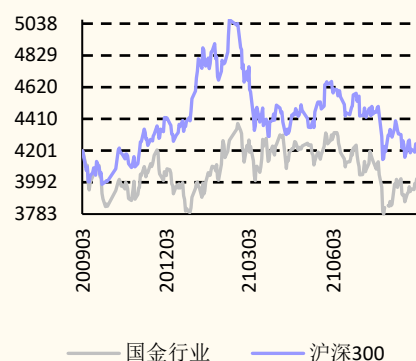


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金轻工造纸指数	4015
沪深300指数	4869
上证指数	3597
深证成指	14277
中小板综指	13613



相关报告

1. 《7月纸中个护家居阿里全网数据跟踪-个护&家居线上专题分析报告》，2021.8.11
2. 《海外市场高增长，国内静待政策落地-电子烟行业季度跟踪专题分析...》，2021.8.5
3. 《6月及上半年纸中个护家居阿里全网数据跟踪-个护&家居线上专题...》，2021.7.13
4. 《个护&家居 618 线上专题分析报告-轻工行业 618 线上专题分析》，2021.6.22
5. 《5月纸中个护&家居品类阿里全网数据跟踪-5月纸中个护&家居线...》，2021.6.18

姜浩 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

尹新悦 联系人

基本面已触底，静待旺季景气度回暖

1H21 业绩总结

- **造纸：进口压制&需求淡季导致 2Q 板块景气度下行，静待旺季到来盈利触底回升。**1Q 受原料成本上行+下游需求旺季影响，行业格局改善盈利回升，浆纸系业绩弹性释放尤为明显。2Q 景气度下滑，主要原因是：

①**供给端：**受东南亚疫情反复、国内外纸品价差拉大的影响，文化纸、箱瓦纸净进口量提升带来增量供给，对国内纸价形成压制；

②**需求端：**纸价短期、大幅上涨，令下游难以传导，产生抵触。4月浆价见顶，转向下行，带来纸价下跌预期，下游从补库周期进入去库周期，同时行业需求季节转淡，令造纸行业进入阶段性需求不足，吨纸盈利急剧减少。影响程度：白卡纸>文化纸>箱瓦纸。

展望未来，国内外疫情反复，导致实体经济疲弱。木浆方面，我们认为中国大宗造纸不景气+南美浆厂扩产，预计浆价将进入温和跌价周期。纸价方面，虽大概率进入底部区域运行，但盈利能力削弱之后，未来盈利前景能见度较低，我们认为行业产能扩张节奏将放缓，行业在建工程/固定资产比值将延续低位徘徊的状态，这有利于头部企业维护行业竞争格局，份额持续提升，对造纸行业中长期发展是利好。

- **家清&个人护理：受防疫物资影响增速回落，中长期高端化&拓品类渐次展开。**1) 上半年家清个护企业营收普遍受 2021 年上半年高基数影响，今年加大促销力度提升销量，尤其行业 2Q 促销力度增大，令 2Q 业绩普遍低于预期。2) 展望未来，虽浆价重新进入下行趋势，但中小生活用纸企业仍处于盈利修复期，进一步加大力度促销的动力不强，而头部企业在低价木浆库存消耗完之后，面临成本上行压力，我们认为下半年行业整体促销力度有望收缩，但 2022 年，竞争压力依然很大。国内生活用纸头部企业需加快产品创新，在生活用纸领域形成更强的差异化竞争能力，以及扩充个护产品种类。

投资建议

- **造纸板块：**当前行业已处于景气度底部区域，浆系、废纸系龙头企业凭借优秀的成本管理和控制能力抬升底部利润，产能扩张有序推进，中长期行业格局有望不断优化，市场地位与盈利底部望不断上行，周期性有望进一步弱化。当前重点龙头标的估值普遍处于低位，性价比优势明显。建议关注：**太阳纸业**（广西产能有序投放成长逻辑通顺+品类多元化弱化周期属性）、**晨鸣纸业**（资产质量优化+自供浆成本优势突出）、**博汇纸业**（报表质量持续改善+下半年白卡盈利韧性突出）、**山鹰国际**（旺季景气度边际上行+产能有序扩张成长性突出）。
- **家清&个人护理：**短期头部企业在竞争压力缓解的形势下盈利能力望边际好转，中长期看好头部品牌企业通过产品创新进行中高端升级以及个护等高毛利品类的开拓。重点关注**维达国际**（纸巾得宝&立体美高端化升级、中高端卫生巾品牌 Libresse 拓系列+拓渠道顺利推进）、**中顺洁柔**（“太阳”加快推进、Lotion&自然木高端系列渗透、卫生巾品牌朵蕾蜜值得期待）。

风险提示

下游需求不及预期导致提价不及预期的风险；原材料价格大幅上涨的风险；新品推广不及预期的风险；代工商大客户流失的风险

内容目录

造纸：二季度板块景气度下行，静待旺季到来盈利触底回升	4
行业回顾：1Q 景气度显著上行，2Q 有所回落	4
行业展望：静待旺季到来，各纸品盈利修复可期	8
造纸板块投资建议	14
家清&个人护理：受防疫物资影响增速回落，高端化&拓品类渐次展开	14
行业回顾：21 年起业务结构回归正常，行业毛销差普遍收窄	14
行业展望：中长期看好国内企业的中高端&品类开拓战略	15
家清&个护板块投资建议	16
风险提示	16

图表目录

图表 1: 双胶纸价格平均吨纸毛利 (元/吨)	4
图表 2: 铜版纸价格平均吨纸毛利 (元/吨)	4
图表 3: 白卡纸价格平均吨纸毛利 (元/吨)	4
图表 4: 箱板纸价格平均吨纸毛利 (元/吨)	4
图表 5: 重点造纸企业 1H21 营收同比增速加快	5
图表 6: 重点纸企 2Q21 收入增速同比下降	5
图表 7: 重点造纸企业营收增速表现	5
图表 8: 重点造纸企业归母净利率多数创历史新高	5
图表 9: 重点纸企单季度毛利率变化	5
图表 10: 重点纸企 1H21 平均毛销差上升	6
图表 11: 重点纸企 1H21 费用率整体下降	6
图表 12: 重点纸企单季度净利率变化	6
图表 13: 重点纸企 1H21 平均 ROE 改善明显	7
图表 14: 重点纸企 H1 平均总资产周转率有所提升	7
图表 15: 浆纸系、特种纸企业 ROE (年化) 边际提升显著	7
图表 16: 应收账款周转率	7
图表 17: 应付账款周转率	7
图表 18: 重点纸企 2Q 账面存货边际有所提升	8
图表 19: 重点纸企 H1 原材料占比明显下降	8
图表 20: 重点纸企在建工程规模 (亿元) 显著上升	8
图表 21: 重点纸企在建工程占固定资产的比值仍处低位	8
图表 22: 2021 年 1-7 月造纸及纸制品固定资产累计投资完成额较 2019 年 +0.1%	9
图表 23: 4 月以来国际浆价高位下行	9

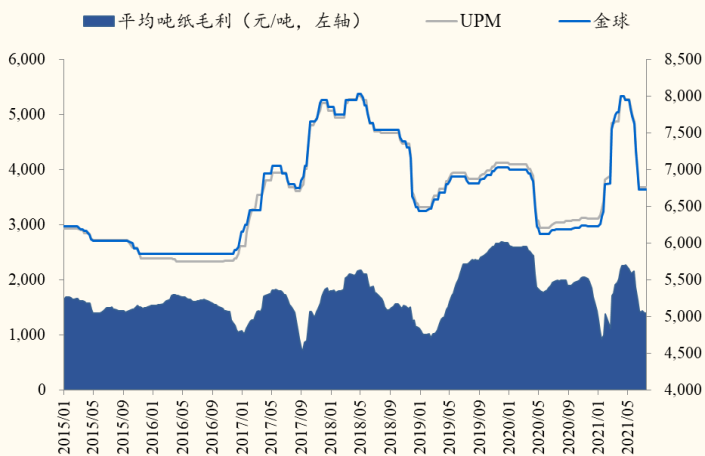
图表 24: 2021 年起纸浆港口库存缓慢去化	9
图表 25: 欧洲港口木浆库存仍处低位	10
图表 26: 全球木浆库存天数逐步回升	10
图表 27: 未来三年全球阔叶浆产能投放充足	10
图表 28: 巴西金鱼木浆现金成本	10
图表 29: 从需求结构角度, 2021-2023 年中国各纸种新增产能占比	10
图表 30: 白卡社会库存去化, 双胶/铜版仍处高位	11
图表 31: 木浆系各纸种企业库存已进入下行周期	11
图表 32: 废纸系各纸种社会库存仍处高位	11
图表 33: 废纸系各纸种企业库存处于历史平均水平	11
图表 34: 铜版纸、双胶纸开工率企稳回升	12
图表 35: 废纸系纸企 5 月以来开工负荷率边际回暖	12
图表 36: 废纸供需缺口测算	14
图表 37: 重点大宗造纸企业盈利预测及估值	14
图表 38: 1H21 家清个护企业营收增速有所下滑	15
图表 39: 1H21 家清个护企业同比 1H19 仍保持稳健增长	15
图表 40: 受去年同期防疫物资业务导致基数较高影响, 2Q21 家清个护企业营收增速普遍有所下滑	15
图表 41: 家清个护企业毛销差变动情况	15
图表 42: 家清个护企业单季度毛销差变动情况	15

造纸：二季度板块景气度下行，静待旺季到来盈利触底回升

行业回顾：1Q 景气度显著上行，2Q 有所回落

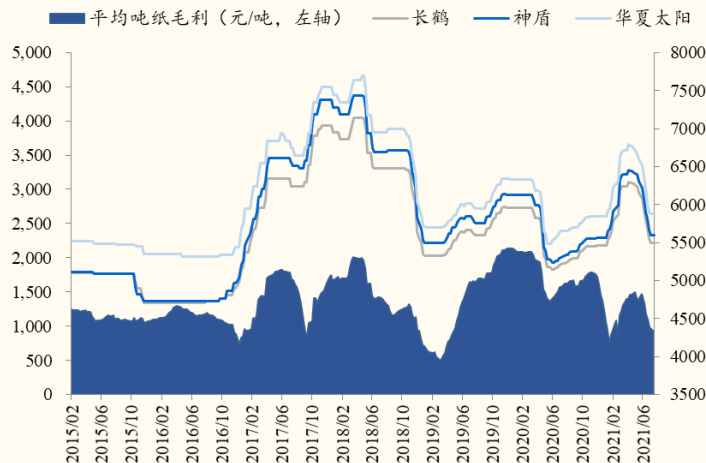
从价格走势来看，二季度以来伴随上游原材料价格进入下游周期、下游需求疲软，浆系纸价格进入下行周期，废纸系受上游原材料废纸价格在禁废令下推涨的影响，价格呈稳中上行趋势。

图表 1：双胶纸价格平均吨纸毛利（元/吨）



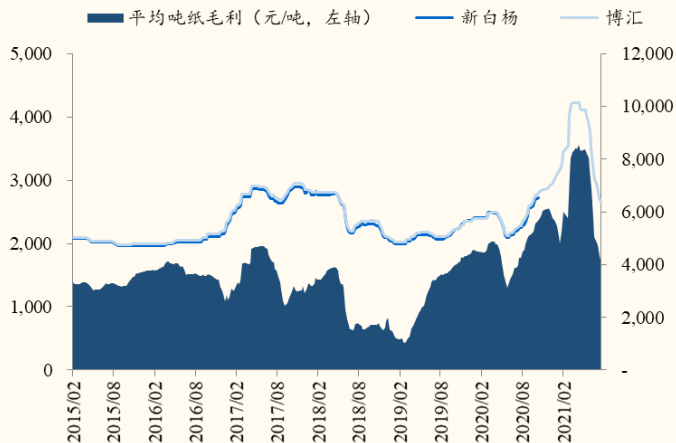
来源：RISI，国金证券研究所

图表 2：铜版纸价格平均吨纸毛利（元/吨）



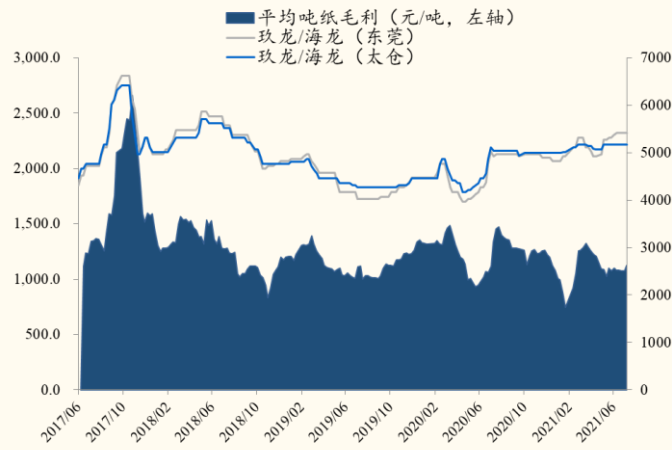
来源：RISI，国金证券研究所

图表 3：白卡纸价格平均吨纸毛利（元/吨）



来源：RISI，国金证券研究所

图表 4：箱板纸价格平均吨纸毛利（元/吨）



来源：RISI，国金证券研究所

整体财务数据回顾

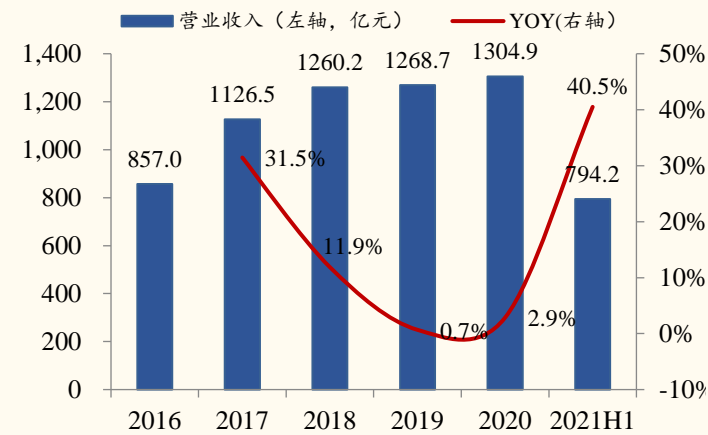
进口压制&需求淡季导致 2Q 板块景气度下行，增速现回落。根据我们跟踪的 12 家重点造纸公司业绩表现，发现 21 年上半年重点纸企营收增速同比+40.5%，分季度来看，1Q/2Q 营收增速分别为 58.0%/26.1%，1Q 受原料成本上行+下游需求旺季影响，行业格局改善盈利回升，浆纸业业绩弹性释放尤为明显。2Q 景气度下滑，主要原因是：

1) 供给端：受东南亚疫情反复、国内外纸品价差拉大的影响，文化纸、箱瓦纸净进口量提升带来增量供给，对国内纸价形成压制。

2) 需求端，纸价短期大幅上涨，令下游难以传导，产生抵触。4 月浆价见顶，转向下行，带来纸价下跌预期，下游从补库周期进入去库周期，同时行业需求季节转淡，令造纸行业进入阶段性需求不足，吨纸盈利急剧减少。影响程度：

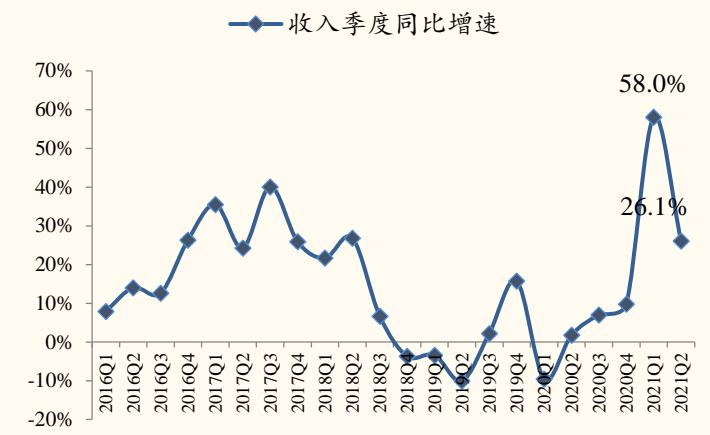
白卡纸>文化纸>箱瓦纸。

图表 5: 重点造纸企业 1H21 营收同比增速加快



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 重点纸企 2Q21 收入增速同比下降



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 重点造纸企业营收增速表现

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1	
浆纸系	太阳纸业	4.67%	-4.01%	3.51%	33.54%	30.71%	15.21%	4.57%	-5.16%	51.64%
	晨鸣纸业	3.17%	-6.31%	5.71%	11.49%	28.66%	-2.02%	5.26%	1.12%	26.27%
	博汇纸业	14.32%	22.15%	1.10%	10.46%	14.86%	-6.87%	16.79%	43.56%	39.59%
	岳阳林纸	1.03%	-0.41%	-12.83%	-19.07%	28.03%	14.15%	1.33%	0.14%	28.38%
	华泰股份	1.84%	-4.94%	1.67%	14.79%	26.36%	8.09%	-8.29%	-9.09%	38.45%
废纸系	森林包装				84.33%	14.88%	-17.37%	6.97%	59.21%	
	山鹰国际	57.81%	17.59%	26.52%	23.99%	43.96%	39.48%	-4.62%	7.44%	54.68%
	晨鸣纸业	-2.66%	-4.41%	2.28%	24.61%	45.60%	10.79%	-11.57%	-7.17%	32.76%
特种纸	仙鹤股份		8.21%	9.41%	15.02%	38.76%	34.48%	11.45%	6.04%	42.02%
	齐峰新材	19.10%	20.39%	-7.19%	14.97%	31.94%	2.96%	-11.67%	-13.98%	53.82%
	五洲特纸					13.47%	15.48%	10.56%	10.89%	41.57%
	冠豪高新	1.56%	1.79%	34.55%	34.34%	18.39%	23.80%	1.75%	-5.97%	14.09%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 重点造纸企业归母净利率多数创历史新高

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1	
浆纸系	太阳纸业	2.6%	4.5%	6.2%	7.3%	10.7%	10.3%	9.6%	9.0%	14.1%
	晨鸣纸业	3.5%	2.6%	10.6%	9.1%	12.8%	8.7%	5.5%	5.6%	11.8%
	博汇纸业	-3.2%	0.6%	0.5%	2.6%	9.6%	3.1%	1.4%	6.0%	18.9%
	岳阳林纸	0.3%	0.2%	-6.6%	0.6%	5.7%	5.2%	4.4%	5.8%	7.9%
	华泰股份	0.6%	0.6%	0.7%	1.7%	4.9%	4.9%	5.0%	5.7%	7.9%
废纸系	森林包装	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	8.7%	10.9%	8.3%	10.1%	10.2%
	山鹰国际	3.2%	1.4%	2.1%	2.9%	11.5%	13.1%	5.9%	5.5%	6.6%
	晨鸣纸业	0.4%	0.4%	0.4%	8.7%	11.9%	5.6%	3.6%	6.4%	9.3%
特种纸	仙鹤股份	9.5%	10.5%	7.2%	9.7%	13.1%	7.1%	9.6%	14.8%	21.1%
	齐峰新材	9.0%	10.8%	11.5%	5.2%	4.5%	1.6%	4.1%	5.7%	8.0%
	五洲特纸				6.3%	9.2%	7.7%	8.4%	12.9%	16.0%
	冠豪高新	16.3%	13.1%	2.8%	6.2%	2.6%	4.3%	6.6%	7.3%	6.0%

来源: Wind, 国金证券研究所

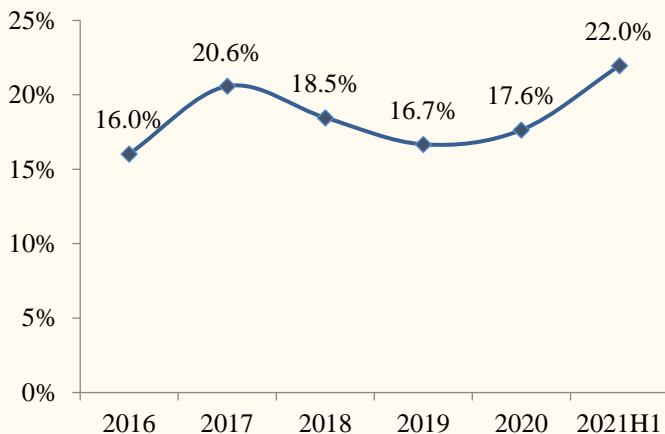
图表 9: 重点纸企单季度毛利率变化

单季度毛利率	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	
浆纸系	太阳纸业	27.5%	26.4%	23.1%	17.3%	17.7%	21.8%	23.8%	26.2%	24.6%	22.7%	22.6%	9.2%	23.4%	22.1%
	晨鸣纸业	35.2%	33.0%	30.7%	24.2%	23.0%	30.3%	27.5%	31.6%	28.2%	22.6%	24.2%	18.8%	29.1%	33.6%
	博汇纸业	28.1%	20.3%	13.8%	1.9%	15.2%	14.2%	11.2%	16.9%	21.7%	14.1%	19.4%	14.7%	33.4%	34.6%
	岳阳林纸	23.2%	25.6%	19.3%	15.7%	10.8%	17.8%	19.8%	24.2%	21.9%	17.5%	18.5%	18.9%	21.1%	19.6%
	华泰股份	13.8%	17.0%	18.0%	10.0%	10.6%	13.3%	14.8%	17.3%	17.1%	14.4%	16.4%	8.7%	14.2%	14.6%
废纸系	森林包装						16.4%	20.9%	14.4%	15.5%	18.0%	17.4%	16.3%	14.2%	
	山鹰国际	21.3%	24.7%	20.3%	25.4%	19.8%	20.9%	17.4%	18.3%	23.1%	13.2%	16.6%	16.4%	14.9%	13.5%
	晨鸣纸业	13.0%	17.6%	11.8%	8.3%	9.9%	9.7%	10.3%	13.8%	13.3%	7.7%	14.3%	15.7%	18.4%	16.6%
特种纸	仙鹤股份	21.5%	17.5%	17.3%	14.1%	11.1%	18.1%	20.9%	23.2%	23.5%	24.2%	23.2%	13.5%	22.5%	27.8%
	齐峰新材	12.7%	12.0%	10.7%	9.6%	8.6%	15.1%	15.6%	16.6%	13.1%	15.3%	17.8%	10.9%	17.4%	14.0%
	五洲特纸							19.0%	24.9%	29.6%	22.5%	18.1%	24.7%	29.0%	21.6%
	冠豪高新	20.4%	19.0%	21.2%	20.4%	16.5%	20.2%	27.7%	35.8%	21.7%	20.0%	24.0%	27.3%	19.2%	17.5%

来源: Wind, 国金证券研究所

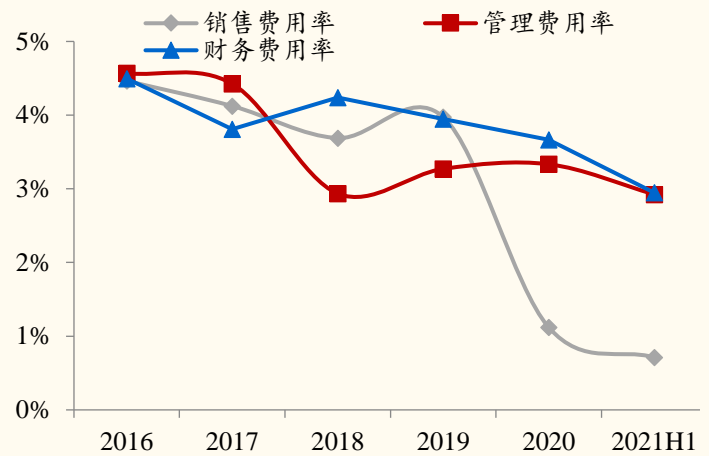
规模效应下费用改善明显, 财务费用压力有所减轻。由于部分企业更改会计准则, 我们采用毛销差指标进行分析, 重点纸企 1H21 毛销差显著改善且处于近五年来最高位, 同时在规模效应的影响下, 管理费用率、财务费用率改善明显。

图表 10: 重点纸企 1H21 平均毛销差上升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 重点纸企 1H21 费用率整体下降



来源: Wind, 国金证券研究所

分季度来看, 浆纸系 2Q 净利率收窄, 特种纸高景气度盈利能力保持较好。受 2Q 景气度下滑的影响, 浆系纸 2Q 盈利能力普遍环比下滑, 废纸系整体较为平稳, 特种纸企业由于行业景气度更高, 挺价能力较大宗造纸更强, 除齐峰新材外, 2Q 盈利能力普遍较 1Q 有所抬升。

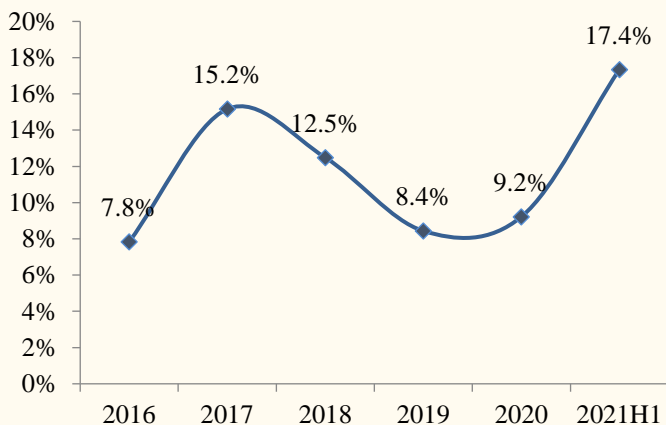
图表 12: 重点纸企单季度净利率变化

单季度净利率	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	
浆纸系	太阳纸业	13.6%	12.1%	8.1%	7.7%	7.0%	9.7%	10.7%	11.0%	9.7%	8.3%	8.7%	9.6%	14.5%	13.8%
	晨鸣纸业	10.8%	12.1%	9.2%	0.9%	0.6%	6.9%	6.7%	7.6%	3.5%	6.0%	6.6%	7.9%	12.2%	11.8%
	博汇纸业	11.9%	7.8%	4.8%	-13.2%	5.6%	0.5%	0.2%	-0.1%	7.1%	2.6%	7.2%	6.6%	20.0%	17.8%
	岳阳林纸	9.5%	7.9%	2.8%	1.2%	-2.3%	3.6%	4.8%	9.0%	6.9%	3.0%	6.9%	6.6%	8.5%	7.5%
废纸系	华泰股份	4.5%	5.6%	7.6%	1.8%	3.1%	4.9%	5.8%	5.4%	5.8%	4.0%	5.8%	5.3%	8.3%	7.0%
	森林包装						5.9%	14.1%	5.8%	7.2%	9.7%	14.4%	10.0%	10.3%	
	山鹰国际	11.2%	16.9%	10.1%	17.5%	8.6%	7.8%	6.5%	0.9%	6.0%	4.6%	6.6%	5.1%	7.1%	6.6%
特种纸	景兴纸业	8.4%	10.2%	7.1%	-1.4%	6.0%	4.4%	1.9%	3.2%	5.1%	5.6%	7.3%	8.5%	9.6%	10.2%
	仙鹤股份	12.3%	7.1%	7.3%	3.6%	3.5%	8.7%	11.6%	13.4%	11.6%	15.8%	16.3%	14.8%	18.4%	24.3%
	齐峰新材	2.6%	2.0%	1.1%	0.7%	0.3%	4.8%	5.7%	5.3%	2.7%	4.6%	7.3%	7.3%	10.2%	6.1%
	五洲特纸						9.8%	12.1%	18.0%	11.3%	9.4%	14.4%	14.8%	17.0%	
	冠豪高新	3.9%	4.4%	5.5%	3.0%	2.5%	5.8%	6.1%	10.5%	5.0%	6.2%	6.3%	10.4%	4.2%	7.7%

来源: Wind, 国金证券研究所

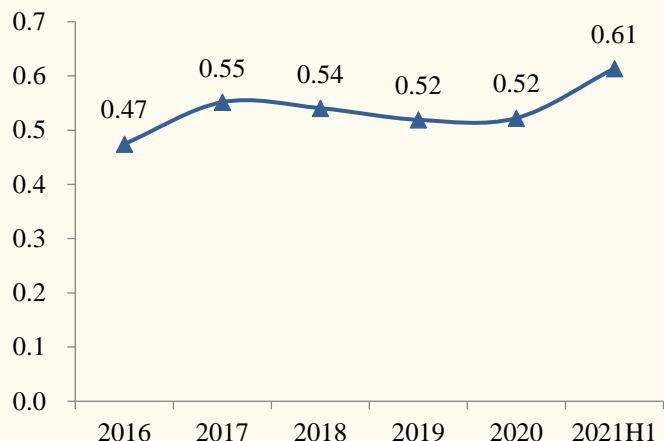
浆纸系、特种纸企业 ROE (年化) 边际提升显著。整体来看, 重点纸企 21 年上半年 ROE (年化) 17.4%, 较 20 年整体显著提升。其中浆系纸提升更为明显, 主要受头部企业盈利能力优势显著改善的影响。特种纸由于整体景气度较高, 上半年整体挺价能力较好, 整体盈利能力保持较好, 表现优于废纸系。从应收账款周转来看, 上半年年化平均应收账款周转率从 10.2 次提升至 11.9 次。

图表 13: 重点纸企 1H21 平均 ROE 改善明显



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 重点纸企 1H 平均总资产周转率有所提升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 浆纸系、特种纸企业 ROE (年化) 边际提升显著

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
ROE										
浆纸系	太阳纸业	6.3%	8.9%	10.7%	14.1%	22.1%	19.5%	16.0%	12.7%	26.0%
	晨鸣纸业	5.1%	3.6%	14.0%	10.6%	15.1%	9.5%	6.6%	6.9%	17.0%
	博汇纸业	-6.1%	1.3%	1.0%	5.0%	18.8%	5.1%	2.6%	14.7%	45.7%
	岳阳林纸	0.4%	0.2%	-7.4%	0.5%	5.3%	4.6%	3.8%	4.9%	7.2%
	华泰股份	1.0%	1.0%	1.0%	2.8%	9.9%	9.7%	8.6%	8.2%	13.2%
废纸系	森林包装				13.0%	34.7%	37.1%	18.7%	14.3%	13.0%
	山鹰国际	4.7%	1.9%	3.5%	4.9%	21.5%	27.2%	9.9%	9.2%	12.6%
	景兴纸业	0.4%	0.4%	0.4%	10.3%	17.9%	8.3%	4.4%	6.8%	10.6%
特种纸	仙鹤股份	19.4%	17.7%	10.3%	12.7%	18.6%	10.5%	12.5%	15.6%	21.9%
	齐峰新材	8.6%	11.3%	9.1%	4.2%	4.7%	1.7%	3.9%	4.6%	8.7%
	五洲特纸				34.3%	45.0%	26.0%	21.9%	25.1%	29.7%
	冠豪高新	9.4%	7.3%	1.8%	4.4%	2.1%	4.2%	6.4%	6.5%	5.3%

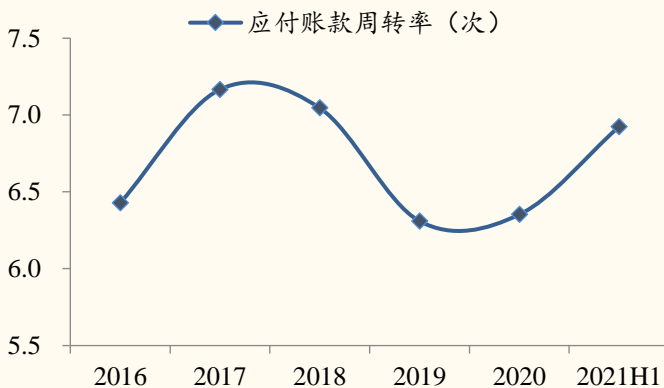
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 应收账款周转率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 应付账款周转率

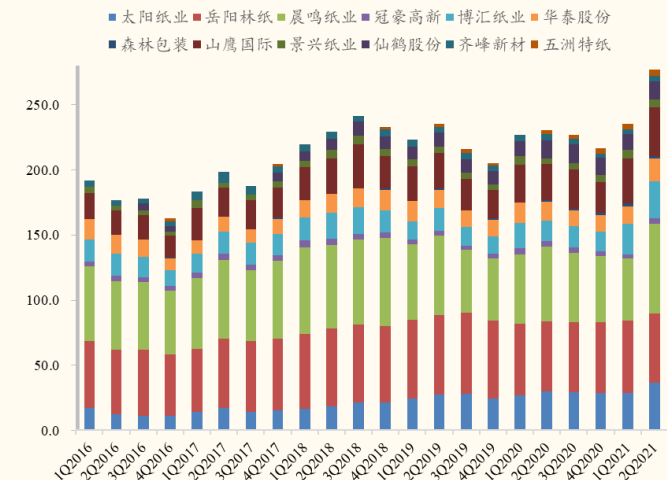


来源: Wind, 国金证券研究所

受 2Q 景气度边际下滑的影响, 纸企库存整体边际提升。受 2Q 造纸行业景气度下滑的影响, 造纸企业普遍库存有所回升, 2Q 较 1Q 环比+17.8%, 部分头

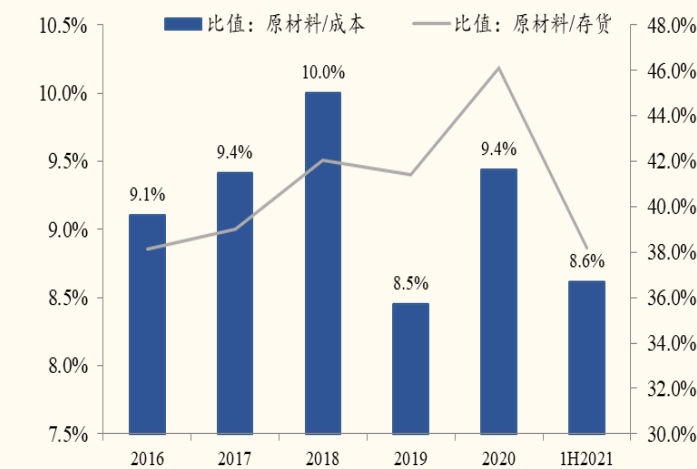
部公司由于低价浆库存的消耗、原材料占成本比重有所下滑，因此产成品库存累积速度超过原材料。

图表 18: 重点纸企 2Q 账面存货边际有所提升



来源: Wind, 国金证券研究所

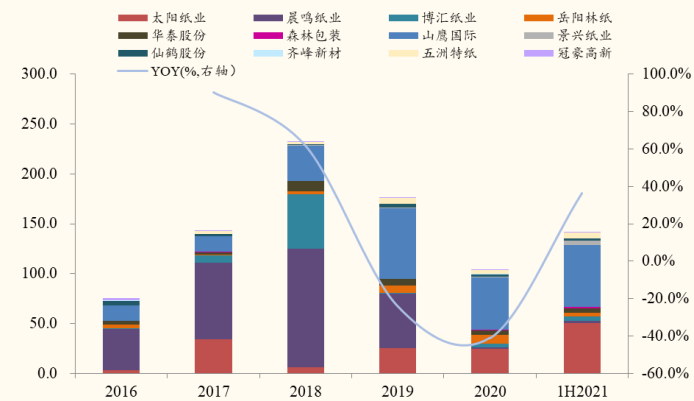
图表 19: 重点纸企 1H 原材料占比明显下降



来源: Wind, 国金证券研究所

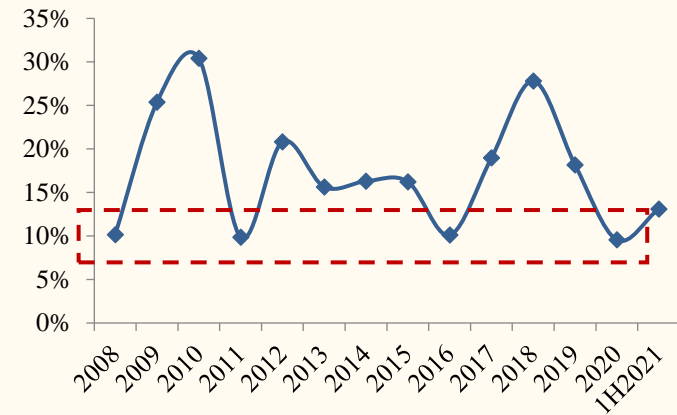
在建工程处历史低位，预计未来两年新增产能供给仍存约束。2020/1H21 重点纸企在建工程规模合计 103.9/141.5 亿元，较上期末-41%/+36.2%，主要原因是去年受疫情影响对产能建设有一定推迟。在建工程/固定资产比值分别为 10%/11.3%，仍处于历史低位，考虑到二季度行业景气度的下滑，我们认为行业产能扩张节奏将放缓，在建工程/固定资产比值将延续低位徘徊的状态，这有利于头部企业维护行业竞争格局，份额继续提升，对造纸行业中长期发展是利好。

图表 20: 重点纸企在建工程规模 (亿元) 显著上升



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 21: 重点纸企在建工程占固定资产的比值仍处低位

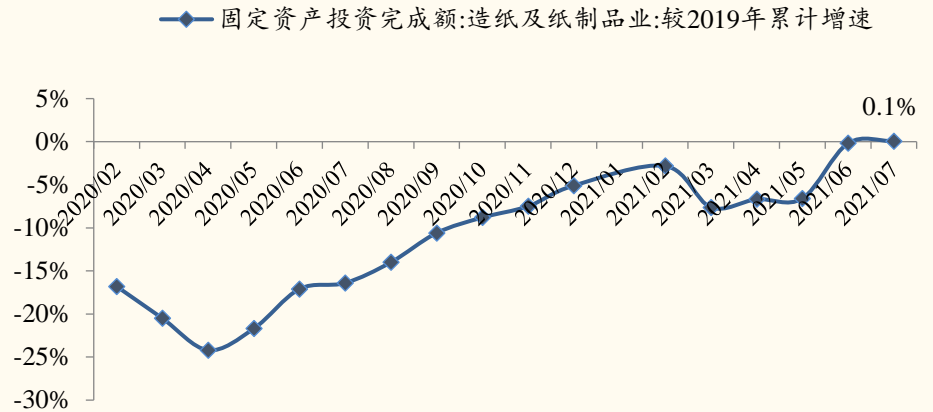


来源: 公司公告, 国金证券研究所

行业展望: 静待旺季到来, 各纸品盈利修复可期

从造纸行业整体产能投放角度, 2020 年以来造纸行业固定资产投资持续下滑。2021 年 1-7 月累计增速较 2019 年上升 0.1%, 预示 2021-2023 造纸新增产能较少, 供给端压力较小。

图表 22: 2021 年 1-7 月造纸及纸制品固定资产累计投资完成额较 2019 年 +0.1%

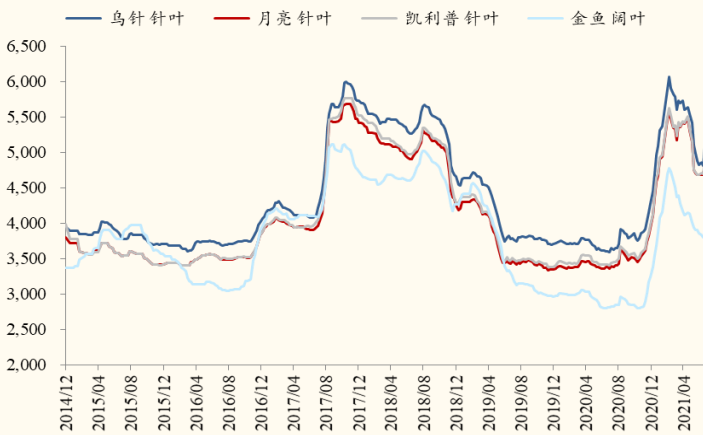


来源: Wind, 国金证券研究所

木浆价格: 新增产能供给冲击下, 短中期维持下行趋势

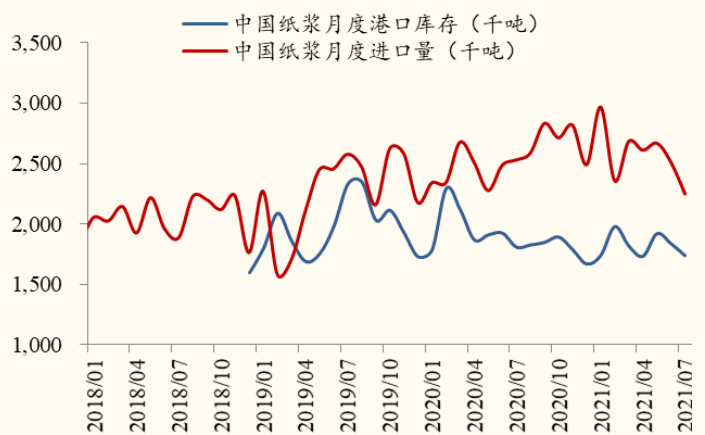
3月起木浆价格触顶回落, 当前阔叶浆价格较3月底下滑 800-900 元/吨。伴随 9-10 月巴西 280 万吨阔叶浆产能投放, 2022 年上半年智利 120 万吨阔叶浆投产, 我们判断将对阔叶浆整体行业供给形成较大的压力, 因此我们判断今年下半年至明年上半年, 浆价保持下行趋势, 木浆系公司的成本端压力有望减弱, 但伴随下游需求旺季的到来、欧洲港口库存已去化至历史低位、新增浆产能释放节奏的不确定性, 预计下行趋势趋缓。

图表 23: 4 月以来国际浆价高位下行



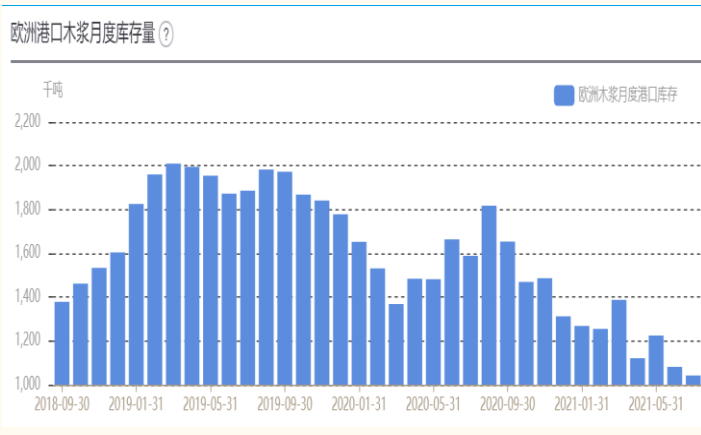
来源: RISI, 国金证券研究所

图表 24: 2021 年起纸浆港口库存缓慢去化



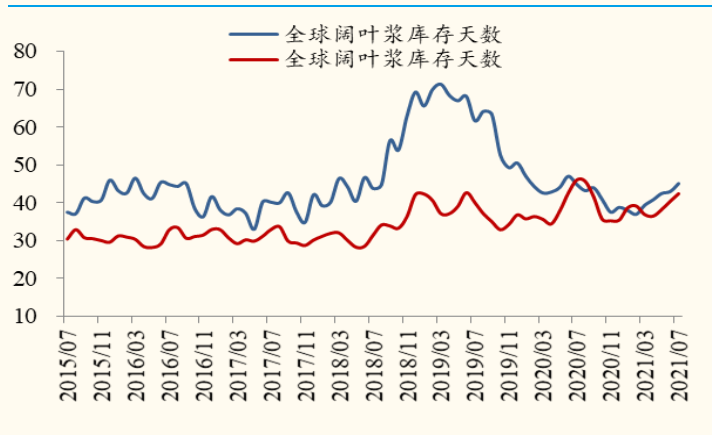
来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 25: 欧洲港口木浆库存仍处低位



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

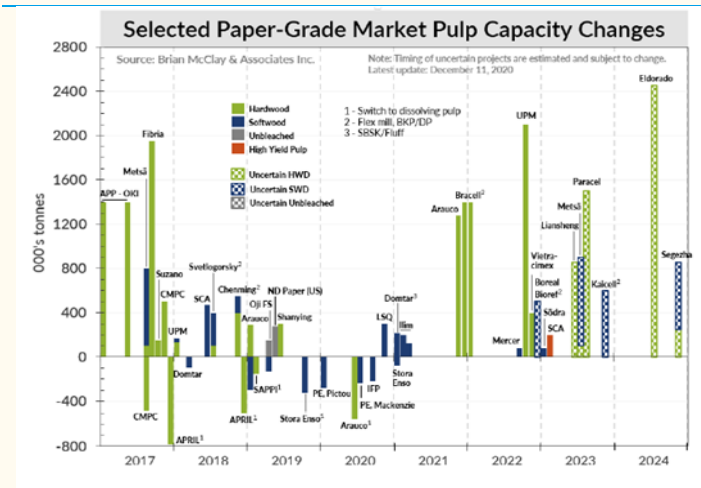
图表 26: 全球阔叶浆库存天数逐步回升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

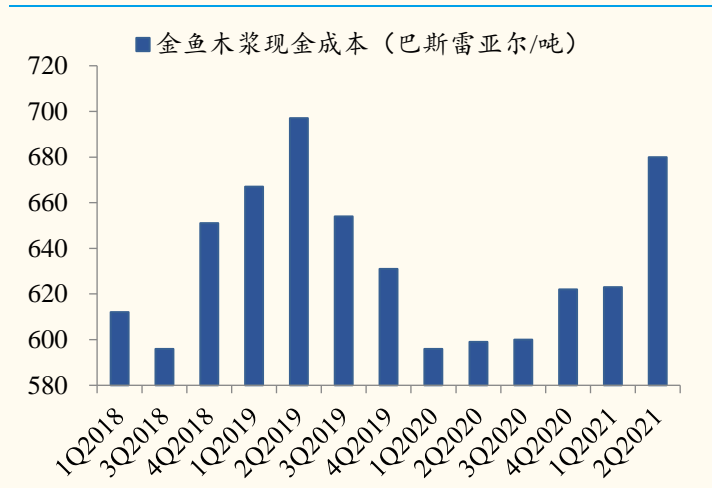
2Q 浆厂现金成本虽有提升但后续向上压力不大, 产能投放结构分化导致木浆需求增量预计或有限。从成本角度, 2Q21 巴西金鱼木浆现金成本 680 巴斯雷亚尔/吨, 主要受木片成本、能源费用、设备维修固定支出、新冠疫情刚性支出导致的会计核算改变的影响, 预计后续现金成本有望维持或小幅上行, 大幅上行的可能性不大。从未来三年的需求结构角度, 中国作为纸浆消耗增量的重要主体, 未来三年产能投放结构中以箱板纸为主, 木浆需求增量有限。

图表 27: 未来三年全球阔叶浆产能投放充足



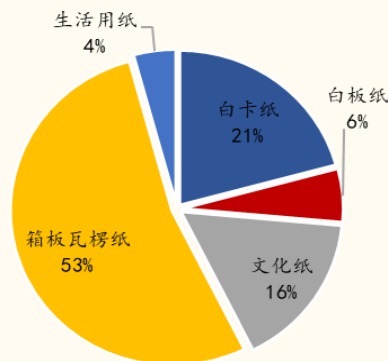
来源: Hawkins Wright, 国金证券研究所

图表 28: 巴西金鱼木浆现金成本



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 29: 从需求结构角度, 2021-2023 年中国各纸种新增产能占比

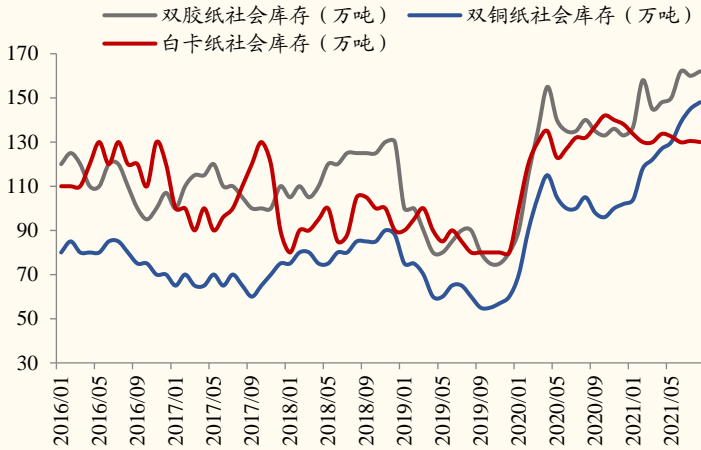


来源：纸业联讯，国金证券研究所

各纸种行情展望

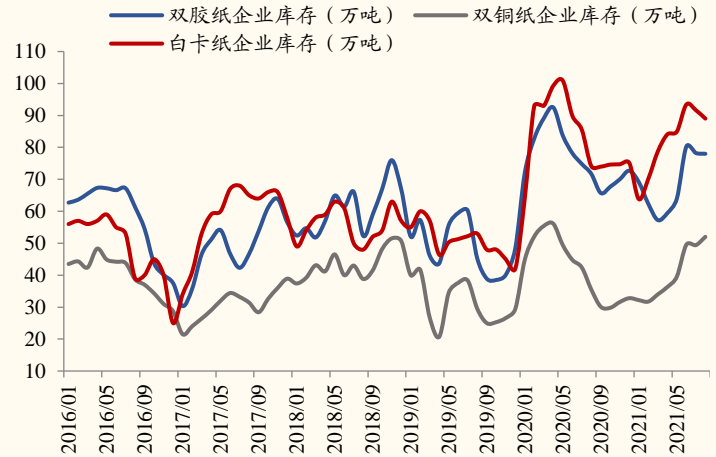
产业链仍处去库期，期待旺季行情启动。当前各纸种仍处于高位去库阶段。21年8月箱板纸社会库存200万吨，环比上月+4万吨，同比去年+64万吨；瓦楞纸当月社会库存123万吨，环比上月+2万吨，同比去年+38万吨。企业库存方面，浆系纸种库存仍相对较高，但废纸系纸企库存已降至历史平均水平。

图表 30：白卡社会库存去化，双胶/铜版仍处高位



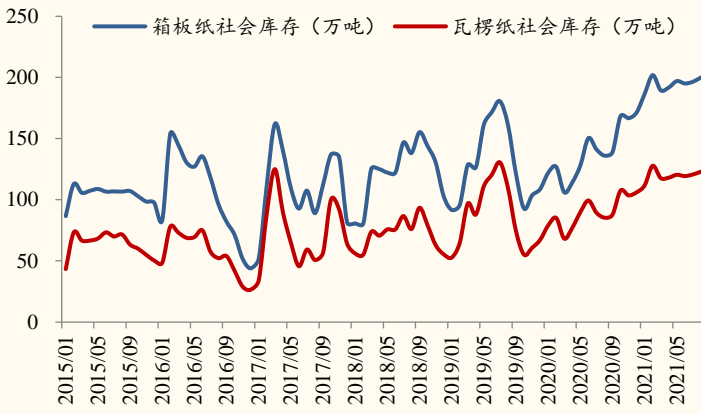
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 31：木浆系各纸种企业库存已进入下行周期



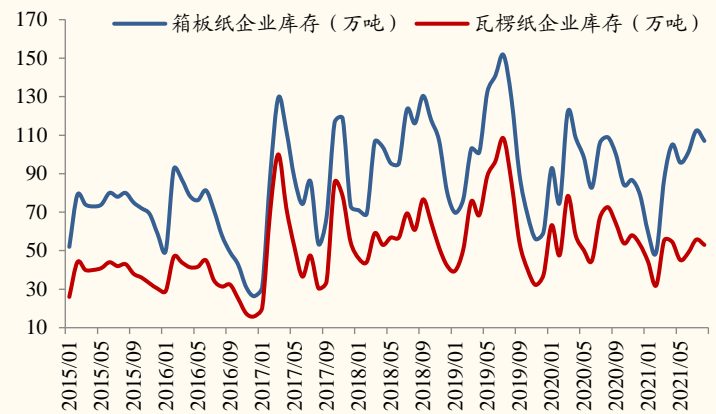
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 32：废纸系各纸种社会库存仍处高位



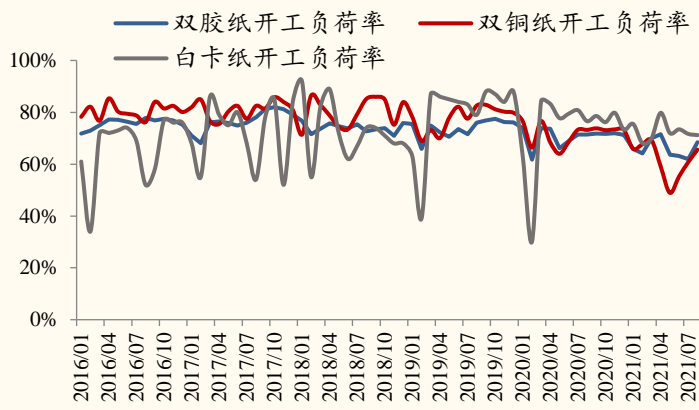
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 33：废纸系各纸种企业库存处于历史平均水平



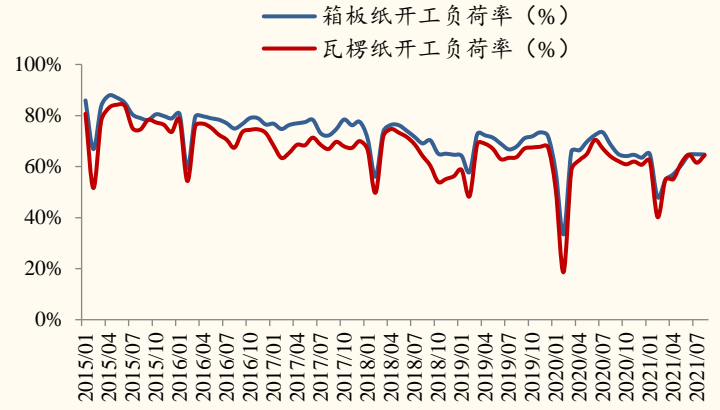
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 34: 铜版纸、双胶纸开工率企稳回升



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 35: 废纸系纸企 5 月以来开工负荷率边际回暖

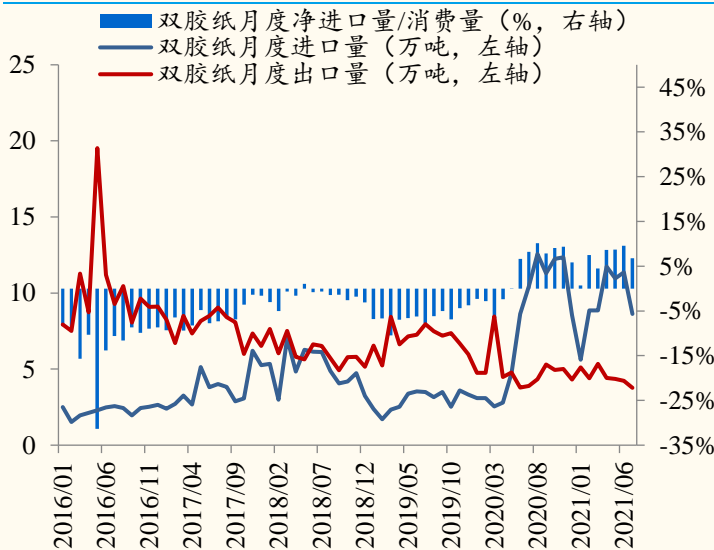


来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

文化纸: 进口纸压制有望减弱, 旺季到来盈利触底回升

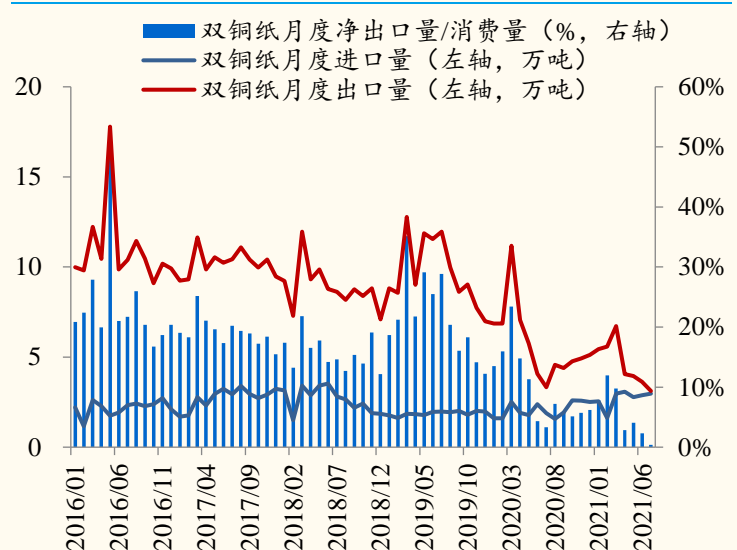
4 月以来, 受东南亚疫情反复的影响, 海外需求回落, 印尼等东南亚低价纸再次流入国内, 新增外来供给对文化纸价格形成一定压制。19/20/1H21 双胶纸已从净出口国家变为净进口国家, 净出口量分别为 48/-34/-30 万吨, 双铜纸净出口量分别为 94/44/14 万吨。从短期边际变化来看, 近期受国内纸价下行、海运费上涨的影响, 导致进口纸成本优势下降。根据最新跟踪, 7 月双胶纸进口量环比有所下滑, 往年趋势均是环比持平或增加。我们预计下半年进口纸影响继续加大的概率较低, 更进一步的, 如果进口恢复往期正常水平, 文化纸进口带来的供给压力将会进一步减弱, 供需格局有望边际好转。伴随 9 月需求旺季的到来, 文化纸价格有望触底温和回升, 部分铜版纸企业已经发出 200 元/吨的涨价函, 我们看好文化纸涨价函的落地。中长期角度, 看好行业格局有望进一步优化。

图表 30: 双胶纸进口供给冲击增强



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 31: 双铜纸出口需求冲击增大



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

白卡纸: 高集中度下旺季有望触底反弹

当前处于白卡行业淡季中尾期, 均价 6100 元/吨 (含税), 较 3 月底变动-3000 元/吨。根据卓创资讯, 8 月白卡纸企业库存天数 26 天左右, 开工率已降至 72%, 考虑到行业良好的竞争格局及产业链当前库存水平的去化, 我们认为当

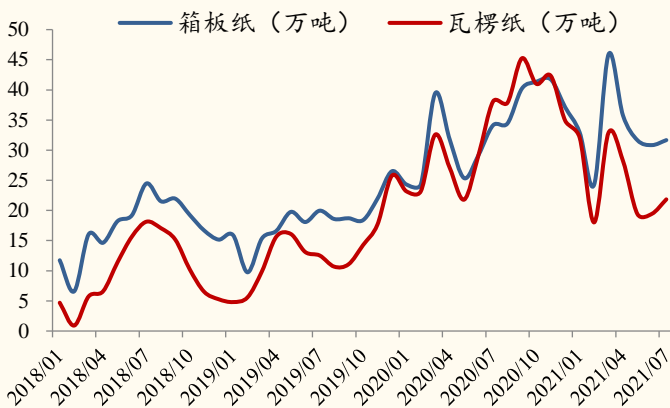
前白卡纸价格调整已渐至尾声，价格已处于底部区域。通过我们对白卡纸过往时段消费占比以及价格联动复盘看，伴随开学季、中秋、国庆、出口订单驱动，需求有望逐月回暖，看好白卡纸旺季提价。

产能投放角度，虽然太阳 90 万吨新增产能预计 4Q 投产，但预计实际贡献产量有限，继续看好下半年行业盈利韧性。

箱板纸：旺季行业景气度边际上行，进口压力减弱，看好下半年盈利中枢上行

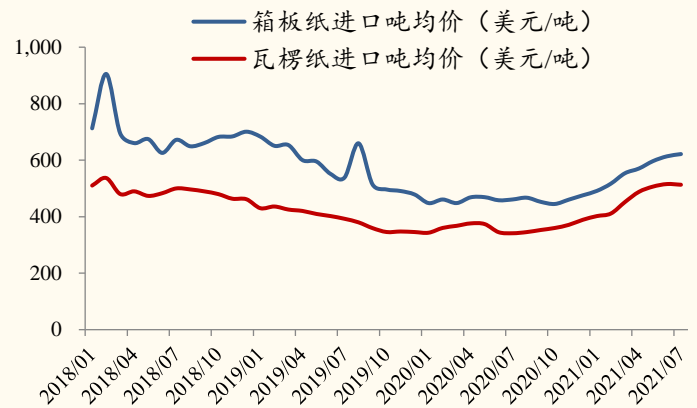
预计伴随中秋、国庆节庆订单备货来临，行业景气度稳步上行。此外，进口压力逐步释放，7 月箱板/瓦楞纸进口量分别为 31.7/21.8 万吨，同比-7.2%/-42.6%，进口吨均价分别为 622/513 美元/吨，叠加海运费成本后较国内成品纸已无价格优势。预计下半年在海运费成本&废纸原料成本双高压制下，进口量同比有望继续缩减。当前产业链库存仍在去化中，我们判断箱瓦纸有望在 9 月开启提价窗口。

图表 32：箱板纸与瓦楞纸进口量同比走低



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 33：箱板纸与瓦楞纸进口吨均价边际提升



来源：卓创资讯，国金证券研究所

短期国废原料供需缺口暴露，中长期有望回归。2020 年底全面禁止废纸进口，2021 预计减少 590 万吨的进口废纸供应。浆价高位导致原生浆替代性不足，海外废纸浆产能释放不足导致短期供应放量空间不大，而国产废纸回收率已基本触及天花板。预计伴随下游需求的转暖，废纸缺口有望进一步放大，我们预计 2021 年废纸缺口达到 371 万吨。中长期角度，伴随海运恢复后海外废纸浆的流入、禁废令对带来的需求缺口压力边际减弱等，国废价格有望逐步回落至合理水平。

图表 36: 废纸供需缺口测算

	2017	2018	2019	2020E	2021E
①废纸浆供给总量 (①=②+③+④)	6302	5474	5443	5186	4885
②废纸浆进口量		30	92	178	231
			205%	93%	30%
其中: 海外龙头废纸浆			174	284	368
新投产废纸浆产能				110	84
③进口废纸制浆	2063	1457	930	587	0
④国产废纸浆	4239	3987	4421	4421	4421
⑤成品纸产量 (⑤=⑥-⑦)	6121	5924	6027	5346	5256
⑥消费量	6258	6207	6346	6119	6029
--箱板纸	2686	2655	2703	2718	2772
			2%	1%	2%
--瓦楞纸	2128	2122	2238	2212	2212
			5%	-1%	0
--白板纸	877	893	910	723	578
			2%	-21%	-20%
--新闻纸	267	237	195	166	166
--其他纸	300	300	300	300	300
⑦净进口量	137	283	319	773	773
--箱板纸	126	198	212	397	397
			7%	87%	0%
--瓦楞纸	65	113	153	391	391
			74%	156%	0%
--白板纸	-86	-74	-90	-80	-80
			-13%	-11%	0%
--新闻纸	32	47	45	65	65
			47%	44%	0%
⑧比率: 废纸浆/成品纸 (⑧=①/⑤)	1.03	0.92	0.90	0.97	1.00
缺口预测					371

来源: 卓创资讯、公司公告、RISI、国金证券研究所

造纸板块投资建议

当前行业已处于景气度底部区域, 浆系、废纸系龙头企业凭借优秀的成本管理和控制能力抬升底部利润, 产能扩张有序推进, 中长期行业格局有望不断优化, 龙头市场地位与盈利底部望不断上行, 周期性有望进一步弱化。当前重点龙头标的估值普遍处于低位, 性价比优势较优。建议关注: 太阳纸业 (广西产能有序投放成长逻辑通顺+品类多元化弱化周期属性)、晨鸣纸业 (资产质量优化+自供浆成本优势突出)、博汇纸业 (报表质量持续改善+下半年白卡盈利韧性突出)、山鹰国际 (旺季景气度边际上行+产能有序扩张成长性突出)。

图表 37: 重点大宗造纸企业盈利预测及估值

板块分类	代码	公司	股价	EPS				PE				PB
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
大宗造纸	002078.SZ	太阳纸业	13.0	0.74	1.34	1.52	1.69	17.5	9.7	8.6	7.7	1.93
	600966.SH	博汇纸业	11.3	0.62	1.83	1.87	1.98	18.1	6.2	6.1	5.7	2.11
	000488.SZ	晨鸣纸业	8.3	0.57	1.09	1.01	1.05	14.4	7.6	8.2	7.9	1.23
	600567.SH	山鹰国际	3.5	0.30	0.47	0.53	0.59	11.5	7.3	6.5	5.9	1.01

来源: WIND, 国金证券研究所

家清&个人护理: 受防疫物资影响增速回落, 高端化&拓品类渐次展开

行业回顾: 21年起业务结构回归正常, 行业毛销差普遍收窄

21年起业务结构逐步回归正常, 较19年稳健成长。受去年同期防疫物资业务导致基数较高影响, 1H21家清个护企业营收普遍有所下滑, 但相较于19年同期仍保持稳健增长。盈利能力方面, 受防疫物资毛利率较高、销售费用率较低且集中发生在2Q20导致基数较高, 2Q21毛销差普遍同比有所收窄。另一方面, 生活用纸企业受去年二季度渠道集中出货导致基数较高的影响, 今年二季

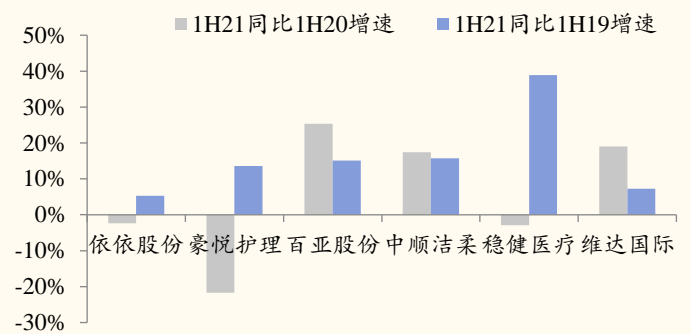
度为保证收入增长提升促销力度，叠加进行中高端新品牌的推广，整体销售费用投放较为激进，因此2Q毛销差同比、环比有所收窄。

图表 38: 1H21 家清个护企业营收增速有所下滑

		2016	2017	2018	2019	2020	1H2021
中游代工	依依股份	6.71%	17.58%	21.54%	13.76%	20.76%	-2.38%
	可靠护理			15.16%	29.52%	39.31%	-21.14%
	豪悦护理		63.69%	90.48%	34.76%	32.64%	-21.72%
下游品牌商	百亚股份	6.85%	9.67%	18.63%	19.59%	8.82%	25.35%
	恒安国际	3.38%	2.78%	13.47%	9.89%	-0.73%	-8.02%
	维达国际	24.32%	11.83%	10.34%	8.06%	2.71%	19.29%
	中顺洁柔	28.74%	21.76%	22.43%	16.84%	17.91%	17.46%
	稳健医疗	40.72%	36.63%	9.76%	19.16%	173.99%	-2.87%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 39: 1H21 家清个护企业同比 1H19 仍保持稳健增长



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 40: 受去年同期防疫物资业务导致基数较高影响, 2Q21 家清个护企业营收增速普遍有所下滑

单季度营收增速	证券名称	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
中游代工	依依股份	-	-	-	-	-	-	-	-	40.6%	-28.2%
	可靠股份	-	-	-	-	-	-	-	10.3%	6.1%	-38.7%
	豪悦护理	-	-	-	-	-	95.8%	18.9%	-2.0%	7.8%	-37.9%
下游品牌商	百亚股份	-	-	-	-	-	25.9%	21.6%	4.7%	34.7%	16.1%
	中顺洁柔	25.8%	19.9%	10.2%	13.6%	8.5%	19.2%	17.7%	25.0%	25.8%	10.3%
	稳健医疗	-	-	-	-	-	-	427.4%	106.8%	53.0%	-33.6%
	维达国际	7.9%	7.3%	12.5%	5.2%	-16.2%	10.6%	-0.2%	16.2%	30.7%	9.5%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 41: 家清个护企业毛销差变动情况

		2018	2019	2020	1H2021
中游代工	依依股份	7.6%	17.2%	25.0%	18.0%
	可靠股份	14.8%	16.9%	23.8%	18.1%
	豪悦护理	21.5%	25.1%	32.0%	24.6%
下游品牌商	百亚股份	16.6%	19.0%	24.9%	27.8%
	中顺洁柔	16.2%	19.0%	21.6%	18.1%
	稳健医疗	22.0%	22.0%	47.0%	32.3%
	维达国际	12.1%	15.0%	19.8%	18.0%
	恒安国际	27.1%	24.4%	26.8%	26.4%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 42: 家清个护企业单季度毛销差变动情况

季度毛销差	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
中游代工	依依股份	-	-	-	-	-	-	-	19.2%	33.2%	-	-	17.3%	18.8%
	可靠股份	-	-	-	-	-	-	19.5%	22.2%	33.0%	19.3%	18.9%	19.8%	16.2%
	豪悦护理	-	-	-	-	-	-	24.0%	27.4%	30.4%	55.3%	27.7%	22.6%	24.5%
下游品牌商	百亚股份	-	-	-	-	-	19.0%	13.6%	22.1%	27.9%	20.0%	26.9%	30.1%	25.1%
	中顺洁柔	17.9%	17.0%	14.8%	15.6%	16.8%	18.3%	20.9%	19.8%	22.5%	23.7%	21.2%	19.4%	21.9%
	稳健医疗	-	-	-	-	-	-	30.3%	17.0%	35.5%	40.7%	55.9%	42.4%	37.4%

来源: Wind, 国金证券研究所

行业展望: 中长期看好国内企业的中高端&品类开拓战略

短期：提价预期好转+消费需求好转，预计下半年盈利温和上行。虽当前阔叶浆价格高位有所回落，但仍较去年同期高 1100 元/吨（涨幅 30.5%），大部分生活用纸企业低价囤浆耗尽，当前已现成本压力，部分纸企已发放涨价函，预计涨价逐步落实。中小生活用纸企业仍处于盈利修复期，进一步加大力度促销的动力不强，而头部企业在低价木浆库存消耗完之后，面临成本上行压力，我们认为下半年行业整体促销力度有望收缩，但 2022 年，竞争压力依然很大。

中长期角度，国内头部企业正积极推动自身高端化和个护品类的开拓。例如，洁柔一方面积极推进湿巾、厨房用纸、棉柔巾等升级品类，未来有望在 FACE 油画系列、高端纸巾品类 Lotion、新棉初白等品类进一步加速宣传推广，此外还积极布局卫生巾品牌朵蕾蜜，打造立体式品牌传播矩阵，通过多元化、多样化传播矩阵，表达品牌诉求，为打造第二成长曲线奠定基础。维达则持续推进高端品牌立体美、得宝的多系列品类的开拓，且强化中高端个护卫生巾品牌 Libresse 的推广。

家清&个护板块投资建议

短期头部企业在竞争压力缓解的形势下盈利能力望边际好转，中长期看好头部品牌企业通过产品创新进行中高端升级以及个护等高毛利品类的开拓。重点关注维达国际（纸巾得宝&立体美高端化升级、中高端卫生巾品牌 Libresse 拓系列+拓渠道顺利推进）、中顺洁柔（“太阳”加快推进、Lotion&自然木高端系列渗透、卫生巾品牌朵蕾蜜品牌力逐步确立）。

维达国际：上半年表现稳健，看好提价+高端化升级逻辑的兑现

终端提价+减少促销应对高位成本，看好下半年盈利回升。原材料角度，伴随海外浆产能投放，预计木浆价格继续回调，但价格较去年 3Q 仍处高位，预计 3Q 起全行业成本曲线进一步抬升，公司作为龙头有望率先提价和减少促销以减轻成本压力，费用率水平预计稳中向下，盈利有望抬升。

电商仍是主要看点，结构升级&个护红利持续释放。公司积极发力各电商平台，有望将天猫电商运营经验复制到抖音、快手等平台。内地中高端卫生巾品牌 Libresse 发展势头较好，伴随品类的丰富以及 GT、KA 渠道的广泛铺货，有望继续保持高速增长，中长期优化盈利结构，弱化周期属性。

投资建议：预计公司 21-23 年归母净利润分别为 20.6、23.1、26.7 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 13、12、10 倍，维持“买入”评级。

中顺洁柔：短期业绩承压，中长期看好高端化&多品类驱动成长

预计下半年盈利改善。上半年由于竞争加剧+提价缓慢，整体业绩承压。公司不断进行区域开拓，公司前期公布新建华东地区 40 万吨产能计划，彰显加速华东市场拓张的信心，市场份额有望不但提升。中低端品牌太阳今年有望发力，高端品牌 Lotion、自然木有望进一步渗透，个护方面卫生巾、纸尿裤品类为公司中长期的成长打开新的空间。

投资建议：预计公司 21-23 年归母净利润分别为 9.8、11.7、14.0 亿元，当前股价对应 PE 分别为 23、29、16 倍，维持“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期导致提价不及预期的风险：若下游需求持续疲弱，则影响了大宗造纸、生活用纸、个护等品类下游消费需求，提价有望无法推进，导致企业盈利持续承压。

原材料价格大幅上涨的风险：若木浆等原材料价格大幅上涨，则导致企业成本压力加大，无法向下游及时传导进而导致盈利能力削弱，造成业绩不及预期。

新品推广不及预期的风险：家清及个护企业积极应对行业竞争，推出新品以迎合下游消费需求，若新品推广销售不及预期，则会影响公司的业绩表现。

代工商大客户流失的风险：个护代工商下游客户集中度较高，且下游客户市场竞争较为激烈，若出现大客户减少订单或流失，则会影响公司的业绩表现。

公司投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明:

买入: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上;
增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%;
减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

C3级(含C3级)的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402