

追“宗”系列

纸业解码：供需面现改善迹象，关注下半年价格修复进程

行业动态

行业近况

4 月以来，纸厂基本进入正常生产节奏，但疫情持续压制包装纸、文化纸下游需求，同时海外疫情导致部分产能“出口转内销”，对价格形成冲击，箱板瓦楞纸、文化纸价均一度接近成本线；至 5 月末，文化纸和包装纸中的白卡纸仍在跌价。然而，我们也观察到包装纸、文化纸发货均出现一定恢复，纸价的低迷倒逼部分小厂停产减产，推动供需面边际改善，同时成本端压力有所缓释。我们认为，随着疫情对内外需的影响逐步减退，下半年旺季包装纸、文化纸纸价均有望迎来阶段性修复，有望提振板块估值。

评论

包装纸：需求面持续改善，纸价企稳回升。1) 需求逐步恢复，纸厂出货通畅，纸价企稳回升：箱板纸均价 4,229 元/吨，环比上周上涨 30 元/吨；瓦楞纸均价 3,563 元/吨，环比上周上涨 27 元/吨。我们认为，本轮价格上涨主要是由于天气转暖，啤酒饮料等需求迎来旺季，叠加 618 电商年中促销带动需求阶段性改善，但海外疫情对出口的冲击恢复仍需时日。我们预计今年下半年（尤其是四季度），疫情逐步缓解叠加传统旺季有望带动价格回暖。**2) 国废保持低位，外废价格走低：**国废均价 1,851 元/吨，环比上周上涨 7 元/吨，美废均价 187 美元/吨，环比上周下跌 5 美元/吨。我们认为国废价格仍受包装纸需求恢复缓慢制约，短期内或以窄幅震荡为主；外废（主要是欧废、美废）市场随着疫情见顶供给恢复或快于需求，价格有望迎来阶段性回落，纸厂成本端边际压力不大。

白卡纸：价格短期承压静待旺季，中期供需面仍向好。我们认为，5-7 月是白卡纸传统淡季，虽然行业集中度高、龙头对价格把控能力强，但疫情和替代品箱板瓦楞纸、灰底白板纸降价的影响下，白卡需求景气度仍低于往年同期，且华南地区存在出口转内销的情况，使得供给压力边际增加。5 月初以来白卡价格承压，全国各地白卡价格累计降幅在 400-700 元左右，但白卡纸 4~5 月全国均价仍较 2Q19 高出 6%，纸厂仍有一定盈利。然而，我们预计下半年随着疫情影响进一步弱化和旺季到来，白卡价格有望得到提振；同时，受益于供给端的高集中度（CR3 超 70%）和需求端持续向好（竞品灰底白板纸去产能、禁塑令、包装消费升级），我们仍认为白卡是成品纸大类中供需面最优秀的品种之一。

文化纸：纸价跌幅收窄，供需面修复迹象初步显现。随着国内复工复产进一步深化，我们观察到文化纸下游需求虽然仍显疲弱，但恢复信号逐步明显，上周市场出货良好，铜版纸、双胶纸价格分别环比前一周下跌 17 和 37 元/吨，降幅较前期明显收窄；同时受下游需求疲弱影响，浆价继续下滑，纸厂成本端压力有限。供应端，虽然进口纸到港压力仍存，但铜版纸纸厂连续两个月减产、双胶纸纸价低迷倒逼中小纸厂部分停机，供需面有边际好转迹象，我们预计如下半年文化纸需求明显改善，旺季纸价和板块估值有望得到阶段性提振。

估值与建议

我们认为，随着疫情对内外需的影响逐步减退，下半年旺季包装纸、文化纸纸价均有望迎来阶段性修复，有望提振板块估值。包装纸建议关注**玖龙纸业**、**理文纸业**、**山鹰纸业**，文化纸建议关注中期具备成长空间的**太阳纸业-A**。

风险

海外疫情影响加剧，国内需求恢复不及预期。

李可悦，CFA

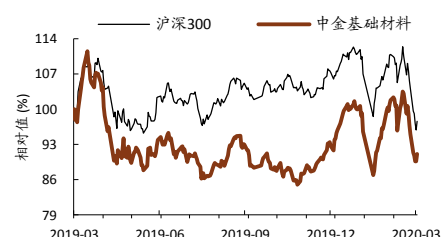
分析员
SAC 执证编号：S0080517070004
SFC CE Ref: BKW500
coral.li@cicc.com.cn

陈彦，CFA

分析员
SAC 执证编号：S0080515060002
SFC CE Ref: ALZ159
yan3.chen@cicc.com.cn

龚晴

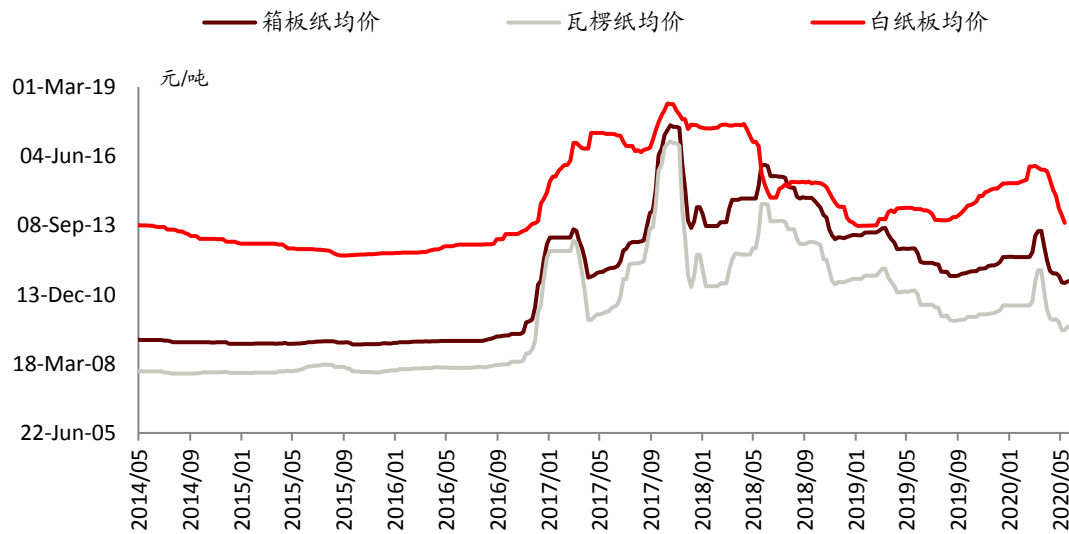
联系人
SAC 执证编号：S0080118090071
qing.gong@cicc.com.cn



股票名称	评级	目标 P/E (x)		
		价格	2020E	2021E
太阳纸业-A	跑赢行业	11.33	11.0	7.9
山鹰纸业-A	跑赢行业	3.90	7.4	6.1
晨鸣纸业-A	中性	5.35	8.2	7.0
玖龙纸业-H	中性	10.30	5.6	5.9
晨鸣纸业-H	中性	3.40	4.2	3.5
中金一级行业				基础材料

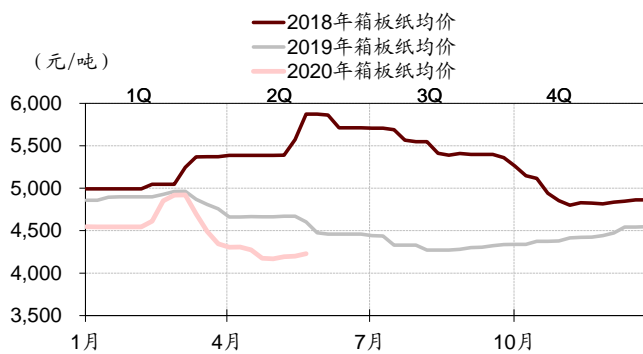
资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

图表 1: 箱板瓦楞和白纸板价格走势



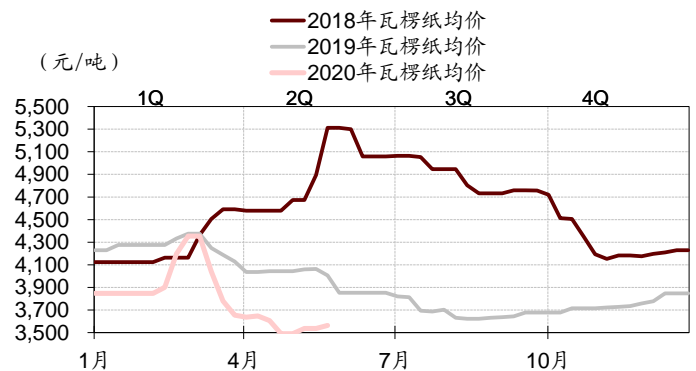
资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表 2: 箱板纸均价走势



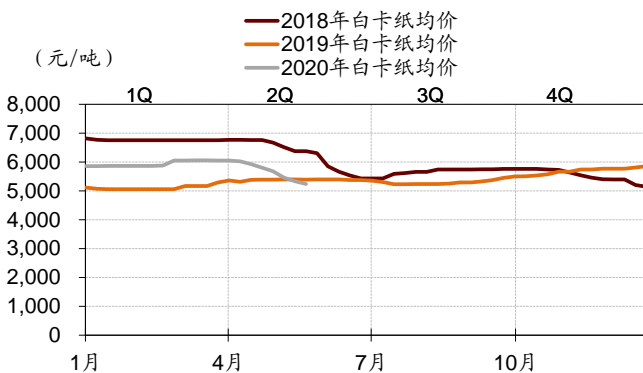
资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表 3: 瓦楞纸均价走势



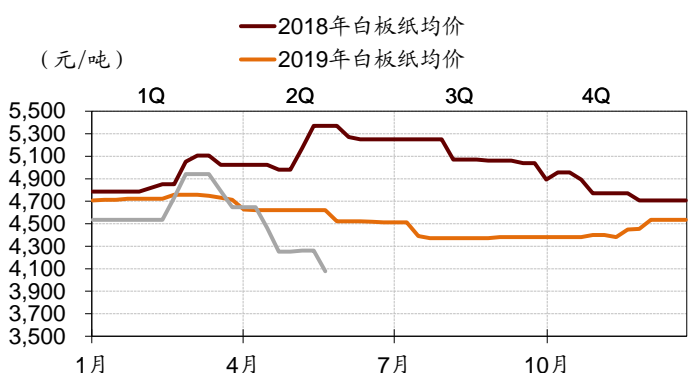
资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表 4: 白卡纸均价走势



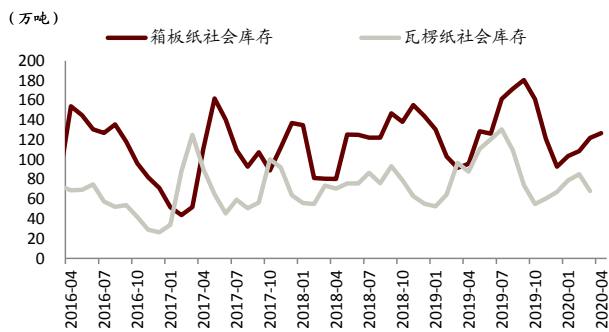
资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表 5: 白板纸均价走势



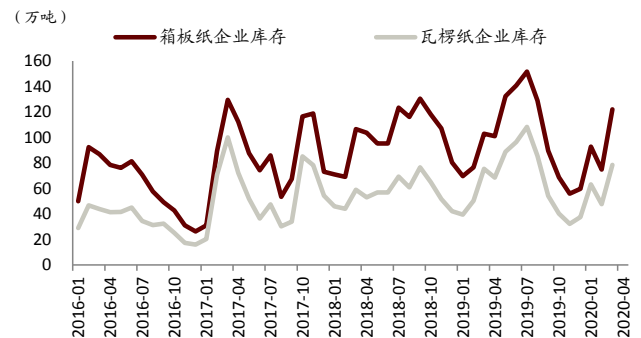
资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表6: 箱板纸与瓦楞纸社会库存



资料来源: 卓创资讯, 中金公司研究部

图表7: 箱板纸与瓦楞纸企业库存



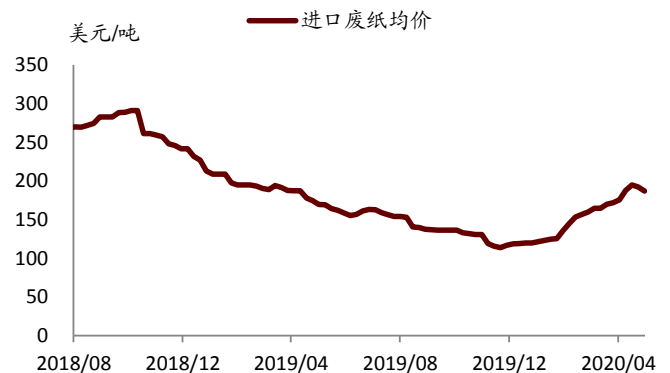
资料来源: 卓创资讯, 中金公司研究部

图表8: 国废均价走势



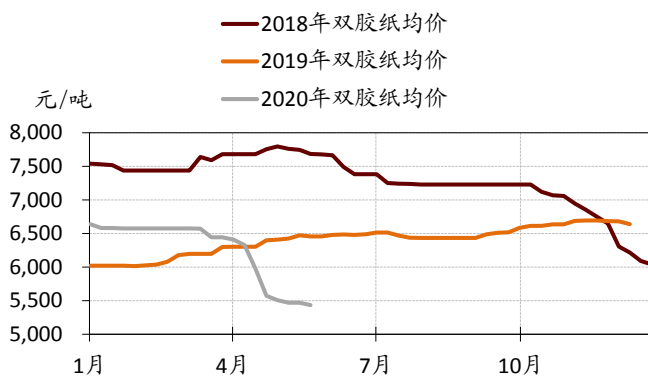
资料来源: 纸业联讯, 中金公司研究部

图表9: 进口废纸均价走势



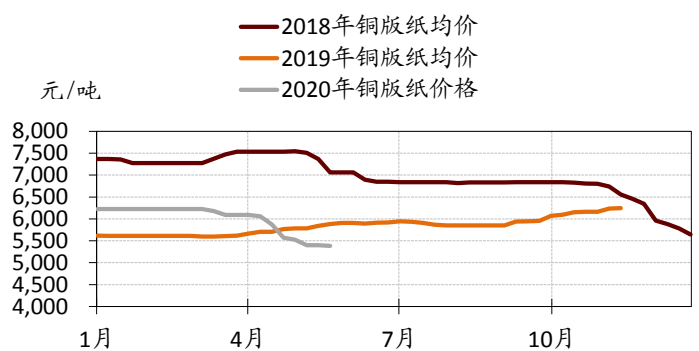
资料来源: 纸业联讯, 中金公司研究部

图表10: 双胶纸均价走势



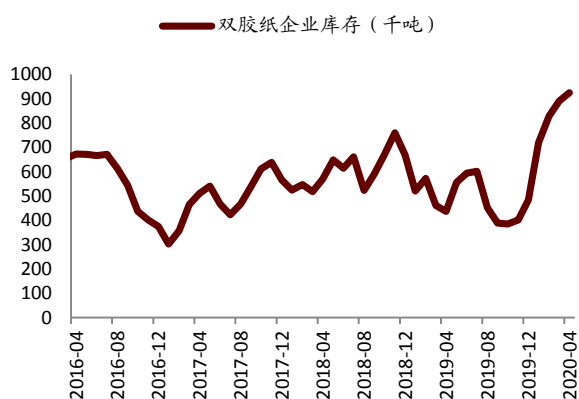
资料来源: 纸业联讯, 中金公司研究部

图表11: 铜版纸均价走势



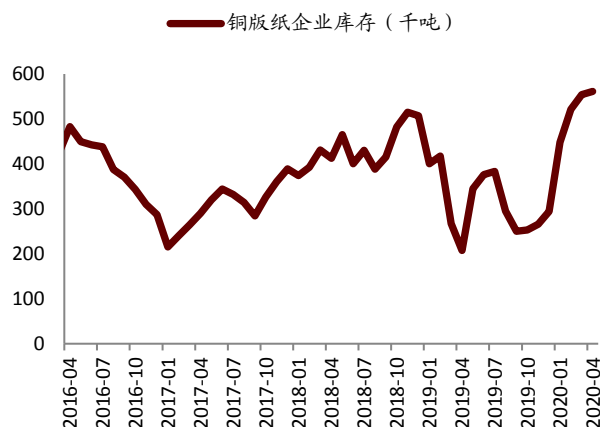
资料来源: 纸业联讯, 中金公司研究部

图表 12: 双胶纸企业库存



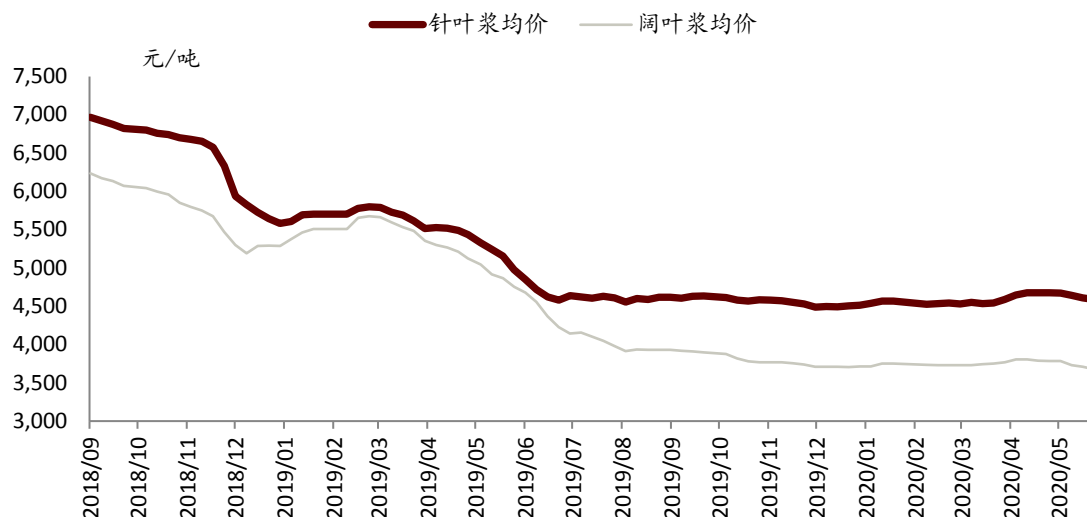
资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

图表 13: 铜版纸企业库存



资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

图表 14: 木浆价格走势



资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表 15: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	财报货币	交易货币	收盘价 (日期)	目标价	评级	市盈率		市净率	
							2020E	2021E	2020E	2021E
晨鸣纸业*	000488.SZ	CNY	CNY	4.81	5.35	中性	8.2	7.0	0.5	0.5
太阳纸业*	002078.SZ	CNY	CNY	8.50	11.33	跑赢行业	11.0	7.9	1.3	1.2
晨鸣纸业*	01812.HK	CNY	HKD	2.82	3.40	中性	4.2	3.5	0.3	0.3
理文造纸*	02314.HK	HKD	HKD	4.17	4.68	中性	5.1	5.3	0.7	0.6
玖龙纸业*	02689.HK	CNY	HKD	6.78	10.30	中性	5.6	5.9	0.7	0.6
山鹰纸业*	600567.SH	CNY	CNY	2.91	3.90	跑赢行业	7.4	6.1	0.8	0.7

资料来源：万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据，预测数据采用财年加权平均；其余使用市场一致预期

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：樊荣

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

