

造纸行业研究框架·深度复盘

—把握顺周期下的需求复苏

行业研究 · 行业专题

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

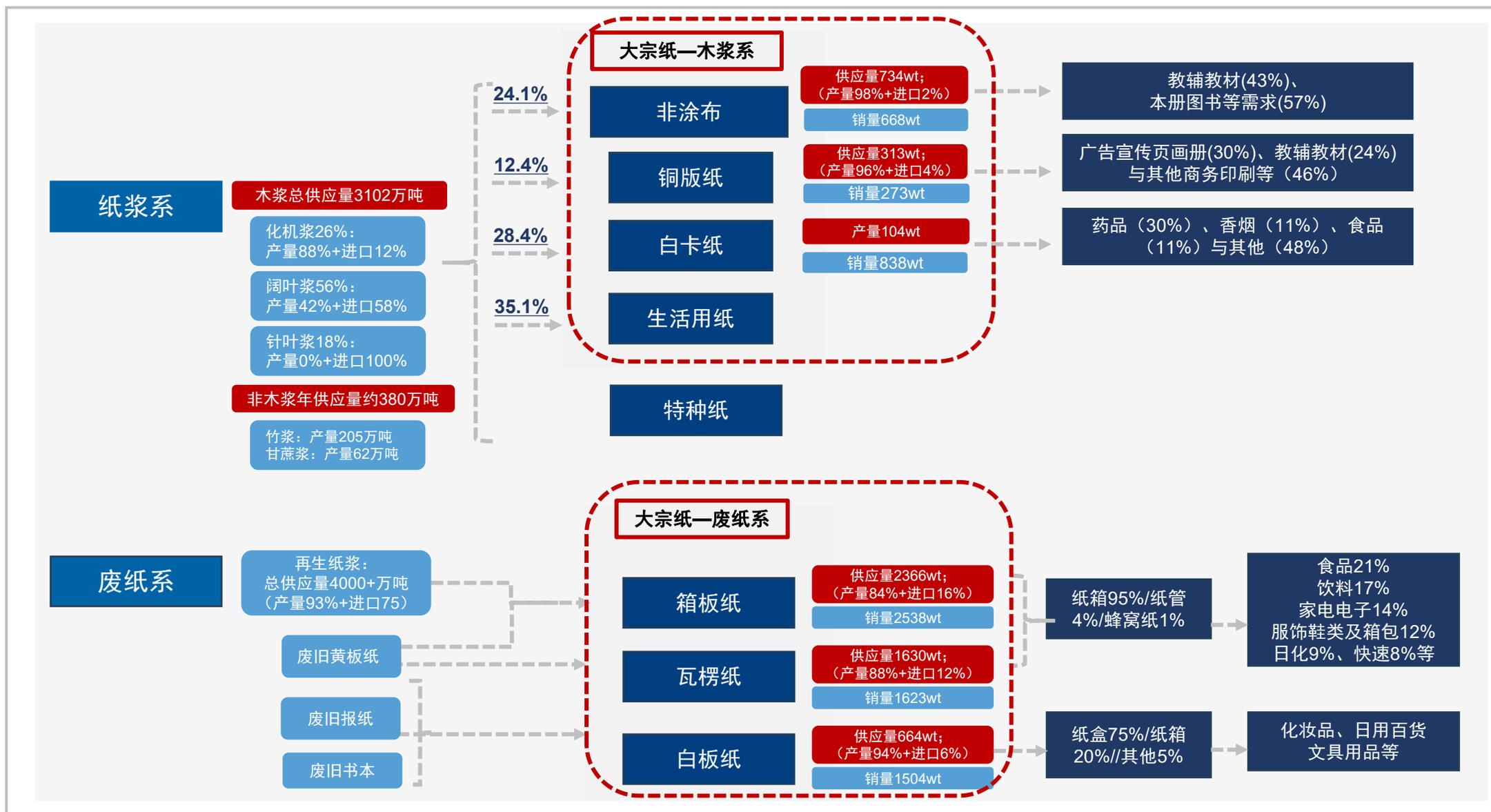
联系人：李晶

lijing29@guosen.com.cn

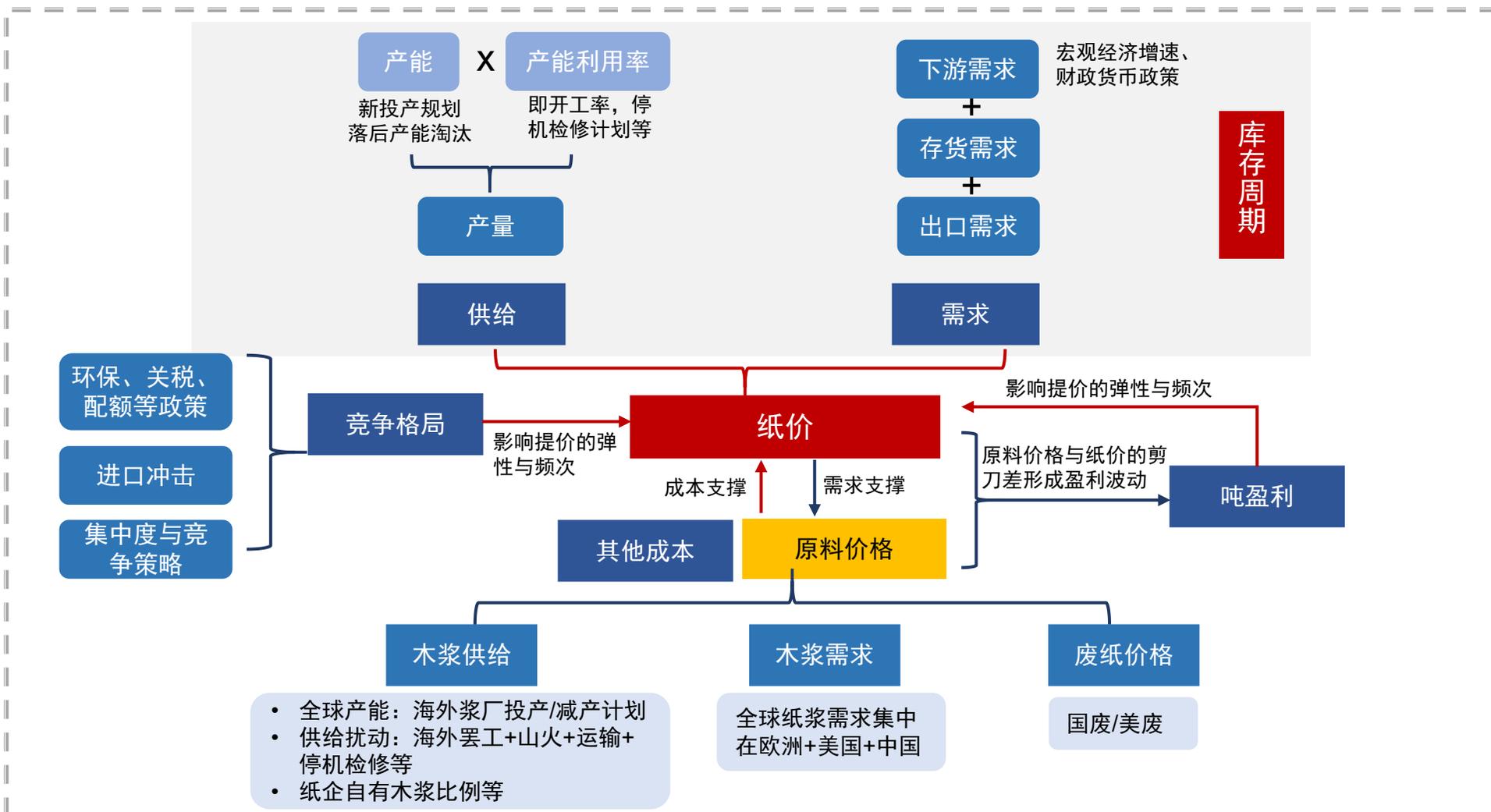
造纸行业总结：2024年弱势复苏，期待顺周期下的需求改善

- 2024年以来国内需求和消费信心持续走弱，尽管浆价受供给扰动在24Q2有所抬升，但需求的相对低迷仍对盈利空间造成一定压制。展望后续，随着国内政策刺激见效与海外进入降息周期，浆纸需求有望随着消费复苏迎来回暖。
- 木浆：上半年受供给装置扰动走势偏强，Q3新产能投放浆价回落，后市缺乏走强基础
 - 24H1浆价主要受海外供给侧因素影响（歇工、爆炸和巴西阔叶浆投产延后等）整体走强，但国内木浆受制于下游需求偏弱、原纸涨价幅度乏力，价格从5月开始和外盘形成分化；Q3需求淡季叠加新产能投产，国内外浆价进一步回落；
 - Q4旺季需求仍存不确定性，但随着供给端巴西Suzano255万吨产能释放，预计浆价走势以震荡为主，缺乏走强支撑，关注供给侧扰动；全球下一轮大型阔叶浆产能投放集中在2027年，后市阔叶浆供应压力仍较大。
- 成品纸：弱需求环境下，盈利的核心在成本管控能力
 - 库存周期来看，2024年造纸产业库存已进入主动补库阶段，但需求整体弱复苏；
 - 木浆系：供需和价格相对平稳，2024H1的高价浆对H2的盈利造成一定压力。随着需求复苏，文化纸与生活用纸盈利能力维稳的信心相对较强；白卡由于更严峻的供过于求格局和潜在竞争或削弱毛利率的修复动力。
 - 废纸系：需求和价格压力更大，2024年价格已经处于相对低位，若结构调整和需求改善则有望迎来底部反转。
- 公司层面：关注穿越周期的一体化龙头&底部改善机会
 - 大宗纸：2024Q1-Q3盈利修复但季度环比走弱，木浆系Q1成本支撑纸价提涨，但Q2以来原料成本与纸价剪刀差走扩导致盈利环比趋弱，Q3承压明显，一体化龙头相较行业仍具备超额收益；废纸系需求不旺，成本与纸价低位盘整，盈利磨底。
 - 特种纸：2024Q1-Q3由于产能释放与海外市场拓展，龙头显现成长性；盈利优于大宗纸，同样由于高价浆库存耗用Q3盈利下行。
 - 投资建议：推荐攻守兼备、产能稳步释放与林浆纸一体布局强化穿越周期能力的造纸龙头**太阳纸业**。预计公司2024-2026年收入同比+7%/10%/7%至422.7/463.5/494.7亿元，归母净利润同比+3%/16%/11%至31.1/35.9/39.8亿，当前股价对应PE=12/11/10x。维持“优于大市”评级。
- 风险提示：原料价格波动风险，产能扩张与市场竞争加剧风险，宏观经济波动风险，需求不及预期等

01 | 造纸行业梳理及框架



- 核心指标**纸价**。①原料支撑成本，纸价的涨与不涨核心取决于供需关系；②竞争格局与盈利状况影响纸价向上或向下的弹性与频次；③盈利空间取决于原料价格与纸价的剪刀差，盈利向上多发生在浆价斜率向上的浆纸同涨阶段。



细分纸种供需格局与盈利状态：文化纸>箱板瓦楞纸>白卡

	大宗纸								特种纸
	木浆系				废纸系				装饰原纸/辛格拉纸/热敏纸/复写纸等
	涂布（铜版）	非涂布（双胶）	白卡	生活用纸	箱板纸	瓦楞纸	白板纸	新闻纸	
用途	用于商业宣传印刷、书本封面、高档杂志等	教材、书本内页、印刷刊物等	药品、烟酒、化妆品和3C数码商品包装盒	面巾纸、卷纸和餐巾纸、厕纸	商品外包装，运输包材的纸箱	商品外包装，运输包材的纸箱	低端包装盒，作为白卡的补充	新闻用纸	
2023年产量（万吨）	660	1805	755	1210	2895	2915	1655	80	445
2023年销量（万吨）	513	1711	773	1103	3418	3272	1456	129	280
上游	木浆：4931wt（其中国产自给2247wt/进口2684wt）				废纸浆：6435wt（其中国产自给5946wt/进口489wt）； 废纸：国内6737wt/净进口量58wt				木浆
需求	与社会需求关联度高，包括广告、展会等	教辅教材招标、党政出版订单需求偏刚性	以白代灰、以纸代塑料势下最具成长性	需求相对平稳增长	经济敏感度高，下游包括食品饮料、家电电子、服饰箱包、日化快递等		低端且不够环保，产能逐渐被清退	-	垂直细分小市场，整体增长较快
供给	1) 双胶产能主要集中于亚太、玖龙等龙头，集中度有进一步提升趋势； 2) 铜版纸产能近年无太大变化。		龙头产能集中释放，近五年新增产能60%+	环保+成本压力清退中小产能	进口零关税形成量价冲击，出清中小产能，产销缺口由进口部分高端箱板纸填补、低端产能过剩。		生产门槛低、产能分散	-	产能规模不大，在几万吨至几十万之间，与下游客户合作紧密、以销定产
供需状态	供需宽平衡		供过于求	供需宽平衡	供需宽平衡		-	-	-
竞争格局	CR4约89%： 金光46%、晨鸣17%、太阳15%、华泰11%；	CR4约45%：晨鸣19%、太阳12%、亚太森博8%、玖龙6%；	CR4约63%： app 23%、博汇14%、太阳14%、玖龙12%；	CR4约27%： 金红叶9%、维达7%、中顺洁柔7%、理文5%；	CR4约53%：玖龙23%、理文13%、山鹰12%、太阳5%；	CR4约22%：玖龙11%、金凤凰6%、荣成2%、山鹰3%；	CR4约33%： 玖龙19.4%、理文4%、联盛4%、东莞建晖4%；	-	-
盈利状态	盈利确定性较强，主要受成本与需求波动影响，库存浆与现货纸价差波动形成盈利变化		盈利弱，供给过剩削弱毛利率修复动力	盈利弱，成本波动与竞争策略影响盈利	盈利弱，进口冲击与供给宽松导致纸价成本线震荡，需求弱提价难		盈利弱，门槛低、格局差	-	盈利较大宗纸更优，细分市场话语权较强
上市公司	太阳纸业、晨鸣纸业、岳阳林纸		博汇纸业	中顺洁柔、维达国际	山鹰国际、理文造纸、玖龙纸业				仙鹤股份、华旺科技、五洲特纸、齐峰新材

资料来源：wind，隆众资讯，国信证券经济研究所整理

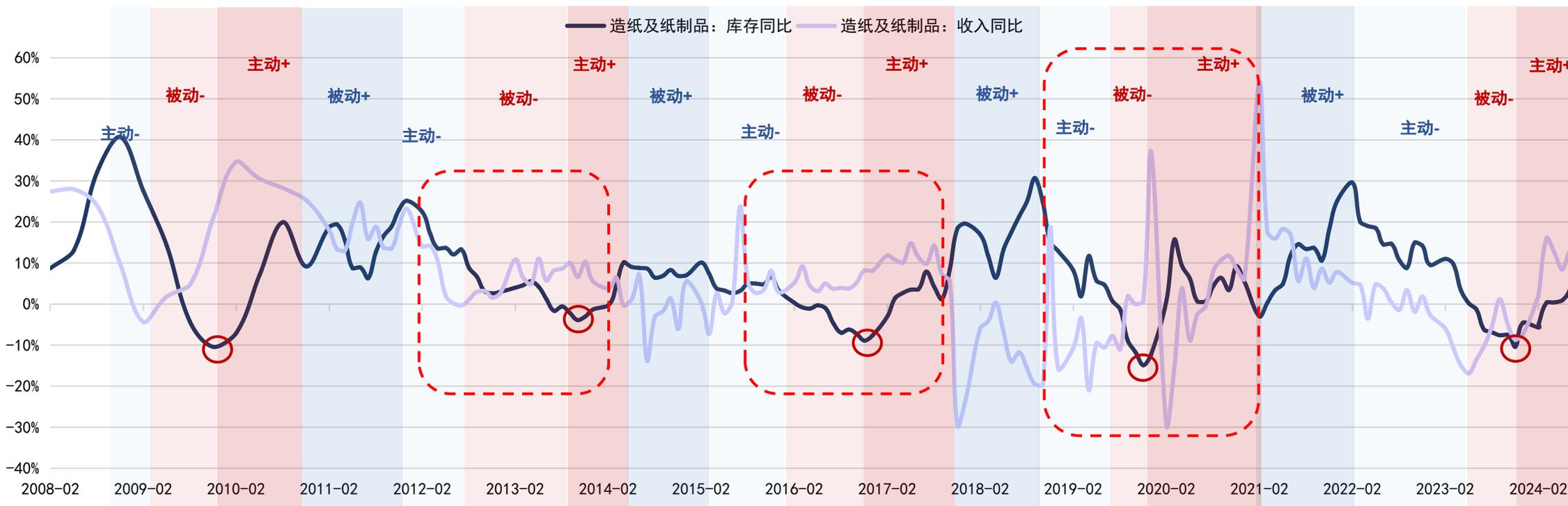
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

02

造纸行业周期复盘：
供需驱动库存周期变化，浆价斜率是
重要的行情启动信号

造纸周期复盘：当前或已进入主动补库阶段

- 造纸周期复盘：周期的核心驱动是需求，周期的变化是通过库存和供给形成的协调
- 库存周期可分为主动去库(萧条-库存↓收入↓) → 被动去库(复苏-库存↓收入↑) → 主动补库(繁荣-库存↑收入↑) → 被动补库(衰退-库存↑收入↓)四个阶段。历史看2008年以来已经历4轮库存周期，一般造纸库存周期时长约38~41个月；自2022年3月开启新一轮周期，本轮去库持续19个月，2023年12月起行业或已进入主动补库阶段。



库存周期：2008.10~2011.12，
约38个月

主动去库：2008.10~2009.05
被动去库：2009.05~2009.12
主动补库：2010.01~2010.09
被动补库：2010.10~2011.12
库存拐点：2009.11

库存周期：2012.01~2015.04，
约39个月

主动去库：2012.01~2012.10
被动去库：2012.11~2013.11
主动补库：2013.12~2014.04
被动补库：2014.05~2015.04
库存拐点：2013.11

库存周期：2015.05~2018.08，
约39个月

主动去库：2015.05~2016.01
被动去库：2016.02~2016.11
主动补库：2016.12~2017.10
被动补库：2017.11~2018.08
库存拐点：2016.11

库存周期：2018.09~2022.02，
约41个月

主动去库：2018.11~2019.05
被动去库：2019.06~2019.12
主动补库：2020.01~2021.02
被动补库：2021.03~2022.02
库存拐点：2019.11

库存周期：2022.03~

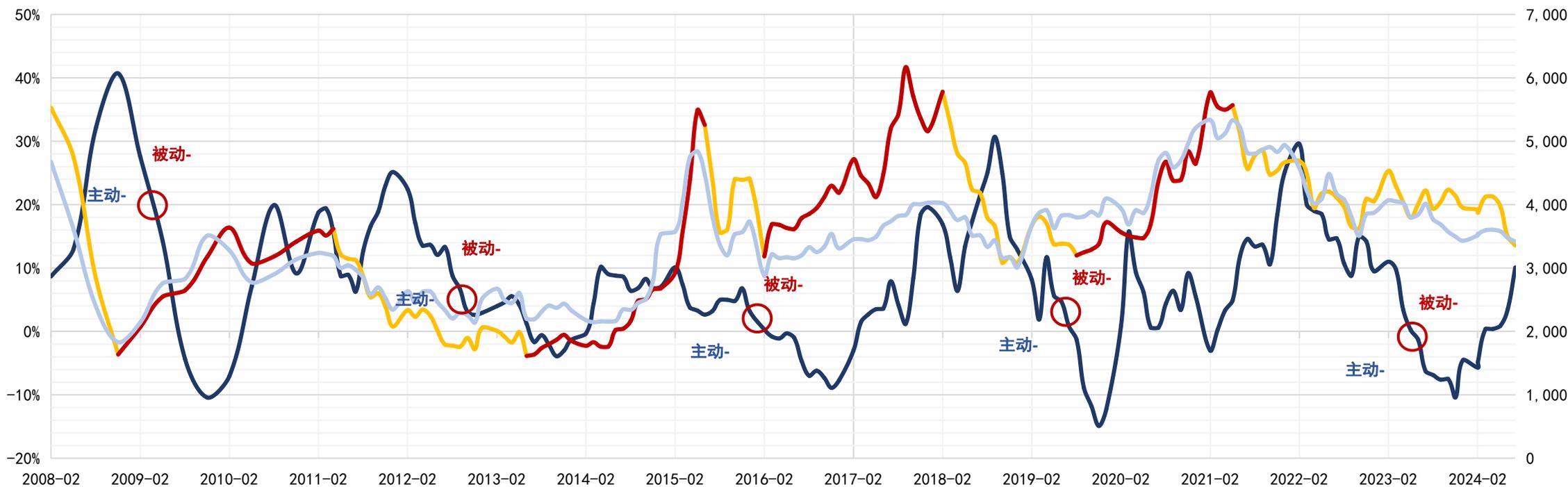
主动去库：2022.03~2023.05
被动去库：2023.06~2023.11
主动补库：2023.12~

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

造纸行情复盘：四轮大行情，背后是供需变化的景气度逻辑

- 造纸行情多发生于行业景气向上阶段，主动去库→被动去库通常为判断行业景气度的拐点
- ① 2009-2011年：供需双驱，需求侧四万亿计划落地带来经济强势复苏，造纸行业需求旺盛，下游主动补库存；供给端2010年智利地震致Arauco浆厂全线停产，芬兰出现大规模罢工，供给阶段性收缩；
- ② 2013-2014年：被动去库始于2012年底，但由于政策结束需求放缓（2013-2014年纸及纸制品销量-2.6%/+3.0%），行情至2014年初启动；
- ③ 2016-2017年：需求平稳，环保与能源政策管控带来产能优化、供给出清，行业整合过程中集中度有所提升；
- ④ 2019-2020年：贸易摩擦后的内需修复，叠加2020年疫情下国内外复苏节奏差，2020年纸及纸制品产、销量同比+4.6%/+10.5%，产销两旺，且更多由需求主导。

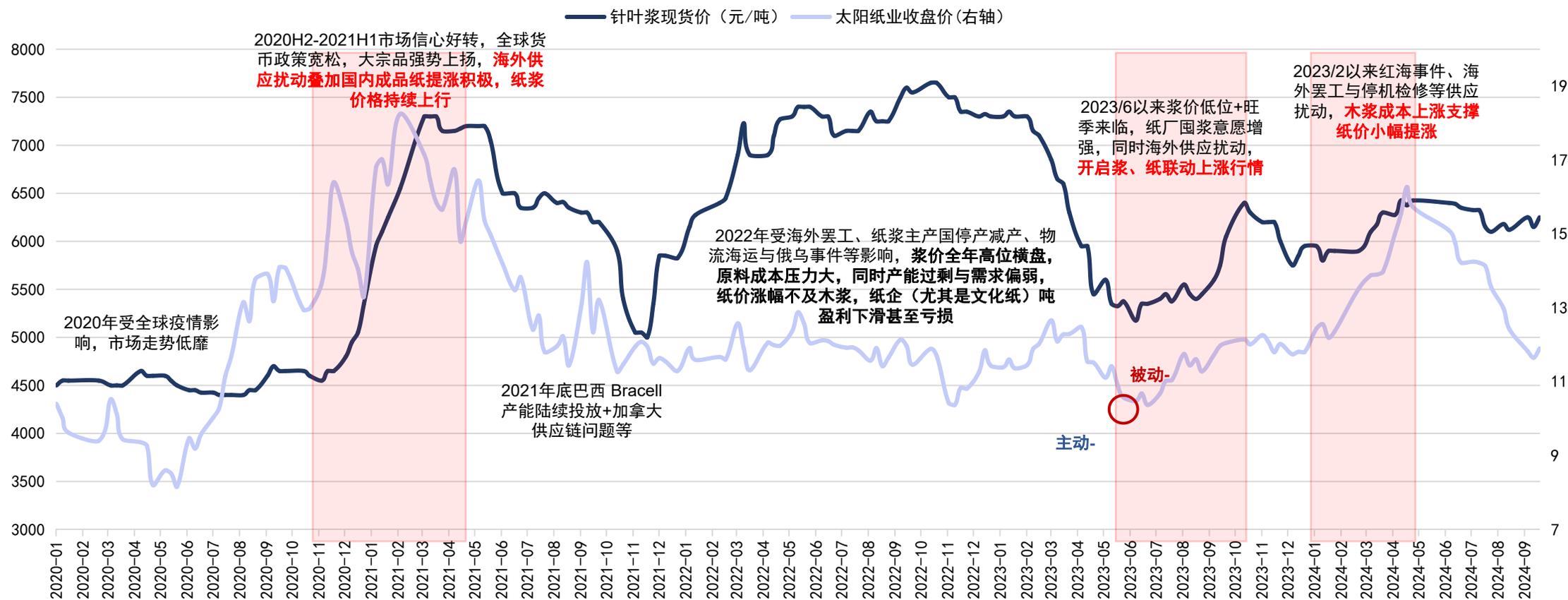
— 造纸及纸制品：库存同比 — 申万大宗纸指数-收盘价（右轴） — 沪深300指数-收盘价（右轴）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

造纸行情复盘：浆价斜率是最重要的启动信号，终端决定行情持续性

- 近年行情主要是以浆价触底+斜率转正为启动信号，而终端纸价（表面是即期利润，背后是供需矛盾）决定了行情的持续性
- **2023年以来股价上涨催化均为浆价确立向上的强趋势性：**① 2023年6月浆价触底反弹，经历较长时间去库和需求回暖拉动囤浆需求，海外加拿大罢工、山火与浆厂停机减产等带来供应端扰动，多因素推动木浆价格上行；② 2024年3月浆价由于短期供给波动（红海事件、海外罢工与停机检修等）和欧洲需求回暖而上涨。在成本支撑走强下文化纸等部分纸种提涨顺利传导，以太阳纸业为代表的浆系纸企盈利修复，股价亦有阶段上涨表现。



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

03

木浆：

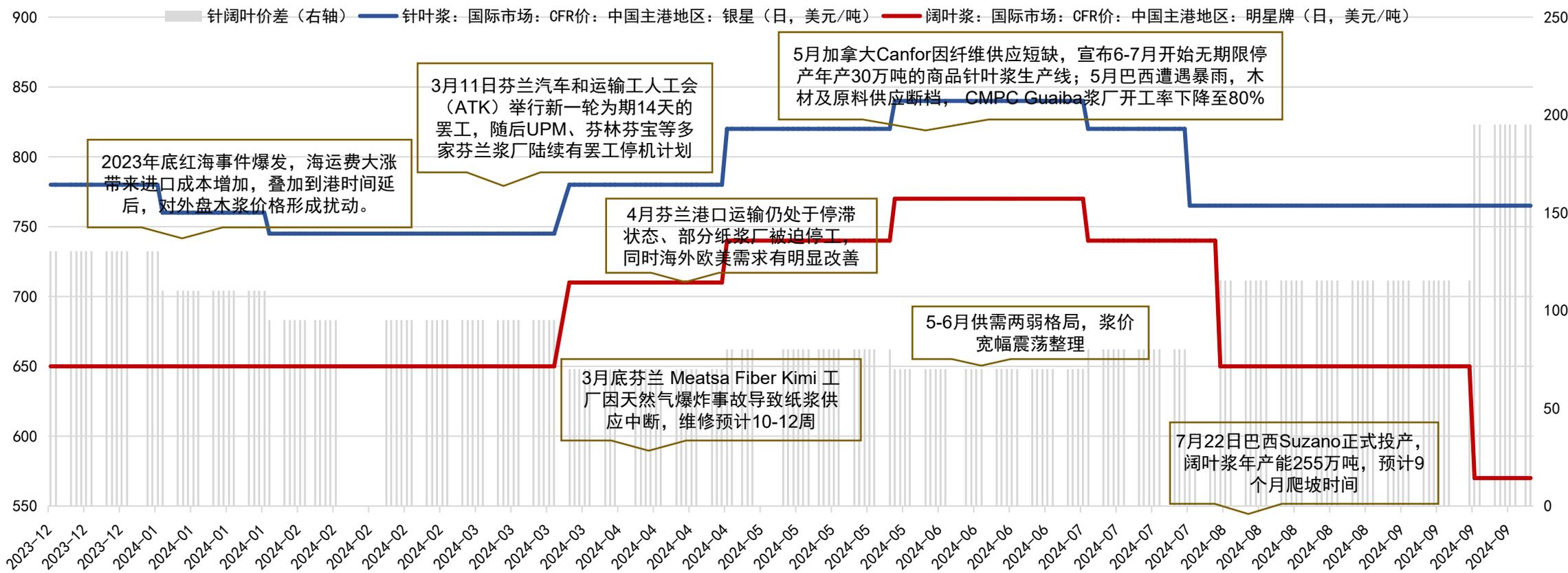
短期供需博弈下预计震荡维稳

中期供给相对宽松，期待需求改善

浆价复盘：24H1先涨后跌，供需平淡，海外装置频繁扰动供应

□ 2024H1浆价复盘：浆价走势偏强主因海外供给扰动

- 供需因素之外，海外罢工、火灾、物流运力、主要浆厂检修停机等供给侧扰动项逐渐成为重要的弹性变量。2024上半年供需整体平淡，供给侧全球并无大型浆厂投产；需求端国内表现较弱，海外欧洲消费有较大改善。
- 2024年初以来红海事件扰动运力与进口木浆成本；3-5月供应端海外罢工与检修等导致供应收紧，欧洲补库需求复苏，支撑外盘浆价走强；6月以来全球需求转淡叠加巴西新产能投产预期，外盘报价下跌。



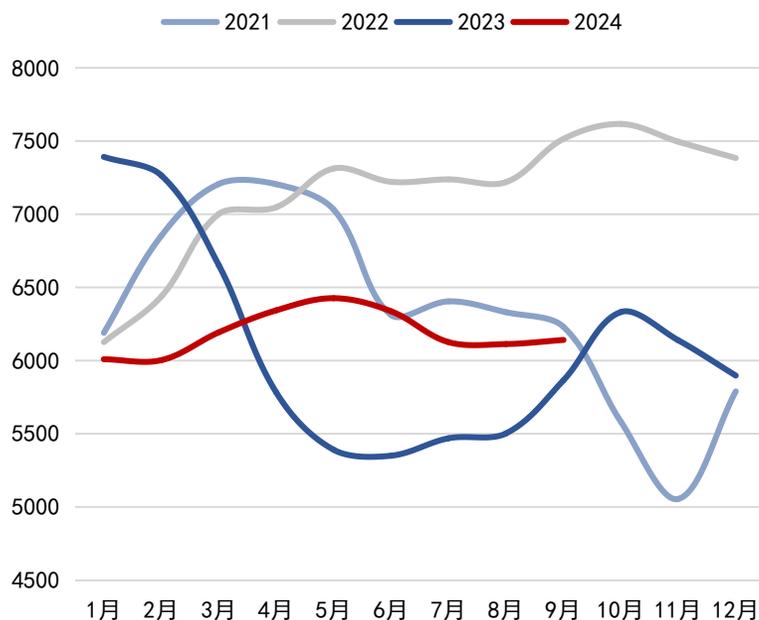
资料来源：Wind，隆众资讯，纸视界，卓创资讯，生意社，国信证券经济研究所整理

浆价复盘：24Q3高位回落后弱稳运行，针叶浆先跌后小涨

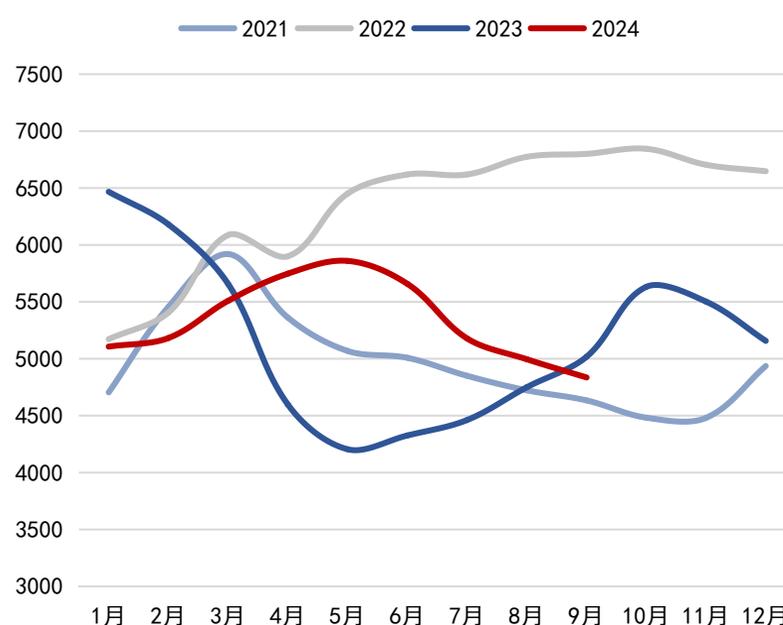
□ 7-9月淡季转旺季，内盘针叶浆先跌后涨，但回弹幅度有限，针阔价差走扩

- 7-8月内盘针叶浆现货价分别环比-3.3%/-0.2%，阔叶浆现货价环比-8.5%/-3.5%。①需求端，7-8月国内宏观需求相对平淡，下游纸厂以消耗前期原料库存为主，海外欧洲港口库存环比小幅累库，外需亦有走弱；②供给端，国内外新产能释放叠加海外浆厂检修完成，供需格局偏宽松，进而对内外盘浆价造成压制。
- 9月供给侧海外浆厂报价下调、国内有新增产能投放，但教辅教材招投标等对木浆价格有一定提振，相对低位的库存也对价格起到支撑作用。9月针叶浆先跌后涨整体持平，阔叶浆因产能供应压力持续，环比-3.5%。

针叶浆内盘现货价格（元/吨）



阔叶浆内盘现货价格（元/吨）



9月纸浆重点数据

	分类	9月	环比幅度
价格	针叶浆	6125.3元/吨	0.2%
	CFR中国（银星）	765美元/吨	持平
	期货	5912	-2.1%
利润	阔叶浆	1160.2	-17.6%
	化机浆	6.7	117.4%
供应	产量（国产阔叶浆）	102.5万吨	0.1%
	产能利用率（国产阔叶浆）	95.13%	+0.6pct
	进口	280.7万吨	20.7%
库存	港口	173.4万吨	-6.2%
消费	出口	1.7万吨	-5.6%

资料来源：Wind，隆众资讯，国信证券经济研究所整理

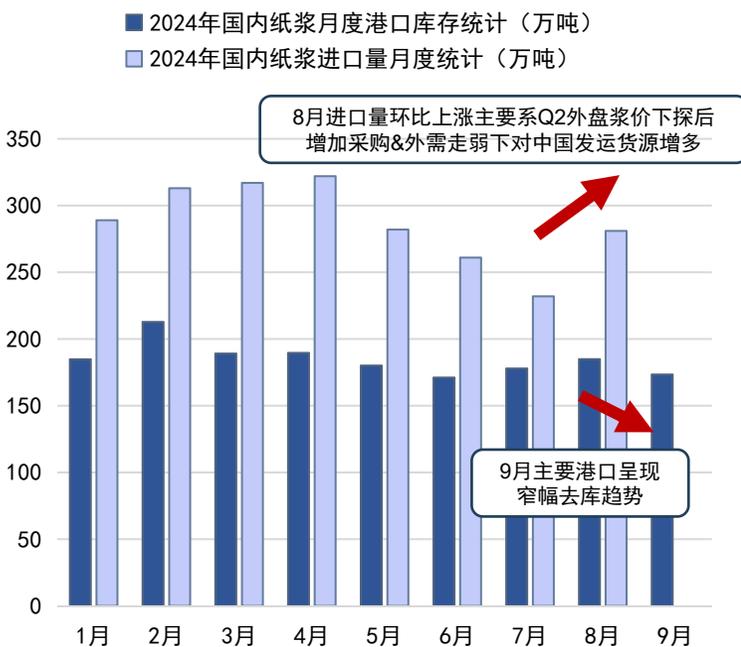
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

浆价展望：24Q4预计承压震荡运行

展望来看，Q4供给释放，需求虽有旺季支撑，预计浆价整体承压运行

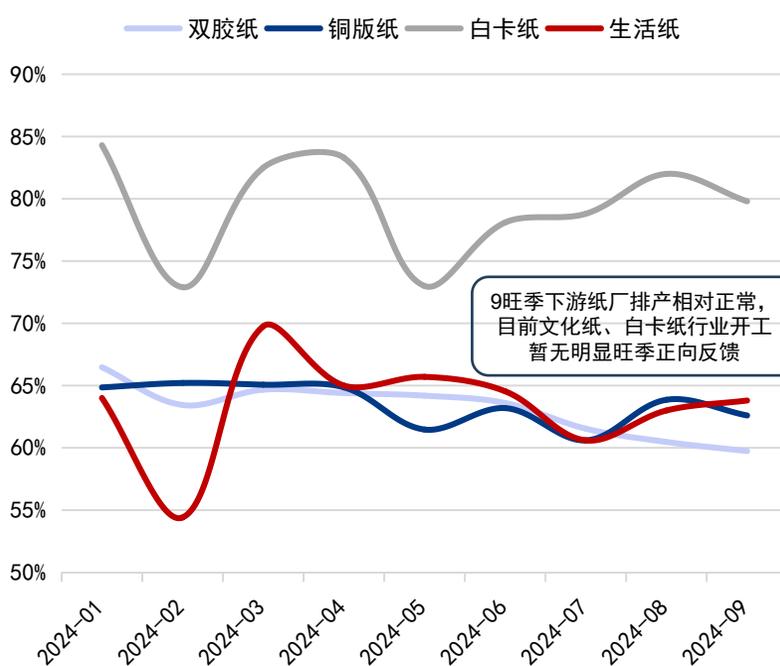
- **供给**：短期的核心增量为①海外巴西Suzano255万吨商品浆：7月投产，9个月产能爬坡期，24Q4预计出货70万吨；②国内联盛、永丰新增外售产能：2024年国内虽有630万吨新增产能投放，但多为自用属性，核心为联盛166万吨产能中的80-90万吨外售产能，预计将向市场释放一定流通货量。Q4芬林芬宝年产69万吨针叶浆的Joutseno浆厂预计停产2个月、Suzano宣布2024年商品浆产量减少4%，短期对供应端压力稍有缓解。
- **需求**：Q4金九银十旺季，秋季教辅教材文化纸订单、双11生活纸与包装纸订单开启有望提振需求。9月下游纸厂排产相对正常，短期内需求端支撑维持偏弱状态，预计后续纸浆需求或有小幅回暖预期。

2024年纸浆港口库存与进口月度统计（万吨）



资料来源：Wind，隆众资讯，海关总署，国信证券经济研究所整理

2024年下游原纸开工变化走势



2024年全球木浆新增产能投放计划

企业	浆种	产能 (万吨)	投产时间
巴西Suzano	阔叶浆	255	2024-07
越南VNT19	针叶浆	35	2024Q4
海外新增产能合计		290	
玖龙纸业 (北海)	化机浆	20	2024-01
湖北仙鹤	化机浆	10	2024-01
五洲特纸 (江西)	化机浆	54	2024-02
广西仙鹤	化机浆	10	2024-03
联盛纸业 (漳州)	化学浆	166	2024-07
玖龙纸业 (北海)	半化学浆	40	2024-07
广西仙鹤	化学浆	40	2024-08
玖龙纸业 (北海)	化机浆	60	2024-09
玖龙纸业 (北海)	化学浆	110	2024/9-10
湖北仙鹤	化学浆	40	2024-10
四川永丰	竹浆	15	2024-10
岳阳林纸	化机浆	20	2024-12
宜宾纸业	化机浆	20	2024-12
宜宾纸业	化学浆	25	2024-12
国内新增产能合计		630	

浆价展望：中期视角下供给仍保持宽松，需求已磨底

□ 2025H1供给依然宽松，需求预期较差但已经出现边际改变

- **供给：**①由于我国林木资源匮乏，针叶浆与阔叶浆对外依存度分别约95%/60%。从全球大型浆产投产计划来看，近年海外新增产能集中于阔叶浆装置，针叶浆由于产线老化、木材供应短缺与竞争力下降等以关停为主。**2025-2026年全球暂无大型浆厂项目投产，巴拉圭Paracel的180万吨漂阔浆项目已推迟至2027年，后市全球阔叶浆供应压力仍较大；**②近年国内纸企浆纸一体化特征明显，**2024-2025年为国内纸浆年新增投产预计500-600万吨，以自用为主，预计或削弱部分进口浆需求。**
- **国内需求：**从下游来看，生活用纸、白卡纸、双胶纸与铜版纸的木浆消费量占比分别为35%/28%/24%/12%，需求是当前市场难以反转的核心要素。2024-2025年国内成品纸新增投产能或能有效承接纸浆的部分新增供应，促消费与降息降准等系列政策支持力度增强，经济基本面与国内需求存磨底—改善预期，政策托底预计纸浆需求企稳回升。

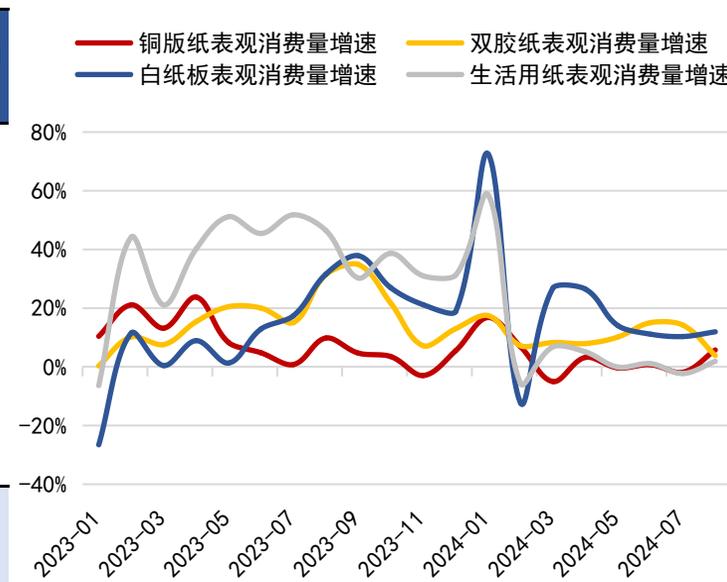
全球新增商品浆产能集中阔叶浆，针叶浆关停为主

	2023	2024E	2025E	2027E	2029E
阔叶浆	智利Arauco +156wt	巴西Suzano +255wt		巴拉圭Paracel +180wt	巴西CMPC +250wt
	乌拉圭UPM +210wt	巴西Bracel I-20wt		巴西Arauco +350wt	
	芬兰Mesta+10wt				
	巴西CMPC+40wt				
	亚太森博-37.5wt				
针叶浆	芬兰Mesta +90wt	加拿大Domtar -28wt	芬兰Stora Enso-25wt		
	加拿大Canfor-28wt	美国WestRock -6wt			
	芬兰Stora Enso -38wt	越南VNT19+35wt			
	美国IP -50wt				

国内木浆供需平衡表（万吨）

	供应				需求				供需缺口 (供-需)
	产量	产量yoy	进口	进口yoy	出口	消费量	消费量yoy	进口依存度	
2017	1050	4%	2102	12%	2	3152	10%	66.7%	-2
2018	1147	9%	2154	2%	2	3303	5%	65.2%	-5
2019	1268	11%	2312	7%	4	3581	8%	64.6%	-5
2020	1490	18%	2544	10%	3	4046	13%	62.9%	-15
2021	1809	21%	2370	-7%	7	4151	3%	57.1%	21
2022	2115	17%	2281	-4%	17	4328	4%	52.7%	51
2023	2312	9%	2813	23%	14	4931	14%	57.1%	181
2024E	2912	26%	2701	-4%	17	5194	5%	52.0%	402
2025E	3362	15%	2755	2%	20	5510	6%	50.0%	587

下游成品纸表现消费增速



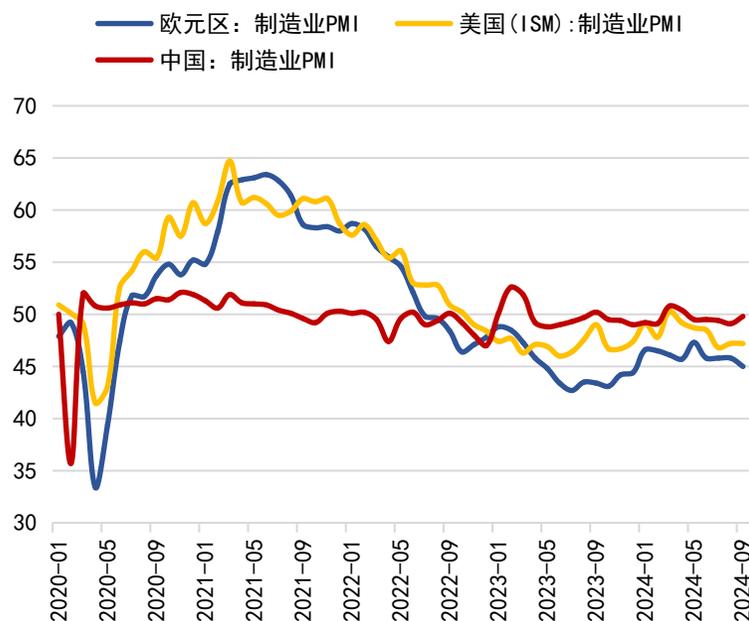
资料来源：Wind，隆众资讯，海关总署，中国造纸协会，国信证券经济研究所整理

浆价展望：中期视角下供给仍保持宽松，需求已磨底

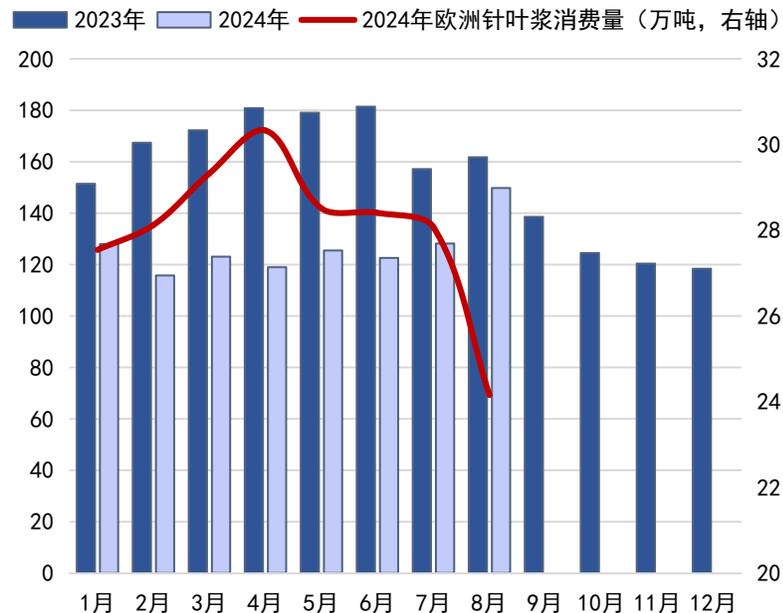
□ 2025H1供给依然宽松，需求预期较差但已经出现边际改变

- **海外需求：**①受俄乌战争、能源价格飙升与高利率环境影响，2022年以来海外经济表现较弱，欧元区与美国制造业PMI维持在50荣枯线以下。②库存方面，欧洲港口木浆库存自2023年6月以来已有明显下降，2024H1回归至历史低位，当前港口库存约120-130万吨，8月在需求走弱下呈现出累库趋势。
- **2024年海外已进入降息周期：**3月以来瑞典、瑞士、墨西哥、加拿大、英国等经济体相继宣布降息，6月欧央行降息25个基点，9月美联储宣布将联邦基金利率目标区间下调50个基点，后续欧美制造业景气度存走强预期，海外纸浆需求或也将迎来边际走强。

主要国家与地区制造业PMI



欧洲纸浆月度港口库存统计（万吨）



CME FedWatch美联储观察工具

FED FUND FUTURES												
ZQV4	ZQX4	ZQZ4	ZQF5	ZQG5	ZQH5	ZQJ5	ZQK5	ZQM5	ZQN5	ZQQ5	ZQU5	ZQV5
95.1775	95.3700	95.5450	95.7300	95.9250	96.0000	96.1250	96.2350	96.3250	96.4150	96.4950	96.5350	96.5850

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2024/11/17						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	97.4%	2.6%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.7%	80.2%	2.1%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.8%	69.8%	15.1%	0.3%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.8%	58.8%	26.0%	3.3%	0.1%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.7%	38.5%	40.2%	13.1%	1.5%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	25.2%	39.5%	24.4%	6.3%	0.6%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	1.3%	10.9%	29.9%	34.5%	18.5%	4.5%	0.4%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.4%	4.6%	17.5%	31.5%	29.0%	13.6%	3.1%	0.3%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.1%	1.4%	7.6%	20.8%	30.9%	25.4%	11.1%	2.4%	0.2%	0.0%	0.0%

资料来源：Wind, IHSMarkit, 美国供应链管理协会, CME FedWatch, 中国国家统计局, 国信证券经济研究所整理

04

浆纸系：

文化纸仍是供需格局与盈利确定性最优品种，
白卡纸中长期供给相对宽松、承压运行

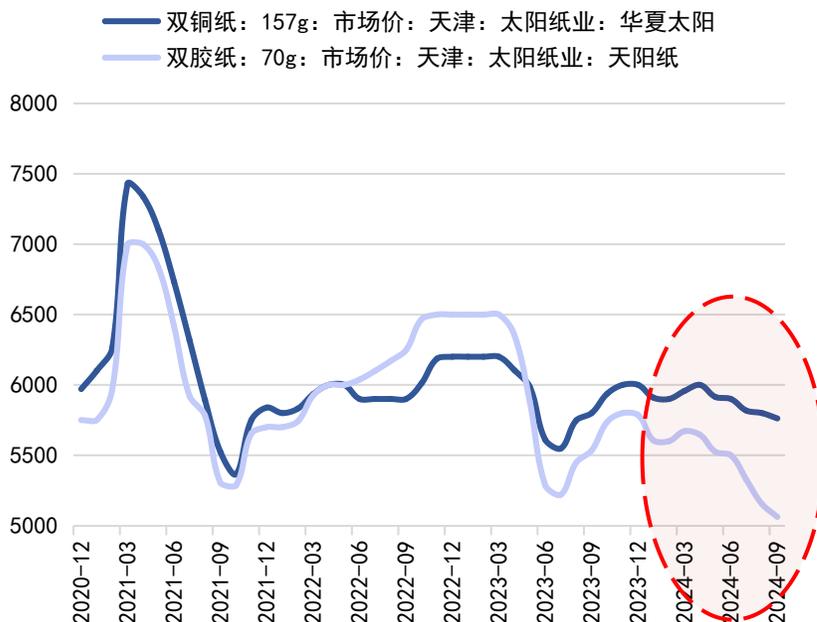
文化纸复盘：供需平衡渠道库存上升，但浆价形成支撑窄幅波动

□ 2024Q1-Q3复盘：成本支撑呈先涨后跌走势，季节性窄幅震荡

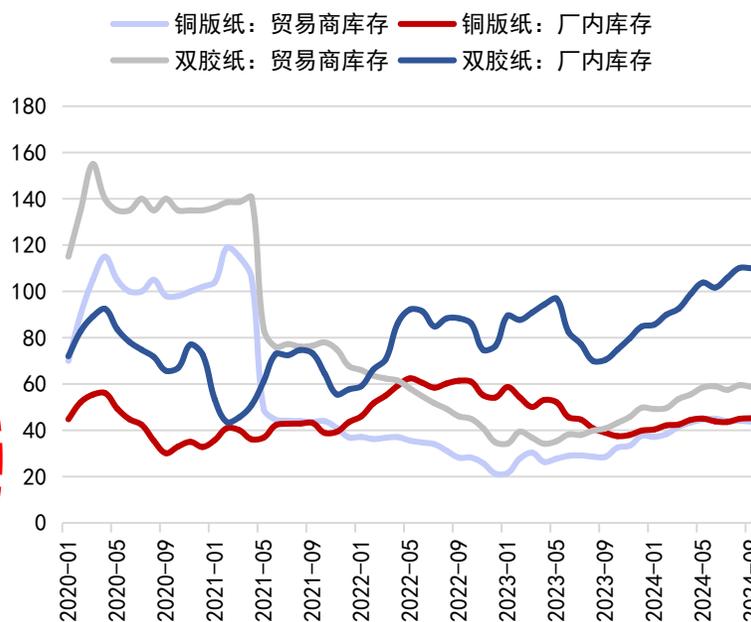
➢ 2024Q1文化纸在浆价上涨支撑下窄幅上涨，但Q2-Q3淡季出版订单零星释放、需求不振且采购集中度降低，纸价有明显回落。9月双铜纸现货价5762元/吨，较年初-2.5%；双胶纸现货价5062元/吨，较年初-9.7%，其中双胶、铜版纸价差走强主因供应差异，2024H1东营华泰、北海玖龙新增双胶纸年产能合计超100万吨，而H1铜版纸无新增产能释放，供需格局稳定。

- ① **库存**：厂内库存与渠道库存从23Q3末开始持续攀升，同时受制上游价格淡季下调幅度有限，因此降价出库的能力也不强；
- ② **利润**：上半年纸价窄幅波动，随着浆价走高对利润形成挤压，尤其是双胶纸处于低位利润阶段。Q3末太阳、晨鸣与亚太森博等龙头相继发布涨价函，纸企挺价意愿强烈，**Q4预计文化纸在季节性波动基础上以窄幅整理为主，向上弹性整体有限。**

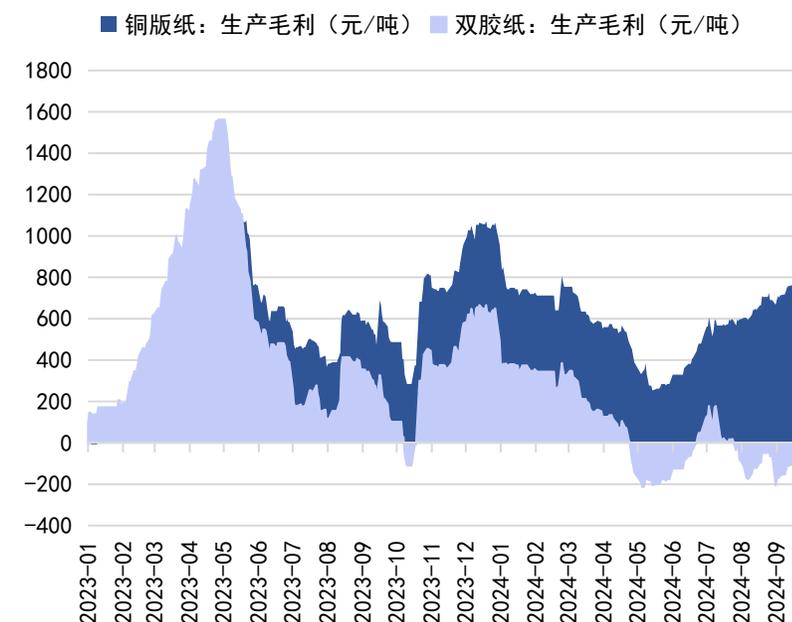
2024年以来文化纸先涨后跌走势



文化纸库存自2023Q3末持续攀升



纸价与降价差异走势造成文化纸生产毛利收窄



文化纸展望：供需维持相对平衡，拐点由成本与需求主导

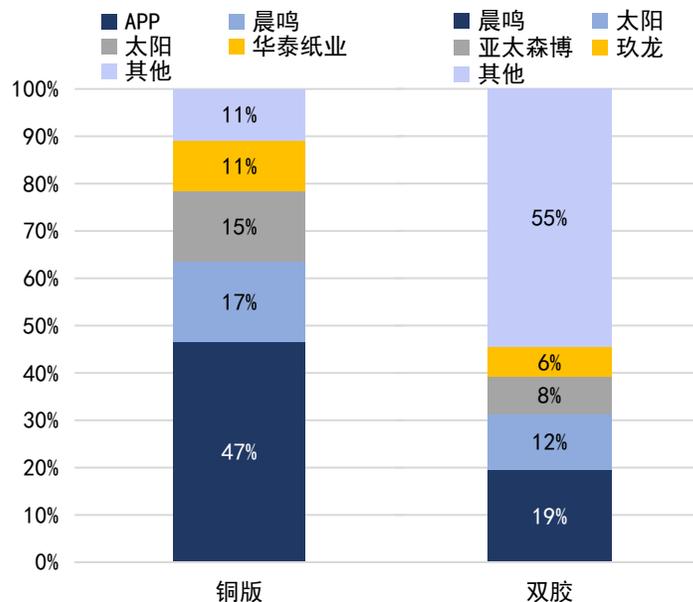
□ 供需格局相对稳定，拐点预计由成本与需求主导

- **供给：**①产能方面，2024-2025年铜版/双胶预计增加产能0%/22%，尽管龙头的双胶纸产能仍有规划在2025年有所释放，但开工率方面铜版、双胶Q3以来维持60-65%同样处于不高的水平，预计供给端对价格的影响相对较小；②集中度角度，由于铜版壁垒相对较高、竞争格局更稳定，因此龙头呈现出价格话语权较强、盈利与份额的权衡更均衡的特点。
- **需求：**双胶纸主要为教辅教材(43%)、本册图书等需求(57%)，铜版主要用于广告宣传页画册(30%)、教辅教材(24%)与其他商务印刷等需求。①短期宣传画册、杂志类需求受社会经济面影响而偏弱，教育类需求预计延续季节性波动，但伴随下游印刷效率提升与采纸周期后延，Q4存在旺季特点减弱的趋势；②长期看下游教辅教材、阅读、党建出版等需求相对偏刚性，2017-2023年国内双胶纸表观消费量维持在800-900万吨、铜版纸400-500万吨波动，内生增长预计相对有限。

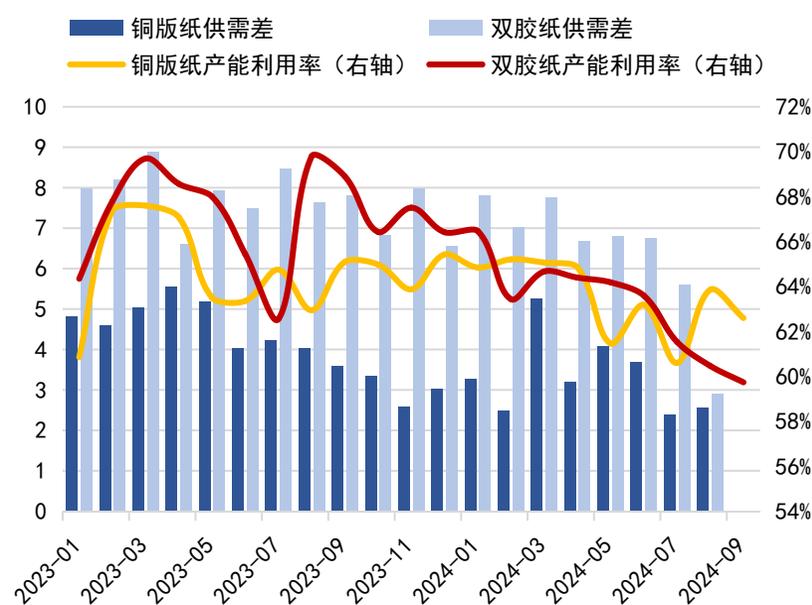
2024-2025年国内双胶纸新增产能

企业	地址	产能	装置投产时间(计划)
山东华泰纸业	山东东营	52	202401 (转产)
玖龙纸业(北海)	广西北海	55	202401
岳阳林纸	湖南	45	202412
玖龙纸业(湖北)	湖北	35	2025
玖龙纸业(湖北)	湖北	20	2025
玖龙纸业(北海)	广西北海	35	2025
玖龙纸业(北海)	广西北海	20	2025
五洲特纸(湖北)	湖北	30	2025
福建泰盛纸业	福建	30	2025
四川永丰	四川	20	2025

文化纸的产能相对集中，铜版高于双胶(2024年)



双胶/铜版纸供需差(万吨)与开工率



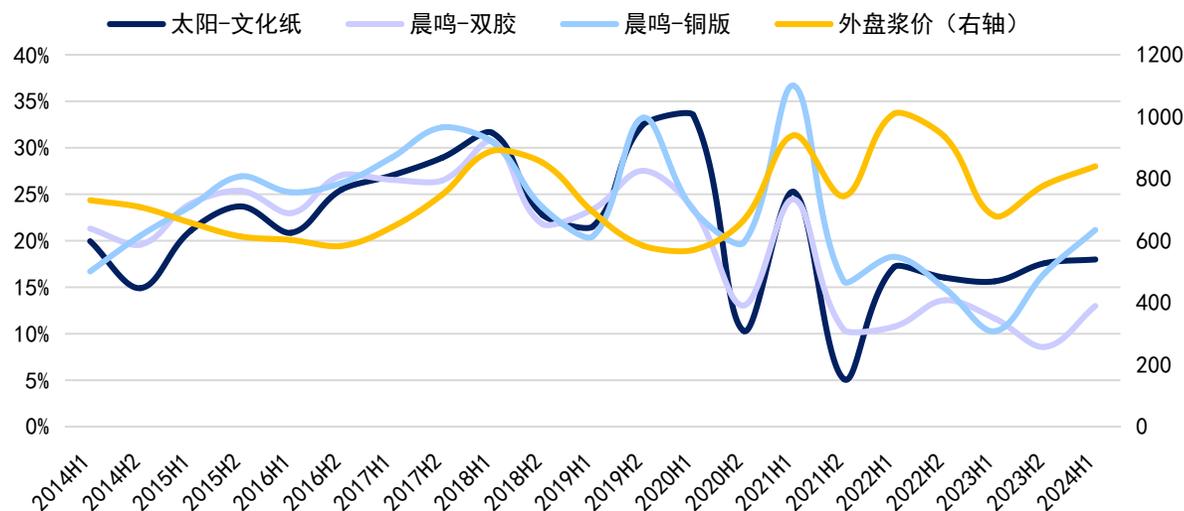
资料来源: Wind, 隆众资讯, 海关总署, 中国造纸协会, 国信证券经济研究所整理

文化纸展望：供需维持相对平衡，拐点由成本与需求主导

➤ 另外从成本与盈利角度考虑：

- ① **成本端**：尽管历史上浆价、纸价和毛利率大方向相同（提价的主动性和成本的滞后性），冲高或回落都会影响即期毛利率，但持续高、持续低则会有反向影响。考虑到龙头纸企多有1-2季度的木浆库存，成本压力随着高价浆库存见底而边际减弱。
- ② **盈利端**：Q3盈利触底，考虑到海运导致低价浆入库延后，预计Q4盈利仍有压力，后续随着成本改善盈利有望修复。长期看文化纸供给压力不大，成本与需求是核心要素，原料成本与现货纸价的剪刀差形成盈利波动变化，**文化纸依然是造纸行业中盈利确定性最优纸种。**

文化纸盈利受上游浆价成本影响较大



资料来源：Wind，隆众资讯，海关总署，中国造纸协会，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

文化纸供需平衡表：供需宽平衡

双胶纸	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
产能	1174	1224	1287	1403	1534	1684	1874
开工率	73%	69%	63%	62%	67%	65%	68%
产量	861	849	811	868	1030	1087	1275
内销量	813	883	865	808	938	1031	1155
内销yoy	-4%	9%	-2%	-7%	16%	10%	12%
净出口	48	-34	-54	59	92	75	70
库存	138	208	125	111	135	115	165

铜版纸	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
产能	692	660	709	704	704	704	704
开工率	78%	78%	63%	62%	65%	68%	70%
产量	538	512	446	440	456	479	493
内销量	444	468	420	376	406	422	448
内销yoy	-7%	6%	-10%	-11%	8%	4%	6%
净出口	94	44	26	64	50	60	60
库存	89	135	80	75	78	74	60

注：2024年内销量预测参考1-9月内销量累计增速，其中双胶纸+10.4%，铜版纸+3.0%

白卡复盘：呈震荡回落走势，供需差增大，市场承压运行

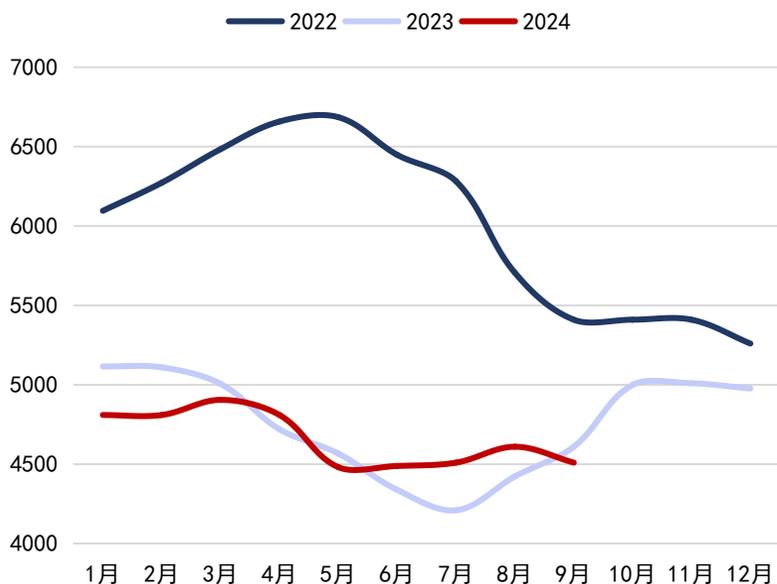
□ 2024Q1-Q3白卡纸复盘：产销双增但供需差增大，白卡纸呈震荡回落走势

➢ **供需双增。**①供给端由于2023年新增产能完全释放、2024Q2冠豪高新30万吨食品卡与烟卡投产，24H1国内白卡总产量同比+32.8%至762万吨；②需求端Q1包装消费有所提振，食品卡增速优于社会卡，Q2-Q3进入需求淡季，主要下游中成药/乳制品/软饮料与卷烟等需求增长缓慢，供需矛盾增大，白卡纸价与吨盈利大幅下行后低位运行。

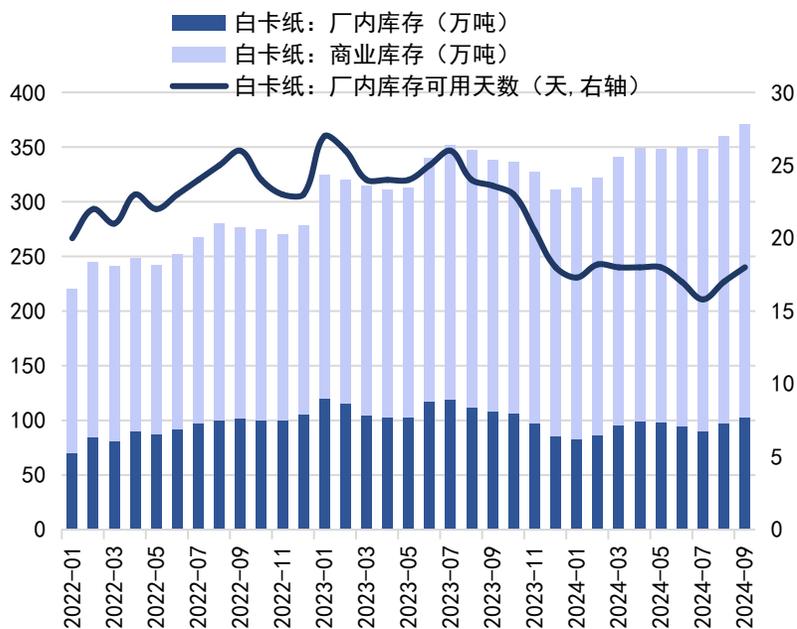
① **库存：**2024年以来白卡库存快速累高，9月厂内与商业库存合计达371万吨，主要系新项目投产而供应充足；

② **利润：**白卡生产毛利由年初的662元/吨下降至358元/吨，盈利下降抑制纸厂生产积极性，开工率也从年初的84.3%回落至9月的79.8%，库存与利润均对价格形成压制。

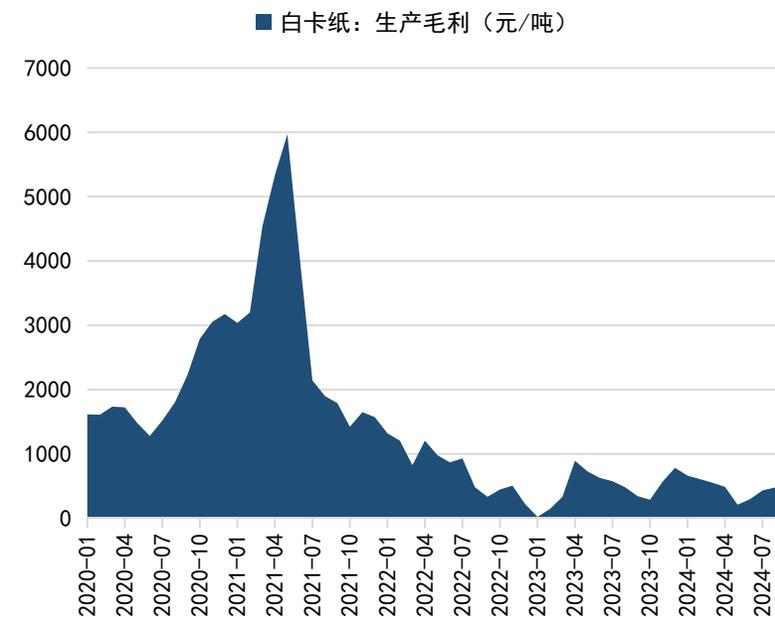
2024年社会白卡纸市场价（元/吨）呈N字走势



2024年6月以来白卡纸库存快速累高



白卡盈利能力处于低位



资料来源：Wind，隆众资讯，国家统计局，国信证券经济研究所整理

白卡展望：供过于求的格局依然存在，期待政策拉动下的需求改善

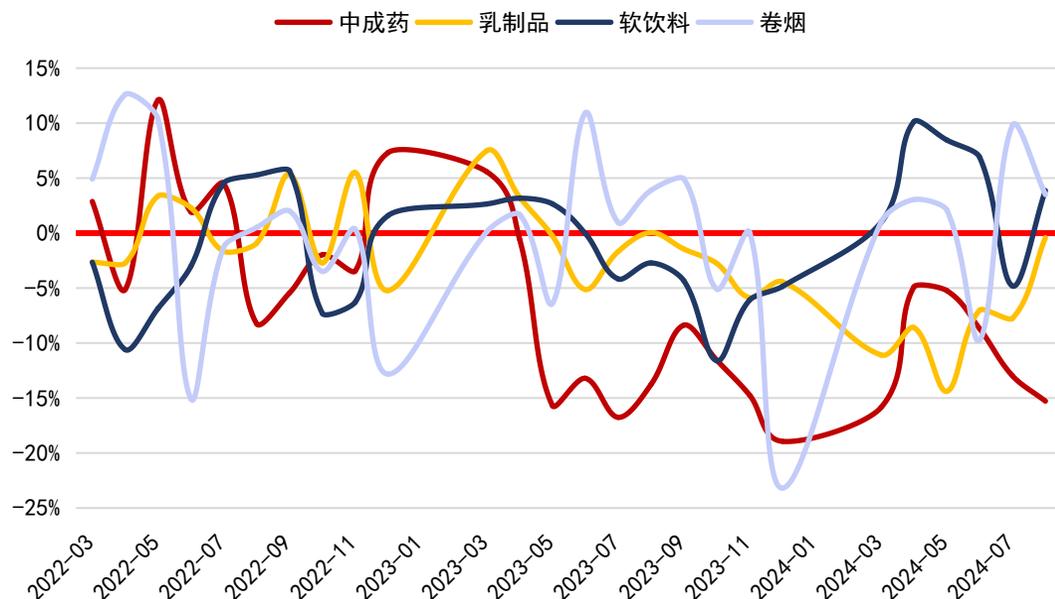
白卡纸展望：供需仍将继续博弈，供给宽松格局下提价受限且削弱盈利

➤ 需求顺周期，长多短空。下游主要为纸包装，其中社会卡占比超60%、食品卡25%、烟卡15%。

① 2024Q4旺季有望提振需求。Q4双11电商促销与春节备货等释放需求，随着国内政策落地、海外进入降息周期，全球经济复苏预期，预计纸质包装终端需求有望改善，对白卡行情起到利好支撑。

② 长期看白卡下游需求主要为1) 药品、烟草、乳制品、高档化妆品与台历名片等高档包装→受益于包装消费升级与以白代灰；2) 食品包装与餐饮服务包装→受益于环保政策与以纸代塑，白卡是具备较强成长属性的纸种。白卡国内表观销量从2017年的585万吨增长至2023年的1050万吨，需求年复合增速10.2%。

白卡纸下游主要产品月度产量增速



白卡供需平衡表测算：供过于需

白卡纸	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
产能	1038	1110	1290	1488	1662	1902	2232
开工率	86%	81%	73%	76%	78%	85%	78%
产量	893	902	937	1124	1301	1617	1741
理论内销量	766	700	858	906	1050	1300	1625
内销yoy	28%	-9%	23%	6%	16%	25%	25%
净出口	47	32	32	69	74	70	70
全渠道库存	120	221	208	278	311	558	604

资料来源：Wind，隆众资讯，国家统计局，国信证券经济研究所整理

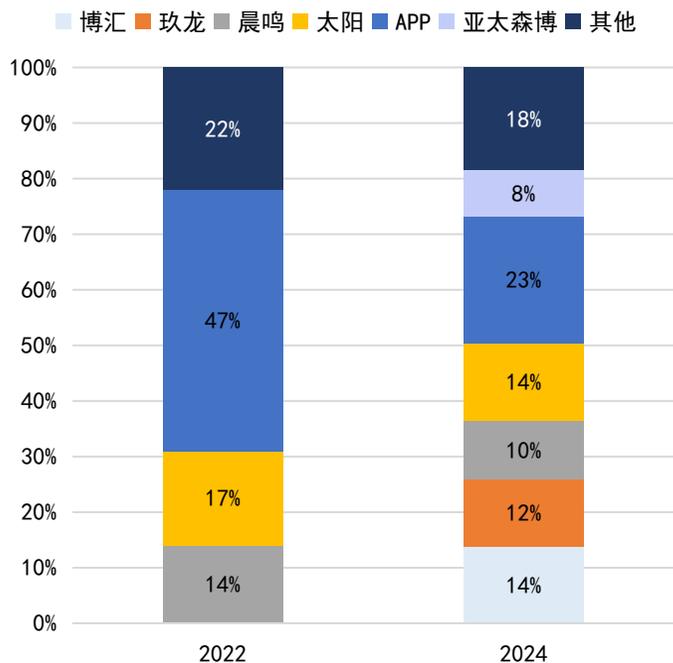
注：2024年内销量预测参考1-9月内销量累计增速，前9月白卡纸累计销量增速30%

白卡展望：供过于求的格局依然存在，期待政策拉动下的需求改善

白卡纸展望：供需仍将继续博弈，供给宽松格局下提价受限且削弱盈利

- **供给：**①产能集中释放。虽然白卡产能投放门槛高，但近年龙头进入高速扩张期，2023年白卡现有产能1660万吨，近5年复合增速10.3%，2024-2025年预计新增白卡年产能240万、350万吨，产能集中投放下需求增速整体不及供应增长，供需差可能继续拉大。②格局方面，龙头的新产能是格局的较大变量，尤其是2019年以来白板龙头博汇纸业等亦开始进军白卡市场，行业集中度从2020年的80.2%下降至2024年的67.5%，市场竞争更加充分。
- **盈利：**尽管2022年以来白卡盈利低位，但更严峻的供过于求格局和潜在竞争或削弱毛利率的修复动力。

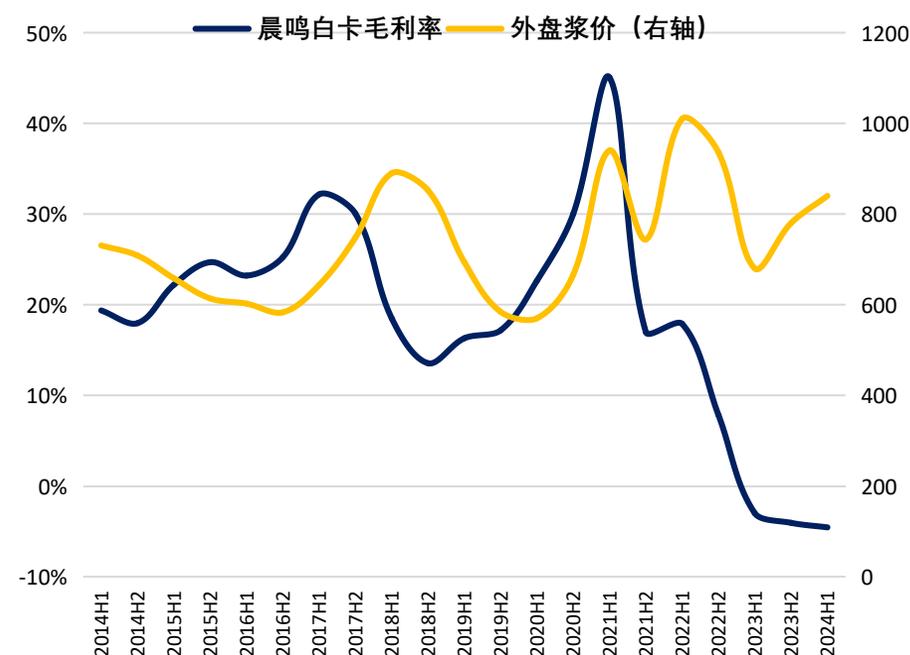
白卡产能格局生变，竞争更加充分



2024-2026年白卡产能集中投放

企业	地址	产能	装置投产时间(计划)
联盛浆纸	福建	120	2023Q2
亚太森博	江苏	100	2023Q4
冠豪高新	广东	30	2024Q2
玖龙纸业	广西	120	2024Q3
金桂浆纸	广西	90	2024
联盛纸浆	福建	100	2025
玖龙纸业(湖北)	湖北	120	2025
江苏博汇	江苏	80	2025
新乡新亚纸业	河南	30	2025
宁波亚洲浆纸	浙江	100	2026
广西金桂浆纸	广西	190	2026
景兴江苏	江苏	100	2026
湛江中纸	广东	102	2026

白卡龙头盈利能力低且修复动力偏弱



资料来源：Wind，隆众资讯，国家统计局，国信证券经济研究所整理

05

废纸系：

箱板瓦楞纸顺周期属性强

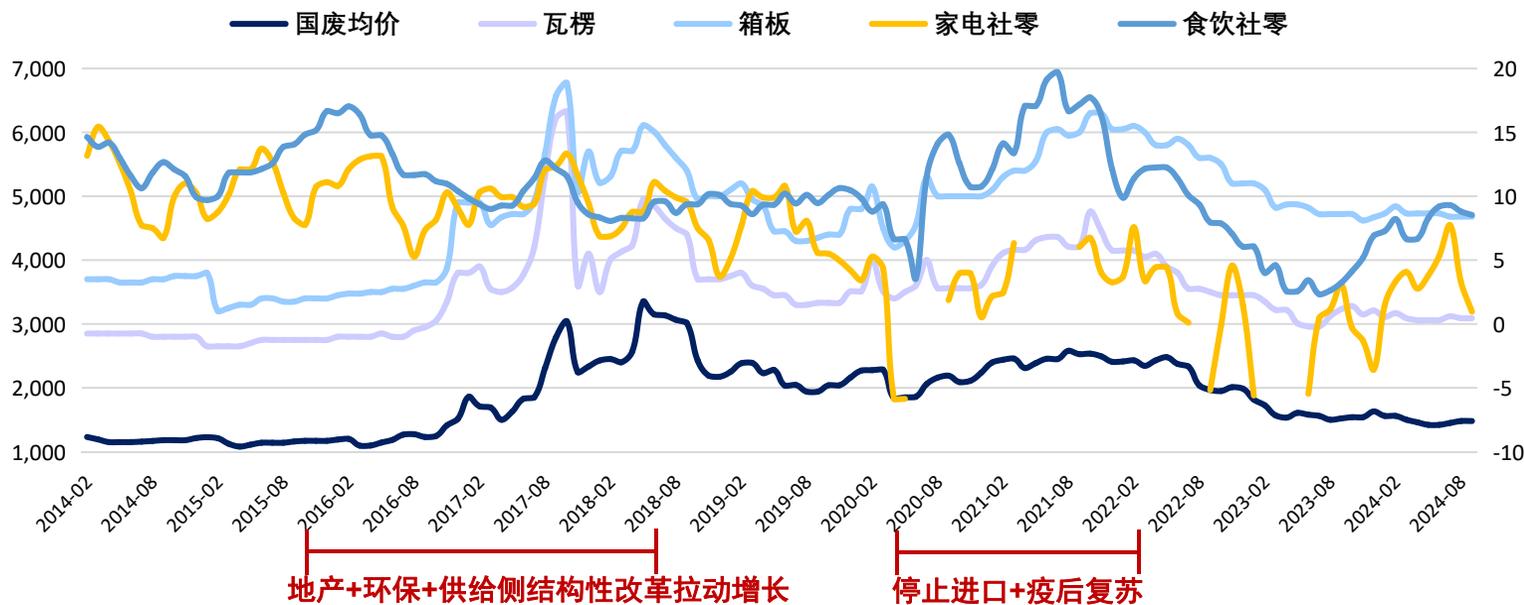
供给相对宽松，盈利修复弹性在于需求

箱板瓦楞纸：社零强相关，顺周期特征明显，供给集中度逐步提升

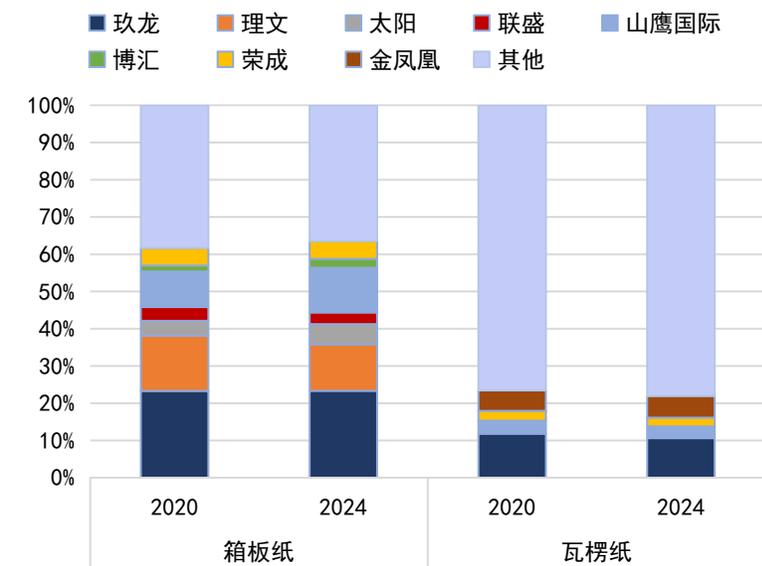
□ 废纸系：对经济敏感性最强，供给端集中度相对低，顺周期特点明显

- 箱板瓦楞纸对宏观经济敏感性高。其下游与社零强相关，其中食品(21%)、饮料(17%)和家电(14%)合计占比超一半，2023年箱板瓦楞纸国内表观消费量合计5949万吨+出口量14万吨，另外还有通过包装物间接出口需求。
- 产能有序投放+进口冲击，集中度有望逐步提升
 - ① 供给方面，2023年国内箱板瓦楞总产能8321万吨，其中箱板4776万吨、瓦楞3544万吨，历史产能提升相对温和，另外由于2023年取消了除新闻纸和牛皮箱板纸外的关税，2023年箱板、瓦楞进口量分别达532万、359万吨，关税清零后进口形成量价冲击。
 - ② 集中度方面，2017年供给侧结构性改革和环保使集中度提升，2020年由于废纸停止进口后龙头企业集中度进一步提升，**当前箱板CR4约53%(玖龙、理文、山鹰、太阳)，瓦楞22%(玖龙、金凤凰、山鹰、荣成)。**

箱板瓦楞纸下游与社零强相关，包括食饮、家电等



箱板纸产能集中度相对较高、瓦楞集中度低



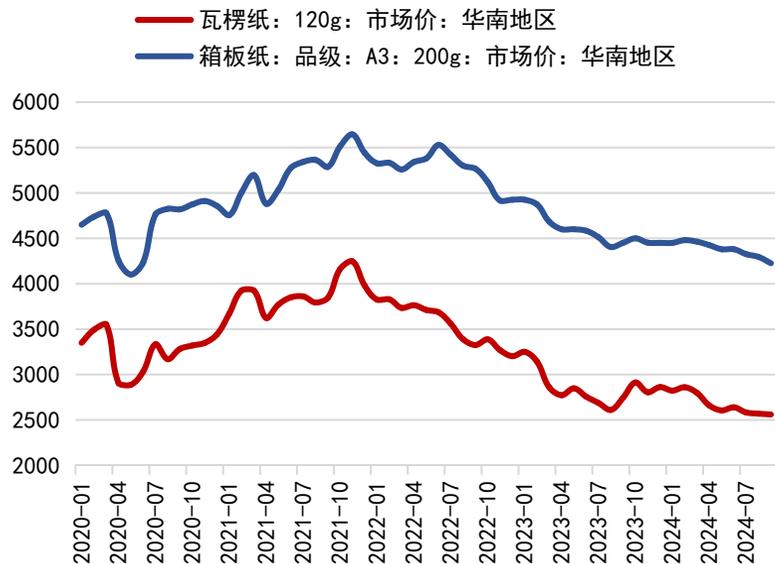
资料来源：Wind，隆众资讯，国家统计局，国信证券经济研究所整理
注：社零采用上三个月移动平均平滑季节性影响

箱板瓦楞复盘：利润与需求博弈，纸价弱势盘整为主

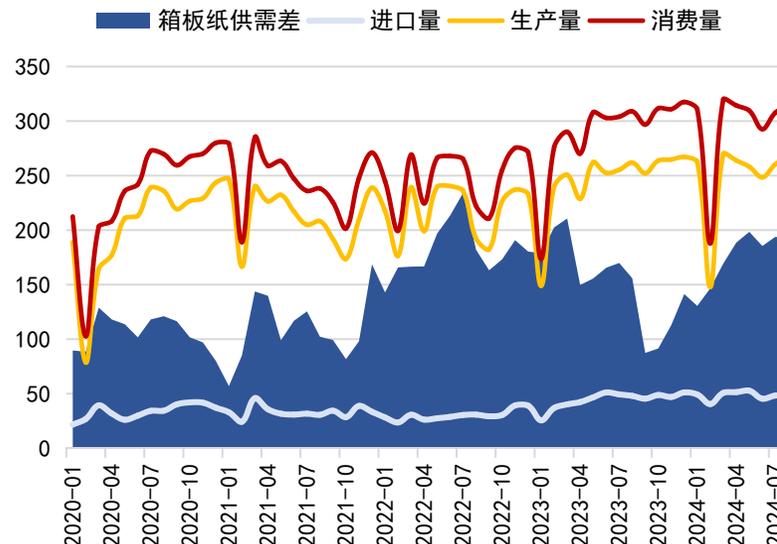
□ 2024Q1-Q3废纸系复盘：利润与需求博弈，纸价波动有限弱势盘整

- ①需求端，前8月家电、粮油食品类社零增速分别为+2.5%/+9.7%，社零增速在低基数下回升整体需求支撑有限；②供给端，前8月国内新投产箱板瓦楞产能约310万吨、进口箱板瓦楞纸合计581万吨，供给相对宽松。虽然规模纸企频有提价动作，但在需求疲弱、新产能释放与进口冲击等压制下纸价上行阻力较大，涨价难以落实到位，9月箱板纸、瓦楞纸现货价分别为4226元/万吨、2560元/万吨，较年初-5.0%/-9.3%。
- 库存与利润方面：箱板瓦楞纸厂内库存呈现Q1累库、Q2-Q3高位持稳特点，目前库存压力较大。当前纸价已接近成本线，在利润与需求博弈下纸企多有执行节假日让利优惠政策与发布停机检修计划等动作以缓解库存压力，纸价弱势震荡波动为主。

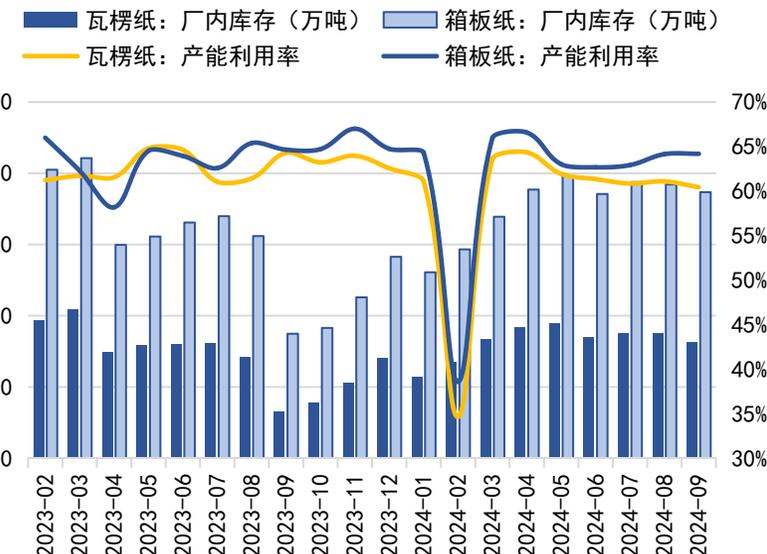
箱板瓦楞纸市场价（元/吨）



箱板瓦楞纸月度供需差（万吨）



箱板瓦楞纸厂内库存与开工率



箱板瓦楞展望：需求弹性较木浆系更好，低位下的宽平衡预计略有收紧

□ 箱板瓦楞展望：需求弹性较优，供需宽平衡状态

- **需求：**Q4迎传统需求旺季，终端订单增量预期，龙头频发涨价函，需求景气有利于提价落地。当前仍处于经济周期磨底过程，**但政策底出现后预计整体需求下行空间已相对有限，需求弹性相对木浆系更优。**
- **供给：**2024-2025年国内箱板瓦楞纸新产能预计580万、740万吨，进口的增量冲击集中在2023年释放，判断后续边际影响将趋于平稳，随着需求改善箱板瓦楞供需宽平衡状态预计将略有收紧。

2024年国内拟投产箱板、瓦楞纸共计580万吨

箱板纸				瓦楞纸			
企业	企业	年产能	投产时间	地区	企业	年产能	投产时间
湖北	五洲特纸	45	2024-06	山东	仁丰特种材料	30	2024-01
河北	柏乡锦宝石新材料开发	40	2024-07	河北	汉高新材料	15	2024-03
河北	柏乡晨光纸业	30	2024-07	山西	大维纸业	20	2024-07
陕西	陕西东方智慧能源	30	2024-07	吉林	山鹰国际	30	2024-01
河南	龙源纸业	30	2024-08	甘肃	红旗包装材料	15	2024-04
河南	河南雅都再生资源	30	2024-10	陕西	东方智慧能源	20	2024-05
贵州	贵州鹏昇纸业	35	2024-12	广西	建晖纸业	60	2024-12
云南	昆明红星荣和	20	2024-10	河南	金田纸业	20	2024-12
云南	云南东晟纸业	20	2024-12	贵州	贵州鹏昇纸业	25	2024-12
陕西	西安惠宁纸业	10	2024-11				
2024年合计新增		290		2024年合计新增		235	
2025年预计新增		440		2025年预计新增		300	
2026年预计新增		300		2026年预计新增		105	

箱板瓦楞纸供需平衡表：供需宽平衡

箱板纸	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
产能	3620	3827	3982	4434	4564	4776	5066	5506
开工率	69.6%	68.3%	61.0%	57.7%	57.4%	61.7%	64.0%	66.0%
产量	2518	2615	2427	2557	2620	2948	3243	3634
净进口量	199	213	399	390	353	523	549	577
预计内销量	2716	2828	2824	2943	2972	3471	3749	4199
内销yoy		4%	0%	4%	1%	17%	8%	12%
库存	80	60	80	169	180	141	184	197

瓦楞纸	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
产能	3096	3299	3276	3561	3547	3545	3780	4080
开工率	65.7%	64.8%	58.5%	53.4%	53.2%	59.9%	62.0%	64.0%
产量	2033	2138	1915	1900	1886	2124	2343	2611
净进口量	113	153	391	298	239	354	326	293
预计内销量	2146	2291	2306	2198	2125	2478	2577	2783
内销yoy		7%	1%	-5%	-3%	17%	4%	8%
库存	46	45	50	88	85	70	162	284

资料来源：Wind，隆众资讯，国家统计局，国信证券经济研究所整理

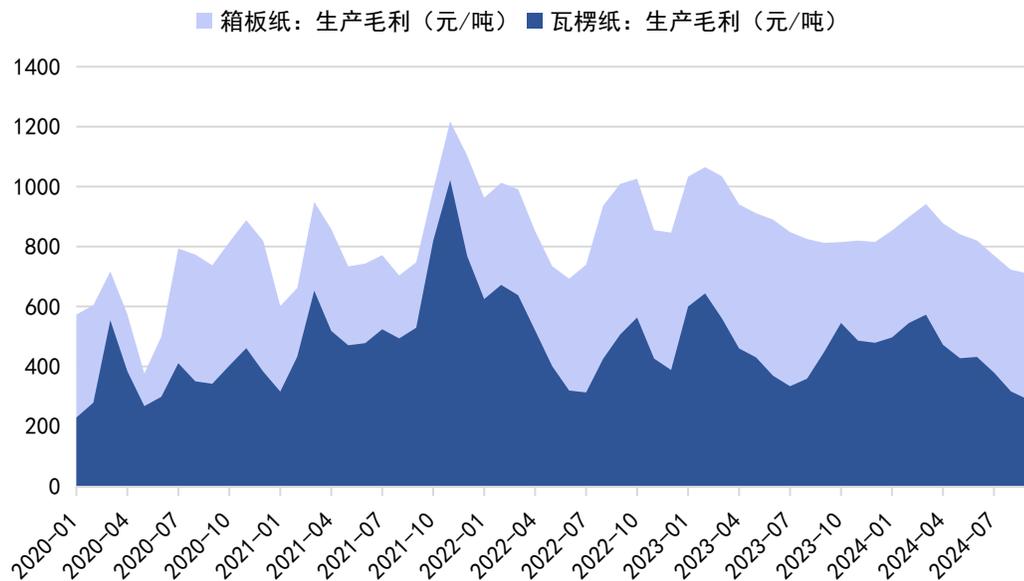
注：2024年内销量预测参考1-9月内销量累计增速，前9月箱板/瓦楞累计销量增速6%/2%

箱板瓦楞盈利能力：修复弹性仍在于需求

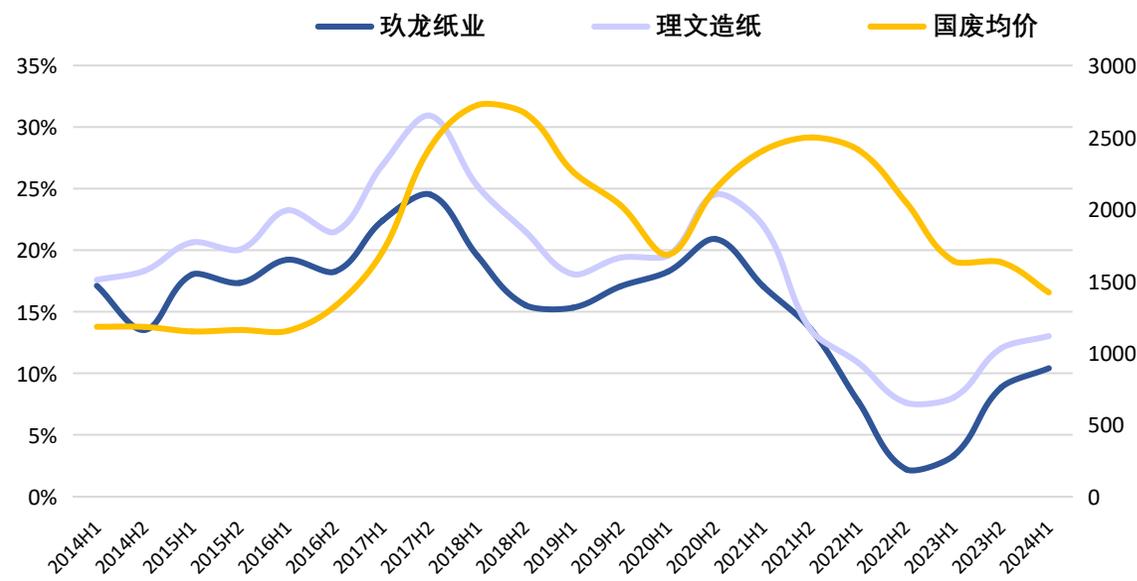
□ 箱板瓦楞盈利能力：修复核心仍在于需求

- 箱板瓦楞纸龙头的盈利能力和成本也存在明显的滞后反比例关系，但滞后时间较木浆系更长，一方面由于进口纸对价格存在一定的调节作用，另一方面也受到龙头竞争防守的影响；
- **复盘龙头毛利率与成本趋势可见，2022年以来瓦楞箱板龙头毛利率的急速收窄更多由供给冲击主导（国内产能集中释放+进口冲击）。**成本面，当前国废均价1480元/吨，已回落至接近历史低位水平，废旧黄板纸市场价整体持稳；自2023年以来纸价已经下跌至成本线震荡，纸企涨价意愿强烈，提价落地难的核心在于需求低迷。9月以来纸厂相继发布涨价函，在需求支撑下10月提价已有落地，后续随着系列政策出台落地与经济面需求复苏，包装纸价有望提振，带来纸企的盈利能力扩张与修复弹性。

箱板瓦楞纸生产毛利收窄



箱板瓦楞龙头毛利率较原材料的反比滞后周期更长



资料来源：Wind，隆众资讯，国家统计局，国信证券经济研究所整理

□ 造纸整体顺经济周期，当前属于供需因素叠加的较弱区间，后续虽弹性有限但边际随细分品类供需格局分化

- 需求属性完全取决于下游，文化和生活维稳，白卡/箱板/瓦楞复苏，特种内生提升
- 供给则由更多外生因素决定，虽然整体产能均过剩，但宽松程度不同
 - (1) 产品长期需求、企业层面竞争决策和行为的滞后性(白卡产能的过剩，箱板瓦楞扩产相对谨慎和龙头阶段性博弈)
 - (2) 生产、渠道壁垒(铜版、特种的低增量产能)
 - (3) 政策变动，包括生产端政策(环保、排放)和外贸政策(关税、配额)

□ 供需总结

- ① **文化**：宽平衡。需求稳定，供给头部集中，因此随上游成本进行调整以平衡盈利和份额，基调为修复盈利、头部提份额
- ② **白卡**：供过于求。需求短空长多，核心在供给旺盛(玖龙、博汇、亚太森博的加入)，库存和产能的消化对价格压制更为严重
- ③ **生活**：宽平衡。需求稳定，但供给分散，消费逻辑更强因此供给端的影响因素主要为企业层面的竞争策略
- ④ **箱板瓦楞**：宽平衡。需求复苏，供给端竞争压力相较白卡更小且有进口作为价格修正因素

□ 盈利总结

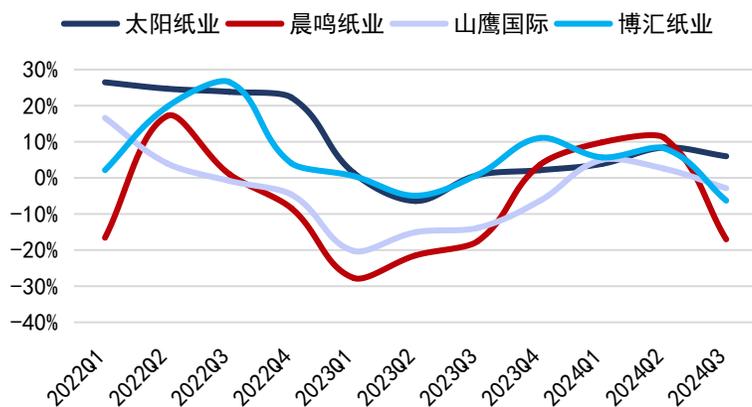
- ① **木浆系**：供给核心增量为巴西Suzano255万吨产能，2025-2026年全球尚无大型商品浆新产线投产，关注供给端扰动与需求复苏。文化纸2024Q3-Q4盈利暂时承压，后续伴随低价浆入库有望盈利修复，生活用纸还需考虑渠道与竞争策略，整体看文化纸与生活用纸盈利能力维稳的信心相对较强；而白卡由于更严峻的供过于求格局和潜在竞争或削弱毛利率的修复动力。
- ② **废纸系**：自2023年以来瓦楞箱板纸价已经下跌至成本线震荡，纸企涨价意愿强烈，提价落地难的核心在于需求低迷。短期Q4旺季有望提振需求与改善盈利，长期受益于经济复苏，弹性空间略大于木浆系，但同样因为竞争以及成本端的滞后弹性导致盈利能力的修复窗口期更长。

06 | 重点企业及投资建议

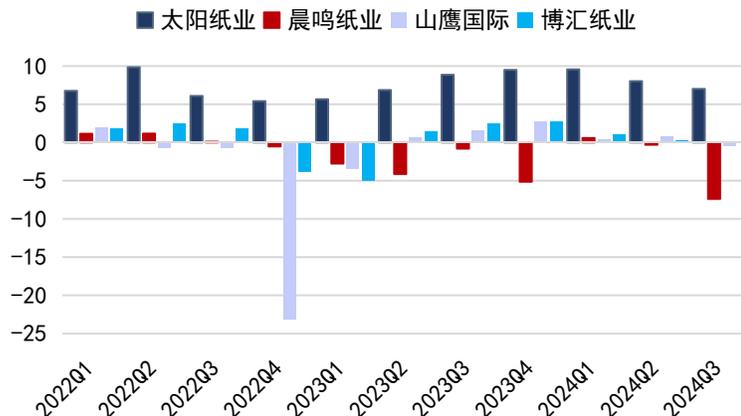
造纸行业：盈利分化，一体化企业和特种纸盈利情况较好

- **大宗纸**：2024Q1-Q3盈利修复但季度环比走弱，木浆系Q1成本支撑纸价提涨，Q2以来需求低迷，原料成本与纸价剪刀差走扩导致盈利环比趋弱，Q3承压明显，但一体化龙头相较行业仍具备超额收益；废纸系主要系需求不旺与供给过剩，成本与纸价低位盘整，盈利磨底。
- **特种纸**：2024Q1-Q3随着产能释放与海外市场拓展等，龙头显现成长性；盈利能力优于大宗纸，同样由于高价浆库存耗用Q3盈利下行。

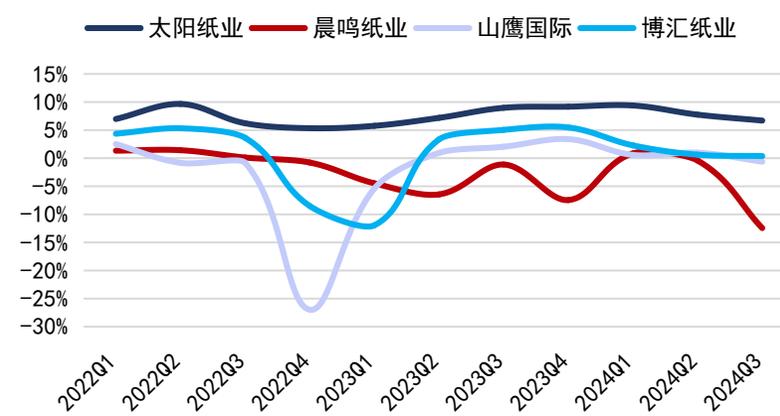
大宗纸与特种纸季度收入增速



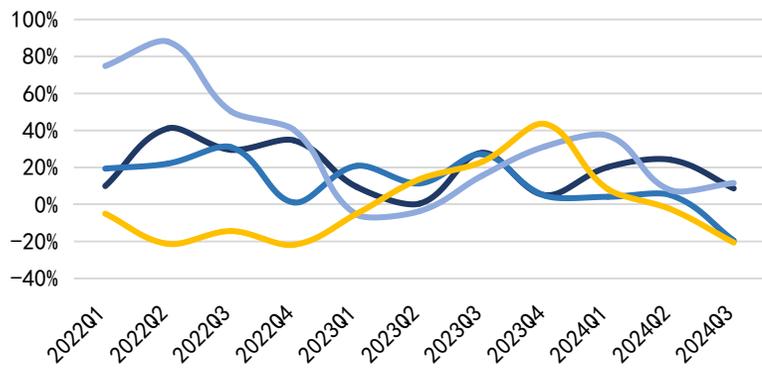
大宗纸与特种纸季度利润（亿元）



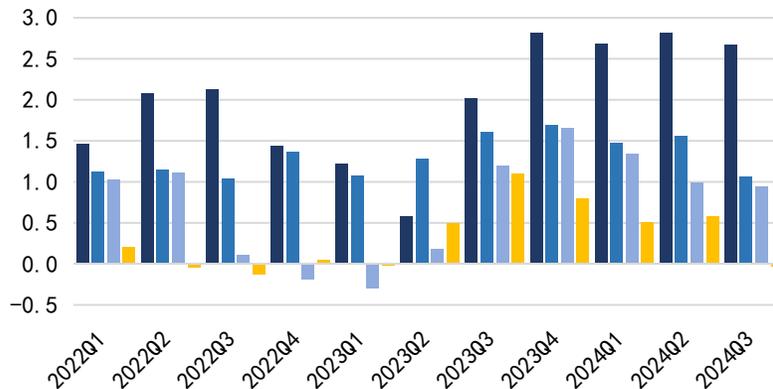
大宗纸与特种纸季度净利率



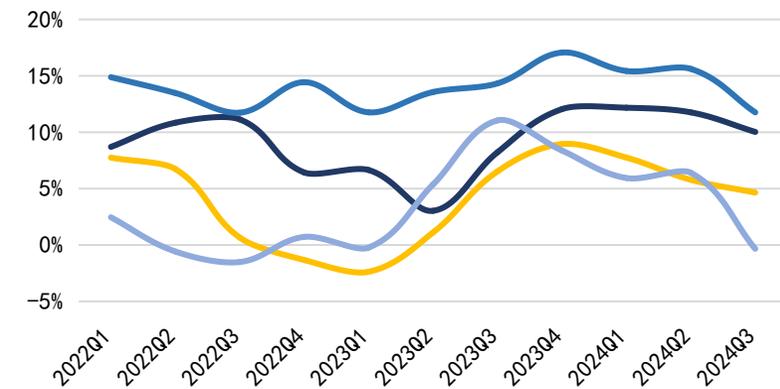
仙鹤股份 华旺科技 五洲特纸 齐峰新材



仙鹤股份 华旺科技 五洲特纸 齐峰新材



仙鹤股份 华旺科技 五洲特纸 齐峰新材

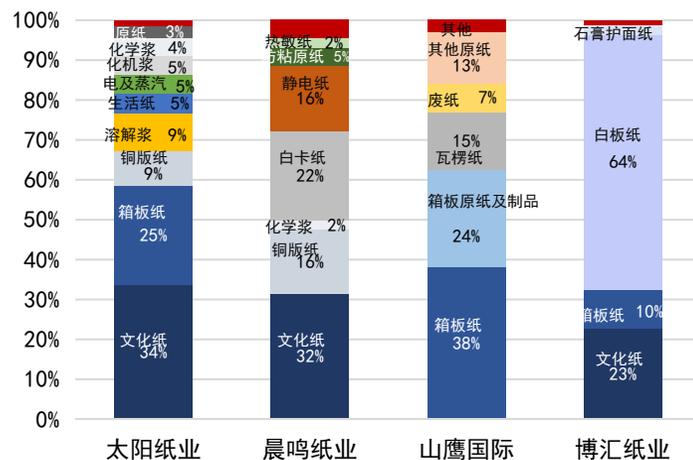


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

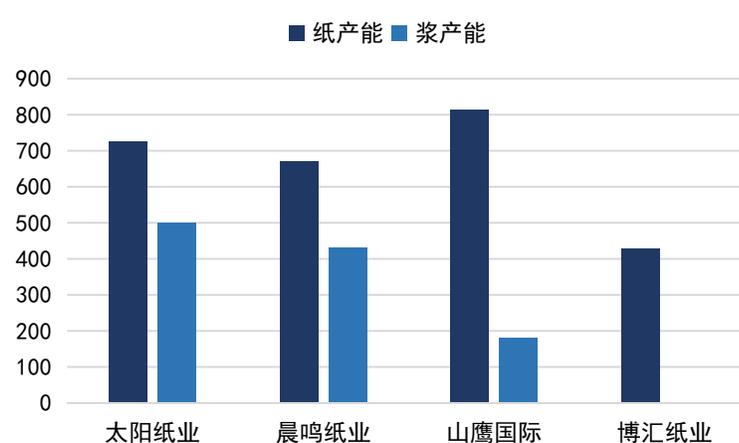
造纸行业：大宗纸资本开支放缓，特种纸仍处于快速扩产能阶段

- **大宗纸**：近几年国内造纸产能集中释放，同时“零关税”政策扩大进口，内外叠加的供应量增长与下游需求不振形成供需矛盾，行业利润收窄。当前大宗纸龙头更加聚焦优化产能结构与淘汰落后产能，整体资本开支放缓；
- **特种纸**：特种纸赛道仍具成长属性，龙头积极扩产能以抢占份额、完善多元产品布局同时向浆纸一体化迈进，资本开支处于上升通道。

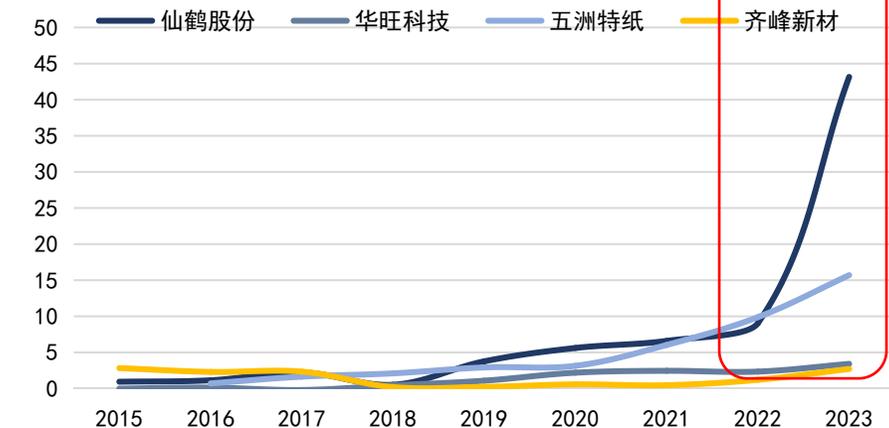
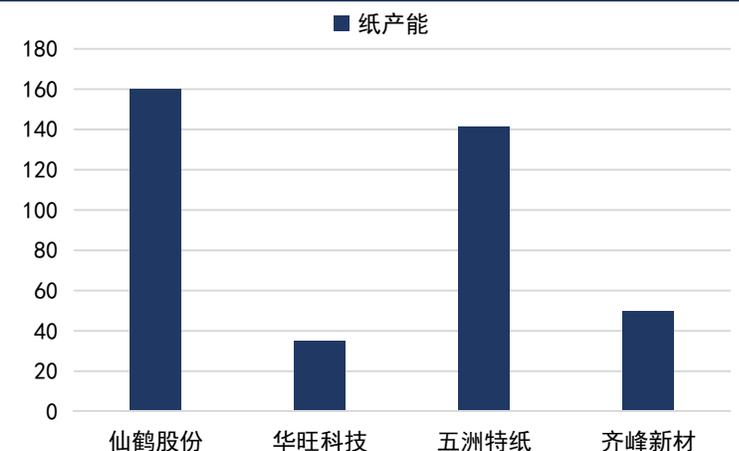
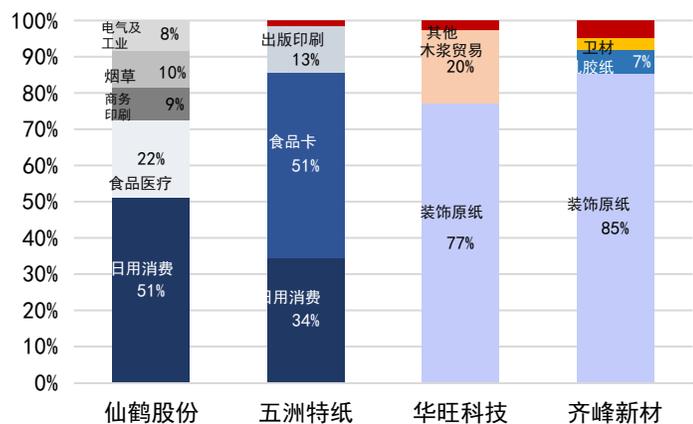
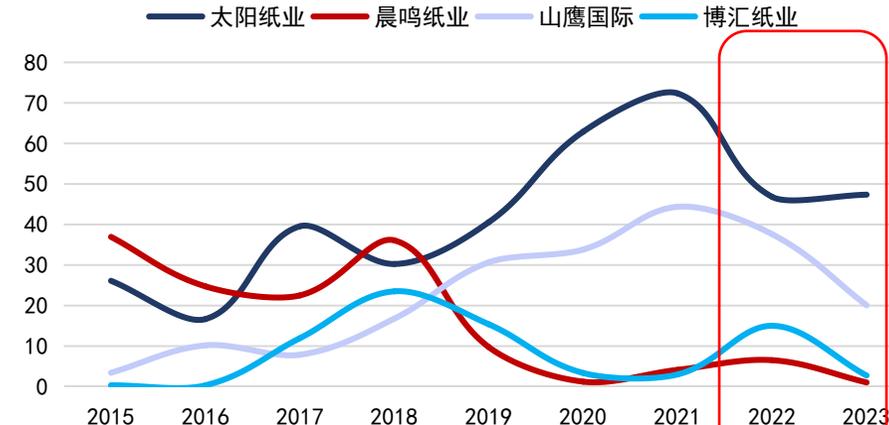
2023年大宗纸与特种纸产品收入结构



2023年造纸龙头产能（万吨）



大宗纸资本开支放缓，特种纸快速扩产（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

太阳纸业：攻守兼备的林浆纸一体化龙头

- **太阳纸业**：公司是国内综合性纸浆龙头，40年坚守主业，业务范围覆盖产业用纸、生物质新材料与快速消费品三大领域，2023年文化纸、牛皮箱板纸与溶解浆收入占比分别为42.5%/24.8%/9.3%。目前公司山东、广西与老挝三大基地已进入高效协同发展，补齐布局短板、节省运输成本与享受税收优惠，老挝与南宁林浆纸一体布局强化穿越周期的能力。
- **产能释放成长性，纵向布局夯实利润**。2014-2023年公司收入从104.6亿增长至395.4亿，CAGR+15.9%，归母净利润从4.7亿增长至30.9亿，CAGR+23.3%；2024Q1-Q3收入与利润分别同比+6.1%/+15.1%至309.8亿/24.6亿，产能稳步释放，文化纸与箱板纸产销两旺，Q1木浆上行支撑文化纸提涨落地、吨盈利提升，Q2-Q3由于纸价回落与高价浆库存耗用盈利环比走弱。



资料来源：Wind，公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

太阳纸业盈利预测

□ 产能扩张阶段性接近尾声，资本开支放缓。2023年底产能突破1200万吨，后续新增产能主要为南宁一期PM11/PM12高档包装纸，以及南宁二期40万吨特种纸+30万吨化学浆+15万吨机械浆项目，预计二期总投资不超过70亿。

□ 投资建议与盈利预测：维持“优于大市”评级

➢ 随着新产能陆续释放，生活用纸、瓦楞箱板纸与木浆的产销量仍具上升空间，同时文化纸供需格局较优，公司具备差异化产品优势，若纸价提涨有望带来收入与盈利修复的弹性。预计公司2024-2026年收入分别同比+7%/10%/7%至422.7/463.5/494.7亿元，归母净利润同比+3%/16%/11%至31.1/35.9/39.8亿，当前股价对应PE=12/11/10x。

产能	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
非涂布文化用纸	90	90	120	120	120	140	160	160	216	236
铜版纸	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
生活用纸	6	12	12	12	12	12	12	12	24	39
淋膜原纸	20	20	20	20	20	20	20	20	20	30
牛皮箱板纸	-	-	80	80	120	140	140	240	240	340
特种纸	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
纸合计	196	202	312	312	352	392	412	512	580	725
化机浆	70	70	70	70	90	90	120	120	140	140
化学浆	-	-	-	10	10	10	10	20	105	105
半化学浆	-	-	-	-	20	20	20	40	40	55
废纸浆	-	-	-	-	-	40	40	40	40	40
本色浆	-	-	-	-	-	-	-	20	20	70
木屑浆	-	-	-	-	-	10	10	10	10	10
溶解浆	30	30	50	50	80	80	80	80	80	80
浆合计	100	100	120	130	200	250	280	330	435	500
浆纸总产能	296	302	432	442	552	642	692	842	1015	1225

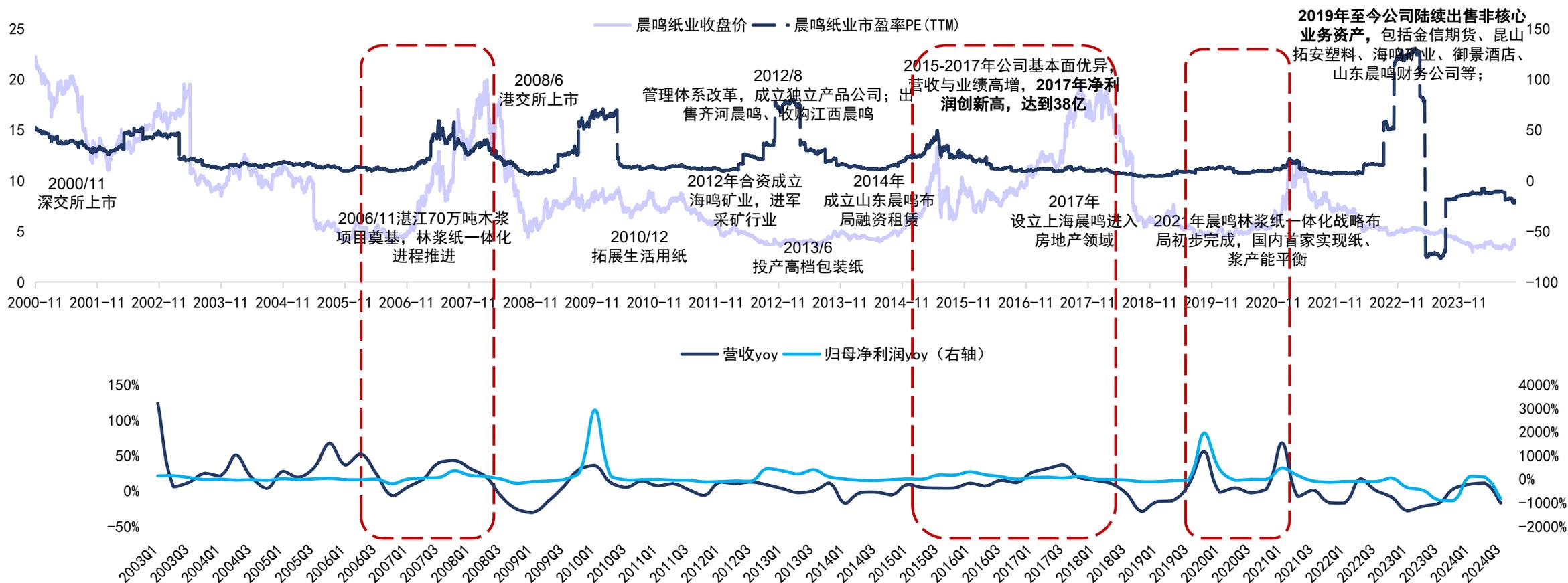
	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (亿元)	216.0	320.1	397.9	395.4	422.7	463.5	494.7
yoy	-5.1%	48.2%	24.3%	-0.6%	6.9%	9.7%	6.7%
归母净利润 (亿元)	19.5	29.6	28.1	30.9	31.8	35.5	40.1
yoy	-10%	51%	-5%	10%	3%	12%	13%
1.非涂布文化用纸	72.1	86.7	108.6	133.1	137.3	144.2	150.0
yoy	-2%	20%	25%	23%	3.2%	5%	4%
毛利率	22.5%	16.0%	16.6%	16.6%	15.0%	16.0%	17.0%
2.铜版纸	35.1	41.0	31.8	35.1	40.5	42.8	44.4
yoy	1%	17%	-23%	10%	15.4%	6%	4%
毛利率 (%)	25.4%	19.7%	15.1%	12.9%	16%	15%	14%
3.生活用纸	7.9	8.6	15.3	20.5	25.8	32.2	34.7
yoy	-5%	9%	79%	34%	25.7%	25%	8%
毛利率 (%)	22.8%	4.1%	9.1%	14.4%	14%	15%	16%
4.淋膜原纸	8.3	16.1	16.8	12.6	9.7	11.3	12.4
yoy	-6%	95%	4%	-25%	-23.0%	16%	10%
毛利率 (%)	26.7%	22.3%	12.3%	4.7%	12%	8%	8%
5.牛皮箱板纸	41.7	98.7	103.9	98.1	114.2	127.6	139.4
yoy	24%	137%	5%	-6%	16.4%	12%	9%
毛利率 (%)	16.4%	15.4%	10.2%	14.7%	15%	16%	16%
6.瓦楞原纸	0.8	0.4	1.0	0.5	2.8	5.5	8.3
yoy	-89%	-48%	142%	-52%	500.0%	100%	50%
毛利率 (%)	16.9%	1.7%	2.3%	9.3%	6%	8%	10%
7.化机浆	17.9	18.3	19.9	18.4	16.5	17.6	18.5
yoy	13%	2%	9%	-8%	-10.1%	6%	5%
毛利率 (%)	20.4%	21.2%	20.4%	22.1%	22%	22%	22%
8.化学浆	1.0	1.5	33.6	17.5	15.9	22.5	27.2
yoy	255%	56%	2140%	-48%	-9.1%	41%	21%
毛利率 (%)	-11.4%	-6.8%	13.9%	17.4%	15%	16%	16%
9.溶解浆	21.8	32.6	41.7	36.7	34.1	32.4	30.8
yoy	-39%	49%	28%	-12%	-6.9%	-5%	-5%
毛利率 (%)	-3.5%	23.0%	22.7%	16.1%	17%	16%	16%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理与预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

晨鸣纸业：造纸龙头聚焦主业再出发

- 晨鸣纸业：公司成立于1958年，已发展为一家专注于制浆、造纸为主的大型综合造纸集团，是国内首家实现制浆与造纸产能基本平衡的企业，截至2023年末年浆、纸产能共计达1100万吨，其中木浆产能430万吨。公司纸质产品种类丰富齐全，2023年文化纸、白卡纸、铜版纸、静电纸、热敏纸收入占比分别为29.0%/20.6%/14.8%/15.1%/2.1%，主要纸种市占率国内前列。
- 回归造纸主业，业绩有望改善。前期跨业多元扩张拖累财务与盈利，自2019年以来公司陆续剥离融资租赁、矿业、房地产等非核心业务，重新聚焦主业。近几年由于新增产能集中投放、需求偏弱与原料价格高位等影响，公司盈利承压，2022/2023/2024Q1-Q3归母净利润分别为1.9亿/-12.8亿/-7.1亿。

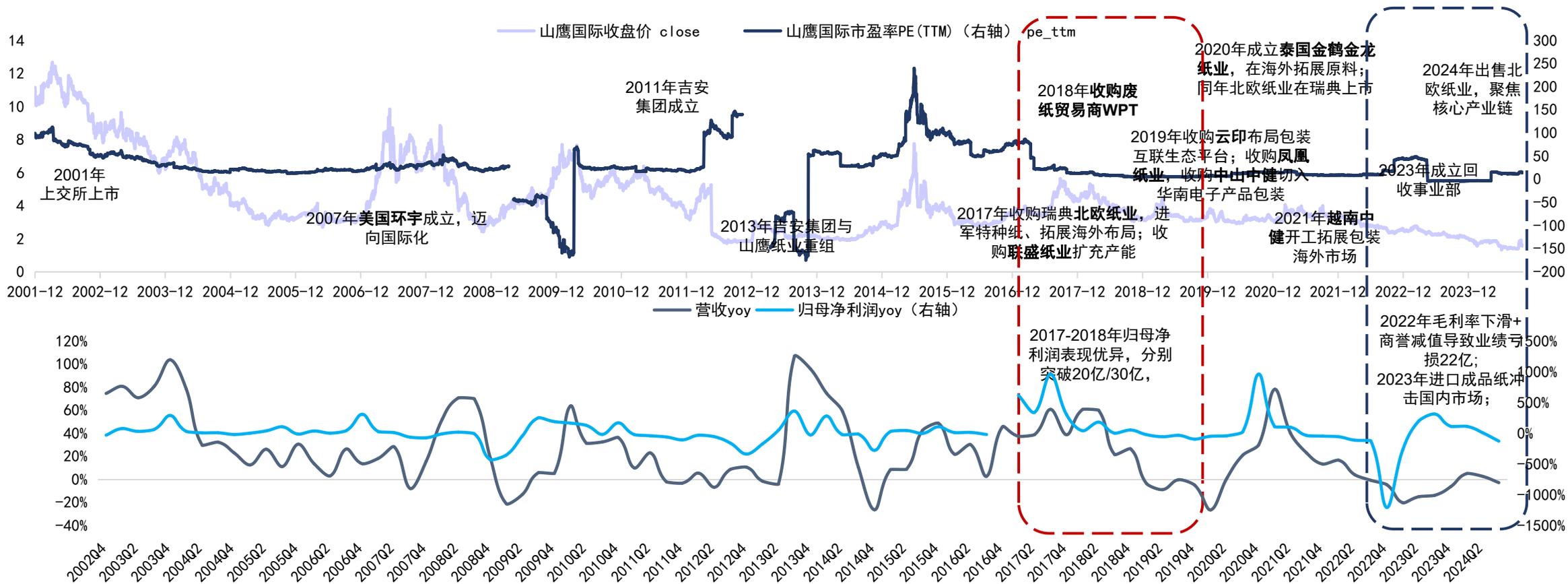


资料来源：Wind，公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

山鹰国际：箱板纸龙头，全产业链一体化布局

- **山鹰国际**：公司成立于1957年，2001年上交所上市，2013年与吉安集团重组成立安徽山鹰纸业，并开启了海内外并购、资本市场融资扩产能的高速成长阶段。凭借产业链一体化优势，实现造纸、包装与回收纤维三项业务协同发展，并积极发展产业互联网，2023年箱板纸、瓦楞纸、包装与再生纤维收入占比分别为38%/15%/24%/7%，产品广泛应用于食品、饮料、家电、电子等消费品及工业品行业。
- **产能规模稳健扩张，盈利磨底**。截至2023年公司海内外造纸包装产能超800万吨，另有宿州180万吨包装纸项目在建，同时海外年供应90万吨再生浆与国内50万吨竹木纤维产能打造综合原料成本优势。在行业供需矛盾严峻与进口冲击压力下，**2024Q1-Q3公司收入同比+1.4%至216.0亿，归母净利润同比+159%至0.7亿**，利润有所修复但仍在磨底阶段。

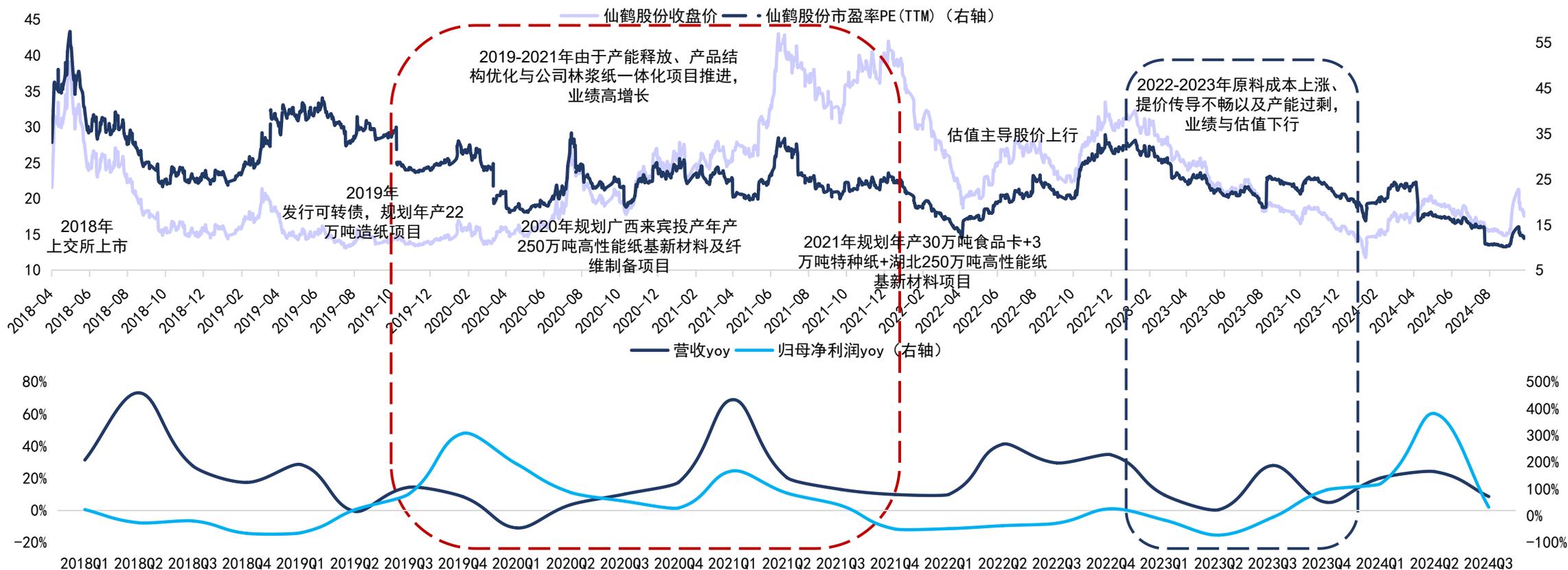


资料来源：Wind，公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

仙鹤股份：国内特种纸龙头，产能扩张提速

- **仙鹤股份：**公司以烟草用纸起家，已成为国内特种纸品种最齐全、工艺技术最全面的国内大型高性能纸基功能材料龙头，现有特种纸及纸制品的年生产能力超160万吨，产品覆盖日用消费用纸、食品与医疗包装、烟草包装、家居装饰用纸、电气及工业用纸与商务交流出版等六大系列60多个品种，国内市占率约20%+。
- **产能提速扩张，多元产品、全球市场积极布局。**2018年上市后产能扩张提速，湖北石首年产250万吨高性能纸基新材料项目于2024年初试运行，广西来宾年产250万吨高性能纸基新材料项目在2024年4月开机，弥补上游制浆短板，同时将继续大规模投放新产能。公司积极布局食品卡等新赛道，扩大欧洲、东南亚与中东等市场，**2024Q1-Q3收入同比+16.9%至72.6亿，归母净利润同比+114.0%至8.2亿。**



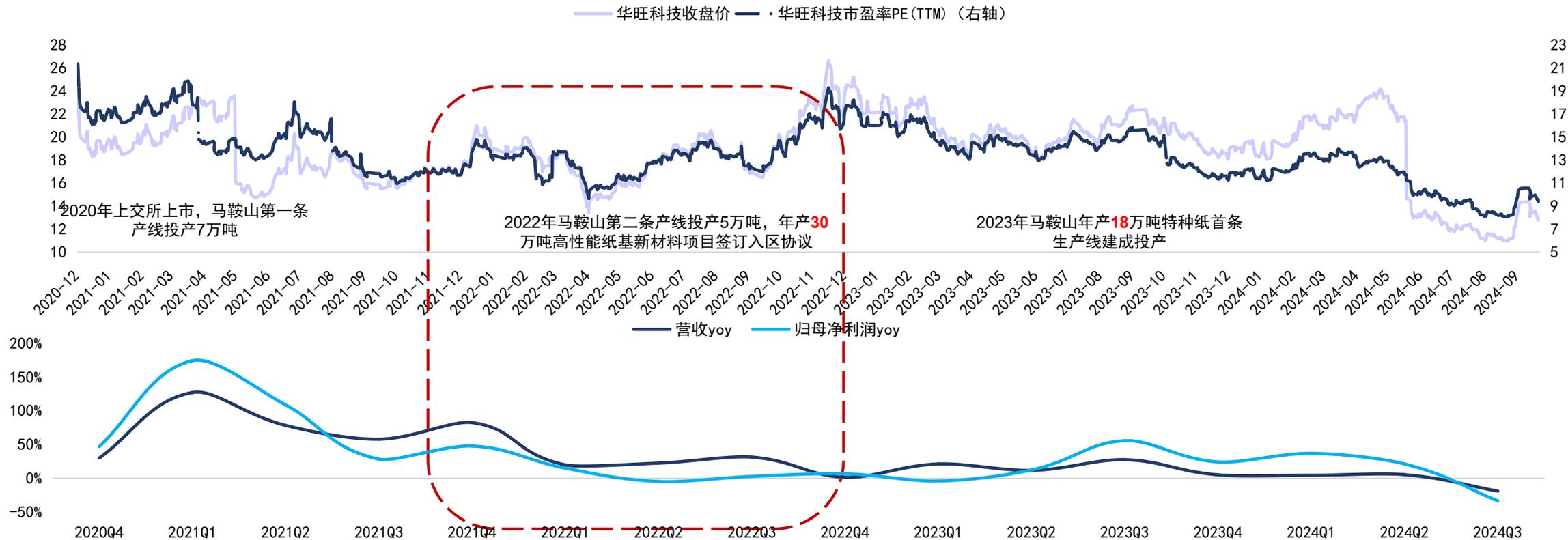
资料来源：Wind，公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

华旺科技：国内高端装饰原纸龙头，海外市场持续扩张



- **华旺科技**：公司于2004年成立，主要从事可印刷和素色装饰原纸的研产销以及木浆贸易业务，2023年装饰原纸与木浆贸易收入占比分别为78.1%/20.7%。目前公司8条装饰原纸生产线产能合计35万吨，后续仍有40万吨产能待陆续释放，其中马鞍山年产30万吨高性能纸基新材料项目（包括15wt高端食品用纸、6wt医用包装、3wt电气绝缘纸板、5wt热敏纸与1wt电力电缆纸）已获环评审核。
- **产能释放、海外市场拓展助增长**。2018-2023年公司收入从19.2亿增长至39.8亿，其中海外市场占比从8.5%提升至19.6%，已成为重要增长引擎；2018-2023年归母净利润从1.3亿增长至5.7亿，业绩整体稳健增长。2024H1随着产能落地、成本控制与市场份额提升，公司收入与净利润分别同比+4.6%/+28.1%至19.5亿/3.0亿；2024Q3由于产品均价下降，收入与利润分别同比-19.4%/-33.9%。



资料来源：Wind，公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

07 | 风险提示

一、原料价格波动风险。我国木材资源相对短缺，造纸用原料(木浆、废纸和木片)对外依存度约在50%以上，行业受国际木浆及木片价格等波动影响较大。如果原料价格出现大幅波动，且没有及时传导至纸价，将对造纸企业盈利状况影响较大。

二、产能扩张与市场竞争加剧风险。尽管造纸行业在经过多轮环保政策整肃后，落后产能加速淘汰，行业格局得到优化，集中度进一步提升。但由于部分纸品产能仍在扩张，叠加进口冲击，产能结构性和阶段性过剩、中低端产品居多且产品同质化的情况依然存在，若市场竞争加剧导致纸品价格下降，将对企业盈利产生较大负面影响。

三、宏观经济波动风险。造纸及纸制品行业与国家经济发展和国民消费增长息息相关，受国内外宏观经济波动影响较大，若未来经济景气度下滑，将影响行业的复苏和发展。

四、政策风险。2020年11月发布的《关于全面禁止进口固体废物有关事项公告》正式明确了从2021年1月1日起我国全面禁止进口固体废物，2022年12月国务院关税税则委员会办公室宣布2023年1月1日起零关税进口政策正式施行，除牛皮箱板纸、新闻纸之外，其他主要纸种(双胶纸、铜版纸、白纸板、瓦楞纸、箱板纸等)免进口税。上述政策对国内造纸市场供应、纸品价格与企业盈利均产生较大影响。

五、汇率波动风险。由于原材料如木浆木片等很大部分需要从国外采购，部分新项目建设、设备升级改造等所需关键设备均需进口解决，美元、欧元等外币结算下汇率波动可能会对盈利产生扰动。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032