

消费进一步复苏，供给尚待消化

华泰研究

2023年4月19日 | 中国内地

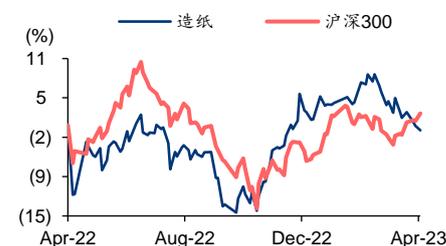
专题研究

造纸

增持 (维持)

研究员	龚劼
SAC No. S0570519110002	gongjie@htsc.com
SFC No. BHG354	+(86) 21 2897 2097
研究员	王帅
SAC No. S0570520110001	bruce.wang@htsc.com
SFC No. AOH868	+(86) 21 2897 2099

行业走势图



资料来源: Wind, 华泰研究

消费加速回暖，出口逆势走强

统计局发布3月经济数据。1Q23城镇居民人均可支配收入同比+2.7%，较4Q22(+1.9%)提速，3月城镇调查失业率5.3%，较2月(5.6%)回落。在就业和收入均有所改善的支持下，消费加速回暖，全社会商品零售总额同比+10.6%(1-2月: +3.5%)。汽车和服装鞋帽是消费加速回暖的最大推动力，当月同比+11.5%/+17.7%，通讯器材同比由负(1-2月:-8.2%)转正(同比+1.8%)，其余品类增速均有所放缓。3月以美元计价商品出口金额同比+14.8%，对比韩国(-13.6%)/越南(-13.2%)逆势走强，但考虑到发达经济体增长仍在放缓之中，外需延续性仍然值得观察。

包装纸：停机减产带动价格温和反弹，供需关系难言反转已至

箱板瓦楞纸价格在经历了3月的大幅回落(平均降幅330元/吨)后，4月开始出现温和反弹，截至4月12日平均反弹幅度20元/吨。尽管迎来了价格的边际修复，我们认为箱板瓦楞纸行业的供需关系难言逆转。当前价格的温和反弹很大程度上建立在供给端较大范围的停机减产和下游二三级厂补库存延后的基础上，终端需求尚未有明显起色；根据4月13日Fastmarket RISI报道，北美废纸贸易商由于供给扰动试图提涨出口到东南亚的废纸价格，但阻力较大，外废呈现易跌难涨的态势，东南亚地区造纸企业对中国市场的潜在扰动可能仍未完全平息。

文化纸：价格松动但盈利扩张延续，产能投放或渐迎高峰

文化纸价格3月先涨后降，但春节以来价格总体平稳，在木浆价格显著回落的情况下，我们预计近期文化纸企业利润率仍处于扩张区间。但另一方面，产能投放的高峰可能渐行渐近，我们预计2023年双胶纸或迎产能投放大年，全年新增产能有望达到197万吨(2020/2021/2022分别在75/63/105万吨)，而年初至今尚未有新产能投放。在供给增长可能迎来加速的情况下，供需关系的挑战可能变得逐渐严峻。

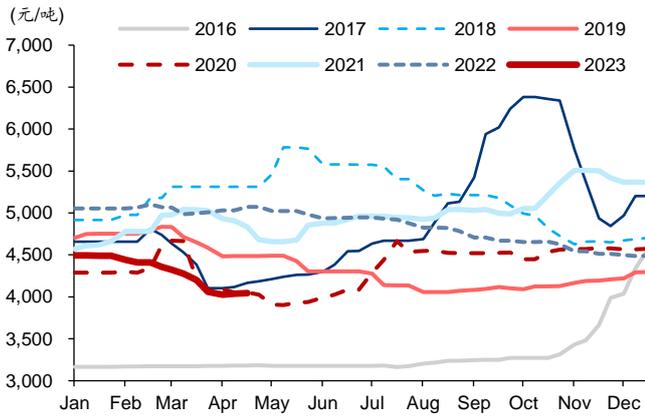
原料纤维：废纸价格低位盘整，木浆供给有望进一步宽松

经历了2月底开始的快速降价后，国内废纸价格3月下旬有所企稳。但由于废纸系造纸企业停机减产范围较大，近期部分区域废纸价格又出现了松动。虽然废纸价格的回落会影响下游二三级厂补库存的积极性，不利于稳定成品纸价格，但长远有利于提升国内造纸企业的相对竞争力，有助于减少进口成品纸的扰动。木浆价格延续快速回落态势，截至4月12日，国内现货阔叶浆/针叶浆年初至今已经分别回落1678元/吨和931元/吨。随着UPM在乌拉圭210万吨浆厂近期获得环保许可并计划5月份开始供货，木浆供给有望进一步宽松。

风险提示：海外经济体降速快于预期，房地产政策严于预期，供给投放强于预期。

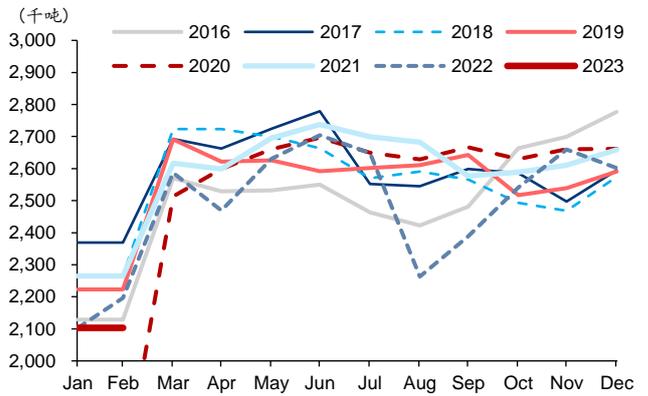
箱板纸

图表1：全国箱板纸平均价格



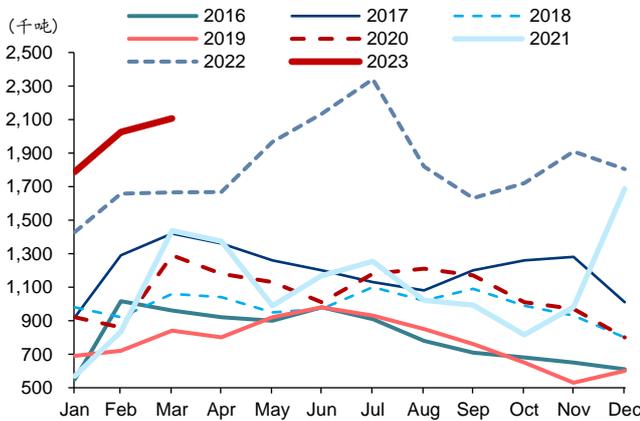
资料来源：Fastmarket RISI, 隆众资讯, 华泰研究

图表2：箱板纸产量



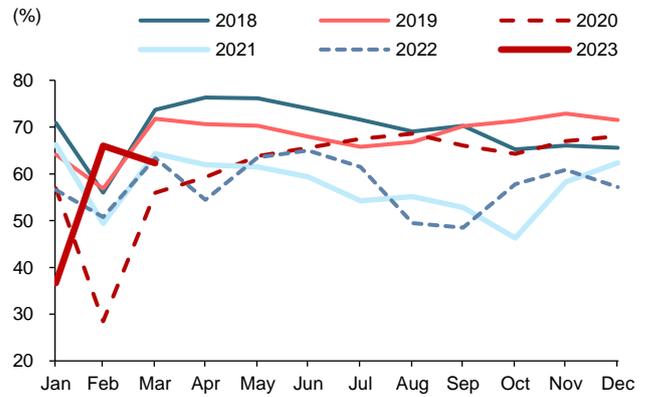
资料来源：Fastmarket RISI, 隆众资讯, 华泰研究

图表3：箱板纸库存



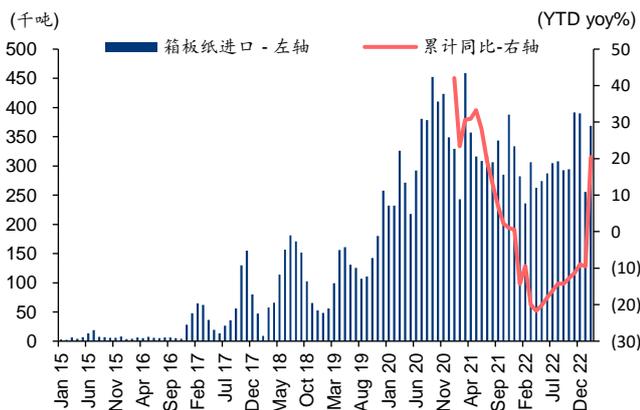
资料来源：Fastmarket RISI, 隆众资讯, 华泰研究

图表4：箱板纸开工率



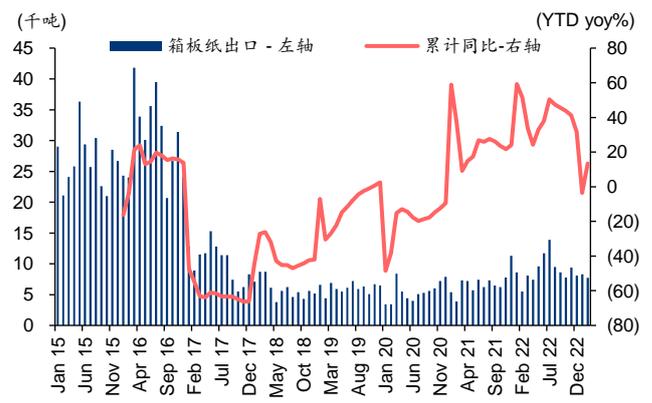
资料来源：Fastmarket RISI, 隆众资讯, 华泰研究

图表5：箱板纸进口量



资料来源：Fastmarket RISI, 隆众资讯, 华泰研究

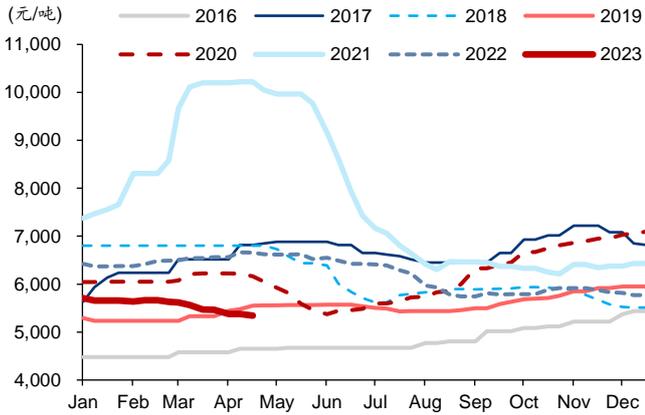
图表6：箱板纸出口量



资料来源：Fastmarket RISI, 隆众资讯, 华泰研究

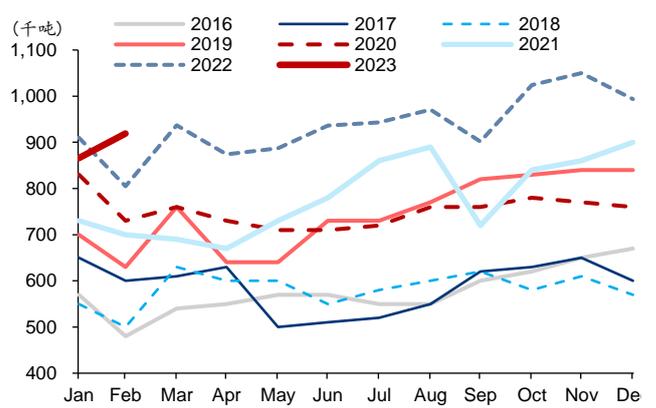
白卡纸

图表7：全国白卡纸平均价格



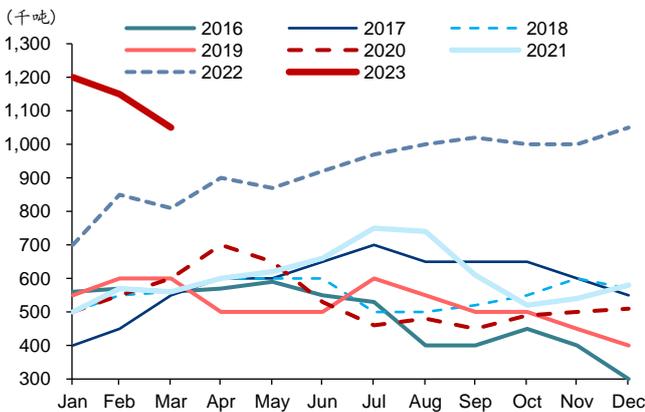
资料来源：Fastmarket RISI，隆众资讯，华泰研究

图表8：白卡纸产量



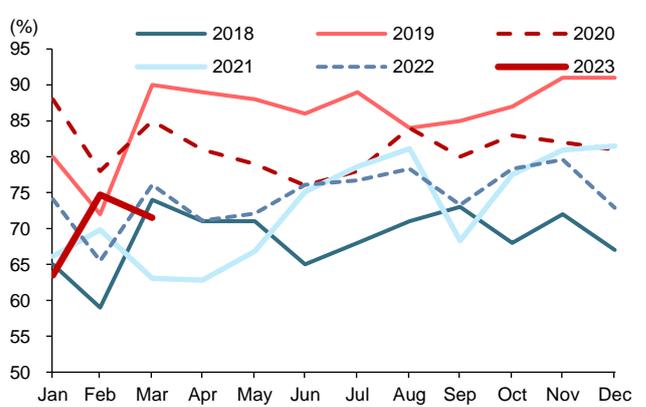
资料来源：Fastmarket RISI，隆众资讯，华泰研究

图表9：白卡纸库存



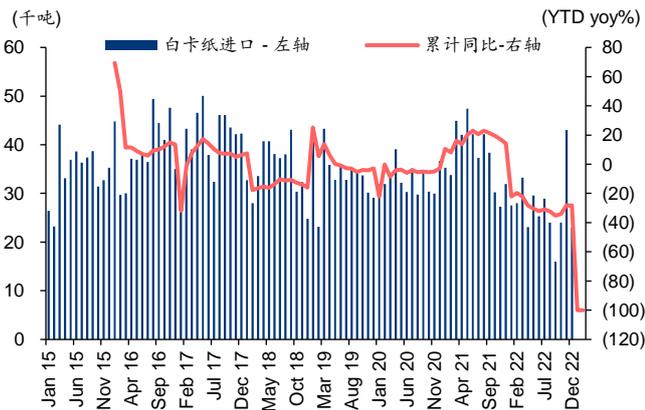
资料来源：Fastmarket RISI，隆众资讯，华泰研究

图表10：白卡纸开工率



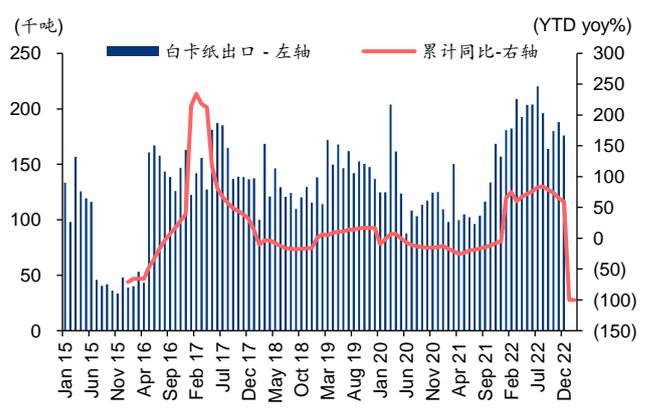
资料来源：Fastmarket RISI，隆众资讯，华泰研究

图表11：白卡纸进口量



资料来源：Fastmarket RISI，隆众资讯，华泰研究

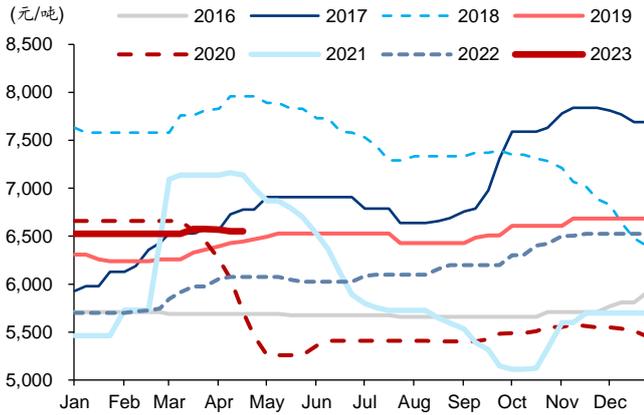
图表12：白卡纸出口量



资料来源：Fastmarket RISI，隆众资讯，华泰研究

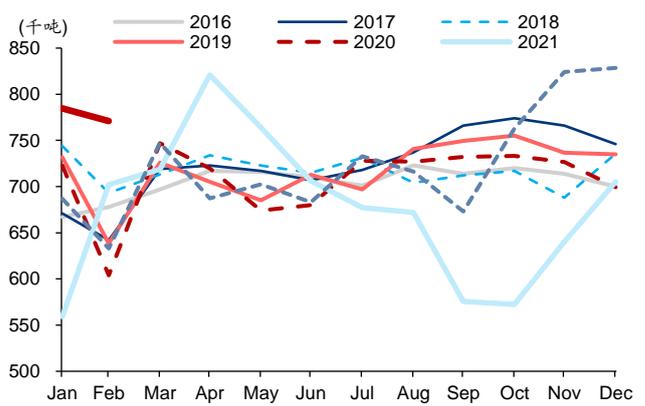
双胶纸

图表13: 全国双胶纸平均价格



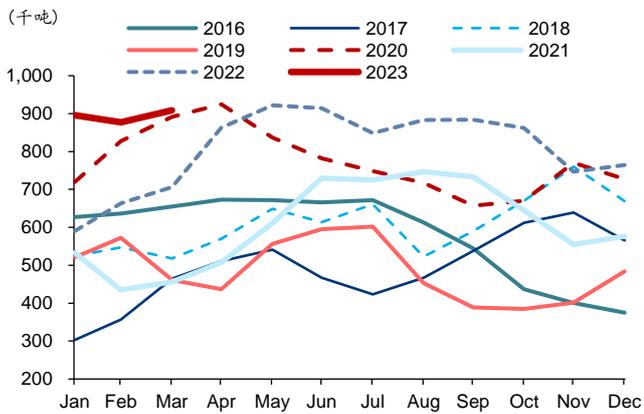
资料来源: Fastmarket RISI, 隆众资讯, 华泰研究

图表14: 双胶纸产量



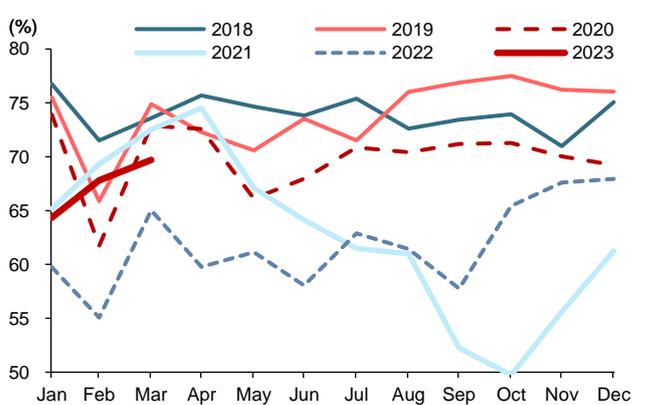
资料来源: Fastmarket RISI, 隆众资讯, 华泰研究

图表15: 双胶纸库存



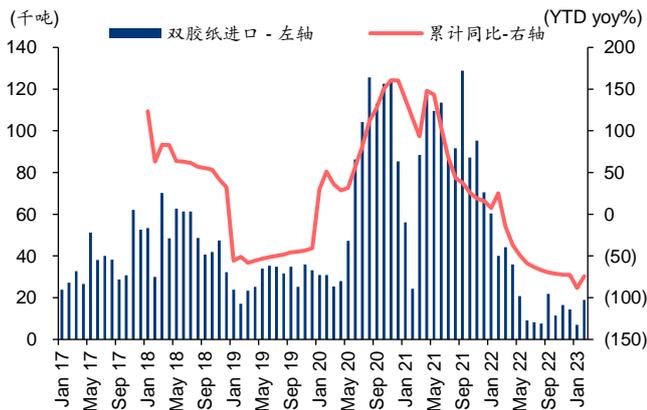
资料来源: Fastmarket RISI, 隆众资讯, 华泰研究

图表16: 双胶纸开工率



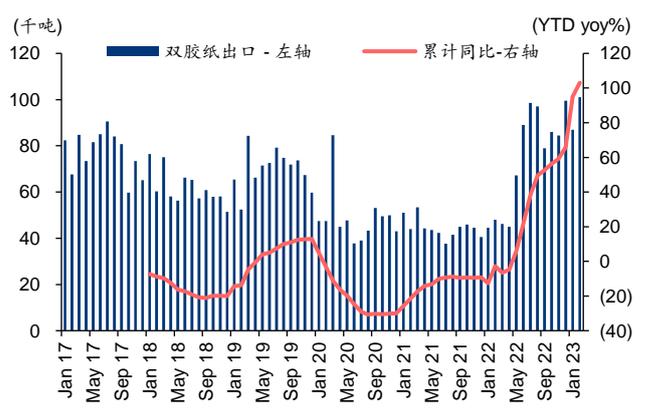
资料来源: Fastmarket RISI, 隆众资讯, 华泰研究

图表17: 双胶纸进口量



资料来源: Fastmarket RISI, 隆众资讯, 华泰研究

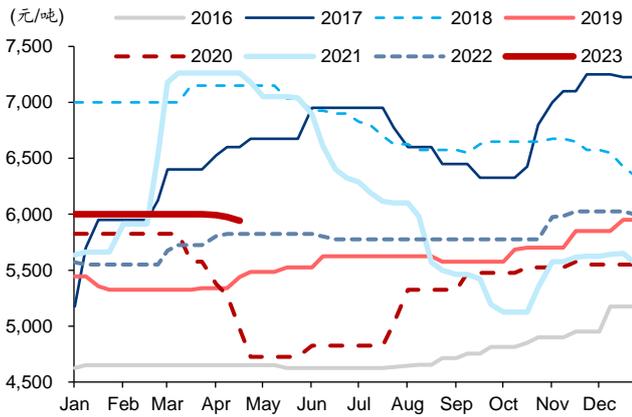
图表18: 双胶纸出口量



资料来源: Fastmarket RISI, 隆众资讯, 华泰研究

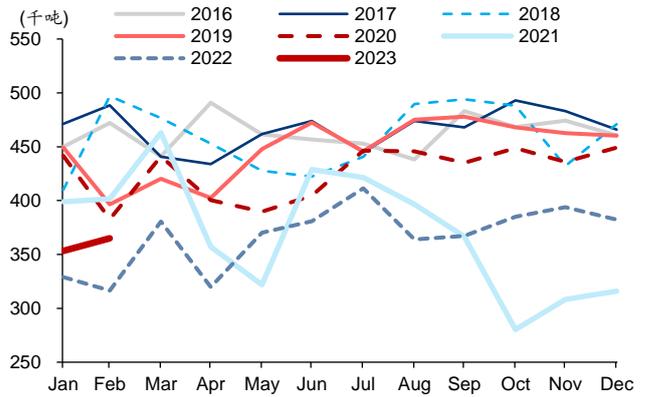
铜版纸

图表19：全国铜版纸平均价格



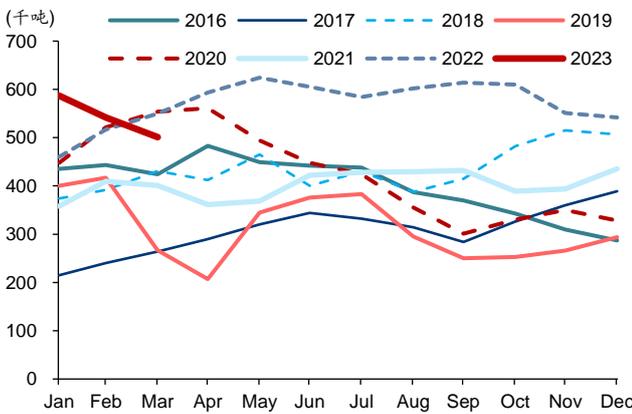
资料来源：Fastmarket RISI，隆众资讯，华泰研究

图表20：铜版纸产量



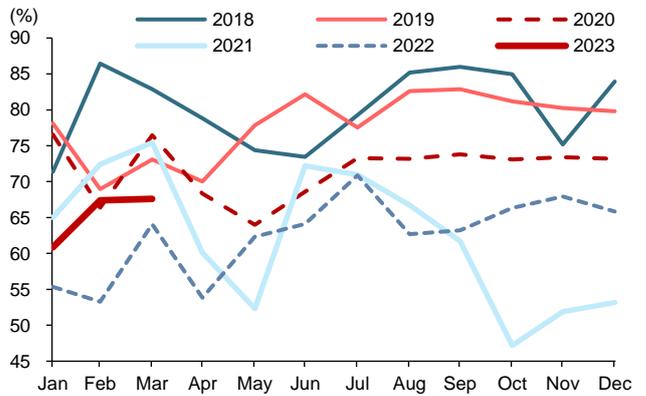
资料来源：Fastmarket RISI，隆众资讯，华泰研究

图表21：铜版纸库存



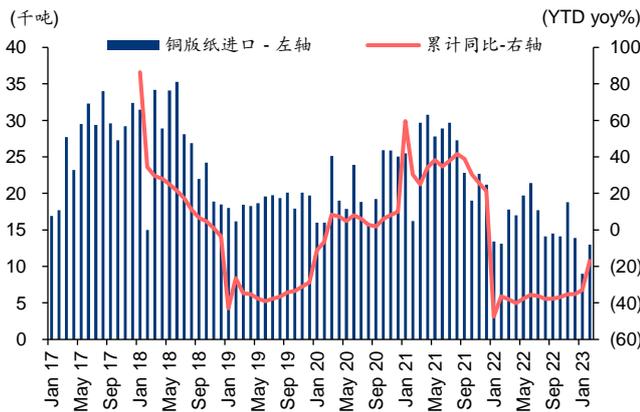
资料来源：Fastmarket RISI，隆众资讯，华泰研究

图表22：铜版纸开工率



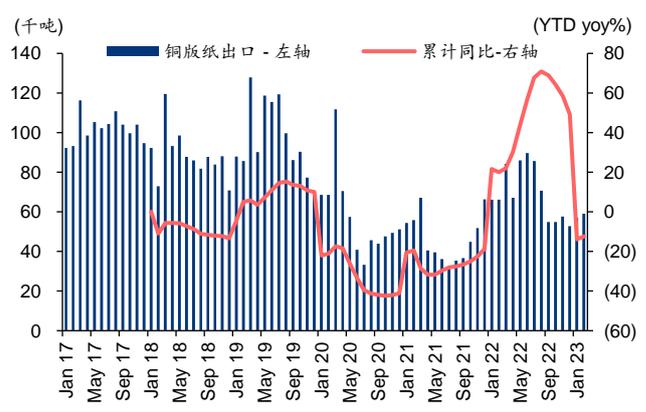
资料来源：Fastmarket RISI，隆众资讯，华泰研究

图表23：铜版纸进口量



资料来源：Fastmarket RISI，隆众资讯，华泰研究

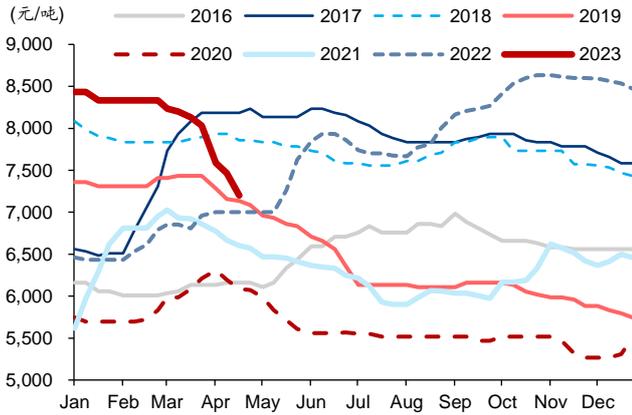
图表24：铜版纸出口量



资料来源：Fastmarket RISI，隆众资讯，华泰研究

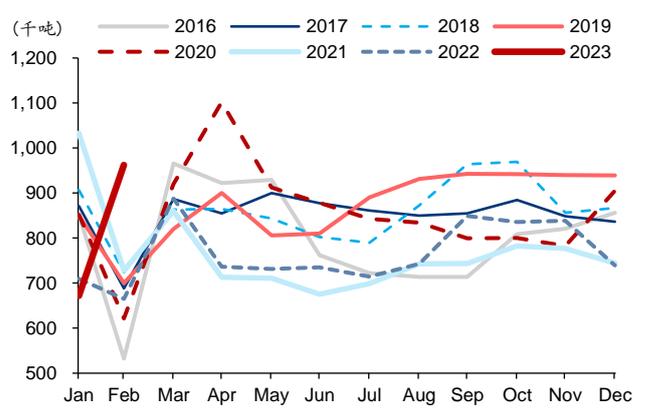
生活用纸

图表25：全国生活用纸平均价格



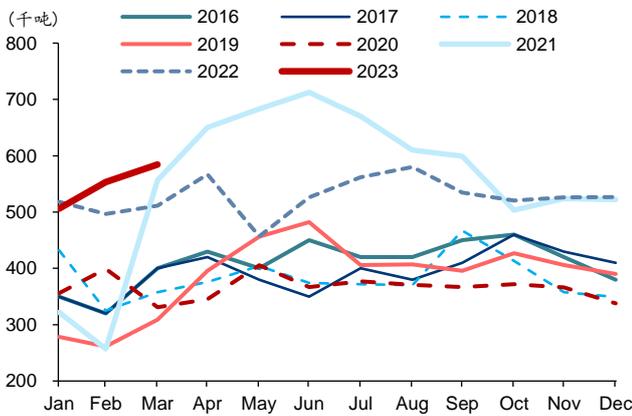
资料来源：Fastmarket RISI，隆众资讯，华泰研究

图表26：生活用纸产量



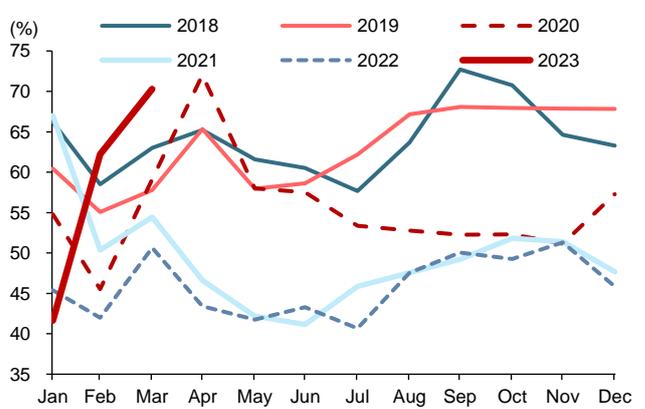
资料来源：Fastmarket RISI，隆众资讯，华泰研究

图表27：生活用纸库存



资料来源：Fastmarket RISI，隆众资讯，华泰研究

图表28：生活用纸开工率



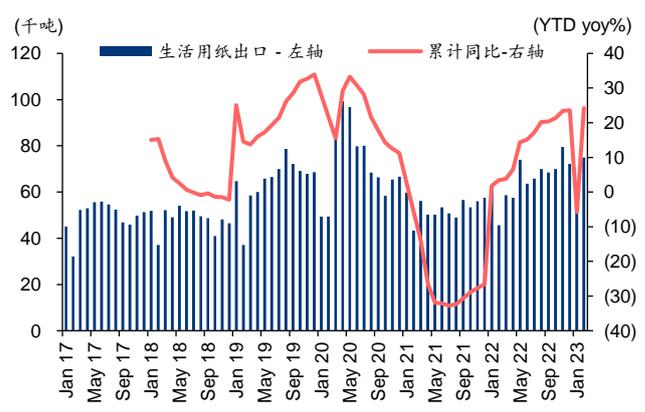
资料来源：Fastmarket RISI，隆众资讯，华泰研究

图表29：生活用纸进口量



资料来源：Fastmarket RISI，隆众资讯，华泰研究

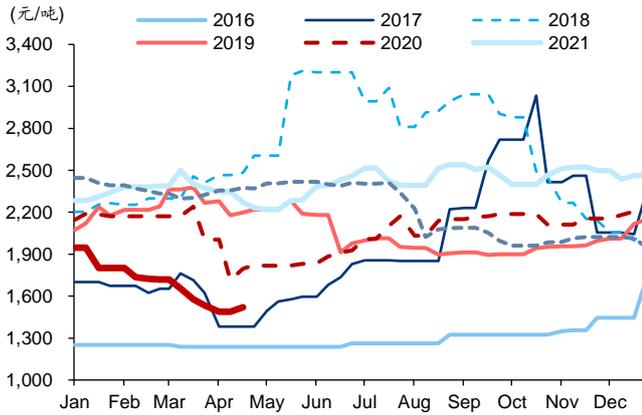
图表30：生活用纸出口量



资料来源：Fastmarket RISI，隆众资讯，华泰研究

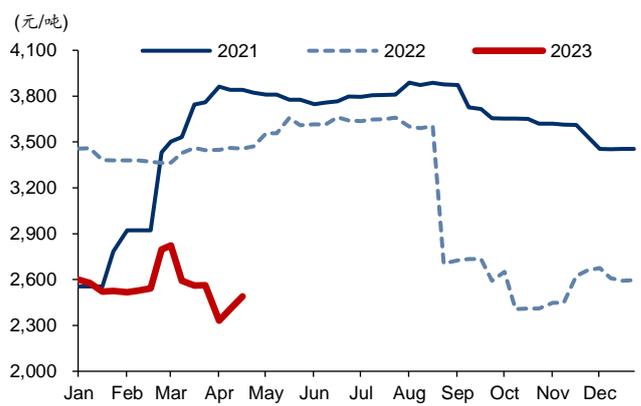
原料纤维

图表31: 国废黄板纸价格



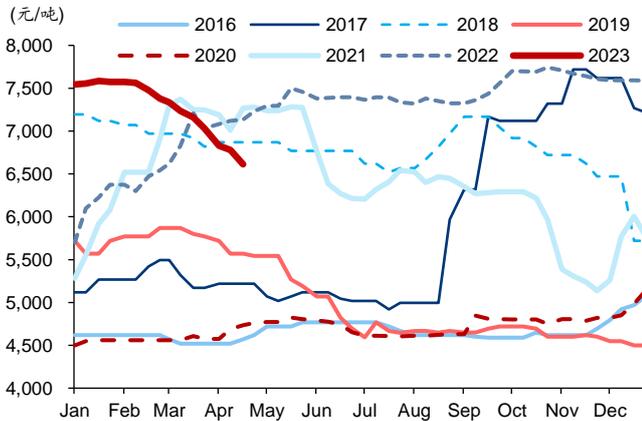
资料来源: Fastmarket RISI, 隆众资讯, 华泰研究

图表32: 废纸浆价格



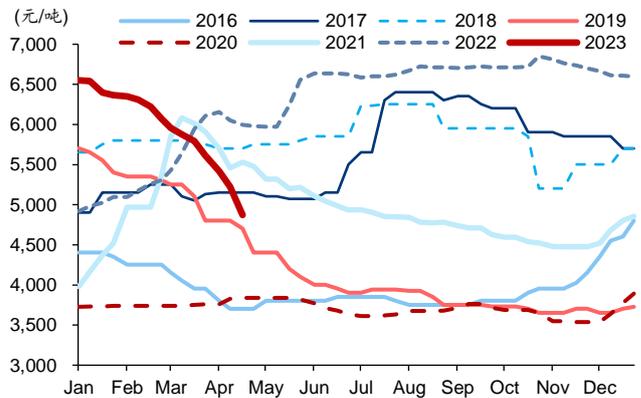
资料来源: Fastmarket RISI, 隆众资讯, 华泰研究

图表33: 漂白针叶浆价格



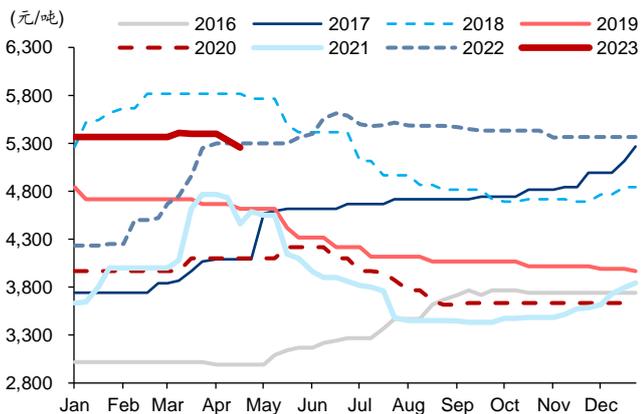
资料来源: Fastmarket RISI, 隆众资讯, 华泰研究

图表34: 漂白阔叶浆价格



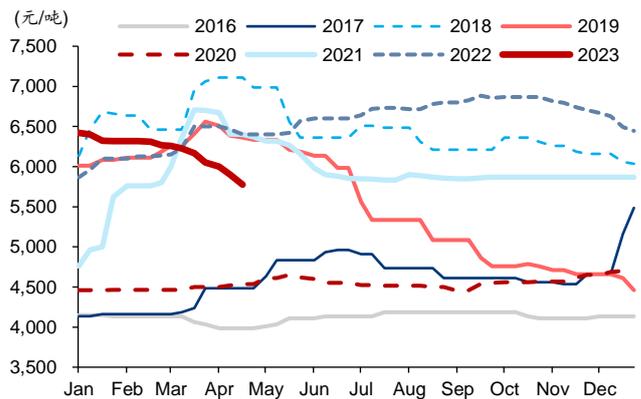
资料来源: Fastmarket RISI, 隆众资讯, 华泰研究

图表35: 化学机械浆价格



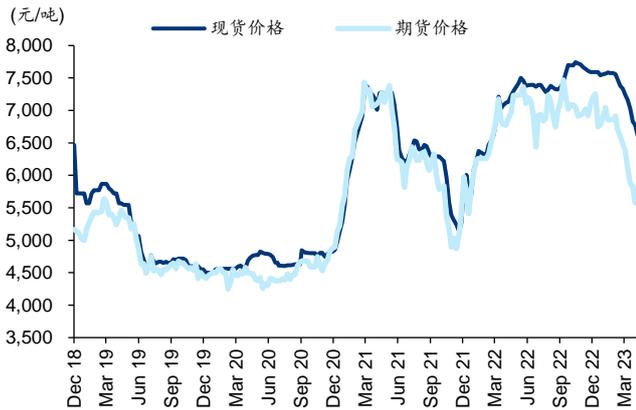
资料来源: Fastmarket RISI, 隆众资讯, 华泰研究

图表36: 本色浆价格



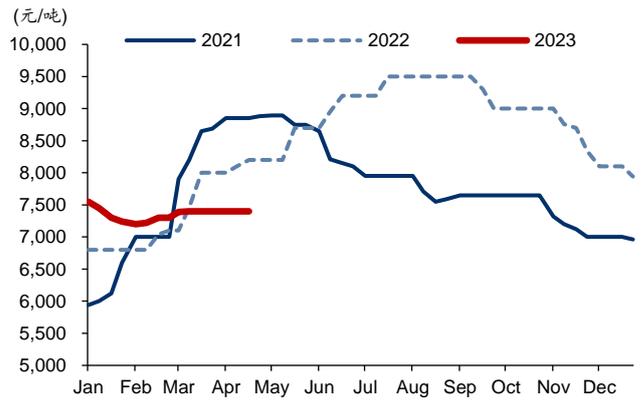
资料来源: Fastmarket RISI, 隆众资讯, 华泰研究

图表37: 纸浆期货价格



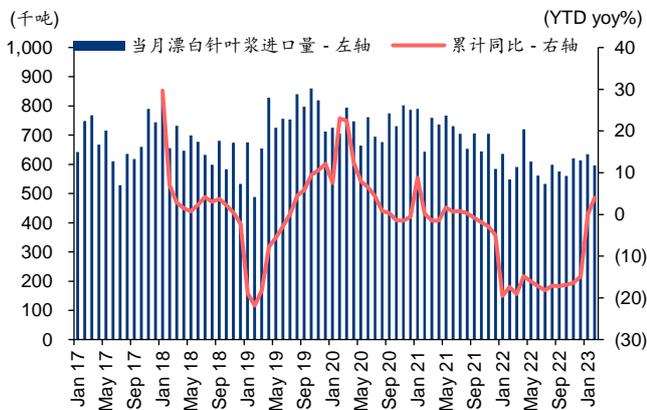
资料来源: Fastmarket RISI, 隆众资讯, 华泰研究

图表38: 溶解浆价格



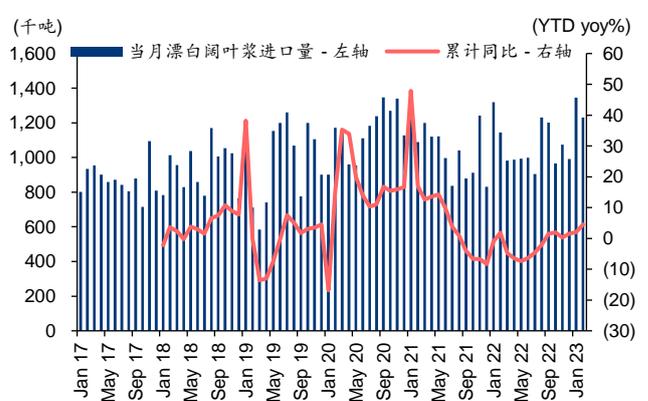
资料来源: Fastmarket RISI, 隆众资讯, 华泰研究

图表39: 漂白阔叶浆进口量



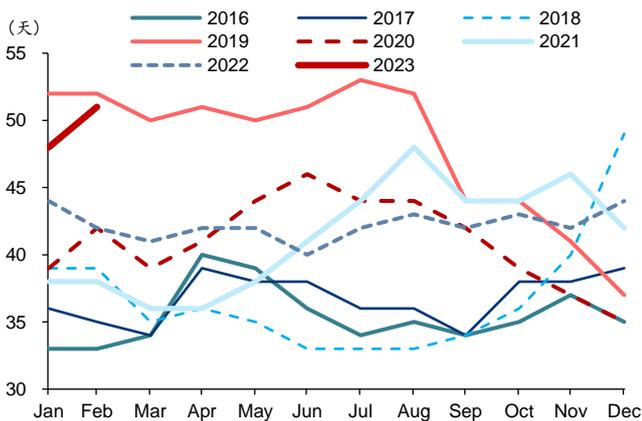
资料来源: Fastmarket RISI, 隆众资讯, 华泰研究

图表40: 漂白针叶浆进口量



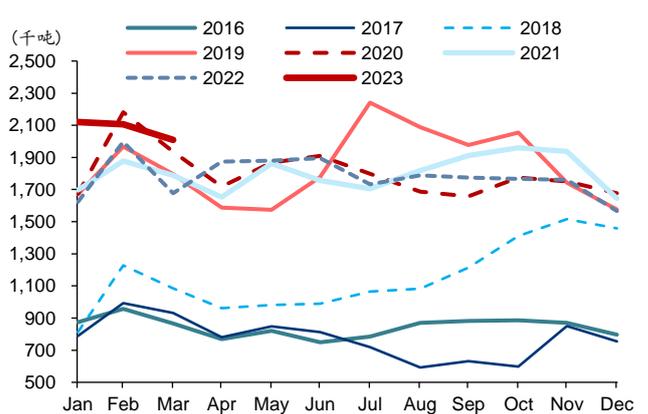
资料来源: Fastmarket RISI, 隆众资讯, 华泰研究

图表41: 全球纸浆成品库存可用天数



资料来源: Fastmarket RISI, 隆众资讯, 华泰研究

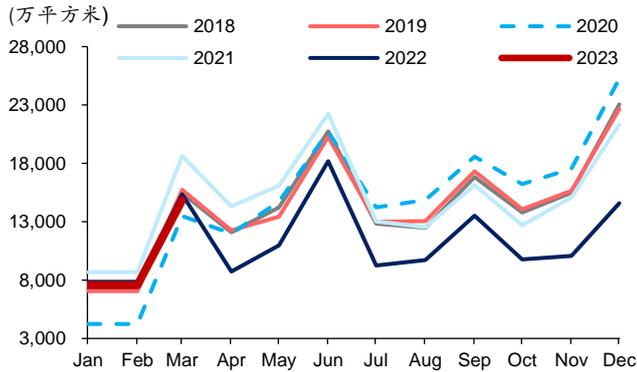
图表42: 中国主港纸浆库存



资料来源: Fastmarket RISI, 隆众资讯, 华泰研究

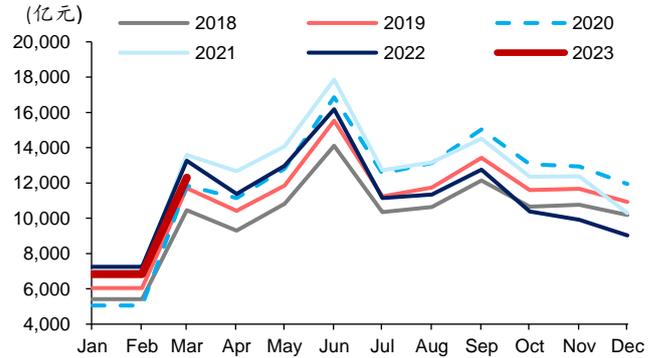
宏观和产业链下游

图表43：全国商品房销售面积



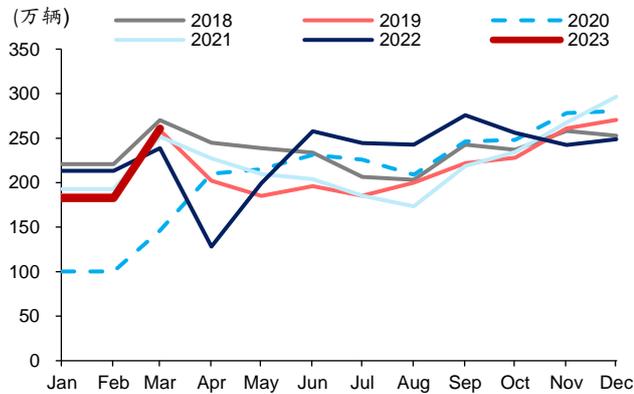
资料来源：统计局，华泰研究

图表44：全国房地产开发投资额



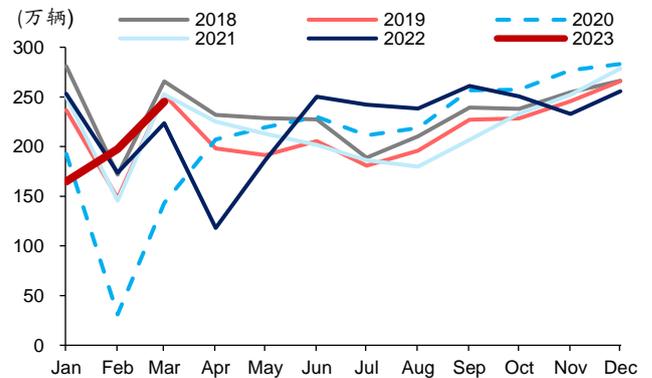
资料来源：统计局，华泰研究

图表45：汽车产量



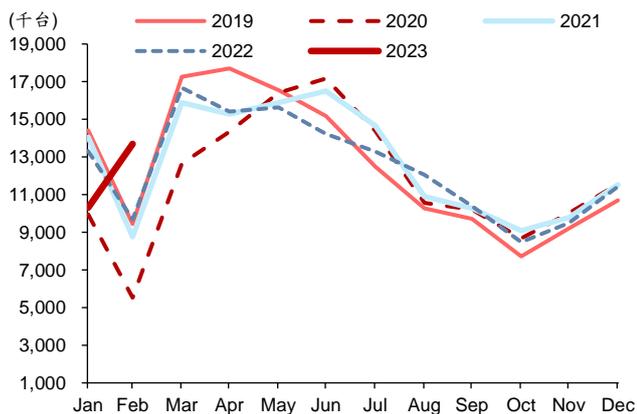
资料来源：统计局，Wind，华泰研究

图表46：汽车销量



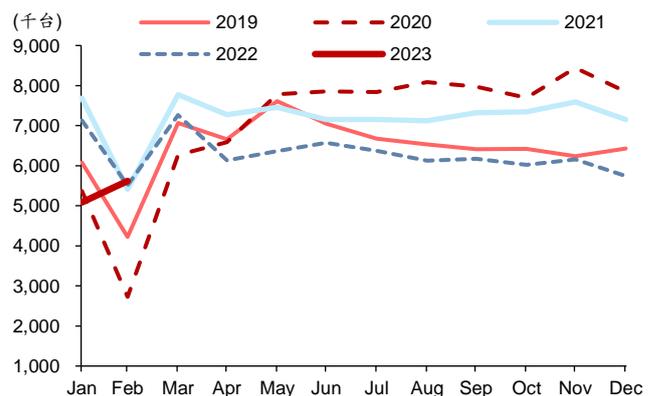
资料来源：乘联会，Wind，华泰研究

图表47：空调销量



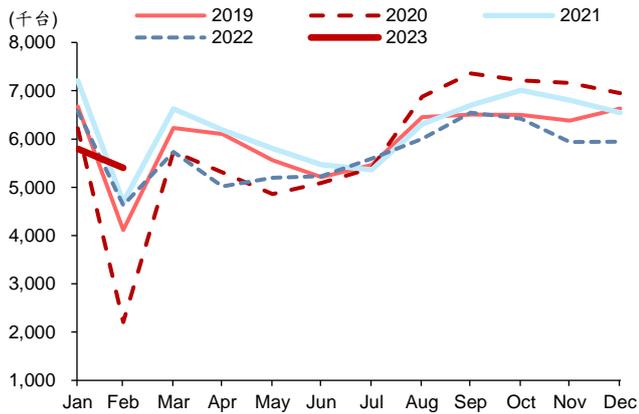
资料来源：产业在线，Wind，华泰研究

图表48：冰箱销量



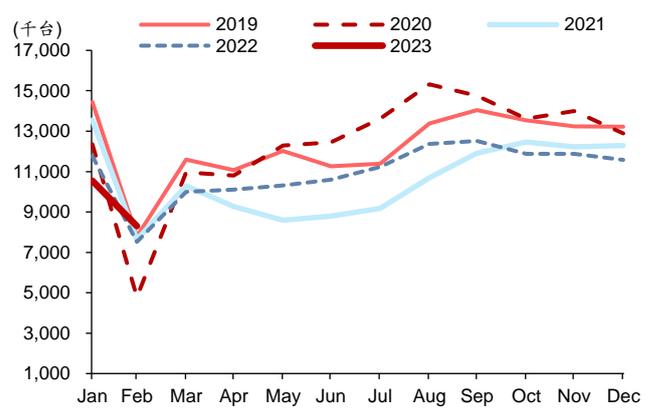
资料来源：统计局，Wind，华泰研究

图表49: 洗衣机销量



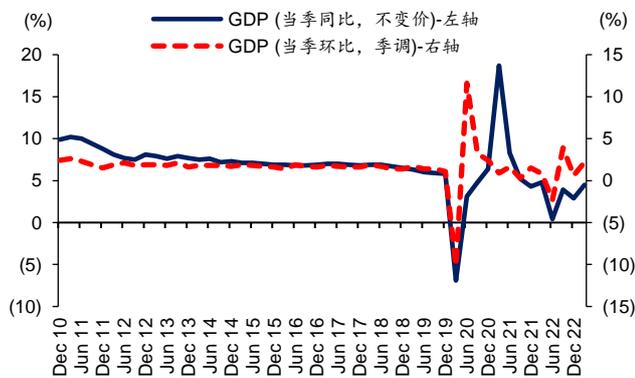
资料来源: 统计局, Wind, 华泰研究

图表50: 彩电销量



资料来源: 统计局, Wind, 华泰研究

图表51: GDP增速



资料来源: 统计局, Wind, 华泰研究

图表52: 城镇居民可支配收入增速



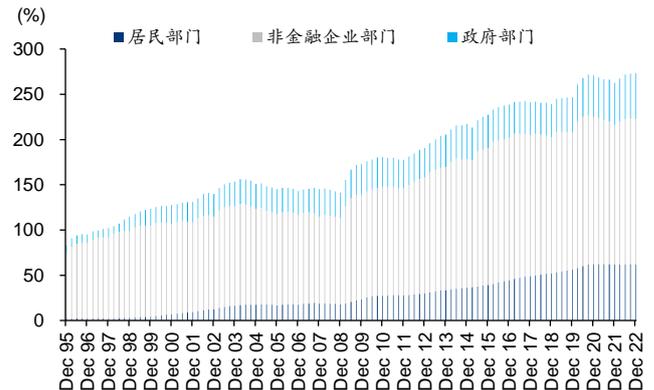
资料来源: 统计局, Wind, 华泰研究

图表53: 中国实体经济部门杠杆率



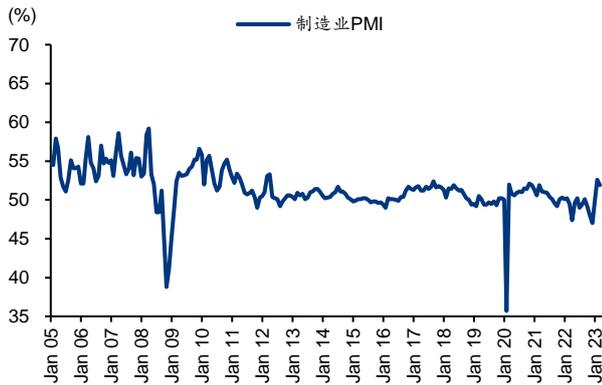
资料来源: 统计局, Wind, 华泰研究

图表54: 分部门杠杆率



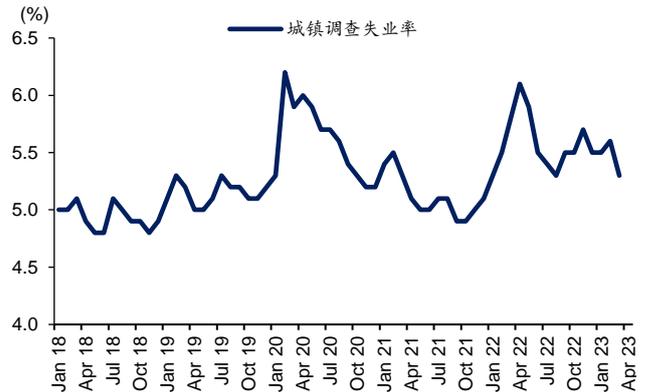
资料来源: 统计局, Wind, 华泰研究

图表55: 中国制造业 PMI



资料来源: 统计局, Wind, 华泰研究

图表56: 中国城镇调查失业率



资料来源: 统计局, Wind, 华泰研究

图表57: CPI



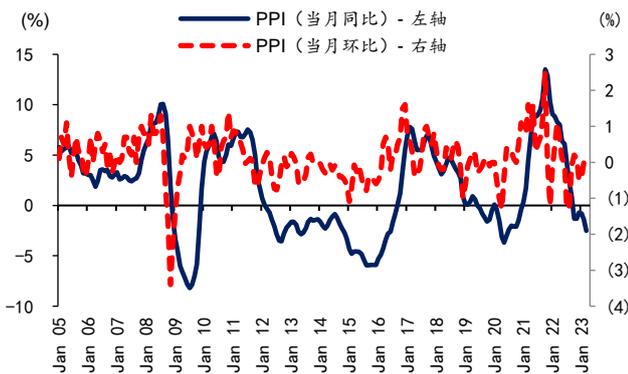
资料来源: 统计局, Wind, 华泰研究

图表58: 核心 CPI



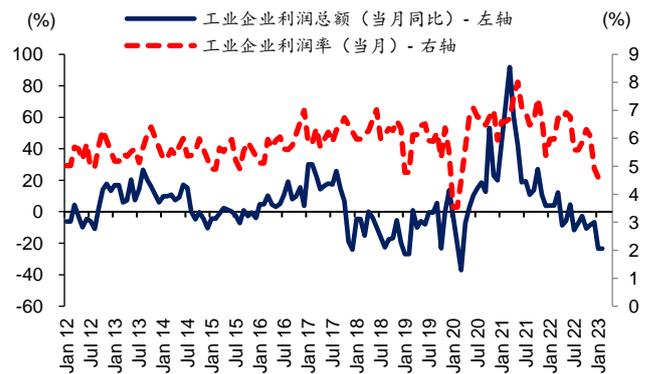
资料来源: 统计局, Wind, 华泰研究

图表59: PPI



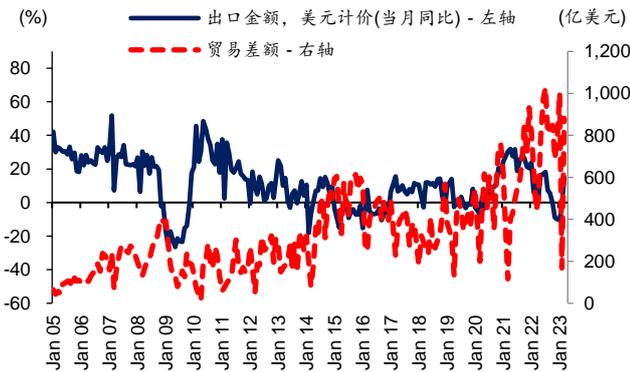
资料来源: 统计局, Wind, 华泰研究

图表60: 工业企业利润



资料来源: 统计局, Wind, 华泰研究

图表61：对外贸易



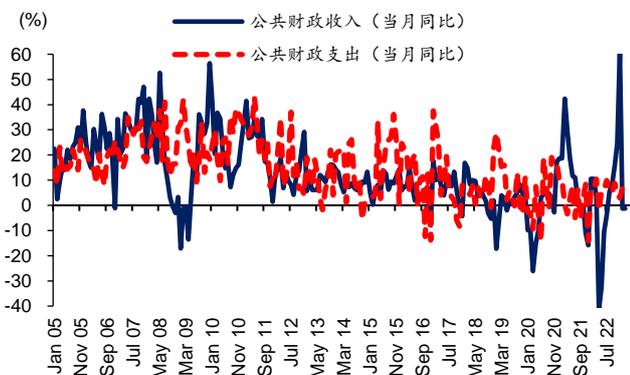
资料来源：统计局，Wind，华泰研究

图表62：社会消费品零售总额



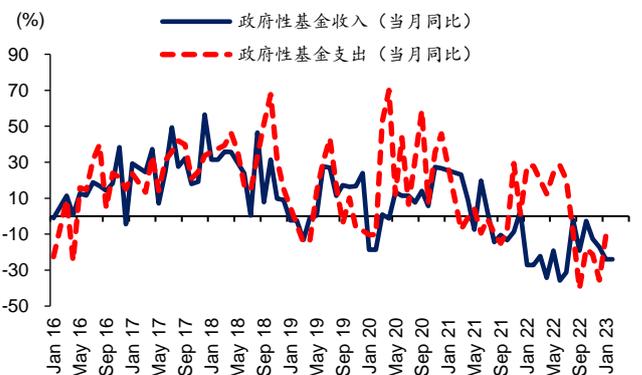
资料来源：统计局，Wind，华泰研究

图表63：公共财政收支



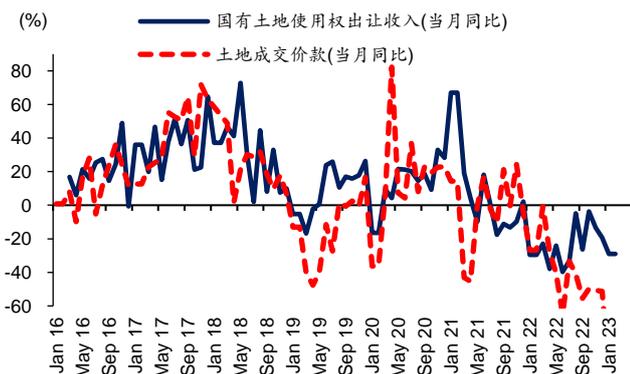
资料来源：统计局，Wind，华泰研究

图表64：政府性基金收支



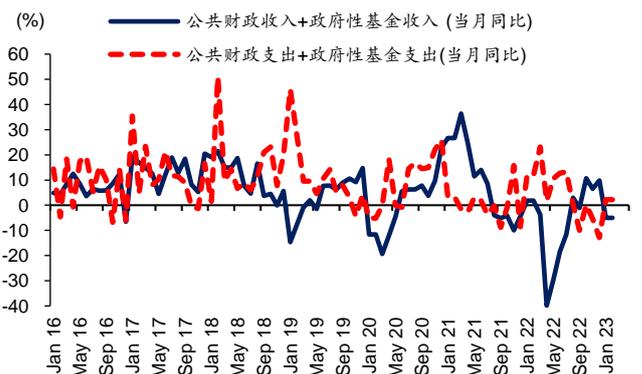
资料来源：统计局，Wind，华泰研究

图表65：国有土地使用权出让收入



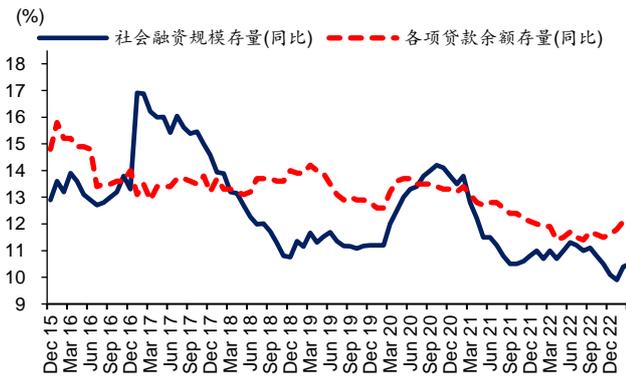
资料来源：统计局，Wind，华泰研究

图表66：政府综合收支



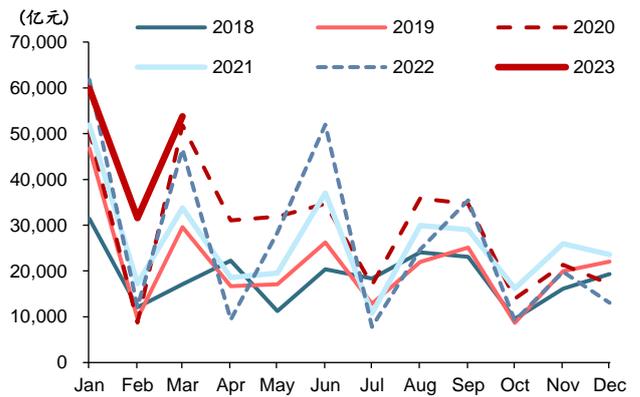
资料来源：统计局，Wind，华泰研究

图表67: 信贷存量



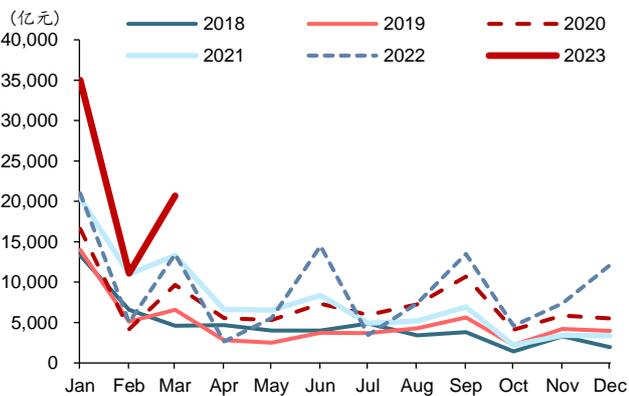
资料来源: 统计局, Wind, 华泰研究

图表68: 当月新增社会融资规模



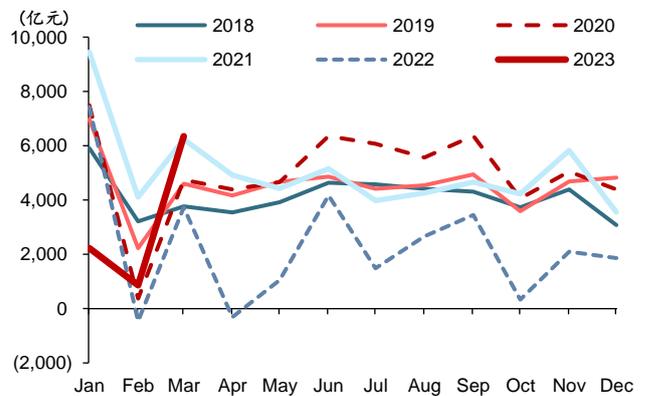
资料来源: 统计局, Wind, 华泰研究

图表69: 当月新增企业中长期贷款



资料来源: 统计局, Wind, 华泰研究

图表70: 当月新增居民中长期贷款



资料来源: 统计局, Wind, 华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，龚劼、王帅，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚劼、王帅本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
中性： 预计行业股票指数基本与基准持平
减持： 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
增持： 预计股价超越基准5%~15%
持有： 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出： 预计股价弱于基准15%以上
暂停评级： 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级： 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司