

造纸

报告日期：2022年11月14日

纸浆跟踪报告：浆价趋势边际走弱，23Q1 下跌确定性高

——行业深度报告

投资要点

- 据智利当地媒体，Arauco 新增 156 万吨阔叶浆于 22 年 11 月开始试生产，UPM 在乌拉圭 210 万吨阔叶浆有望在 23Q1 试运行，浆价回落确定性增强。纸企处于盈利底部，预计 23 年浆价下行拐点出现后，盈利弹性大。推荐布局特种纸龙头五洲、仙鹤、华旺，生活纸龙头维达、洁柔。
- 新增纸浆产能试生产，缓解供应紧张局面
Arauco 新增 156 万吨漂阔浆已于 22 年 11 月开始试运行，考虑产能爬坡等因素，预计 23Q1 产能完全释放，且到港时间预计在 23Q2；此外，UPM 在乌拉圭的 210 万吨阔叶浆产能预计 23Q1 试生产，23 年起产能逐步释放，预计 23Q3 低价浆可在市场流通。预计 23 年浆供应量将至少增加 360-370 万吨，有望在 22Q4 或 23Q1 开启浆价下跌行情。
- 纸企总体盈利承压，静待明年向上反弹
仙鹤纸浆自给率大于五洲，华旺、维达、洁柔均未布局自有浆。短期看，浆自给率低可充分享有 23 年低价商品浆红利；长期看，浆自给率高可有效平滑浆价大幅波动对盈利的冲击。(1) 仙鹤：22Q3 较 Q2 有所修复，后续反弹力度大；(2) 华旺：木浆贸易补充，盈利周期波动较小；(3) 五洲：22Q3 低价浆见底，盈利中枢下移，浆价下行改善空间大；(4) 洁柔：产品有所提价，预计 23 年初纸浆回落盈利弹性较大；(5) 维达：生活纸龙一，高端化进展顺利。
- 关注特种纸龙头五洲、仙鹤、华旺，生活纸龙头维达、洁柔
在浆价-10%、汇率维持 7.0 的基础假设下，毛利率弹性五洲>华旺>洁柔>仙鹤>维达，净利率弹性五洲>仙鹤>华旺>维达>洁柔。浆价有望于 23 年初开始回落，特种纸推荐五洲特纸（食品卡龙头，下游需求稳健，新增产能释放）、仙鹤股份（特种纸龙头，产品结构丰富，深度绑定下游客户）、华旺科技（包装原纸龙头，新增产能有序投产）。生活纸龙头推荐中顺洁柔（提价有序落地、费率企稳，木浆回落盈利改善弹性较大）、维达国际（生活纸龙一、电商绝对龙头，高端化进展顺利）。
- 风险提示
浆价下降不及预期；需求不及预期；纸价提涨不及预期

行业评级：看好(维持)

分析师：史凡可
执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师：傅嘉成
执业证书号：S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《【浙商轻工】全球供应链扰动持续加码》 2022.05.09
- 2 《【浙商轻工】如何看待本轮浆系提价？220224》 2022.02.25
- 3 《【浙商轻工】生活纸专题：关注龙头消费属性 210524》 2021.05.24

正文目录

1 新增纸浆产能试生产，缓解供应紧张局面	4
2 纸企总体盈利承压，静待明年盈利反弹	6
3 投资建议：关注特种纸龙头五洲、仙鹤、华旺，生活纸龙头维达、洁柔	8
4 风险提示	10

图表目录

图 1: 港口木浆库存情况 (万吨)	4
图 2: 文化纸开工率 (%)	5
图 3: 生活纸开工率 (%)	5
图 4: 白卡、白板纸开工率 (%)	5
图 5: 箱板、瓦楞纸开工率 (%)	5
图 6: 针叶、阔叶浆价格走势 (美元/吨)	5
图 7: 中国纸浆进口量 (万吨)	5
图 8: 全球纸浆发运量 (万吨)	6
图 9: 2022 年 9 月纸浆进口国分布 (%)	6
图 10: 仙鹤股份浆价 vs 净利率、ROE (元/吨, %)	7
图 11: 五洲特纸浆价 vs 净利率、ROE (元/吨, %)	7
图 12: 华旺科技浆价 vs 净利率、ROE (元/吨, %)	7
图 13: 维达国际浆价 vs 净利率、ROE (元/吨, %)	7
图 14: 中顺洁柔浆价 vs 净利率、ROE (元/吨, %)	8
表 1: 全球纸浆投产规划 (万吨)	4
表 2: 仙鹤股份、五洲特纸纸浆自给率 (万吨, %)	6
表 3: 洁柔、维达、五洲、华旺、仙鹤浆价对应盈利弹性测算	9
表 4: 仙鹤、华旺、五洲产能规划表 (万吨, %)	10

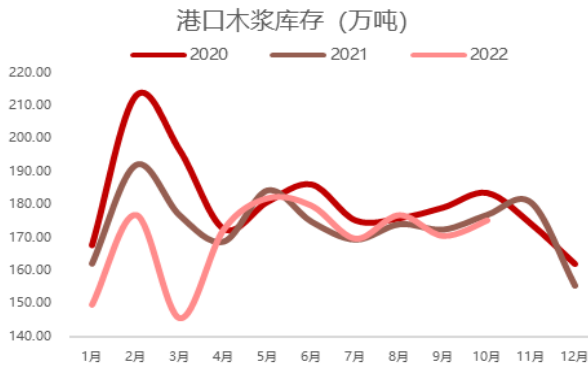
1 新增纸浆产能试生产，缓解供应紧张局面

供给：新增产能试生产，预计 23Q1 放量。据 Soychile, Arauco 新增 156 万吨漂阔浆已于 22 年 11 月开始试运行，考虑产能爬坡等因素，预计 23Q1 产能完全释放，且到港时间预计在 23Q2；此外，UPM 在乌拉圭的 210 万吨阔叶浆产能预计 23Q1 试生产，23 年起产能逐步释放，预计 23Q3 低价浆可在市场流通。预计 23 年浆供应量将至少增加 360-370 万吨，有望在 22Q4 或 23Q1 开启浆价下跌行情。

需求：根据芬宝，2021 年全球商品浆需求量约 6800 万吨，针叶浆需求量约 2500 万吨，阔叶浆约 3600 万吨，其他约 700 万吨。据 PPPC，22 年 1-9 月世界 20 主要产浆国化学商品浆出货量同比增加 4.8%，1-9 月累计同比增加 3.7%。根据海关总署，22 年 1-9 月中国进口纸浆累计 2432.40 万吨。分品种看，22 年 1-9 月针叶浆累计进口量 537.2 万吨，同比-17.20%，阔叶浆累计进口 976.3 万吨，同比+1.50%；化机浆累计进口 105 万吨，同比-19.60%，溶解浆累计进口 120.1 万吨，同比+44.60%。本色浆累计进口 120.1 万吨，同比+44.60%。

库存：港口库存偏平稳，10 月窄幅上升。根据卓创，2022 年 10 月国内主要港口库存为 175 万吨，环比 2.74%，同比-1.12%，处于历史 48%分位。其中，10 月青岛港口环比上升 9 万吨，常熟港口库存环比下降 3 万吨，保定港口环比下降 1.33 万吨。整体纸浆港口库存略有上升，下游纸厂成本压力持续较大，对高价浆接受度走低，采购力度一般仅维持刚需，观望浆价走势为主。

图1：港口木浆库存情况（万吨）



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

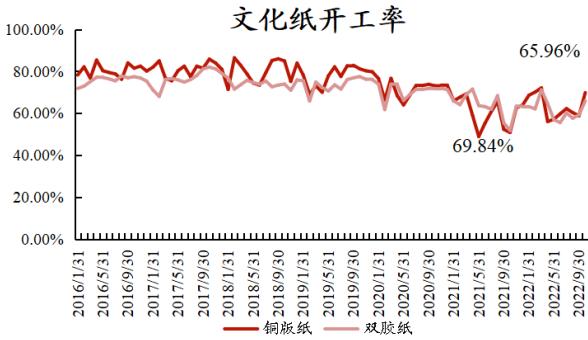
表1：全球纸浆投产规划（万吨）

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

资料来源：纸业联讯、中纸协、公司公告，浙商证券研究所

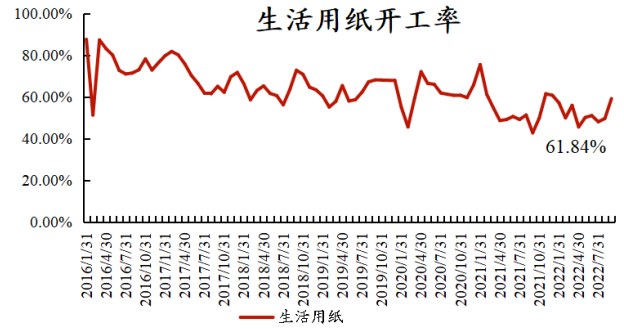
开工率：终端需求偏弱复苏，纸企开工率较低。国内大部分纸企开工率在 50%-70%的区间，纸厂总体开工率偏低，主要系毛利率萎缩。铜版纸、双胶纸、白卡纸、文化纸毛利率仍为负，生活纸维持在 9%左右的毛利率。上游木浆高位横盘、成本压力大，受到国内运输不畅、海外通胀等影响，下游需求偏弱复苏，纸企开工仅满足刚需。

图2: 文化纸开工率 (%)



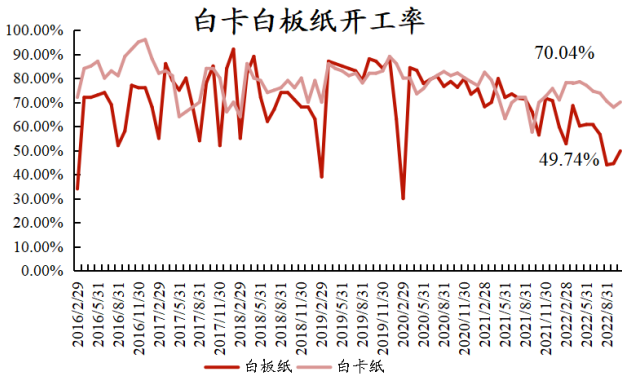
资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

图3: 生活纸开工率 (%)



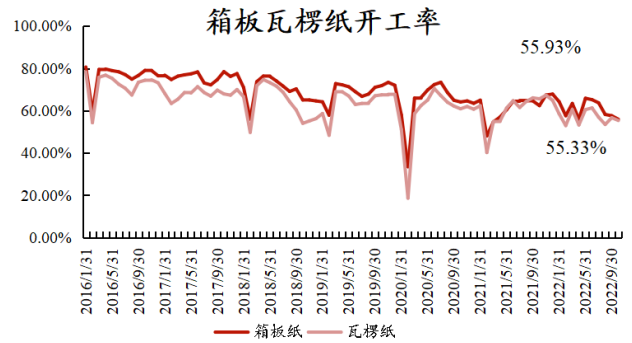
资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

图4: 白卡、白板纸开工率 (%)



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

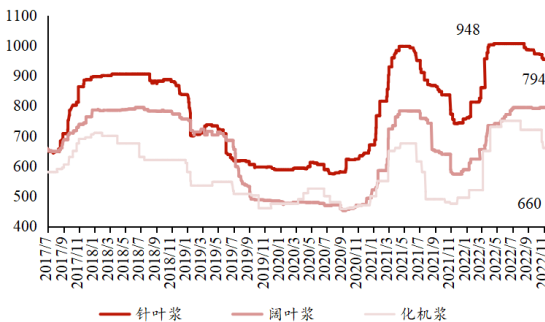
图5: 箱板、瓦楞纸开工率 (%)



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

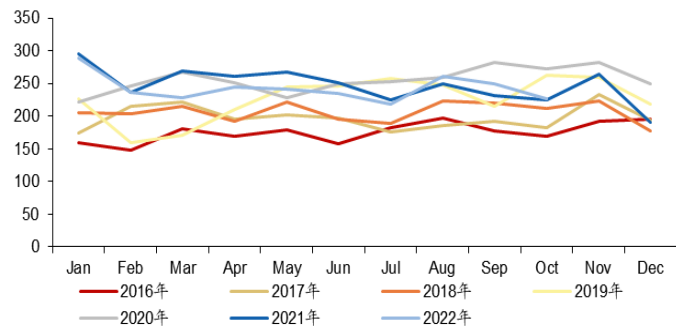
浆价: 针叶浆略松动, 阔叶浆仍坚挺。根据卓创资讯, 针叶浆外盘最新报价 948 美元/吨 (较 22 年以来最高点-58 美金), 价格略回落, 阔叶浆外盘最新报价 794 美元/吨 (持平), 纸浆高位略整理, 纸企盈利承压需求萎缩抑制涨价。

图6: 针叶、阔叶浆价格走势 (美元/吨)



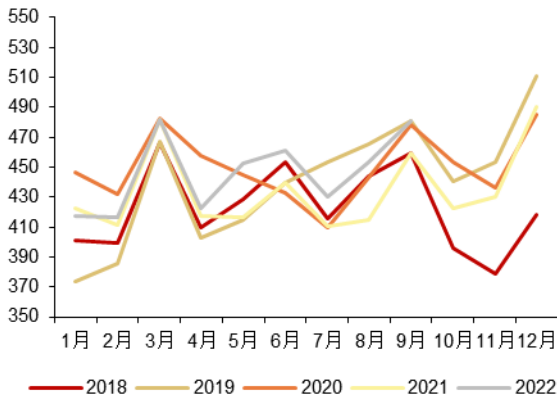
资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

图7: 中国纸浆进口量 (万吨)



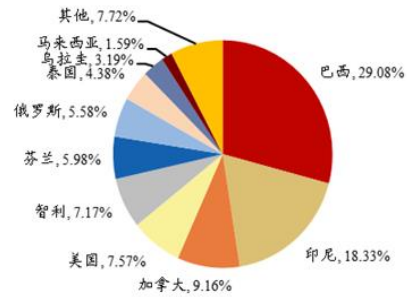
资料来源: 纸视界, 浙商证券研究所

图8: 全球纸浆发运量 (万吨)



资料来源: PPC, 浙商证券研究所

图9: 2022年9月纸浆进口国分布 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2 纸企总体盈利承压，静待明年盈利反弹

仙鹤纸浆自给率大于五洲。 预计 22/23/24 仙鹤有 10/27.5/115 万吨浆产能，对应造纸产能为 190/300/385 万吨，纸浆自给率分别为 5.50%/9.58%/31.21%；预计 23 年底五洲特纸 30 万吨供给食品包装纸的化机浆可部分投产，可实现约 3.99%的纸浆自给率。木浆是纸企核心原料。短期看，浆自给率低可充分享有 23 年低价商品浆红利；长期看，浆自给率高可有效平滑浆价大幅波动对盈利的冲击。

表2: 仙鹤股份、五洲特纸纸浆自给率 (万吨, %)

	仙鹤股份			五洲特纸		
	纸产能	浆产能	纸浆自给率	纸产能	浆产能	纸浆自给率
2019	82.25	5	6.35%	99.7	0.0	-
2020	93.85	10	11.13%	104.7	0.0	-
2021	120.11	10	8.70%	134.7	0.0	-
2022E	190.11	10	5.50%	134.7	0.0	-
2023E	300.11	27.5	9.58%	150.0	7.0	3.99%
2024E	385.11	115	31.21%	138.4	30.0	18.53%
最终	415.1	145.0	36.50%	842.4	280.0	28.42%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所 注: 假设仙鹤 1 吨纸用 1.1 吨浆, 产能利用率为 95%; 假设五洲 1 吨纸用 0.9 吨浆, 产能利用率为 95%, 华旺、维达、洁柔暂未有纸浆投产计划

仙鹤股份: 周期性较明显, 22Q3 较 Q2 有所修复。21H1 低价木浆库存下超额盈利, 21Q3 开始高价浆陆续反应+能源成本高位开始盈利向下, 22Q1 盈利触底, 22Q2 逐步提价盈利有所修复, 22Q3 盈利能力中枢综合向上修复; 预计 23 年将充分受益浆价下跌, 开启盈利向上周期。

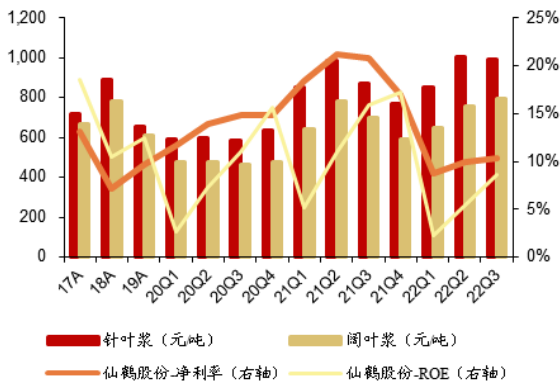
华旺科技: 木浆贸易补充, 虽有周期波动但成本综合管控良好、盈利相对稳定。复盘华旺科技历史表现, 浆价低位时造纸盈利兑现较好; 受益于木浆贸易业务, 22H1 有一定低价浆库存, 在浆价高位时有效平滑成本压力, 且外售盈利能力较好。

五洲特纸：食品白卡龙头，其中食品白卡定价趋势与大宗白卡关联度较高，周期性较为明显。21H1/22H1 低价木浆库存下盈利表现平稳，22Q3 低价浆库存消耗殆尽，盈利中枢下移。

维达国际：历史周期波动较大，伴随高端化产品占比提升近年周期波动有所减弱（22 年高端纸品已达 35%）；21H1 低价木浆库存下盈利较好，21H2 高价浆反应叠加行业竞争激烈下盈利承压；22Q1-Q3 浆价仍高，产品有所提价，预计 23 年初纸浆回落盈利弹性较大。

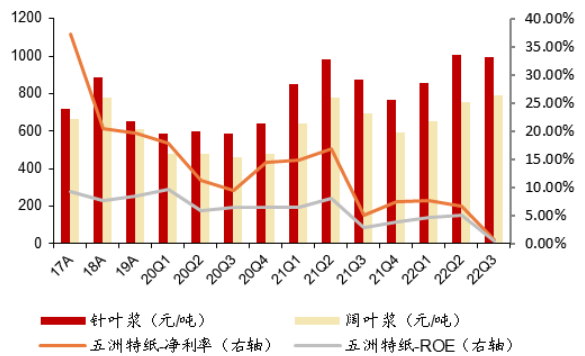
中顺洁柔：早期依赖高端化+规模效应提升，周期性较弱且盈利能力持续抬升；21H1 低价库存浆毛利率高位企稳，但内部战略调整下费用率提升，21Q2 开始盈利下行、21Q3 起高价浆反应且竞争格局激烈下价格策略激进，盈利持续下探；22Q1-Q3 提价已有落地、费率开始企稳，预期利润率底部基本确立。

图10：仙鹤股份浆价 vs 净利率、ROE（元/吨，%）



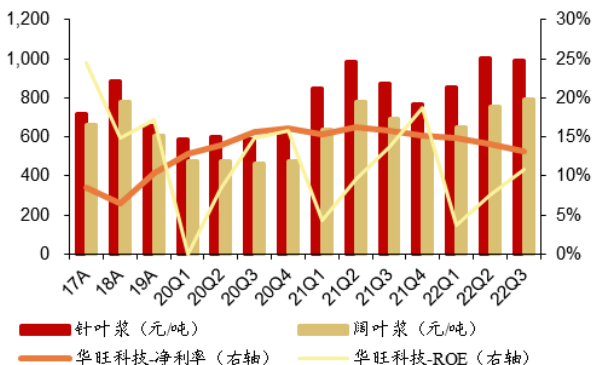
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图11：五洲特纸浆价 vs 净利率、ROE（元/吨，%）



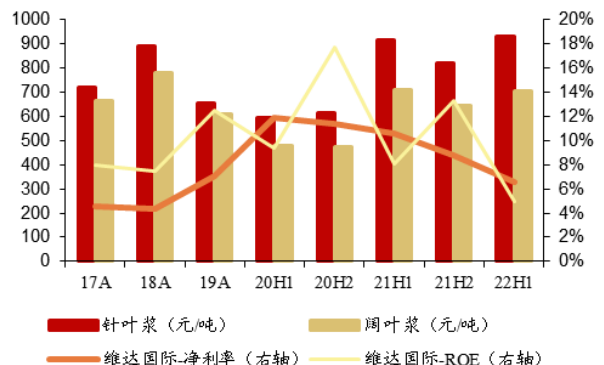
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图12：华旺科技浆价 vs 净利率、ROE（元/吨，%）



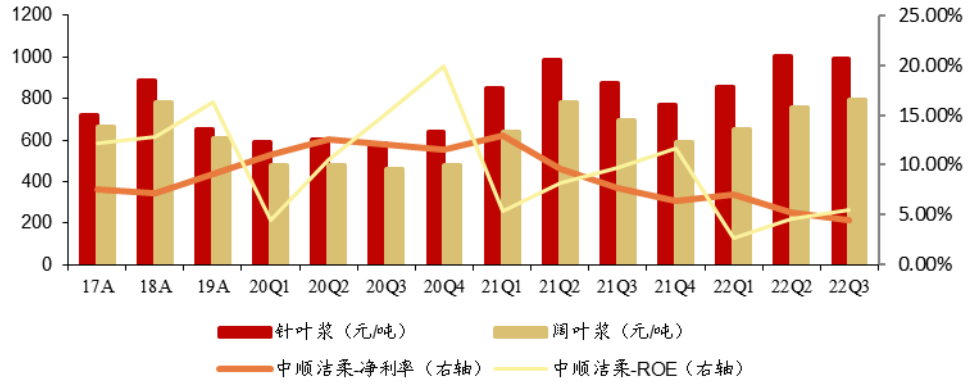
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图13：维达国际浆价 vs 净利率、ROE（元/吨，%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图14: 中顺洁柔浆价 vs 净利率、ROE (元/吨, %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3 投资建议: 关注特种纸龙头五洲、仙鹤、华旺, 生活纸龙头维达、洁柔

毛利率弹性五洲>华旺>洁柔>仙鹤>维达, 净利率弹性五洲>仙鹤>华旺>维达>洁柔。在浆价-10%、汇率维持 7.0 的基础假设下: 浆价每降低 10%, 洁柔 23 年毛利率将上升 4.81pct、净利率将上升 0.83pct; 维达国际毛利率将上升 3.87pct, 净利率将上升 0.96pct, 仙鹤毛利率将上升 4.46pct、净利率将上升 3.95pct; 五洲毛利率将上升 7.65pct, 净利率将上升 4.68pct; 华旺毛利率将上升 5.08pct, 净利率将上升 3.53pct。

浆价有望于 23 年初开始回落, 特种纸推荐**五洲特纸**(食品卡龙头, 下游需求稳健, 新增产能释放)、**仙鹤股份**(特种纸龙头, 产品结构丰富, 深度绑定下游客户)、**华旺科技**(包装原纸龙头, 新增产能有序投产)。

生活纸龙头推荐**中顺洁柔**(提价有序落地、费率企稳, 木浆回落盈利改善弹性较大)、**维达国际**(生活纸龙一、电商绝对龙头, 高端化进展顺利)。

表3: 洁柔、维达、五洲、华旺、仙鹤浆价对应盈利弹性测算

		中顺洁柔						中顺洁柔			
毛利率预测		针叶浆及阔叶浆价格变动幅度				净利率YOY预测		针叶浆及阔叶浆价格变动幅度			
		0%	-10%	-20%	-30%			0%	-10%	-20%	-30%
美元兑人民币 汇率	6.80	34.09%	38.77%	43.44%	48.12%	美元兑人民币汇 率	6.80	5.85%	6.66%	7.46%	8.26%
	6.90	33.40%	38.15%	42.89%	47.64%		6.90	5.73%	6.55%	7.36%	8.18%
	7.00	32.71%	37.53%	42.34%	47.16%		7.00	5.62%	6.44%	7.27%	8.10%
	7.10	32.03%	36.91%	41.79%	46.68%		7.10	5.50%	6.34%	7.18%	8.01%
	7.20	31.34%	36.29%	41.24%	46.19%		7.20	5.38%	6.23%	7.08%	7.93%

		维达国际						维达国际			
毛利率预测		针叶浆及阔叶浆价格变动幅度				净利率YOY预测		针叶浆及阔叶浆价格变动幅度			
		0%	-10%	-20%	-30%			0%	-10%	-20%	-30%
美元兑人民币 汇率	6.80	26.25%	30.01%	33.77%	37.52%	美元兑人民币元汇 率	6.80	6.50%	7.43%	8.37%	9.30%
	6.90	25.70%	29.51%	33.32%	37.14%		6.90	6.37%	7.31%	8.26%	9.20%
	7.00	25.14%	29.01%	32.88%	36.75%		7.00	6.23%	7.19%	8.15%	9.10%
	7.10	24.59%	28.52%	32.44%	36.36%		7.10	6.09%	7.06%	8.04%	9.01%
	7.20	24.04%	28.02%	32.00%	35.98%		7.20	5.96%	6.94%	7.93%	8.91%

		五洲特纸						五洲特纸			
毛利率预测		针叶浆及阔叶浆价格变动幅度				净利率YOY预测		针叶浆及阔叶浆价格变动幅度			
		0%	-10%	-20%	-30%			0%	-10%	-20%	-30%
美元兑人民币 汇率	6.80	5.57%	13.00%	20.43%	27.87%	美元兑人民币元汇 率	6.80	3.40%	7.95%	12.50%	17.05%
	6.90	4.47%	12.02%	19.56%	27.10%		6.90	2.74%	7.35%	11.96%	16.58%
	7.00	3.38%	11.03%	18.68%	26.34%		7.00	2.07%	6.75%	11.43%	16.11%
	7.10	2.29%	10.05%	17.81%	25.57%		7.10	1.40%	6.15%	10.89%	15.64%
	7.20	1.19%	9.06%	16.94%	24.81%		7.20	0.73%	5.54%	10.36%	15.17%

		华旺科技						华旺科技			
毛利率预测		针叶浆及阔叶浆价格变动幅度				净利率YOY预测		针叶浆及阔叶浆价格变动幅度			
		0%	-10%	-20%	-30%			0%	-10%	-20%	-30%
美元兑人民币 汇率	6.80	28.37%	33.31%	38.25%	43.19%	美元兑人民币元汇 率	6.80	19.69%	23.12%	26.54%	29.97%
	6.90	27.65%	32.66%	37.67%	42.68%		6.90	19.19%	22.66%	26.14%	29.62%
	7.00	26.92%	32.00%	37.09%	42.17%		7.00	18.68%	22.21%	25.74%	29.27%
	7.10	26.19%	31.35%	36.51%	41.66%		7.10	18.18%	21.76%	25.33%	28.91%
	7.20	25.47%	30.70%	35.93%	41.15%		7.20	17.67%	21.30%	24.93%	28.56%

		仙鹤股份						仙鹤股份			
毛利率预测		针叶浆及阔叶浆价格变动幅度				净利率YOY预测		针叶浆及阔叶浆价格变动幅度			
		0%	-10%	-20%	-30%			0%	-10%	-20%	-30%
美元兑人民币 汇率	6.80	30.56%	34.89%	39.23%	43.56%	美元兑人民币元汇 率	6.80	23.23%	27.07%	30.91%	34.75%
	6.90	29.92%	34.32%	38.72%	43.12%		6.90	22.66%	26.56%	30.46%	34.36%
	7.00	29.28%	33.74%	38.21%	42.67%		7.00	22.10%	26.05%	30.01%	33.96%
	7.10	28.65%	33.17%	37.70%	42.22%		7.10	21.53%	25.55%	29.56%	33.57%
	7.20	28.01%	32.60%	37.19%	41.78%		7.20	20.97%	25.04%	29.10%	33.17%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表4: 仙鹤、华旺、五洲产能规划表 (万吨, %)

仙鹤股份	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
造纸设计产能	82.25	93.85	120.11	150	180	240	280
造纸设计产能增量		11.6	26.26	29.89	30	60	40
造纸设计产能 YoY		14%	28%	25%	20%	33%	17%
纸浆产能	5	10	10	10	20	80	110
华旺科技	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
造纸设计产能	15	22	22	27	45	60	75
造纸设计产能增量	0	7	0	5	18	15	15
造纸设计产能 YoY		47%	0%	23%	67%	33%	25%
其中: 装饰原纸	15	22	22	27	35	35	35
其中: 特种纸	0	0	0	0	10	25	40
五洲特纸	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
造纸设计产能	47	54	85	135	155	205	-
造纸设计产能增量		7	31	50	20	50	-
造纸设计产能 YoY		15%	57%	59%	15%	32%	-

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4 风险提示

浆价下降不及预期; 需求不及预期; 纸价提涨不及预期

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“本公司”）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>