

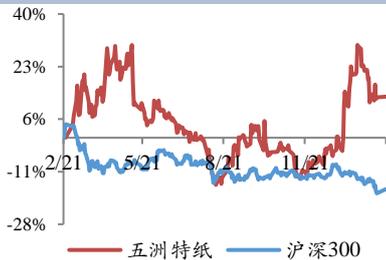
六问六答，当前位置我们坚定看好的原因

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-02-14

收盘价(元)	21.14
近12个月最高/最低(元)	24.83/16.19
总股本(百万股)	400
流通股本(百万股)	82
流通股比例(%)	20.59
总市值(亿元)	87
流通市值(亿元)	18

公司价格与沪深300走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

相关报告

1. 向浆纸一体化、多品类综合性特纸领军企业进发 2022-01-27
2. 华安证券_公司深度_五洲特纸_以纸代塑大时代下的高成长纸基材料领军企业 2021-12-14

主要观点：

● 我们于12月14日发布深度报告《五洲特纸：以纸代塑大时代下的高成长纸基材料领军企业》，对公司核心竞争力、行业特性及成长驱动进行深度拆解，基于交流反馈，我们针对公司热点问题进行梳理解读。

● 一：怎么看公司 ROE 持续领先？

高 ROE 部分来自于高 ROA，基于产品高效生产形态及公司独特的低成本优势。从生产形态来看，公司专注食品包装纸、格拉辛纸等纸种，核心产品市场容量大，单条纸机单个产品产能大，无需在不同纸种间频繁切换。提高生产端效率。从生产成本来讲，公司具备独特的低成本优势，拥有以创始人为核心的专业技改研发团队，通过引进国外二手纸机进行技改，达到降低固定资产投入和生产成本的目的。另外，江西基地全面投产后，规模效应进一步凸显，成本优势增强。

● 二：再论格局，食品包装及特纸行业壁垒怎么看？

具备生产端和客户端双重壁垒。特种纸普遍具备生产适用性以及客户绑定的双重壁垒，其中食品包装纸对安全要求更高。生产端：在强调效率的同时要求灵活性，社会卡大型纸机基于规模效应考虑难以切入；另一方面，接触食品禁止荧光剂残留，为中高端客户不可触碰的红线，食品包装具备专线专用特点。客户端：下游多为食品饮料等品牌客户，集中度高，对供应商质量及稳定性、规模要求高，认证周期久，客户为定制型生产，对售后服务的要求较高；此外，欧美系高端客户还要求更为严苛的 FSC 认证，天然性排除部分企业。远期来看，能评环评指标收紧，扩产门槛稀缺。公司远期湖北 449 万吨浆纸一体化产能指出中长期成长路径。

● 三：食品包装纸空间及成长性如何？

行业层面：食品包装纸是特纸中空间最大、高增长的优质细分赛道。2019 年市场规模达到 205.4 万吨，预计 2025 年市场规模有望达到约 480 万吨。在愈发严格的禁塑背景下进入加速扩容期。除此以外，连锁餐饮、新式茶饮的高速增长，以及以液包为主的国产替代，将给行业逐步释放增量。此外，食品级白卡产能集中在中国和欧洲，受疫情及海外政经局势影响，欧洲产能有所下滑，仅能满足欧洲地区需求。欧洲以外地区如北美、中东、东南亚需求推动国内食品白卡出口。

● 四：怎么看 30 万吨文化纸产能？

公司江西基地 30 万吨文化纸产线旨在充分利用园区热电联产及配套设备，实现规模效应与经济效益的最大化。规模效应角度：新增一条大宗纸产线对于充分利用配套的热电联产设备而言性价比最高，主因单条产线产量大而稳定，相比特纸生产无需过多调试与技改，且下游需求广泛便于产能消化。环保角度：在环保政策趋严下，大型生产基地布局大类纸能更好的实现园区内水循环。以文化纸为例，公司文化纸生产流程可使用格拉辛纸工序中形成的白水，同等情况下单吨水生产更多成品纸，减少清水用水量和污水排放量。

● 五：怎么看木浆对公司盈利影响？

木浆为成本主要组成，基于生产壁垒带来的客户粘性，以及直销销售模式，特种纸具备良好的、及时的上游成本传导能力。除此以外，在预期较大级别成本涨价前，公司基于规模优势以及和浆厂合作积累，通过主动囤浆对冲成本抬升，以 21H1 为例，木浆涨价背景下基于前期囤浆，利润率不降反升。展望后市，阔叶浆厂家已新增/拟新增产能较大，纸价无大幅上涨的内在逻辑。同时公司正加快布局白卡纸用量最大的化机浆产线，节约成本增厚利润。

● **六：如何看待估值水平？**

从相对角度，公司自上市至 21H1，PE-TTM 与仙鹤股份处于同一水平，在 21Q3 盈利短期分化带来估值偏离，而我们判断公司也是自 21Q3 起，将进入利润逐季攀升拐点。从绝对角度，公司当前 PE-TTM 低于自身历史中枢，而利润增速自 21Q3 后进入加速拐点，在 2022 年开始进入高成长期，增速有往明显领衔行业。当前估值安全边际强，具备高成长验证带来的估值修复空间。

● **盈利预测投资建议**

公司生产和销售优势相辅相成，具备强 α 属性，行业在禁塑及新业态高成长背景下景气度高，我们预计公司进入规模逐季攀升阶段，在双碳带来的扩产指标稀缺背景下，公司未来湖北浆纸一体化产能指出清晰远期动力。我们预计公司短中期可见增速明显高于行业，在上市后的新一轮高成长将逐季验证，具备利润高增长及估值修复双重动力。我们预计公司 2021-2023 实现归母净利润 3.91/6.90/8.66 亿元，同比增长 15.5%/76.4%/25.5%；对应 PE 分别为 21.66X、12.28X、9.8X，**在当前位置我们坚定看好，维持“买入”评级。**

● **风险提示**

原材料价格大幅波动、市场竞争加剧、产能投放不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2635	3940	6449	7958
收入同比 (%)	10.9%	49.5%	63.7%	23.4%
归属母公司净利润	339	391	690	866
净利润同比 (%)	69.9%	15.5%	76.4%	25.5%
毛利率 (%)	23.1%	18.7%	20.0%	19.2%
ROE (%)	20.1%	18.8%	24.9%	23.8%
每股收益 (元)	0.93	0.98	1.72	2.17
P/E	26.01	21.66	12.28	9.78
P/B	5.73	4.08	3.06	2.33
EV/EBITDA	20.94	13.82	8.29	6.57

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

一、怎么看公司 ROE 持续领先？	6
二、再论格局，食品包装及特纸行业壁垒怎么看？	10
三、食品包装纸空间及成长性如何？	14
四、怎么看 30 万吨文化纸产能？	18
五、怎么看木浆对公司盈利影响？	19
六、如何看待估值水平？	26
七、盈利预测	27
风险提示：	27
财务报表与盈利预测	28

图表目录

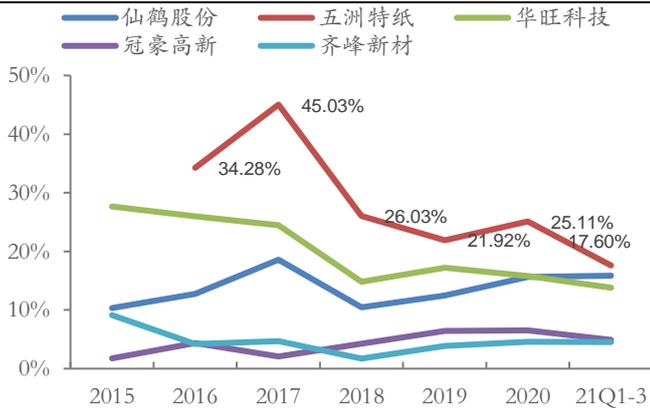
图表 1 各公司 2015 年至今 ROE	6
图表 2 各公司 2015 年至今 ROA	6
图表 3 各公司 2016-2020 年杜邦分拆	6
图表 4 2020 年特种纸公司总员工、生产人员数量及产能对比	7
图表 5 各公司 2015-2020 年人均创收情况 (万元)	8
图表 6 各公司 2015-2020 年人均创利情况 (万元)	8
图表 7 各公司每万元机器设备投入的产量 (吨)	8
图表 8 各公司 2018-2020 年单位制造费用对比 (元/吨)	8
图表 9 各公司 2016 年至今期间费用情况	9
图表 10 各公司 2016 年至今销售费用率	9
图表 11 各公司 2016 年至今管理费用率	9
图表 12 各公司 2016 年至今研发费用率	10
图表 13 各公司 2016 年至今财务费用率	10
图表 14 社会卡、烟卡及食品卡占比	10
图表 15 食品卡与社会卡对比	10
图表 16 造纸厂 FSC 认证流程	11
图表 17 公司三大生产基地均得到 FSC 认证	11
图表 18 排污许可证建立起政府、企业、公众多方参与的一证式监管	12
图表 19 纸企废水、废气排放总量计算	12
图表 20 公司江西基地环境保护投资预算表	13
图表 21 锅炉废气基准烟气量取值表	13
图表 22 2011-2019 年我国食品包装特种纸产量	14
图表 23 2019 年我国特种纸各细分品类产量占比	14
图表 24 我国限塑令具体细则	15
图表 25 其他国家及地区限塑令举例	15
图表 26 食品白卡替代外卖外包装的需求测算	16
图表 27 我国咖啡及咖啡店市场规模 (亿元)	16
图表 28 2016-2023 年中国新式茶饮行业市场规模	16
图表 29 新式茶饮纸杯包装市场测算	17
图表 30 国内无菌包装生产企业市场份额	18
图表 31 2019 年我国人均乳制品消费量仅为 41KG	18
图表 32 江西 110 万吨产能布局	18
图表 33 文化纸生产流程可实现水资源的循环利用	19
图表 34 2020 年纸企主营成本构成	20
图表 35 五洲特纸主营成本构成	20
图表 36 公司与博汇纸业白卡毛利率对比	20
图表 37 公司食品卡均价变动幅度更小 (元/吨)	20
图表 38 木浆价格走势与纸企毛利率走势	21
图表 39 直接材料价格变动对毛利率的敏感性分析	21
图表 40 2017-21H1 各纸企存货中原材料金额 (百万元)	22

图表 41 2018-21H1 各纸企期末原材料库存同比增速	22
图表 42 2017-21H1 国内木浆日度均价走势	22
图表 43 公司食品包装纸与格拉辛纸均价走势	23
图表 44 2018-2020 年公司吨纸价与木浆采购价变动	23
图表 45 全球针叶浆、阔叶浆产能增长率	23
图表 46 中国进口木浆现货市场未来三个月月均价预测	24
图表 47 当前国内主要港口纸浆库存处于高位	24
图表 48 2022 年国内木浆需求量预测	25
图表 49 2022 年国内木浆需求量预测	25
图表 50 公司上市以来 PE-TTM	26
图表 51 公司上市以来市值（亿元）	26
图表 52 可比公司 PE-TTM	26
图表 53 可比公司一致预期 PE 水平	27

一、怎么看公司 ROE 持续领先？

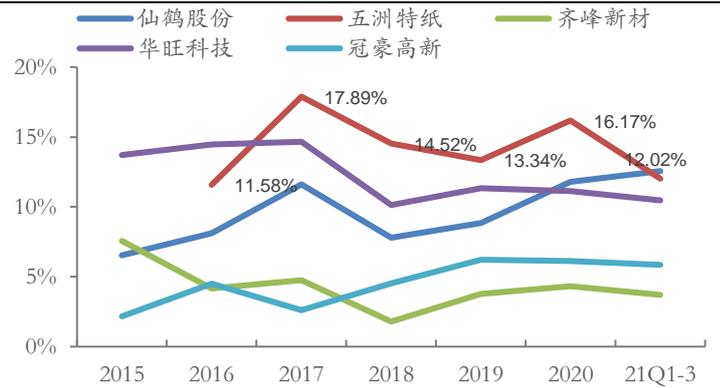
ROE 领跑特种纸行业，过去五年平均 ROE 达 32.47%。公司 ROE 自 2016 年至今连续保持行业第一，且稳定在 20% 以上。2016-2020 年公司平均 ROE 达到 32.47%。2020 年公司 ROE 为 25.11%，其他四家特种纸上市公司 ROE 平均值为 10.63%。公司 ROE 水平显著高于行业平均值。

图表 1 各公司 2015 年至今 ROE



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 各公司 2015 年至今 ROA



资料来源: wind, 华安证券研究所

高效生产形态以及低成本，是公司高 ROA 的关键。

公司 ROA 处于行业高位。2020 年公司 ROA 为 16.17%，其他四家可比公司 ROA 平均值为 8.33%。公司销售净利率整体处于行业中游水平，但资产周转率处于领先水平。公司高 ROA 主要贡献来源于公司较高的资产周转率。

图表 3 各公司 2016-2020 年杜邦分析

	2016	2017	2018	2019	2020
五洲特纸					
ROE	34.3%	45.0%	26.0%	21.9%	25.1%
销售净利率	6.3%	9.2%	7.7%	8.4%	12.9%
总资产周转率	-	1.26	1.24	1.05	0.89
权益乘数	4.78	3.84	2.72	2.47	2.19
仙鹤股份					
ROE	12.7%	18.6%	10.5%	12.5%	15.6%
销售净利率	9.5%	13.1%	7.1%	9.6%	14.8%
总资产周转率	0.62	0.71	0.78	0.70	0.63
权益乘数	2.09	1.98	1.86	1.83	1.67
华旺科技					
ROE	26.0%	24.5%	14.8%	17.2%	15.8%
销售净利率	7.5%	8.6%	6.5%	10.3%	16.1%

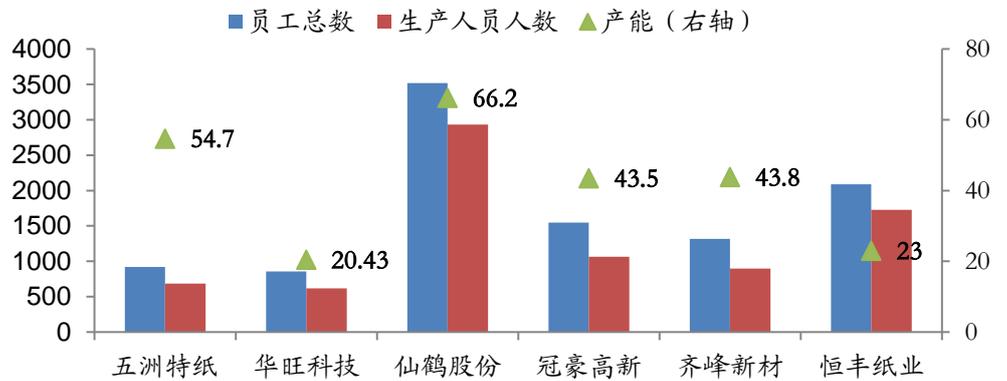
总资产周转率	1.46	1.36	1.19	0.90	0.60
权益乘数	2.35	2.09	1.90	1.85	1.63
冠豪高新					
ROE	4.4%	2.1%	4.2%	6.4%	6.5%
销售净利率	6.0%	2.2%	4.2%	6.4%	7.2%
总资产周转率	0.42	0.51	0.65	0.65	0.62
权益乘数	1.65	1.58	1.51	1.49	1.42
齐峰新材					
ROE	4.2%	4.7%	1.7%	3.9%	4.6%
销售净利率	5.2%	4.5%	1.6%	4.1%	5.8%
总资产周转率	0.65	0.82	0.83	0.74	0.61
权益乘数	1.23	1.27	1.30	1.27	1.31

资料来源: wind, 华安证券研究所

高 ROA 的背后,一方面来自于高效生产形态,另一方面来自于通过技改能力引进二手纸机带来的强降本能力。

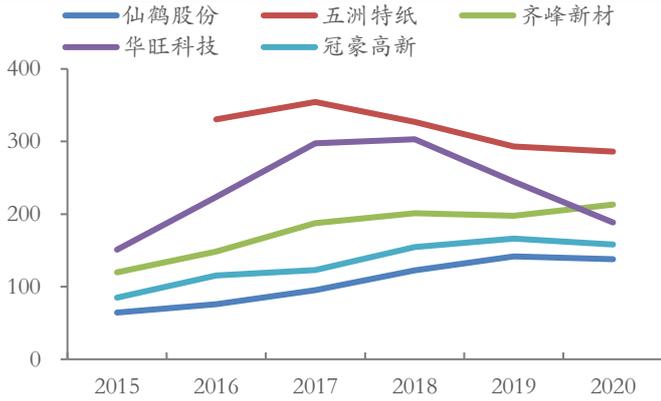
1) 高效生产形态: 特种纸高效生产形态的体现形式,为纸机车速、宽幅等,具体数值体现为单位产值、人均创收创利等,同行上市公司均为各细分品类领军企业,我们认为生产形态差异主要区别来自于经营策略,取决于侧重的品类及其市场空间。公司专注于食品包装纸、格拉辛纸和描图纸,食品包装纸规模国内居前,格拉辛纸及描图纸规模属于全国最大,形成了“固定纸机生产特定产品的模式”,一方面避免纸机频繁改动或切换导致的产能浪费、能耗增加,另一方面保证产品质量稳定,在保证小类切换的灵活性同时,实现规模效应。

图表 4 2020 年特种纸公司总员工、生产人员数量及产能对比



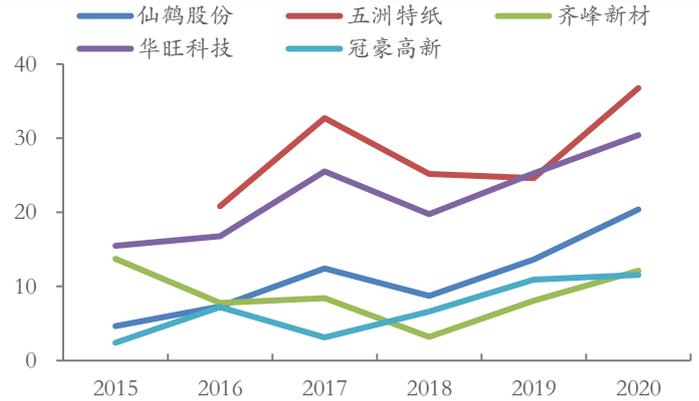
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 5 各公司 2015-2020 年人均创收情况 (万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 各公司 2015-2020 年人均创利情况 (万元)

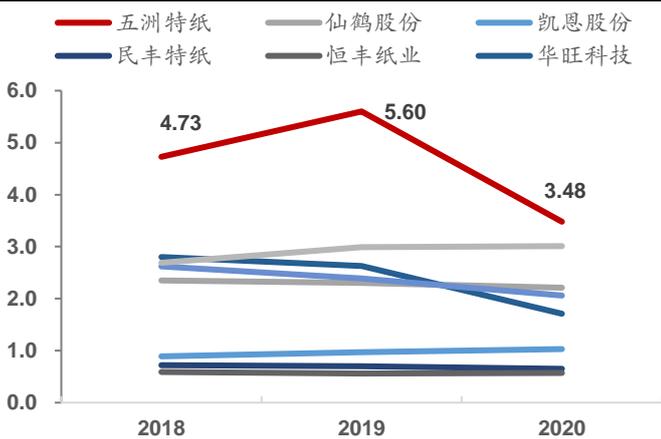


资料来源: wind, 华安证券研究所

2) 引进二手纸机技改, 具备低成本优势。近年来公司处于扩产阶段, 资产周转率略有下降, 在产能爬坡后有望转折回升, 在行业内具备明显优势。能够实现这一目标的核心在于公司拥有一支以创始人为核心, 稳定的涵盖机械、设备、自动化、电气仪表、软件开发、产品研发等各个方面的专业团队。通过对引进二手纸机进行技改, 达到降低固定资产投入和生产成本的目的, 实现高于行业的降成本能力。此外, 公司江西基地 110 万吨产能全面投产后, 规模效应凸显, 成本优势显著。

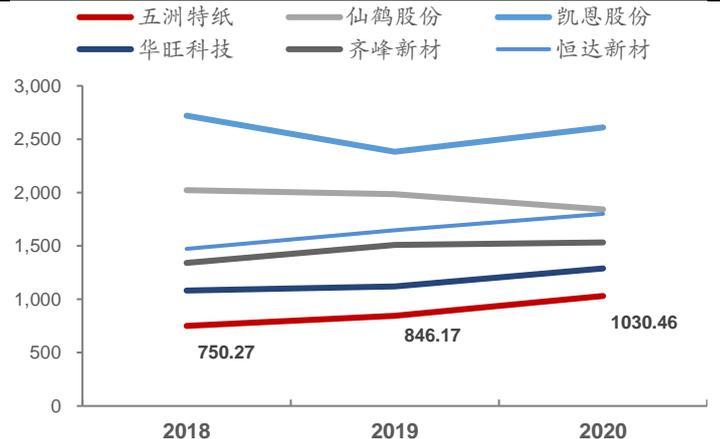
以 6 家上市特种纸公司为例, 计算 2018-2020 年各公司机器设备原值与产量匹配性, 可知五洲特纸 2018-2020 年每万元机器设备投入的产量分别为 4.73/5.60/3.48 吨, 远超行业平均的 1.81/1.79/1.61 吨。与此同时, 公司 2018-2020 年的单位制造费用分别为 750.27/846.17/1030.46 元/吨, 远低于平均的 1727.43/1728.12/1814.68 元/吨。公司单位产出与制造费用均保持行业领先, 在生产成本与效率上优势显著。

图表 7 各公司每万元机器设备投入的产量 (吨)



资料来源: 公司公告, 恒达新材招股说明书, 华安证券研究所

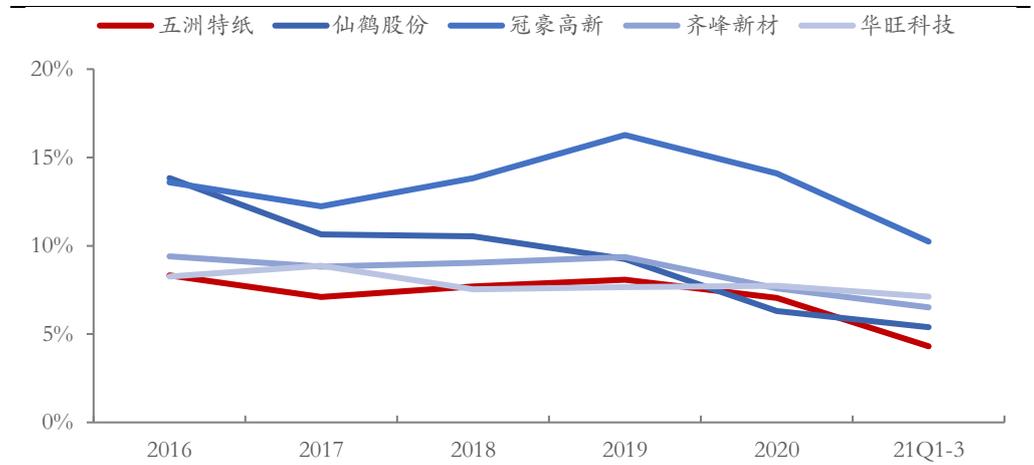
图表 8 各公司 2018-2020 年单位制造费用对比 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 恒达新材招股说明书, 华安证券研究所

公司费用管控优秀，期间费用率维持较低水平。公司费用管控良好，期间费用率一直维持行业较低水平，期间费用率整体保持在 7%-8% 水平。

图表 9 各公司 2016 年至今期间费用情况



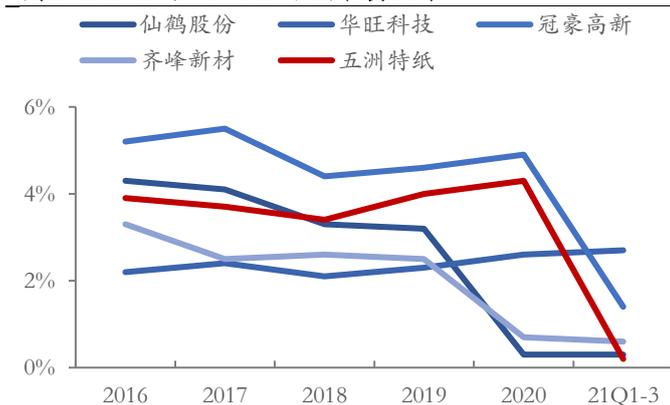
资料来源: wind, 华安证券研究所

具体来看:

1) 销售费用: 由于公司下游客户集中度较高且相对稳定, 销售模式以直销为主导, 且配备的销售人员较少, 故公司销售费用率低于行业平均水平。2020 年销售费用率下降主要因为会计调整将运费移至成本;

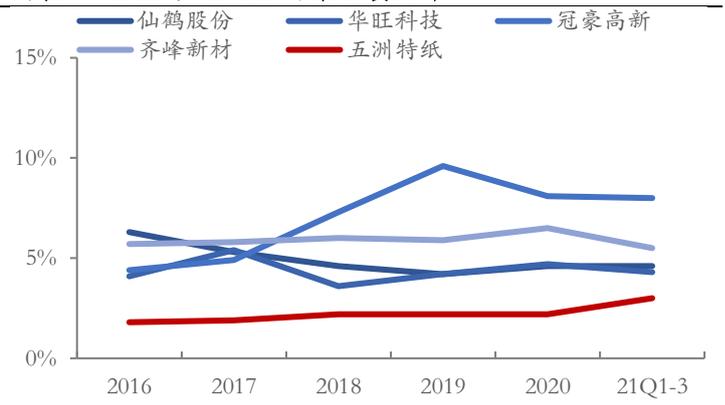
2) 管理费用: 为提高管理效率, 公司实行集团化的协同管理模式, 即母子公司的财务、行政等事项均由总部统一管理, 内部工作的高协同度降低了公司的管理费用; 此外, 公司办公场所较为集中, 办公楼账面价值较低, 折旧费用相应偏低, 导致公司管理费用率低于同行业可比上市公司平均水平;

图表 10 各公司 2016 年至今销售费用率



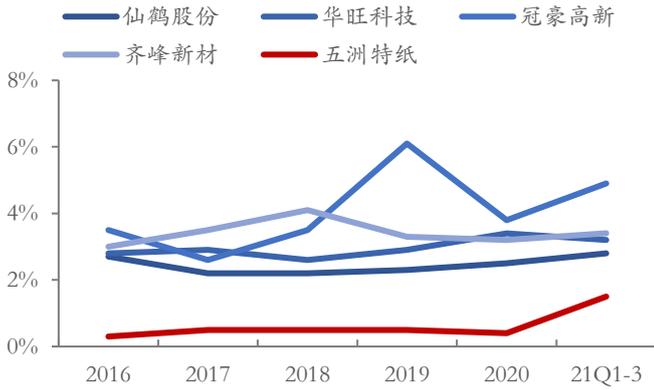
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 各公司 2016 年至今管理费用率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 各公司 2016 至今研发费用率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 各公司 2016 至今财务费用率

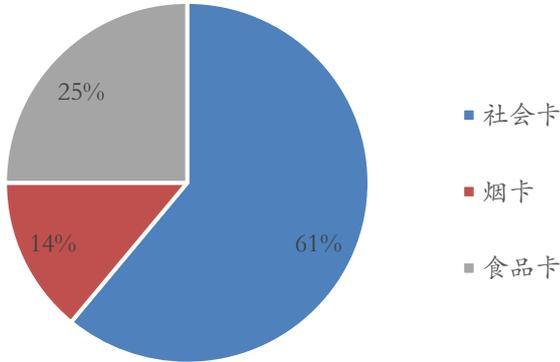


资料来源: wind, 华安证券研究所

二、再论格局，食品包装及特纸行业壁垒怎么看？

食品卡和社会卡，在生产形态以及销售模式上有明显区别。白卡纸按用途分类可分为社会卡、烟卡和食品卡。社会卡占比约 61%，主要用于酒类、药品、消费电子、化妆品包装；食品卡占比约 25%，应用于各种食品级包装，以及对人体安全及卫生要求较高的产品包装上；烟卡占比 14%，主要用于国内卷烟包装。

图表 14 社会卡、烟卡及食品卡占比



资料来源: 中国产业信息网, 华安证券研究所

图表 15 食品卡与社会卡对比

	食品卡	社会卡
客户	通过大贸易商经销	直接面对客户，直销
产品质量	出于食品安全考虑，要求严格，不允许添加荧光增白剂	要求白度比较高，往往会添加荧光增白剂等其他添加剂
生产模式	定制化满足客户需求，多规格多种类，需要科学排抄	一般使用大型高速造纸机进行大批量生产，定制化程度低
价格	看重质量与安全性，客户粘性高，对价格不敏感	竞争以成本和价格为主

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

生产端：食品级白卡定制化特性对生产要求高，对设备灵活性要求高。食品卡需要根据客户的不同需求提供不同规格型号的产品，要求企业科学排抄，纸机多为小型纸机，单条产线在 50 万吨以下；而社会卡产品定制化程度低，一般为规模化的大批量生产，纸机为高速大型纸机，一般单条产线在 50-100 万吨，超大型纸机甚至年产能超 100 万吨。社会卡若转产食品卡存在以下两方面问题：

(1) 若社会卡纸机仅转产食品卡，存在产能利用率低的问题。食品卡的多规格多种类要求企业科学排抄，生产社会卡的大型纸机难以做到多规格产品间的迅速切换，若切换频率较高则无法完全释放产能，导致产能利用率不足；

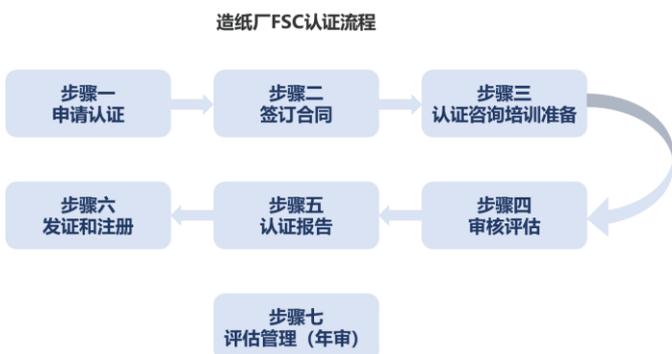
(2) 若同一纸机混产食品卡与社会卡，存在荧光剂等添加剂引发的食品安全

问题。社会卡在生产过程中往往会添加荧光增白剂，荧光剂难以完全从管道及设备中清除。根据我国《食品安全国家标准——食品接触用纸和纸板材料及制品》(GB 4806.8-2016)，与食品直接接触的纸及纸板材料及制品中的荧光性物质检测应符合阴性指标，即禁止荧光剂残留。若同一纸机混产社会卡与食品卡，则容易引发食品安全问题，所生产的食品卡也难以被下游客户接受。

客户端：食品卡直销，认证周期久，客户要求严苛。不同于大宗纸通过贸易商经销方式，食品卡销售模式以点对点的直销为主。食品卡下游客户因其自身品牌的重视和对食品包装安全的考虑，对供应商的生产能力、技术水平、资金实力、生产工艺、卫生条件、产品品质、人员素质及管理能力的要求都很高，考核周期长，一旦双方达成合作则倾向于建立长期稳定的合作关系。并且客户多为定制型生产，对纸厂的售后服务提出更高的要求。根据公司公开交流平台信息，通常新的（食品卡）市场进入者，一般要先从中低端客户做起，再逐渐服务中端客户，等自身产品被市场充分认可后才可承接中高端及高端客户，时间跨度较长。

FSC 认证是欧美系高端客户的准入门槛。除禁止荧光剂添加等基本要求外，高端客户（欧美系连锁餐饮大客户）还要求通过 FSC 认证。FSC 认证是由森林管理委员会颁发的认证，即证明木质产品的原材料是合法来源，从根源上抵制非法木材买卖。认证涉及原木到最终产品的全部流程，审核严苛且流程较长（2 年以上），且 FSC 认证证书有效期仅为 5 年，同时必须每年进行年度审核。当前欧盟等地区都对进口木材及其制品提出了 FSC 要求。

图表 16 造纸厂 FSC 认证流程



资料来源：FSC 官网，华安证券研究所

图表 17 公司三大生产基地均得到 FSC 认证

序号	名称	证书编号	授予公司	颁发单位	颁发日期	有效期至
1	环境管理体系认证证书	00219E33372R2M	五洲特纸	方圆标志认证集团有限公司	2019年11月11日	2022年10月30日
2	质量管理体系认证证书	00219Q26181R2M	五洲特纸	方圆标志认证集团有限公司	2019年11月11日	2022年10月30日
3	FSC 认证	BV-COC-116501 BV-CW-116501	五洲特纸	Bureau Veritas	2018年6月30日	2023年6月30日
4	环境管理体系认证证书	00218E34230R0M	浙江五星	方圆标志认证集团有限公司	2018年12月25日	2021年12月24日
5	质量管理体系认证证书	00218Q28432R0M	浙江五星	方圆标志认证集团有限公司	2018年12月25日	2021年12月24日
6	GMP 认证	GMP CODEX-00018486	浙江五星	劳氏质量认证(上海)有限公司	2021年2月1日	2022年2月9日
7	BRC 认证	00018485	浙江五星	劳氏质量认证(上海)有限公司	2021年2月1日	2022年2月9日
8	FSC 认证	BV-COC-970481	浙江五星	Bureau Veritas	2017年10月23日	2022年10月22日
9	DIN 认证	9L0020 dated 2020-06-15	浙江五星	TUV Rheinland(Shanghai)	2020年6月15日	2026年6月30日
10	FSC 认证	BV-COC-149334	江西五星	Bureau Veritas	2019年6月20日	2024年6月19日

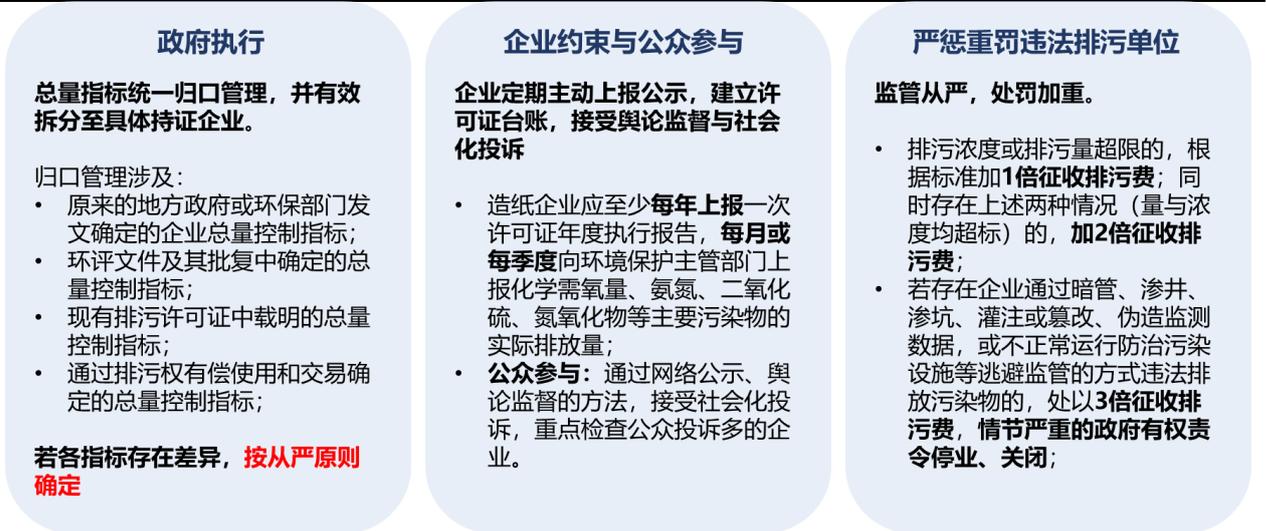
资料来源：公司公告，华安证券研究所

远期：环评能评指标收紧，行业准入门槛持续抬升

造纸是重污染与高能耗的产业，自 2016 年供给侧改革以来，出清低效产能，加强环保治理与能耗控制的力度不断加码。2016 年 12 月 28 日环境保护部出台《关于开展火电、造纸行业和京津冀试点城市高架源排污许可证管理工作的通知》，要求在 2017 年 6 月 30 日之前，完成火电、造纸行业企业排污许可证申请与核发工作，依证开展环境监管执法。其中造纸行业排污许可证发放范围为所有制浆企业、造纸企业、浆纸联合企业，以及列入 2015 年环境统计口径范围内的纸制品企业（其他应当纳入排污许可管理的纸制品企业排污许可证核发工作最迟于 2020 年前

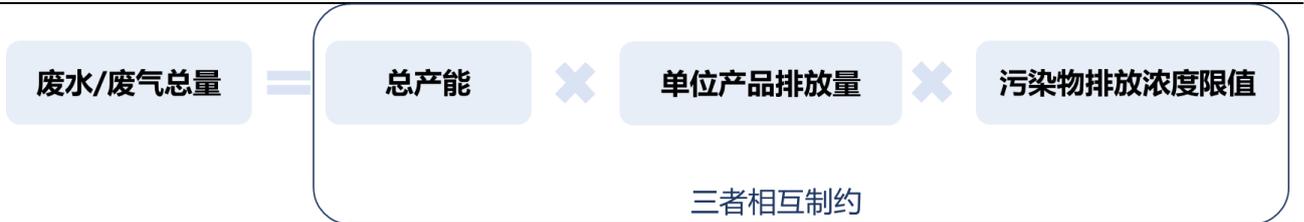
完成)。排污许可证出台后改变了原先由行业总量控制，各地省市分别监督的多层次监管，直接实行“一证式”监管，从政府执行、企业约束和社会公众参与多方面施行。严厉杜绝偷排、违规排放现象，企业严格执行排污标准成为唯一选择。

图表 18 排污许可证建立起政府、企业、公众多方参与的一证式监管



资料来源：《关于开展火电、造纸行业和京津冀试点城市高架源排污许可证管理工作的通知》，华安证券研究所

图表 19 纸企废水、废气排放总量计算



资料来源：《造纸行业排污许可证申请与核发技术规范》，华安证券研究所

在废水、废气排放限额一定的情况下，纸企产能、单位产品排放量、污染物排放浓度相互制约，企业扩产则必须加大投入环保设备从而降低单位产品排放量与排放浓度。先进环保设备投资所需资金成本较高，以五洲特纸江西生产基地为例，根据环评报告，公司江西基地环保设备投资约 2.2 亿元，占总体投资额 7.7%。高额的环保投入使得经济效益较差、吨净利水平较低的纸企难以短期内收回投资，从而限制中小纸企扩建产能。

图表 20 公司江西基地环境保护投资预算表

项目	数量	单价	金额 (万元)	备注
厂区绿化、美化	101426m ²	20元/m ²	200	已列入主体工程
施工期监测	5年	8万元/年	40	
施工期环保费			40	一次性临时投入
废水处理厂	55000t/d		16654	
废水处理厂恶臭控制系统			50	
循环水处理			1000	
锅炉烟气治理			3000	布袋除尘、脱硫、脱销
无组织废气治理			100	
煤场			100	
灰渣及其他固废堆场			200	
噪声治理			100	
地下水治理措施			100	
烟尘、二氧化硫在线监测仪			200	
监测管理及其他不可预见费用			436	
合计			22220	

资料来源：公司环评报告书，华安证券研究所

许可证制度向规模纸企倾斜，大设备优势明显。以废气排放中的锅炉废气污染物许可排放量为例，根据《锅炉大气污染物排放标准》(GB13271)，燃煤锅炉的废气许可排放量计算公式为 $D = D = R \times Q \times C \times 1 / (10^6)$ ，其中，D 为废气污染物许可排放量；R 为产品产能；C 为废气污染物许可排放浓度限值；Q 为基准排气量，Q 具体取值根据锅炉热值的大小存在差异，同等条件下，热值更大的大型锅炉基准烟气排放高于小热值锅炉。故排污许可政策倾向于纸企使用大型设备，从而利好规模企业生产。

图表 21 锅炉废气基准烟气量取值表

锅炉	热值	基准烟气量
	12.5MJ/kg	6.2
燃煤锅炉 (标立方米/千克燃煤)	21MJ/kg	9.9
	25MJ/kg	11.6
	38MJ/kg	12.2
燃油锅炉 (标立方米/千克燃煤)	40MJ/kg	12.8
	43MJ/kg	13.8

资料来源：《造纸行业排污许可证申请与核发技术规范》，华安证券研究所

公司远期 449 万吨浆纸一体化产能的稀缺性凸显。2022 年 1 月 26 日公司与湖北汉川人民政府签订投资协议，拟投资 173 亿元建设“年产 449 万吨浆纸一体化项目”，包括 155 万吨浆和 294 万吨机制纸，以及集中供热、污水处理设施、固废综合利用、物流码头等配套公用设施。项目计划在 2030 年之前建成落地，达产后公司浆纸合计产能将突破 600 万吨。公司持续在高景气赛道持续扩大规模及市占率，在能评环评指标日渐收紧的背景下，449 万吨新增产能扩张的稀缺性凸显。

三、食品包装纸空间及成长性如何？

食品包装是特纸中占比最大，高增长的优质细分赛道

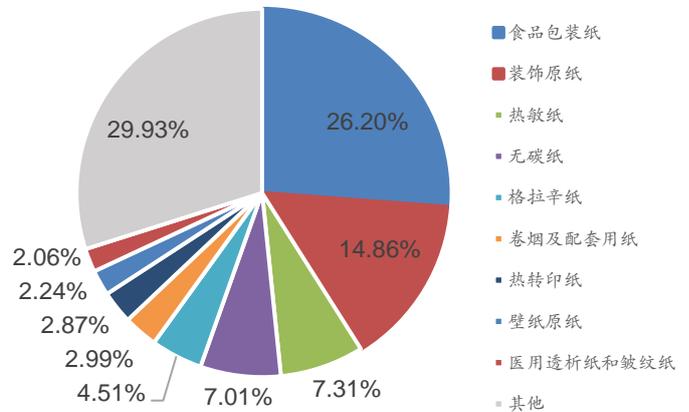
我国食品包装特种纸行业占比最大，2019 年占比接近 26.2%。食品包装是特种纸中的第一大细分领域，2019 年占比接近 26.2%。近年来，我国食品包装原纸市场规模呈加速增长趋势，2011 年至 2019 年我国食品包装特种纸市场规模从 107.38 万吨增长至 205.40 万吨，CAGR 为 8.45%。我们预计 2025 年食品包装市场规模有望达到 480 万吨，其中外卖餐盒、连锁快餐及茶饮一次性包装、国产液包预计分别贡献约 145 万吨、172 万吨和 163 万吨。

图表 22 2011-2019 年我国食品包装特种纸产量



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 23 2019 年我国特种纸各细分品类产量占比



资料来源：恒达新材招股说明书，华安证券研究所

食品卡是食品包装纸中的细分行业，纸代塑及消费升级趋势下景气度较高。未来发展的主要推动因素有：(1) 纸代塑下对塑料餐具的替代需求；(2) 咖啡及新式茶饮的爆发式增长促进纸杯纸等特种食品包装需求放量；(3) 以液体包装纸为代表的食品包装国产替代进程加速。具体来看：

(1) 全球限塑禁塑趋势下，纸基材料是性价比最合适的替代材料，纸代塑需求快速放量。2020 年史上最严“限塑令”出台，要求重点城市的公共场合及全国餐饮行业禁止使用一次性不可降解塑料制品，同时 2022-2025 年禁止范围将逐步扩大至全国，并推广使用纸袋、纸盒等非塑料制品作为替代。除我国之外，其他国家和地区近年来也纷纷发布或收紧限塑令，限塑是全球性的不可逆趋势。纸基材料具有原材料资源丰富、成本低、产品易回收降解、无污染的特点，是性价比最合适的替代材料。

图表 24 我国限塑令具体细则

禁止使用的塑料制品	2020年底	2022年底	2025年底
不可降解塑料袋	直辖市、省会城市、计划单列市城市建成区的商场、超市、药店、书店等场所以及餐饮打包外卖服务和各类展会活动使用不可降解塑料袋	范围扩大至地级以上城市建成区和沿海地区县城建成区	扩大至上述区域的集贸市场禁止使用不可降解塑料袋。鼓励有条件的地方停止使用不可降解的塑料袋
一次性塑料餐具	全国范围餐饮行业使用不可降解一次性塑料吸管。地级以上城市建成区、景区景点的餐饮堂食服务禁止使用不可降解一次性塑料餐具	扩大至县城建成区、景区景点餐饮堂食服务，禁止使用不可降解一次性塑料餐具	地级以上城市餐饮外卖领域不可降解一次性塑料餐具消耗强度下降30%
宾馆、酒店一次性塑料制品	-	全国范围内星级宾馆、酒店等场所不再主动提供一次性塑料制品。可通过设置自助购买机、提供续充型洗洁剂等方式提供相关服务	扩大至所有宾馆、酒店、民宿
快递、塑料包装	-	北上广、江浙、福建等省市的邮政快递网点，先行禁止使用不可降解的塑料包装袋。一次性塑料编织袋，降低不可降解的塑料胶带使用量	全国范围内邮政网点禁止使用不可降解的塑料包装袋、塑料胶带、一次性塑料编织袋等

资料来源：发改委，华安证券研究所

图表 25 其他国家及地区限塑令举例

国家/地区	时间	相关政策	主要内容
欧盟	2015 年	限塑指令	2019 年底，欧盟国家居民每人每年消耗塑料袋不超过 90 个；2025 年消耗量减少到 40
	2018 年	控制塑料废弃法令	自 2021 年起，全面禁止成员国使用吸管、餐具等 10 种一次性塑料制品，由纸、秸秆或可重复使用的硬塑料代替。到 2025 年，一次性塑料瓶回收率达到 90%
韩国	2010 年	再生计量收费垃圾袋销售制度	超市不得免费提供一次性塑料袋
	2019 年	关于节约资源及促进资源回收利用的法律修正案	规定 2000 家大型超市和 1.1 万家面积超过 165 平方米的超市全面禁用一次性塑料袋，违规商家将处以最高 300 万韩元的罚款
泰国	2019 年	限塑令	自 2020 年起，75 个品牌的百货商店、超市及便利店不再向顾客提供一次性塑料袋，争取 2021 年实现全国禁塑

资料来源：各国政府官网，华安证券研究所

食品级白卡相对于一般的白卡而言，对纸张质量要求更高，因此除了作为食品包装外，还可以应用于对人体安全及卫生要求较高的产品包装上，如医疗、日用消费品等方面。

1) 食品卡替代传统的食品塑料外包装。以外卖包装为例，目前商家包装材料仍以塑料为主。2019 年全国外卖平台订单约 143 亿单，按平均每单消耗 3.27 个一次性塑料餐盒计算，年度塑料盒消耗量为 469 亿只。假设单个纸包装餐盒克重 20g，则外卖塑料餐盒的替代需求为 94 万吨食品卡需求，带来需求增量 12.6%。此外，根据《关于进一步加强塑料污染治理的意见》要求，到 2025 年底，全国多数范围禁止使用不可降解塑料袋，减少不可降解一次性塑料餐具消耗强度下降 30%。根据测算可得，若 2025 年外卖盒白卡纸渗透率达到 70%，则食品白卡纸需求量为 145 万吨。

图表 26 食品白卡替代外卖外包装的需求测算

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
外卖订单数 (亿单)	143	171	202	232	262	288	317
YoY		20%	18%	15%	13%	10%	10%
外卖餐盒 (亿个)	468	559	660	759	857	943	1037
餐盒克重 (克)	20	20	20	20	20	20	20
渗透率		20%	30%	40%	50%	60%	70%
卡纸替代量 (万吨)		22.4	39.6	60.7	85.7	113.2	145.2

资料来源：中研网，华安证券研究所

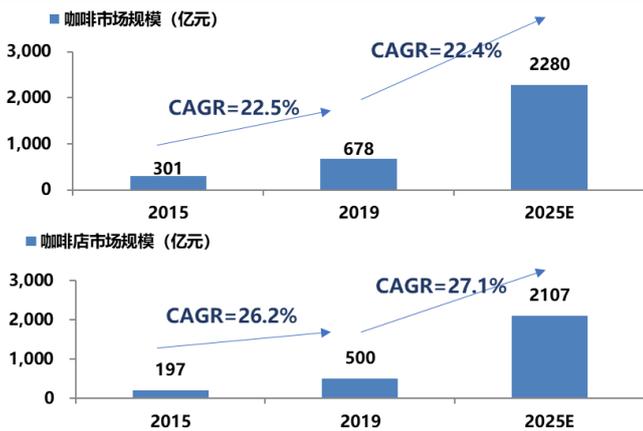
注：假设 2020 年纸盒渗透率为 20%，之后每年渗透率提升 10%

2) 咖啡及新式茶饮市场的爆发增长推动纸杯纸等需求迅速放量。近年来在快节奏、年轻化的生活潮流下，冲调类饮品（咖啡、新式茶饮）作为休闲社交的重要方式近年来得到了快速发展。根据沙利文发布的《2020 中国新茶饮行业发展白皮书》，2019 年中国咖啡市场规模达到 678 亿元，预计 2025 年，中国咖啡市场的规模将达到 2,280 亿元；2015-2019 年国内咖啡店市场规模由 197 亿元增长至 500 亿元，CAGR 为 26.2%；预计 2019-2025 年，中国咖啡店市场将增长至 2,107 亿元，CAGR 将达到 27.1%，具有较大的市场空间。

根据艾瑞咨询数据，2020 年我国新式茶饮行业市场规模达到 773 亿元，2016-2020 年年均复合增速为 22.6%，预计到 2023 年市场规模将突破 1.7 千亿元，2021-2023 年 CAGR 将高达 34.5%。其中，高端现制茶饮品牌喜茶、奈雪门店数量已突破 660、550 家；中端品牌一点点、茶百道门店数量已突破 3000、3500 家。

此类饮品的外包装主要为纸杯，冲调类饮品市场规模的快速扩大，将直接带动食品包装纸（纸杯纸等）需求的增加。

图表 27 我国咖啡及咖啡店市场规模（亿元）



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 28 2016-2023 年中国新式茶饮行业市场规模



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

测算：2025 年新式茶饮纸包装市场规模将达到 147 亿元，对应 160 万吨食品包装纸需求。根据艾瑞咨询，2021 年中低端新式茶饮品牌市场份额约为 85.3%，高端品牌占比约为 14.7%。我们预计随着消费升级，高端品牌市占率将以每年 3% 的速度提升。根据奈雪的茶招股说明书，单杯现制茶饮的外包装均价在 1-1.5 元，

故我们假设高端品牌单杯包装 1.5 元。中低端品牌单杯包装为 1 元，测算出 2021 年茶饮包装市场规模约为 78 亿元，2025 年将达到 147 亿元，CAGR 为 17.15%。若其中纸包装占比 70%，按食品包装纸 6000 元/吨的吨纸价计算，对应 2025 年 172 万吨食品包装纸需求。

图表 29 新式茶饮纸杯包装市场测算

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新式茶饮市场规模 (亿元)	773	979	1275	1771	2196	2789
YoY	22.5%	26.6%	30.2%	38.9%	30.0%	20.0%
高端品牌市占率		14.70%	18%	21%	24%	27%
中低端品牌市占率		85.30%	82%	79%	76%	73%
高端品牌市场规模 (亿元)		143.9	229.5	371.9	527.0	753.0
中低端品牌市场规模 (亿元)		835.1	1045.5	1399.1	1669.0	2035.9
高端品牌单杯均价 (元)		25	27	30	33	33
中低端品牌单杯均价 (元)		12	15	18	18	18
高端品牌单杯纸包装成本 (元)		1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
中低端品牌单杯纸包装成本 (元)		1	1	1	1	1
茶饮外包装市场规模 (亿元)		78.23	82.45	96.32	116.68	147.34

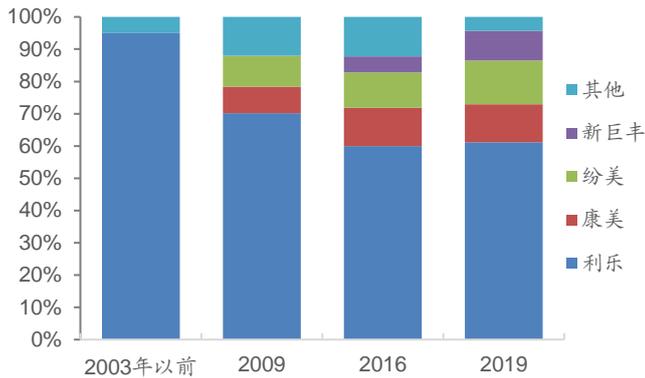
资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

注：蓝色为预测值

3) 以无菌液包为代表的食品包装国产替代进程加速。当前我国已成为液态奶消费大国，产量由 2001 年的 1025.5 万吨提升至 2020 年的 3440.14 万吨。无菌液体包装在推动中国液态奶市场发展中具有举足轻重繁荣作用，解决了液态奶保质期短（例：利乐枕保质期 45 天，利乐砖保质期 6-9 个月）、运输半径有限等问题。但在 2003 年之前，利乐公司在我国的无菌液包市场占据绝对统治地位，份额达到 95%。随着我国液态奶消费近 20 年来井喷式增长，利乐无菌液包产能逐渐出现瓶颈，此时康美国际、纷美以及本土品牌新巨丰等企业慢慢崛起，有效填补了产能缺口。2019 年利乐市场份额下滑至 61.2%。

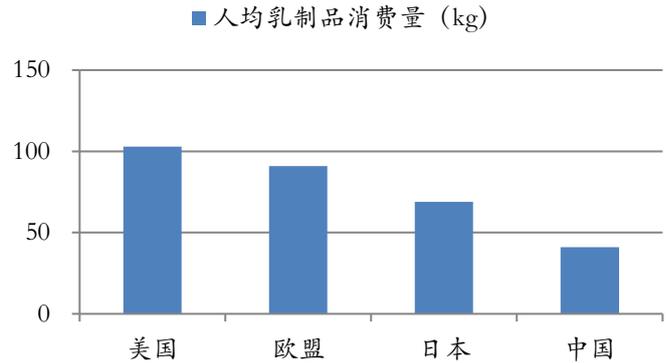
当前国内部分企业如新巨丰等已具备较为成熟的生产工艺，产品质量不断提高。由于国内低成本原纸供应充足，近年来利乐等国际液包公司也积极寻求与国内造纸企业合作降低成本，从而继续保持领先的市场份额，故无菌液包的国产替代成为不可逆趋势。此外，根据 IMF 统计，2019 年我国人均液态奶消费量远低于欧美，仅为 41kg，也低于饮食习惯类似的日本（69kg/人），人均液奶消费量未来提升空间较大。故我国无菌液包正处于蓝海市场，行业未来发展空间广阔。

图表 30 国内无菌包装生产企业市场份额



资料来源：特种纸专业委员会，华安证券研究所

图表 31 2019 年我国人均乳制品消费量仅为 41kg

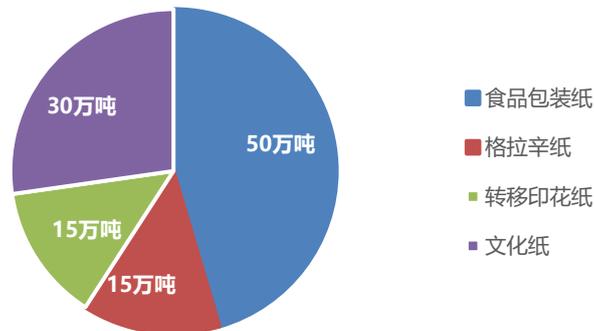


资料来源：IMF，华安证券研究所

四、怎么看 30 万吨文化纸产能？

公司江西 110 万吨产能中包含 30 万吨文化纸产能，该产线于 2021 年 3 月达产。正处于产能爬坡期。根据公司公告，21H1 公司文化纸实现销售收入 1.95 亿元，占公司主营业务收入比例为 11.92%，21H1 实际产能 10 万吨，实现产量 5.63 万吨，销量 3.93 万吨，产能利用率为 56.30%，产销率为 69.80%。产能利用率与产销率较低主因文化纸产线投产后机器设备等尚处于磨合、调试阶段，同时产能爬坡阶段产出部分二等品和回炉纸。

图表 32 江西 110 万吨产能布局



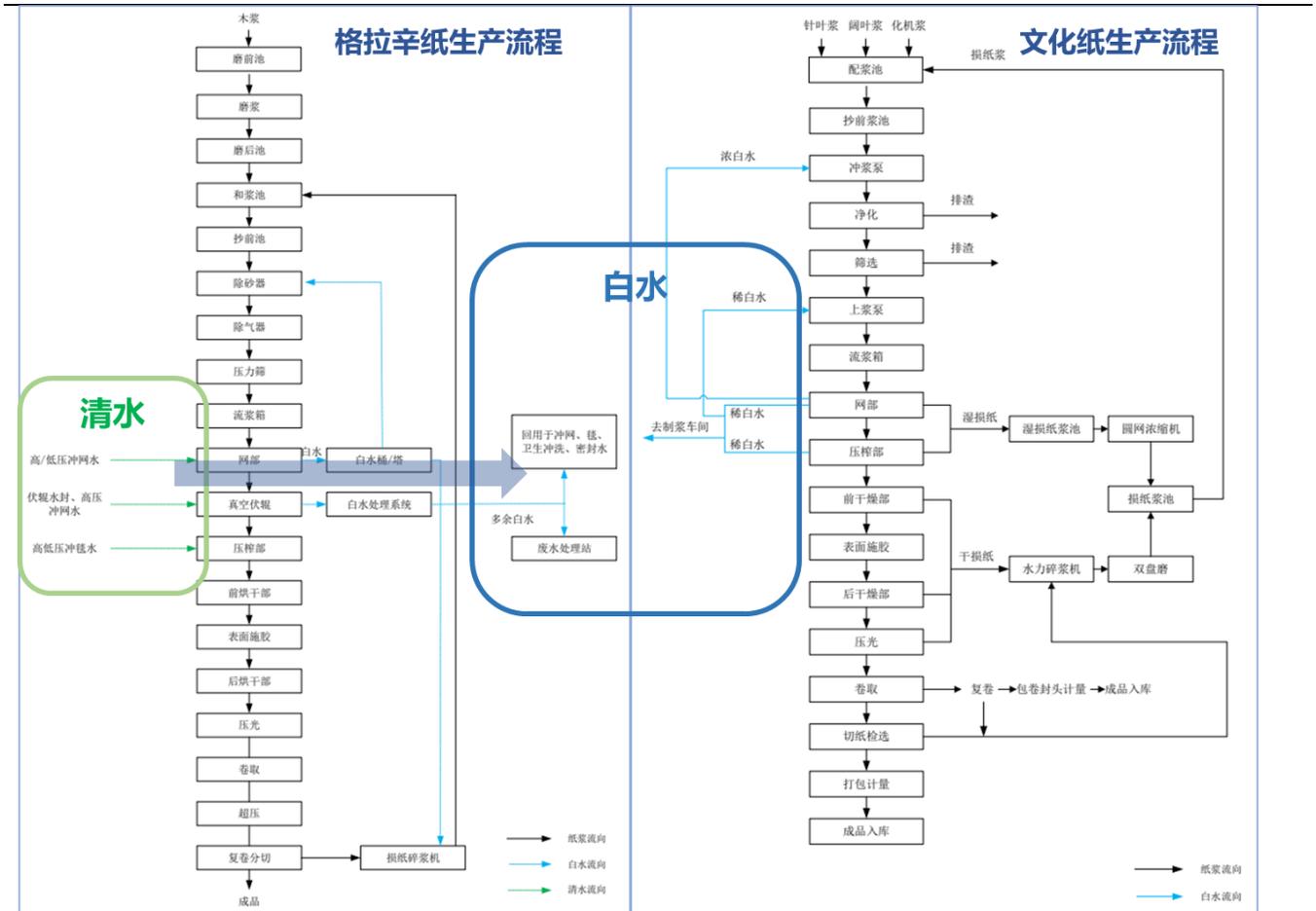
资料来源：公司公告，华安证券研究所

30 万吨文化纸产线充分利用热电联产及配套设备。公司江西基地配备热电联产项目，电与蒸汽可基本实现自给。为了充分利用热电联产项目实现规模效应的最大化，短期内新增一条大宗纸（如文化纸/箱板纸）产线是性价比最高的，主要因为：（1）大宗纸相对特种纸而言生产阶段无需过多技改与调试工作，单条产线产量大且能保证产量稳定；（2）大宗纸下游需求稳定增长，应用范围相比特种纸而言更加广泛，有利于产能顺利消化。

从环保层面来看，文化纸产线的投入能更好实现园区内水循环，达到经济效益最大化。公司江西 110 万吨产能中包含 15 万吨的格拉辛纸，格拉辛纸生产过程需

使用清水冲压，而文化纸对水质要求较低，可使用上一环节形成的白水（造纸环节中抄纸环节产生的废水）进行生产。同等情况下若水资源能够重复利用，则一吨水能生产更多的成品纸，减少清水使用量和污水排放量。

图表 33 文化纸生产流程可实现水资源的循环利用



资料来源：公司公告，华安证券研究所

五、怎么看木浆对公司盈利影响？

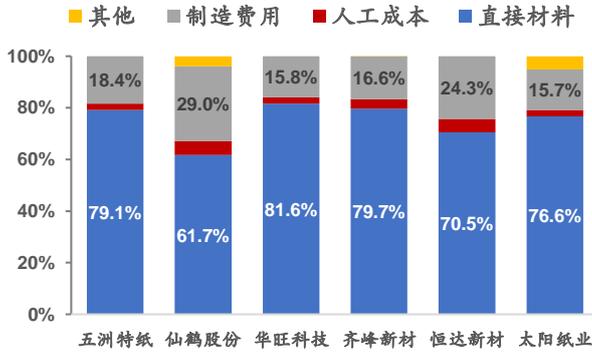
木浆是公司主要成本构成，基于特种纸产能稀缺性、深度客户关系以及直销模式，行业具备天然的良好上游波动传导以及平滑能力，并且在预期木浆大幅上涨前，规模性企业具备主动补库存能力以对冲影响，复盘 21H1，在木浆价格大幅上涨背景下，公司盈利能力不降反升。展望后市，阔叶浆生产厂家已新增/拟新增的产能较大，浆价无大幅上涨的内在逻辑。同时，公司正加快布局食品卡用量最大的化机浆产线我们预期 2022 年木浆价格中枢向下，公司利润端进入更温和环境。

浆价是影响特纸企业毛利率的主要因素之一

生产成本中直接材料占比最大，平均占比超 60%。特种纸对木浆要求较高，

通常需使用海外进口的优质针叶浆、阔叶浆等，主要进口国家为加拿大、芬兰、巴西、智利等国。我们以 6 家规模纸企为例，2020 年的主营成本构成中约有 60% 以上为直接材料，而直接材料中又主要由木浆构成。以五洲特纸为例，公司生产成本中 79% 以上来源于直接材料，而直接材料中又以木浆为主，占比约为 70%-75%。故进口木浆价格的波动是盈利波动的主要原因。

图表 34 2020 年纸企主营成本构成



资料来源: wind, 华安证券研究所

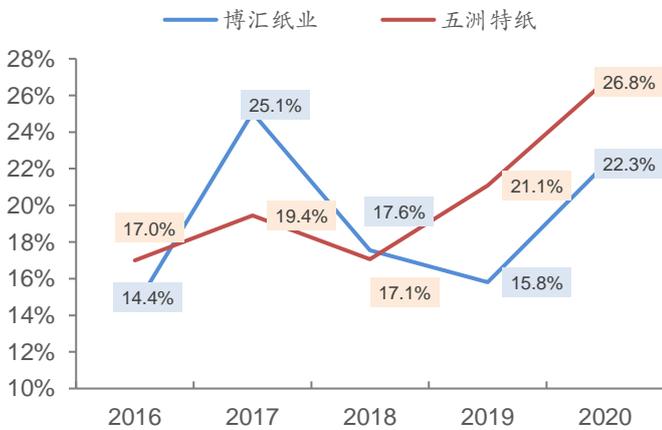
图表 35 五洲特纸主营成本构成

	2017	2018	2019	20H1	2020	21H1
直接材料	82.04%	84.90%	81.13%	79.44%	79.12%	73.82%
其中: 木浆	70.12%	74.95%	71.43%	69.83%	-	-
直接人工	2.04%	1.76%	2.37%	2.57%	2.53%	2.43%
制造费用	15.91%	13.34%	16.50%	17.98%	18.35%	18.18%
运费包装费						5.56%

资料来源: wind, 华安证券研究所

相比大宗纸，特种纸盈利受浆价波动影响较小。以食品卡与社会卡为例，根据五洲特纸公开平台交流信息，公司与大中型客户年度签框架协议，以季度为单位定价，公司调价除了考虑浆价波动外，还需考虑市场供需、同行报价等多种因素。并且频繁的调价也不利于维护与下游大客户之间的稳定关系。而大宗纸往往通过贸易商传导价格，不直接面对客户，故调价时滞较短，一般跟随浆价波动而波动，往往呈现急涨急跌态势。对比博汇纸业（以生产社会卡为主）的白卡纸业务与公司食品卡业务年度毛利率，可以发现 2018 年后五洲特纸的食品卡毛利率显著高于社会卡毛利率；对比大宗白卡与公司食品卡年度均价走势也可发现食品卡相比大宗白卡纸价的波动幅度更小；对比木浆均价走势，可以发现浆价下降时，食品卡均价下降幅度远小于浆价与大宗白卡纸价的降幅。更优的竞争格局使得食品卡均价波动幅度小，从而在一定程度上保障毛利率的稳定性。

图表 36 公司与博汇纸业白卡毛利率对比



资料来源: wind, 华安证券研究所

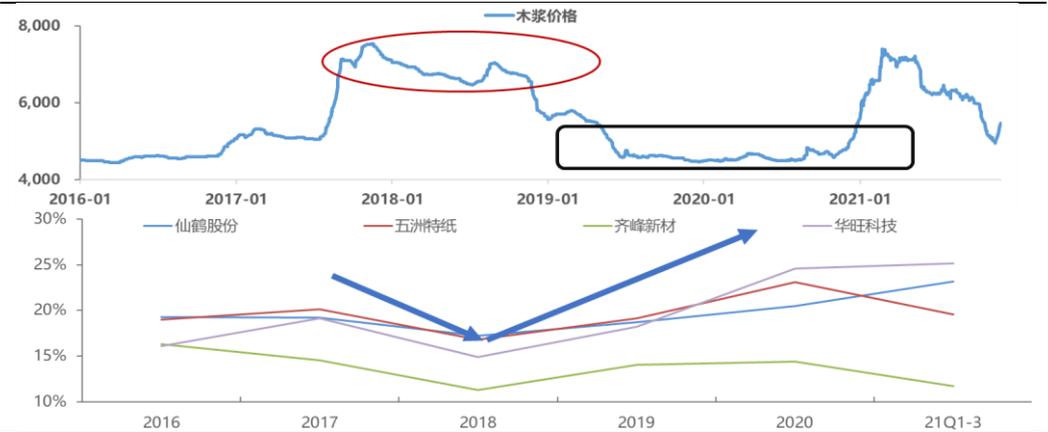
图表 37 公司食品卡均价变动幅度更小 (元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

以 4 家特种纸企业为例，复盘浆价与纸企毛利率走势，可以看出：2018 年浆价处于 6500 元/吨以上的高位时，行业整体毛利率走低；2018 年仙鹤股份/五洲特纸/齐峰新材/华旺科技的毛利率同比分别-1.96/-3.31/-3.25/-4.28pct；2019-2020 年浆价回调至 4500-5000 元/吨时，行业整体毛利率提升，2019 年仙鹤股份/五洲特纸/齐峰新材/华旺科技的毛利率同比分别+1.47/+2.36/+2.77/+3.38pct。

图表 38 木浆价格走势与纸企毛利率走势



资料来源：wind，卓创资讯，华安证券研究所

公司成本端敏感性分析：直接材料每波动 5 个点，毛利率反向波动约 3 个点。以 2020 年度财务数据为基础，假设其他条件均不发生变化，公司直接材料价格变动对毛利率的敏感性分析如下。

图表 39 直接材料价格变动对毛利率的敏感性分析

直接材料价格变动率	食品包装纸		格拉辛纸		描图纸		转移印花纸		合计	
	变动后的毛利率	影响毛利率百分点								
-10%	32.92%	6.15	23.65%	6.04	44.41%	3.46	22.04%	6.52	29.45%	6.06
-5%	29.84%	3.08	20.63%	3.02	42.68%	1.73	18.78%	3.26	26.42%	3.03
0	26.77%	-	17.61%	-	40.95%	-	15.52%	-	23.38%	-
5%	23.69%	-3.08	14.59%	-3.02	39.22%	-1.73	12.27%	-3.26	20.35%	-3.03
10%	20.62%	-6.15	11.56%	-6.04	37.49%	-3.46	9.01%	-6.52	17.32%	-6.06

资料来源：公司公告，华安证券研究所

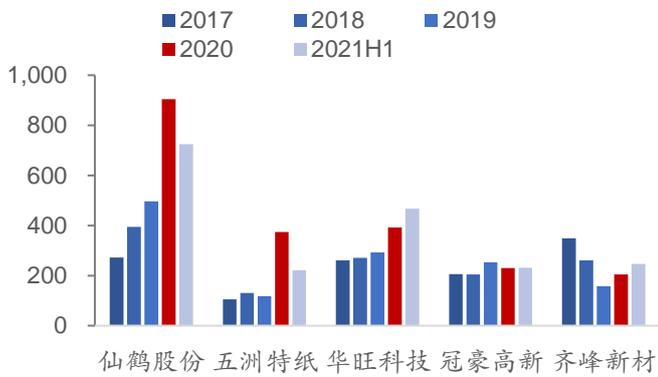
公司有良好的成本转嫁能力

特种纸企业毛利率受浆价波动影响较大，但波动幅度却往往小于浆价涨跌，主因特种纸企业具备一定的平抑、传导原材料成本波动的能力，这种能力基于特种纸直销销售模式、高附加值。通过复盘公司与可比公司年度纸价与毛利率，公司通过囤浆、主动调价和布局浆线的方式来保持盈利稳定。

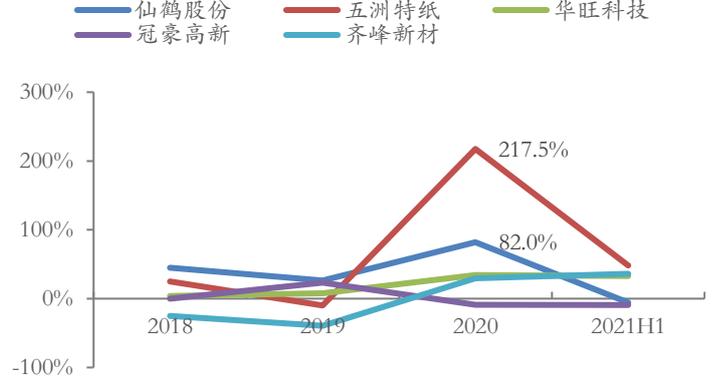
方法一：低价囤浆。当浆价处于低位时，规模纸企通过自身资金及规模优势尽可能储备低价木浆来平抑原材料价格波动。以 5 家特种纸企为例，2019-2020 年木浆价格保持低位，2020 年底各纸企整体原材料库存增长显著，五洲特纸期末原材

料库存同比增长 217.5%。

图表 40 2017-21H1 各纸企存货中原材料金额 (百万 元) 图表 41 2018-21H1 各纸企期末原材料库存同比增速



资料来源: wind, 华安证券研究所



资料来源: wind, 华安证券研究所

方法二: 调价。生产与销售端的差异使得特种纸具备一定的自主定价权。

复盘 2017-21H1 浆价走势, 其中 17Q4~18Q4、21H1 为浆价高位, 2019-20Q3 为浆价低位, 公司食品包装纸、格拉辛纸的吨纸价也呈现出同向波动。从幅度来看, 公司提价、降价幅度均小于浆价波动幅度, 整体吨纸价的波动空间窄于原材料波动区间。故在浆价下行时, 公司适当向下调价但仍能维持一定的盈利空间。

图表 42 2017-21H1 国内木浆日度均价走势



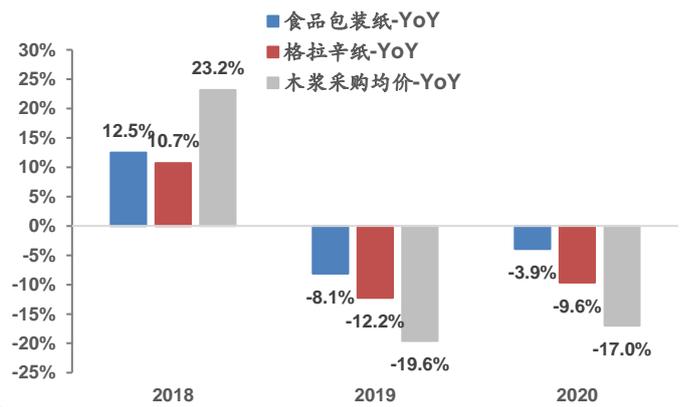
资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

图表 43 公司食品包装纸与格拉辛纸均价走势



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 44 2018-2020 年公司吨纸价与木浆采购价变动



资料来源：公司公告，华安证券研究所

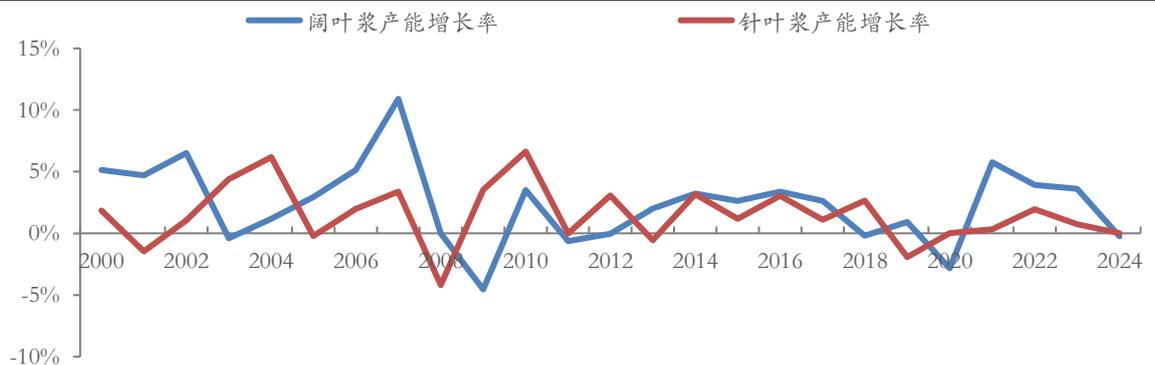
浆价：商品浆供给提升，预计浆价中枢向下

公司原材料以阔叶浆和化机浆为主，针叶浆添加量较少。公司生产所需木浆主要为化机浆、阔叶浆和针叶浆，根据公司公告以及环评报告，公司主要产品中食品包装纸生产以化机浆、阔叶浆为主，针叶浆占比较少；格拉辛纸主要原材料为阔叶浆及针叶浆；转移印花纸主要原材料为本色浆，文化纸则以阔叶浆、化机浆和针叶浆为主。

2022 年国内外商品浆供应较为充足，预计全年浆价中枢向下。展开来看：

(1) 全球：未来五年针叶浆供应偏紧，商品浆新增产能主要由阔叶浆贡献。根据 Hawkins wright 数据，2020-2025 年全球针叶浆新增产能较少，年均增速不到 1%，其中 2022 年增速仅为 0.4%，且 2020 年全球针叶浆装置开工率已经高达 91%，故针叶浆在无新增装置且老装置近乎满产的情况下，暂无大幅产能增量。阔叶浆是商品浆市场主要的增速贡献者。海外 2021 年底-2022 年将有三套阔叶浆新装置投产，分别是巴西 Bracell（年产 280 万吨）和乌拉圭 Arauco（年产 130 万吨）以及 Paracel 巴拉圭（年产 150 万吨）。因此 2021~2022 年阔叶浆的预期新增供应量较为可观（海外新增产能合计约 560 万吨/年）。到 2025 年阔叶浆产能预计增长 19%；其中 2022 年、2023 年的产能增速预计在 6%和 5%。

图表 45 全球针叶浆、阔叶浆产能增长率

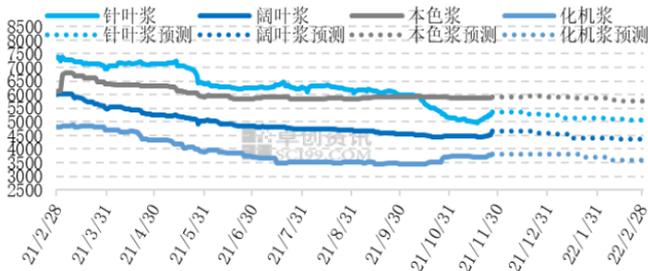


资料来源：Hawkins wright，华安证券研究所

(2) 国内：预计 2022 年国内木浆供应大于需求。

在终端需求无显著增长的背景下，2022 年全年浆价下行压力较大。我们预计 2022 年国内木浆需求量合计约为 2696 万吨，总供应量约为 3933~4170 万吨。近期浆价上涨主要原因：一是受前期加拿大极端天气导致供应链受阻、印尼 APP 商品浆暂停外售、芬兰 UPM 浆厂罢工等消息面影响，针叶浆价格预期转强，阔叶浆到货延迟，贸易商惜售情绪较浓；二是下游成品纸涨跌不一，其中文化纸、白卡纸部分头部纸企发布调涨计划，提振木浆市场信心。故短期供应面存在量缩价升的预期。但国内需求端不温不火，短期浆价的上涨并没有刺激出终端需求的爆发，且当前国内主要港口纸浆库存仍处于高位，国内纸浆供应较为充足。在需求并无明显提振下，随着海外供给端逐渐恢复正常，纸浆仍面临再次回落的态势。长期来看，2022 年浆纸系下游需求预计增长稳健，在国内外纸浆产能供应相对充足的情况下，浆价面临较大下行压力。

图表 46 中国进口木浆现货市场未来三个月月均价预测



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 47 当前国内主要港口纸浆库存处于高位



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

具体测算：

需求端：根据卓创资讯以及各公司公告等不完全统计，2022 年木浆系纸种中白卡纸、生活用纸以及文化纸均有新增投产计划。其中白卡纸 2022 年新增产能较多，预计超过 300 万吨。根据卓创资讯统计的历年各纸种供应数据以及吨纸浆耗信息，若 2022 年产能利用率保持现有水平，预计 2022 年国内木浆需求量合计约为 2695.61 万吨。

图表 48 2022 年国内木浆需求量预测

2022年国内木浆需求量测算							2022年国内木浆系成品纸需求端新增			
单位: 万吨	2017	2018	2019	2020	2021	2022E				
白卡纸							地区	纸厂	产能	预计投产时间
产能	1034	1034	1092	1122	1267	1627	福建	福建联盛纸业	100	2022年底
yoy		0.0%	5.6%	2.7%	12.9%	28.4%	江苏	江苏博汇纸业	100	2022年底
产量	805.1	817.7	904.2	932.61	866.3	1106.36	广西	广西金桂浆纸业有限公司	90	2022年底
产能利用率	77.9%	79.1%	82.8%	83.1%	68.4%	68%	山东	泰鼎纸业	40	2022年中期
所需木浆 (假设吨纸浆耗0.8t)	644.08	654.16	723.36	746.09	693.04	885.09	浙江	仙鹤股份	30	2022年中期
生活用纸							合计	合计	360	
产能	1255	1354	1436	1557	1775	1880	生活用纸	纸厂	产能	预计投产时间
yoy		7.9%	6.1%	8.4%	14.0%	5.9%	江苏	金红叶纸业	45	2022Q2
产量	933	949.1	967	993.9	955.9	1013.32	四川	四川中顺洁柔	30	2022年底
产能利用率	74.3%	70.1%	67.3%	63.8%	53.9%	54%	福建	联盛纸业	30	2022Q3
其中木浆系生活用纸产量					669.804	710.34	合计	合计	105	
木浆系生活用纸产量占比					70.1%	70%	文化纸	纸厂	产能	预计投产时间
所需木浆 (假设吨纸浆耗1.05t)					703.2942	745.85	地区	纸厂	产能	预计投产时间
双胶纸							福建	联盛纸业	40.8	2022Q3
产能	1133	1163	1174	1224	1341	1506.8	广东	亚太森博	45	2022Q2
yoy		2.6%	0.9%	4.3%	9.6%	12.4%	湖南	岳阳林纸	45	2022H2
产量	868.69	860.89	861.32	849.34	824.71	926.682	湖北	湖北晨鸣纸业	35	2022年及以后
产能利用率	76.7%	74.0%	73.4%	69.4%	61.5%	61.5%	合计	合计	165.8	
所需木浆 (假设吨纸浆耗0.8t)	694.95	688.71	689.05	679.47	659.77	741.35				
双铜纸										
产能	692	692	692	692	692	692				
yoy		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%				
产量	560.00	550.00	537.80	511.40	431.10	431.1				
产能利用率	80.9%	79.5%	77.7%	73.9%	62.3%	62.3%				
所需木浆 (假设吨纸浆耗0.75t)	420.00	412.50	403.35	383.55	323.33	323.33				
木浆需求量合计						2695.61				

资料来源: 卓创资讯, 隆众资讯, 各公司公告, 华安证券研究所

注: 1.红色为预测数据, 蓝色为计算数据。2.各纸种 2022 年新增产能数据为不完全统计, 以公司实际投产计划为准

供给端: 根据 Hawkins wright、卓创资讯以及各公司公告等不完全统计, 2022 年海外商品浆现有新增产能规划约为 330~540 万吨, 国内预计新增产能超过 400 万吨。我国木浆生产以阔叶浆和化机浆为主, 根据卓创资讯统计的历年国内阔叶浆、化机浆的产能产量数据, 若 2022 年国内木浆产能利用率维持现有水平, 则新增木浆产量约为 1522.41 万吨。根据卓创资讯, 2021 年我国木浆年度进口量同比下滑 7%, 主因全球海运运力紧张、部分海外浆厂受疫情等因素停工减产所致。随着全球疫情可控及海运运力的恢复, 预计 2022 年木浆进口量或有提升。我们对 2022 年木浆进口量分别进行乐观/悲观预测, 加上木浆产量与 2021 年底的港口库存数量, 预测 2022 年国内木浆供应量在 3933.1~4170.13 万吨左右。全年来看国内木浆供大于求。

图表 49 2022 年国内木浆需求量预测

2022年国内木浆供应量预测							2022年全球商品浆供给端新增产能梳理				
单位: 万吨	2017	2018	2019	2020	2021	2022E					
阔叶浆/化学浆							国家	浆厂	产能 (万吨)	浆种	预计投产时间
产能	717.18	702.68	771.68	887	965	1165	芬兰	Boreal Bioref	50	针叶浆	2022年
yoy		-2.0%	9.8%	14.9%	8.8%	20.7%	乌拉圭	ARAUCO	130	阔叶浆	2022Q1
产量	578.291	603.204	666.009	692.8	723.42	873.75	巴拉圭	Paracel	150	阔叶浆	2022Q4
产能利用率	80.6%	85.8%	86.3%	78.1%	75.0%	75%	乌拉圭	UPM	210	阔叶浆	2022年~2023年
化机浆							国内	纸厂	产能	浆种	预计投产时间
产能	480.9	508.4	531.56	603.06	843	1138	地区	浆厂	产能	浆种	预计投产时间
yoy		5.7%	4.6%	13.5%	39.8%	35.0%	广西	广西太阳纸业	60	化机浆	2022H2
产量	438.189	460.98	453.107	502.504	479.03	648.66	福建	福建联盛纸业	50	化机浆	2022年H2
产能利用率	91.1%	90.7%	85.2%	83.3%	56.8%	57%	广西	广西金桂浆纸业有限公司	75	化机浆	2022年底
国内木浆产量合计	1016.48	1064.184	1119.116	1195.304	1202.45	1522.41	广西	广西北海玖龙	50	本色浆	2022Q4
年末国内港口纸浆库存	75.47	159.81	172.86	166.97	158.90		广西	广西北海玖龙	60	化学浆	2022Q4
中国木浆年度进口量	2102.3	2154.4	2310.1	2547.4	2370.3		广西	广西北海玖龙	80	化机浆	2022Q4
yoy		2.5%	7.2%	10.3%	-7.0%		湖北	湖北玖龙纸业	30	化学浆	2022年6月
2022年木浆进口量预测							重庆	重庆玖龙纸业	30	化机浆	2022年底
乐观: 进口量同比增长5%						2488.82	辽宁	沈阳玖龙纸业	60	本色浆	2022年底
悲观: 进口量同比下滑5%						2251.79	合计	合计	1035		
国内木浆年度供应量 (产量+上一年末库存+进口量)		3294.04	3589.06	3915.60	3739.72	3933.1~4170.13					

资料来源: 卓创资讯, 各公司公告, Hawkins wright, 华安证券研究所

注: 1.红色为预测数据, 蓝色为计算数据。2.木浆 2022 年新增产能数据为不完全统计, 以公司实际投产计划为准。

六、如何看待估值水平？

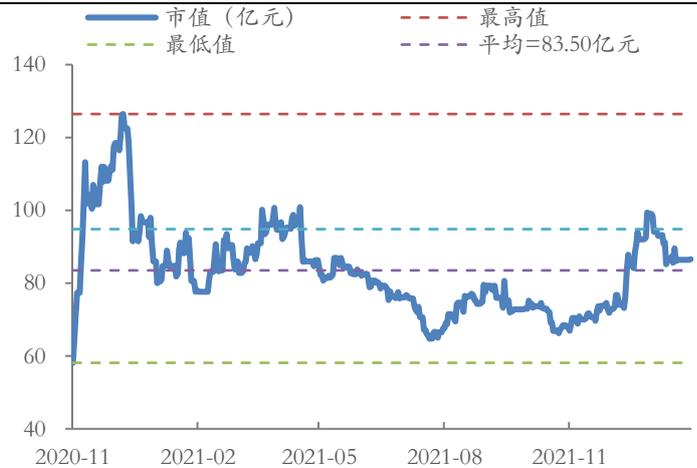
从自身角度，当前 PE-TTM 接近历史平均水平。我们预计自 21Q3 后，公司利润规模将逐季度提升，新增 50 万吨食品包装纸产能，在高景气度背景下逐季有序释放。公司 PE-TTM 最小值为 16X，3/4 分为 28.9X，当前 20.7X (2 月 11 日)。我们认为公司目前估值具备安全支撑低于历史均值，而基本面进入上市后的新一轮高增长期，具备向上修复空间。

图表 50 公司上市以来 PE-TTM



资料来源：公司公告，华安证券研究所

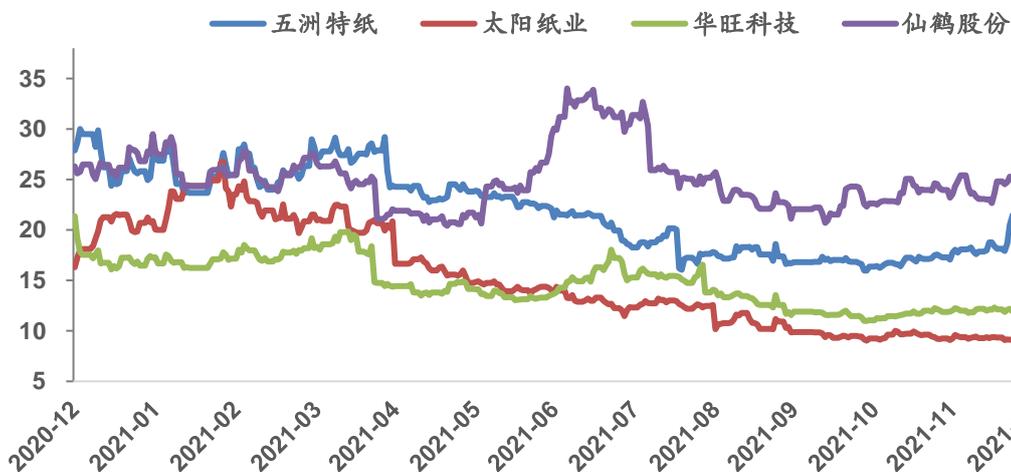
图表 51 公司上市以来市值 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

从相对角度，值得关注的是，公司自上市后至 2021 年上半年，PE-TTM 与仙鹤股份基本一致，处于同一水平，在 21Q3 由于盈利分化带来估值短期偏离，而公司基本面自 21Q3 后进入利润率及利润规模上行通道，在未来两年投产释放高增速背景下，基于利润逐季落地验证，估值中枢有望上移。

图表 52 可比公司 PE-TTM



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 53 可比公司一致预期 PE 水平

公司	股价	EPS				PE			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
五洲特纸	21.14	0.85	1.03	1.64	2.12	28.58	20.51	12.87	9.99
仙鹤股份	29.90	1.02	1.74	2.10	2.53	24.61	17.21	14.27	11.82
华旺科技	18.75	1.28	1.50	1.75	2.06	15.66	12.51	10.71	9.10
冠豪高新	4.26	0.14	0.12	0.15	0.18	32.9	36.81	28.18	24.16
太阳纸业	11.67	0.74	1.20	1.30	1.45	19.40	9.73	8.96	8.06

资料来源：wind，华安证券研究所

注：股价为 2022/02/11 收盘价，EPS、PE 均为 wind 一致预期

七、盈利预测

公司生产和销售优势相辅相成，具备强 α 属性，行业在禁塑及新业态高成长背景下景气度高，我们预计公司进入规模逐季攀升阶段，在双碳带来的扩产指标稀缺背景下，公司未来湖北浆纸一体化产能指出清晰远期动力。我们预计公司短中期可见增速明显高于行业，在上市后的新一轮高成长将逐季验证，具备利润高增长及估值修复双重动力。我们预计公司 2021-2023 实现营收 39.4/64.5/79.6 亿元，同比分别 +49.5%/63.7%/23.4%。分别实现归母净利润 3.91/6.90/8.66 亿元，同比增长 15.5%/76.4%/25.5%；对应 PE 分别为 21.66X、12.28X、9.8X，在当前位置我们坚定看好，维持“买入”评级。

风险提示：

原材料价格大幅波动、市场竞争加剧、产能投放不及预期

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。