

造纸 (SW) /801143.SI

证券研究报告/行业通用类

2024年4月14日

评级：增持（首次）

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiaoyao@zts.com.cn

分析师：邹文捷

执业证书编号：S0740523070001

Email: zouwj@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	23
行业总市值(亿元)	1598
行业流通市值(亿元)	854

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本情况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E		
太阳纸业	15.54	1.01	1.10	1.29	1.41	15.39	14.13	12.05	11.02	1.41	买入
华旺科技	22.08	1.41	1.71	2.03	2.27	15.66	12.91	10.88	9.73	0.59	买入
仙鹤股份	17.45	1.44	1.01	0.87	1.49	12.12	17.28	20.06	11.71	-	买入

投资要点

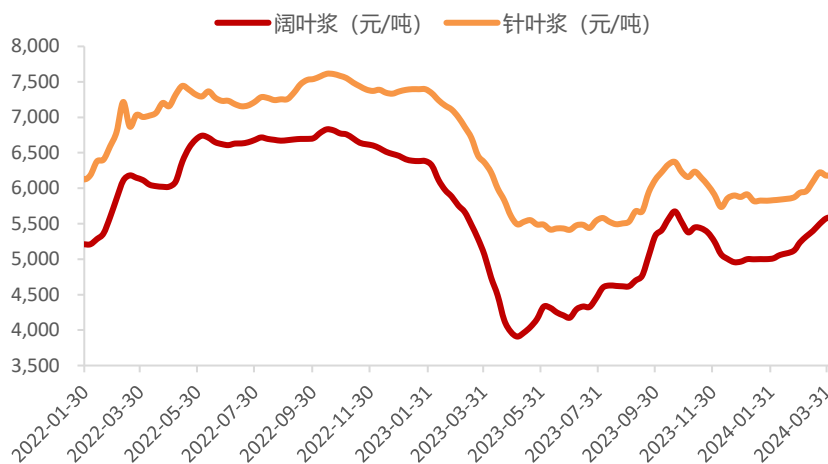
- **本轮纸浆上涨催化因素：核心驱动为欧洲需求修复+库存低位+产能检修；**
- **需求端：欧洲需求从 23 年末开始走出俄乌阴霾进入修复周期。**俄乌冲突对欧洲纸浆需求的影响主要体现为 1) 下游成品纸需求减少；2) 能源价格高企影响纸厂正常开工。受此影响，23Q1-3 欧洲纸浆需求量下滑较多，23M2-M9 欧洲纸浆消费量合计 609 万吨，同比-21%。23Q4 随着欧洲整体经济环境的修复，纸浆需求开始逐步改善，24M1-M2 欧洲纸浆消费量 168.6 万吨，同比+8%。
- **欧洲库存：需求改善促进港口库存快速去化，浆厂库存处于低位。**根据 Utipulp 数据，截至 24M2，欧洲港口化学纸浆库存为 67.6 万吨，较 23 年 12 月下降 9.5%；库存天数从 23 年 12 月的 29 天下降至 26 天。较低的港口库存水平促进欧洲纸企拿货意愿。而从海外浆厂库存来看，23Q3 以来浆厂库存天数已触及底部区间，浆厂销售压力不大，因此有较强的提价动力。
- **供给端：产能检修及红海事件减少短期供给量。**根据 CPC 统计，目前已有 Suzano、CMPC、APP、Arauco 等多家浆厂披露了上半年停机检修计划，对 Q1 纸浆产能影响约 51.5 万吨，对 Q2 产能影响约 47.5 万吨。此外，红海事件对纸浆运输成本及周期带来一定的影响，进一步导致短期供给偏紧。
- **欧洲提价顺畅带动国内浆价上涨。**23Q4 以来，欧洲市场纸浆价格上涨斜率高于中国及美国市场，欧洲及美国浆价已高于中国市场。从 Suzano 报价来看，24 年 1-3 月欧洲市场每月报价均有 80 美金上调，而中国市场上调幅度在 10-30 美金之间，累计上调幅度欧洲>北美>中国。欧美纸浆提价顺利除下游需求因素外，还受到通胀作用（通胀影响下，下游纸厂顺价会较为顺利）欧美与中国市场价差令浆厂增加向欧美发货的比例，对中国市场浆价起到带动作用。
- **后续展望：新增产能较多且投放集中，Q2 末浆价拐点或现。**
- **Suzano 及联盛新增产能将于 6 月投产，其中 Suzano 新增产能 255 万吨，联盛新增产能 170 万吨（部分自用）。**复盘 23 年，Q1 Arauco 及 UPM 新增产能（合计 366 万吨）陆续投产后，纸浆价格大幅下跌，而今年 6 月新增产能规模（仅考虑商品浆部分）预计与 23 年 Q1 接近，且联盛主要针对中国市场，预计新产能投产将会对浆价造成一定的下行压力，浆价拐点或于 Q2 末出现。
- **投资建议：判断 Q3 成本高位，关注顺价及成本控制能力较强的公司。**考虑纸企纸浆库存约 2-3 个月，判断 Q3 成本将处于相对高位，关注顺价及成本控制能力较强的公司。同时由于海外需求好于国内，叠加通胀因素，预计年内海外纸企成本相对较高，进口纸冲击较小。推荐：1) 林浆纸一体化优势持续增强，纸浆上涨对成本端扰动较小，且溶解浆景气度较高的【太阳纸业】；2) 细分赛道格局较好、顺价能力强的【华旺科技】、【仙鹤股份】。
- **风险提示：原料价格波动、需求下滑、产能不及预期、数据更新不及时风险等。**

本轮浆价上涨主要由欧洲需求推动

近期国内浆价表现：春节后加速上行，阔叶浆涨幅高于针叶浆

- 春节前纸浆价格较为稳定，国内现货阔叶浆/针叶浆分别稳定于 5000/5800 元/吨左右，春节后浆价上涨，其中阔叶浆涨幅高于针叶浆。截至 4 月 6 日，阔叶浆周度平均价格 5596 元，较年前上涨约 580 元 (+12%); 针叶浆周度平均价格 6196 元, 较年前上涨约 360 元(+6%)。

图表 1: 2022 年至今纸浆国内现货价格走势

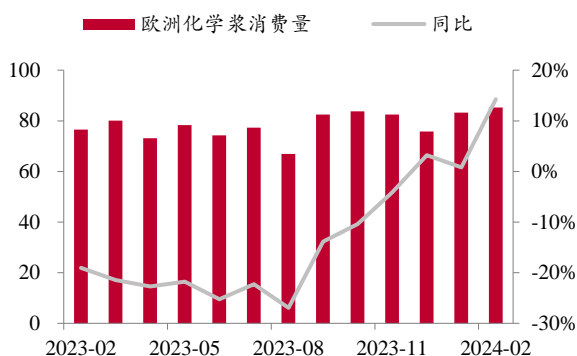


来源：卓创资讯，中泰证券研究所

上涨催化因素：核心驱动为欧洲需求修复+库存低位+产能检修

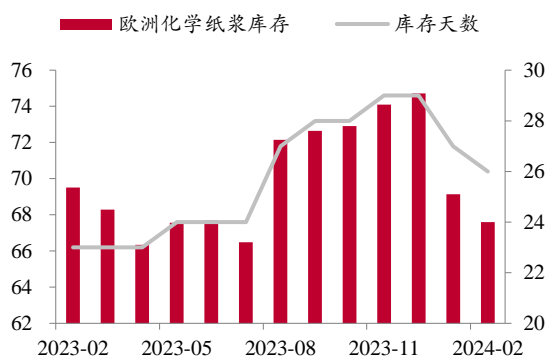
- **需求端**：欧洲逐渐走出俄乌冲突影响，需求从 23 年末开始修复。俄乌冲突对欧洲纸浆需求的影响主要体现为下游成品纸需求减少以及能源价格高企影响纸厂正常开工两个维度。受此影响，23Q1-3 欧洲纸浆需求量下滑较多，23M2-M9 欧洲纸浆消费量合计 609 万吨，同比-21%。23Q4 随着欧洲整体经济环境的修复，纸浆需求开始逐步改善，24M1-M2 欧洲纸浆消费量 168.6 万吨，同比+8%。
- **欧洲库存**：需求改善促进港口库存快速去化，浆厂库存处于低位。根据 Utipulp 数据，截至 24M2，欧洲港口化学纸浆库存为 67.6 万吨，较 23 年 12 月下降 9.5%；库存天数从 23 年 12 月的 29 天下降至 26 天。较低的港口库存水平促进欧洲纸企拿货意愿。而从海外浆厂库存来看，23Q3 以来浆厂库存天数已触及底部区间，浆厂销售压力不大，因此有较强的提价动力。

图表 2: 欧洲化学浆消费量 (万吨)



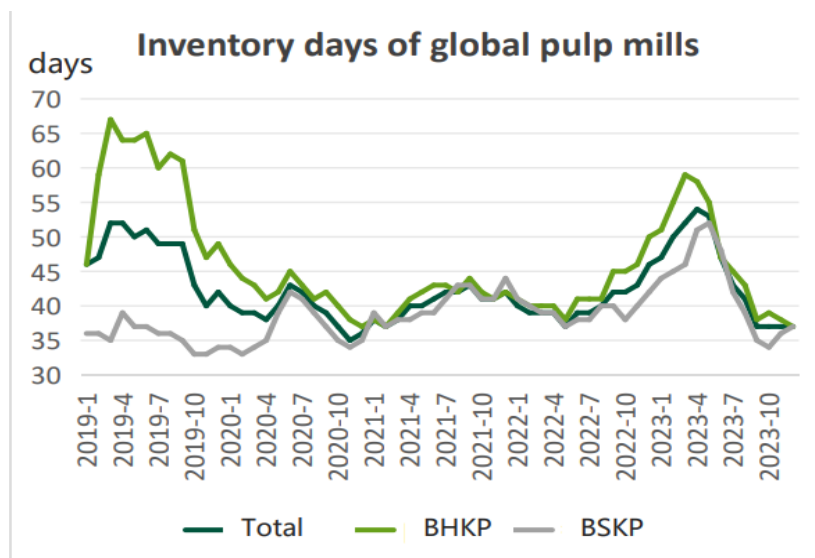
来源: UTIPULP, 中泰证券研究所

图表 3: 欧洲化学纸浆库存 (万吨) 及天数



来源: UTIPULP, 中泰证券研究所

图表 4: 海外浆厂存货周转天数



来源: PPPC, 中泰证券研究所

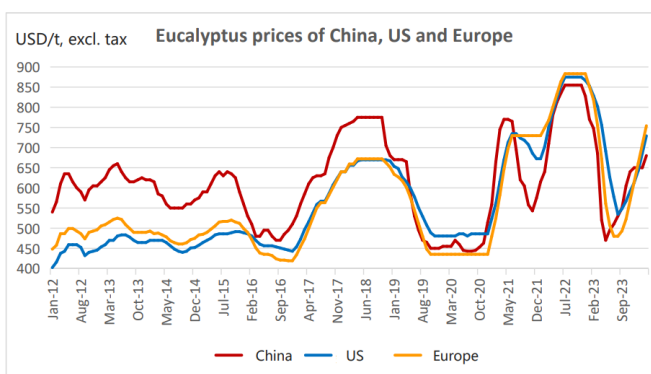
- 供给端: 产能检修及红海事件减少短期供给量。**根据 CPC 统计, 目前已有 Suzano、CMPC、APP、Arauco 等多家浆厂披露了上半年停机检修计划, 对 Q1 纸浆产能影响约 51.5 万吨, 对 Q2 产能影响约 47.5 万吨。此外, 红海事件对纸浆运输成本及周期带来一定的影响, 进一步导致短期供给偏紧。

图表 5: 24H1 已披露浆厂检修计划

浆厂	检修时间	产能减少 (万吨)
Suzano	Q1	30
CMPC	Q1	3
Paper Excellence	Q1	3
Klabin	1 月	5
APP	1 月	3
Metsa	3 月	7.5
Q1 合计		51.5
Arauco	Q2	8.5
Mercer	4 月	2
亚太森博	4 月	8
Oji	5 月	4.5
UPM	4、6 月	24.5
Q2 合计		47.5

来源: PPPC, 中泰证券研究所

- 欧洲提价顺畅带动国内浆价上涨。**23Q4 以来, 欧洲市场纸浆价格上涨斜率高于中国及美国市场, 欧洲及美国浆价已高于中国市场。从 Suzano 报价来看, 24 年 1-3 月欧洲市场每月报价均有 80 美金上调, 而中国市场上调幅度在 10-30 美金之间, 累计上调幅度欧洲>北美>中国。欧美纸浆提价顺利除下游需求因素外, 还受到通胀作用(通胀影响下, 下游纸厂顺价会较为顺利)欧美与中国市场价差令浆厂增加向欧美发货的比例, 对中国市场浆价起到带动作用。

图表 6: 美国、欧洲及中国市场桉木浆价格


来源: CPC, 中泰证券研究所

图表 7: Suzano 桉木浆报价提涨幅度

	中国市场	欧洲市场	北美市场
2023 年 11 月	上涨 50 美金		
2023 年 12 月	上涨 20 美金		
2024 年 1 月	上涨 10 美金	上涨 80 美金	
2024 年 3 月	上涨 30 美金	上涨 80 美金	上涨 80 美金
2024 年 4 月	上涨 30 美金	上涨 80 美金	上涨 100 美金

来源: 浆易通, 中泰证券研究所

后续展望: 新增产能年中释放或带来拐点

- 新增阔叶浆产能较多且投放集中, Q2 末浆价拐点或现。**Suzano 及联盛新增阔叶浆产能将于 6 月投产, 其中 Suzano 新增阔叶浆产能 255 万吨,

联盛新增阔叶浆产能 170 万吨（部分自用），扣除联盛自用部分，预计带来商品浆增量约为 355 万吨，约占全球化学浆发运总量 5.2%。复盘 23 年，Q1 Arauco 及 UPM 新增产能（合计 366 万吨）陆续投产后，纸浆价格大幅下跌，而今年 6 月新增产能规模（仅考虑商品浆部分）预计与 23 年 Q1 接近，且联盛主要针对中国市场，预计新产能约占国内阔叶浆消耗量（含自供浆）4%，约占阔叶浆年进口量 6%。投产将会对浆价造成一定的下行压力，浆价拐点或于 Q2 末出现。

投资建议

- **判断 Q3 成本高位，关注顺价及成本控制能力较强的公司。**考虑纸企纸浆库存约 2-3 个月，判断 Q3 成本将处于相对高位，关注顺价及成本控制能力较强的公司。同时由于海外需求好于国内，叠加通胀因素，预计年内海外纸企成本相对较高，进口纸冲击较小。推荐：1) 林浆纸一体化优势持续增强，纸浆上涨对成本端扰动较小，且溶解浆景气度较高的【太阳纸业】；2) 细分赛道格局较好、顺价能力强的【华旺科技】、【仙鹤股份】。

风险提示

- **原料价格波动风险。**企业盈利能力与上游原材料价格关联较为密切，若原材料价格出现大幅上涨，可能导致企业成本承压并对业绩造成影响。
- **需求下滑风险。**若下游企业需求不足，将对上游的采购订单减少，上游企业销售收入可能明显下降，并且可能导致库存积压和资金周转困难等问题。
- **产能不及预期风险。**若原料或产成品的产能不能顺利释放，则无法满足生产需求，可能导致产品价格上涨，长期将损害企业声誉及客户关系。
- **数据更新不及时风险。**研究报告使用的数据可能存在更新不及时的风险。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。