

限电趋严供给收缩，关注造纸盈利拐点 增持（维持）

2021年09月26日

证券分析师 张潇

执业证号：S0600521050003

zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证号：S0600521060001

zouwj@dwzq.com

投资要点

- **造纸行业开始受到限电影响，已发布停机函影响产量约 70 万吨。**2021 年 1-7 月，造纸行业用电量占全社会用电量的比例约为 1%，而四大高耗能行业用电量占全社会用电量的比例约为 25-30%。2021 上半年限电主要针对传统高耗能企业，但随着国家发改委《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》发布，未完成目标的省份加强限电要求，限电范围不断扩大。2021 年 9 月以来，包括玖龙纸业、理文造纸、山鹰国际、太阳纸业、晨鸣纸业、APP、博汇纸业等龙头纸企在内的多家纸企已发布停机函。根据已披露的停机函统计，2021 年 9-10 月各纸种减产量已达到 70 万吨，其中白卡纸、文化纸（包括双铜纸和双胶纸）、箱板瓦楞纸、白板纸减产量分别约为 20、13、35、2 万吨，占 2020 年 9-10 月该纸种产量的比例分别为 12.3%、5.5%、4.2%、1.6%。
- **箱板纸已开启提价，文化纸盈利低位反弹可期。**包装纸：包装纸龙头已开始集中发布涨价函，其中玖龙纸业和山鹰国际分别连续发布两轮涨价函，累计涨幅 150-400 元/吨。同时二级厂纷纷跟进涨价，我们预计后续包装纸盈利能力将逐步提升。文化纸：2021Q2 文化纸淡季叠加进口成品纸冲击导致纸价快速下滑，吨毛利进入负值区间。截至 2021 年 8 月末，双胶纸及双铜纸库存均处于近五年（2016 年 1 月以来）高位，我们预计随着限产范围的进一步扩大，2021 年 9-10 月文化纸库存将加速去化，盈利低位下纸企提价意愿较强，盈利拐点可期。
- **投资建议：**随着限电形势日趋严峻，纸企频发停机函。包装纸已开启提价，文化纸库存有望加速去化。中长期看，头部纸企大多配有自备电厂，在限电力度不断加强的背景下，头部纸企生产自主性及供货稳定性将明显优于中小纸企，行业格局有望优化，推荐【太阳纸业】，建议关注【山鹰国际】。
- **风险提示：**限电政策发生变化，动力煤价格持续上涨，下游需求偏弱等。

行业走势



相关研究

- 1、《轻工制造行业 2021 中报综述：轻工制造 2021 中报综述：收入端靓丽，盈利能力分化体现龙头 α》2021-09-20
- 2、《8 月个护家具阿里电商数据跟踪报告：轻工制造行业专题报告》2021-09-20
- 3、《轻工制造行业 8 月社零数据点评：文化办公表现靓丽，持续推荐晨光文具》2021-09-16

表 1：重点公司估值（截至 2021 年 9 月 24 日）

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
002078	太阳纸业	355.0	13.21	0.74	1.54	1.66	17.85	8.58	7.96	买入

资料来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测来自内部预测）

内容目录

1. 限电行业范围扩大，纸企频出停机函	3
2. 箱板纸已开启提价，文化纸盈利低位反弹可期	7
3. 投资建议	11
4. 风险提示	11

图表目录

图 1: 双铜纸吨毛利情况	10
图 2: 双胶纸吨毛利情况	10
图 3: 双铜纸月度库存情况	11
图 4: 双胶纸月度库存情况	11
表 1: 重点公司估值（截至 2021 年 9 月 24 日）	1
表 2: 2020 年 12 月以来各省市限电政策梳理	3
表 3: 各纸种 2021 年 9-10 月减产量统计（万吨）	6
表 4: 2021 年 9 月以来各纸企停机函梳理	6
表 5: 2021 年 9 月 24 日起各包装纸厂涨价计划统计	8
表 6: 2021 年 9 月 24 日起各二级厂涨价计划统计	9

1. 限电行业范围扩大，纸企频出停机函

限电形势日趋严峻，限电范围从高耗能行业向其他制造业扩大，造纸行业开始受到影响。2020年12月，湖南、江西、浙江等省份陆续发布了“有序用电”通知，2021年5月开始，“缺电”现象开始出现，云南、广东、山东、浙江、宁夏等省“限电”要求不断出台。2021年8月17日国家发改委印发《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，其中指出2021年上半年青海、宁夏、广西、广东、福建、新疆、云南、陕西、江苏9个省（区）能耗强度同比不降反升，10个省份能耗强度降低率未达到进度要求，全国节能形势十分严峻，多个省份出台更加严格的限电措施。2021年1-7月，造纸行业用电量占全社会用电量的比例约为1%，而四大高耗能行业用电量占全社会用电量的比例约为25-30%。随着各省份限电压力增大，受到限制的行业范围逐渐从此前的传统高耗能行业向其他制造业延伸，2021年9月起，造纸行业逐渐开始受到限电政策影响。

表2：2020年12月以来各省市限电政策梳理

地区	时间	限电、限产要求
湖南	2020年12月	湖南省长沙市呼吁各类企业尽量在非用电高峰时段生产
江西	2020年12月	江西省决定每日早晚高峰段实施可中断负荷
浙江	2020年12月	浙江省温州市规定市级各有关单位的办公区域在气温3摄氏度以下才能开启空调等制暖设备，且室温不得超过16摄氏度
江苏	2021年5月7日	江苏能源监管办消息，预测今夏全省可用电力资源约1.2亿千瓦，全网存在425-925万千瓦供电缺口
云南	2021年5月10日	云南电网发布应急错峰准备的预通知：当日用电高峰存在约70万千瓦电力缺口，对各地州用电企业开始应急错峰限电，错峰限电量为10-30%
广东	2021年5月18日	执行“开五停二”有序用电，高峰时段（9-12时、14-17时）停止生产用电，只保留保安、保温负荷、照明及生活用电
山东	2021年5月31日	山东省能源局发布《2021年全省电力迎峰度夏预案》，预案称，山东省夏季用电高峰存在供电缺口，省外来电稳定输入存在不确定性，电网稳定运行压力较大
浙江省	2021年6月11日	引导企业有序开展错峰、避峰，严格有序用电执行程序，7-9月安排高耗能、高污染工厂集中检修，限电量为第一季度的20%
宁夏	2021年7月12日	高耗能企业停产一个月，根据企业节能诊断评估和全市工业能耗目标完成情况随时调整
云南	2021年7月14日	云南省要求当地金属生产商在三个月内第二次降低电力消耗，云南的锌和锡冶炼厂已收到要求降低25%用电量的通知
内蒙古	2021年8月起	严格控制企业限电时间，电价上浮不超过10%
四川	2021年8月3日	倡议工业客户暂停非必要生产、照明、办公负荷
重庆	2021年8月3日	部分工厂8月初限电停产
河南	2021年8月9日	铝加工企业收到通知：大型工业企业视情况限电50%，十千伏以下工业企业全部停产，本次限电预计三周或以上
青海	2021年8月20日	发布限电预警，限电范围继续扩大
广西	2021年8月23日	要求工商企业有序用电，主动错峰避峰用电

广西	2021年8月31日	从9月份起对电解铝、氧化铝、钢铁、铁合金、水泥、石灰、建筑陶瓷等高耗能企业实行限产措施
宁夏	2021年8月22日	对今年以来能耗双控目标完成情况一级预警的4个地区和全区能耗增量大的5家企业负责人进行约谈并提出整改要求。建立错峰生产与有序用电联动机制，将各地错峰生产企业纳入有序用电范围，向被约谈4个地区派驻错峰生产工作督导组，将下半年能耗总量压减任务分解落实到各月和重点企业。同时将根据国家要求实施“两高”项目限批，对能耗强度不降反升的宁东能源化工基地、石嘴山市、中卫市，暂停“两高”项目节能审查（国家规划布局的重大项目除外）
江苏	2021年9月15日	江苏部分地区实行限电，时间暂定15天，9月15日0点起执行。市里已统一布置供电部门全力做好停电服务。通知要求拉电：工业拉掉，生活用电保留，维持用电，保安负荷。统一检修半月，办公室空调停用，路灯控制减半。 江苏省的纺织业、钢铁、水泥等高耗能的企业也受到了能耗“双控”的影响。目前江苏37条水泥熟料窑、已停产14条。
山东	2021年9月15日	日照市发展和改革委员会、国网日照供电公司发布《关于有序用电的紧急预警通知》，称受电煤供需矛盾加剧和高温天气影响，山东电网供电能力急剧下降，电力供应出现较大缺口，电力供需形势十分严峻。
	2021年9月	枣庄市能源局发布《关于配合做好有序用电工作的通知》称，近期山东省电力供应出现缺口，为维护正常供用电秩序，保障电网平稳运行和电力可靠供应，要按照需求响应优先、有序用电保底的原则。
	2021年9月12日	9月12日，淄博厂区从每天16:00-20:00采取限电措施，而到了9月15日又改成16:00-24:00进行限电，今天(9月18日)，淄博产区限电政策再次升级，9月18日当天限电时间为早晨7时30分至24点。
广东	2021年9月16日	广东电网公司发布通知：根据区政府批复的有序用电方案，从9月16日起执行每周“开二停五”的五级有序用电方案。在错峰日，保安负荷保留在总负荷的15%以下。错峰时间为7:00至23:00。
陕西	2021年9月13日	9月13日，陕西榆林市发改委发布关于确保完成2021年度能耗双控目标任务的通知，要求新建成“两高项目”不得投入生产，本年度新建已投产的“两高”项目，在上月产量基础上限产60%。其他“两高”企业实施降低生产线运行负荷、停运矿热炉限产等措施，确保9月份限产50%。据统计，陕西榆林拥有的电解铝产能为60万吨，按压降50%计算，运行产能下降30万吨。调控时间：2021年9月-2021年12月。
云南	2021年9月11日	云南省发改委印发《关于坚决做好能耗双控有关工作的通知》，要求加强重点行业生产管控，包括确保绿色铝企业9-12月份均产量不高于8月份产量。若按照目前政策执行，按照8月云南省电解铝产量23.6万吨折算，接下来云南省内电解铝开工产能维持在278万吨，全年产量合计322万吨。
青海	2021年8月20日	部分青海省内电解铝企业收到国网西宁的限电预警通知，其中提到由于今年黄河上游来水偏低，火力发电机组出力不足，外送电力吃紧，造成西宁电网电力供需不平衡，提醒企业提前做好有序用电准备，目前具体限电时间及限电方案尚未通知。目前青海电解铝总产能283万吨/年，其中西宁市电解铝产能231万吨/年，除青海海源绿能铝业有限公司(原青海鑫恒)24万吨/年产能外，均满负荷运行。
新疆	2021年8月25日	新疆昌吉州发改委下发《关于严管严控电解铝产能产量工作的提醒函》，明确提出：昌吉州合规电解铝产能305万吨，其中：东方希望80万吨、神火80万吨、其亚80万吨、嘉润40万吨、天龙矿业25万吨。根据今年1-7月电解铝调度数据，1-7月，昌吉州电解铝产量共计185.11万吨，按照合规产能生产要求，自8月份开始，全区5家企业月产量合计不得超过23.8万吨。

内蒙古	2021年8月31日	8月31日内蒙古下发文件：关于内蒙古电网2021年8月有序用电分解指标的报告。指出，2021年内蒙古电网电力平衡形势依然较为严峻，电力缺口将持续到年底，而且，建议8-12月有序用电电压限负荷。截止2021年8月，内蒙古已有41.7万吨/年电解铝产能因能耗双控及碳减排政策影响减产且暂无复产迹象。内蒙古此前发布文件，严格控制企业限电时间，电价上浮不超过10%。
贵州	2021年9月10日	贵州省能源局发布《2021年贵州省有序用电方案》，为保证当地电网运行和经济社会健康发展，根据省内电力缺口规模分红、橙、黄、蓝4个等级进行预警。出现不同等级的预警，启动相应级别的响应。当省内电力供应出现缺口，需启动实施有序用电的，应报经省人民政府同意后方能实施。电网企业按预警响应等级和有序用电响应企业序位表，并结合实际情况合理安排有关企业错、错峰生产。贵州五家电解铝厂均位列其中，总建成产能136万吨，总运行产能130万吨，占全国运行产能3.36%。贵州省下发的此次方案与其他省份不同，并非因能耗双控而实施的限电限产，而是基于电力资源可能出现紧张状况而进行的预警措施。
广西	2021年8月至9月	广西工信厅向各管辖区域内电网下发关于加强节约用电工作的通知文件，并由电网企业将限产要求下发至企业，要求区域内的电解铝企业自9月开始月度用电负荷在1-6月的平均月度用电负荷的基础上全时段压减35%。 广西壮族自治区人民政府8月20日也发布文件，各用电工商企业要结合自身生产特点，科学合理安排生产计划，制定并严格落实有序用电方案，主动错峰避峰用电。通过错峰避峰生产和轮休，充分利用周末、夜间安排生产，争取错峰不减产，最大限度降低缺电对企业生产造成的影响。
青海	2021年9月	发布限电预警，限电范围继续扩大。
宁夏	2021年9月	高耗能企业停限产一个月。
四川	2021年9月	暂停非必要性生产、照明、办公负荷。
河南	2021年9月	部分加工企业限电三周以上。
重庆	2021年8月	部分工厂8月初限电停产。

数据来源：全国能源信息平台，电力之窗，东吴证券研究所

多家纸厂发布停机函，影响产量已达到70万吨。2021年9月以来，包括玖龙纸业、理文造纸、山鹰国际、太阳纸业、晨鸣纸业、APP、博汇纸业等龙头纸企在内的多家纸企已发布停机函。根据已披露的停机函统计，9-10月各纸种减产量已达到70万吨，其中白卡纸、文化纸（包括双铜纸和双胶纸）、箱板瓦楞纸、白板纸减产量分别约为20、13、35、2万吨，占2020年9-10月该纸种产量的比例分别为12.3%、5.5%、4.2%、1.6%。

表 3: 各纸种 2021 年 9-10 月减产量统计 (万吨)

纸种	2021M9-10 减产量	2020 年 9-10 月产量	21M9-10 减产量/ 20M9-10 产量	已发布停机计划的纸企
白卡纸	20	161	12.3%	万国太阳、博汇、晨鸣
文化纸	13	232	5.5%	玖龙、APP、晨鸣、太阳
箱板瓦楞纸	35	831	4.2%	玖龙、理文、山鹰、金州
白板纸	2	141	1.6%	玖龙

数据来源: 中国纸业网, 卓创资讯, 东吴证券研究所

表 4: 2021 年 9 月以来各纸企停机函梳理

停机公告日期	纸厂	停机时间(天)	纸种	限产停机情况	备注
2021/9/8	东莞金洲	24	箱板纸	PM4-Q 纸	根据三台纸机的设计产能, 按照停机 24 天计算, 此次停产预计减产超过 4 万吨 (曼谈纸业)
		24	箱板纸	PM5-H 纸	
		24	箱板纸	PM6-T 纸	
2021/9/9	广东理文	114	箱板纸	PM 7-Q 纸	预计将减产箱板纸约 26 万吨 (曼谈纸业)
		114	箱板纸	PM 9-Q 纸/B 纸	
2021/9/15	东莞玖龙	8	箱板纸	PM1-牛卡纸	根据产能计算, 将合计减产 6.12 万吨纸和纸板, 分纸种测算, 文化纸和白板纸将分别减少约 0.59 万吨和 2.24 万吨, 箱板瓦楞纸合计减产 3.29 万吨 (曼谈纸业)
		8	箱板纸	PM3-白面、涂布牛卡	
		8	箱板纸	PM19-牛卡纸	
		8	瓦楞纸	PM18-瓦楞纸	
		8	白板纸	PM4-白板纸	
		8	白板纸	PM11-白板纸	
2021/9/15	山鹰纸业	6	箱板纸	福建基地-PM31-红杉、T 纸	根据产能测算, 预计减产约 1.74 万吨。福建漳州工厂的箱板纸机 PM 31 和 PM 32 可分别年产 25 万吨和 35 万吨箱板纸; 广东肇庆工厂的 PM 51 停机 9 天 (中国纸业网)
		10	箱板纸	福建基地-PM32-紫杉、红杉	
		9	箱板纸	广东基地-PM51-云杉、水杉	
箱板纸					
2021/9/20	万国太阳	7	白卡纸	各机台停机检修 (白卡纸)	按产能 150 万吨/年测算, 减少白卡纸产量约 3 万吨
2021/9/21	江苏博汇	11	白卡纸	各机台轮流停机	已减少白卡纸供应量 5.2 吨
		11	白卡纸	全面停机	预计减少白卡纸供应量 6.5 万吨
2021/9/21	APP (金东)	14	文化纸	轮流停机	预计减少铜版纸供应量 2.7 万吨
2021/9/22	江西晨鸣	20	白卡纸	9 月 22 日停止所有接单	白卡纸减产 2 万吨

	寿光晨鸣		白卡纸	提高海外供应量, 减少国内供应	减少内贸供应 1.5 万吨
	湛江晨鸣		白卡纸	停机限产	降低白卡内贸供应量 1.5 万吨
2021/9/23	江西一厂	22	文化纸		减少双胶纸供应量 3.5 万吨
	武汉特纸		文化纸		
	吉林晨鸣		文化纸		
	寿光五厂		文化纸		
	江西一厂	8	文化纸		预计减少双胶纸供应量 2.5 万吨
	武汉特纸		文化纸		
	吉林晨鸣		文化纸		
	湛江晨鸣		文化纸		
寿光一厂	文化纸				
2021/9/23	山鹰纸业	5	箱板纸	安徽基地-PM1-银杉、红杉	
		7	箱板纸	安徽基地-PM5-红杉、T 纸	
		7	箱板纸	浙江基地-PM11-紫杉、银杉	
		7	箱板纸	浙江基地-PM13-金桂、四季桂	
2021/9/24	太阳纸业	3-8 天	文化纸	铜版纸	9 月份两条铜版纸生产线各停, 两条非涂布纸生产线各停, 全月总计减产约 3.5 万吨。
		15 天以上	文化纸	非涂布纸	
2021/9/24	江西理文	15 天	箱板纸	PM21-牛卡纸	
2021/9/25	龙游旭荣纸业	11 天	生活用纸	生活用纸	在接下来 3 月中, 减少原纸供应量 6000 吨

数据来源: 中国纸业网, 各纸企发布停机函整理, 东吴证券研究所

2. 箱板纸已开启提价, 文化纸盈利低位反弹可期

包装纸已开始集中提价, 并传导至二级厂。9 月 23 日玖龙纸业发布涨价计划, 宣布自 9 月 24 日起上调东莞、太仓、泉州、天津、沈阳基地箱板纸、瓦楞纸及白板纸价格, 涨幅为 50-100 元/吨; 9 月 25 日玖龙纸业再次发布涨价函, 宣布自 10 月 9 日开始上调所有基地箱板纸、瓦楞纸价格, 涨幅为 100 元/吨。山鹰国际同样宣布两轮涨价, 分别于 9 月 25 日、10 月 8 日起上调所有产品价格, 其中 9 月 25 日涨价幅度为 50-200 元/吨, 10 月 8 日涨幅为 200 元/吨。此外, 理文造纸、东莞金洲纸业、银州纸业等也发布 50-100 元/吨不等的涨价函, 二级厂纷纷跟涨。

表 5: 2021 年 9 月 24 日起各包装纸厂涨价计划统计

纸厂	时间	纸种	调价幅度	其他说明	
东莞玖龙	2021 年 9 月 24 日起	所有牛卡芯纸, 玖龙、海龙、地龙白板纸	上涨 100 元/吨	9 月 23 日, 玖龙纸业发布涨价计划, 宣布自 9 月 24 日起, 旗下东莞、太仓、泉州、天津等生产基地将涨价 50-150 元/吨	
太仓玖龙		江龙白板纸	上涨 150 元/吨		
		牛卡纸	上调 50 元/吨		
天津玖龙		瓦楞纸、白板纸	上调 100 元/吨		
		白面牛卡	上调 100 元/吨		
		涂布纸、牛卡纸、再生牛卡纸、瓦楞纸	上调 50 元/吨		
泉州玖龙		牛卡纸、再生纸	上调 50-100 元/吨		
		瓦楞纸	上调 100 元/吨		
沈阳玖龙			牛卡纸、再生纸、瓦楞纸		全面取消优惠
东莞基地		2021 年 10 月 9 日起	全系列牛卡纸、瓦楞纸		上调 RMB/HKD100 元/吨*
沈阳基地	全系列牛卡纸、瓦楞纸		上调 100 元/吨		
太仓基地	全系列牛卡纸、瓦楞纸		上调 100 元/吨		
天津/河北基地	全系列牛卡纸、瓦楞纸		上调 100 元/吨		
重庆基地	全系列牛卡纸、瓦楞纸		上调 100 元/吨		
山鹰纸业	2021 年 9 月 25 日起	紫衫、银杉	上调 50 元/吨	自 9 月 25 日起, 公司各基地生产的纸种在原有基价基础上上调 50-200 元/吨。	
		红杉、T 纸、高瓦	上调 100 元/吨		
		云杉、水杉	上调 200 元/吨		
	2021 年 10 月 8 日起	各基地生产的所有包装纸 (紫衫、银杉、红杉、T 纸、高瓦、金桂、四季桂)	上调 200 元/吨	自 10 月 8 日起, 各基地生产的所有包装纸 (紫衫、银杉、红杉、T 纸、高瓦、金桂、四季桂) 在 9 月 25 日的价格基础上再上调 200 元/吨。	
山东丰源通达电力公司中科生态分公司	2021 年 9 月 24 日起	高强瓦楞纸	上调 100 元/吨		
盐城富豪纸业	2021 年 9 月 23 日起		上调 200 元/吨	纸价格上调, 未完成订单也按此价格执行。	
沙河市久发纸业	2021 年 9 月 24 日起	高强瓦楞纸	上调 50 元/吨	原有未完成订单也在此调价范围。	
保定市三联纸业	2021 年 9 月 25 日起	B1 级箱板纸、高强瓦楞纸	上调 100 元/吨	所有订单未发完的全部按新价格执行。	
广东理文		牛卡纸部分纸种	上调 50 元/吨		
联盛纸业 (龙海)		除优质牛卡外的其它牛卡纸	上调 100 元/吨	除优质牛卡外, 其它牛卡纸取消优惠, 上调纸价 100 元/吨, 高强瓦楞纸上调 100 元/吨;	
		高强瓦楞纸	上调 100 元/吨		
东莞金洲		Q 纸、瓦楞纸	上调 50 元/吨		

东莞银洲		纸业箱板纸	上调 50 元/吨	
------	--	-------	-----------	--

数据来源：纸箱微视界，各纸厂发布涨价函整理，东吴证券研究所

表 6：2021 年 9 月 24 日起各二级厂涨价计划统计

纸厂	时间	纸种	调价幅度
浙江博莱特纸容器	2021 年 9 月 24 日 17:00 起		在原价格基础上上调 3%
祥恒包装	2021 年 9 月 24 日 17:30 起		在原价格基础上上调 3%
江苏胜源纸品	2021 年 9 月 25 日 起		在原价格基础上上调 3%
江阴鸣朋环保科技	2021 年 9 月 25 日 起	所有订单	在原价格基础上上调 3%
江苏通达	2021 年 9 月 25 日 15:00 起	所有纸板（二层、三层、四层、五层）	在原销售价基础上上调 3%
江苏联同	2021 年 9 月 24 日 17:00 起	所有纸板、纸箱	价格上调 3%
慈溪福山纸业	2021 年 9 月 25 日 17:00 起	二层板	上调 0.05 元/双平方
		三层板	上调 0.1 元/双平方
		四层板	上调 0.15 元/双平方
		五层板	上调 0.2 元/双平方
		六层板	上调 0.3 元/双平方
		七层板	上调 0.3 元/双平方
宁波春晖包装	2021 年 9 月 25 日 17:00 起	二层板	上调 0.05 元/双平方
		三层板	上调 0.1 元/双平方
		四层板	上调 0.15 元/双平方
		五层板	上调 0.2 元/双平方
		七层板	上调 0.3 元/双平方
宁波和熙包装	2021 年 9 月 25 日 17:00 起	三层板	上调 0.1 元/双平方
		四五层板	上调 0.2 元/双平方
		六七层板	上调 0.3 元/双平方
宁波新成包装	2021 年 9 月 25 日 18:00 起	三层板	上调 0.05 元/单平方
		四层板	上调 0.1 元/单平方
		五层板	上调 0.1 元/单平方
		七层板	上调 0.15 元/单平方
宁波文康包装	2021 年 9 月 25 日 17:00 起	三层板	上调 0.1 元/双平方
		四层板	上调 0.15 元/双平方
		五层板	上调 0.2 元/双平方
余姚杭湾包装	2021 年 9 月 25 日 17:30 起	三层板	上调 0.05 元/单平方
		五层板	上调 0.1 元/单平方
宁波六和/日和		三层板	上调 0.1 元/双平方

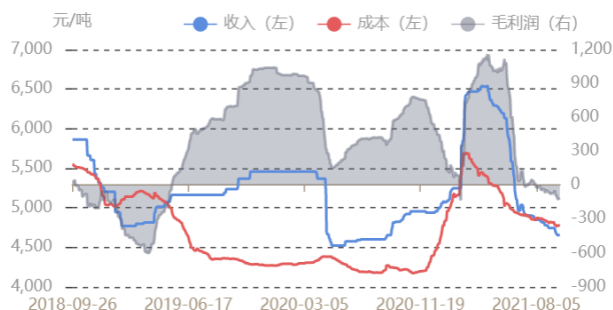
	2021年9月25日 20:00起	四、五层板	上调0.2元/双平方
		七层板	上调0.3元/双平方
宁波新明星	2021年9月25日 17:30起	二层板	上调0.06元/双平方
		三层板	上调0.1元/双平方
		四层板	上调0.15元/双平方
		五层板	上调0.2元/双平方

数据来源：纸箱微视界，各纸厂发布涨价函整理，东吴证券研究所

*玖龙纸业部分客户涉及港币结算

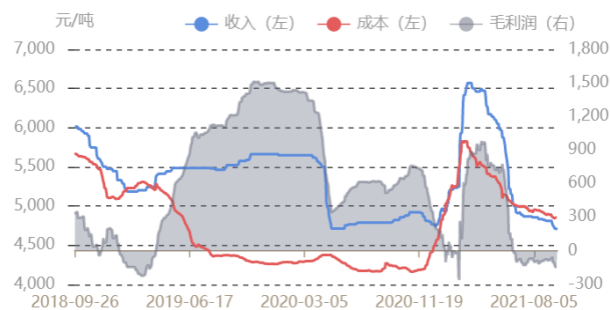
文化纸盈利处于低位，2021Q4限产下库存去化有望迎来盈利拐点。根据卓创资讯，双胶纸吨毛利从2021年6月24日起转负，双铜纸吨毛利自2021年8月5日起转负，文化纸行业盈利水平处于低位。从库存来看，双铜纸月度社会库存、企业库存自2020年11月起持续上行，2021年2月末开始，双铜纸月度社会库存逐月刷新近五年（2016年1月以来）新高。截至2021年8月末，双胶纸月度社会库存处于近五年（2016年1月以来）高位，月度企业库存环比2021年7月略有回落。后续来看，限产下供给端的被动收缩将加快库存去化，同时盈利处于低位纸厂提价意愿充足，我们预计2021Q4文化纸盈利将出现拐点。

图1：双铜纸吨毛利情况



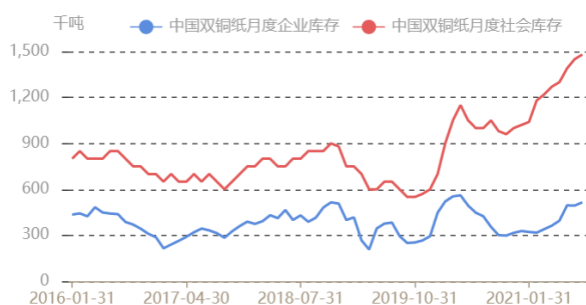
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图2：双胶纸吨毛利情况



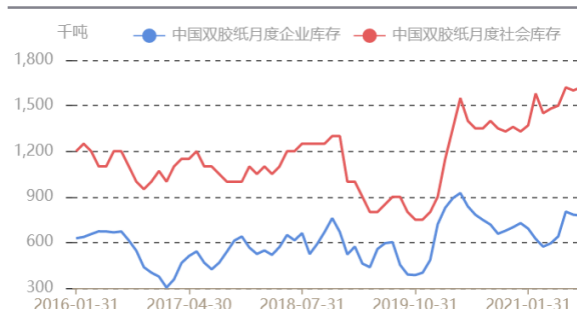
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 3: 双铜纸月度库存情况



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 4: 双胶纸月度库存情况



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

3. 投资建议

随着限电形势日趋严峻, 受到影响的行业逐渐从此前的几大高耗能行业向其他制造业扩大, 2021 年 9 月以来多家纸企发布停机限产函, 我们统计已公布的停机函对 2021 年 9-10 月各纸种产量影响合计达 70 万吨。**包装纸:** 当前包装纸龙头已开始集中发布涨价函, 其中玖龙纸业和山鹰国际分别连续发布两轮涨价函, 二级厂纷纷跟进涨价, 我们预计后续包装纸盈利能力将逐步提升。**文化纸:** 2021Q2 文化纸淡季叠加进口成品纸冲击导致纸价快速下滑, 吨毛利进入负值区间。截至 2021 年 8 月末, 双胶纸及双铜纸库存均处于近五年 (2016 年 1 月以来) 高位, 我们预计随着限产范围的进一步扩大, 2021 年 9-10 月文化纸库存将加速去化, 盈利拐点可期。头部纸企大多配有自备电厂, 在限电力度不断加强的背景下, 头部纸企生产自主性及供货稳定性将明显优于中小纸企, 行业格局有望优化, 推荐【太阳纸业】, 建议关注【山鹰国际】。

4. 风险提示

- 1) **限电政策发生变化:** 若政策放松, 对造纸行业供给端约束力度将下降; 若自备电厂纳入限制范围, 头部纸企生产将受一定影响;
- 2) **动力煤价格持续上涨:** 自备电厂发电的成本将持续上行;
- 3) **下游需求偏弱:** 若下游需求较弱, 库存去化速度或低于我们预期。

注：全文货币如无特殊标注均为人民币。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

