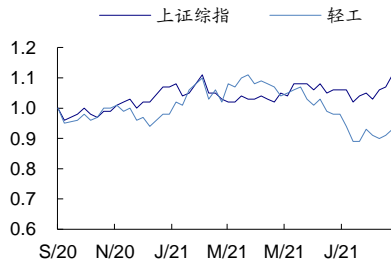


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《轻工行业9月投资策略:消费属性标的的配置价值有所回升》——2021-08-30  
《轻工双周报:纸价逐步企稳,原料短期震荡》——2021-08-30  
《轻工双周报:造纸估值回落,等待景气催化》——2021-08-11  
《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

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

旺季不旺, 下游复苏仍需时日

● 行情回顾

9月上旬造纸行业受益于市场追逐顺周期行业的情绪,板块整体自低位有所反弹,随后逐步回落。表现前五的公司分别为华泰股份、景兴纸业、冠豪高新、博汇纸业和青山纸业。纸价方面,行业景气度低于往年。下游需求仍旧较为清淡,备货意愿并不积极,厂商多按需采购。包装纸市场价格走势不一。白板纸价格涨跌互现,市场需求较平稳;白卡纸市场价格继续下跌,市场低价抛售现象仍存;而箱板及瓦楞纸价格普降,规模纸企领跌,市场需求较疲软,当前纸企出货情况较缓慢,市场交投表现略显低迷,纸企库存缓慢积累。

● 等待合理估值区间, 下游需求回暖仍需时日

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,其波动受产业格局、以及宏观经济等因素的多重影响,要寻找较为精确的股价拐点异常困难,仅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区间的条件下,等待行业景气改善为介入时机。造纸需求尤其是包装纸需求反映了经济活动中制造、消费的数量。在能源、大宗原材料价格较高,且疫情反复导致居民消费能力及意愿下滑的情况下,我们认为下游需求回暖仍需时日。

● 关注高景气特种纸赛道龙头

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,我们认为品种齐全、产业链布局完善且具备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

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	12.87	345.82	1.30	1.54	9.90	8.36
02689	玖龙纸业	买入	9.20	429.03	1.66	2.12	5.54	4.34
603733	仙鹤股份	买入	33.01	233.04	2.07	2.37	15.95	13.93

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 行情回顾

近两周，造纸板块整体反弹后快速回撤。表现前五的公司分别为华泰股份、景兴纸业、冠豪高新、博汇纸业和青山纸业。9月上旬造纸行业受益于市场追逐顺周期行业的情绪，板块整体自低位有所反弹。纸价方面，行业景气度略低于往年。下游需求仍旧较为清淡，厂商备货意愿并不积极，多按需采购。木浆系价格小幅下行，废纸系中瓦楞、箱板价格均有下行，厂商多采用停机检修策略稳价；原材料方面，木浆价格微幅下探，废纸价格因需求不足亦有回落。

表 1: 造纸行业标的近两周来市场表现 (截至 2021.9.17)

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 (%)
600308.SH	华泰股份	41.57	8.82	102.98	75.80
002067.SZ	景兴纸业	14.85	4.33	50.85	23.36
600433.SH	冠豪高新	13.08	5.62	103.34	22.67
600966.SH	博汇纸业	11.03	12.48	166.84	-16.25
600103.SH	青山纸业	10.74	2.99	68.94	58.20
603165.SH	荣晟环保	9.95	13.48	35.47	16.76
002012.SZ	凯恩股份	9.41	6.51	30.44	21.45
600567.SH	山鹰国际	8.21	3.69	170.33	23.65
002521.SZ	齐峰新材	6.60	7.11	35.17	32.85
605007.SH	五洲特纸	5.09	19.82	79.28	-16.79
600356.SH	恒丰纸业	3.91	7.45	22.26	-9.36
600235.SH	民丰特纸	3.70	5.32	18.69	6.80
600793.SH	宜宾纸业	3.33	13.64	24.13	69.23
2314.HK	理文造纸	3.20	7.10	255.13	17.28
605500.SH	森林包装	3.08	18.09	36.18	-6.23
2689.HK	玖龙纸业	2.98	11.06	429.03	1.68
000488.SZ	晨鸣纸业	2.59	8.31	190.09	32.45
3331.HK	维达国际	0.67	22.60	224.37	9.00
002078.SZ	太阳纸业	0.08	12.87	345.82	-10.12
200986.SZ	粤华包 B	0.00	5.51	0.00	16.43
002235.SZ	安妮股份	-0.43	4.62	26.78	1.76
600963.SH	岳阳林纸	-0.86	8.10	146.21	94.98
603863.SH	松炆资源	-2.50	7.79	16.04	-22.49
1044.HK	恒安国际	-3.31	41.65	404.62	-19.56
605377.SH	华旺科技	-6.24	16.99	48.77	22.25
002511.SZ	中顺洁柔	-6.25	16.50	216.47	-20.66
603733.SH	仙鹤股份	-10.57	33.01	233.04	33.57
605009.SH	豪悦护理	-11.75	50.08	79.60	-60.49
003006.SZ	百亚股份	-11.82	20.06	85.81	-19.36

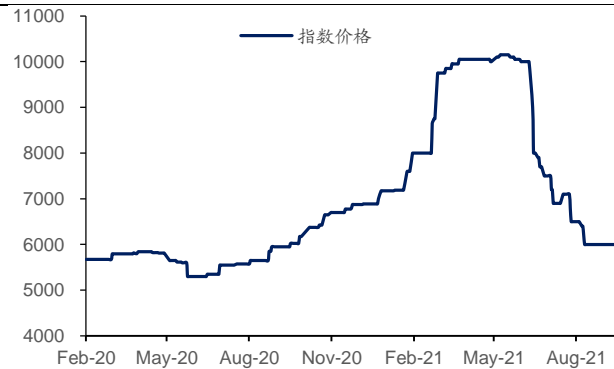
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 数据跟踪

**白卡纸:** 本周白卡纸市场价格继续下跌。华南地区市场主流价格在 5500-5600 元/吨附近, 华东和华北地区价格在 5700-5800 元/吨附近。纸企前期拉涨价格稳定市场成效不佳, 市场价格依旧倒挂, 下游经销商备货情绪不高, 市场低价抛售现象仍存。目前节前订单已接近尾声, 市场需求逐渐转淡, 加之近期疫情反复, 华南地区市场价格继续下探。

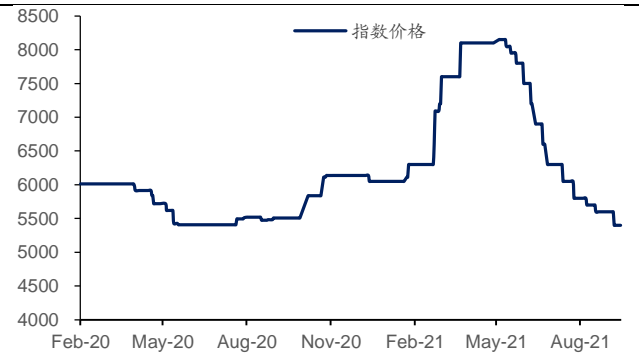
**铜版纸:** 本周铜版纸市场价格弱稳。截至 9 月 17 日, 国内 157g 铜版纸主流纸企报价在 5300-5600 元/吨, 市场主流均价 5400 元/吨。本月铜版纸市场较为低迷, 实际成交商谈空间增大, 价格承压下行 200 元/吨左右。近期铜版纸价格回落幅度较大, 且短期难以止跌维稳, 市场情绪较为低迷。因下游成品纸市场行情不佳, 原料端木浆价格成交重心也有所下移, 内销压力仍存, 部分纸企开工率有所下滑, 整体行情依旧不容乐观。

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)

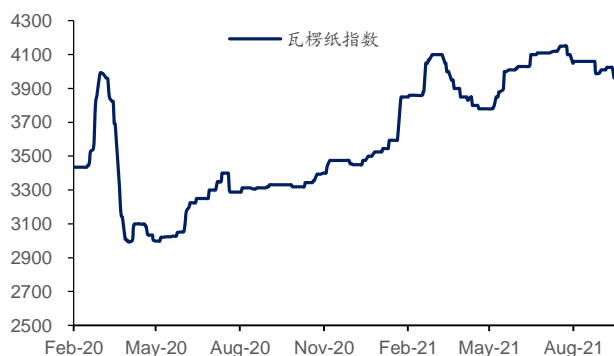


资料来源: 百川大数据, 国信证券经济研究所整理

**瓦楞纸:** 本周瓦楞纸市场价格呈跌势, 市场整体气氛低迷。15 日, 玖龙多个基地开始实行优惠政策, 随后 16 日降价范围进一步扩大, 形成全国联动效应。截至 9 月 17 日, 国内高强瓦楞纸市场均价 3962 元/吨, 较上个工作日下跌 0.95%, 较上周价格下跌 1.57%。继 8 月底中秋节订单完成后, 市场需求逐渐出现疲态, 以往传统行业旺季“金九银十”阶段也表现出旺季不旺的情形。下游整体订单量不足, 包装厂多观望市场, 刚需采购, 纸企库存逐渐累积, 出货较缓慢。此外, 华南地区东莞玖龙、广东理文、东莞金洲等纸企发布停机检修函, 市场供应稍有减少, 或将刺激出货。成本方面, 近日国内废纸价格普遍下跌, 成本端支撑不足。

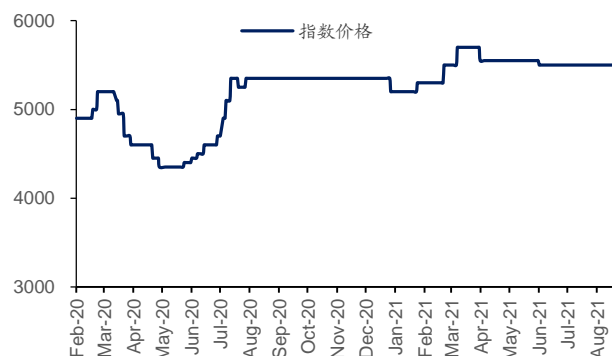
**箱板纸:** 本周箱板纸整体市场需求较疲软, 市场价格下跌。继 15 日玖龙纸业多基地宣布价格在未来一周内优惠 50-100 元/吨后, 16 日山鹰、景兴、重庆玖龙等规模纸企及周边企业亦开始降价优惠, 箱板纸全国性大范围降价。截止 9 月 17 日。国内箱板纸市场均价 4975 元/吨, 较上个工作日下跌 0.54%, 较上周价格下跌 0.74%。当前国内废纸价格全线大跌, 纸浆价格也呈现跌势, 成本端支撑较弱。而自中秋节订单完成后, 市场需求一直无明显起色, 纸企总体订单量不足。广东地区东莞玖龙、东莞金洲及广东理文发布停机检修计划, 对局部市场稍有利好, 但预期影响不大。

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)

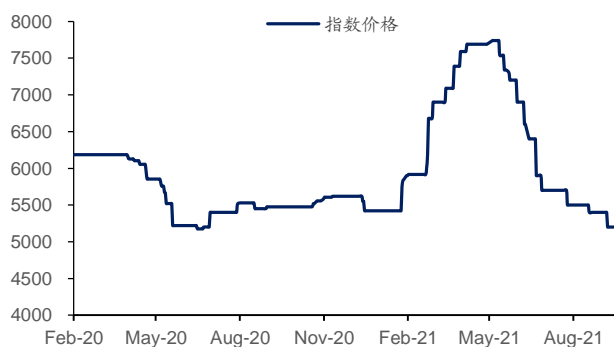


资料来源: 百川大数据, 国信证券经济研究所整理

**双胶纸:** 本周双胶纸市场价格弱稳。截至 9 月 17 日, 双胶纸主流纸企报价 5000-5300 元/吨左右, 市场均价 5200 元/吨左右。近期双胶纸市场跌势难止, 下游备货情绪不高, 订单有限, 市场存低价抢单现象, 双胶纸整体价格下跌 100-200 元/吨左右。主流纸企出货较为稳定, 价格小幅走低利于出货, 但小型纸企价格优势降低, 加之成本压力较大, 整体出货受限。近期双胶纸价格仍有小幅下滑趋势, 部分纸厂已采取停机限产等实际策略, 短期价格预计持稳。

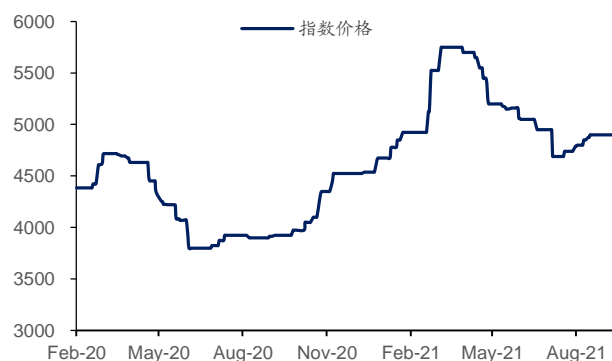
**白板纸:** 本周国内灰底白板纸市场涨跌互现, 整体行情偏稳。玖龙、建晖等纸企价格有小幅上调, 跟涨企业较少, 部分纸企价格甚至有所下滑。受能耗双减影响, 江苏地区京环隆亨、富星纸业等纸企已于月初停机, 停机时间预计到 9 月下旬。短期对于同品质可替代产品价格有小幅利好, 但今年金九银十市场消费情绪不高, 订单不及旺季预期, 白板纸市场成交也较为冷清。玖龙近期发布 10 月国庆期间停机检修计划, 后期供应将有所缩减。目前看来白板纸市场价格维稳可能性较大, 上涨空间较小, 后期纸企因检修库存将有所消耗, 供需矛盾将有所缓解。

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	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
002078	太阳纸业	买入	12.87	*1.30	*1.54	*1.27	*9.90	*8.36	*10.13	2.36
02689	玖龙纸业	买入	9.17	*1.66	*2.12	*2.58	*5.52	*4.33	*3.55	1.12
002511	中顺洁柔	买入	33.01	*2.07	*2.37	*2.69	*15.95	*13.93	*12.27	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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，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