

文化纸将独立纸浆走出行情，21年白卡纸均价大幅提升可期

——轻工造纸行业动态跟踪

要点

木浆：浆价屡创新高，后续或有回撤风险。在期货市场的带动下，以及浆厂、经销商看涨意愿较强，木浆涨幅明显。客观来看，当前浆价或偏离基本面，后续或有回撤风险，因为 1) 21Q4 全球将有 700 万吨木浆投产；2) 18 年造纸行业步入低谷时，纸厂与国际浆厂因存在长协政策，进货不断增加，导致港口库存高企，当前港口纸浆库存较 17 年初（上轮行情起点）仍有 100 万吨，库存压力较大，或对浆价上行造成限制。

文化纸：“供需再平衡+库存消耗”构建基底，纸价有望独立浆价走出上涨行情。木浆系造纸终端需求连续 9 个月处于 260 万吨+高位，21 年 1 月环比加速增长，下游需求较为旺盛，此外当前文化纸库存水平正常，鉴于 20 年以来文化纸的长期低位，渠道上下游具备涨价的基础及动力，当前文化纸涨价函密集发布，幅度和频率高于 16-17 年行情，21 年在全球经济复苏及建党 100 周年的大环境下，纸价有望独立浆价保持向上行情。

白卡纸：纸价突破历史新高，21 年均价大幅上行可期。由于 APP 并购博汇带来的格局优化，叠加纸浆上涨带来的二次驱动，白卡纸价格达到了历史高位，参考上一轮周期，我们认为白卡纸价具备维持一年高位的可能性，且若终端需求能够保持热度，下游印刷厂在纸价快速上涨的行情中可以较好传导成本，不至于使中间环节需求受阻，同时本轮周期叠加禁塑令、富阳白板纸彻底出清等利好，21 年白卡纸均价大幅上行可期。

投资建议：21 年造纸行情趋势向上为大概率事件，造纸将独立纸浆走出价格上涨行情，21 年浆纸投产确定，自身管理能力优秀的企业将优先受益，推荐太阳纸业，晨鸣纸业。

风险分析：造纸需求不及预期，龙头投产不及预期。

造纸印刷轻工 增持（维持）

作者

分析师：朱悦

执业证书编号：S0930520010001

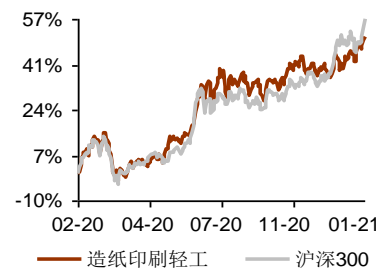
021-52523798

zhuyue@ebscn.com

联系人：杨哲

yangz@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
002078.SZ	太阳纸业	19.93	0.84	0.81	1.17	24	25	17	增持
000488.SZ	晨鸣纸业	11.23	0.57	0.76	0.98	20	15	11	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-02-18

目 录

1、木浆：浆价屡创新高，短期有回撤风险.....	4
2、木浆系造纸：纸价走出独立行情，浆价高涨构筑纸价基底.....	5
2.1、文化纸：“供需再平衡+库存消耗”构建基底，涨价函频发确认行情.....	5
2.2、白卡纸：纸价突破历史新高，21 年均价大幅上行可期.....	7
3、投资建议.....	10

图目录

图 1: 纸浆价格 (元/吨)	4
图 2: 木浆系纸类吨毛利 (元/吨)	4
图 3: 木浆港口库存 (万吨)	4
图 4: 文化纸吨毛利 (元/吨)	4
图 5: 文化纸价格 (元/吨)	5
图 6: 文化纸吨毛利 (元/吨)	5
图 7: 木浆系造纸终端需求 (万吨)	5
图 8: 双胶纸库存 (万吨)	6
图 9: 双铜纸库存 (万吨)	6
图 10: 双胶纸库存 (万吨)	7
图 11: 双铜纸库存 (万吨)	7
图 12: 3 次行情文化纸涨价函 (元/吨)	7
图 13: 白卡纸均价及吨毛利 (元/吨)	8
图 14: 自 13 年以来白卡纸累计新增消费和产能	8
图 15: 新三板 33 家印刷厂平均盈利能力	9
图 16: 白卡纸涨价函 (元/吨)	10

表目录

表 1: 限塑令白卡纸市场规模测算	8
表 2: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级	10

1、木浆：浆价屡创新高，短期有回撤风险

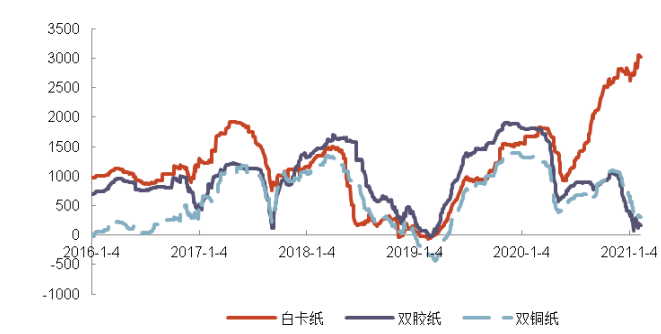
浆价抬头上涨，短期侵蚀文化纸毛利。浆价经历了两年的下跌与低迷，从20年1月开始加速上涨，主要的一个诱因是期货市场的带动，以及浆厂、经销商苦于长期低价，看涨意愿较强，短期也对木浆系造纸厂商盈利造成侵蚀。客观来看，当前浆价或偏离基本面，因为1) 21Q4全球将有700万吨木浆投产，2) 18年造纸行业步入低谷时，纸厂与国际浆厂因存在长协政策，进货不断增加，导致港口库存高企，当前港口纸浆库存较17年初（上轮行情起点）仍有100万吨，库存压力较大，后续或对浆价形成压制。

图1：纸浆价格（元/吨）



资料来源：红桃3，光大证券研究所，日期截止到2021年2月18日

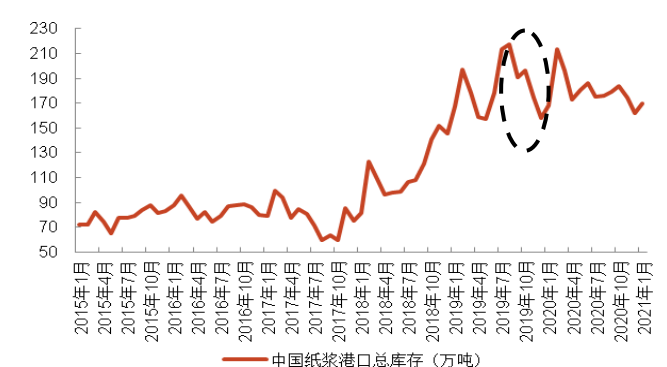
图2：木浆系纸类吨毛利（元/吨）



资料来源：红桃3，光大证券研究所，日期截止到2021年2月18日

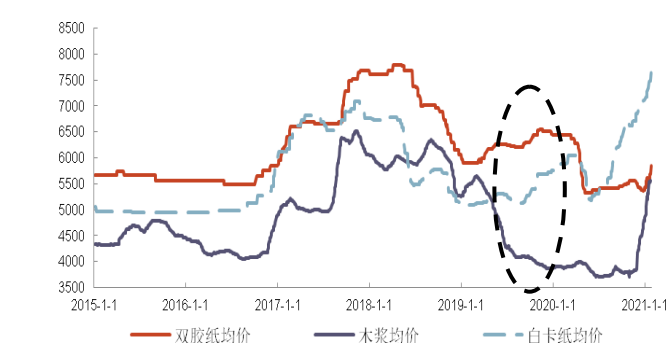
因此短期浆价或有回撤风险，当前港口库存仍处高位，浆价过快上涨或已阶段性打破供需均衡。本次造纸行情与19年下半年行情类似，下游造纸业从8-9月份开始有明显复苏态势，而该阶段上游纸浆以去库存为主，19年8-12月累计减少库存60万吨，但仍然无法阻止浆价下滑。20年年初，遭遇传统淡季及新冠疫情，库存回升至高位，当前在160-180万吨之间盘整，浆价仍然有较大压力。

图3：木浆港口库存（万吨）



资料来源：红桃3，光大证券研究所，日期截止到2021年1月

图4：文化纸吨毛利（元/吨）



资料来源：红桃3，光大证券研究所，日期截止到2021年2月18日

2、木浆系造纸：文化纸价格有望独立浆价走出上涨行情，白卡纸价格维持高位可期

2.1、文化纸：“供需再平衡+库存消耗”构建基底，价格有望独立浆价走出上涨行情

文化纸价格上行情确立，短期浆价上涨侵蚀行业平均吨毛利。文化纸属于大宗用纸中涨幅偏弱的类别，尤其是双胶纸，20年下半年增长缓慢，21年1月份起开始加速增长，我们判断主要得益于国内经济向好预期增强，同时11-12月行业需求数据可观，长期处于低价的文化纸具备反弹动力。短期浆价快速上行侵蚀行业吨毛利，但是浆价若能够维持高企，有望实现造纸价格二次上涨，利好自制浆占比高的头部纸企。

另外，本轮纸价行情独立于浆价，浆价若回撤不改纸价上行趋势。当前造纸类从产能大周期及库存周期来言不存在大的风险，且需求修复明显（见下图7）无论浆价是否上涨，纸价均存在上涨基础。若浆价上涨，纸价将进一步增强上涨信心，浆价回撤则纸价或震荡，但仍有望在基本面支撑下继续上行。

图 5：文化纸价格（元/吨）



资料来源：红桃3，光大证券研究所，日期截止到2021年2月18日

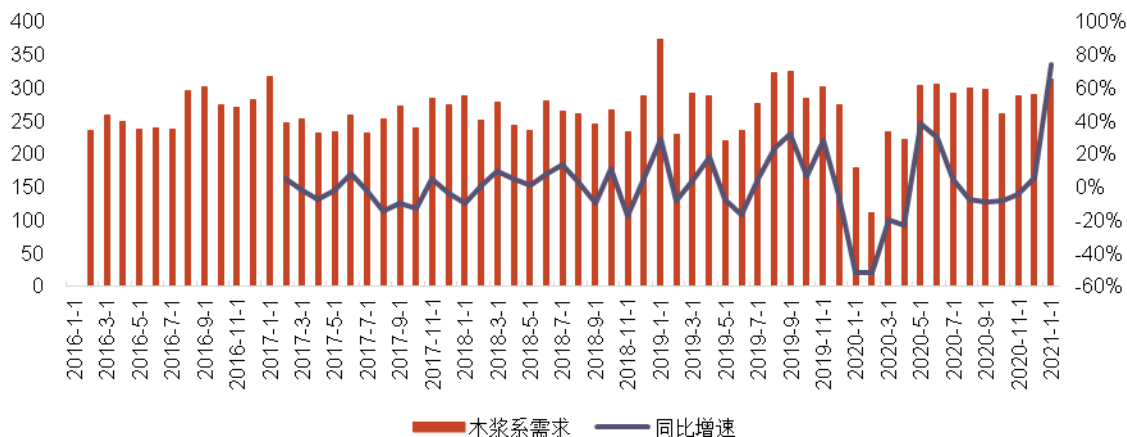
图 6：文化纸吨毛利（元/吨）



资料来源：红桃3，光大证券研究所，日期截止到2021年2月18日

需求：21年1月终端需求同环比快速增长，为价格上涨提供支撑。我们定义当月终端需求=产量+上月库存-本月库存，不难发现，在16-17年行情，19年下半年终端需求的绝对量及增速均开始明显提升。本轮周期从20年5月份开始恢复，连续9个月260+万吨左右的消耗量，8-10月份同比个位数负增长，主要是因为19年行情启动基数较高，21年1月终端需求同比/环比增速达到74.3%/8.0%，对纸价、浆价都将形成较好的支撑。

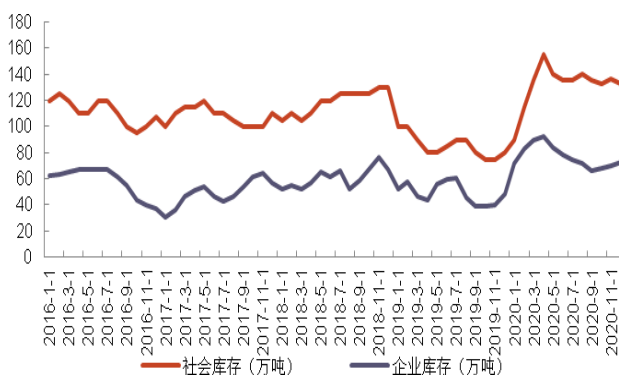
图 7：木浆系造纸终端需求（万吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

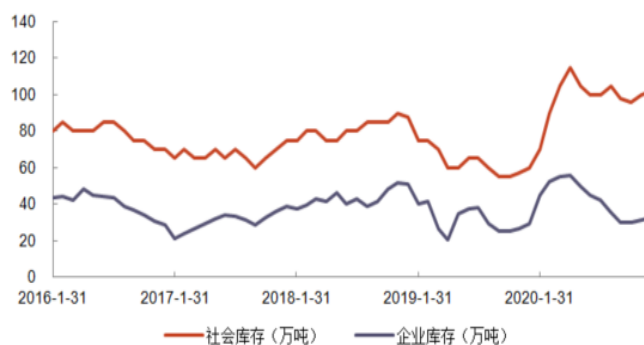
库存：文化纸、白卡纸库存持续消耗，具备支撑涨价的可能性。当前文化纸库存有所消耗，文化纸社会库存较 16 年行情启动时仅高出 15 万吨左右库存，相当于仅增加了旺季时 5-7 天的库存，我们认为压力可控，仍有望支撑起后续的涨价行情。

图 8：双胶纸库存（万吨）



资料来源：红桃 3，光大证券研究所，日期截止到 2021 年 2 月 18 日

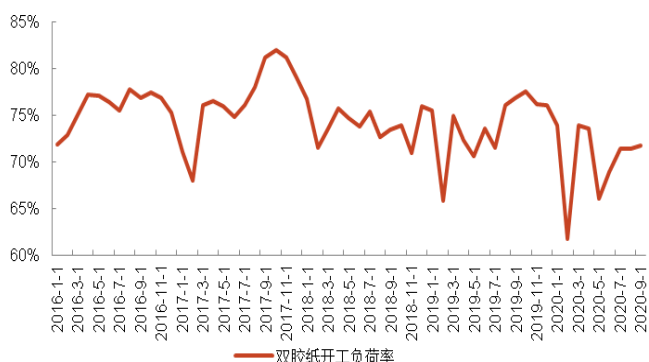
图 9：双铜纸库存（万吨）



资料来源：红桃 3，光大证券研究所，日期截止到 2021 年 2 月 18 日

开工率：通过积极的停机停产，帮助经销商进行库存消化。在 18 年下半年行情陷入低谷之后，19 年 1-2 月，大部分龙头纸厂积极停机限产，开工负荷率达到了当时的历史最低值，有效地帮助经销商进行库存消化，因此可以看到上图中 19 年初期社会库存大幅下滑，为 19 年下半年的挺价积攒了能量，因此尽管社会库存仍处高位，但是当前正值旺季，且纸厂可以灵活运用停机方式使得供求再平衡，因此我们认为当前库存对对纸价的压制作用有限。

图 10: 双胶纸开工率



资料来源: 红桃 3, 光大证券研究所

图 11: 双铜纸开工率



资料来源: 红桃 3, 光大证券研究所

20 年 9 月份以来涨价函密集发布, 且落地情况良好, 涨价情绪日渐浓厚。从涨价函发布节奏上看, 2020 年发布强度大于 2019 年, 类似于 16-17 年行情。白卡纸最为明显, 从 2020 年 7 月-12 月, 晨鸣白卡纸出产价上调 2000 元, 实际价格上涨 1600 元; 文化纸 7-12 月晨鸣铜版纸出厂价上调 500 元, 实际上涨 400 元。2020 年 12 月 1 日, 纸厂再次对文化纸提价 200-300 元, 铜版纸价格落实较好, 渠道上下游看涨态度坚定, 预期 2021 年上半年文化纸纸价有望维稳或继续上扬。

图 12: 3 次行情文化纸涨价函 (元/吨)



资料来源: 今日纸价, 中华纸业网, 光大证券研究所

2.2、白卡纸: 纸价突破历史新高, 21 年均价大幅上行可期

格局优化叠加浆价上行, 预计白卡纸 21 年均价将有显著上升。白卡纸价格自 20 年下半年以来持续上行, 当前达到历史新高位。得益于 APP 收购博汇带来的行业格局优化, 白卡纸提价迅速, 11 月份以来浆价上行进一步拉涨。不可否认后期白卡纸价格存在回调可能性, 但是 21 年白卡纸均价达到 7000 元/吨以上

也可预期,参考上一轮周期,从17年3月-18年5月,白卡纸均价可以达到6700元左右,本轮白卡纸行情格局更优,21年均价的明显上移值得期待。

图 13: 白卡纸均价及吨毛利 (元/吨)



资料来源: 红桃 3, 光大证券研究所, 日期截止到 2021 年 2 月 18 日

此外,21年1月富阳100万吨白板纸腾退结束,限塑令的实施也在边际上巩固了白卡纸基本面。20年全国各省市陆续发布限塑令要求,餐饮行业首当其冲,我们测算认为,若到2025年外卖盒白卡纸渗透率达到70%,则将新增白卡纸需求量145万吨,也将从21年起逐步改善白卡纸基本面。

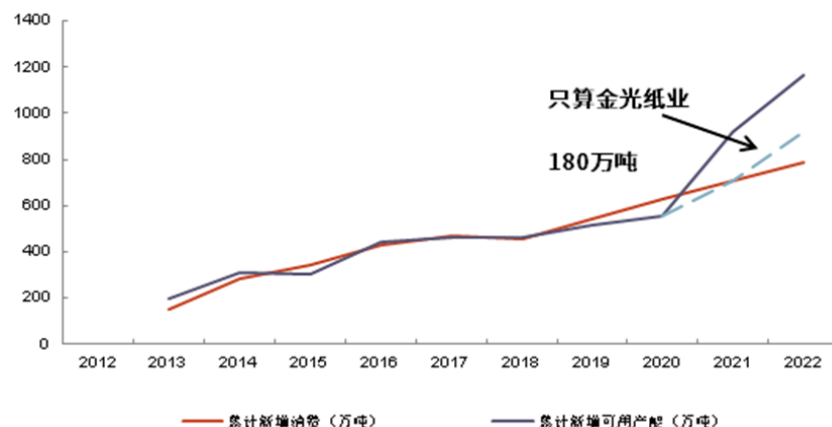
表 1: 限塑令白卡纸市场规模测算

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
外卖交易规模 (亿元)	4692	6536	3460	4498	5398	5937	6531	7184
		39%	45%	30%	20%	10%	10%	10%
订单数 (亿单)	109.6	143	193	241	278	305	336	369
		30%	35%	25%	15%	10%	10%	10%
外卖餐盒(亿个)	308	402	543	678	780	858	944	1038
yoy		31%	35%	25%	15%	10%	10%	10%
单个订单餐盒数	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81
卡纸外卖餐盒重量(克)	20	20	20	20	20	20	20	20
渗透率			20%	30%	40%	50%	60%	70%
卡纸替代量(万吨)			22	41	62	86	113	145
			2%	4%	6%	8%	10%	12%

资料来源: 中商产业研究院, 光大证券研究所测算

18年纸价下跌系贸易摩擦带来的行业景气度下行+行业价格战,当前风险可控。在疫苗逐步接种下,全球经济复苏为大概率事件,外加木浆系纸类终端需求的向好(见图7),市场看涨情绪浓厚,白卡纸暂不存在基本上较大的风险。此外18年价格快速下跌也有金光纸业(APP)为阻止博汇新增产能而主动发起价格战的原因,而目前业内金光纸业+博汇一家独大,经过统计,2022年之前金光纸业180万吨有望率先投产,集中度将进一步提升。

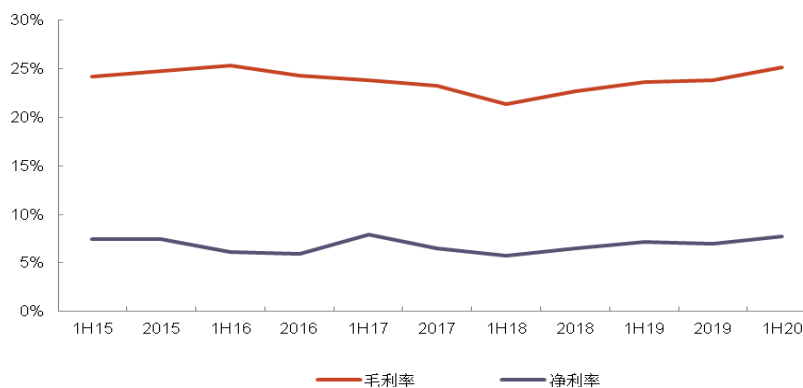
图 14: 自 2013 年以来白卡纸累计新增消费和产能



资料来源：红桃 3，光大证券研究所

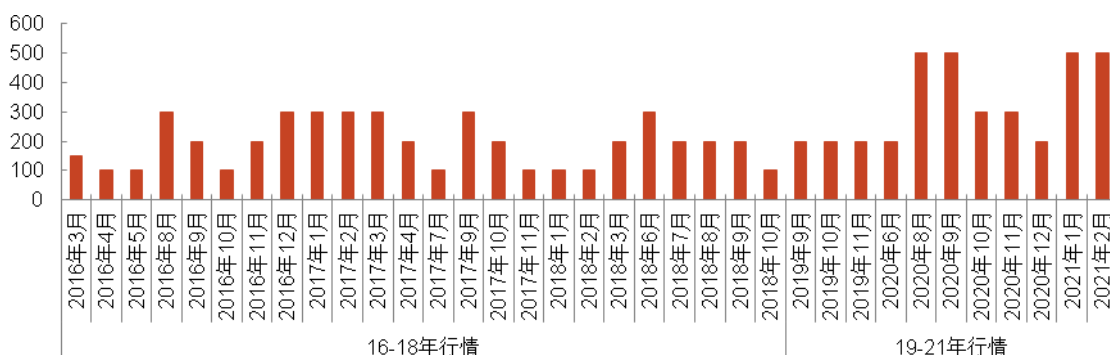
此外，在纸价快速上涨行情中下游印刷纸厂具有一定抗压能力，白卡纸厂作为强势地位仍有涨价空间。印刷厂作为产业链最为弱势的环节，当白卡纸涨价幅度有限，往往难以向终端传递成本，但白卡纸大幅上涨时，转嫁通道会较为顺畅。通过计算新三板 30 家印刷厂的盈利能力，17 年白卡纸均价同比上涨超 30%，包装纸均价同比上涨超 50%，而印刷纸厂平均毛利率 18 年上半年（行情末尾）较 16 年上半年（行情起点）仅下降 4 pct，抗压能力较强，并通过压缩管理费用率使得净利率基本可控。因此随着下游需求复苏，浆价若继续上行，白卡纸仍有上涨空间。21 年 1-2 月白卡纸累计发布 1000 元/吨涨价函，且 1 月涨价函落地良好，未来持续提价可期。

图 15: 新三板 33 家印刷厂平均盈利能力



资料来源：wind，光大证券研究所测算

图 16: 白卡纸涨价函 (元/吨)



资料来源: wind, 光大证券研究所测算

3、投资建议

21 年造纸行情趋势向上为大概率事件, 造纸将独立纸浆走出行情, 21 年浆纸投产确定, 自身管理能力优秀的企业将优先受益, 推荐太阳纸业, 晨鸣纸业; 白卡纸价位虽高, 但基本面的风险可控, 全年均价可维持高位, 建议关注博汇纸业。

4、风险分析

造纸需求不及预期, 龙头投产不及预期。

表 2: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	本次	变动
002078.SZ	太阳纸业	19.93	0.84	0.81	1.17	24	25	17	3.5	3.2	2.7	增持	维持
000488.SZ	晨鸣纸业	11.23	0.57	0.76	0.98	20	15	11	1.3	1.2	1.1	增持	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-02-18

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------