

废纸将步入需求修复行情，产业上下游有一定囤货情绪

—— 轻工造纸行业动态报告

要点

政策性影响逐步消化，废纸系或将步入需求修复行情：2016年之前，废纸价格波动性不大，主要为季节性波动。2016年后在环保督察、禁废令、贸易摩擦的连续影响下，打包站囤货开始成为推动行情的重要因素，带来了2016-18年的两波行情，本质上是政策型驱动。我们认为当前的纸价行情系国内外需求驱动，难以达到上一轮行情高位，因为（1）前期政策影响已有一定消化；（2）固废供应拥有一定弹性，较小的市场缺口难以触发暴涨行情。但2021年在国内外需求修复的大环境下，叠加当前龙头看涨情绪较强，包装纸均价仍有望明显优于2020年的表现。

需求：海内外需求修复利好包装纸，21年1月终端需求环比增长：包装纸与出口行情、美国补库周期有较高相关性，随着气温回升、疫苗的推进接种、国内PMI改善，以及20年Q4以来美国逐步进入补库存周期，有望提振包装纸需求。21年1月，包装纸终端需求（不包括进口数据）环比增长3.3%，持续处于高位，基本上利好纸价。

库存：囤货情绪或已蔓延，关注废纸库存天数拐点：自2020年下半年以来，企业废纸库存与社会成品纸库存逐步积累，或暗示囤货情绪开始蔓延。往年行情中，原纸厂（企业库存）与下游纸板厂（社会库存）通常步调一致，并在Q4与次年Q1会同时经历补库存与去库存的小周期，但是20年Q4与21年Q1二者发生背离，我们推断系下游为应对禁废令，以及原纸厂涨价意愿较强，并伴随着玖龙纸业春节期间的超长期停机，导致了下游纸板厂积极囤货。历史上废纸库存天数与纸价有着明显负相关性，后续库存天数拐点值得关注。

投资建议：在大宗及需求带动下，本轮废纸行情确定性逐步加强，业内龙头20-21年均有产能投产及布局，纸价的回升将为21年业绩带来充足的弹性，推荐山鹰纸业，建议关注玖龙纸业、理文造纸。同时推荐文化纸龙头太阳纸业，其老挝80万吨高端包装纸已投产，包装纸总产能达到220万吨，有望带来增量业绩。

风险分析：海外需求不及预期，固废回收效率进一步提升

造纸印刷轻工 增持（维持）

作者

分析师：朱悦

执业证书编号：S0930520010001

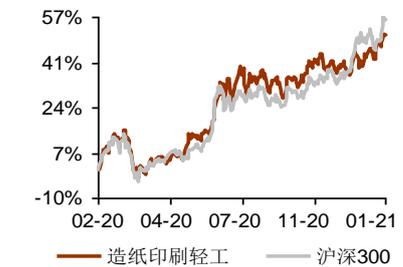
021-52523798

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	
600567.SH	山鹰国际	3.49	0.30	0.34	0.49	12	7	5	增持
002078.SZ	太阳纸业	19.68	0.84	0.81	1.17	23	24	17	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-02-19

目 录

1、 废纸系或将步入需求修复行情.....	4
2、 海外需求修复带动大宗上涨，囤货情绪初步蔓延	5
3、 投资建议.....	9
4、 风险分析.....	9

图目录

图 1: 2008-2021 年各地区国废黄板纸收购价 (元/吨)	4
图 2: 废纸及包装纸价格 (元/吨) 各个政策影响时点	4
图 3: 瓦楞纸价格与中国出口金额同比增速	5
图 4: 瓦楞纸价格与美国制造业库存量同比增速	5
图 5: 废纸终端需求 (万吨, 左轴) 及增速	5
图 6: 包装纸进口占比	7
图 7: 国废占比	7
图 8: 瓦楞纸社会库存与公司库存	8
图 9: 箱板纸社会库存与公司库存	8
图 10: 瓦楞纸原纸厂库存天数与价格	8
图 11: 国废黄板纸价格 (左轴) 与库存天数 (右轴)	8

表目录

表 1: 废纸浆供求平衡表 (单位: 万吨)	6
表 2: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级	9

1、废纸系或将步入需求修复行情

政策型影响逐步消化，当前废纸有望进入后疫情时代的需求修复时期。过去废纸大致经历三个阶段，如下图所示。2016年之前，废纸价格波动性不大，主要为季节性波动，通常Q4为旺季，上游打包站会选择集中出货，也导致下一年年初价格回落休整。但自2016年以来，环保督察、禁废令、贸易摩擦带来连续影响，打包站囤货开始成为推动行情的重要因素，带来了2016-18年的两波行情，本质上是政策型驱动。站在当前时点，我们认为，前期政策影响已经有较为充分消化，当前的修复系后疫情时代国内外需求驱动，也表明了废纸或难以达到上轮行情的高度。

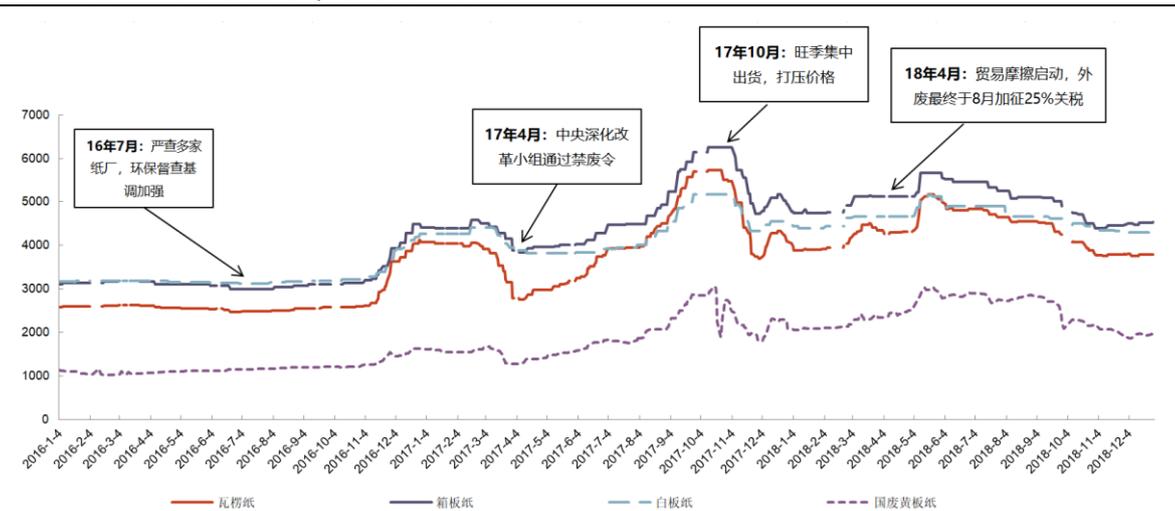
图1：2008-2021年各地区国废黄板纸收购价（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所，日期截至2021年2月19日

简单对上轮行情进行复盘，废纸及包装纸每一次较大涨幅基本均踩在关键政策或宏观时间节点上。

图2：废纸及包装纸价格（元/吨）各个政策影响时点



资料来源：红桃3，光大证券研究所，日期截至2018年12月31日

我们认为行情表现难以达到上一轮行情高位，主要因为（1）前期政策性影响已有较好的消化；（2）国废供应拥有一定弹性，较小的市场缺口难以触发暴

涨行情。但在 2021 年在国内外需求修复的大环境下，叠加当前龙头看涨情绪较强，包装纸均价仍有望明显优于 2020 年表现。

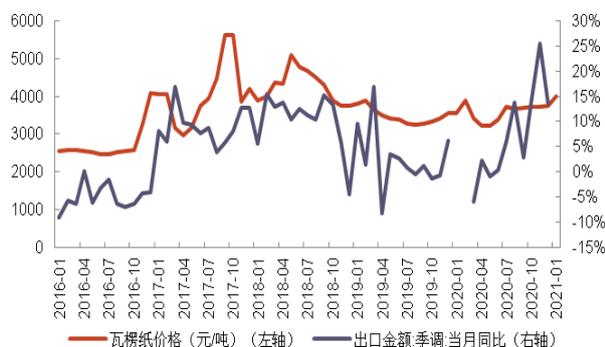
2、海外需求修复带动大宗上涨，囤货情绪初步蔓延

自 2020 年 11 月以来，石油、煤炭、钢铁、木浆等大宗商品逐步开启上行模式，本轮大宗上涨主要系“美国补库存周期开启+拜登政府 1.9 万亿刺激法案预期”，2021 年上半年商品需求确定性较强。废纸涨幅稍逊木浆，但也从 20 年 11 月起涨价开始有所提速。

包装纸与出口行情有一定关系，美国补库存及 1.9 万亿刺激法案有望提振纸价。包装纸渗透到出口的各行各业，出口景气度对纸价有一定影响。以瓦楞纸为例，测算得到从 2016 年以来纸价与中国出口金额增速/美国制造业存货量增速的相关系数分别为 56.5%/63.6%，相对较高。随着气温回升及疫苗的推进接种，美国有望在 Q3-Q4 实现“群体免疫”，2021 年全球经济复苏的确定性逐步增强。当前美国制造业库存量同比增速已边际改善，后续进入补库存阶段或将对包装纸价形成支持。

此外，美国众议院将于 2 月 26 日对拜登 1.9 万亿美元刺激计划进行投票表决。一旦该财政刺激方案在参众两院正式获得通过，则有望在 3 月落地实施。届时将对需求实现提振，加大通胀预期，利好大宗商品。

图 3：瓦楞纸价格与中国出口金额同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所，日期截至 2021 年 1 月

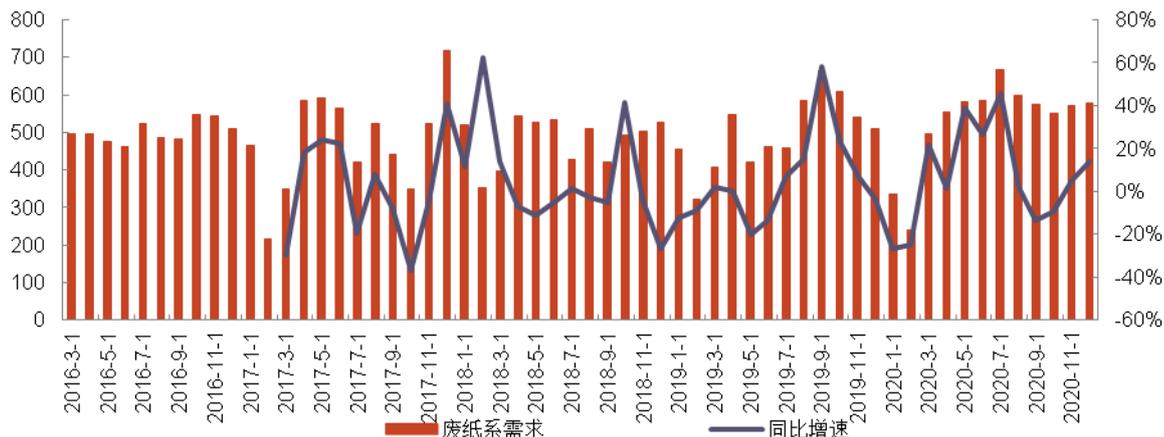
图 4：瓦楞纸价格与美国制造业库存量同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所，日期截至 2021 年 1 月

需求：包装纸终端需求持续改善，连续 9 个月处于相对高位。我们采用“当月产量+当月进口量+上月库存-当月库存”测算当前废纸的终端需求，自 20 年 4 月需求反弹以来，持续保持高位，20 年 12 月份增速达到 13.8%，环比增加 8.5 pct，若不考虑进口数据，21 年 1 月份终端需求环比增长 3.3%，对后续纸价在基本上将形成支撑。

图 5：废纸终端需求（万吨，左轴）及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所，日期截至 2020 年 12 月

此外，我们判断 21 年废纸浆将会出现 400 万吨量级的缺口。在充分考虑了国内纸厂海外布局及海外龙头在东南亚的投产（主要是日本王子制纸）之后，假定瓦楞箱板纸保持 4% 的需求增速，2021 年白板纸因去产能减少 150 万吨（根据红桃 3 数据，2020 年预计减少 185 万吨），且海外需求恢复，中国进口成品纸受到挤压，可计算得出 2021 年中国大约存在 400 万吨量级的废纸浆缺口，基本上利于废纸系价格上涨。

表 1：废纸浆供求平衡表（单位：万吨）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
废纸浆供给量	5305	5660	5983	5,940	6,189	6,338	6,329	6,303	5,474	5,443	5337	4876
——进口废纸浆及制浆	2094	2182	2405	2379	2243	2392	2308	2063	1487	1,036	654.55	50
其中：进口废纸浆									30	92	50	50
其中：进口废纸制浆	2094	2182	2405	2,379	2,243	2,392	2,308	2,063	1,457	930	605	0
——国产废纸浆	3211	3478	3578	3,561	3,946	3,946	4,021	4,240	3,987	4,421	4421	4421
——龙头海外纸浆产量										54	262	405
龙头海外造纸产量											31	175
进口包装纸							103	211	323	377	700	600
进口占比	39%	39%	40%	40%	36%	38%	36%	33%	27%	19%	12%	1%
包装纸总产量	5064	5284	5480	5454	5672	5779	5932	6207	5717	5885	5876	5910
瓦楞箱板纸产量	3750	3970	4100	4055	4335	4470	4575	4720	4250	4410	4586	4770
yoy		6%	3%	-1%	7%	3%	2%	3%	-10%	4%	4%	4%
白板纸产量	814	814	880	899	837	809	857	987	967	975	790	640
其他纸类	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
废纸-包装纸转化率	95%	93%	92%	92%	92%	91%	94%	98%	104%	108%	100%	100%
供需缺口										65	-161	434

资料来源：公司公告，红桃 3，中国造纸协会，光大证券研究所整理及预测

【注】：假设 1：19 年进口废纸浆中含有国内龙头海外布局的 54 万吨，在后续平衡表中单列出来为【龙头海外纸浆产量】，因此 20-21 年分别假设进口 50 万吨

假设 2：进口废纸制浆是指通过进口废纸，然后在国内制成废纸浆，因禁废令，假定 21 年进口废纸制浆在禁废令下归为 0

假设 3：国产废纸浆进一步大幅提升难度较大，假定保持 19 年水平

假设 4：国内龙头海外产量考虑了投产时间，假设为 21 年 Q3 投产，则产量为产能的 3/4

假设 5：2020 年因为疫情因素，东南亚对中国出口包装纸几乎翻倍，我们假设正常情况下，从 17 年开始，中国进口量每年增加 100 万吨，则 21 年假设为 600 万吨

假设 6：理论上讲，废纸与包装纸的转化率为 1-1.25，外废的转化率较高，固废较低，但是存在一些难以精确统计的纸种（比如可再生文化纸），使得历史上废纸与包装纸的转化率在 0.9-1 之间，我们假定 20-21 年平均转化率为 1

假设 7：尽管白板纸存在富阳去产能的大背景，但仍有部分白板纸通过转址继续贡献产能，且禁废令及需求修复带动白板纸价格上涨明显，进一步刺激供给，我们认为 21 年白板纸供给量减少程度放缓

19 年以来禁废令影响相对有限的原因：（1）进口成品纸弥补部分缺口；（2）固废回收具有较大弹性。我们判断这两方面原因或决定了本轮行情难以复刻上轮行情的暴涨模式。

进口包装纸占比逐步提升，但不会形成长期增长态势。进口纸月贡献量已由 19 年初的 4% 提升至 20 年 12 月底的 12%，这是废纸系价格没有大幅上行的重要原因之一。但我们判断进口成品纸占比继续大幅提升有限，因为（1）东南亚龙头 fajar（产能占比 26% 左右）产能已经饱和，中国市场出口是其 17 年以来产能利用率大幅提升的原因，2019 年产能利用率已达到 100%，后续扩大产量输出存在限制；（2）东南亚纸厂设备落后，主要出产低端纸，且供货时间长，主要为从中国南方进口，辐射范围有限。

图 6：包装纸进口占比



资料来源：Wind，光大证券研究所，日期截至 2020 年 12 月

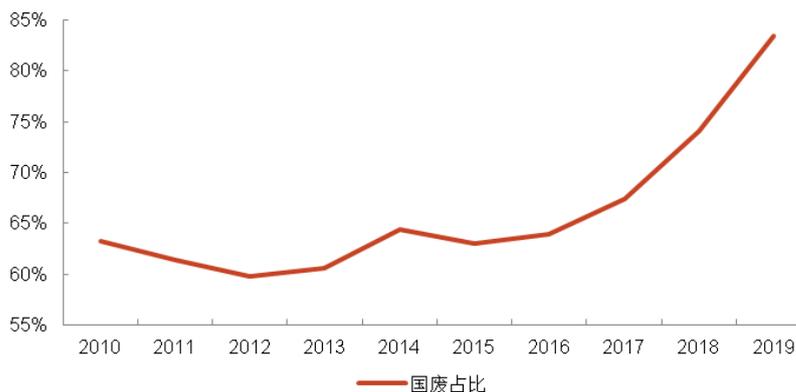
表 1：Fajar 产能及产量数据

Fajar (单位：万吨)	2015	2016	2017	2018	2019
产能	-	-	130	130	130
产量	97.89	91.06	107.25	140.95	130.15
出口占比	15%	2%	16%	27%	22%
产能利用率			83%	108%	100%

资料来源：Fajar 公司公告，光大证券研究所整理

固废的市场容量存在一定弹性，可在短期内弥补部分缺口，因此我们判断 21 年由禁废令带来的缺口难以实现爆发式上涨。2016 年之前，固废占比基本在 60%-65% 之间波动，17/18/19 年逐步提升至 67%/74%/83%，表明固废实际上具备供给上的弹性。废纸的回收率不能简单地用当年国内的废纸回收量/制纸产量计算，因为过去数年生产的成品纸也可回收进入市场，因而能在短期一定程度上熨平缺口。2022 年之后龙头纸厂海外废纸浆产能将陆续投产，届时有望明显改善缺口问题，因而我们判断，在当前以需求驱动型的 21 年行情里，纸价较难复刻上轮行情的大幅增长模式。

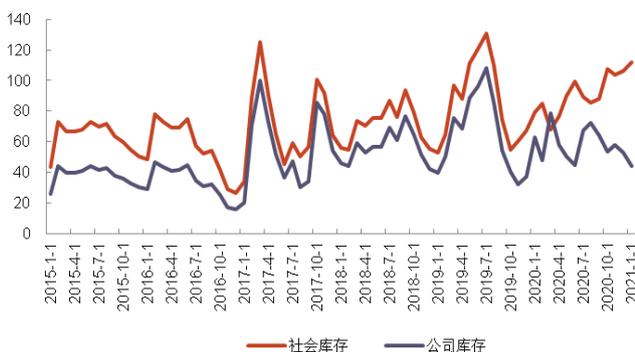
图 7：固废占比



资料来源: Wind, 光大证券研究所

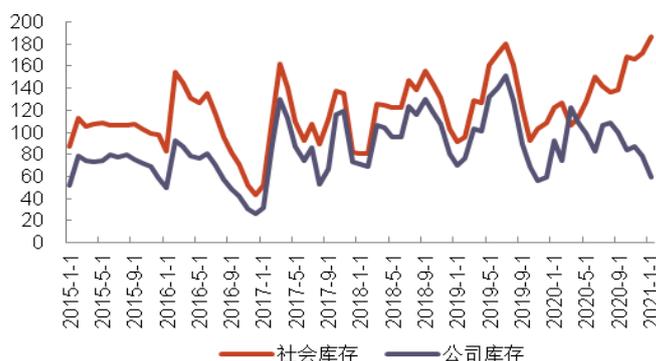
库存: 自 2020 年下半年以来, 企业库存与社会库存逐步分离, 或暗示囤货情绪开始蔓延。在往年行情中, 原纸厂 (企业库存) 与下游纸板厂 (社会库存) 通常步调一致, 会在 Q4 与次年 Q1 会同时经历补库存与去库存的小周期, 但是 20 年 Q4 与 21 年 Q1 二者发生背离, 我们推断系为应对禁废令、原纸厂涨价意愿较强, 并伴随着玖龙纸业春节期间的超长期停机, 导致了下游纸板厂积极囤货。

图 8: 瓦楞纸社会库存与公司库存



资料来源: 红桃 3, 光大证券研究所, 日期截至 2021 年 1 月

图 9: 箱板纸社会库存与公司库存

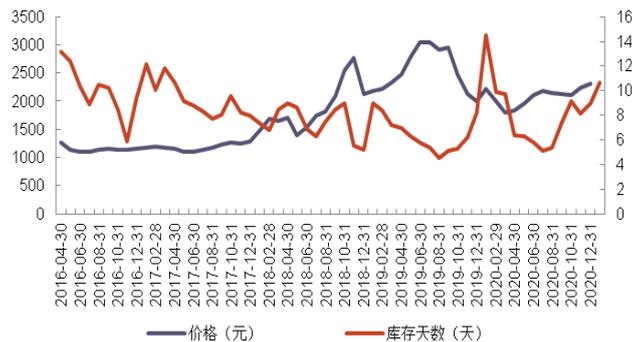
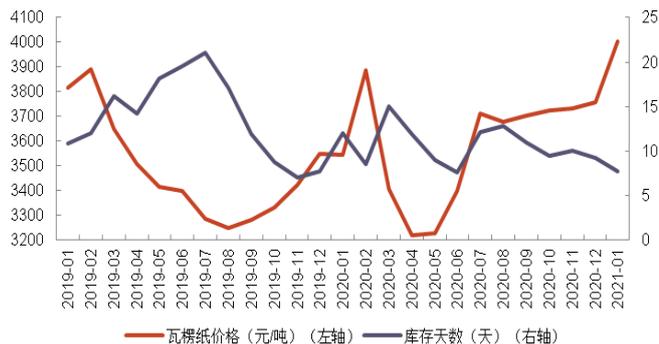


资料来源: 红桃 3, 光大证券研究所, 日期截至 2021 年 1 月

若后续行情继续发酵, 将经历“下游纸板厂囤货-中游原纸厂补库-上游废纸库存周转加快”的数据转换, 当前处于行情初始时期。19 年下半年, 行业在上轮崩盘过程中开始修复, 并在 Q4 开始补库存进一步挺价, 当前原纸厂库存已降至历史较低水平, 具备挺价基础, 后续需关注其拐点。另外从废纸角度来看, 废纸价格与库存天数有明显的负相关性, 表明景气度高时周转加快, 而当前废纸库存天数仍在上行, 我们推测系企业为 2021 年禁废令正式实施进行的库存准备, 后续库存天数出现拐点, 则行情有望加速开启。

图 10: 瓦楞纸原纸厂库存天数与价格

图 11: 国废黄板纸价格 (左轴) 与库存天数 (右轴)



3、投资建议

在大宗及需求带动下，本轮废纸行情确定性逐步加强，业内龙头 20-21 年均有产能投产及布局，纸价的回升将为 21 年业绩带来充足的弹性，推荐山鹰纸业，建议关注玖龙纸业、理文造纸。同时推荐文化纸龙头太阳纸业，其老挝 80 万吨高端包装纸已于 21 年 1 月投产，包装纸总产能达到 220 万吨，有望带来增量业绩。

4、风险分析

海外需求不及预期，固废回收效率进一步提升。

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
600567.SH	山鹰国际	3.49	0.30	0.34	0.49	12	7	5	1.1	0.7	0.6	增持	维持
002078.SZ	太阳纸业	19.68	0.84	0.81	1.17	23	24	17	3.5	3.1	2.7	增持	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-02-19

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
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------