

造纸行业

本轮周期高度维持时间有望超预期，推荐晨鸣、太阳

——行业点评报告

✍ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008
 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
 ☎ 联系人：傅嘉成
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

行业评级

买入

上次评级

买入

报告导读

本轮周期高度维持时间有望超预期，持续推荐浆纸一体化标的晨鸣纸业、太阳纸业！

投资要点

□ 晨鸣 Q1 表现靓丽，量利齐升

晨鸣如期发布靓丽预增公告：21Q1 预期实现归母净利润 11-12 亿，同比增长 442%-492%。量利拆分来看，从量的角度，我们预计 Q1 实现机制纸销量 150 万吨，同比增长 50%，测算单吨净利约 800 元/吨；从利的角度，公司充分受益于纸浆高配套率带来的盈利弹性（纸浆配套率 80%），Q1 针叶浆/阔叶浆的单吨均价分别为 850 美元/ 640 美元（同比+44.13%/ +33.97%），白卡纸/双胶纸/铜版纸单吨均价分别为 844 元/6457 元/6476 元（同比+42.44%/+0.47%/+9.13%）。

□ 3 月份是本轮加速提价起点，二季度业绩更值得期待

3 月份是本轮主要纸种加速提价的起点，具体来看：1) 纸浆方面，20 年 6 月针叶浆/阔叶浆的单吨价格分别是 580\$/450\$，20 年底涨到 670\$/520\$，3 月初涨至 900\$/720\$，当下价格为 983\$/771\$；2) 成品纸方面，铜板纸/双胶纸/白卡纸 20 年 6 月单吨价格维持在 5300 元/吨左右；至 20 年底，铜板纸/双胶纸温和上涨至 5500 元/吨左右，白卡纸上涨至 7000 元/吨；农历年后铜板纸/双胶纸跳涨至 7300 元/吨，白卡纸跳涨至 9800 元/吨，当下铜板纸/双胶纸/白卡纸价格分别为 7380/7300/9838 元/吨。由于本轮主要纸种涨价 3 月份进入主升浪，所以我们认为，纸浆系龙头 3 月份盈利情况良好，考虑到后续纸张仍要提价，因此纸浆系龙头二季度业绩更值得期待。

□ 此轮纸价维持高位时间有望超预期

本轮木浆系涨价的根源是供需格局偏紧：需求方面，“禁废令”实施带动高端箱板对纸浆需求，“限塑令”实施带动白卡纸需求；供给方面，供给端短期受限，短期内没有新产能投产，基于一年半到两年建设周期，从浆到纸新产能投产最早要到 2021 年四季度甚至 2022 年下半年（以涨价最高的白卡纸为例，21Q4 才有新产能释放）。短期来看，Q2 伴随党建需求爆发，预期文化纸价格仍有提价空间（至少有 500-1000 元空间）。综上，考虑到行业供需偏紧格局仍将持续，我们认为在全球经济复苏的背景下，此轮纸价维持高位的时间有望超出市场预期。

□ 晨鸣纸业、太阳纸业 Q2 业绩值得期待

在浆纸价格上涨的背景下，晨鸣纸业受益于浆纸一体化盈利弹性将充分释放，预计 Q2 业绩将非常值得期待，预计 21-23 年归母净利润分别为 54.51/50.40/57.90

相关报告

1、《【浙商轻工】纸浆专题报告：浆系造纸盈利处上调通道！210216》

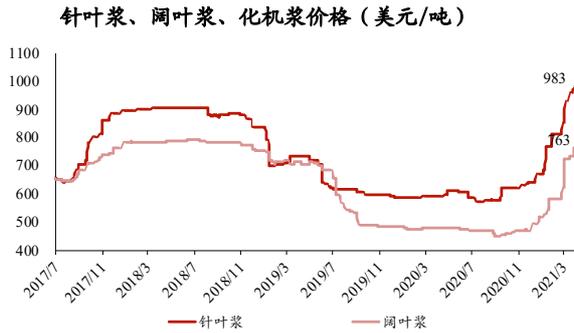
报告撰写人：史凡可、马莉
 联系人：傅嘉成

亿元，当前市值对应 21-23 年 PE 为 5.08X/ 5.50X/ 4.78X；同时**太阳纸业**布局林浆纸一体化，逐步实现木片自给，木浆/溶解浆生产成本相对优势显现，预期也将会在二季度带来巨大的业绩弹性，同样值得期待，预计 20-22 年归母净利润分别为 19.70/ 40.15/ 48.10 亿元，当前市值对应 20-22 年 PE 为 22.48X/ 11.03X/ 9.21X，持续推荐！

□ 风险提示

竞争加剧、纸浆提涨不及预期、纸价提涨不及预期

图 1：针叶浆/阔叶浆价格走势（美元/吨）



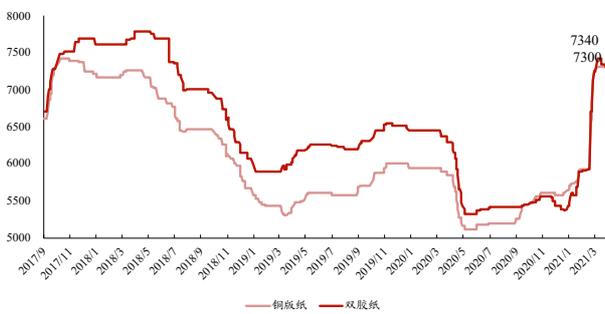
资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图 2：溶解浆价格走势（元/吨）



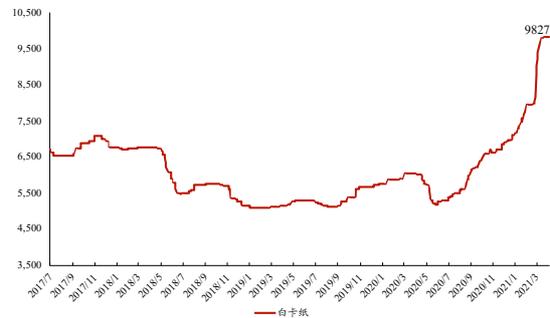
资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图 3：铜版/双胶价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图 4：白卡价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图 5：太阳纸业产能

产能	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
双胶纸（含静电复印纸）	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
工业原纸				8.00	8.00	15.00	15.00	15.00
生活用纸	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
牛皮箱板纸	-	80.00	80.00	160.00	160.00	200.00	240.00	240.00
纸合计	202	312	312	412	412	497	607	607
化机浆	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	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
浆合计	105	150	180	225	270	310	450	450

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 6：晨鸣纸业产能

子公司	浆/纸	项目	产能/万吨	合计产能
湛江晨鸣	浆	机械浆项目	16.425	浆: 86.4; 纸: 302
		木浆项目	70	
	纸	液体包装纸/白卡纸项目	60/120	
		高级文化纸项目	19	
		纸杯原纸项目	18	
		高级文化纸项目	30	
寿光美伦	浆	浆纸项目	70	浆: 100 ; 纸: 140.8
		文化纸项目	45	
	化学浆项目	100		
江西晨鸣	纸	高档文化纸项目	51	纸: 55
		高档铜版纸项目	80	
	生活用纸项目	9.8		
晨鸣本部	浆	高档包装纸项目	35	浆: 40; 纸: 125.3
		低定量涂布纸项目	20	
	纸	化学浆项目	40	
		铜版纸项目	15.3	
		超级压光纸项目	30	
黄冈晨鸣	浆	涂布白板纸项目	30	浆: 160.6
		新闻纸改建文化纸项目	50	
吉林晨鸣	纸	林浆纤纱一体化项目	130.6	纸: 18
齐河晨鸣	纸	化学木浆项目	30	纸: 10
寿光本部	纸	低定量涂布纸项目	18	纸: 12
2019年合计		文化纸项目	10	
2020E		美术涂布印刷纸项目	12	
			浆约420+万吨; 纸约670+万吨	
			浆约430万吨, 纸约680万吨	
拟建工程	浆/纸	项目	产能/万吨	合计产能
黄冈晨鸣二期 (2020.12开始建设)	纸	4条年产150万吨纸生产线(包含文化纸、白卡纸等品种, 该项目全部采用原生浆造纸)	150	纸: 150
		浆	配套建设年产52万吨机械浆生产线	浆: 52
未来产能规划			浆约482万吨, 纸约820万吨	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

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：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>