

纸浆点评：全球供应链扰动持续加码

——造纸行业点评报告

✍️ 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
分析师: 傅嘉成 执业证书编号: S1230521090001
✉️ : shifanke@stocke.com.cn

行业评级

造纸 看好

事件

- 1) 由于普京总统禁止向境外输送让“不友好国家和地区”获利的俄罗斯生产的各种商品和原材料; 欧洲的纸浆生产商产能受到抑制。
- 2) 全球最大纸浆厂商 Suzano 表示, 公司及全球纸浆库存逐渐下降, 未来存在供应中断风险。
- 3) 近日, 因道路封锁、原材料短缺、暴力因素等, Arauco、CMPC 等公司在智利相关地区的生产运营停止。

投资要点

□ 纸浆核心出口国供应端扰动加码

据 PPPC, 21 年全球化学商品浆出货量为 5189.5 万吨 (总产能约为 5897.2 万吨), 其中针叶浆 2296.9 万吨 (总产能约 2610.1 万吨), 阔叶浆 2677.8 万吨 (总产能约 3043.0 万吨)。阔叶浆主要生产国包括巴西、美国、加拿大, 针叶浆主要出口国包括加拿大、美国、芬兰、瑞典、俄罗斯等, 预计北美针叶浆、阔叶浆产能分别占全球 48.8%、4.8%, 西欧分别占全球 32.8%、0.2%, 南美分别占全球 10.4%、59.3%。

中国进口情况: 加拿大针叶浆向中国出货量占中国总进口量为 27.32% (230.1 万吨), 芬兰针叶浆向中国出货量占中国总进口量为 18.94%, 巴西阔叶浆向中国出货量占中国总进口量为 52.56% (662.2 万吨), 俄罗斯针叶浆向中国出货量占中国总进口量为 12.06% (101.6 万吨), 智利阔叶浆向中国出货量占中国总进口量为 6.47% (81.5 万吨)。

加拿大: 受纸浆厂故障检修/投资不足关停、铁路运力等因素扰动, 生产和发运量受损。

欧洲: 芬兰 UPM 从 1 月罢工至 4 月, 据产能测算, 预计每月供应减量约为针叶浆 5 万吨、阔叶浆 5 万吨 (合计占芬兰木浆出口量约 10%), 目前产能正在逐步恢复中; 此外, 芬兰造纸原料木材亦受到俄乌冲突影响。德国、瑞典等国

相关报告

- 1 《【浙商轻工】生活纸专题: 关注龙头消费属性 210524》2021.05.24
- 2 《【浙商轻工】箱板行业点评: 涨价潮一触即发, 底部推荐玖龙/山鹰 210407》2021.04.07
- 3 《【浙商轻工】本轮周期高度维持时间有望超预期, 推荐晨鸣、太阳 210407》2021.04.07
- 4 《【浙商轻工】把握高端箱板格局优化红利 210328》2021.03.28
- 5 《【浙商轻工】纸浆专题研究: 浆系造纸盈利处上调通道! 210208》2021.02.08

报告撰写人: 史凡可、马莉
联系人: 傅嘉成、王倩

原料端同样受到影响。

南美：欧洲需求恢复叠加浆价高于国内，船运紧张下**巴西**优先向欧洲出货，导致向国内出货量下滑；智利卡车司机罢工、公路堵塞、原材料受阻，导致生产和发运端均受阻。

俄罗斯：纸浆厂由于化工原料和零配件供应不足，出现生产困难，伊利姆集团（向中国出口俄浆主要公司）3月供应减半，4月停止供应，预计5月仍难以形成供应。

□ 实质新增产能投放有限，支撑纸浆供应面偏紧态势

阔叶浆方面：Arauco 156万吨漂阔浆由于建设原因，再度推迟投产时间至22Q3，原计划今年投产的巴拉圭 Paracel 150万吨阔叶浆产能预期年内暂无法投放，UPM在乌拉圭的210万吨漂阔浆预计推迟至23Q1投产，短期内新增产能有限。

针叶浆方面：加拿大木材巨头 West Fraser 宣布将在22年年底前关闭 Hinton 纸浆厂（年产能38万吨）两条生产线中的一条，剩下一条生产线将从针叶浆转产本色浆，造成市场供应量下降。芬兰 Metsa Fiber 预计23Q3新增70万吨针叶浆产能。

年内预计投放156万吨漂阔浆，考虑产能爬坡等因素，实际产能释放量预计小于70万吨，且到港时间预计在22Q4，供应增量有限；针叶浆预计年内供应量将下滑。据进口数据，针叶浆Q1进口量同比-19.1%，阔叶浆同比-4.8%，针叶浆供应相较于阔叶浆供应更为紧张，预计延续上涨态势。

□ 纸浆价格持续上涨，实际库存仅满足刚需

目前进口针叶浆/阔叶浆价格1006/741美元/吨，分别处于历史99%/70%分位；5月 Suzano、Klabin、Arauco 等拉美生产商对亚洲漂阔浆报价上涨30美元/吨，SCA对欧洲漂针浆报价上涨50美元/吨。目前国内主要港口库存为172万吨，处于历史64%分位，但统计的港口库存无法区分可交易库存和非可交易库存，通过与产业沟通，目前实质可交易库存仅满足刚需；欧洲3月份港口纸浆库存较上月减少4%至110万吨，低于正常水平的130万吨。

□ 成本上涨支撑浆系纸提涨，关注高自给浆比例纸企

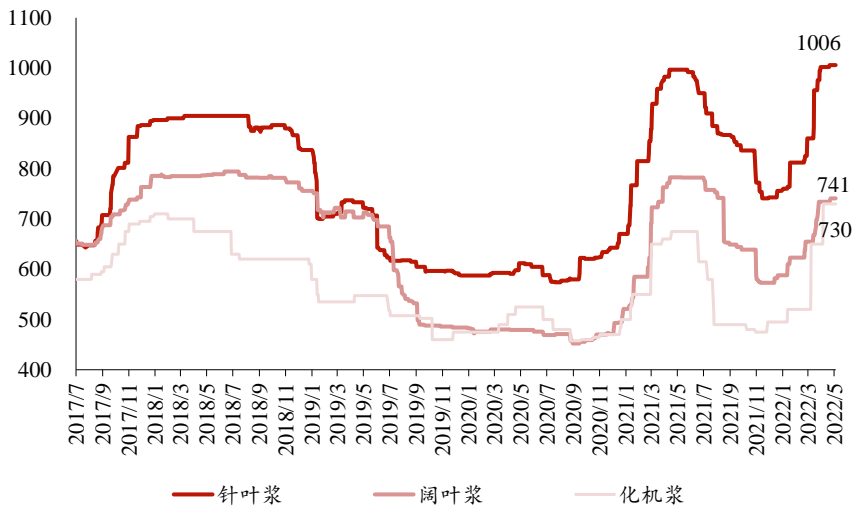
5月晨鸣、太阳、APP、亚太森博等纸企纷纷发布文化纸、白卡纸200元/吨涨价函，成本持续推涨下有望一定程度落地；目前海外细分纸种价格处在高位，对应我国文化纸进口冲击减退、白卡纸出口需求增加，供需格局实质改善。

浆价持续处于上升通道，纸价在浆价支撑下部分传导，推荐关注高自给浆比例纸企：首推**太阳纸业**，拥有140万吨化机浆、90万吨化学浆、80万吨溶解浆（可转产化学浆）产能，目前木浆自给率为55-60%；建议关注**晨鸣纸业**：纸浆产能430万吨，纸浆自给率高达90%；**博汇纸业**：化机浆产能完全自给，化学浆从APP处采购，化学浆产能200+万吨；**仙鹤股份**：现有化学浆产能5万吨、化机浆产能5万吨，木浆自给率约为10%，23年预计将投产50万吨纸浆产能，木浆自给率达到35-40%。

□ 风险提示

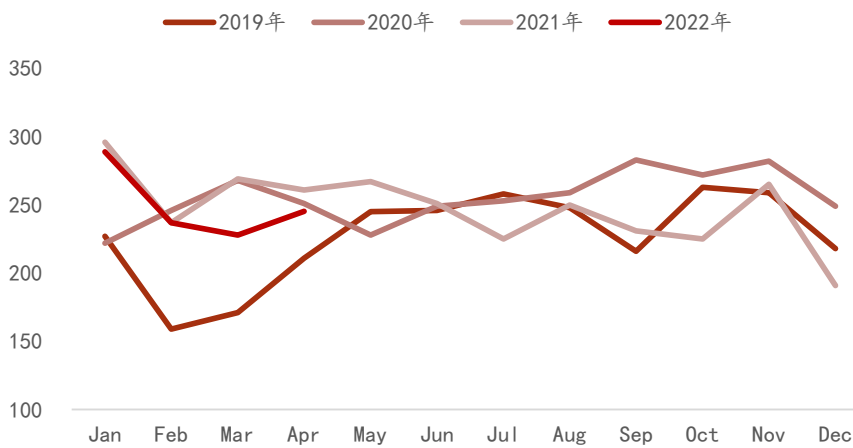
需求不及预期、纸价提涨不及预期

图 1：纸浆价格走势



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图 2：国内月度纸浆进口量



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 1：中国纸浆进口量拆分（按类型与国家）

单位/千吨	21/9	21/10	21/11	21/12	2020	2021	yoy (%)
针叶浆总量	706	645	704	584	8862	8423	-5%
加拿大	182	186	217	169	2405	2301	-4%
俄罗斯	102	73	80	22	1153	1016	-12%
智利	107	72	151	88	1216	1174	-3%
美国	117	121	87	123	1465	1504	3%
瑞典	24	17	19	31	433	350	-19%
芬兰	128	134	99	106	1474	1595	8%
其他	47	42	52	46	715	483	-32%
阔叶浆总量	879	913	1241	831	13745	12600	-8%
印度尼西亚	223	294	363	299	3492	3499	0%
巴西	485	490	661	362	7033	6622	-6%
乌拉圭	53	47	90	57	849	890	5%
泰国	4	6	7	4	72	43	-41%
智利	79	33	69	67	1063	815	-23%
俄罗斯	7	6	9	3	177	124	-30%
加拿大	2	12	9	5	361	166	-54%
美国	0	0	0	1	89	31	-65%
其他	25	25	32	32	609	411	-33%
化机浆总量	126	104	117	93	1845	1620	-12%
加拿大	96	93	95	72	1458	1267	-13%
新西兰	20	8	13	14	197	182	-7%
北欧	7	2	7	4	134	128	-5%
其他	2	1	3	3	56	43	-23%
本色浆	74	61	123	67	1023	1060	4%
进口总量	1784	1722	2185	1576	25474	23703	-7%
进口总额（百万美元）	1238	1154	1327	897	12034	15576	29%

资料来源：Hawkins Wright，浙商证券研究所

表 2：海外商品浆投放情况

年份	国家	集团	产能/万吨	浆种	预计投产时间	木浆新增产能/万吨
2022	智利	Arauco	156	漂桉浆	22Q3	156（不含溶解浆）
	巴西	LD Celulose	50	溶解浆	22Q3	
2023	乌拉圭	UPM	210	漂桉浆	23Q2	210
2023	芬兰	Metsa Fiber	70	针叶浆	23Q3	70
2024	巴西	Suzano	220	阔叶浆	23Q4-24Q1	220
暂定	巴西	Eldorado	230	漂桉浆	-	590
	巴拉圭	Parcel	150	阔叶浆		
	巴西	Euca Energy	210	漂桉浆		
	合计		1296			1246

资料来源：纸业联讯等，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“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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

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>