

文化纸专题：景气触底向上趋势确立，关注纸企龙头布局机遇 增持（维持）

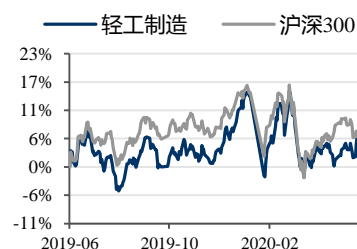
2020年06月07日

证券分析师 史凡可
执业证号：S0600517070002
021-60199793
shifk@dwzq.com.cn

投资要点

- **铜板、双胶纸价落地提涨，景气有望触底上行。**进入5月以来，我们跟踪渠道库存走低、终端需求提振，文化纸企的提价函近期相应落地（本周铜版提涨+60元/吨、双胶+50元/吨）。展望后市，我们判断伴随国内开学党建前期抑制的需求释放、叠加海外开工的边际修复，文化纸的价格有望重新进入上升通道。**成本端：**我们判断后市浆价仍将低位运行，主要系（1）下游需求疲软，近期纸机开工率下行拖累需求；（2）4-5月全球生产商的库存仍然处于上升周期。**供给端：**20年供给平稳，仅有年底太阳纸业兖州本部45万吨文化纸和7万吨特种文化纸投产（预期11月底）；21-23年新增产能以产业龙头扩张为主，集中度有望继续上行。**需求端：**双胶纸需求量与图书印刷量高度相关，中国学生人数以及人均纸质图书阅读量均十分稳定，对应造纸业协会披露的双胶纸13-19年的消费量CAGR为1.2%。考虑建党、建国周年刊物印刷消费，我们对下半年文化纸的需求维持乐观判断。**库存：**卓创资讯显示双胶纸厂周库存连续五周环比下降、且草根调研显示渠道库存消化相对充分。
- **龙头文化纸企估值处于底部，重点建议布局。**优质的成长公司太阳纸业PB为1.64X，纸浆一体化龙头晨鸣纸业、华泰纸业PB分别为0.81X、0.62X，均触及近两年来的估值低点；但所对应的ROE水平伴随行业集中度提升、自身纸浆自给及规模红利释放高于历史中枢。考虑行业需求稳定且具有向上催化、供给新增产能投放较为合理，我们认为文化纸龙头的中期估值有望锚定ROE实现上移。
- **持续推荐浆纸一体化及产能持续释放的太阳纸业。**2020年太阳纸业合计纸浆产能突破730万吨，精细化及一体化优势明确。公司通过海外布局巩固低成本原料优势，广西350万吨林浆纸一体化项目已取得环评，资源优势突出，中期成长逻辑通顺。太阳纸业ROE处于历史59%分位，PB处于历史8%分位，充分包含下游需求疲软预期。
- **风险提示：**海外疫情反复，纸价涨幅低于预期

行业走势



相关研究

- 1、《轻工制造跟踪周报：本周箱板瓦楞小幅提涨，关注装配式建筑专题梳理》2020-05-31
- 2、《轻工制造跟踪周报：左侧建议布局造纸改善，本周关注碧桂园参股建材家居的梳理》2020-05-24
- 3、《轻工制造跟踪周报：他山之石，复盘建材白马成长模式》2020-05-17

表1：重点公司估值（6月5日收盘数据）

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
002078.SZ	太阳纸业	245.41	9.47	0.8	1.05	1.14	10.97	8.36	7.69	买入
000488.SZ	晨鸣纸业	142.62	4.91	0.49	0.59	0.72	6.34	5.54	4.81	增持
600966.SH	博汇纸业	129.54	9.69	0.78	1.16	1.45	9.42	6.34	5.04	买入
600567.SH	山鹰纸业	136.95	2.98	0.29	0.33	0.38	10.47	9.13	7.77	买入

资料来源：Wind，东吴证券研究所

内容目录

1. 文化纸专题：景气触底向上，关注布局机遇	4
1.1. 铜板、双胶纸价落地提涨，景气有望触底上行	4
1.1.1. 成本端：木浆价格低位运行，保障浆系造纸盈利	4
1.1.2. 供给端：20 年新增产能有限，中期双胶纸集中度上行	5
1.1.3. 需求端：双胶纸需求预期稳健，建党周年或提供增量	6
1.1.4. 供需&库存：供需边际优化，产业链库存环比改善	6
1.2. 龙头文化纸企估值处于底部，重点建议布局	7
2. 风险提示	9

图表目录

图 1: 社零总额月度数据跟踪	4
图 2: 制造业和非制造业 PMI	4
图 3: 针叶浆、阔叶浆价格 (美元/吨)	5
图 4: 木浆下游细分纸种占比	5
图 5: 阔叶浆价格和全球生产商库存走势对比	5
图 6: 针叶浆价格和全球生产商库存走势对比	5
图 7: 木浆库存情况	5
图 8: 国外 4 月木浆港口环比	5
图 9: 在校学生人数统计	6
图 10: 2018 年和 2019 年阅读率	6
图 11: 马列主义毛泽东思想类图书数量	6
图 12: 图书、报纸、期刊总印数	6
图 13: 文化纸每日平均企业价格 (元/吨)	7
图 14: 双胶纸厂库存天数环比 (%)	7
图 15: 造纸行业 PB-ROE	7
图 16: 太阳纸业 PB-ROE	7
图 17: 晨鸣纸业 PB-ROE	7
图 18: 华泰纸业 PB-ROE	7
图 19: 太阳纸业产能投放	8
图 20: 太阳纸业产能详情	8
表 1: 重点公司估值 (6 月 5 日收盘数据)	1
表 2: 近期提价函一览	4
表 3: 近期文化纸产能投放情况	6

1. 文化纸专题：景气触底向上，关注布局机遇

1.1. 铜板、双胶纸价落地提涨，景气有望触底上行

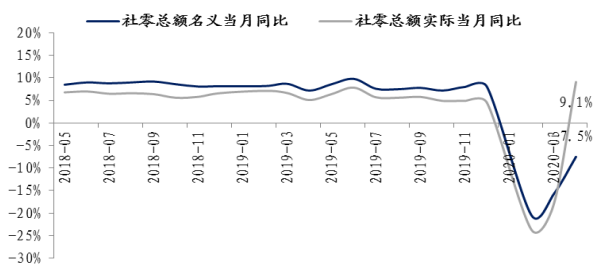
复盘文化纸的价格走势：19 下半年由于边际需求回暖（建国周年刊物印刷增加且产业链库存已跌至底部）以及中小产能充分出清，铜版、双胶的单位价格及单位盈利均由 19 年 4 月的历史低点持续上行至 20 年一季度的较好水平；但是二季度伴随全球疫情爆发，国内复学延后、海外需求萎靡（铜版、双胶分别有 26.4%、10.3% 的出口需求），部分纸企对应采取较为激进的价格策略，导致 4 月铜板、双胶均价分别环比下跌 10.6%、7.0%，龙头企业的盈利回到历史底部。进入 5 月以来，我们跟踪渠道库存走低、终端需求提振，文化纸企的提价函近期相应落地（本周铜版提涨+60 元/吨、双胶+50 元/吨）。展望后市，我们判断伴随国内开学党建前期抑制的需求释放、叠加海外开工的边际修复，文化纸的价格有望重新进入上升通道。

表 2：近期提价函一览

提价函内容情况			
晨鸣集团	文化纸	6月1日起	静电复印纸全系列产品上调200元/吨
美利云	文化纸	6月1日起	上调200元/吨
启润纸业	鸣丽品白卡纸，丽致白卡纸，丽盈白卡	5月26日起	5月25日涨价100元/吨的基础上上调100元/吨
厦门国贸	晨鸣铜版纸	5月25日起	5月7号提价基础上上调200元/吨
启润纸业	所有铜版纸	5月25日起	5月7日提价基础上上调200元/吨
金冠纸业	晨鸣/APP/九州太阳系列铜版纸	5月25日起	5月7日提价基础上上调200元/吨
建发纸业	晨鸣铜版纸	5月25日起	5月7号提价基础上上调200元/吨

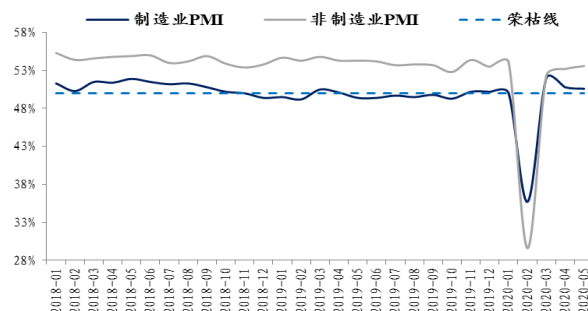
数据来源：网上资料整理，东吴证券研究所

图 1：社零总额月度数据跟踪



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：制造业和非制造业 PMI



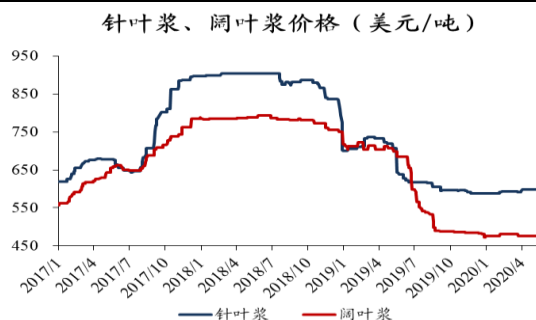
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.1.1. 成本端：木浆价格低位运行，保障浆系造纸盈利

木浆需求疲软、库存高位，价格预期低位运行。虽然针叶浆、阔叶浆经过 17-18 年的下跌价格已经处于历史底部（目前分别为 605、476 美元/吨），短期预计仍然难以出现上涨催化：1）我国是全球最大的木浆消费国（19 年木浆全球出运量 4258 万吨、我国进口量 2720 万吨、占比达到 59.4%）。由于木浆下游的需求结构以生活纸（占比 32%）、文化纸（40%）、包装纸（28%）为主，近期纸机开工率下行拖累需求；2）库存天数来看，4-5 月全球生产商的库存仍然处于上升周期，4 月荷兰/比利时、英国、德国、意大利

利、西班牙木浆库存合计 134 万吨（环比+8.2%）、5 月青岛港、常熟港、保定地区木浆库存合计约 181 万吨（环比+4.7%），国内外主要港口的库存均处高位。

图 3：针叶浆、阔叶浆价格（美元/吨）



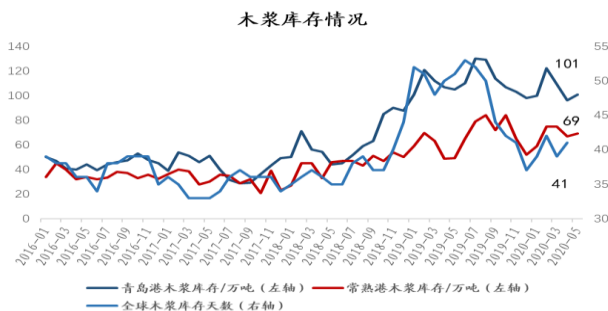
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 5：阔叶浆价格和全球生产商库存走势对比



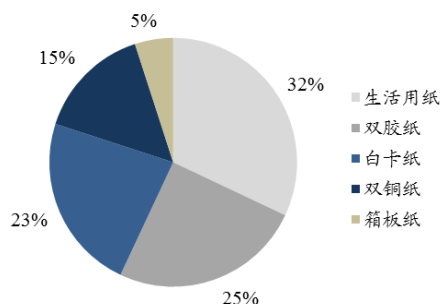
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：木浆库存情况



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 4：木浆下游细分纸种占比



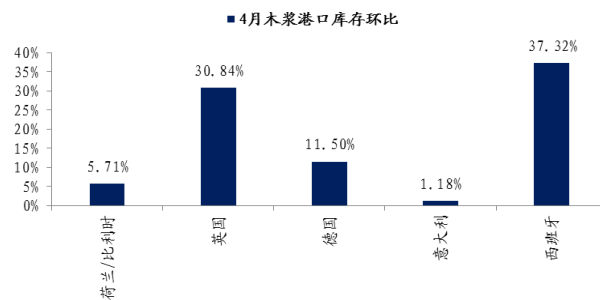
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 6：针叶浆价格和全球生产商库存走势对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：国外 4 月木浆港口环比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.1.2. 供给端：20 年新增产能有限，中期双胶纸集中度上行

20 年产业供给平稳，21 年后关注龙头份额提升。梳理文化纸后续产能投放，我们判断 20 年供给平稳，仅有年底太阳纸业兖州本部 45 万吨文化纸和 7 万吨特种文化纸投产（预期 11 月底）；21-23 年新增产能以产业龙头扩张为主，具体包括太阳纸业广西北海 350 万吨项目（一期规划年产 55 万吨文化用纸预期 21 年下半年投产）、博汇纸业 45 万吨静电复印纸（预期 21 年底投产）、以及 23 年岳阳林纸技改项目 45 万吨非涂布文化纸、25 万吨特种文化纸（岳阳基地）。我们认为，13-19 年双胶纸的产业集中度已由 36.1% 升至 43.9%、提升态势明确，中期伴随龙头产能扩张、集中度有望继续上行。

表 3：近期文化纸产能投放情况

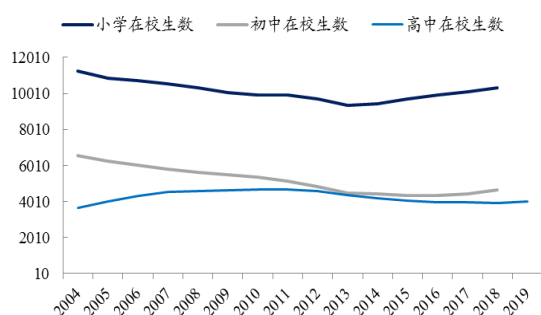
厂家	项目内容	新增产能（万吨）	地点	预计投产时间
太阳纸业	文化纸+特种文化纸	52	山东济宁	2020年
太阳纸业	文化纸	55	广西北海	2021年
博汇纸业	静电复印纸	45	山东淄博	2021年
岳阳林纸	非涂布文化纸+特种文化纸	70	湖南岳阳	2023年
合计		222	新增供给约10%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1.3. 需求端：双胶纸需求预期稳健，建党周年或提供增量

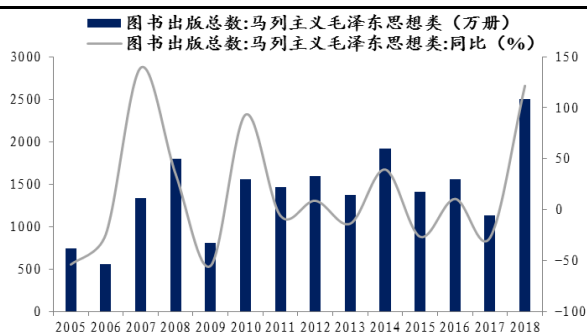
历史需求维稳，党刊需求或贡献增量。双胶纸的需求量与图书印刷量（含课本和书籍两大类）高度相关。由于中国学生人数以及人均纸质图书阅读量均十分稳定：1）小学/初中/高中合计在校人数 14-18 年的 CAGR 为 1.2%；2）人均纸质图书阅读量 19 年为 4.65 本（2018 年为 4.67 本）；因此对应造纸业协会披露的双胶纸 13-19 年的消费量 CAGR 为 1.2%。近两年考虑建党、建国周年刊物印刷消费（19 年建国 70 周年对应 18 年马列主义马泽东思想类图书出版量较过去 5 年平均出版量增长约 1000 万册、从而贡献 20 年印刷增量，预计该逻辑同样适用于 21 年建党 100 周年），我们对下半年文化纸的需求维持乐观判断。

图 9：在校学生人数统计



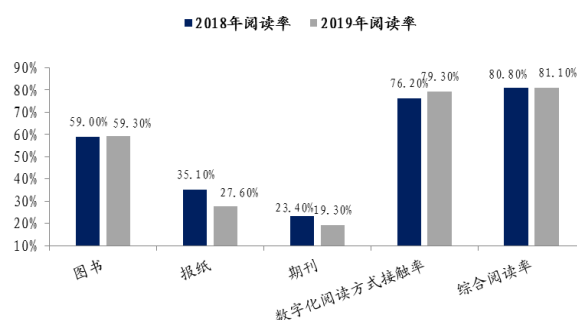
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：马列主义毛泽东思想类图书数量



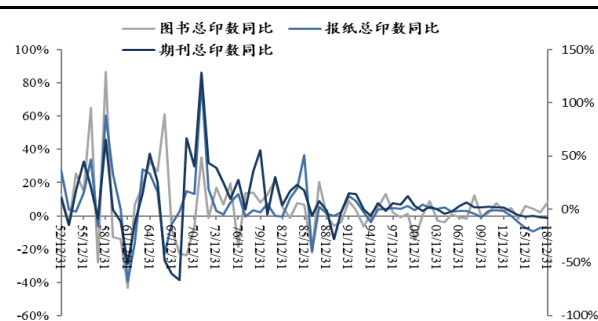
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：2018 年和 2019 年阅读率



数据来源：全国国民阅读调查报告，东吴证券研究所

图 12：图书、报纸、期刊总印数



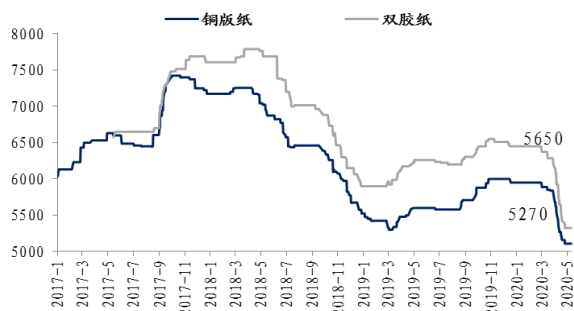
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.1.4. 供需&库存：供需边际优化，产业链库存环比改善

工厂、渠道库存均有下行，底部布局机遇。具体分析文化纸行业的供需、库存：1）短期来看，伴随国内学生开学及海外工厂复工需求有改善、叠加行业盈利低位小产能出

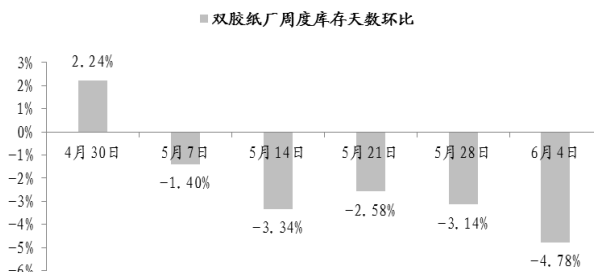
清（目前文化纸价处于历史底部、毛利率处于历史 40%分位），供需格局边际优化。2）中期来看，考虑产业 20-21 年刊物印刷需求预期较好、且行业增量产能较为有限，供需持续平衡。3）库存角度来看，卓创资讯显示双胶纸厂周库存连续五周环比下降、且草根调研显示渠道库存消化相对充分。综上所述，我们判断文化纸景气触底上行。

图 13：文化纸每日平均企业价格（元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 14：双胶纸厂库存天数环比（%）

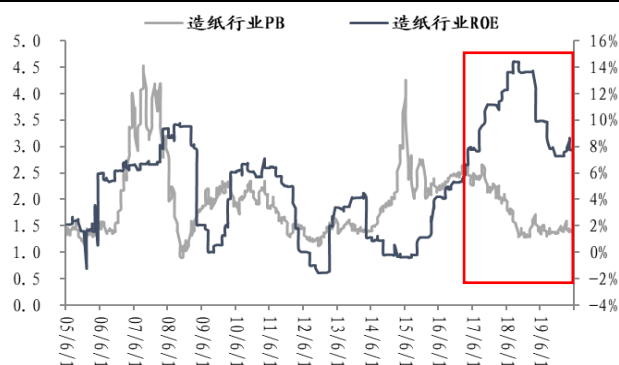


数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

1.2. 龙头文化纸企估值处于底部，重点建议布局

ROE 高于历史中枢，估值背离处于历史底部。复盘纸企上市以来的股价走势，ROE 和 PB 的相关性较强。目前造纸行业 ROE 处于历史 59%分位、PB 处于历史 15%分位，充分包含供给压力和需求疲软带来的行业下行预期，预期伴随景气触底向上有望实现估值修复。详细梳理龙头文化纸企，其中优质的成长公司**太阳纸业** PB 为 1.64X，纸浆一体化龙头**晨鸣纸业**、**华泰纸业** PB 分别为 0.81X、0.62X，均触及近两年来的估值低点；但所对应的 ROE 水平伴随行业集中度提升、自身纸浆自给及规模红利释放高于历史中枢。考虑行业需求稳定且具有向上催化、供给新增产能投放较为合理，我们认为文化纸龙头的中期估值有望锚定 ROE 实现上移，建议重点关注。

图 15：造纸行业 PB-ROE



数据来源：Wind，东吴证券研究所

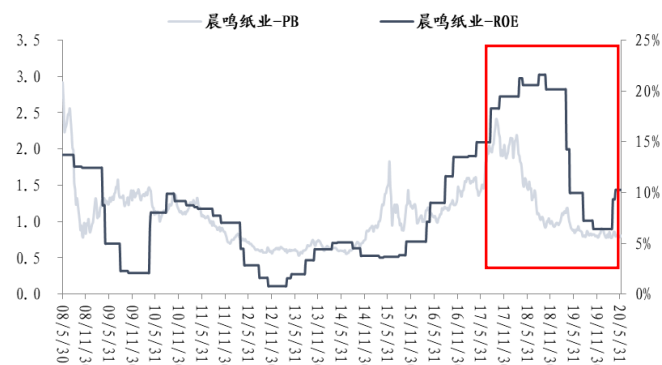
图 16：太阳纸业 PB-ROE



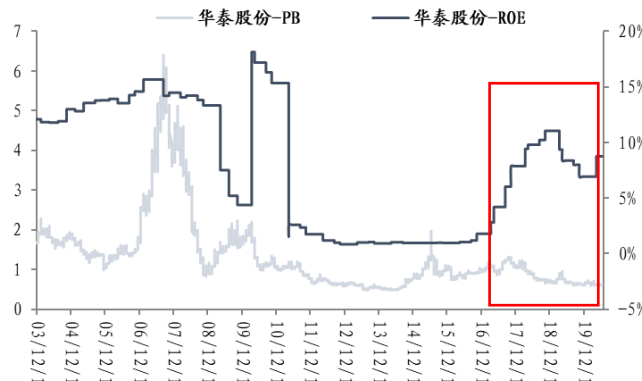
数据来源：Wind,东吴证券研究所

图 17：晨鸣纸业 PB-ROE

图 18：华泰纸业 PB-ROE



数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

持续重点推荐浆纸一体化及产能持续释放的太阳纸业**。**公司属于造纸中典型的成长资产：1) 截至 2020 年公司纸浆合计产能突破 730 万吨。自 2013 年至 2018 年，纸总产能从 175 万吨扩张至 412 万吨、浆总产能从 90 万吨扩张至 220 万吨，CAGR 分别达到 18.7%、19.6%。2) 基于一体化的产业链布局（文化纸自给率 30%+且不断提升、箱板纸自给率接近 50%），以及公司在固定资产投资成本的节约、热电一体化优势、财务费用上的节约，吨盈利能力明显优于同行。3) 前期通过老挝海外布局夯实区位优势，伴随广西 350 万吨北海林浆纸一体化项目投产进一步完善区位优势。根据我们的测算，太阳纸业 ROE 处于历史 59%分位、PB 处于历史 8%分位，已经充分反映 Q2 盈利承压的预期，当前时点伴随文化纸景气上行持续给予推荐！

图 19：太阳纸业产能投放

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
双胶纸	95	90	90	120	120	120	130	175	230	230
铜版纸	80	80	80	80	80	100	90	90	90	90
生活用纸	-	6	12	12	12	12	12	12	12	12
淋膜原纸	-	20	20	20	20	20	20	20	20	20
牛皮箱板纸	-	-	-	80	80	160	160	160	240	240
化机浆	60	60	70	70	70	80	80	80	80	80
化学浆	-	-	-	-	10	40	10	10	90	90
溶解浆	30	30	30	50	50	50	80	80	80	80
半化学浆、再生浆等	-	-	-	-	-	50	90	110	130	130
合计产能	265	286	302	432	442	632	672	737	972	972

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 20：太阳纸业产能详情

	产品种类	位置	产能/万吨
浆	溶解浆	山东兖州	50
	溶解浆(可转为化学浆)	老挝	30
	化机浆	山东兖州	80
	化学浆	山东兖州	10
	半化学浆	山东邹城	40
	木屑浆	山东邹城	10
	再生纤维浆板	老挝	40
	本色高得率生物质纤维(在建, 预计2020Q1)	山东邹城	20
	化学浆(筹建中, 预计2021投产)	广西北海	80
	生物精炼项目(筹建中)	美国阿肯色州	70
	化机浆(筹建中)	广西北海	60
	现有产能合计		260
	20E/21E新增产能		20/80
纸	未涂布文化纸	山东兖州	110
	铜版纸	山东兖州	90
	淋膜原纸	山东兖州	20
	生活用纸	山东邹城	12
	牛皮箱板纸	山东邹城	160
	静电复印纸		10
	工业原纸		10
	未涂布文化纸(在建, 预计2020Q4投产)	山东兖州	45
	牛皮箱板纸(在建, 预计2021Q1投产)	老挝	80
	文化用纸(筹建中, 预计2021投产)	广西北海	55
	特种纸(筹建中)	广西北海	50
	生活用纸(筹建中)	广西北海	15
	白卡纸(筹建中)	广西北海	90
	现有产能合计		412
	20E/21E新增产能		45/135

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 风险提示

海外疫情反复, 纸价涨幅低于预期。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>