价低位、汇率下降等情况下大量备货，太阳、洁柔、仙鹤、恒安等20Q3库存同比增长均超20%；根据推测，目前国内平均囤货时间约3-4个月，以此估算隐形库存约700-800万吨。
- 全球生产商库存低于50%分位。根据卓创数据库，2020年8月全球生产商的库存天数为46天，处于历史50%分位；其中针叶浆库存天数为46天，阔叶浆库存为43天。
- 欧洲港口仍处于历史相对高位。2020年8月欧洲港口库存居于历史高位，港口木浆库存总计为181.8万吨，处于历史86%分位。

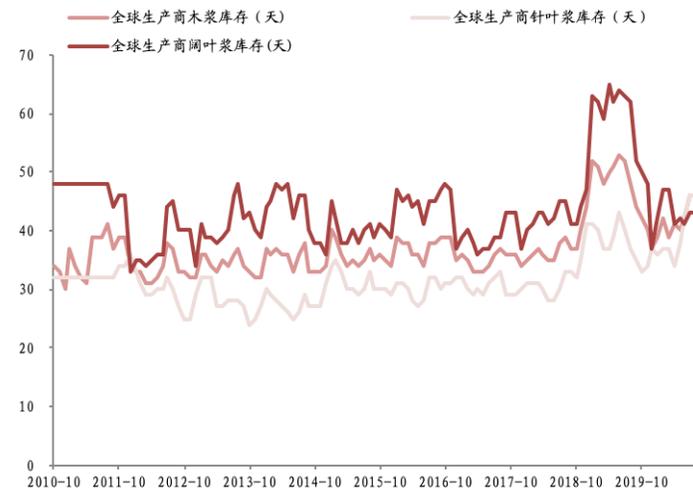
图：国内木浆港口库存



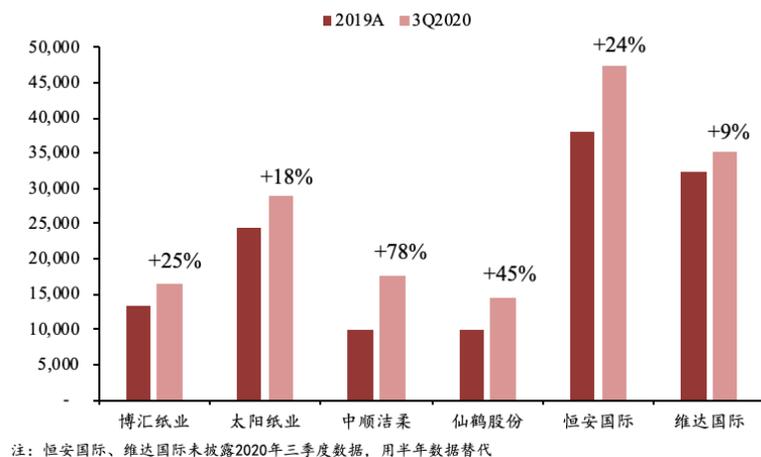
图：欧洲木浆港口库存



图：全球生产商库存



图：中国龙头公司库存情况



注：恒安国际、维达国际未披露2020年三季度数据，用半年数据替代

- 木浆：21年预期供需平衡，价格向上趋势延续至21Q4；22-23年供需相对宽松，价格维稳。**由于20年意外停产造成的产能短缺、以及19-20年木浆供给相对较少，预计20年木浆供需紧平衡；21年新增供给较多，但主要为Q4投产（21年Aruco的130万吨、Bracell的150万吨等），实际新增产量较少，预计供需平衡延续至21Q4；而22-23年考虑新增产能逐步落地，预计供需较为宽松。
- 针叶浆：供需紧平衡延续。**针叶浆2019-2022年新增产能较少，而需求稳定成长，因此预期长期处于供需紧平衡状态。
- 阔叶浆：22-23年供需宽松。**阔叶浆21年落地产量较少，供需相对平衡；22年后均有大量新增产能兑现，预期需求难以消化，行业供需关系一般。

图：未来三年供需关系预测

商品浆整体 (万吨)	2020	2021	2022	2023
产能扩张	130	400	340	165
停机检修	-120	-60	-40	-40
<b>综合供给增量</b>	<b>10</b>	<b>340</b>	<b>300</b>	<b>125</b>
中国需求增量	300	390	340	340
欧美需求缩量	-200	-270	-240	-240
其他国家需求增量	80	80	80	80
<b>综合需求增量</b>	<b>180</b>	<b>200</b>	<b>180</b>	<b>180</b>
<b>供需关系</b>	<b>供需紧平衡</b>	<b>供需平衡</b>	<b>供需一般</b>	<b>供需一般</b>

假设：21年停机为20年1/2，22、23年为20年1/3

针叶浆 (万吨)	2020	2021	2022	2023
产能扩张	0	63	25	85
停机检修	-55	-28	-18	-18
<b>综合供给增量</b>	<b>-55</b>	<b>35</b>	<b>7</b>	<b>67</b>
中国需求增量	90	117	102	102
欧美需求缩量	-60	-81	-72	-72
其他国家需求增量	24	24	24	24
<b>综合需求增量</b>	<b>54</b>	<b>60</b>	<b>54</b>	<b>54</b>
<b>供需关系</b>	<b>供需紧平衡</b>	<b>供需紧平衡</b>	<b>供需紧平衡</b>	<b>供需紧平衡</b>

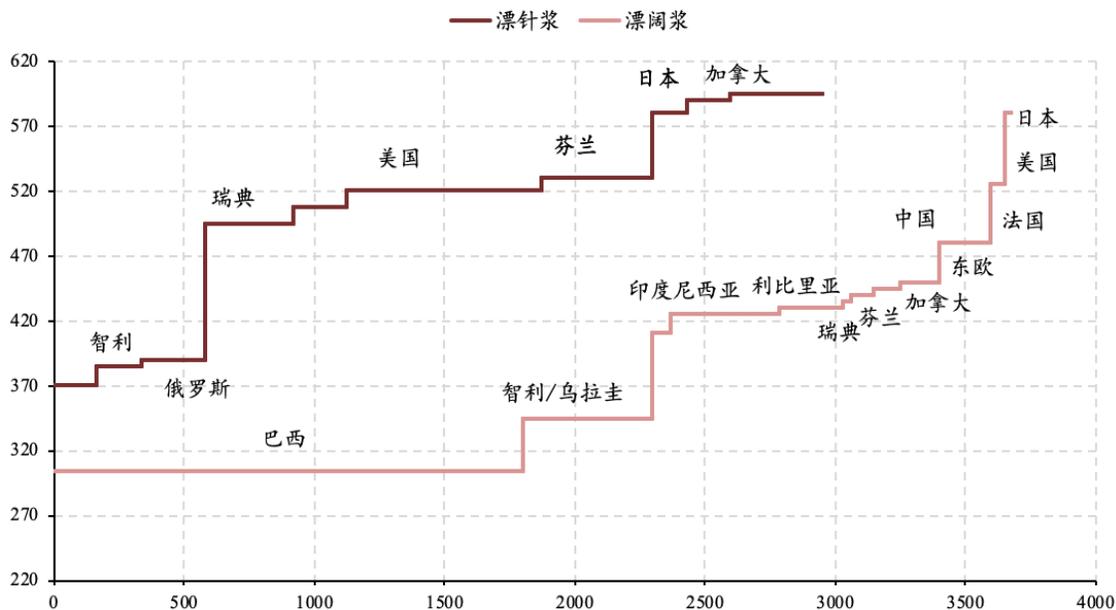
假设：21年停机为20年1/2，22、23年为20年1/3；假设针叶浆需求增量和缩量均约为整体需求的30%

阔叶浆 (万吨)	2020	2021	2022	2023
产能扩张	140	360	315	85
停机检修	-65	-32	-22	-22
<b>综合供给增量</b>	<b>75</b>	<b>328</b>	<b>293</b>	<b>63</b>
中国需求增量	210	273	238	238
欧美需求缩量	-140	-189	-168	-168
其他国家需求增量	56	56	56	56
<b>综合需求增量</b>	<b>126</b>	<b>140</b>	<b>126</b>	<b>126</b>
<b>供需关系</b>	<b>供需相对平衡</b>	<b>供需相对平衡</b>	<b>供需一般</b>	<b>供需一般</b>

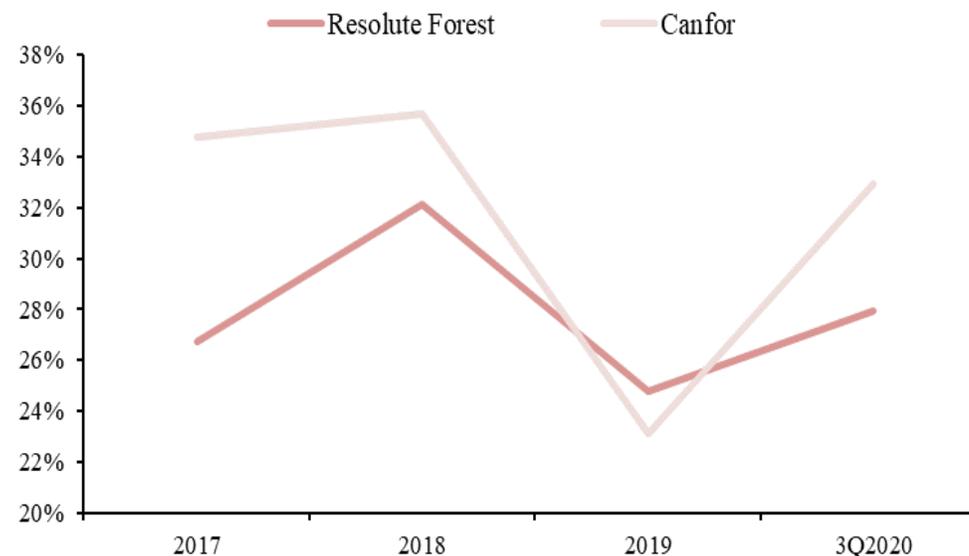
假设：21年停机为20年1/2，22、23年为20年1/3；假设阔叶浆需求增量和缩量均约为整体需求的70%

- 根据Hawkins Wright统计，全球针叶浆中间生产成本约510-520美元/吨、阔叶浆成产成本约420美元/吨，目前外盘针叶浆的报价在770美元/吨、阔叶浆在580美元/吨，明显超过全球成本线。其中，加拿大由于木片成本高，是全球制浆成本最高的国家，针叶浆成本达580美元/吨、阔叶浆成本约450美元/吨，仍明显低于外盘浆报价，对应加拿大上市纸浆公司 Resolute Forest和Canfor Pulp的毛利率从2019年的24.8%和23.1%，上升至2020年第三季度的28%和33%。

图：全球各国和地区的制浆成本曲线



图：加拿大三大上市纸浆公司的毛利率变动情况



数据来源：Hawkins Wright, PPPC, 浙商证券研究所

# 03

纸企盈利：  
传导通顺，浆系造纸盈利具弹性

- 木浆自给率提升（20年43%）+低位屯浆（5-6个月备货）增厚利润，溶解浆、箱板纸向上弹性较大。
  - 产品价格：1) 文化&铜板：目前中小企业成本端压力较大出现停机，行业供给减少；党政需求逐步释放，3月出版社陆续开始招标。由此，2月份双胶、铜板分别提价500、300元/吨，3月份提价500、500元/吨，预期提涨落地乐观。2) 溶解浆：目前价格为7000元/吨，较低点上涨32%；下游国内粘胶短纤平均售价13200元/吨，较去年8月低点上涨约60%；或拉动溶解浆价格进一步抬升。3) 箱板纸：外废限制导致中高端箱板格局大幅优化，高端板纸频繁提价，盈利中枢上移。
  - 产能释放：1) 文化纸：山东本部45万吨20年11月投产，广西北海55万21年下半年投产；2) 生活用纸：山东本部5万吨20年9月投产，广西北海15万吨21年下半年投产；3) 牛皮箱板纸：老挝40万吨箱板纸20年12月投产，40万吨箱板纸21年1月投产；4) 溶解浆：老挝+邹城60万吨溶解浆复产，本部20万吨预期逐步复产。
  - 盈利测算：预期21年盈利有望达34-35亿元，且溶解浆和箱板纸板块有望超预期，对应21年PE约14.3-14.7X。

图：2021年产能规划

产能	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
双胶纸（含静电复印纸）	95.00	90.00	90.00	120.00	120.00	132.00	132.00	165.00	220.00	220.00
铜版纸	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00
工业原纸	-	-	-	-	-	8.00	8.00	15.00	15.00	15.00
生活用纸	-	6.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	17.00	32.00	32.00
淋膜原纸	-	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
牛皮箱板纸	-	-	-	80.00	80.00	160.00	160.00	200.00	240.00	240.00
<b>纸合计</b>	<b>175</b>	<b>196</b>	<b>202</b>	<b>312</b>	<b>312</b>	<b>412</b>	<b>412</b>	<b>497</b>	<b>607</b>	<b>607</b>
化机浆	60.00	60.00	70.00	70.00	70.00	90.00	90.00	110.00	170.00	170.00
化学浆	-	-	-	-	10.00	10.00	10.00	10.00	90.00	90.00
溶解浆	30.00	30.00	30.00	50.00	50.00	50.00	80.00	80.00	80.00	80.00
半化学浆、木屑浆、废纸浆	-	-	5.00	30.00	50.00	75.00	90.00	110.00	110.00	110.00
<b>浆合计</b>	<b>90</b>	<b>90</b>	<b>105</b>	<b>150</b>	<b>180</b>	<b>225</b>	<b>270</b>	<b>310</b>	<b>450</b>	<b>450</b>

数据来源：Wind，卓创资讯，浙商证券研究所

- 化机浆配套、化学浆由APP采购（纸浆自给率约50%），纸价提涨&管理改善共振保障盈利释放。
  - 涨价超预期，管理或改善。目前白卡纸价格为7950元/吨，较20年5月低点上涨约2800元。成本提涨、格局较好的背景下公布2-3月份的提价函（2月、3月分别提价500、500元/吨）。考虑2021年起公司包袱逐步出清，负债率及费用高、纸机效率低等问题陆续得到解决，纸种结构开始优化，具有向上弹性。
  - 行业新增产能多于2023年后落地，供需尚好。供给端，太阳纸业90万吨白卡产能预计21年四季度投产，APP130万吨预期22年年初投产，但考虑到APP宁波基地20年2月底搬迁减少60万吨产能，行业供给端新增产能处于合理范围；需求端，海内外需求自然修复，且富阳白板纸去产能叠加限塑令持续加码背景下，预计供需关系稳定局面有望持续延续至2022年。
  - 产能扩张保障中长期发展。公司新规划100万吨白卡纸+配套化机浆联合项目，预期2023年投产；截止20年上半年，公司披露白卡产能为215万吨，但经过纸机技改，实际年产量预期可超250万吨，本次规划产能落地后公司自身白卡产能将达350万吨，市场掌控能力进一步增强。
  - 盈利预测：考虑纸价提涨预期，且公司管理改善逐步推进，保守估计，公司21年盈利可达23-24亿元，对应10.4-10.8X。

图：年度产能

单位：万吨	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2022E
白卡纸	140	140	140	140	140	140	215	250	250	250	350
书写纸	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
箱板纸	15	15	15	15	15	15	65	65	65	65	65
石膏护面纸	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
瓦楞纸	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	53	53	53	53	53
总计	197.5	197.5	197.5	197.5	197.5	197.5	373	408	408	408	508

数据来源：Wind，卓创资讯，浙商证券研究所

- 浆纸一体化，盈利具弹性。公司拥有造纸能力681万吨（其中白卡纸196万吨、其余白卡183万吨、铜板128万吨）、自制木浆产能430万吨（其中化学浆约253万吨，机械浆176万吨）。根据年报，公司19年机制纸销量525万吨，20年预计达580万吨，木浆自给率达到90%。目前自给浆成本较外购浆成本低约2000元/吨，浆价大幅上涨背景下公司充分享受纸浆高自给率带来的盈利弹性。
- 黄冈晨鸣二建设4条年产150万吨纸生产线（包含白卡纸、文化纸等品种，该项目全部采用原生浆造纸）、配套建设年产52万吨机械浆生产线，2020年12月开始建设。
- 融资租赁持续压缩。截止2019年底融资租赁业务本金投放共计136.5亿元，预期20年压缩至100亿以下，21年压缩至65亿以下，财务费用、减值拨备预期明显下降。
- 保守估计21年晨鸣造纸板块利润约50亿元，对目前应5.3X，考虑后续纸浆提价传导纸价，预期盈利仍可进一步上修。

图：2021年分产品产量和纸浆需求量拆分

	造纸产能造纸产量 (万吨) (万吨)		吨纸耗浆(吨)				木浆总需求估计(万吨)			
			阔叶浆	针叶浆	化机浆	小计	阔叶浆	针叶浆	化机浆	小计
双胶纸	183.00	170.00	0.55	0.15	0.10	0.80	93.50	25.50	17.00	136
白卡纸	196.00	160.00	0.30	0.10	0.40	0.80	51.00	17.00	68.00	136
铜版纸	128.00	110.00	0.45	0.15	0.15	0.75	76.50	25.50	25.50	127.5
其他纸	174.00	140.00				0.80				139.2
合计	681.00	580.00					221.0	68.0	110.5	538.7

图：细分纸种净利润测算

	双胶	白卡	铜板	其他
纸价	6950	7960	6700	6700
吨纸成本拆分				
原材料	2840.5	2575	2656	2800
化工	650	650	650	650
折旧	190	300	190	190
人工成本	60	60	60	60
能源动力	500	500	500	500
其他	300	300	300	300
单吨毛利	2409.5	3575	2344	2200
吨费用	1700	1700	1700	1700
税率	13%	13%	13%	13%
吨净利润	628	1659	570	442
产量	170	160	110	140
净利润(亿元)	10.67	26.55	6.27	6.19
合计				49.69

备注：假设阔叶浆自给成本3200，针叶浆3700，化机浆2300，外购木浆5500

数据来源：Wind，卓创资讯，浙商证券研究所



## 风险提示

- 1、疫情持续时间超出预期
- 2、纸价提涨低于预期
- 3、产能扩张不及预期

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>