

## 行业研究

## 2021年3月文化纸需求回暖明显，有望带动Q2浆纸价格坚挺

——造纸行业周报 20210405

## 要点

**纸浆：**国内浆价虽有回落，但3月份文化纸需求复苏明显，Q2浆价有望维稳或慢速下滑

**价格：**当前国内纸浆价格有所回调，外盘价格滞后于国内，叠加苏伊士运河事件影响，仍有上探趋势。我们判断本次造纸行情源于自身供需格局优化叠加全球大宗价格共振，考虑到3月文化纸需求增长明显，Q2浆价仍有机会实现维稳或慢速下滑。

**需求：**受益于建党100周年招标，2021年3月文化纸需求开始发力，双胶纸/双铜纸终端需求环比+98%/52%，同比+93%/31%，带动总体木浆系造纸总体需求仍然实现10.4%的同比增长，基本上对浆价实现一定支撑。

**造纸：**白卡纸受益于行业格局优化，价格仍有上探可能；文化纸受益于“党建需求+4月限产”有望支撑纸价

**价格：**文化纸价格跟随浆价呈现回落趋势，但考虑3-5月的建党采购支撑，Q2仍有望维持高位震荡或稳步下滑。白卡纸价格依旧坚挺，部分产品已达到1060元/吨历史高位。未来产能将愈发向APP、博汇、太阳等头部企业集中，纸厂定价权强势有望维持纸价高位。

**涨价函&停机限产：**1-3月白卡纸、文化纸累计涨价函均在1500+元/吨，落地情况可观。4月APP、博汇率先发起500-600元/吨白卡纸涨价函，同时APP、晨鸣、太阳针对文化纸开启停机检修，APP与晨鸣检修5-6天，太阳两台纸机分别检修10/30天。短期内纸厂挺价动力仍然积极，有望对纸价形成一定支撑。

**投资建议：**当前浆纸价格已出现回落趋势，但在大宗行情驱动下，叠加Q2市场需求尚可、纸厂库存压力不大、停机限产等因素，仍有希望维持高位或稳步下滑，其中白卡纸价格因行业格局优化仍有再创新高的可能性。文化纸方面重点推荐经营稳健、纸浆占比逐步提升的太阳纸业，建议关注晨鸣纸业，白卡纸方面建议关注博汇纸业。

**风险分析：**Q2文化纸需求不及预期，白卡纸下游对高价承受能力弱。

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@ebsecn.com](mailto:zhuyue@ebsecn.com)

联系人：杨哲

[yangz@ebsecn.com](mailto:yangz@ebsecn.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	15.68	0.84	0.75	1.41	19	21	11	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-02

## 目 录

1、浆价虽有回落，但 3 月终端需求同比增长 10.4%，Q2 有望维稳或低速下滑 .....	3
2、白卡纸仍有再创新高可能性，文化纸开启 4 月限产有望支撑纸价 .....	4
3、投资建议 .....	6
4、风险分析 .....	6

## 图目录

图 1：国际浆价（美元/吨） .....	3
图 2：国内浆价（元/吨） .....	3
图 3：纸浆港口库存（万吨） .....	3
图 4：造纸终端总需求 .....	4
图 5：分品类终端需求（万吨） .....	4
图 6：文化纸与白卡纸价格（元/吨） .....	4
图 7：文化纸与白卡纸吨毛利（元/吨） .....	4
图 8：双胶纸库存（万吨） .....	5
图 9：双铜纸库存（万吨） .....	5
图 10：白卡纸库存（万吨） .....	5
图 11：文化纸涨价函（元/吨） .....	6
图 12：白卡纸涨价函（元/吨） .....	6

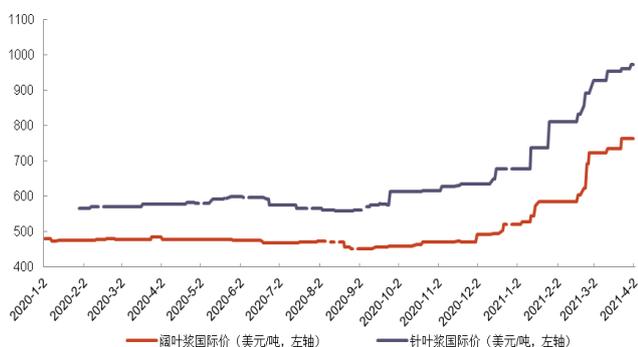
## 表目录

表 1：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级 .....	7
------------------------------	---

# 1、浆价虽有回落，但 3 月终端需求同比增长 10.4%，Q2 浆价有望维稳或慢速下滑

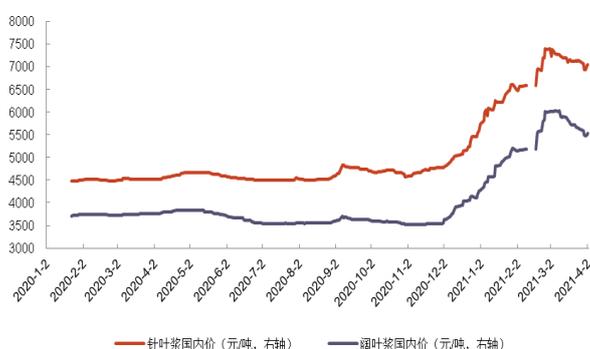
国内浆价逢高回落，外盘浆价依旧坚挺，期待 Q2 维稳。经历了前期的快涨行情，国内纸浆价格有所回调，外盘价格通常滞后于国内，叠加苏伊士运河事件影响，价格仍有上探趋势。我们判断本次造纸行情源于自身供需格局优化叠加全球大宗价格共振，考虑到 3 月文化纸需求增长明显，Q2 浆价仍有机会实现维稳或慢速下滑。

图 1：国际浆价（美元/吨）



资料来源：红桃 3，光大证券研究所，日期截止至 2021 年 4 月 2 日

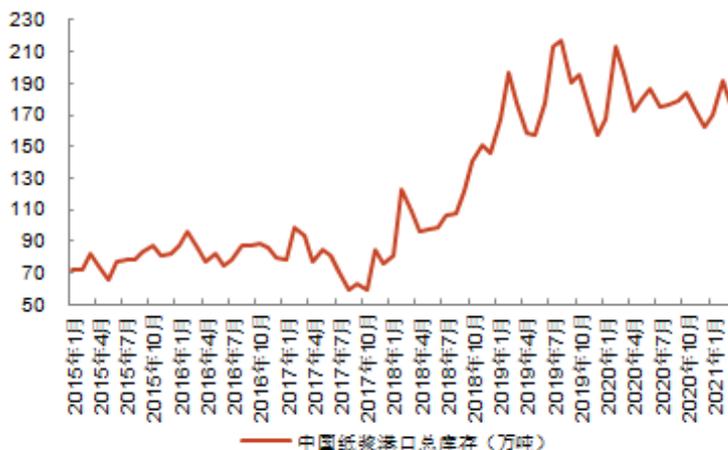
图 2：国内浆价（元/吨）



资料来源：红桃 3，光大证券研究所，日期截止至 2021 年 4 月 2 日

港口库存处于震荡行情，但 2021 年 3 月较 2 月下滑 15 万吨，边际改善。由于 2018 年以来，纸浆存储逻辑改变，浆厂多把纸浆提前发往港口储存，港口库存较难跌破 170 万吨，并维持震荡趋势，行业隐性库存或有所提升，但 2021 年 3 月港口库存边际下滑 15 万吨，在需求回暖的前提下，有望支撑纸价。

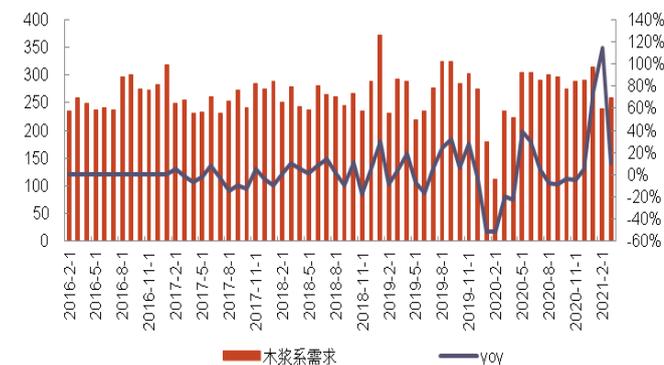
图 3：纸浆港口库存（万吨）



资料来源：红桃 3，光大证券研究所，日期截止 2021 年 3 月底

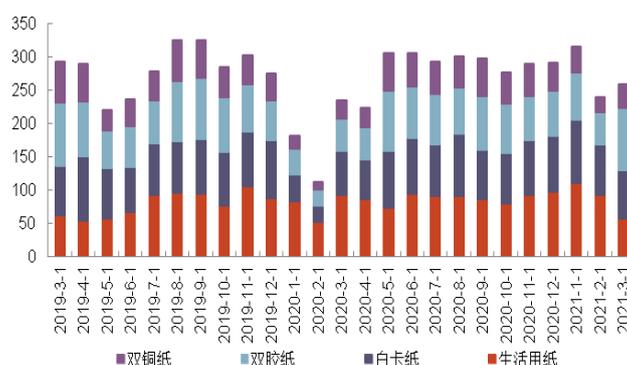
3月文化纸因建党100周年需求提振明显，纸浆总需求同比增长10.4%。2021年1-2月，市场需求主要由生活用纸与白卡纸拉动，3月文化纸受益于建党100周年招标开始发力，双胶纸/双铜纸终端需求环比增长98%/52%，同比增长93%/31%，带动木浆系造纸总体需求仍然实现10.4%的同比增长，基本上对浆价实现一定支撑。

图4：造纸终端总需求



资料来源：红桃3，光大证券研究所测算，日期截止2021年3月底

图5：分品类终端需求（万吨）



资料来源：红桃3，光大证券研究所测算，日期截止2021年3月底

## 2、白卡纸价格仍有望再创新高，文化纸开启4月限产有望支撑纸价

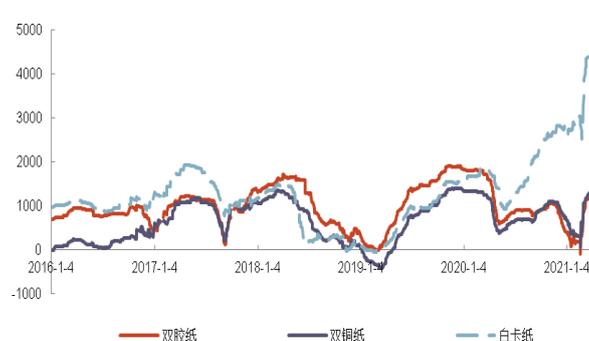
文化纸价格有所回落，白卡纸持续创新高。受制于前期涨幅过快，文化纸价格开始有一定回撤迹象，白卡纸由于行业格局优化早已达到历史最高价，截至21年4月2日，白卡纸均价为9838元/吨，部分产品如太阳的万国骄阳达到10600元/吨，吨毛利达到4550元/吨。当前白卡纸行业格局已定，未来产能也将愈发向APP、博汇、太阳等头部企业集中，产品价格将在纸厂定价权强势的基础上有望维持高位。文化纸价格受浆价下滑影响，且当前需求主要受3-5月的建党采购支撑，Q2价格仍有望维持高位震荡或稳步下滑。

图6：文化纸与白卡纸价格（元/吨）



资料来源：红桃3，光大证券研究所，日期截止至2021年4月2日

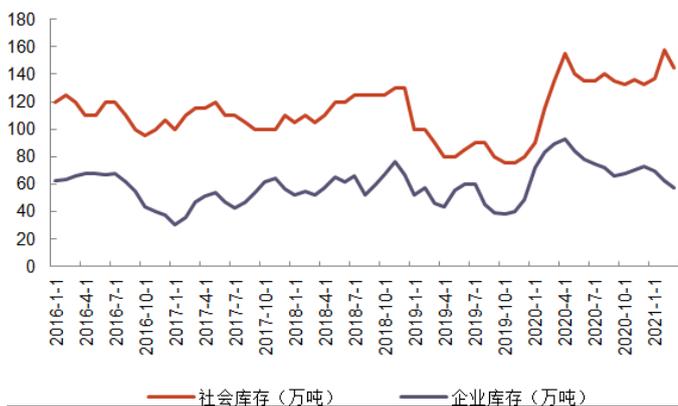
图7：文化纸与白卡纸吨毛利（元/吨）



资料来源：红桃3，光大证券研究所，日期截止至2021年4月2日

库存方面，2021年3月，双胶纸环比减少18万吨，白卡纸、双铜纸环比轻微上升。3月双胶纸库存幅度改善优于其他品种，白卡纸/双铜纸库存环比上涨9/6万吨，对纸价影响有限。

图 8：双胶纸库存（万吨）



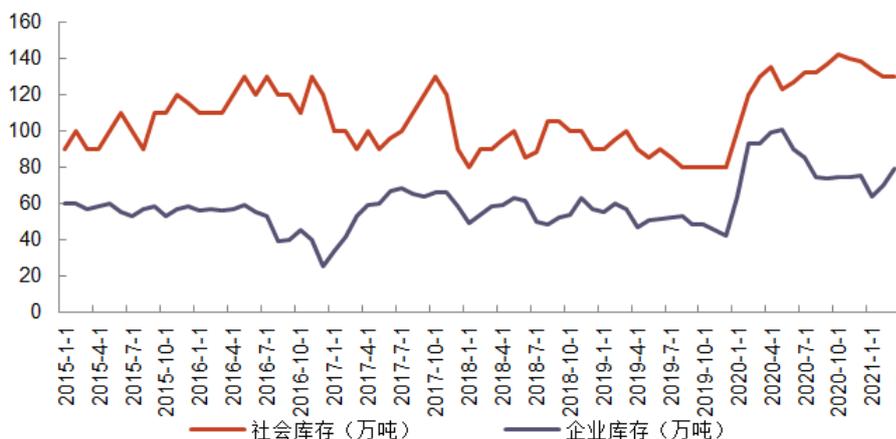
资料来源：红桃3，光大证券研究所，数据截止至2021年3月底

图 9：双铜纸库存（万吨）



资料来源：红桃3，光大证券研究所，数据截止至2021年3月底

图 10：白卡纸库存（万吨）



资料来源：红桃3，光大证券研究所，日期截止2021年3月底

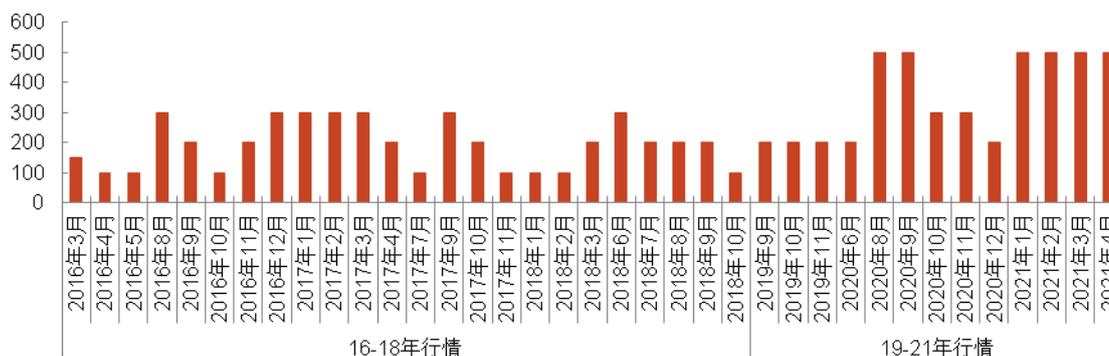
4月白卡纸率先开启500元/吨涨价函，文化纸实行停机限产支撑短期纸价。2021年以来白卡纸、文化纸涨价函发行力度较大，各龙头企业1-3月累计价格上涨幅度均在1500+元/吨，落地情况可观，3月晨鸣甚至将木浆系涨价函提到700元/吨。4月APP、博汇率先发起500-600元/吨白卡纸涨价函，同时APP、晨鸣、太阳针对文化纸开启停机检修，APP与晨鸣检修5-6天，太阳两台纸机分别检修10/30天。短期内纸厂挺价动力仍然积极，有望对纸价形成一定支撑。

图 11: 文化纸涨价函 (元/吨)



资料来源: 中华纸业网, 光大证券研究所, 日期截止 2021 年 4 月 1 日

图 12: 白卡纸涨价函 (元/吨)



资料来源: 中华纸业网, 光大证券研究所, 日期截止 2021 年 4 月 1 日

### 3、投资建议

当前浆纸价格已出现回落趋势,但在大宗行情驱动下,叠加 Q2 市场需求尚可、纸厂库存压力不大、停机限产等因素,浆价仍有希望维持高位或稳步下滑,其中白卡纸因行业格局优化,价格仍有再创新高的可能性。文化纸方面重点推荐经营稳健、纸浆占比逐步提升的太阳纸业,建议关注晨鸣纸业,白卡纸方面建议关注博汇纸业。

### 4、风险分析

Q2 文化纸需求不及预期,白卡纸下游对高价承受能力弱。

表 1: 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	15.68	0.84	0.75	1.41	19	21	11	2.8	2.5	2.1	增持	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-04-02

## 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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 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。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE