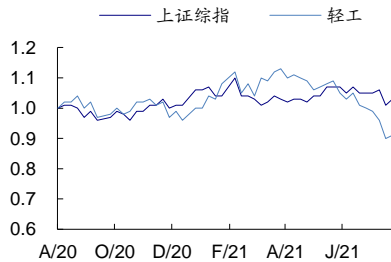


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《轻工行业8月投资策略:市场回撤中静待优质企业安全边际》——2021-07-29  
 《轻工双周报:等待优质企业进入击球区间》——2021-07-29  
 《轻工行业2021年中报前瞻:低基数和景气度效应共存,行业业绩普遍预增》——2021-07-19  
 《2021年中期策略:存量看分化,新兴观成长》——2021-07-15

证券分析师: 荣泽宇

电话: 010-88005307  
 E-MAIL: rongzeyu@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519060003  
 联系人: 蔡志明  
 电话: 010-88005330  
 E-MAIL: caizhiming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明。

行业周报

造纸估值回落,等待景气催化

● 行情回顾

近两周,造纸板块整体有所反弹。表现前五的公司分别为百亚股份、理文造纸、太阳纸业、豪悦护理和中顺洁柔。前期超跌的生活护理、文化纸、包装纸企业均有所表现。纸价方面,木浆系逐步企稳,废纸系稳中有升;原材料方面,木浆价格相对平稳运行,废纸价格则有所上涨。包装纸下游需求有所好转,纸厂涨价情况带动了一定的下游备货意愿,但新增订单仍然较为清淡,文化纸价格跌至成本支撑,但考虑到下游库存仍然较高,或不具备良好的提价基础。

● 估值回归可比区间,等待行业景气催化

传统淡季中需求端较为疲软,此前持续高企的纸价较难支撑。我们认为,造纸作为周期性行业,其股价运行趋势多数时候与吨纸盈利能力较为一致。虽然行业存在以年为单位的周期和季节性的特征,但由于纸价波动还受产业格局、以及宏观经济等因素的多重影响,纸价变化的精准拐点难以确定。加之参与行业投资的资金多受景气度影响,要寻找较为精确股价拐点异常困难,押注于短期景气度反转或存在较大风险。故我们认为当前阶段在造纸企业的投资中应以估值空间为主要锚点,在估值进入历史可比时期范围后,等待行业景气改善为介入时机。

● 高景气特种纸赛道龙头有望充分享受行业红利

特种纸加工手段独特且需要专门技术制造,其工序复杂、技术难度大、控制精密度高,其附加值较高,价格波动较传统纸品更低,故特种纸企业盈利较为稳定。居民消费、快递物流保持增长,纸替塑在食品医疗等领域亦创造了新的增量,我们认为具备技术、规模优势的特种纸龙头有望充分享受这一市场规模快速增长的红利期。

● 投资建议:关注竞争格局良好的赛道龙头

周期性行业供需短期的边际变化会对极大程度改变资本市场对公司业绩的预期,我们认为,随着供给侧的逐步出清,造纸行业近年来竞争格局显著优化,龙头企业定价权、综合盈利能力均有所提升。建议在淡季持续关注造纸板块内产能扩张与产业链一体化进展良好的行业龙头玖龙纸业与太阳纸业;具备规模、技术与客户优势的特种纸龙头仙鹤股份。

● 风险提示

纸价下跌幅度超预期;公司产能扩张进程不及预期;宏观环境发生变化,影响市场定价体系。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
002078	太阳纸业	买入	12.41	333.46	0.96	1.07	12.93	11.60
02689	玖龙纸业	买入	8.73	409.80	1.66	2.12	5.26	4.12
603733	仙鹤股份	买入	38.69	273.14	1.45	1.85	26.68	20.91

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 行情回顾

近两周，造纸板块整体有所反弹。表现前五的公司分别为百亚股份、理文造纸、太阳纸业、豪悦护理和中顺洁柔。前期超跌的生活护理、文化纸、包装纸企业均有所表现。纸价方面，木浆系逐步企稳，废纸系稳中有升；原材料方面，木浆价格相对平稳运行，废纸价格则有所上涨。

**表 1：造纸行业标的近两周来市场表现（截至 2021.8.9）**

证券代码	证券简称	近两周收益率 (%)	股价 (元)	市值 (亿元)	年初至今收益率 (%)
003006.SZ	百亚股份	18.79	24.85	106.30	-0.11
2314.HK	理文造纸	13.14	6.63	240.16	7.20
002078.SZ	太阳纸业	7.17	12.41	333.46	-13.33
605009.SH	豪悦护理	5.77	61.80	98.22	-51.24
002511.SZ	中顺洁柔	4.37	21.50	282.07	3.38
600966.SH	博汇纸业	3.77	11.02	147.32	-26.05
002012.SZ	凯恩股份	3.04	6.10	28.53	13.80
2689.HK	玖龙纸业	2.75	10.48	409.80	-3.65
600567.SH	山鹰国际	2.14	3.34	154.17	11.92
000815.SZ	美利云	1.98	5.16	35.88	-3.55
603165.SH	荣晟环保	1.72	12.42	32.69	7.58
600103.SH	青山纸业	1.66	2.45	56.49	29.63
3331.HK	维达国际	0.71	21.40	214.15	2.74
605007.SH	五洲特纸	0.65	16.91	67.64	-29.01
200986.SZ	粤华包 B	0.00	5.51	0.00	16.43
600356.SH	恒丰纸业	-0.58	6.90	20.61	-16.05
600235.SH	民丰特纸	-0.81	4.91	17.25	-1.43
002521.SZ	齐峰新材	-1.11	6.22	30.77	16.22
605500.SH	森林包装	-1.44	17.10	34.20	-11.36
600963.SH	岳阳林纸	-1.62	10.30	185.92	147.93
000488.SZ	晨鸣纸业	-1.88	7.83	182.51	21.96
002067.SZ	景兴纸业	-1.94	3.54	41.57	0.85
600793.SH	宜宾纸业	-2.42	11.31	20.01	40.32
603863.SH	松炆资源	-3.10	7.50	15.44	-25.37
603733.SH	仙鹤股份	-3.23	38.69	273.14	56.55
600433.SH	冠豪高新	-3.94	4.88	62.04	6.52
1044.HK	恒安国际	-4.74	45.20	442.64	-15.12
600308.SH	华泰股份	-4.96	5.37	62.70	7.04
002235.SZ	安妮股份	-5.85	4.51	26.14	-0.66

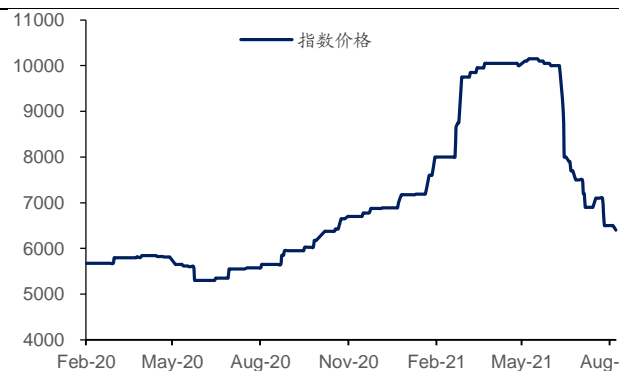
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 数据跟踪

**白卡纸：**本周白卡纸市场价格依旧混乱，纸企稳价意向强烈，整体供需平稳，主流纸厂虽然积极宣传提价 200 元/吨，但实际接单价格已明显下跌。目前下游市场价格依旧混乱，白卡纸涨价支撑因素不足，目前市场实际成交价格仍然环比大幅下跌。中秋佳节即将到来，各类包装需求看好，但今年市场预期能否与往年类似，上下游仍然缺少信心，特别是三季度开始两大 100 万吨级的新项目即将投产，供需压力增大。

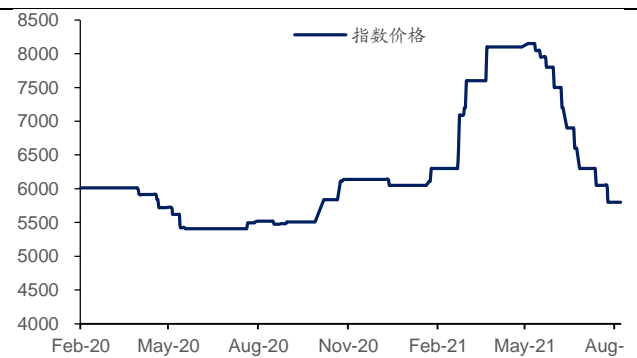
**铜版纸：**本周铜版纸市场价格持稳上周。纸厂适逢月初，发货较少，销售政策以稳定为主。目前整体市场需求依然平淡，纸厂虽然表示出提价意向，但下游印厂及经销商渠道内库存依然偏多，提价缺乏一定的基础。8 月份伴随纸厂、经销商积极宣传造势，预计市场价格将逐步止跌回稳，旺季到来时，纸厂或将逐步落实提价。

图 1：白卡纸价格指数（元/吨）



资料来源：百川大数据，国信证券经济研究所整理

图 2：铜版纸价格指数（元/吨）



资料来源：百川大数据，国信证券经济研究所整理

**瓦楞纸：**本周瓦楞纸市场偏强运行，市场涨价氛围强烈。8 月初玖龙、山鹰等规模纸企领头上涨瓦楞纸价格，多家纸厂上调原纸价格 50-100 元/吨左右，华东、华北等地区看涨氛围较强，纸厂多取消前期优惠政策。本周市场整体需求较有好转，纸企出货情况良好，库存位偏低运行。下游包装厂按需采购为主，部分订单已落实提价。近期国内废纸价格持续上涨，成本端支撑稳固；而近期疫情再次蔓延，各地疫情管控严格，对原料、成品运输将有一定的影响。

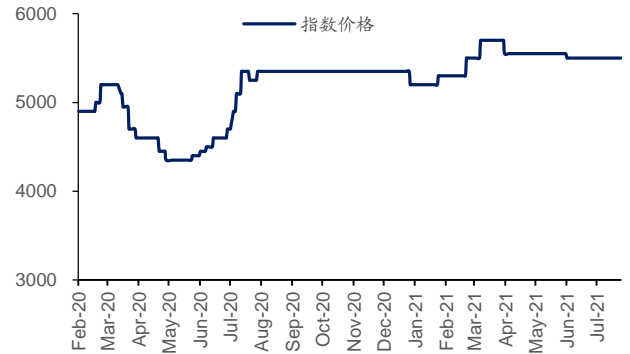
**箱板纸：**本周箱板纸市场价格上涨。8 月初山鹰、玖龙、理文等大型纸厂提价态度积极，宣传提价 50-200 元/吨，市场整体需求较为平稳，在纸厂提涨意愿明确的情况下，下游包装厂采购有所增加，纸厂出货好转。而广东地区市场需求仍旧较平淡，下游新增订单不足，纸厂大多只取消优惠政策。近期废纸、煤炭等原料价格居高不下，生产成本压力上涨，成本端对纸价支撑仍较为坚挺。

图 3: 瓦楞纸价格指数 (元/吨)



资料来源: 百川大数据, 国信证券经济研究所整理

图 4: 箱板纸价格指数 (元/吨)



资料来源: 百川大数据, 国信证券经济研究所整理

**双胶纸:** 本周双胶纸市场价格持稳上周, 供需相对平稳, 实际成交价格稳定为主, 近期主流纸厂已经释放了后期要提价的信号, 进口纸价格已上涨 100-200 元/吨。伴随 8 月份开始市场需求逐步好转, 市场价格存在超跌反弹的预期, 终端印厂已开始适度备货, 经销商库存小幅下降, 另外由于纸厂 7 月份主动采取停机限产举措, 纸厂库存月底小幅下降。

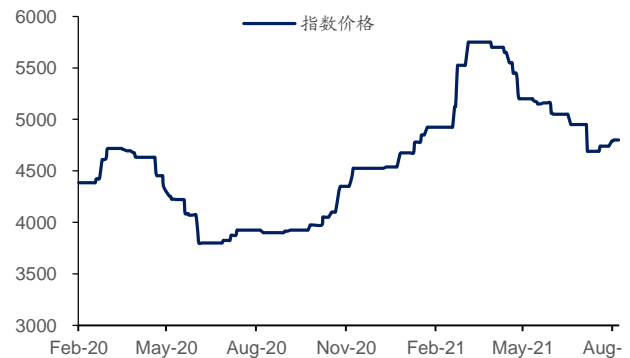
**白板纸:** 本周国内灰底白板纸市场价格上涨, 主流纸企价格上调 50 元/吨左右。8 月初白板纸市场价格再次上行, 但整体市场需求平稳, 下游包装厂订单一般。为改变当下平稳的态势, 玖龙多个基地、联盛、建晖等多家主流纸厂宣传提价 50 元/吨, 少量产品甚至提价 100 元/吨, 纸厂酝酿提价的意图较为明显, 按照往年惯例, 传统中秋节节假日到来, 包装需求有望好转, 但终端市场反应, 纸厂预期可能过于乐观, 终端实际订单或低于市场预期。

图 5: 双胶纸价格指数 (元/吨)



资料来源: 百川大数据, 国信证券经济研究所整理

图 6: 白板纸价格指数 (元/吨)



资料来源: 百川大数据, 国信证券经济研究所整理

图 7: 木浆价格指数 (元/吨)



资料来源: 百川大数据, 国信证券经济研究所整理

图 8: 国废黄板纸价格指数 (元/吨)



资料来源: 百川大数据, 国信证券经济研究所整理

## 投资建议

建议关注造纸板块内产能扩张与产业链一体化进展良好的行业龙头玖龙纸业与太阳纸业; 具备规模、技术与客户优势的特种纸龙头仙鹤股份。

附表: 相关公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 元	EPS			PE			PB
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	MRQ
002078	太阳纸业	买入	12.41	*1.30	*1.54	*1.27	*9.55	*8.06	*9.77	2.36
02689	玖龙纸业	买入	8.73	*1.66	*2.12	*2.58	*5.26	*4.12	*3.38	1.12
603733	仙鹤股份	买入	38.69	*1.45	*1.85	*2.15	*26.68	*20.91	*18.00	3.47

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 带\*数据为国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032