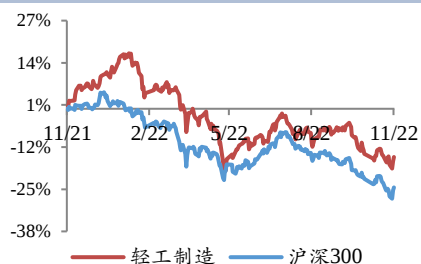


持续看多以特种纸领衔的浆纸系投资机会

行业评级：增持

报告日期：2022-12-12

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

主要观点：

- 继 11 月 02 日发布《周期成长共振的序幕开启》深度报告后，当前我们持续看好浆纸系投资机会。我们认为木浆周期性下跌预期，在 23Q2 前有持续利好催化，而以特种纸领衔的浆纸系品种，有望自 23Q1 开始走出利润逐季复苏行情。
- 木浆供给扩张临近，拐点信号出现。从木浆供给扩张带来价格周期性下滑的刚性逻辑来看，据公开信息，Arauco 发言人称 MAPA 项目启动时间预计始今年 12 月中旬，UPM 210 吨产能预计与 23Q1 启动，浆纸系上游供给端扩张力度大，根据 BMA 数据，2022-2023 年全球新增阔叶浆产能预计可达 446 万吨，新一轮产能周期为木浆价格周期性下行带来刚性支撑。上一轮木浆供给扩张周期于 2018 年下旬，根据卓创资讯，该轮木浆价格于 2020 年 11 月见底，阔叶浆国内均价低至 3520 元/吨。巴西木浆供应商集中度高，新的供给将在 23Q2 前密集启动，浆纸系上游有望迎接持续利好催化，我们判断纸厂有望自 23Q2 显现利润拐点。
- 阔叶浆进口量及巴西对华发运下半年环比大幅改善。国内阔叶浆进口量、巴西发运量持续走高。根据海关总署，22 年 7-10 月，我国阔叶浆月度进口量分别 90.4/123/120/97 万吨，同比+8%/18%/37%/6.4%；根据巴西海关，22 年 7-11 月巴西阔叶浆对华月度发运量分别为 76/62/93/84/76 万吨，同比+32%/29%/78%/67%/106%。
- 欧洲需求下滑，木浆港口累库，中欧价差收窄。我们认为国内进口量走高，主要因为运力恢复，以及欧洲需求下滑，中欧纸浆价差收窄。根据 RISI，中欧阔叶浆价差自 21 年 11 月 200 美金收窄至 22 年 9 月 50 美金。从需求格局来看，欧洲港口库存触底回升，体现需求走弱，据 Europulp 数据，22 年 8 月起，欧洲港口木浆库存环比累库，10 月港口木浆库存达到 131.3 万吨，较 7 月低点 97.5 万吨上升 34.6%。
- 持续推荐特种纸板块，建议重点关注生活用纸及白卡纸龙头。木浆价格周期性下滑方向确定性强，收入端成长性决定弹性，特种纸板块行业成长性强、重点公司均产能周期持续演绎。推荐五洲特纸（江西基地持续爬坡至满产+格拉辛纸产能投放，以销定产模式下食品卡价格韧性强）、华旺科技（新产能规划信息，消费类纸种抬高估值中枢、主力纸种伴随竣工修复增速），重点关注仙鹤股份、冠豪高新、博汇纸业、中顺洁柔。
- 风险提示。原材料大幅波动、行业竞争加剧、产能投放不及预期。

相关报告

1. 电子烟：税收不确定性落地，格局或趋于集中，产业迎良性发展 2022-10-27
2. 9 月出口数据跟踪：保温杯、鞋类增长趋势亮眼 2022-10-25
3. 周专题：菲莫国际 Q3 新型烟草营收同增 12.9%，或获得 IQOS 美国市场独家经营权 2022-10-24

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 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。