

追“宗”系列

纸业解码：纸价继续承压，静待供需面修复

行业动态

行业近况

近期包装纸需求仍弱，价格继续下跌已经接近部分厂商盈亏平衡线，我们认为后续下跌空间有限，但短期仍缺乏上涨动力；由于需求持续偏弱和进口纸进入国内市场，文化纸价格出现大幅下行，双胶纸部分区域甚至跌破 5,000 元/吨，小企业盈利受到进一步挤压，我们认为文化纸行业或面临进一步整合。

评论

包装纸：需求仍弱，纸价短期难有起色。1) 弱势需求下纸价继续下跌，后续或低位震荡：包装纸价格继续下跌：箱板纸均价 4,176 元/吨，环比上周下跌 97 元/吨；瓦楞纸均价 3,490 元/吨，环比上周下跌 117 元/吨。我们认为，国内需求虽有恢复但外需仍表现乏力，纸价缺乏上涨动力；但同时据纸业联讯，多家厂商表明目前利润微薄、纸价接近盈亏平衡线，我们预计纸价后续下行空间亦有限，弱需求下或维持低位震荡。**2) 国废、外废价格走势分化：**我们认为短期国废供需面或继续保持弱平衡的态势，价格亦将维持弱势震荡；外废则由于海运运费上涨叠加供给量减少，价格明显走强；但国内纸厂采购意愿较弱，外废采购实际成交量萎缩明显。

文化纸：供需矛盾进一步凸显，价格下行压力较大。1) 需求不振，供给不减，文化纸价格明显承压：导致上周铜版纸和双胶纸价格快速下跌，铜版纸均价 5,571 元/吨，环比上周下跌 303 元/吨，双胶纸均价 5,572 元/吨，环比上周下跌 404 元/吨，部分区域甚至跌破 5,000 元/吨，触及部分小厂成本线。**铜版纸**下游需求以服务行业（餐饮旅游、地产、展会）商务印刷、出口产品说明书等为主，受疫情打击较大，叠加 5-8 月为需求淡季、库存居高不下，近期价格持续疲软。**双胶纸方面**，下游教辅需求尚未完全恢复，成品纸出口不畅，而供给端部分铜版纸厂商转产双胶纸、以及进口纸集中进入国内市场，导致双胶纸短期出现供过于求的局面，市场出现低价抢单现象，我们预计短期价格仍将承压。**2) 成本端海外浆厂部分复工，浆价上行压力不大：**近期海外浆厂受疫情影响停产情况有所好转，据纸业联讯，新西兰和智利部分浆厂复工。我们认为，疫情对浆厂生产的扰动在不断降低，纸厂成本端压力不大。

上半年仍以弱平衡为主，静待需求向好及供需面修复。我们认为，目前仍未见纸厂大规模停机，在下游需求仍受疫情持续影响的背景下，文化纸、包装纸供需面仍以弱平衡为主，价格短期仍难见明显反弹，2Q20 文化纸、包装纸龙头业绩或均承压，小厂生存更为艰难，行业或面临进一步整合。我们预计 2H20 如海外疫情影响逐步消退，成品纸需求企稳回升，则成品纸价格有望迎来修复。

估值与建议

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

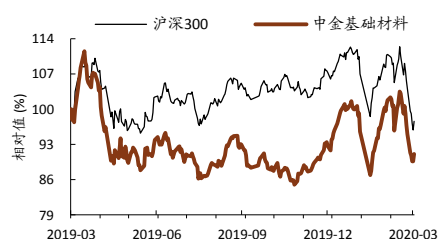
分析员
SAC 执证编号：S0080517070004
SFC CE Ref: BKW500
coral.li@cicc.com.cn

陈彦，CFA

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

龚晴

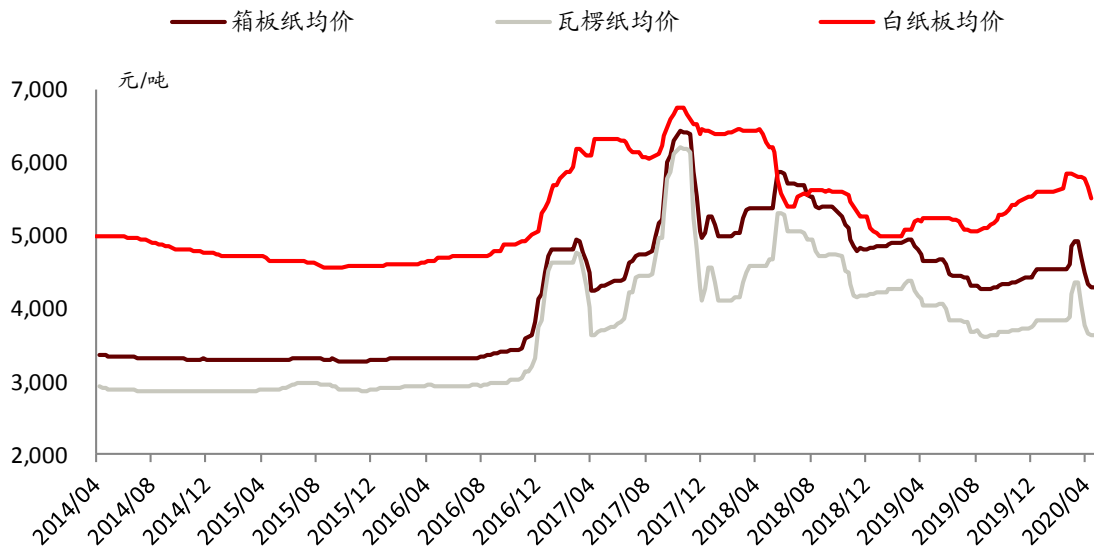
联系人
SAC 执证编号：S0080118090071
qing.gong@cicc.com.cn



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	10.8	7.8
山鹰纸业-A	跑赢行业	3.90	7.6	6.3
玖龙纸业-H	中性	10.30	5.9	6.2
中金一级行业				基础材料

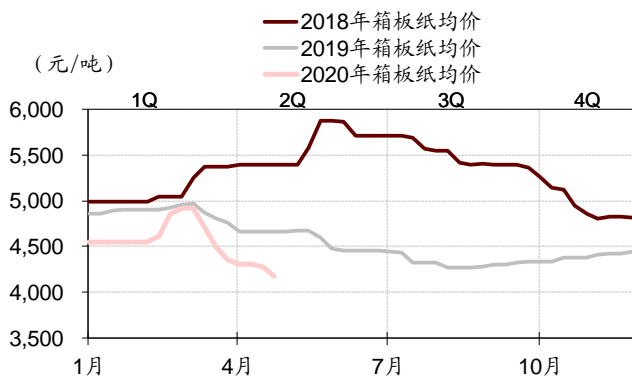
资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

图表 1: 箱板瓦楞和白纸板价格走势



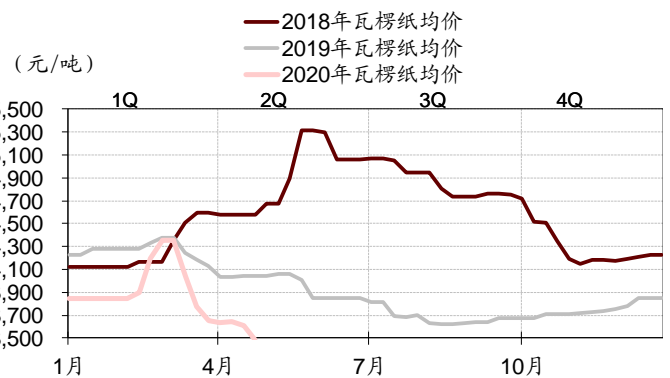
资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表 2: 箱板纸均价走势



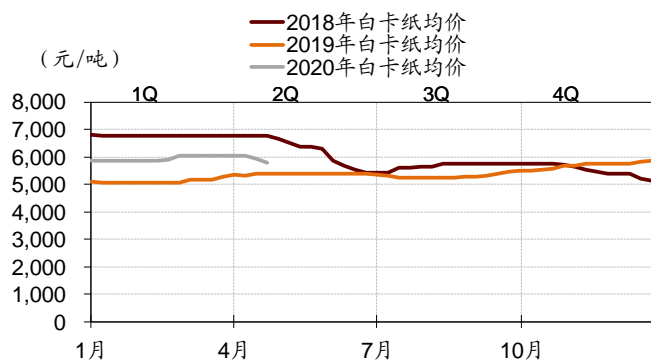
资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表 3: 瓦楞纸均价走势



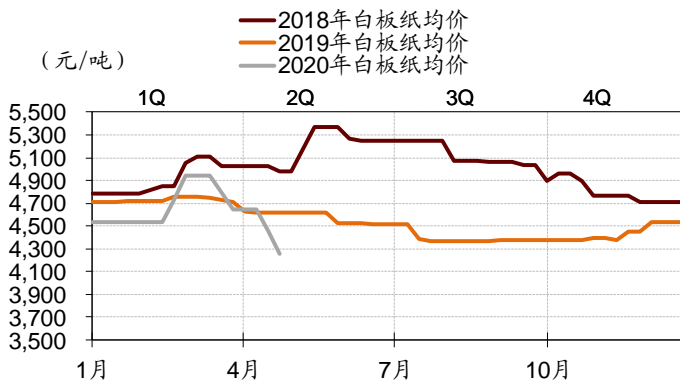
资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表4：白卡纸均价走势



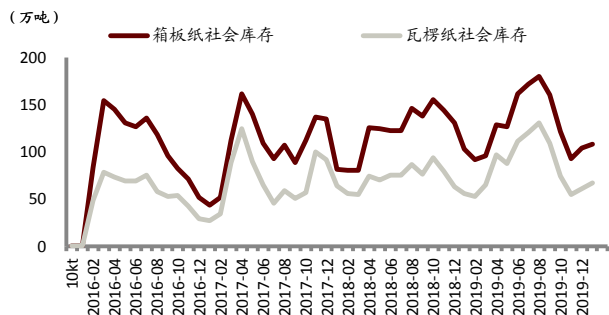
资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表5：白板纸均价走势



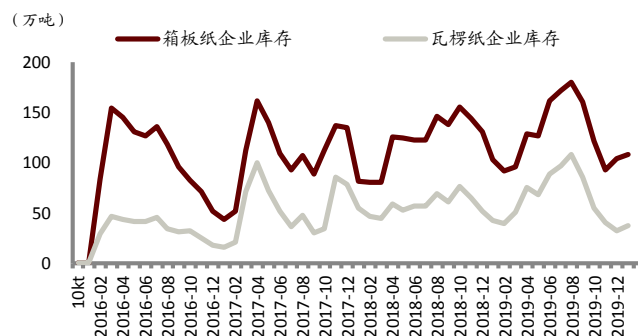
资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

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



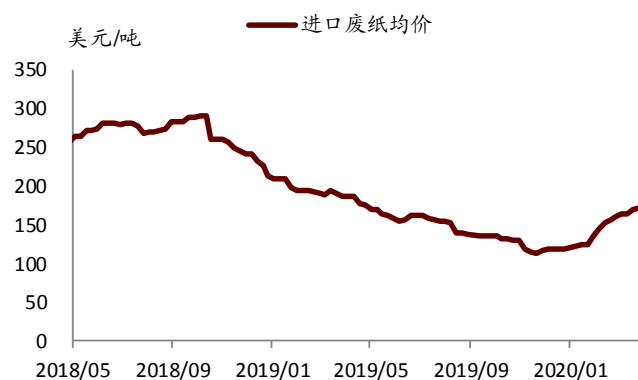
资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

图表8：国废均价走势



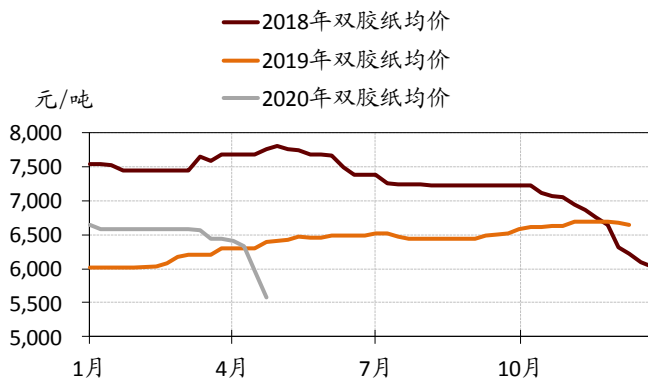
资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表9：进口废纸均价走势



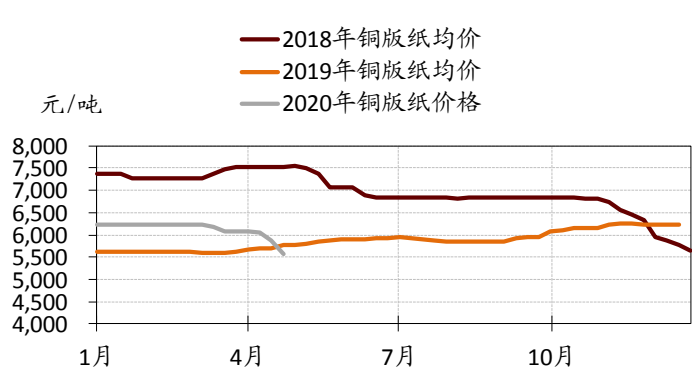
资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表 10: 双胶纸均价走势



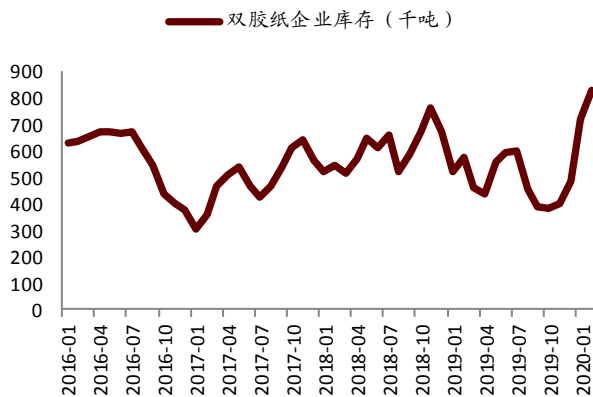
资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

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



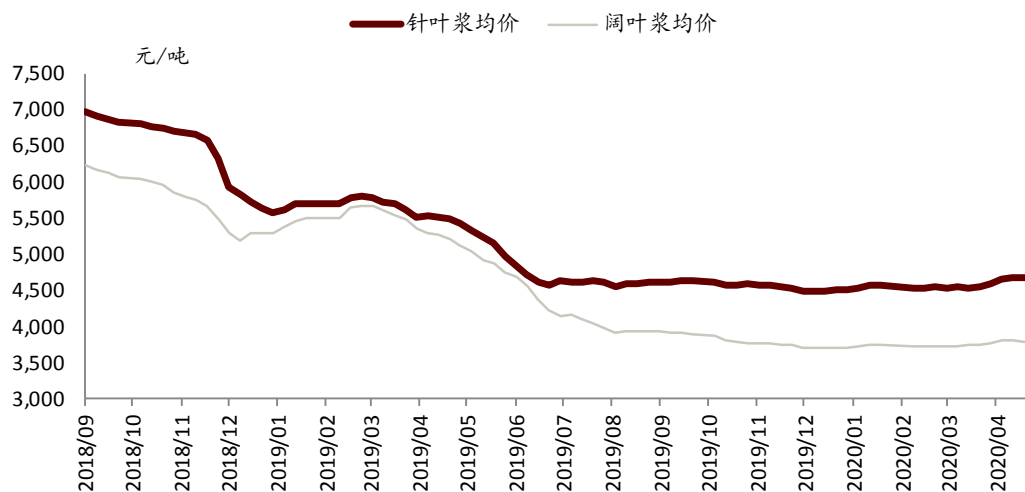
资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

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	股价	目标价	评级	市盈率		市净率	
							2020E	2021E	2020E	2021E
晨鸣纸业*	000488.SZ	CNY	CNY	4.91	5.35	中性	8.4	7.2	0.5	0.5
太阳纸业*	002078.SZ	CNY	CNY	8.35	11.33	跑赢行业	10.8	7.8	1.3	1.1
晨鸣纸业*	01812.HK	CNY	HKD	2.99	3.40	中性	4.4	3.8	0.3	0.3
理文造纸*	02314.HK	HKD	HKD	4.78	4.68	中性	5.9	6.1	0.8	0.7
玖龙纸业*	02689.HK	CNY	HKD	7.50	10.30	中性	6.2	6.6	0.7	0.7
山鹰纸业*	600567.SH	CNY	CNY	3.02	3.90	跑赢行业	5.8	6.9	0.8	0.8

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；

收盘价信息更新于北京时间 2020 年 4 月 30 日

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：张莹

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

