

► **2023 年浆价复盘，整体呈现先降后升态势。**2023 年年初在 Arauco 以及 UPM 共同释放 366 万吨阔叶浆产能后（约占全球阔叶浆产能 9%），阔叶浆价/针叶浆价迅速从 845/920 美元/吨开始下降，并分别于 5 月/7 月达到最低点为 475/660 美元/吨，下降幅度分别为 43.79%/28.26%。于此同时木片价格下降幅度不及纸浆价格下降幅度，在市场恐慌氛围之下浆价击穿北美、欧洲等地区的成本线。随后市场开始主动修复到合理价位，截至 2023Q3 阔叶浆/针叶浆价格恢复到 580/690 美元/吨。2023Q4 在国内外节日推动下，下游需求逐步提振，阔叶浆/针叶浆价格进一步上升到 650/780 美元/吨。

► **2024 年纸浆价格或稳中有降。**2 月 Arauco 阔叶浆维持 650 美金/吨报价，针叶浆下降 15 美元至 745 美元/吨。我们认为年后 3 月份纸企集中采购&欧洲补库将暂时推高浆价，但全年来看浆价稳中有降。**供给方面：**2024Q2 Suzano 将释放 255 万吨阔叶浆产能，而 CMPC/芬林集团在 2023Q4 投放的 35/150 万吨阔叶浆&针叶浆产能将逐步达到满产，供给端脉冲式投放情况下，浆价向下压力较大。**国内需求：**国内需求持续向上，2023 年中国纸消费量为 1.44 亿吨，同比增长 6.6%，我们预计 24 年仍然保持个位数的增长。然 23/24 年阔叶浆产能分别增长 9%/7%，供给增速大于需求增长的背景下浆价仍承压。2023 年中国纸品出口量达到 1417 万吨，较 2021 年增长 50.90%，但随着疫情结束欧洲本土产能恢复，出口量高增存疑。**海外需求：**欧美需求最快增长区间已过（2024 年 1 月欧洲 PMI 为 46.6，连续 19 个月维持在 50 的枯荣线以下），整体需求较为稳定。**欧洲库存：**1) 截至 2023 年 12 月欧洲港口纸浆库存为 118.4 万吨，较 2023 年年中高点下降 34.74%，三年分位数为 36.10%。2) 红海事件影响下，欧洲地区纸浆库存低位影响凸显，预计欧洲进入补库周期，短期或震荡向上。**国内库存：**1) 2023 年中国纸浆进口量为 3666 万吨，同比增加 25.68%，而纸消费需求仅增加 7%；2) 截至 2024 年 1 月中国纸浆库存是 184.8 万吨，6 年分为数为 63.5%。综上所述：纸浆目前延续震荡状态，短期或受益于欧洲补库，叠加国内渐进旺季，浆价持续坚挺；中期浆价或仍有向下空间（阔叶浆成本多在 400-600 美元/吨浮动），后续随着新产能投放，尤其是阔叶浆预计震荡下行。

► **投资建议：**短期来看，顺周期拉动生活用纸消费增长叠加纸浆价格下行的成本周期带来生活用纸盈利回暖；中长期来看，生活用纸需求持续增长、集中度持续提升、必选消费品持续升级，比如中顺洁柔木浆占其成本的 40-60%，23Q3 及 23Q4 阔叶浆价格同比下降 31%/25%，环比变动-11%/+12%，对应洁柔 23Q4 及 24Q1 原材料木浆成本。我们判断 23Q4 洁柔毛利率继续上行（23Q3 毛利率 34%，20 年浆价底部单季毛利率最高达 47%+），24Q1 毛利率亦有望高于 23Q3。24 年浆价下行降预期下，洁柔毛利率有望维持在 34%+水平，建议重点关注维达国际、中顺洁柔、恒安国际。同时特种纸需求韧性较强，成本下行带动盈利改善，建议重点关注华旺科技、冠豪高新以及仙鹤股份。

► **风险提示：**下游需求不及预期；自然灾害引起浆产能下降。

重点公司盈利预测、估值与评级

| 代码 | 简称 | 股价 (元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | | 评级 |
|-----------|-------|-----------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|----|
| | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | 2024E | |
| 002511.SZ | 中顺洁柔 | 9.26 | 0.27 | 0.30 | 0.59 | 51 | 31 | 16 | 推荐 |
| 3331.HK | 维达国际 | 23.25 | 0.59 | 0.21 | 1.01 | 39 | 108 | 23 | 推荐 |
| 1044.HK | 恒安国际 | 24.75 | 1.66 | 2.35 | 2.75 | 22 | 10 | 8 | 推荐 |
| 605377.SH | *华旺科技 | 19.17 | 1.41 | 1.72 | 2.03 | 17 | 11 | 10 | - |
| 600433.SH | *冠豪高新 | 2.78 | 0.21 | - | - | - | - | - | - |
| 603733.SH | *仙鹤股份 | 14.72 | 1.01 | 0.92 | 1.52 | 30 | 16 | 10 | - |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

（注：股价为 2024 年 02 月 19 日收盘价；港股股价单位为港元，其他为元；维达国际 EPS 单位为港元，其他为元；*为未覆盖标的，未覆盖公司数据采用 wind 一致预期；）

推荐

维持评级



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

相关研究

1. “碳中和”事件点评：《碳排放权交易管理暂行条例》公布，碳市场政策再下一城-2024/02/05
2. MRO 系列报告震坤行篇：数字化服务革新下的 MRO 龙头-2024/01/30
3. “碳中和”事件点评：CCER 交易重启，“美丽中国”建设稳步推进-2024/01/23
4. 跨境电商深度报告：从幕后到台前，跨境新趋势洞察-2024/01/10
5. “碳中和”事件点评：CCER 配套制度补齐，全球联手降碳成共识-2023/12/29

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。 | 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 |
| | 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