

## 从雨露均沾到结构分化，探讨浆价下行后的演绎

2022 年 11 月 18 日

► **前期全球供需错配，纸浆价格处于历史高位。**纸浆作为全球大宗商品，海外需求持续超预期，主因：1) 欧美于 2022 年后逐步放开防疫管控，疫后消费增加；2) 欧美政府加大政策补贴，如美国政府累计发放了 10 万亿以上美元；3) 欧美前期货币宽松，如 10 年期美债在 2020-2021 年持续处于 2000 年以来低位；同时供给端受到供应链、罢工等影响，新产能鲜有扩出。受此影响，浆企处于高盈利状态：Suzano 是全球最大浆企，2022H1 公司净利润更是达到 20 亿美元，高于历史任何一年的全年利润，年化 ROE 为 107%。**高额盈利纸浆产能立项增加，不过考虑产能从立项到达产需要两年时间，故目前尚无新产能释放。**

► **多因素共振，2023 年浆价逐步下行可期。****供给方面：**Arauco 的 156 万吨智利产能原先规划 2021H2 投产，其后因疫情和卡车司机罢工等一直延期，不过我们最近观察到变化：1) UPM 的 210 万吨新建产能提前到 2023 年 3 月投产；2) Arauco 当地新建产能已取得 97.5% 的进展，或在 11 月投产。虽然 Arauco 投产不排除继续延期，不过考虑竞争对手的投产进度，无论出于市场抢占或获取高额盈利考量，行业在未来 2 个季度或有接近 400 万吨阔叶浆产能投放（占阔叶浆需求量 10%+）。**需求方面：**国内受疫情影响，造纸需求整体偏弱；欧美 PMI 数据逐月下行，根据卓创数据，铜版纸/双胶纸/白卡纸开工率为 70%/67%/70%。我们预计当前浆价处于不合理水平，产能释放带来价格下行。

► **一半清醒一半醉，冷静看待纸浆下行行情。**通过复盘 08Q4-09Q1、11Q2-11Q3、14Q2、18Q4-19Q3 这四个纸浆大幅下行时间窗口，在浆价大幅下行周期，无论浆自给率高低，纸企盈利水平均有明显涨幅，主因纸浆作为弱周期产品，在每一轮商品下行周期中浆价变化普遍滞后于其他商品，故当纸浆大幅下行周期，CRB 指数和 PPI 已经出现明显回落并伴随流动性出现拐点。我们认为纸浆下行周期，纸企股价第一波上涨的驱动力为市场流动性。不过在经济景气周期下行背景下，浆价下跌同时会伴随纸价跟跌，故收益持续性若被证伪后通常会紧跟一轮股价回调；除了部分品类：如 14 年和 18 年的中顺洁柔，其凭借持续成长性和终端价格韧性，回调幅度较小甚至没有回调。从中期看，纸企更大的机会多来自浆纸双底后的顺周期行情。

► **投资建议：**基于对纸浆价格下行判断，以及市场流动性增加，纸企或普遍受益。对纸浆行业首次评级，给予“推荐”评级。重点关注估值低位且需求韧性&盈利稳定性强的企业：太阳纸业、中顺洁柔、仙鹤股份、晨鸣纸业等行业龙头。

► **风险提示：**1) 国内外需求低于预期；2) UPM 以及 Arauco 扩产继续延后。

推荐

首次评级



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

# 目录

|                               |           |
|-------------------------------|-----------|
| <b>1 写在前面的话：浆价下行，一致预期与预期差</b> | <b>3</b>  |
| <b>2 前期全球供需错配，纸浆价格处于历史高位</b>  | <b>4</b>  |
| 2.1 海外疫后复苏叠加流动性宽松，纸浆需求阶段性向好   | 5         |
| 2.2 新产能投建不及预期带来行业被动补库         | 6         |
| 2.3 浆价处历史高位，浆企盈利高企            | 8         |
| <b>3 多因素共振，2023 年浆价逐步下行可期</b> | <b>10</b> |
| 3.1 全球经济景气承压，不过不构成纸浆下跌关键逻辑    | 10        |
| 3.2 新增产能只会迟到不会缺席，浆价回调可期       | 12        |
| <b>4 复盘：纸浆价格下降纸企迎来普涨行情</b>    | <b>14</b> |
| <b>5 投资建议</b>                 | <b>22</b> |
| <b>6 风险提示</b>                 | <b>23</b> |
| <b>插图目录</b>                   | <b>24</b> |
| <b>表格目录</b>                   | <b>24</b> |

# 1 写在前面的话：浆价下行，一致预期与预期差

根据 wind 数据，截至 2022 年 10 月，针叶/阔叶浆报价分别为 966/860 美元/吨，处于历史高位（近 5 年价格中枢分别为 823/720 美元/吨），基本面方面 1) 全球整体用浆需求持续承压；2) 行业新投产产能逐步释放，**我们预计远期纸浆价格存在明显调整空间。**

图1：针叶浆&阔叶浆价格持续处于较高水平（单位：美元/吨）



资料来源：中纸在线，民生证券研究院

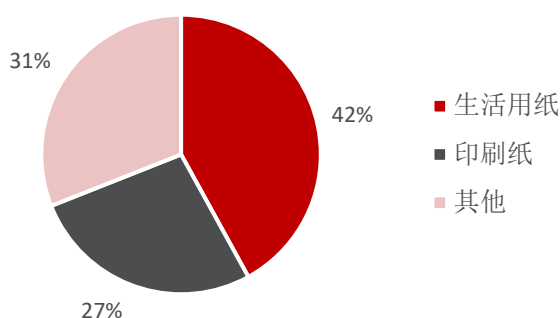
此外我们更多探讨：**未来浆价若大幅下行，所观察的 Trigger 来源于何？复盘浆价大幅下行窗口（备注：参考 19Q1/15Q4/14Q2/08Q4），高浆自给率或低浆自给率纸企存在普涨行情？从半年视角，什么样的企业才能跑出相对竞争优势？**主要结论为：

- 1) 纸浆需求锚定消费品，需求波动不大，新产能大幅投产是带动浆价下行的关键；
- 2) 纸浆作为后周期品，其下跌时点通常处于商品周期的尾声（滞后于如铁矿石、铝锭等强周期性商品下跌），并伴随流动性拐点出现，资金因素是驱动普涨行情的关键；
- 3) 半年维度纸企走势存在分化，盈利稳定性和成长持续性是关键，反之若浆价下行后纸价跟跌，纸企股价随之调整。

## 2 前期全球供需错配，纸浆价格处于历史高位

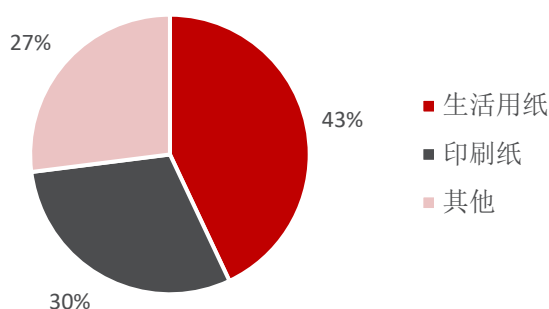
**分类目：木浆下游以消费品为主，跟全球消费景气度挂钩。**2019 年我国针叶浆/阔叶浆下游需求中生活用纸分别占比 42%/43%。**相比于其他周期品，造纸整体需求直接或间接锚定消费：**除了生活纸直接面向消费外，2021 年瓦楞纸下游前五名分别是电子/饮料/食品/日化/快递，分别占比为 26%/21%/20%/13%/13%；2020 年双铜纸下游需求主要来自画册、单页和教材教辅，合计占比为 56%。

图2：2019 年中国针叶浆下游需求



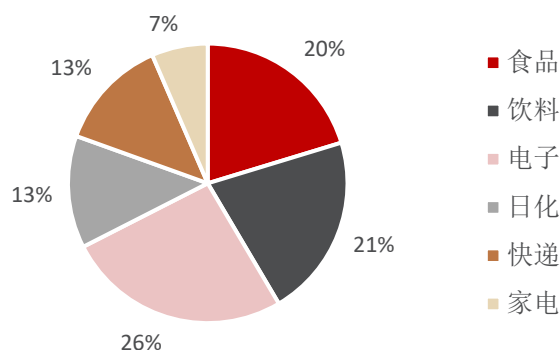
资料来源：纸引未来，民生证券研究院

图3：2019 年中国阔叶浆下游需求



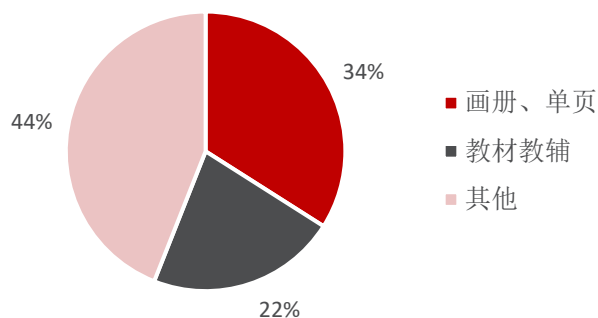
资料来源：纸引未来，民生证券研究院

图4：2021 年瓦楞纸箱需求



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

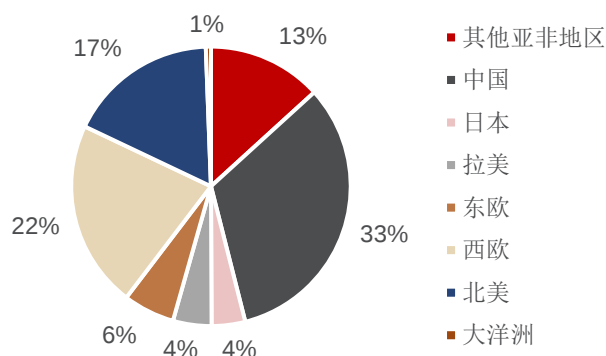
图5：2020 年双铜纸下游需求



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

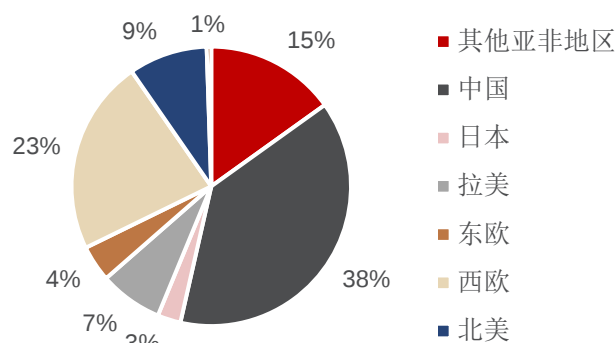
**分国别：纸浆是全球性商品，中国需求占比仅 35%左右。**2021 年中国商品针叶浆/阔叶浆需求分别为 818.9/1397.4 万吨，占全球商品针叶浆/阔叶浆需求的 33%/38%，是全球最大的商品纸浆需求国。除了中国外，如西欧/北美对商品纸浆亦有较大需求，分别商品针叶浆和阔叶浆总需求的 22%/17%和 23%/9%。**纸浆作为全球需求的大宗商品，且下游需求和经济紧密相关，我们看到浆价和全球 PMI 存在明显关联关系。**

图6：2021 年全球商品针叶浆需求情况



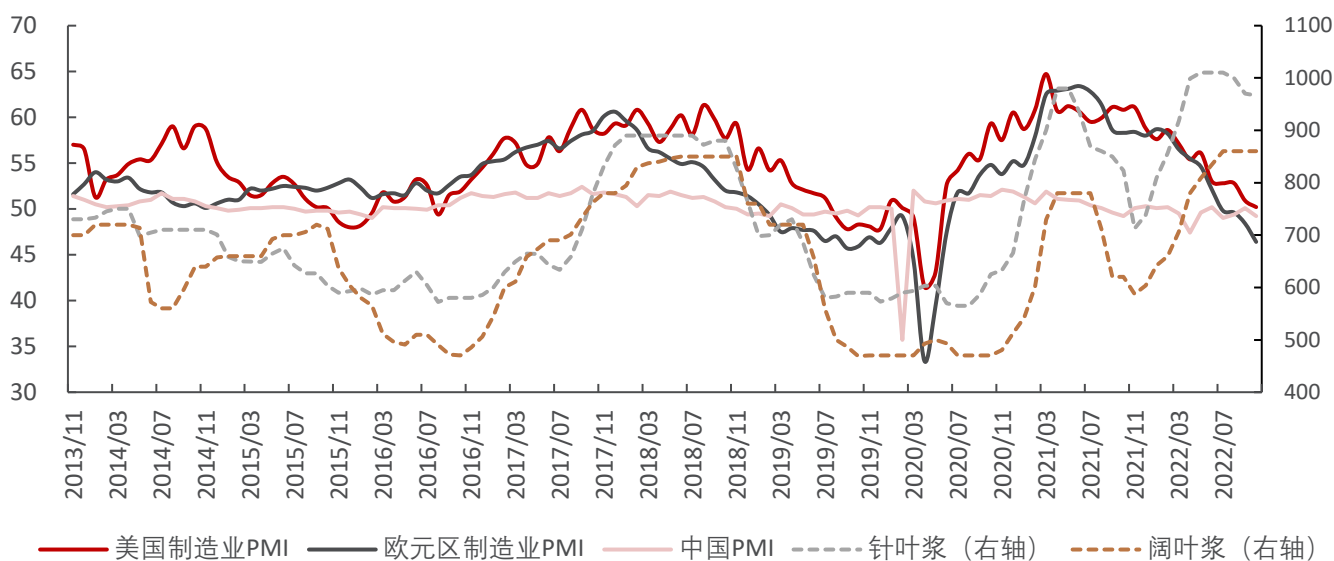
资料来源：Hawkins Wright《全球纸浆供应与中国需求格局的分化与重构》，民生证券研究院

图7：2021 年全球商品阔叶浆需求情况



资料来源：Hawkins Wright《全球纸浆供应与中国需求格局的分化与重构》，民生证券研究院

图8：浆价与全球 PMI 指数变化趋势相同（右轴单位：美元/吨）

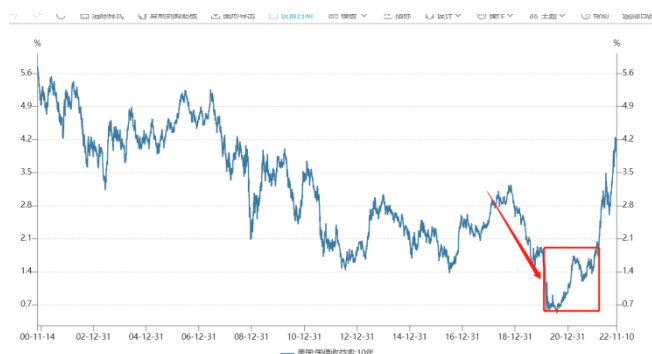


资料来源：wind，中纸在线，国家统计局，民生证券研究院

## 2.1 海外疫后复苏叠加流动性宽松，纸浆需求阶段性向好

**欧美市场，疫后复苏叠加经济刺激，需求高景气。**1) 欧美市场放开带来线下消费景气上行：2022年6月美国疫情管控放开、2022年1月欧洲取消新冠限制，前期疫情对需求的压制逐步消除。2) 欧美政府加大政策补贴，如美国政府累计已经发放了10万亿以上美元；3) 海外流动性进入宽松周期，如10年期美债收益率在2020-2021年持续处于2000年以来低位，**受此推动，欧美需求持续上行并推动PMI处于高位。**

图9：2020-2021 年美国货币政策宽松，刺激需求



资料来源：wind，民生证券研究院

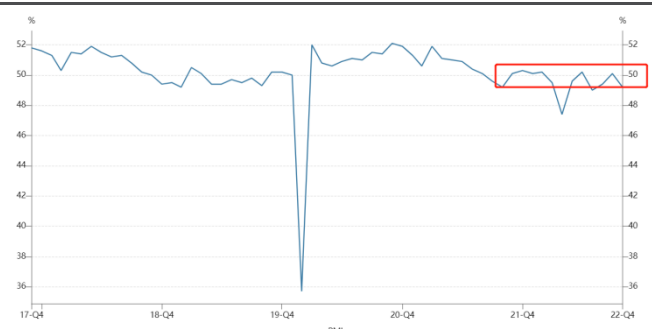
图10：20Q4-22Q4 美国/欧元区 PMI 处于较高水平



资料来源：wind，民生证券研究院

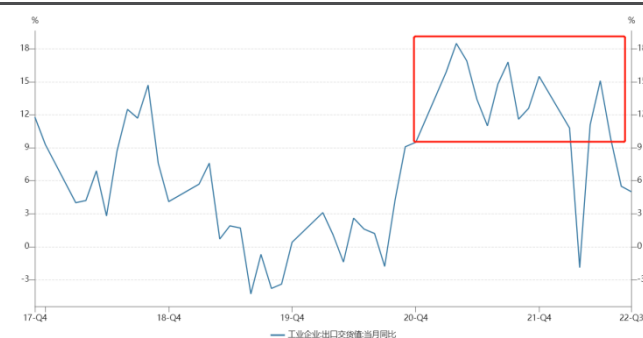
**中国市场相对稳定。**国内市场虽受疫情影响阶段性承压，不过受益于出口高景气，2022 年国内 PMI 维持在 50 分位线上下波动；国内纸浆需求维持相对稳定水平。

图11：2021 年以来中国 PMI 窄幅波动



资料来源：wind，民生证券研究院

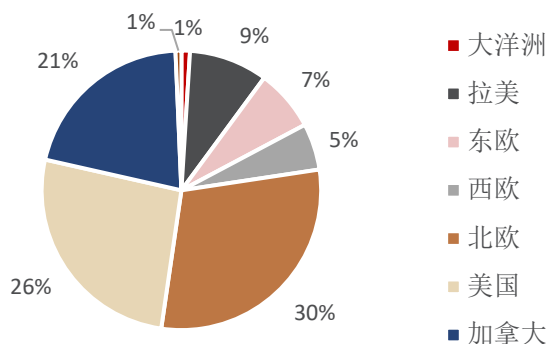
图12：工业企业出口交货值当月同比



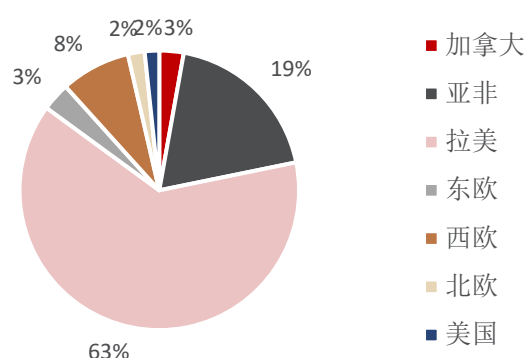
资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.2 新产能投建不及预期带来行业被动补库

**中国林木资源相对匮乏，纸浆供给关注海外产能投建。**截至 2022 年 9 月，北欧/美国/加拿大/东欧/西欧商品针叶浆产能分别为 839/741/588/202/152 万吨，分别占全球商品针叶浆产能的 30%/26%/21%/7%/5%；另外截至 2022 年 9 月，拉美商品阔叶浆产能为 2470 万吨，占全球商品阔叶浆产能的 63%，中国不生产商品浆，故纸浆供给更多关注海外产能变化。（备注：纸浆产能为商品浆产能，不考虑自用浆）

**图13：截至 2022 年 9 月，全球商品针叶浆产能情况**


资料来源：Hawkins wright《全球纸浆供应与中国需求格局的分化与重构》，民生证券研究院

**图14：截至 2022 年 9 月，全球商品阔叶浆产能情况**


资料来源：Hawkins wright《全球纸浆供应与中国需求格局的分化与重构》，民生证券研究院

### 2020-2021 年行业无大型产能投产，多因素影响纸浆产能释放。

- **针叶浆：**加拿大受到极端天气影响，国家铁路运输产生中断，在此情况下，2022 年 1-8 月加拿大出口中国的针叶浆累计同比下降 25.2%；芬兰工人罢工时间不断延长，原定于 2022 年 4 月新投放的 120 万吨针叶浆产能临时取消；俄罗斯受俄乌冲突的影响，在 2022 年 7 月份停止了对中国的针叶浆出口。
- **阔叶浆：**Arauco MAPA 项目因为疫情以及智利卡车司机的罢工三次推迟开机投产，而 UPM 在乌拉圭的阔叶浆生产基地也因为疫情的原因推迟到 23 年 Q1 投产，两个公司合计影响了 366 万吨阔叶浆产能。

**表1：各国针叶浆产能减少情况**

| 区域  | 影响产能                           | 减产原因                          |
|-----|--------------------------------|-------------------------------|
| 加拿大 | 2022 年 8 月加拿大针叶浆出口中国同比减少 13.4% | 受到极端天气的影响，加拿大物流效率降低，部门工厂被迫减产。 |
| 芬兰  | 原预期新增 120 万吨取消                 | 工人罢工延长到 5 月 14 号              |
| 俄罗斯 | 占出口中国针叶浆比例超过 10%，停机检修时间明显增强    | 俄乌冲突影响，部分产能受到制裁而生产受限          |

资料来源：腾讯新闻等公开渠道，民生证券研究院整理

**表2：阔叶浆产能**

| 区域  | 影响产能   | 投产低预期原因          |
|-----|--------|------------------|
| 智利  | 156 万吨 | 受到疫情以及智利卡车司机罢工影响 |
| 乌拉圭 | 210 万吨 | 受到疫情影响投产周期不及预期   |

资料来源：《纸视界》，UPM 官网，民生证券研究院整理

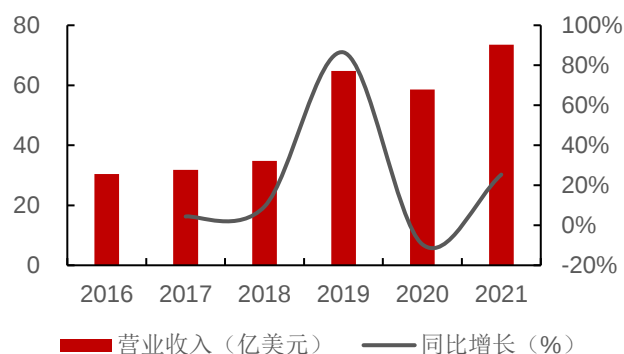
**库存：预期纸浆产线即将投产，库存量下降。**从 2021 年欧洲漂针木浆库存量一路向下，截至 2022 年 8 月库存量为 23 万吨，相比前期高点（2020Q4）下降 16%，主因市场预期 Arauco 新产能落地在即，主动降低库存储备。

**图15：欧洲漂针木浆库存量（单位：吨）**

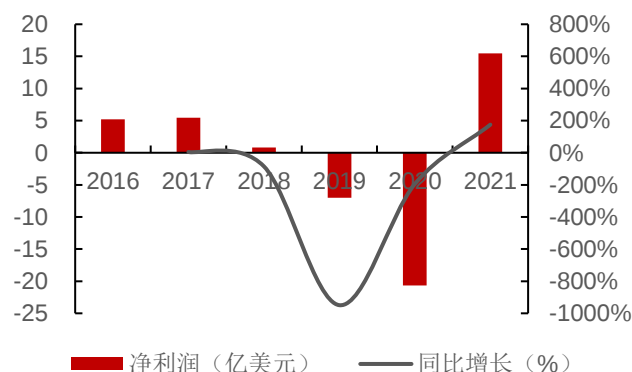

资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.3 浆价处历史高位，浆企盈利高企

供给紧张背景下，纸浆企业盈利水平达到历史高位。Suzano 是全球最大浆企之一，公司自 2019 年合并鹦鹉纸浆（Fibria）后纸浆产能超过 1000 万吨，纸张产能为 140 万吨。2021 年公司营业收入/归属净利润为 73.48/15.47 亿美元，净利润处于过去 20 年以来最高点；2022H1 公司净利润更是达到 20 亿美元，高于历史任何一年的全年利润，年化 ROE 为 107%。高额盈利下，我们看到全球纸浆正快速立项，不过考虑产能从立项到达产需要两年时间，故目前尚无新产能释放。

**图16：SUZANO 营业收入**


资料来源：suzano 公司公告，民生证券研究院

**图17：SUZANO 净利润**


资料来源：suzano 公司公告，民生证券研究院

表3：全球商品浆产能计划表

| 地区  | 公司      | 品种      | 预计投产时间          | 产能（万吨） |
|-----|---------|---------|-----------------|--------|
| 智利  | Arauco  | 阔叶浆     | 2022Q4          | 156    |
| 乌拉圭 | UPM     | 阔叶浆     | 2023Q1          | 210    |
| 芬兰  | Metsa   | 阔叶浆&针叶浆 | 2023Q3          | 150    |
| 巴西  | Suzano  | 阔叶浆     | 2024H2          | 230    |
| 巴拉圭 | Paracel | 阔叶浆     | 2024 年底-2025 年初 | 180    |
| 巴西  | Arauco  | 阔叶浆     | 2028 年初         | 250    |

资料来源：《纸业网》、《纸视界》、UPM 官网、《纸箱微视界》、《生活用纸杂志》、《中国纸业传媒》，  
民生证券研究院整理

## 3 多因素共振，2023 年浆价逐步下行可期

### 3.1 全球经济景气承压，不过不构成纸浆下跌关键逻辑

**美国存在衰退可能，消费者信心下降。**根据美国密歇根大学消费者信心指数来看，目前美国消费者展现出了极大的恐慌，美国核心通胀率达到 6.61% 已经是近 20 年最高点，远超 2008 年金融危机时期。根据德意志银行报告数据，预计美国物价压力持续升高，并在五年内徘徊在这一水平附近。

图18：美国密歇根大学消费者信心指数



资料来源：wind，民生证券研究院

图19：美国核心通胀率



资料来源：Trading Economics，民生证券研究院

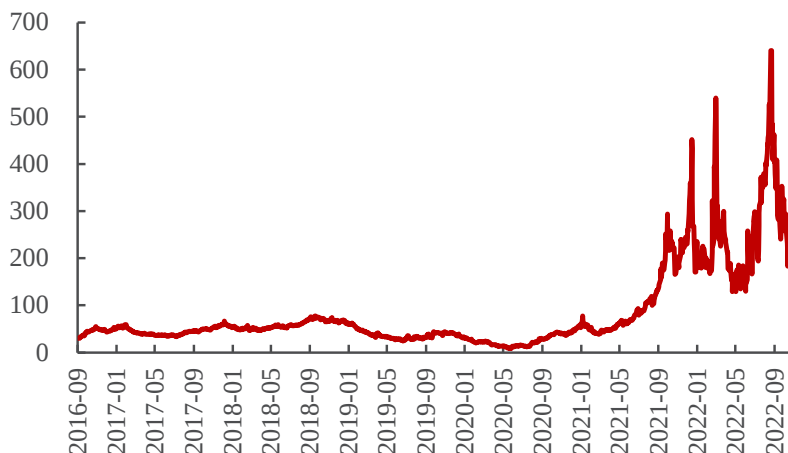
**美联储 6 次加息，美国内部消费疲软，经济增长承压。**在经历 2022 年美联储 6 次加息以后，目前联邦基金利率目标区间为 3.75%-4.00%，在此影响下 2022Q1/Q2，美国 GDP 分别下滑 1.6%/0.6%，而 Q3 GDP 虽然增加了 2.6%，但是 GDP 增长结构并不健康，出口扩张和进口下降对美国三季度 GDP 的贡献分别高达 1.6 和 1.1 个百分点，合计超过了三季度 GDP 增长，暴露美国内部服务/商品消费以及个人投资的疲软。

表4：2022 年美国加息时间表

| 时间   | 加息幅度 | 利率目标区间      |
|------|------|-------------|
| 3 月  | 25   | 0.75%~1.00% |
| 5 月  | 50   | 1.00%~1.25% |
| 6 月  | 75   | 1.50%~1.75% |
| 7 月  | 75   | 2.25%~2.50% |
| 9 月  | 75   | 3.00%~3.25% |
| 11 月 | 75   | 3.75%~4.00% |

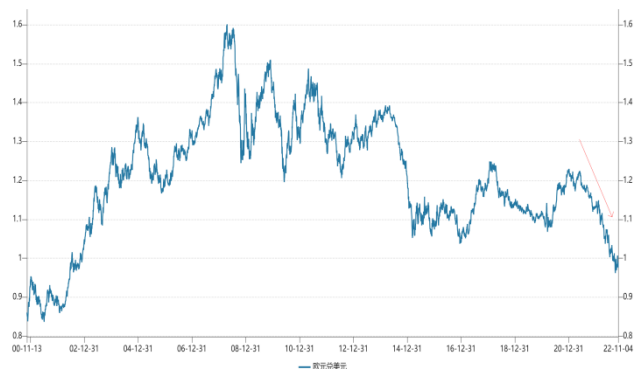
资料来源：美联储，民生证券研究院

**受俄乌冲突影响，能源推动纸价大幅上行，并对欧洲纸浆需求造成抑制。**2022 年 2 月俄乌正式开战以来，欧洲制裁俄罗斯导致欧洲地区能源涨价。欧洲领先的瓦楞包装巨头 Smurfit Kappa 也宣布在 2022 年 8 月减产约 3-5 万吨的生产。

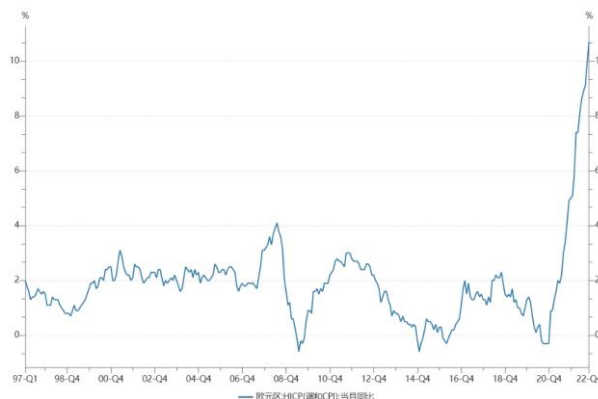
**图20：英国天然气价格（单位：便士/色姆）**


资料来源：wind，民生证券研究院

**美联储加息导致欧洲衰退。**欧元对美元汇率持续下跌，今年9月曾创下近20年新低，部分成员国政府债券收益率上升，增加了欧洲政府的借贷成本。欧盟统计局10月31日公布的初步数据显示，欧元区10月通胀率达10.7%，再次创下历史新高。虽然欧洲已经三度加息，但是并不能阻挡资本外流，同时欧元区核心CPI增长较快，物价上升压力较大，随着欧元贬值居民实际消费力不断降低。

**图21：欧元兑美元**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图22：欧元区核心CPI**


资料来源：wind，民生证券研究院

**表5：2022年欧洲央行加息时间表**

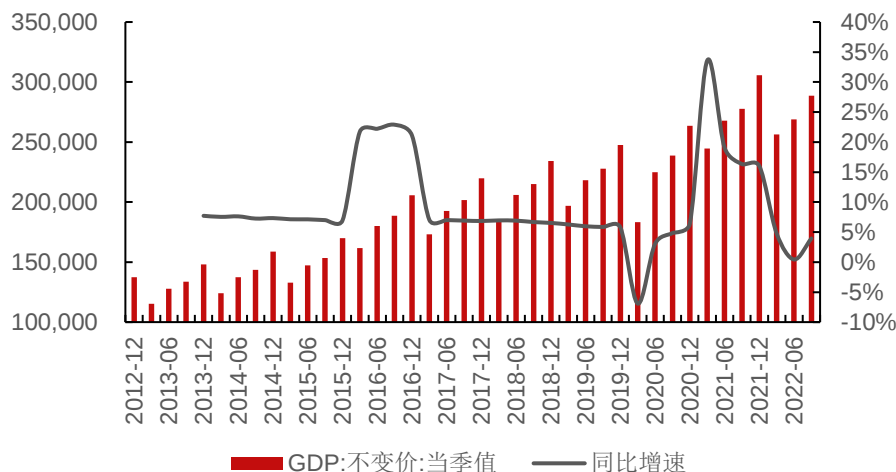
| 时间  | 加息幅度 | 变动后利率 |
|-----|------|-------|
| 7月  | 50   | 0.50% |
| 9月  | 75   | 1.25% |
| 10月 | 75   | 2.00% |

资料来源：欧洲央行，民生证券研究院

**受疫情影响，国内需求阶段性承压。**受全球疫情影响，我国经济增速放缓，2022年前三季度我国GDP仅增长3%，目前处于疫后复苏周期，但受制于我国动态清

零政策，经济增长受到一定掣肘，预计较难给纸浆需求造成一定弹性。

图23：中国 GDP 增速放缓



资料来源：wind，民生证券研究院

值得注意的是：纸浆需求是渐进式变化，而供给是脉冲式投放。目前纸浆终端需求逐月承压，不过因纸浆更多锚定消费端，变化相对缓慢，故无法构成浆价下行的核心因素；脉冲式投放的新产能对于压制浆价更为及时，若当期无新产能投放，预计纸浆在顶部停留周期会相对较长。

### 3.2 新增产能只会迟到不会缺席，浆价回调可期

**Arauco 产能投放在即，有望缓解纸浆供给压力。**2020 年疫情推迟动工导致 2021 年第一季度 Arauco 扩产计划第一次延期，并且在同年四季度因为卡车司机罢工第二次延期，2022Q1 因建筑公司拖延施工第三次延期。据智利当地媒体 10 月份报道，Arauco 当地新建产能已取得 97.5% 的进展，我们预计 Arauco MAPA 项目在 2022 年年底或 2023 年年初投产。

**UPM 新纸浆产线有望在 2023Q1 投产。**其新纸浆厂规划投产超过 210 万吨桉木纸浆的产能。据乌拉圭交通和公共工程部长赫维尔得知原本通过铁路运输纸浆到港口的方式将由陆运替代，新纸浆厂极有可能提前一个季度投产，我们预计 UPM 在乌拉圭未来的桉木浆年产量将达到 340 万吨左右。

图24：Arauco（下）&UPM（上）新产线投产情况



资料来源：《纸视界》等公开渠道，民生证券研究院整理

**2023Q1 双产线投产，提振纸浆供给侧。**预计明年一季度 UPM 以及 Arauco 新产

线投产，将向市场投入 366 万吨木浆产能，几乎占目前阔叶浆总产能的 10%，届时将加大改善木浆供给不足的情况，我们预计在 22 年年底或 23 年初纸浆价格将逐渐下行。

## 4 复盘：纸浆价格下降纸企迎来普涨行情

我们选取晨鸣纸业/太阳纸业/中顺洁柔/仙鹤股份历史走势进行复盘。主因：1、其分别为纸浆下游重点纸品中的龙头；2、太阳纸业/晨鸣纸业有较高的纸浆自给率而中顺洁柔/仙鹤股份基本没有自给纸浆。另外我们选取 2008~2009 年、2011 年底、2014~2015 年、2018~2019 年共四个浆价下行窗口，探讨浆价、纸企盈利、纸企市值的演绎。主要结论为：

1、纸企盈利变化滞后浆价变化 6 个月；2、浆价下行第一阶段，造纸企业存在普涨行情（涨幅和浆自给率关联不大）；3、半年维度纸企走势存在分化，盈利稳定性和成长持续性是关键。

**2008/11~2009/1：针叶浆/阔叶浆价格期间降幅为 20%/44%。**

**流动性情况：**2008/10/30 美债迎来拐点，到 2008/12/31 下降 1.76 pct，同期国债利率下行 0.32pct；

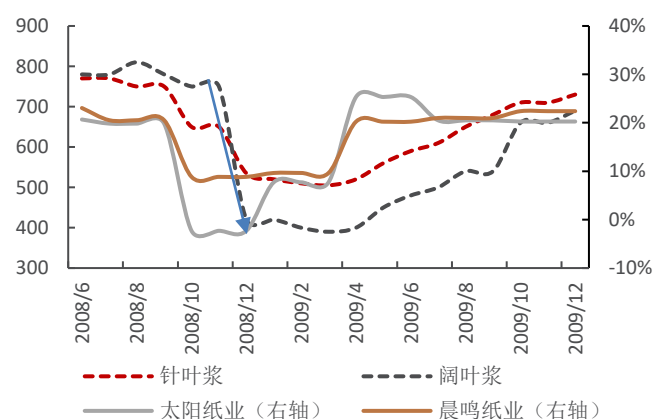
**毛利率情况：**2009Q2 晨鸣纸业/太阳纸业毛利率同比分别变化-2.8/+4.6pct。

**普涨区间：**2008/11~2008/12，晨鸣纸业/太阳纸业/沪深 300/造纸指数分别上涨 42%/54%/24%/40%。

**回调区间：**2008/12，晨鸣纸业/太阳纸业/沪深 300/造纸指数分别下滑 18%/23%/10%/16%。

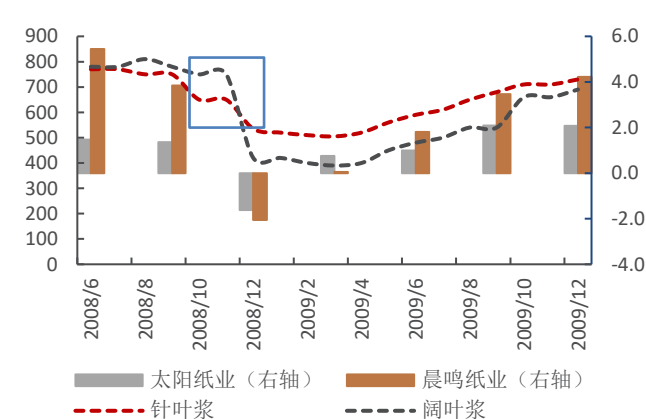
**总结：**2008 年 10 月底美债出现拐点，纸浆价格于 11 月应声下调，与此同时造纸行业进入普涨区间，在经历 1 个多月的牛市后纸企股价开始回调，但股价仍然高于上涨前的最低点。

**图25：纸企毛利率 VS 浆价 (2008-2009 年) 单位：美元/吨 (左)，% (右)**

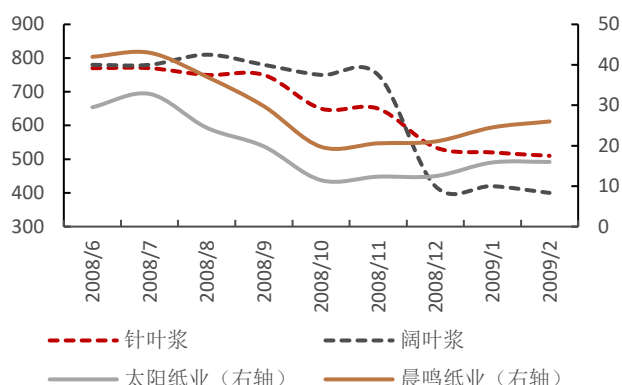


资料来源：wind，民生证券研究院

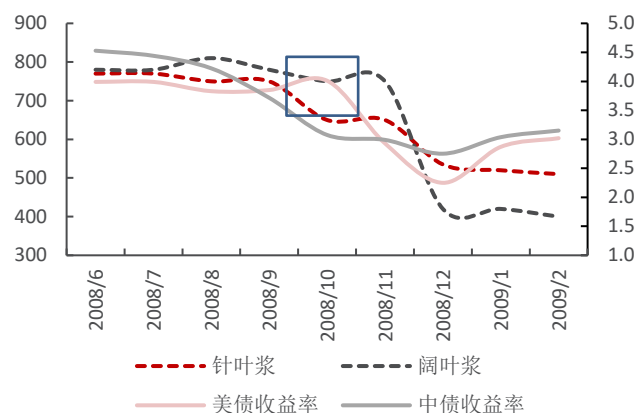
**图26：纸企净利润 VS 浆价 (2008-2009 年) 单位：美元/吨 (左)，亿元 (右)**



资料来源：wind，民生证券研究院

**图27：纸企股价 VS 浆价 (2008-2009 年) 单位：美元/吨 (左)，元 (右)**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图28：浆价/流动性拐点 (2008-2009 年) 单位：美元/吨 (左)，% (右)**


资料来源：wind，民生证券研究院

**表6：股价增长及回调幅度对比 (2008.11-2008.12, 元)**

| 2008.11.04~<br>2008.12.22 | 晨鸣纸业 | 太阳纸业 | 沪深 300 | 造纸指数   | 2008.12.22~<br>2008.12.31 | 晨鸣纸业 | 太阳纸业 | 沪深 300 | 造纸指数   |
|---------------------------|------|------|--------|--------|---------------------------|------|------|--------|--------|
| 最小                        | 18.2 | 10.6 | 1627.8 | 796.1  | 最小                        | 21.0 | 12.5 | 1817.7 | 936.7  |
| 最大                        | 25.8 | 16.7 | 2096.4 | 1154.7 | 最大                        | 25.8 | 16.3 | 2017.5 | 1117.7 |
| 区间收益率                     | 42%  | 54%  | 24%    | 40%    | 区间收益率                     | -18% | -23% | -10%   | -16%   |

资料来源：wind，民生证券研究院

**2011/6~2011/11：针叶浆/阔叶浆价格期间降幅为 23.7%/25.6%。**

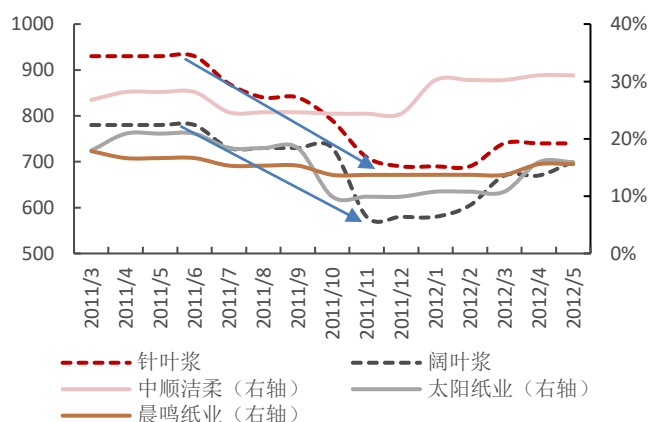
**流动性情况：**2011/6/30 美债出现拐点，到 2011/09/30 期间下降 1.26pct，同期国债利率下行 0.03pct。

**毛利率情况：**2012Q2 晨鸣纸业/太阳纸业/中顺洁柔毛利率分别同比变化-1.1/-5.0/+2.9pct。

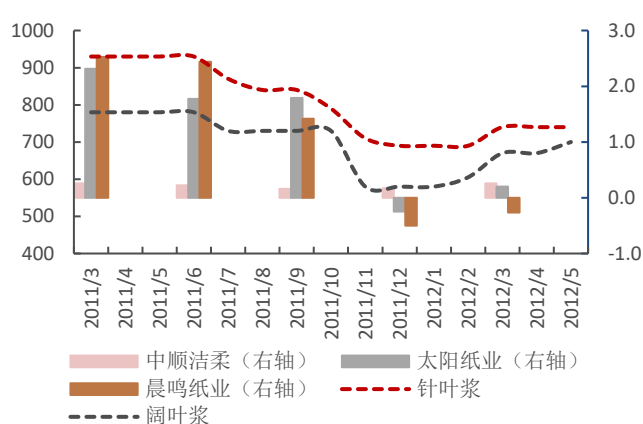
**普涨区间：**2011/10~2011/11，晨鸣纸业/太阳纸业/中顺洁柔/沪深 300/造纸指数分别上涨 6%/7%/11%/9%/10%。

**回调区间：**2011/11~2012/01，晨鸣纸业/太阳纸业/中顺洁柔/沪深 300/造纸指数分别下降 17%/20%/10%/9%/20%。

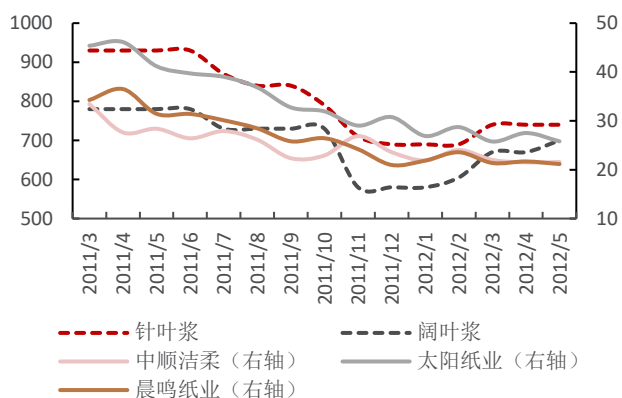
**阶段总结：**2010 年~2012 年为行业扩产周期，造纸企业资本支出普遍到达顶部，这一时间段为行业的筑底周期，因此我们注意到在这一波浆价下跌行情中，上市纸企股价回调后大多创阶段新低。

**图29：纸企毛利率 VS 浆价 (2011-2012 年) 单位：美元/吨 (左)，% (右)**


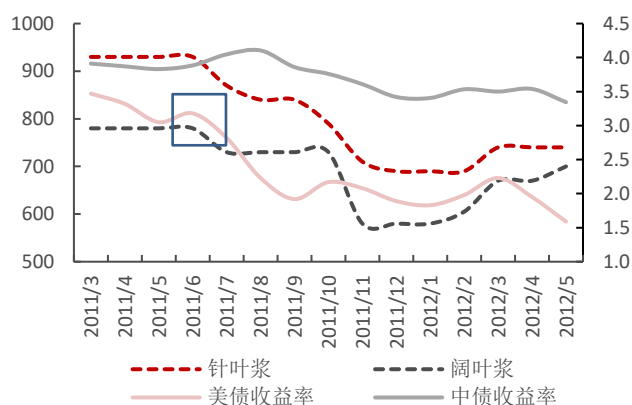
资料来源：wind，民生证券研究院

**图30：纸企净利润 VS 浆价 (2011-2012 年) 单位：美元/吨 (左)，亿元 (右)**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图31：纸企股价 VS 浆价 (2011-2012 年) 单位：美元/吨 (左)，元 (右)**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图32：浆价/流动性拐点 (2011-2012 年) 单位：美元/吨 (左)，% (右)**


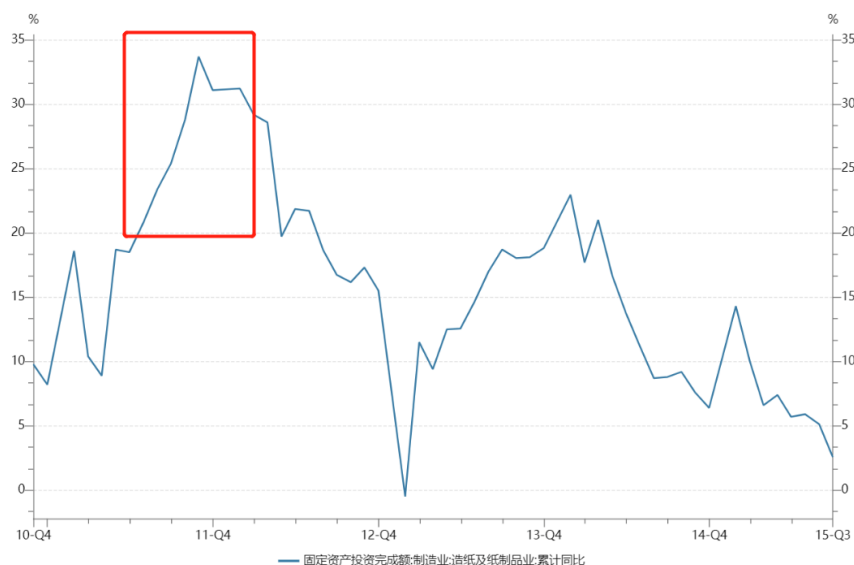
资料来源：wind，民生证券研究院

**表7：股价增长及回调幅度对比 (2011.10-2012.1, 元)**

| 2011.10.20~<br>2011.11.09 | 晨鸣<br>纸业 | 太阳<br>纸业 | 中顺<br>洁柔 | 沪深<br>300 | 造纸<br>指数 | 2011.11.09~<br>2012.01.20 | 晨鸣<br>纸业 | 太阳<br>纸业 | 中顺<br>洁柔 | 沪深<br>300 | 造纸<br>指数 |
|---------------------------|----------|----------|----------|-----------|----------|---------------------------|----------|----------|----------|-----------|----------|
| 最小                        | 25.2     | 30.5     | 21.7     | 2507.9    | 1674.3   | 最小                        | 20.4     | 26.6     | 21.18    | 2276.4    | 1403.8   |
| 最大                        | 26.9     | 33.4     | 24.5     | 2763.7    | 1851.0   | 最大                        | 26.9     | 33.4     | 27.5     | 2763.7    | 1866.6   |
| 区间收益率                     | 6%       | 7%       | 11%      | 9%        | 10%      | 区间收益率                     | -17%     | -20%     | -10%     | -9%       | -20%     |

资料来源：wind，民生证券研究院

图33：制造业固定资产投资完成额累计同比



资料来源：wind，民生证券研究院

**2014/4~2014/6：针叶浆/阔叶浆价格期间降幅为 6.0%/20.5%。**

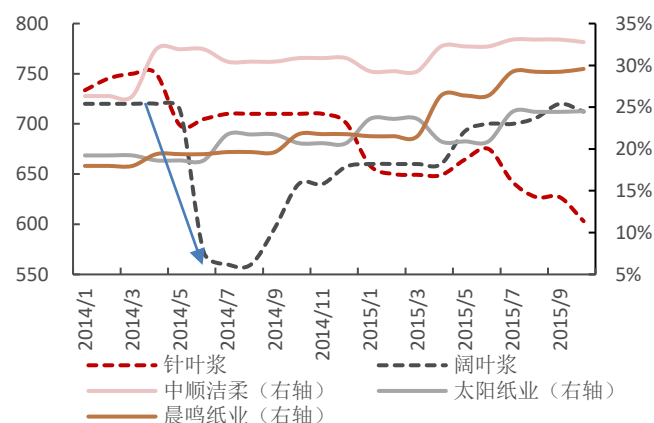
**流动性情况：**2014/9/30 美债出现拐点，到 2015/01/31 期间下降 0.84pct，同期国债利率下降 0.48pct。

**毛利率情况：**2015Q3 晨鸣纸业/太阳纸业/中顺洁柔毛利率分别同比提升 9.6/2.7/2.6pct。

**普涨区间：**2014/6~2014/7，晨鸣纸业/太阳纸业/中顺洁柔/沪深 300/造纸指数分别上涨 4%/9%/3%/0.5%/7%。

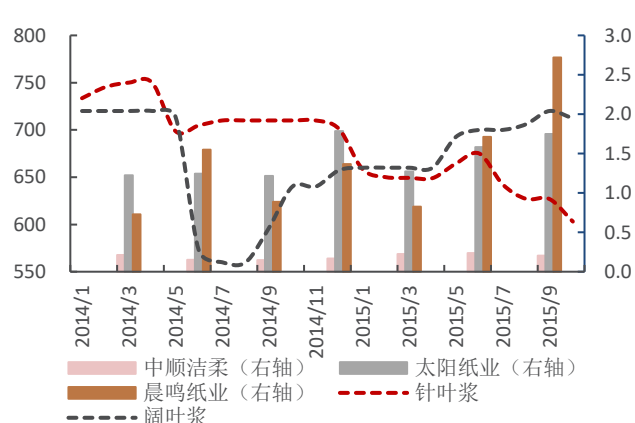
**回调区间：**2014/7，晨鸣纸业/太阳纸业/中顺洁柔/沪深 300/造纸指数分别下滑 2%/6%/1%/1%/2%。

图34：纸企毛利率 VS 浆价 (2014-2015 年) 单位：美元/吨 (左)，% (右)

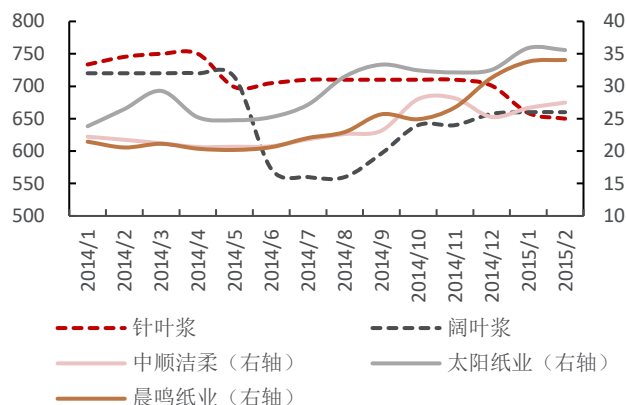


资料来源：wind，民生证券研究院

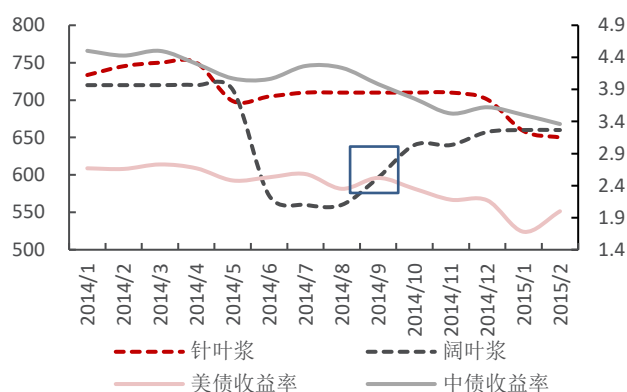
图35：纸企净利润 VS 浆价 (2014-2015 年) 单位：美元/吨 (左)，亿元 (右)



资料来源：wind，民生证券研究院

**图36：纸企股价 VS 浆价 (2014-2015 年) 单位：美元/吨 (左)，元 (右)**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图37：浆价/流动性拐点 (2014-2015 年) 单位：美元/吨 (左)，% (右)**


资料来源：wind，民生证券研究院

**表8：股价增长及回调幅度对比 (2014.6-2014.7, 元)**

| 2014.06.18~<br>2014.07.02 | 晨鸣<br>纸业 | 太阳<br>纸业 | 中顺<br>洁柔 | 沪深<br>300 | 造纸<br>指数 | 2014.07.02~<br>2014.07.10 | 晨鸣<br>纸业 | 太阳<br>纸业 | 中顺<br>洁柔 | 沪深<br>300 | 造纸<br>指数 |
|---------------------------|----------|----------|----------|-----------|----------|---------------------------|----------|----------|----------|-----------|----------|
| 最小                        | 19.6     | 23.6     | 19.9     | 2126.9    | 1513.9   | 最小                        | 20.3     | 25.4     | 20.7     | 2142.8    | 1608.4   |
| 最大                        | 20.7     | 26.9     | 21.0     | 2170.9    | 1651.1   | 最大                        | 20.7     | 26.9     | 21.0     | 2180.5    | 1645.4   |
| 区间收益率                     | 4%       | 9%       | 3%       | 0.5%      | 7%       | 区间收益率                     | -2%      | -6%      | -1%      | -1%       | -2%      |

资料来源：wind，民生证券研究院

**2018/11~2019/10：针叶浆/阔叶浆价格期间降幅为 28.7%/44.8%。**
**流动性情况：**2018/10/31 美债出现拐点，到 2019/06/30 期间下降 1.15pct，同期国债利率下降 0.28pct。

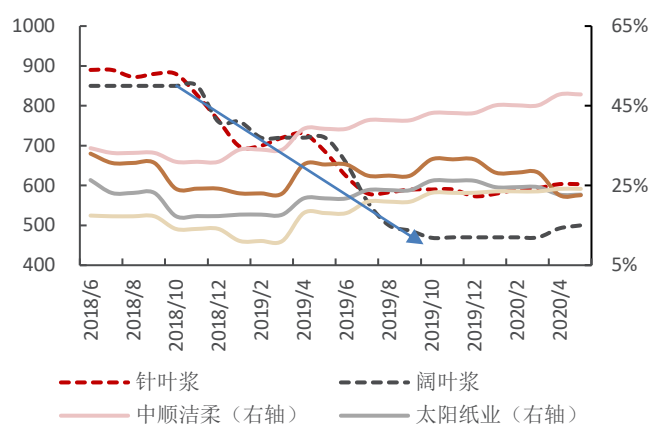
**毛利率情况：**2020Q1 晨鸣纸业/仙鹤股份/太阳纸业/中顺洁柔毛利率分别同比提升 5.2/12.4/6.9/11.1pct。

**普涨区间：**2018/11~2019/4，晨鸣纸业/仙鹤股份/太阳纸业/中顺洁柔/沪深 300/造纸指数分别上涨 27%/24%/29%/23%/27%/32%。

**回调区间：**2019/4~2019/5，晨鸣纸业/仙鹤股份/太阳纸业/沪深 300/造纸指数分别下滑 29%/24%/21%/10%/18%，中顺洁柔未出现回调，股价同期上涨 6%。

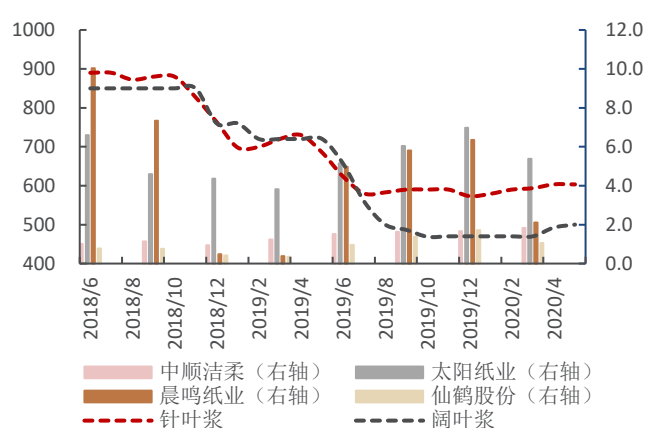
**阶段总结：**我们注意到该区间内中顺洁柔在回调区间内仍然保持上涨，我们认为中顺洁柔产品主要为生活用纸，刚性需求叠加扩产逻辑保证了公司盈利稳定增长，因此在此普涨阶段之后建议关注盈利稳定向上纸企。

图38: 纸企毛利率 VS 浆价 (2018-2019 年) 单位: 美元/吨 (左), % (右)



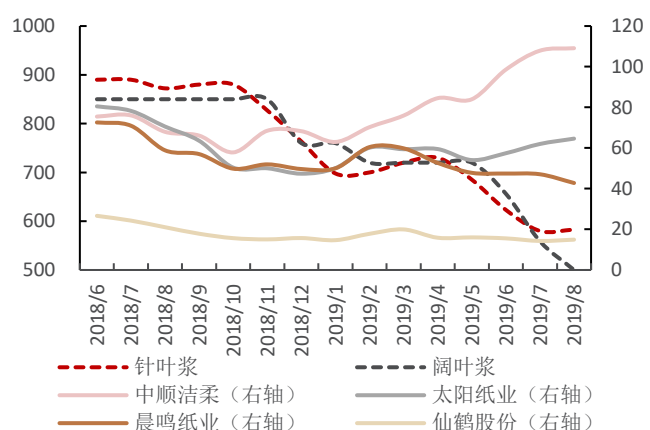
资料来源: wind, 民生证券研究院

图39: 纸企净利润 VS 浆价 (2018-2019 年) 单位: 美元/吨 (左), 亿元 (右)



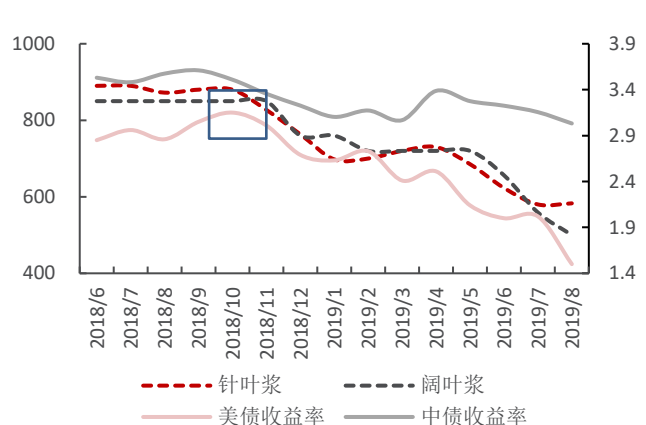
资料来源: wind, 民生证券研究院

图40: 纸企股价 VS 浆价 (2018-2019 年) 单位: 美元/吨 (左), 元 (右)



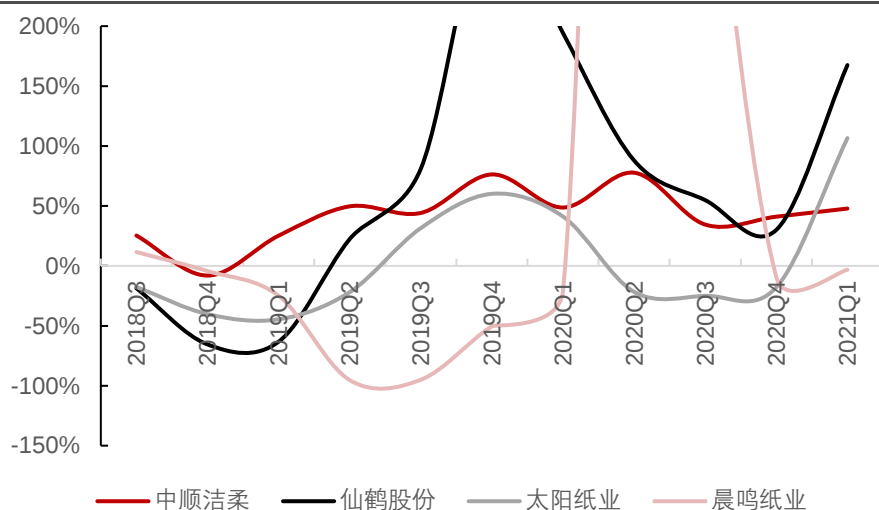
资料来源: wind, 民生证券研究院

图41: 浆价/流动性拐点 (2018-2019 年) 单位: 美元/吨 (左), % (右)



资料来源: wind, 民生证券研究院

**盈利韧性&持续成长性，带动当期公司显著 $\alpha$ 。**造纸行业经历 2018 年底普涨行情后，纸企在 2019 年 4 月份迎来回调，但是中顺洁柔股价同期继续上涨 6%，我们认为公司能跑赢市场主因为：从 2019Q1 开始持续两年净利润的高速增长，产品本身的刚需性以及持续的扩产计划为公司股价提供良好支撑，对比另外三家纸企公司展现了良好的盈利稳定性。

**图42：2019Q1~2021Q1 中顺洁柔净利润同比稳定增长**


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

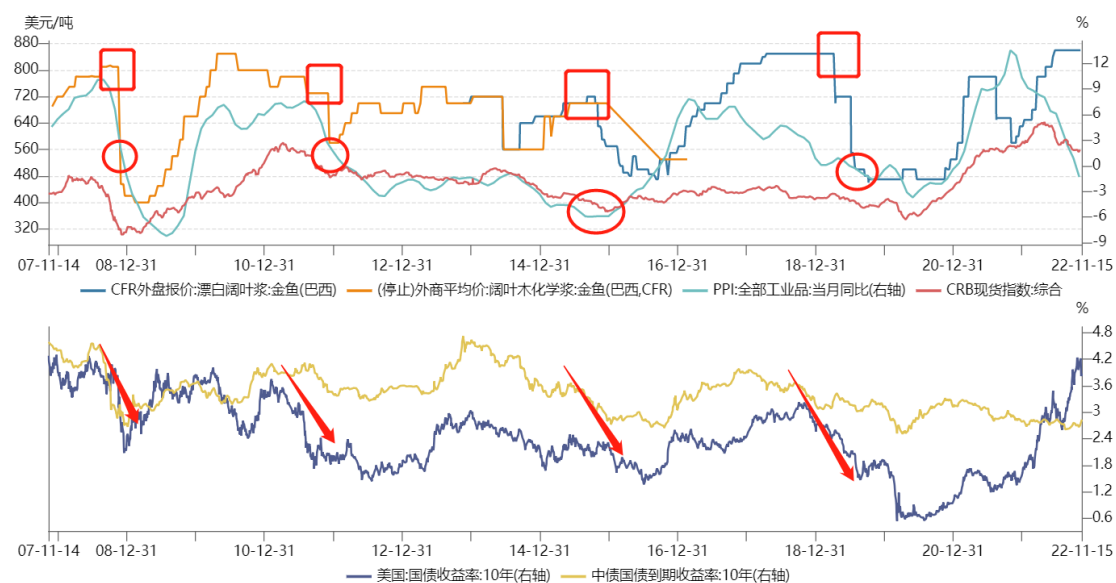
**表9：股价增长及回调幅度对比 (2018.11-2019.5, 元)**

| 2018.11.08~<br>2019.04.09 | 晨鸣<br>纸业 | 仙鹤<br>股份 | 太阳<br>纸业 | 中顺<br>洁柔 | 沪深<br>300 | 造纸<br>指数 | 2019.04.09~<br>2019.05.28 | 晨鸣<br>纸业 | 仙鹤<br>股份 | 太阳<br>纸业 | 中顺<br>洁柔 | 沪深<br>300 | 造纸<br>指数 |
|---------------------------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|---------------------------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|
| 最小                        | 49.2     | 14.7     | 45.7     | 61.5     | 2964.8    | 2557.9   | 最小                        | 47.2     | 14.5     | 53.5     | 76.8     | 3584.0    | 2904.2   |
| 最大                        | 67.5     | 21.8     | 70.0     | 78.5     | 3294.6    | 2988.8   | 最大                        | 67.0     | 20.0     | 70.0     | 86.9     | 4120.6    | 3611.3   |
| 区间收益率                     | 27%      | 24%      | 29%      | 23%      | 27%       | 32%      | 区间收益率                     | -29%     | -24%     | -21%     | 6%       | -10%      | -18%     |

资料来源：wind，民生证券研究院

**总结：**通过复盘 08Q4-09Q1、11Q2-11Q3、14Q2、18Q4-19Q3 这四个纸浆大幅下行时间窗口，在浆价大幅下行周期，无论浆自给率高低均有明显涨幅，主因纸浆作为弱周期产品，每一轮商品下行周期中普遍在滞后于其他商品，故我们看到有趣的现象：在纸浆大幅下行周期，CRB 指数和 PPI 已经出现明显回落并伴随流动性出现拐点；我们认为纸浆下行周期，纸企股价第一波上涨的驱动力为市场流动性。不过在经济景气周期下行背景下，浆价下跌同时会伴随纸价跟跌，故收益持续性被证伪后通常会紧跟一轮回调；除了部分品类：如 14 年和 18 年的中顺洁柔，其凭借持续成长性和终端价格韧性，回调幅度较小甚至没有回调。从中期看，纸企更大的机会多来自浆纸双底后的顺周期行情。

图43：浆价 vs 流动性 (2007-2022 年)



资料来源：wind，民生证券研究院

## 5 投资建议

基于对纸浆价格下行判断，以及市场流动性增加，纸企或普遍受益。对纸浆行业首次评级，给予“推荐”评级。

**纸浆供需错配逐步扭转，优先选择兼具盈利韧性和成长性的造纸龙头：**

供给方面：Arauco 的 156 万吨智利产能原先规划 2021H2 投产，其后因疫情和卡车司机罢工等一直延期，不过我们最近观察到变化：1) UPM 的 210 万吨新建产能提前到 2023 年 3 月投产；2) Arauco 当地新建产能已取得 97.5%的进展，或在 11 月投产。虽然 Arauco 投产不排除继续延期，不过竞争对手产能将在 23Q1 投放，无论出于市场抢占还是获取高额盈利考量，我们预计行业在未来 2 个季度或有接近 400 万吨阔叶浆产能投放（备注：2021 年全球商品阔叶浆约 3600 万吨）。

需求方面：国内受疫情影响，造纸需求整体偏弱；欧美 PMI 数据逐月下行，根据卓创数据，截至 2022 年 10 月 20 日，铜版纸/双胶纸/白卡纸开工率为 70%/67%/70%；反观纸浆盈利，目前浆企盈利处于历史高位，根据 2022Q1 Suzano 公司公告表明，其阔叶浆成本为 545 美元/吨，另外在 CFR 外盘报价中，2022 年 11 月其价格为 860 美元/吨。

**历史经验来看：纸浆每一轮下跌通常处于商品下行周期的中后段，同时伴随市场流动性改善和盈利预期修正，纸企在第一阶段通常存在普涨行情，但对于收益能否持续或后续回撤幅度，更多取决于纸企持续成长性和盈利韧性。故重点选择估值低位且需求韧性&盈利稳定性强的企业，重点关注：仙鹤股份、中顺洁柔、太阳纸业、晨鸣纸业等行业龙头。**

## 6 风险提示

**1) 国内外纸浆需求低于预期。**全球经济景气度下行，消费者购买力下降，终端消费意愿趋弱，导致上游纸浆需求低于预期。

**2) UPM 以及 Arauco 扩产继续延后。**UPM 以及 Arauco 扩产计划已经推迟1年,本次 UPM 确定 23Q1 木浆扩产落地,且 Arauco 当地新建产能已取得 97.5% 的进展，再次延期可能性较低。

## 插图目录

|                                                      |    |
|------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 针叶浆&阔叶浆价格持续处于较高水平 (单位: 美元/吨)                    | 3  |
| 图 2: 2019 年中国针叶浆下游需求                                 | 4  |
| 图 3: 2019 年中国阔叶浆下游需求                                 | 4  |
| 图 4: 2021 年瓦楞纸箱需求                                    | 4  |
| 图 5: 2020 年双铜纸下游需求                                   | 4  |
| 图 6: 2021 年全球商品针叶浆需求情况                               | 5  |
| 图 7: 2021 年全球商品阔叶浆需求情况                               | 5  |
| 图 8: 浆价与全球 PMI 指数变化趋势相同 (右轴单位: 美元/吨)                 | 5  |
| 图 9: 2020-2021 年美国货币政策宽松, 刺激需求                       | 6  |
| 图 10: 20Q4-22Q4 美国/欧元区 PMI 处于较高水平                    | 6  |
| 图 11: 2021 年以来中国 PMI 窄幅波动                            | 6  |
| 图 12: 工业企业出口交货值当月同比                                  | 6  |
| 图 13: 截至 2022 年 9 月, 全球商品针叶浆产能情况                     | 7  |
| 图 14: 截至 2022 年 9 月, 全球商品阔叶浆产能情况                     | 7  |
| 图 15: 欧洲漂针木浆库存量 (单位: 吨)                              | 8  |
| 图 16: SUZANO 营业收入                                    | 8  |
| 图 17: SUZANO 净利润                                     | 8  |
| 图 18: 美国密歇根大学消费者信心指数                                 | 10 |
| 图 19: 美国核心通胀率                                        | 10 |
| 图 20: 英国天然气价格 (单位: 便士/色姆)                            | 11 |
| 图 21: 欧元兑美元                                          | 11 |
| 图 22: 欧元区核心 CPI                                      | 11 |
| 图 23: 中国 GDP 增速放缓                                    | 12 |
| 图 24: Arauco (下) & UPM (上) 新产线投产情况                   | 12 |
| 图 25: 纸企毛利率 VS 浆价 (2008-2009 年) 单位: 美元/吨 (左), % (右)  | 14 |
| 图 26: 纸企净利润 VS 浆价 (2008-2009 年) 单位: 美元/吨 (左), 亿元 (右) | 14 |
| 图 27: 纸企股价 VS 浆价 (2008-2009 年) 单位: 美元/吨 (左), 元 (右)   | 15 |
| 图 28: 浆价/流动性拐点 (2008-2009 年) 单位: 美元/吨 (左), % (右)     | 15 |
| 图 29: 纸企毛利率 VS 浆价 (2011-2012 年) 单位: 美元/吨 (左), % (右)  | 16 |
| 图 30: 纸企净利润 VS 浆价 (2011-2012 年) 单位: 美元/吨 (左), 亿元 (右) | 16 |
| 图 31: 纸企股价 VS 浆价 (2011-2012 年) 单位: 美元/吨 (左), 元 (右)   | 16 |
| 图 32: 浆价/流动性拐点 (2011-2012 年) 单位: 美元/吨 (左), % (右)     | 16 |
| 图 33: 制造业固定资产投资完成额累计同比                               | 17 |
| 图 34: 纸企毛利率 VS 浆价 (2014-2015 年) 单位: 美元/吨 (左), % (右)  | 17 |
| 图 35: 纸企净利润 VS 浆价 (2014-2015 年) 单位: 美元/吨 (左), 亿元 (右) | 17 |
| 图 36: 纸企股价 VS 浆价 (2014-2015 年) 单位: 美元/吨 (左), 元 (右)   | 18 |
| 图 37: 浆价/流动性拐点 (2014-2015 年) 单位: 美元/吨 (左), % (右)     | 18 |
| 图 38: 纸企毛利率 VS 浆价 (2018-2019 年) 单位: 美元/吨 (左), % (右)  | 19 |
| 图 39: 纸企净利润 VS 浆价 (2018-2019 年) 单位: 美元/吨 (左), 亿元 (右) | 19 |
| 图 40: 纸企股价 VS 浆价 (2018-2019 年) 单位: 美元/吨 (左), 元 (右)   | 19 |
| 图 41: 浆价/流动性拐点 (2018-2019 年) 单位: 美元/吨 (左), % (右)     | 19 |
| 图 42: 2019Q1~2021Q1 中顺洁柔净利润同比稳定增长                    | 20 |
| 图 43: 浆价 vs 流动性 (2007-2022 年)                        | 21 |

## 表格目录

|                    |    |
|--------------------|----|
| 表 1: 各国针叶浆产能减少情况   | 7  |
| 表 2: 阔叶浆产能         | 7  |
| 表 3: 全球商品浆产能计划表    | 9  |
| 表 4: 2022 年美国加息时间表 | 10 |

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 表 5: 2022 年欧洲央行加息时间表 .....                  | 11 |
| 表 6: 股价增长及回调幅度对比 (2008.11-2008.12, 元) ..... | 15 |
| 表 7: 股价增长及回调幅度对比 (2011.10-2012.1, 元) .....  | 16 |
| 表 8: 股价增长及回调幅度对比 (2014.6-2014.7, 元) .....   | 18 |
| 表 9: 股价增长及回调幅度对比 (2018.11-2019.5, 元) .....  | 20 |

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              |      | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026