

行业研究

7 月再度提价，重点布局特种纸头部公司

——国内特种纸行业观点更新

造纸印刷轻工
增持（维持）

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

021-52523808

nieboya@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

1Q 营收大幅增长，利润有望逐季环比上升——五洲特纸 (605007.SH) 2021 年报和 2022 年一季报点评 (2022-04-28)

要点

事件：

根据我们对国内特种纸产业基本面的跟踪，7 月 1 日，国内特种纸行业中的部分品种再度提价。

点评：

需求端绑定消费，销售展现韧劲，盈利能力得到修复：通过对国内特种纸产业基本面的跟踪，我们估计 2Q22 国内特种纸行业多个细分品种的提价已得到有效落实，行业头部公司毛利率和经营业绩有望环比上升。与此同时，头部公司的销售情况良好，受疫情影响较小。国内特种纸行业的表现验证了我们在 4 月初的判断，即二季度特种纸价格将跑赢木浆成本的上涨。我们认为国内特种纸产业 2Q22 没有受到疫情过大的影响，基本面取得良好的修复，其背后的原因主要分为两点：1、需求端主要绑定消费，因此企业层面销售受疫情影响程度较轻；2、良好的产业竞争格局令行业 2Q22 提价得到落实，业绩得到环比改善。

展望下半年，业绩环比上行的趋势有望延续：我们认为随着国家宏观经济政策的发力，下半年国内宏观经济将得到改善，令特种纸需求端环比上行，下半年产业供求关系将强于上半年。如果因浆价上涨的原因，成本继续上行，国内特种纸行业或可进一步提价，从而带动基本面持续改善。尤其是装饰原纸行业，上半年深受地产销量下滑和疫情影响，价格上涨幅度较小，但随着下半年地产交易回暖，下游复工复产，我们认为装饰原纸价格有望在下半年迎来补涨的机会。如果浆价于下半年下跌，则良好的供求关系决定了特种纸行业的毛利率有望取得加速修复。

我们预计下半年国内浆价将下跌：我们认为中国大宗造纸行业已无力支撑浆价继续上行，只有浆价下跌，才能令产业链维持健康的发展态势，另一方面，欧美高通胀环境之下，美联储连续加息有可能导致欧美下半年需求转弱。我们预判下半年国内浆价有望下行。

从 1Q22 国内上市造纸企业整体毛利率看，1Q22 毛利率为 13.9%，根据卓创数据，2Q22 按照市场均价计算，双胶纸/铜版纸/白卡纸的均价环比+278/+116/+269 元/吨，国内阔叶浆均价环比+782 元/吨，国内化机浆均价环比+596 元/吨，如果简单假设双胶/铜版吨纸耗用 0.8 吨阔叶浆，白卡纸吨纸耗用 0.8 吨木浆（化机浆和阔叶浆各占 50%用量），则 2Q 双胶/铜版/白卡纸吨纸木浆成本分别上涨 626/626/551 元/吨，显然国内三大木浆系纸种双胶/铜版/白卡纸的盈利能力在 1Q22 的基础上，将继续恶化，这也是国内大宗造纸企业在行业进入淡季之时（6 月），纷纷发布涨价函的原因。

另一方面，全球最大的阔叶浆生产企业巴西金矿 1Q22 年毛利率接近 60%。而 2021 年中国占据全球商品浆采购份额比重为 31%，我们认为上游木浆企业和下游中国造纸企业的盈利能力表现出现严重背离，这种并不健康的产业利润分配状态从趋势看，依然处于加剧之中，我们并不认为这种状态能够维持。解决当下背离局面的方法分为两种：其一、中国大宗造纸的价格大幅上涨，在当前国内宏观经济形势之下，我们认为出现这种情景的概率较低；其二、木浆价格下跌，令下游企业生存状态出现改善。这是我们判断下半年浆价下跌的逻辑。

不确定中的确定，头部企业未来基本面展望乐观：特种纸头部企业在不确定环境中的确定性主要来自几个方面：1、静态看，国内特种纸行业强弱之分已经明确，行业头部公司仙鹤股份和五洲特纸是仅有两家产能跨过 100 万吨门槛的企业，其他上市 6 家特种纸企业，从产能角度看，已经与头部公司之间形成了较大的差距；2、动态看，从国内特种纸行业资本开支视角，头部企业仙鹤股份和五洲特纸仍在继续加速扩张，而大部分上市特种纸企业已经放慢扩张步伐，意味着未来行业竞争格局将进一步优化，头部企业话语权将继续增强。这两点预示着中长期看，国内特种纸企业的价盘有望越发稳定，头部企业定价能力将继续增强。

3、头部企业加速入局上游木浆环节，竞争力更强，盈利能力趋势上行。根据目前头部企业仙鹤股份和五洲特纸公开发布的公告统计，未来仙鹤股份将新建 240 万吨木浆产能，五洲特纸将新建 185 万吨木浆产能，我们预计两家头部企业第一批自备浆产能将于 2023 年 3Q 投产。

头部企业延伸产业链的举措，将使其相较其他特种纸同业企业，进一步形成成本竞争优势，并将有效提升自身的盈利能力，ROE 有望趋势上行，带来合理估值水平上行。

投资建议：我们认为国内特种纸头部企业业绩环比改善的趋势已经形成，无论下半年木浆价格是否下跌，其净利润环比上行的趋势都将确立。展望中长期，头部企业在纷繁复杂、不确定的环境中，将依托于自身的竞争力和产业链延伸，令基本面保持确定的成长。推荐仙鹤股份和五洲特纸，对这两家公司均维持“买入”评级。

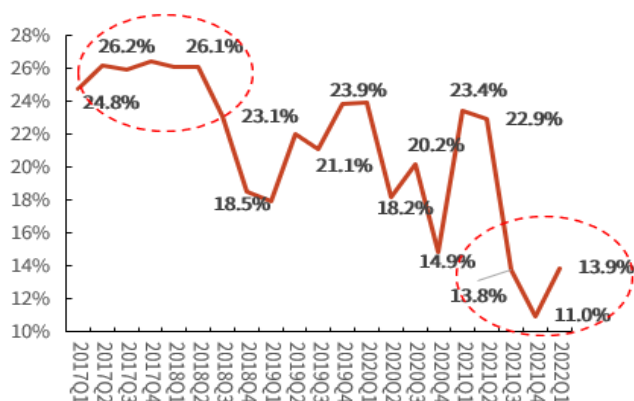
风险提示：国内宏观经济走势低于预期，人民币继续贬值，头部公司木浆投产进度慢于预期。

表 1：重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	
605007.SH	五洲特纸	20.14	0.98	1.34	1.77	21	15	11	买入
603733.SH	仙鹤股份	25.07	1.44	1.56	2.02	17	16	12	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-06-24；汇率按 1HKD=0.85166CNY 换算

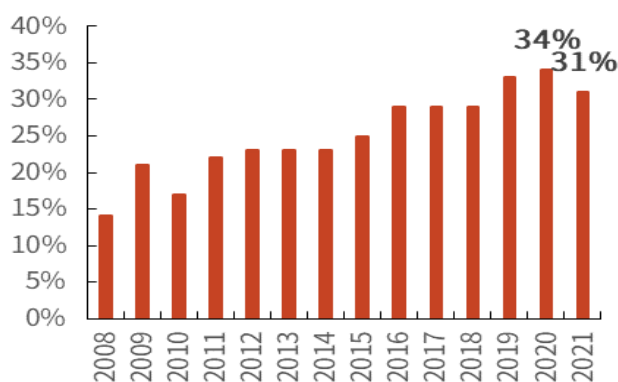
图 1：1Q2017-1Q2022 年国内大宗造纸上市公司的毛利率



资料来源：Wind、光大证券研究所

注：以 6 家上市企业作为样本，晨鸣纸业、太阳纸业、博汇纸业、岳阳林纸、华泰股份、山鹰国际

图 2：2008-2021 年中国造纸行业占全球商品浆采购份额



资料来源：Wind、光大证券研究所

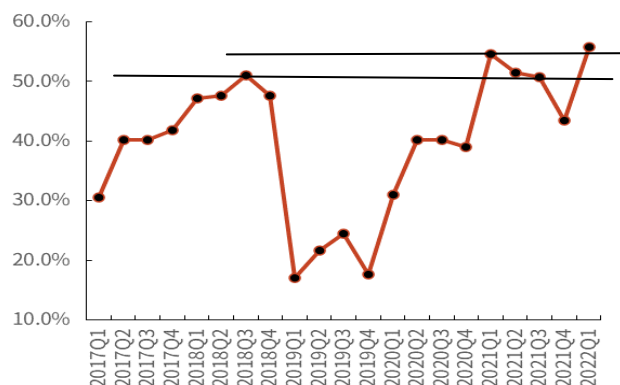
图 3：2017/01-2022/06 国内阔叶浆价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯、光大证券研究所；

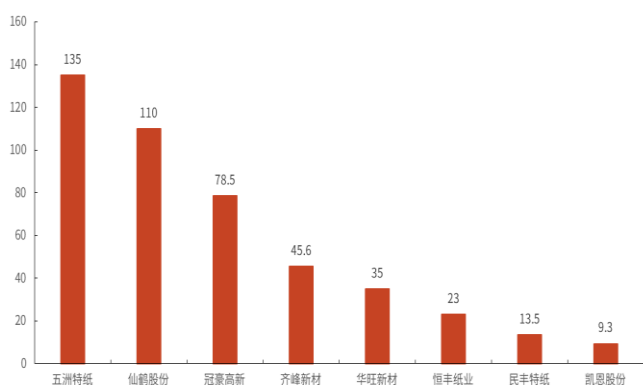
注：以 6 家上市企业作为样本，晨鸣纸业、太阳纸业、博汇纸业、岳阳林纸、华泰股份、山鹰国际；

图 4：全球最大阔叶浆厂巴西金鱼的单季度毛利率



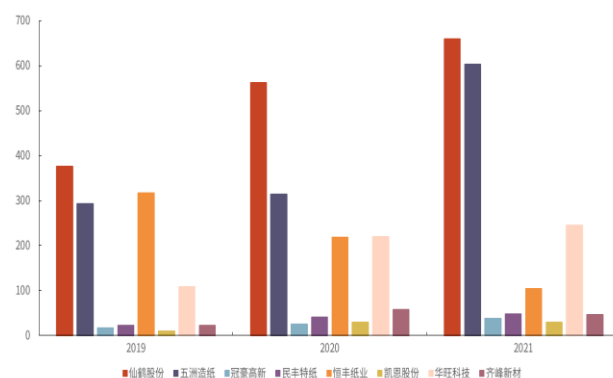
资料来源：巴西金鱼财报

图 5：国内 8 家特种纸企业产能梳理（单位：万吨）



资料来源：WIND、光大证券研究所；统计截止 2022 年 3 月

图 6：19-21 年国内 8 家特种纸上市公司年资本开支(百万元)



资料来源：WIND、光大证券研究所

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE