

➤ **本轮纸浆特点：易涨难跌，且波动率提升。**此前纸浆属于波动率比较小的全球大宗商品，尤其波动率或主动提价能力，均逊色于其他周期品。主因纸浆需求为消费品，相对稳定，价格波动更多受供给投放节奏影响。进入19年以来，纸浆价格有比较强势的表现，主要体现为：1) 易涨难跌，在19年新产能释放背景下，纸浆在底部仅停留近2个月，又迅速重回新高，21-23年纸浆价格在高点维持近2年；2) 波动率大幅提升，纸浆上一轮下行周期为6年，价格爬坡周期经历1-2年；而18年至今，纸浆经历3轮大的价格波动，每一轮价格调整周期3-6个月。**对比以美元定价的其他大宗商品，19年后纸浆表现出更强的波动率，且更强的价格韧性（在高位维持的时间）。**浆企盈利中枢和波动率提升；如suzano在22/23年净利率（47%/35%），创历史新高，在20年净利率创历史新低（-21%），2018年前，suzano在08/09年净利率的低/高点，分别为-11%/24%。

➤ **诸多不确定性扰动叠加纸浆期货上市，加剧浆价波动率。**在上一轮周期中，欧美和中国经济共振，浆价长期筑底；本轮周期中，受公共卫生事件扰动以及中国&欧美经济周期分化，如20年公共卫生事件海外需求承压，但中国受益于良好的公共卫生防控，中国用浆需求对冲海外需求不足；20年中国纸浆进口量同增13%；进入24年，国内纸企明显放缓纸浆采购，但欧洲进入补库周期，23年w20(全球前20家纸浆供应商)发往中国阔叶浆用量从前期高点40%/45%降至20%/35%，欧洲则受到红海事件影响，纸浆开启主动补库周期，浆企主动增加欧美区域发货量。另一方面，纸浆期货18年11月上市，投机盘出现波动增加。浆价中枢上行：**阔叶浆集中度提升，而针叶浆主因供给收缩叠加成本上行。**

➤ **针叶短期价格我们预计承压，美元价格调整空间大于现货：**1) 期货价格反映部分产区现金流成本：根据7月15日纸浆期货主力合约价格为5738元/吨，对应约690美元/吨外盘价格，为西加拿大和加拿大BC省的现金流成本（该成本下对应超过10%产能）；2) 国内现货价格贴水400元，现货价格（银星）已经从6500元/吨将至6100元/吨，依然低于SP2409合约近400元，我们预计仍有下调空间；3) 外盘价格尚未调整，银星美元价格依然在820美元/吨，比国内现货价格高10%+，具有较大调整空间。**从中长期看好针叶浆价格中枢上移：**1、行业新产能维持稳定（2023-2026年仅投产114万吨）；2、成本端针叶木价格中枢上行具有一定支撑力；3、过去几年造纸配方中阔叶浆占比逐渐提升。

➤ **阔叶浆短期下行压力大于针叶，中长期向上弹性亦弱于针叶。**1) 内盘价格距全球阔叶浆生产现金流成本仍有较大距离：截至2024年7月8日，阔叶浆内外盘价差超过700元，但距全球成本最高产区的现金流成本仍有一定空间，我们认为短期外盘报价继续下移，同时现货价格依然有下行区间；2) 针阔价差逐渐拉大：以针叶浆为锚，目前针阔叶价差是450元/吨，前期为1000+元/吨，预计未来针阔价差会进一步拉大回归到合理水平；**中期价格中枢上行，弹性不及针叶浆：**1、类似于针叶浆，原木价格上行带动阔叶浆中枢上行逻辑依然成立，不过考虑阔叶木价格弹性弱于针叶木，预计价格中枢抬升幅度亦不及针叶；2、目前阔叶产能扩张主要为非头部浆企，集中度下行对产业议价能力产生一定扰动。

➤ **木片底部支撑，纸浆价格难回前低。**从原材料价格看，阔叶木/针叶木价格中枢均在逐步上行（2024年前五个月阔叶木片均价为0.19美元/千克，较2016年同期增长13%），中欧纸浆库存仍有增加空间，因此浆价下行的空间较为有限。

➤ **投资建议：**浆价承压背景下，如生活纸（中顺洁柔、恒安国际等）、特种纸企业（华旺科技、仙鹤股份等）等，一方面纸浆在上述公司产能占比相对较低，另一方面纸品价格具有较强韧性，盈利提升可期。同时对于太阳纸业这种产业链一体化布局企业，造纸作为越做越强的生意，我们认为纸浆布局并非为公司持续获取超额收益的主要因素，因为纸浆亦属于传统制造业，较难长期处于超额ROE，而是通过产业链一体化，帮助公司熨平周期，逆周期保持稳定现金流并加速扩张，顺周期亦可以和行业同步提盈利；让公司正常经营并实现市场份额稳步提升。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期，上游资源品受自然灾害影响。

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
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
002078.SZ	太阳纸业	14.37	1.10	1.26	1.38	13	11	10	推荐
002511.SZ	中顺洁柔	7.00	0.26	0.49	0.56	27	14	12	推荐
1044.HK	恒安国际	24.4HKD	2.41	2.72	2.94	9	8	8	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

（注：股价为2024年7月15日收盘价，当日1港元 = 0.9133人民币）

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

- 轻工行业 2024 年中期投资策略：跨境主线延续，内需静候反转-2024/06/17
- “碳中和”事件点评：CCER 开启审批，碳数据国际互认进一步打开碳价上行空间-2024/06/13
- “碳中和”事件点评：降碳行动方案发布，“碳市场”体系助力经济高质量发展-2024/05/30
- 跨境电商产业跟踪：国常会聚焦跨境电商，海外仓“卖水人”重要性再重提-2024/05/27
- 轻工行业 2023 年年报&2024 年一季报业绩综述：拥抱细分赛道中的小确幸-2024/05/09

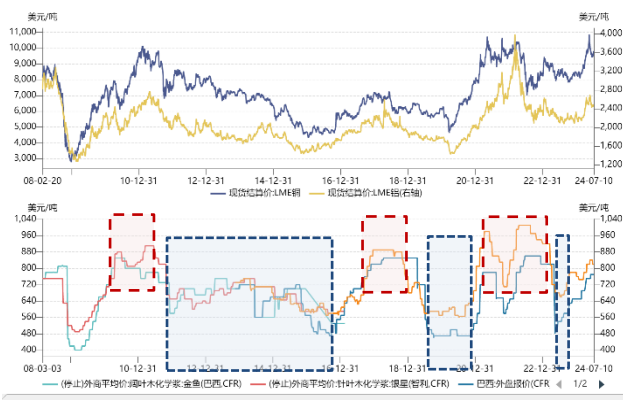
目录

1 从纸浆价格紊乱说起	3
2 景气度：需求不振叠加新产能释放，浆价承压	8
3 价格演绎：短期外盘报价亟待调整，中长期针阔叶价差料持续拉大	13
4 投资建议	18
4.1 太阳纸业	18
4.2 中顺洁柔	19
4.3 恒安国际	19
5 风险提示	21
插图目录	22
表格目录	22

1 从纸浆价格紊乱说起

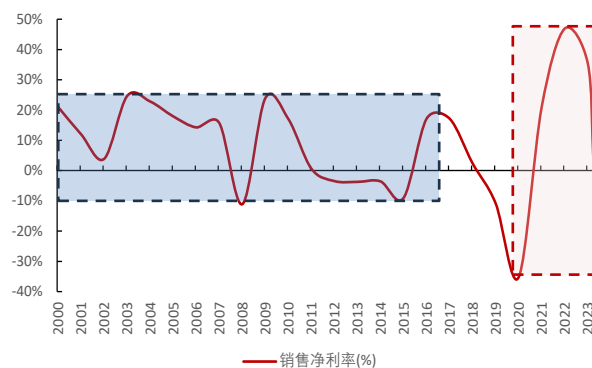
本轮纸浆特点：易涨难跌，且波动率提升。此前纸浆属于波动率比较小的全球大宗商品，尤其波动率或主动提价能力，均逊色于其他周期品。如纸浆 2012 年-2016 年在底部蛰伏近 5 年时间，一方面供给端新产能持续扩张，2011-2016 年总计投产 1418 万吨纸浆，另一方面需求增速下降，中国 2001-2011 年纸浆消费 CAGR 为 11.7%，2012-2016 年为 1.2%)，**主因纸浆需求为消费品，相对稳定，价格波动更多受供给投放节奏影响。进入 19 年以来，纸浆价格有比较强势的表现，主要体现为：1) 易涨难跌，在 19 年新产能释放背景下，纸浆在底部仅停留接近 2 个月，又迅速重回新高，且 2021-2023 年纸浆价格在高位维持近 2 年时间；2) 波动率大幅提升，纸浆上一轮下行周期经历 6 年，价格爬坡周期亦经历 1-2 年之久；而 2018 年至今，纸浆经历 3 轮大的价格波动，每一轮价格调整周期 3-6 个月。对比以美元定价的其他大宗商品，2019 年后纸浆亦表现出更强的波动率，且更强的价格韧性（在高位维持的时间）。**在此背景下，浆企盈利中枢和波动率亦有提升；如 suzano 在 2022/2023 年净利率 (47%/35%)，创历史新高，而在 2020 年净利率创历史新低 (-21%)，2018 年前，公司分别在 2008/2009 年出现净利率的低/高点，分别为-11%/24%。

图1：纸浆价格近年来呈现易涨难跌属性



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：Suzano 销售净利率波动率显著提升

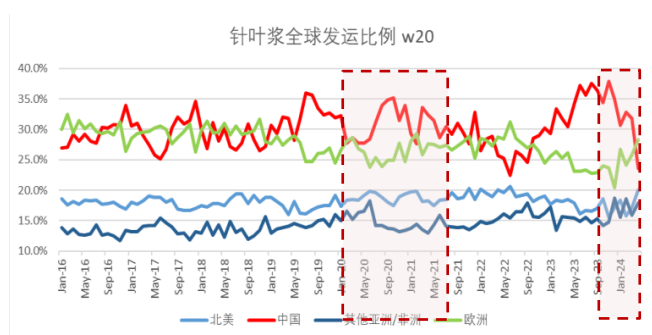


资料来源：wind，民生证券研究院

诸多不确定性扰动叠加纸浆期货上市，加剧浆价波动率。一方面，在上一轮周期中，欧美和中国经济共振，出现浆价长时间筑底；但在本轮周期中，受到公共卫生事件扰动以及中国&欧美经济周期分化，如**2020 年公共卫生事件期间海外需求承压，但中国受益于自身良好的公共卫生防控，中国用浆需求对冲海外需求不足；2020 年中国纸浆进口量同比增长 13%；进入 2024 年，国内纸企明显放缓纸浆采购，不过欧洲进入补库周期，根据 PPC 数据，2023 年 w20（全球前 20 家纸浆供应商）发往中国针叶/阔叶浆用量从前期高点（2023 年 9 月）40%/45%降至 20%/35%，欧洲区域则受到红海事件影响，纸浆开启主动补库周期，浆企主动增**

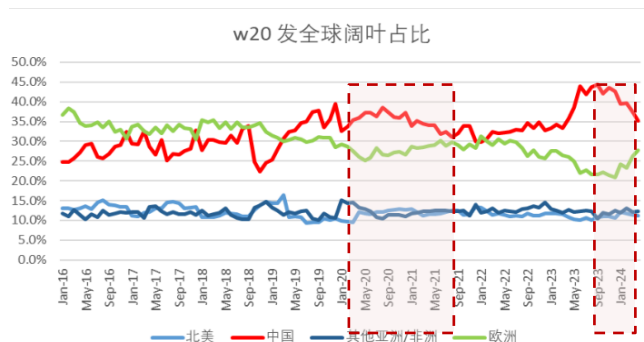
加欧美区域发货量。另一方面，纸浆期货于 2018 年 11 月上市，投机盘出现加重波动。

图3：针叶浆全球发运量比例



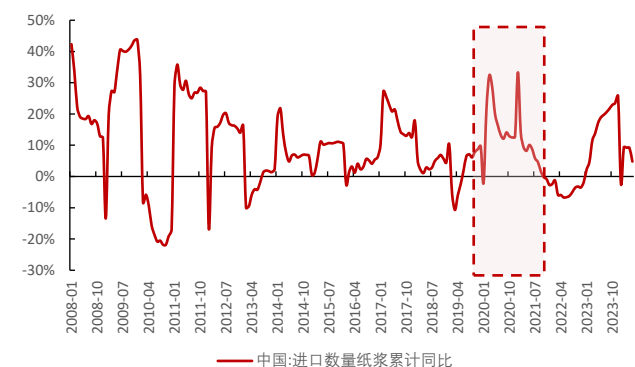
资料来源：PPPC，民生证券研究院

图4：阔叶浆全球发运量比例



资料来源：PPPC，民生证券研究院

图5：中国纸浆在公共卫生事件期间新产能提升



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2014 年以来欧洲港口逐步进入补库周期（万吨）

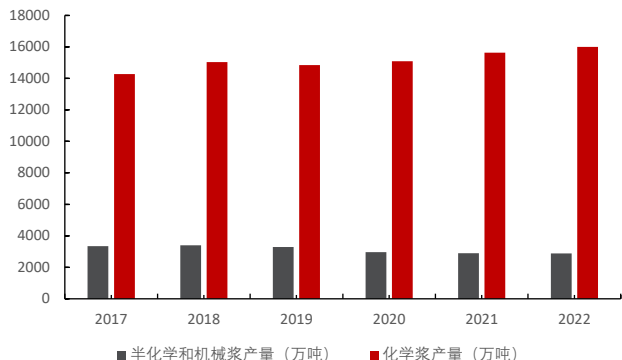


资料来源：钢联数据，民生证券研究院

不同纸浆价格带上移逻辑存在差异，其中：

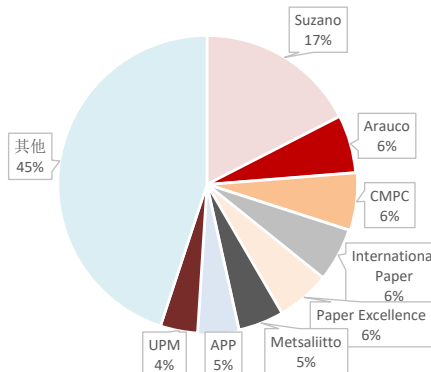
1) **阔叶：集中度带动价格上移。**巴西金鱼浆纸集团（SUZANO，全球第二大阔叶浆供应商）于 2018 年并购巴西鸚鵡（Fibria，全球第五大阔叶浆供应商），并成为全球最大阔叶浆企业，2018 年产量达到 1100 万吨，占据全球阔叶浆市场份额近 30%。集中度提升使得头部浆厂可通过调整生产和库存，实现对价格强干预，如 2023 年由于年初 Arauco 以及 UPM 扩产 366 万吨阔叶浆产能导致浆价承压，Suzano 主动减产 4% 稳定浆价；2019 年在终端需求承压背景下，Suzano 通过提升库存，保证浆价维持高位。就成本端看，阔叶木多由发展中国家供应，2023 年中国阔叶木片进口前五大国家分别为越南/澳大利亚/泰国/智利/印度尼西亚，分别占比 63%/17%/7%/4%/3%。虽然远期看，阔叶木价格中枢上移无忧，但在经济承压背景下，发展中国家对于木片资源品管控相对较弱，阔叶木价格多处于波动状态。2017 年至今，阔叶木吨价格多在 1800 元上下波动。

图7：全球木浆产量



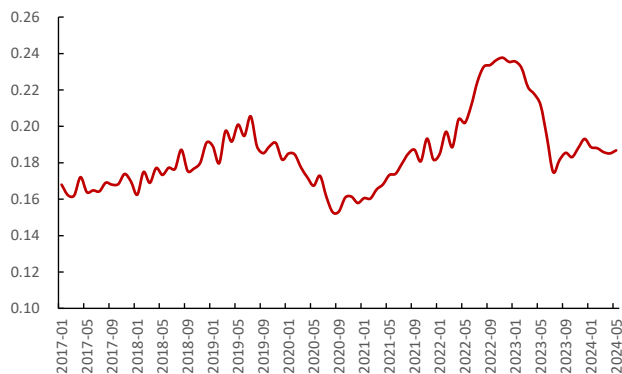
资料来源：钢联数据，民生证券研究院

图8：2019 年全球纸浆集中度提升



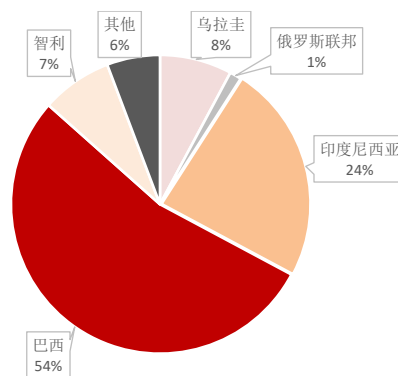
资料来源：钢联数据，民生证券研究院

图9：阔叶木价格变化(2024 年前五个月阔叶木片均价为 0.19 美元/千克，较 2016 年同期增长 13%)



资料来源：钢联数据，民生证券研究院

图10：2023 年阔叶浆主要供应来自巴西



资料来源：钢联数据，民生证券研究院

表1：阔叶浆限产保价

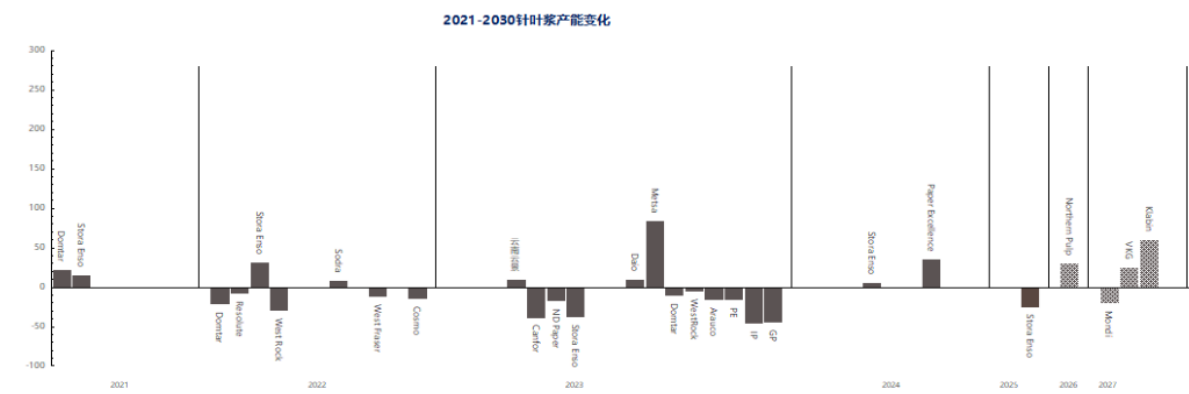
时间	企业	影响
2022-07-01	North America supplies of bleached hardwood kraft(BHK)	供应收紧，现货市场供应短缺和大量生产积压，价格上调60-100美元/吨
2023-02-13	Arauco和CMPC	智利森林大火影响导致纸浆生产线均有停产
2023-06-09	Suzano	2023年商品浆产量减少4%
2024-03-20	UPM、Metsa等芬兰厂浆巨头	暂时关停部分纸浆工厂，短期针叶浆的供给造成一定扰动
2024-06-08	Arauco	因停机检修，6、7月阔叶浆供应量为原协议量一半

资料来源：Fastmarkets，搜狐，中国经济网，纸业网，隆众资讯，民生证券研究院

2) 针叶：供给收缩叠加成本上行，价格中枢上移。从产能情况来看：无论从

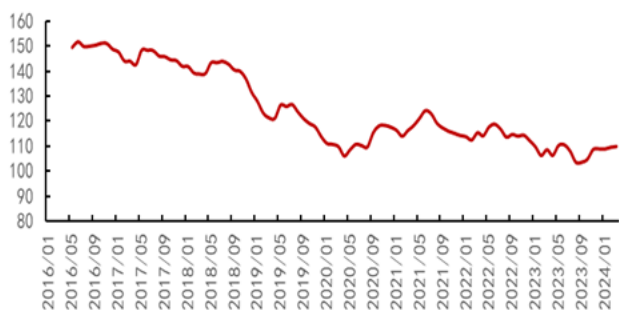
实际情况或从加拿大木片产量上来看，针叶浆产能在近年持续退出（主要为北美以及欧洲的针叶浆产能，其技术年限较长，且地区成本较高）。从成本端来看：针叶浆主要来自于加拿大以及北欧等发达地区，当地法律更为严格对针叶木出口有较大限制，针叶木价格中枢不断上行推动针叶浆价格上涨（从 2019 年 60 欧元/立方米上涨到 2023 年近 80 欧元/立方米）。

图11：针叶浆产能持续退出（万吨）



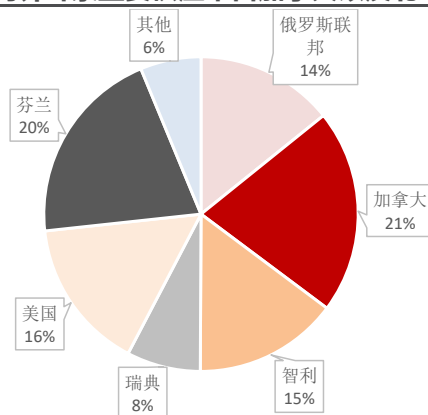
资料来源：Hawkins Wright，民生证券研究院

图12：加拿大木片产量（万吨）



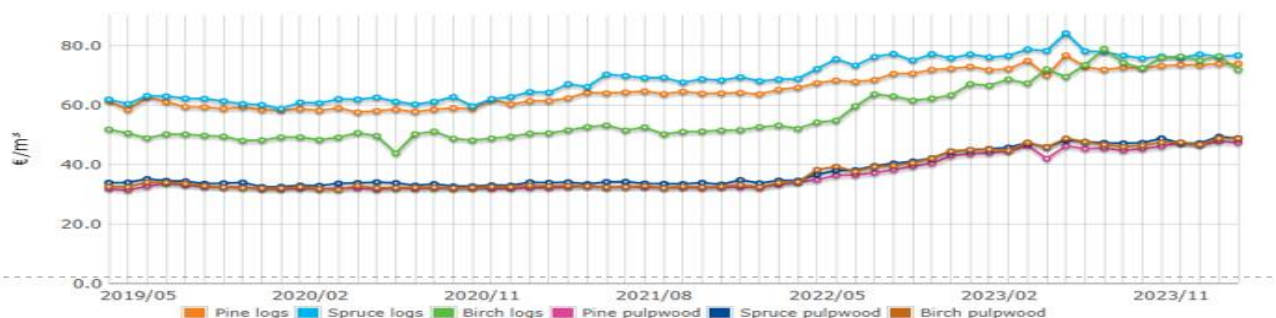
资料来源：加拿大统计局，民生证券研究院

图13：国内针叶浆主要供应来自加拿大以及北欧



资料来源：wind，民生证券研究院，备注：数据来自 2023 年

图14：针叶木片价格持续上行



资料来源：NATURAL RESOURCES INSTITUTE FINLAND，民生证券研究院

表2：海外针叶木出口限制

国家或地区	具体措施
加拿大	木材出口必须要出口许可证且需要证明此原木为多余产品 计划推迟砍伐26000平方公里的森林树木
俄罗斯	自2022年起禁止出口针叶原木和珍贵硬木的木材
欧亚联盟	自2022年起对部分针叶木（海关编码为4401、4403、4407）实行统一非关税调节措施，木材出口配额为0
荷兰	对中国锯末出口设置限制
芬兰	根据欧盟的减排要求，需在2030年前将关键行业的碳排放量减少50%
挪威	将增加对减少森林砍伐领域的投资

资料来源：采木网，我爱历史记，木头云等，民生证券研究院

表3：海外针叶浆产能退出情况

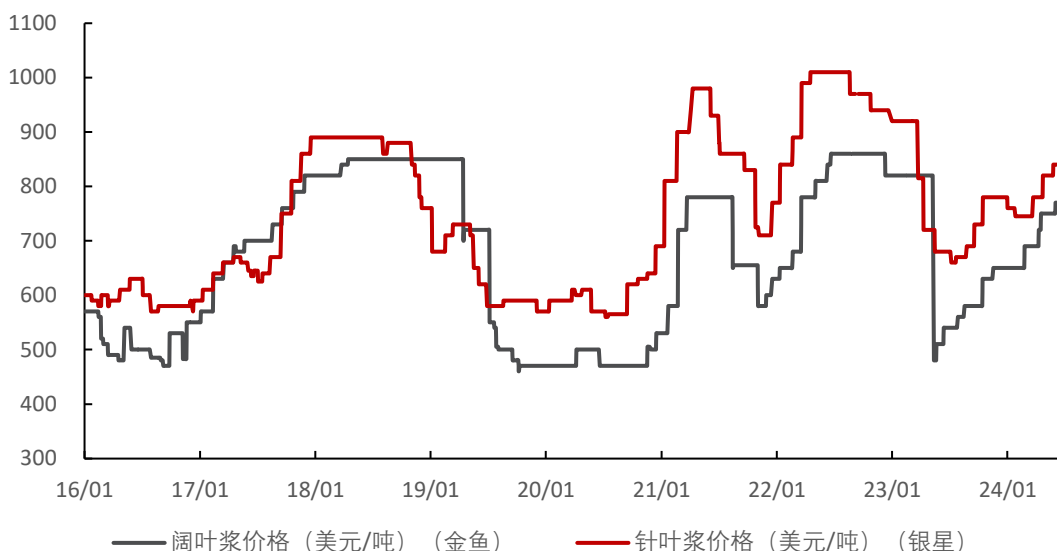
停产时间	所在区域	浆企	退出产能（万吨）
2022	加拿大	West Fraser	37.55
2022	美国	WestRock	64.5
2023	芬兰	Stora Enso	37.5
2023	加拿大	Domtar Espanola	28
2023	美国	IP Riegelwood/Pensacola	20
2023	美国	Georgia-Pacific (GP)	51.3
2024	加拿大	Canfor Pulp Products	30

资料来源：纸业联讯，纸业发布，纸视界，民生证券研究院

2 景气度：需求不振叠加新产能释放，浆价承压

纸浆涨价未成功落地，浆厂回调浆价。2024年6月25日，智利 Arauco 公司调整 6 月份木浆外盘报价：针叶浆/阔叶浆分别下降 20/30 美元/吨至 820/740 美元/吨。同时，Suzano 255 万吨阔叶浆项目推迟至 7 月底开机，7 月份阔叶浆外盘报价亦维持平盘。我们判断，在当前纸价承压情况下，纸企对连续涨价的纸浆采购意愿较低，本次 Arauco 回调价格宣布其 6 月涨价策略的失败，Suzano 7 月平盘报价以及新项目的延后投产，也显现出 Suzano 对未来浆价趋势的判断也从上涨转向平稳的态度，后续有新产能投放出，因此我们认为 8 月之后浆价将变现出稳中向下的趋势。

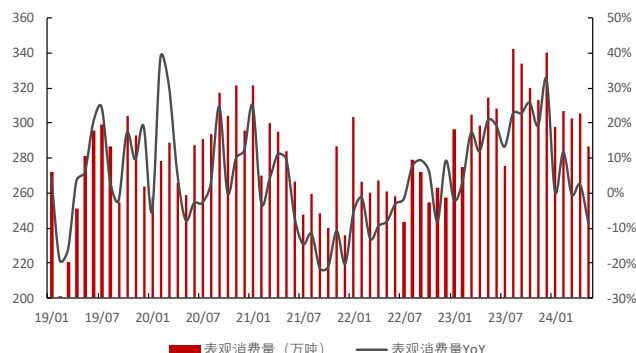
图15：纸浆外盘报价



资料来源：wind，民生证券研究院

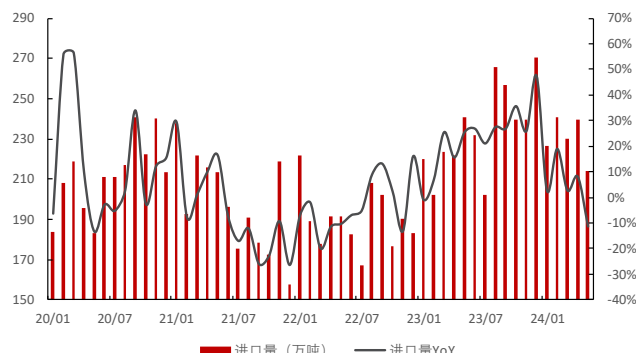
新产能密集投放，阔叶浆价格承压。**需求端：**国内需求同环比呈下降趋势，2024年5月纸浆表观消费量为286.52万吨，同比/环比分别下降8.83%/6.3%。**库存情况：**截至2024年5月，欧洲/中国纸浆港口库存分别为125.5/180.1万吨，六年分位数分别为40.2%/52.7%，中国纸浆库存从年初呈下降趋势，欧洲则一直保持相对平稳的状态。**供给端：**2023-2025年阔叶浆/针叶浆国内外分别扩产1215/114万吨，2022年全球商品阔叶浆/针叶浆产能分别为3900/2800万吨，阔叶浆产能大量释放，阔叶浆价格在未来压力较大。

图16: 国内纸浆表观消费量



资料来源: 钢联数据, 民生证券研究院

图17: 国内纸浆进口量



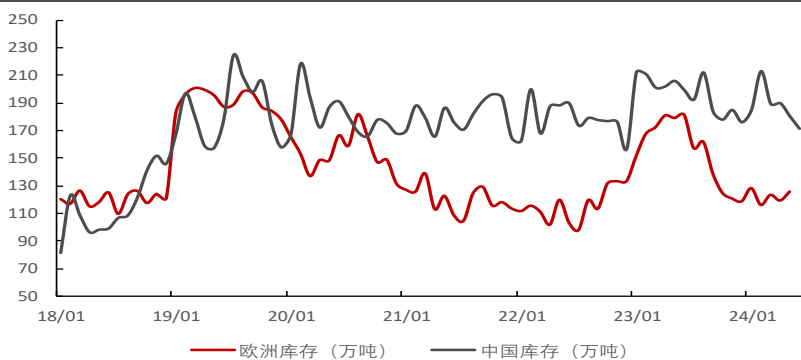
资料来源: 钢联数据, 民生证券研究院

表4: 全球纸浆增产情况

年份	针叶浆 (万吨)	阔叶浆 (万吨)	化机浆 (万吨)
2023	109	405	258
2024	5	676	120
2025	0	134	162
2026	0	60	115

资料来源: 建发纸浆, 民生证券研究院

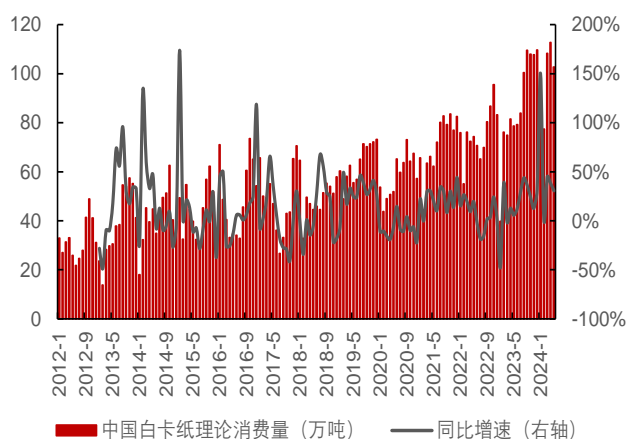
图18: 港口库存情况



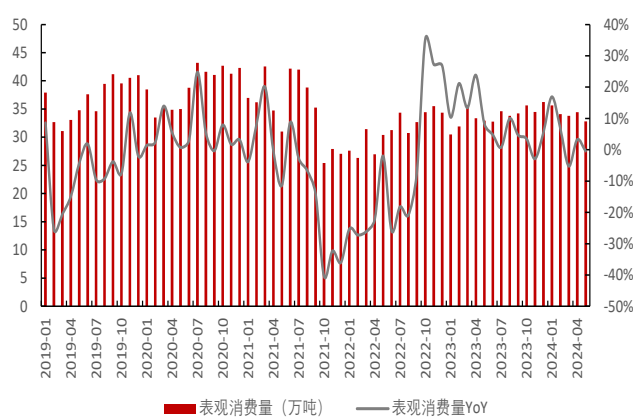
资料来源: 钢联数据, 民生证券研究院

下游实际需求逐步恢复, 过量供给使得纸价承压。截至 2024 年 6 月 28 日, 24Q2 双胶纸/铜版纸/白卡纸价格分别为 5773/5739/4502 元/吨, 环比分别变化 +0.31%/+0.26%/-7.08%, 同比分别变化-0.79%/+2.61%/-0.9%, 双胶纸/铜版纸/白卡纸毛利率分别为-1.82%/-0.87%/7%。24Q2 文化纸旺季不旺, 在浆价持续上涨的情况下, 尤其是白卡纸价格环比不升反降, 未能很好的传导浆价上涨带来的影响, 纸企的利润亦承压。需求端: 24 年 5 月双胶纸/铜版纸/白卡纸消费量分

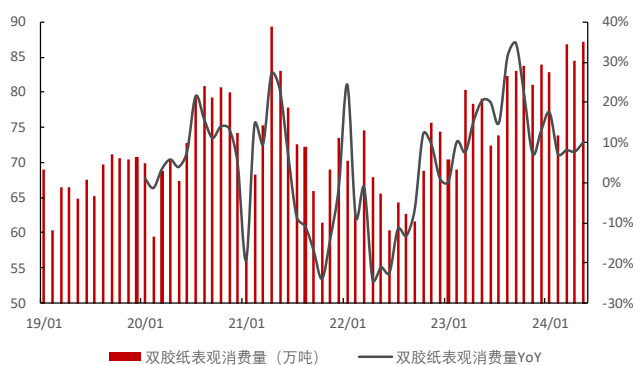
别为 87.1/32.79/102.7 万吨，同比分别变化+10.14%/-0.43%/+30.66%（低价白卡纸对灰底白、塑料、铜版纸、金属等有替代作用）。单从需求端来看，除铜版纸保持相对稳定，双胶纸以及白卡纸均有较大增长，因此纸价承压的主要原因则来自于供给端。2024 年双胶纸/铜版纸/白卡纸产能分别为 1521/645/1620 万吨，较 2020 年分别变化+297/-15/440 万吨（有效产能，同时考虑退出产能影响），供给的脉冲式投放使得纸价承压。

图19：国内白卡纸理论消费量


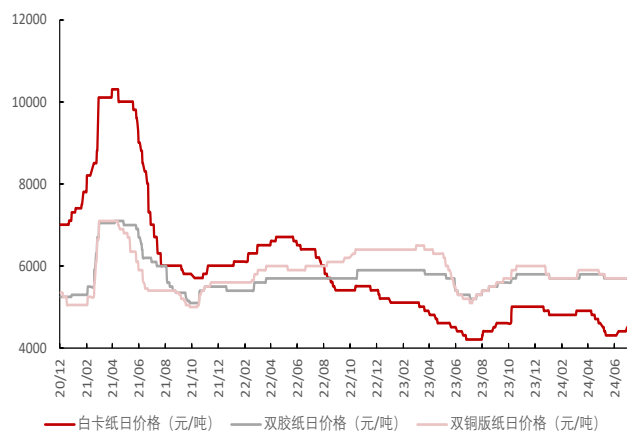
资料来源：钢联数据，民生证券研究院

图20：国内铜版纸表观消费量


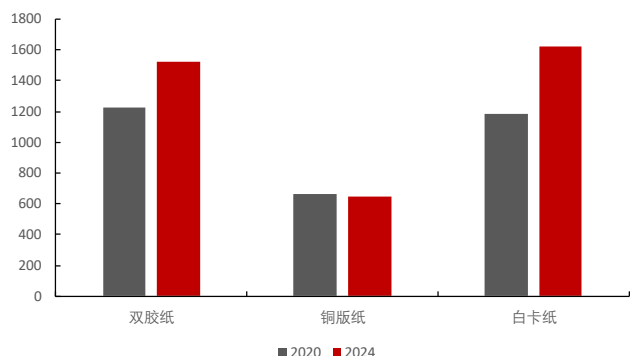
资料来源：钢联数据，民生证券研究院

图21：国内双胶纸表观消费量


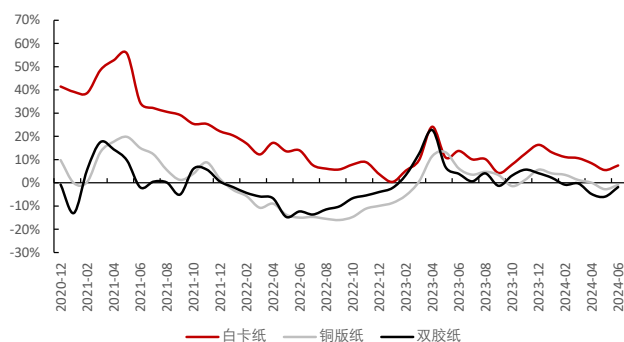
资料来源：钢联数据，民生证券研究院

图22：国内白卡纸、双胶纸、双铜纸价格


资料来源：钢联数据，民生证券研究院

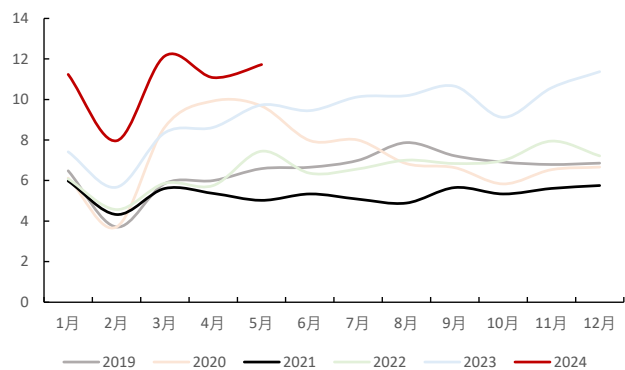
图23: 国内双胶纸、铜版纸、白卡纸产能 (万吨)


资料来源: 钢联数据, 民生证券研究院

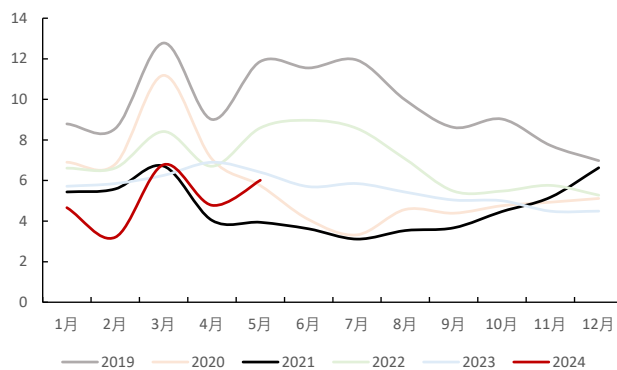
图24: 国内白卡纸、双胶纸、双铜纸毛利率


资料来源: 钢联数据, 民生证券研究院

浆纸系纸品出口创新高。2024 年前五月生活用纸/铜版纸/双胶纸/白纸板出口量分别为 54/25/42/113 万吨, 同比分别变化 +36.6%/-18.35%/-8.65%/+17.41%。一方面俄乌冲突持续影响, 欧洲造纸业能源成本提升, 另一方面, 欧洲老旧纸机在与中国新投放产能竞争中在规模以及效率上均处于劣势, 加之 21-23 年国内纸企集中投放, 未来出口成为纸企消化新建产能消除“内卷”的主动之选。

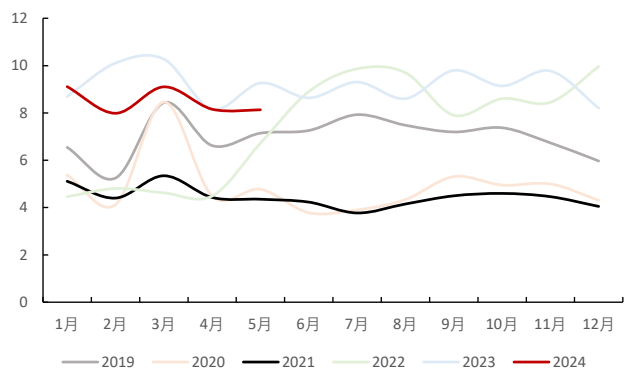
图25: 生活用纸出口情况 (万吨)


资料来源: 钢联数据, 民生证券研究院

图26: 铜版纸出口情况 (万吨)


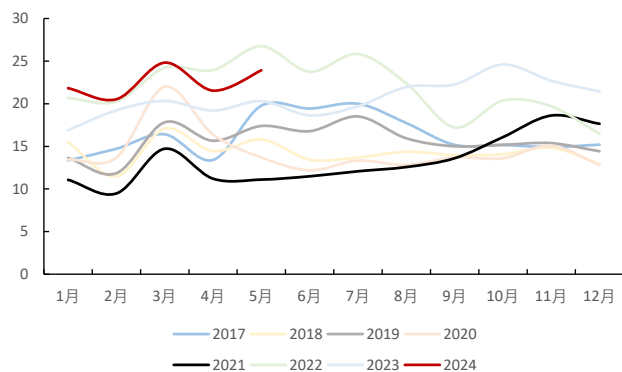
资料来源: 钢联数据, 民生证券研究院

图27: 双胶纸出口情况 (万吨)



资料来源: 钢联数据, 民生证券研究院

图28: 白纸板出口情况 (万吨)

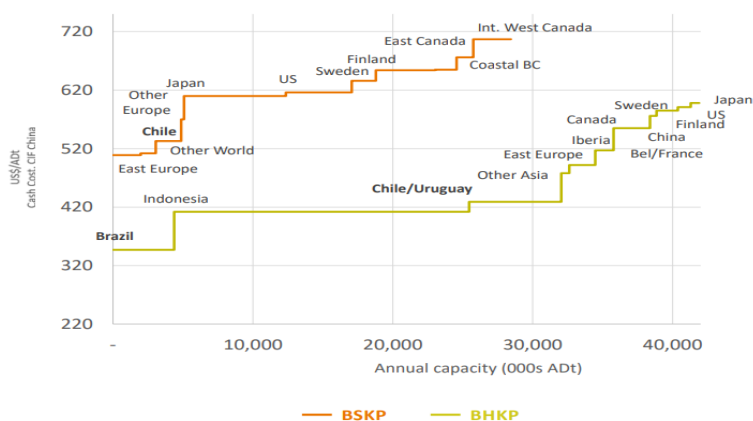


资料来源: 钢联数据, 民生证券研究院

3 价格演绎：短期外盘报价亟待调整，中长期针阔叶价差料持续拉大

针叶短期价格我们预计承压，美元价格调整空间大于现货：1) 期货价格反映部分产区现金流成本：根据 7 月 15 日纸浆期货主力合约 (SP2409) 价格为 5738 元/吨，对应约 690 美元/吨外盘价格，为西加拿大和加拿大 BC 省的现金流成本 (该成本下对应超过 10%的产能)；2) 国内现货价格贴水 400 元，现货价格 (银星) 已经从 6500 元/吨将至 6100 元/吨，依然低于 SP2409 合约近 400 元，我们预计仍有下调空间；3) 外盘价格尚未调整，银星美元价格依然在 820 美元/吨，比国内现货价格高 10%+，具有较大调整空间。从中长期看好针叶浆价格中枢上移：1、行业新产能维持稳定 (2023-2026 年仅投产 114 万吨)；2、成本端针叶木价格中枢上行具有一定支撑力 (2020 年木片占制浆总成本 62%，后续价格上行确定性大于阔叶)；3、过去几年造纸配方中阔叶浆占比逐渐提升。

图29：各地区针阔叶现金流成本情况 (BSKP：针叶浆；BHKP：阔叶浆)



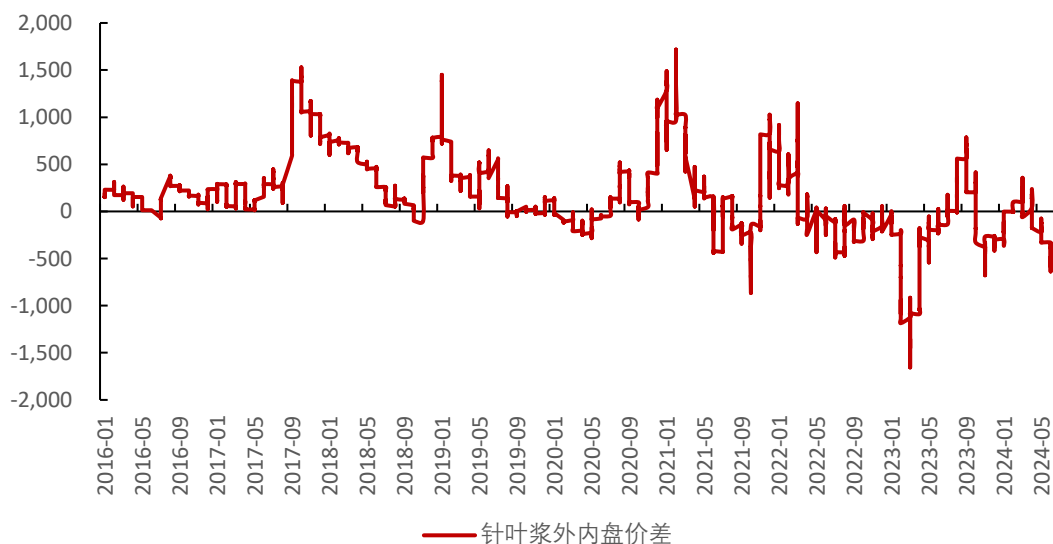
资料来源：Arauco corporate presentaion，民生证券研究院，备注：数据来自 2024Q1

图30：各地区针叶成本情况

US\$/tonne	East Europe	Other World	Chile	Japan	US	Finland	East Canada	Sweden	Other Europe	Coastal BC	Int. West Canada	Weighted Ave
Wood	177	184	229	323	206	358	234	344	403	284	271	273
Chemicals	48	62	78	65	92	79	82	89	86	70	74	81
Energy	34	42	15	5	30	-5	46	14	-14	36	30	20
Variable costs	259	288	322	392	328	432	362	447	475	389	376	374
Labour	38	46	42	56	81	53	83	60	51	95	109	68
Maintenance	23	64	73	41	50	38	49	40	39	66	54	47
Other mill costs	33	36	35	41	54	36	39	46	21	34	44	42
Fixed costs	93	146	151	139	185	127	171	146	111	195	207	157
Operating costs fob mill	352	434	473	531	514	559	533	593	587	585	583	531
Logistics	149	70	54	30	82	49	94	54	52	70	111	76
Marketing & Sales	8	9	7	9	15	8	10	7	16	21	14	11
TOTAL DELIVERED CASH COSTS cif	509	512	533	570	610	616	636	654	655	676	707	618
Exchange rate used: local currency per US\$	66	184	870	144	1.0	0.93	1.36	10.41	0.93	1.36	1.36	0.00
Capacity (000s t)	1980	1080	1810	210	7280	4700	1735	4245	1520	1190	2685	28435

资料来源：Hawkins Wright，民生证券研究院

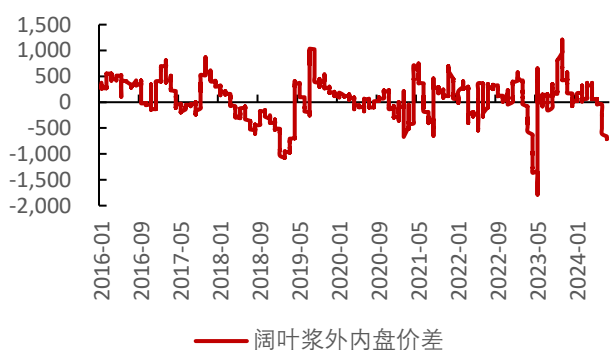
图31：针叶内外盘价差（现货价格-外盘价格，元/吨）



资料来源：wind，钢联数据，民生证券研究院

阔叶浆短期下行压力大于针叶，中长期向上弹性亦弱于针叶。1) 内盘价格距全球阔叶浆生产现金流成本仍有较大距离：截至 2024 年 7 月 8 日，阔叶浆内外盘价差超过 700 元，但距全球成本最高产区的现金流成本仍有一定空间，我们认为短期外盘报价继续下移，同时现货价格依然有下行区间；2) 针阔价差逐渐拉大：

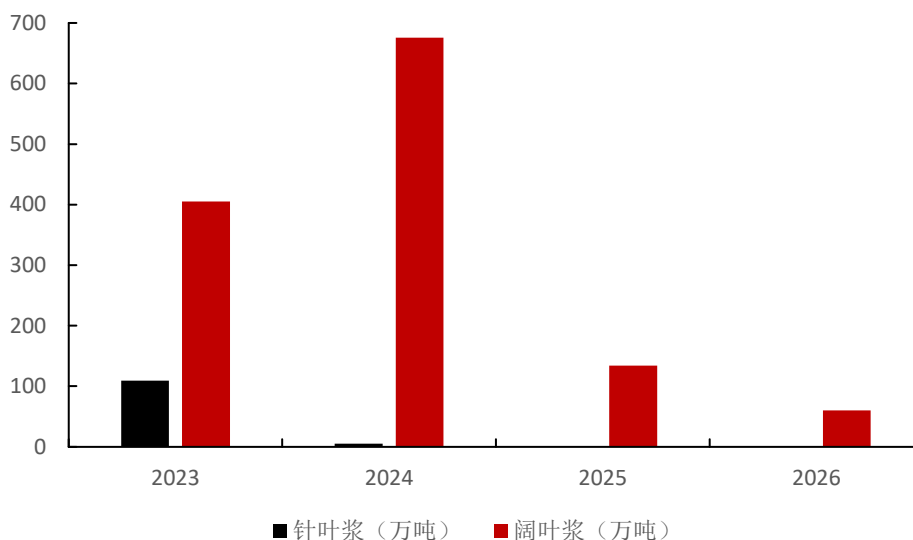
以针叶浆为锚，目前阔叶价差是 450 元/吨，前期为 1000+元/吨，预计未来阔叶价差会进一步拉大回归到合理水平；**从中期价格中枢上行，弹性不及针叶浆**：1、类似于针叶浆，原木价格上行带动阔叶浆中枢上行逻辑依然成立，不过考虑阔叶木的价格弹性弱于针叶木，预计价格中枢抬升幅度亦不及针叶；2、同时考虑目前阔叶产能扩张主要为非头部浆企（包括国内的造纸企业近年来进行纸浆布局），集中度下行或对产业议价能力产生一定扰动。

图32：阔叶内外盘价差（现货价格-外盘价格，元/吨）


资料来源：wind，钢联数据，民生证券研究院

图33：针阔现货价差（针叶浆价格-阔叶浆价格）(元/吨)


资料来源：Wind，钢联数据，民生证券研究院

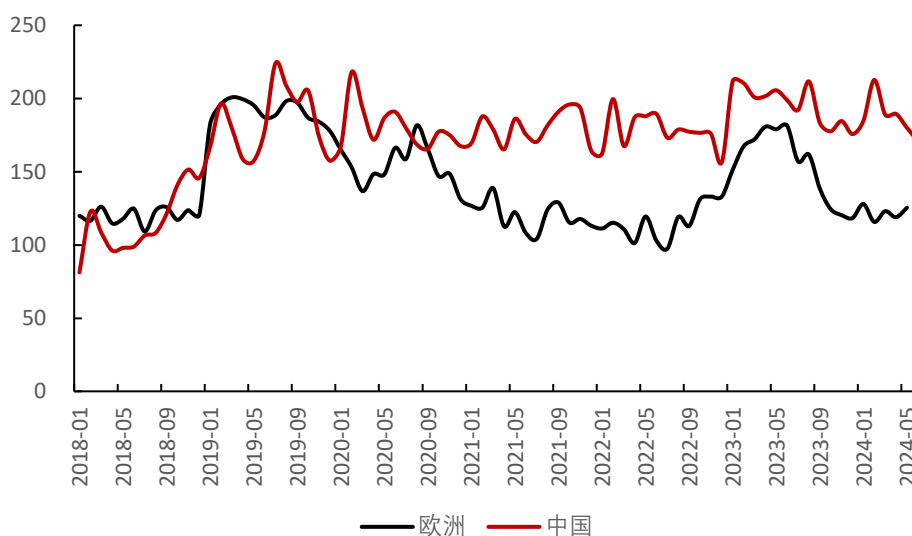
图34：全球纸浆增产情况


资料来源：建发纸浆，民生证券研究院

木片底部支撑纸浆价格难回前低，针阔叶价差持续拉大。从绝对价格看：阔叶木/针叶木价格中枢均在逐步上行（2024 年前五个月阔叶木片均价为 0.19 美元/千克，较 2016 年同期增长 13%），同时中欧纸浆库存仍有增加空间，因此我们认

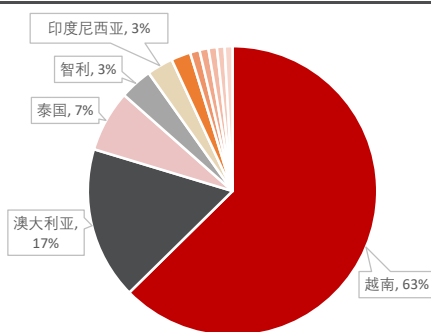
为浆价较难回到前低。从针阔叶价差看：针阔叶价差料逐步拉大。1、纸浆新产能投放多为阔叶浆，考虑到阔叶浆成本在造纸总成本占比较高（2008年阔叶浆/针叶浆分别占总成本30%/10%），同时针叶木主要在高纬度发达国家，对针叶木出口存限制（如加拿大木材出口必须拿到出口许可证且需要证明此原木为多余产品方可出口；俄罗斯亦自2022年起禁止出口针叶原木和珍贵硬木的木材），阔叶浆主要在发展中国家，原材料生长周期相对较短且更稳定，纸浆扩产（主要在中国）以阔叶浆居多。2、在2022年针阔价差拉大期间，纸企增加阔叶浆使用配比，目前已经达到阔叶浆配方占比上限。

图35：中欧纸浆库存（万吨）



资料来源：钢联数据，民生证券研究院

图36：木片进口主要来自发展中国家



资料来源：钢联数据，民生证券研究院，备注：数据来自2023年

表5：国内阔叶浆产能布局

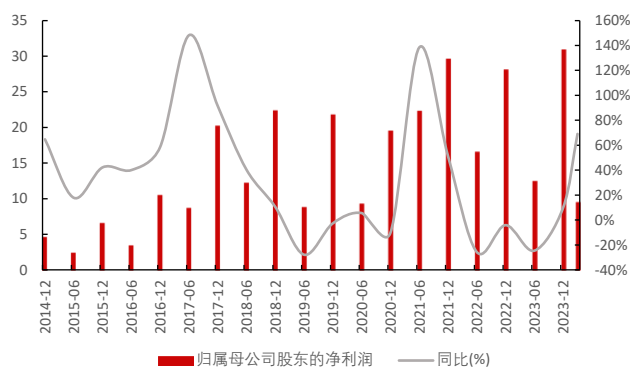
公司	产能 (万吨)	落地时间
联盛纸业	166	2024
玖龙纸业	110	2024
华泰集团	70	2024
五洲	60	2025
华泰集团	70	2025
仙鹤股份	60	2026

资料来源：建发纸浆，民生证券研究院

4 投资建议

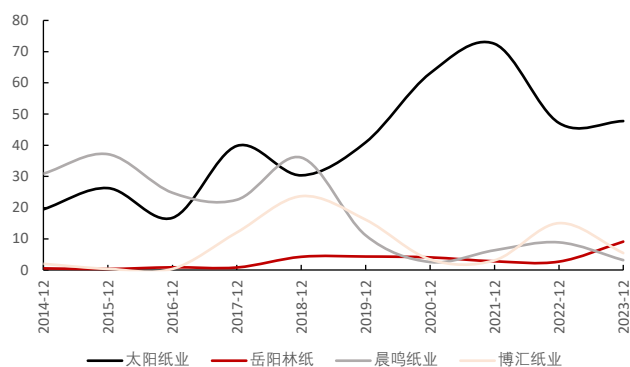
浆价承压背景下，如生活纸（中顺洁柔、恒安国际等）、特种纸企业（华旺科技、仙鹤股份等）等，一方面纸浆在公司产能占比相对较低，另一方面纸品价格具有较强韧性，盈利提升可期。同时对于太阳纸业这种产业链一体化布局企业，造纸作为越大越强的生意，我们认为纸浆布局并非为公司持续获取超额收益的主要因素，因为纸浆亦属于传统制造业，较难长期处于超额 ROE，而是通过产业链一体化，帮助公司熨平周期，逆周期保持稳定现金流并加速扩张，顺周期亦可以和行业同步提盈利；让公司正常经营并实现市场份额稳步提升。正如我们在 2023 年外发的《造纸行业点评：当前时点，造纸投资再思考》观点：“过去造纸投资考虑行业需求仍有增量，造纸产能保持快速扩张势头，行业上行周期上市纸企间收益差异不大；随着需求增幅放缓，头部企业通过产业链一体化，在低毛利率&低费用率的运营模式下，在实现行业集中度逐步提升同时，回购&分红比例或将提升带动估值稳步上移，行业格局和市占率趋势料难以打破。”

图37：太阳纸业盈利稳步增长（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图38：纸企 CAPEX 情况（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

4.1 太阳纸业

区域方面，公司完善广西基地布局，旨在提升华南市场话语权同时，亦助力公司背靠区域林地资源，加强产业链一体化建设；产能方面，根据南宁 525 万吨林浆纸一体化项目公告，项目一期将建设 220 万吨高端箱板纸、50 万吨本色浆以及 15 万吨化学浆；23Q3 首条 100 万吨箱板纸产线和 50 万吨本色浆线已投产，并且在 23 年 10 月公司通过投资新建年产 30 万吨生活用纸提案，充分利用未来南宁地区自产木浆产能；南宁二期项目将建设年产 40/35/15 万吨特种纸/漂白化学木浆/机械木浆生产线。同时老挝基地持续推进林地资源建设，山东、广西、老挝三大基地协同发展，在木片中期价格上行背景下，看好公司背靠林木资源加速行业整合。2023 年公司预计分红 8.38 亿元，分红比例为 27.17%；同时公司发布 24-

26 年分红政策：公司处于成熟期且无重大资金支出/成熟期且有重大资金支出/成长期且有重大资金支出分红比例分别为 80%/40%/20%。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 35/39/42 亿元，对应 PE 估值为 11X/10X/9X，维持“推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期，受关税政策冲击超预期，行业竞争加剧。

表6：盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	39,544	44,864	48,905	52,494
增长率 (%)	-0.6	13.5	9.0	7.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,086	3,511	3,850	4,177
增长率 (%)	9.9	13.8	9.7	8.5
每股收益 (元)	1.10	1.26	1.38	1.49
PE (现价)	13	11	10	9
PB	1.5	1.4	1.3	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 7 月 15 日收盘价）

4.2 中顺洁柔

生活用纸龙头企业，产品端，公司持续优化产品结构，加大高端、高毛利率产品推广力度，精准营销结合多渠道布局，提升高毛利产品渗透力和份额，提升盈利能力；渠道端，公司五大渠道齐头并进，加大电商投入，积极拓展新零售、O2O、内容营销布局，成立专业商销团队，并积极调整适应 KA 渠道变化。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 6.3/7.3/8.3 亿元，对应 PE 估值为 14X/12X/11X，维持“推荐”评级。

风险提示：原材料价格波动，下游需求不及预期，渠道拓展不及预期。

表7：盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	9,801	11,009	12,312	13,637
增长率 (%)	14.4	12.3	11.8	10.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	333	633	731	826
增长率 (%)	-4.9	90.1	15.6	12.9
每股收益 (元)	0.26	0.49	0.56	0.63
PE (现价)	27	14	12	11
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 7 月 15 日收盘价）

4.3 恒安国际

公司在持续深耕电商及新零售渠道的同时加强传统渠道营销并拓宽渠道覆盖面，各渠道稳健成长。公司加快高端化进程并优化产品结构，高端纸巾、卫生巾、纸尿裤表现亮眼，有望持续助力公司改善盈利能力。预计公司 2024-2026 年归母

净利润为 31.6/34.2/36.4 亿元，对应 PE 估值为 8X/8X/7X，维持“推荐”评级。

风险提示：原材料价格波动，下游需求不及预期，渠道拓展不及预期。

表8：盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	23,768	25,006	26,267	27,569
增长率 (%)	5.1	5.2	5.0	5.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,801	3,162	3,418	3,639
增长率 (%)	45.5	12.9	8.1	6.5
每股收益 (元)	2.41	2.72	2.94	3.13
PE (现价)	9	8	8	7
PB	1.3	1.2	1.1	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 7 月 15 日收盘价，当日 1 港元 = 0.9133 人民币)

5 风险提示

1) **下游需求不及预期。**下半年节日增多一般为消费旺季，但公共卫生事件之后居民消费观发生变化，可能会影响 24H2 下游消费兑现情况。

2) **上游资源品受自然灾害影响。**纸浆厂毗邻林园，容易发生火灾等自然灾害，产能可能受到影响。

插图目录

图 1: 纸浆价格近年来呈现易涨难跌属性	3
图 2: Suzano 销售净利率波动率显著提升	3
图 3: 针叶浆全球发运量比例	4
图 4: 阔叶浆全球发运量比例	4
图 5: 中国纸浆在公共卫生事件期间新产能提升	4
图 6: 2014 年以来欧洲港口逐步进入补库周期 (万吨)	4
图 7: 全球木浆产量	5
图 8: 2019 年全球纸浆集中度提升	5
图 9: 阔叶木价格变化(2024 年前五个月阔叶木片均价为 0.19 美元/千克, 较 2016 年同期增长 13%)	5
图 10: 2023 年阔叶浆主要供应来自巴西	5
图 11: 针叶浆产能持续退出 (万吨)	6
图 12: 加拿大木片产量 (万吨)	6
图 13: 国内针叶浆主要供应来自加拿大以及北欧	6
图 14: 针叶木片价格持续上行	6
图 15: 纸浆外盘报价	8
图 16: 国内纸浆表观消费量	9
图 17: 国内纸浆进口量	9
图 18: 港口库存情况	9
图 19: 国内白卡纸理论消费量	10
图 20: 国内铜版纸表观消费量	10
图 21: 国内双胶纸表观消费量	10
图 22: 国内白卡纸、双胶纸、双铜纸价格	10
图 23: 国内双胶纸、铜版纸、白卡纸产能 (万吨)	11
图 24: 国内白卡纸、双胶纸、双铜纸毛利率	11
图 25: 生活用纸出口情况 (万吨)	11
图 26: 铜版纸出口情况 (万吨)	11
图 27: 双胶纸出口情况 (万吨)	12
图 28: 白纸板出口情况 (万吨)	12
图 29: 各地区针阔叶现金流成本情况 (BSKP: 针叶浆; BHKP: 阔叶浆)	13
图 30: 各地区针叶成本情况	14
图 31: 针叶内外盘价差 (现货价格-外盘价格, 元/吨)	14
图 32: 阔叶内外盘价差 (现货价格-外盘价格, 元/吨)	15
图 33: 针阔现货价差 (针叶浆价格-阔叶浆价格) (元/吨)	15
图 34: 全球纸浆增产情况	15
图 35: 中欧纸浆库存 (万吨)	16
图 36: 木片进口主要来自发展中国家	16
图 37: 太阳纸业盈利稳步增长 (亿元)	18
图 38: 纸企 CAPEX 情况 (亿元)	18

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 阔叶浆限产保价	5
表 2: 海外针叶木出口限制	7
表 3: 海外针叶浆产能退出情况	7
表 4: 全球纸浆增产情况	9
表 5: 国内阔叶浆产能布局	17
表 6: 盈利预测与财务指标	19
表 7: 盈利预测与财务指标	19
表 8: 盈利预测与财务指标	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