

华泰股份(600308)

造纸/轻工制造

发布时间: 2021-07-01

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

造纸业务积极转型, 化工产业链不断延伸

报告摘要:

公司主营造纸和化工业务, 拥有全球单厂最大的新闻纸生产基地和国内最大的盐化工基地。公司主要造纸产品有文化纸、铜版纸、包装纸、新闻纸, 化工主要产品为烧碱、液氯、双氧水、环氧丙烷、苯胺等。

造纸: 积极转型成效显著, 行业上行盈利大幅改善。(1) 受需求推动和供给不足共同作用, 木浆价格自 2020Q4 以来快速上涨, 浆价上涨推动纸价上行。由于禁废令导致长纤维短缺, 叠加针叶浆新增供给周期较长, 预计浆价相对高位有望维持, 将对纸价形成支撑。(2) 近年来公司适应市场主动转型, 积极推动新闻纸机转产相对高景气的文化纸、包装纸, 产品结构持续优化, 盈利状况明显提升。(3) 2021 年为建党 100 周年, 有望带来 50 万吨文化纸新增需求并且将在全年稳定释放, 公司作为国内新闻纸头部企业, 产品品质较好且与党政客户关系良好, 党刊业务接单具有优先地位, 同时公司“铸魂”品牌发布拉动教材用纸需求。中高端产品收入提升带动整体毛利率上行。(3) 受益于限塑令推行, 公司包装纸销量持续增长, 推动收入结构持续优化。(4) 公司拟投建 70 万吨化学浆产线(一期 35 万吨在建), 未来木浆自给率将提升至约 50%, 增强成本优势和竞争力。

化工: 产业链不断延伸增强协同性, 行业景气回升推动盈利改善。(1) 受国内需求回升、出口恢复和供给改善影响, 公司主要化工产品价格均有上涨: 烧碱在经历 3 年低迷后价格触底, 预计未来烧碱价格有望继续修复; 液氯市场持续向好, 价格不断走强; 环氧丙烷和苯胺涨价明显, 预计高价有望维持。(2) 公司多年来持续推动化工产品一体化发展, 以离子膜烧碱为基础, 大力发展精细化工等高附加值产品, 化工产业链不断延伸, 新老业务协同效应不断增强。2021 年起公司将新投产 16 万吨甲烷氯化物和 10 万吨氯乙酸项目, 将进一步优化氯产品结构, 促进资源利用效率提高, 增强公司竞争力。

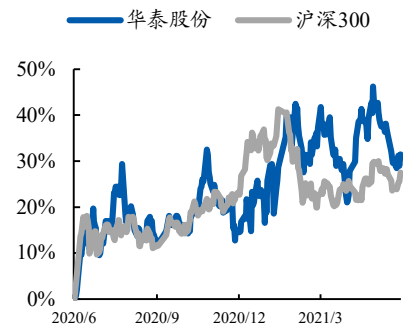
盈利预测: 预计 2021-2023 年归母净利润分别为 12.36/ 13.65/ 12.67 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 5.21/ 4.72/ 5.09x。维持“买入”评级。

风险提示: 纸价下跌, 纸浆价格波动, 化工产品跌价。

股票数据 2021/06/30

6 个月目标价(元)	7.82
收盘价(元)	5.52
12 个月股价区间(元)	4.59-6.49
总市值(百万元)	6,444.94
总股本(百万股)	1,168
A 股(百万股)	1,168
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	16

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-6%	-1%	33%
相对收益	-5%	-8%	7%

相关报告

《华泰股份(600308)-行业景气向上, 推动造纸、化工共同改善》

--20210503

《轻工行业投资策略: 聚焦景气向上, 把握跨境电商新机遇》

--20201113

《轻工制造行业年报和一季报总结: 精装红利持续释放, 必选消费业绩稳健》

--20200520

证券分析师: 唐凯

执业证书编号: S0550516120001

021-20363260 tangkai@nesc.cn

财务摘要(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,539	12,308	16,535	17,101	16,597
(+/-)%	-8.29%	-9.09%	34.35%	3.42%	-2.95%
归属母公司净利润	680	696	1,236	1,365	1,267
(+/-)%	-5.40%	2.39%	77.52%	10.43%	-7.20%
每股收益(元)	0.58	0.60	1.06	1.17	1.09
市盈率	7.88	8.68	5.21	4.72	5.09
市净率	0.65	0.69	0.66	0.59	0.54
净资产收益率(%)	8.28%	7.99%	12.74%	12.60%	10.61%
股息收益率(%)	3.17%	3.24%	7.76%	8.22%	7.76%
总股本(百万股)	1,168	1,168	1,168	1,168	1,168

目 录

1.	全球单厂最大新闻纸生产基地，造纸与化工业务协同并进.....	5
1.1.	主营业务	5
1.2.	股权结构	7
1.3.	财务概况	8
2.	政策面叠加基本面影响，木浆价格快速上涨.....	12
2.1.	需求端：禁废令导致长纤维短缺，推升木浆需求	13
2.2.	供给端：针叶浆新增供给周期长，浆价有望维持高位	14
3.	浆价推动纸价上行，造纸盈利大幅改善.....	16
3.1.	新闻纸：主动转型，成效显著	16
3.2.	文化纸：党建和教辅需求拉动增长	18
3.3.	包装纸：受益于电商发展和限塑令，需求增长空间大	21
3.4.	木浆：新建化学浆产线，提升木浆自给率	23
4.	化工景气回暖，盈利有望改善.....	24
4.1.	烧碱价格触底，未来有望修复	24
4.2.	液氯市场持续向好，价格不断走强	26
4.3.	环氧丙烷供需偏紧，价格创十余年新高	27
4.4.	苯胺需求和出口改善，价格有支撑	29
4.5.	产业链不断延伸，推动化工产品一体化发展	32
5.	盈利预测与估值	33
6.	风险提示	34

图表目录

图 1:	2015-2020 年公司分业务营收 (亿元)	5
图 2:	2020 年公司分业务营收占比	5
图 3:	2015-2020 年公司各纸种收入 (亿元)	5
图 4:	2015-2020 年公司各纸种销量 (万吨)	5
图 5:	公司发展历程	7
图 6:	2020 年末公司股权结构图	8
图 7:	2015-2021Q1 公司营业收入及增速	8
图 8:	2015-2021Q1 公司归母净利润及增速	8
图 9:	2015-2020 年公司各产品收入占比	9
图 10:	2015-2021Q1 公司利润率水平	9
图 11:	2015-2020 年公司分业务毛利率	9
图 12:	2015-2020 年公司各纸种毛利率	10
图 13:	2015-2021Q1 公司费用率水平	10

图 14: 2020 年末公司与同行业资产负债率对比	11
图 15: 2015-2020 年公司资产与负债情况	11
图 16: 2013 年至今国内木浆现货价格走势 (元/吨)	12
图 17: 造纸产业链示意图	12
图 18: 2015 年以来我国废纸进口量逐年下降	13
图 19: 2021-2025 年未来全球新增浆种结构	15
图 20: 2021-2025 年未来中国新增浆种结构	15
图 21: 全球最大年产 120 万吨新闻纸生产基地	16
图 22: 新闻造纸车间建设安装工程	16
图 23: 2010-2020 年国内新闻纸生产量和消费量 (万吨)	17
图 24: 2015-2020 年公司各纸种收入 (亿元)	17
图 25: 2015-2020 年公司各纸种销量 (万吨)	17
图 26: 2018 年新闻纸行业竞争格局	18
图 27: 2011-2020 年公司新闻纸毛利率 (%)	18
图 28: 2018 至今新闻纸价格走势 (元/吨)	18
图 29: 2010-2020 年新闻纸进口量和出口量 (万吨)	18
图 30: 2009-2020 年我国图书总印数 (亿册)	19
图 31: 2012-2018 年全国人均购书金额 (元/年)	19
图 32: 2019 年双胶纸竞争格局	19
图 33: 2019 年铜版纸竞争格局	19
图 34: 2013 至今双胶纸价格走势 (元/吨)	20
图 35: 2013 至今铜版纸价格走势 (元/吨)	20
图 36: 公司高档文化纸生产线	20
图 37: 公司高档文化纸供应党建读物	20
图 38: 华泰“铸魂”品牌发布会	21
图 39: 全国中小学课本及教参总销售额 (亿元)	21
图 40: 2010-2020 年瓦楞纸生产量和消费量 (万吨)	21
图 41: 2013 年至今瓦楞纸价格走势 (元/吨)	21
图 42: 2013-2019 年我国牛皮纸产量 (万吨)	22
图 43: 2014-2019 年国产牛皮纸价格走势 (元/吨)	22
图 44: 2014-2020 年公司包装纸产量 (万吨)	22
图 45: 2014-2020 年公司包装纸业务收入占比 (%)	22
图 46: 高得率清洁制浆技术获奖仪式	23
图 47: 新闻联播报道高得率清洁制浆技术	23
图 48: 烧碱产业链示意图	24
图 49: 2011-2020 年国内烧碱产能 (万吨)	24
图 50: 2011-2020 年国内烧碱产量 (万吨)	24
图 51: 2019 年国内烧碱下游需求占比	25
图 52: 2010-2020 年国内氧化铝产量及增速	25
图 53: 2015 年至今国内烧碱价格 (元/吨)	25
图 54: 2015 年至今国内烧碱表观消费量及增速	25
图 55: 我国氧化铝产量及同比增速	26
图 56: 我国氧化铝库存水平	26
图 57: 我国机制纸产量及同比增速	26
图 58: 液氯产业链示意图	27

图 59: 2016-2020 年国内液氯产能 (万吨)	27
图 60: 2015 年至今国内液氯价格 (元/吨)	27
图 61: 环氧丙烷产业链示意图	28
图 62: 2016-2020 年国内环氧丙烷产量及增速	29
图 63: 2016-2020 年我国环氧丙烷消费量及增速	29
图 64: 2015-2020 年我国环氧丙烷进出口量 (万吨)	29
图 65: 2019 年至今环氧丙烷价格 (元/吨)	29
图 66: 苯胺产业链示意图	30
图 67: 我国苯胺消费结构	30
图 68: 2015-2020 年国内苯胺产量 (万吨)	31
图 69: 2015-2020 年国内苯胺消费量 (万吨)	31
图 70: 2016-2020 年我国苯胺进出口量 (万吨)	31
图 71: 过去一年聚合 MDI 产量当月值 (万吨)	32
图 72: 我国苯胺进出口量及同比增速	32
图 73: 2019 年至今苯胺价格 (元/吨)	32
表 1: 华泰股份子公司详情	7
表 2: 2020 年我国废纸进口政策变化	14
表 3: 2020 年部分国家停产木浆产能	14
表 4: 未来南美洲新增纸浆产能	15
表 5: 可比公司估值表	33

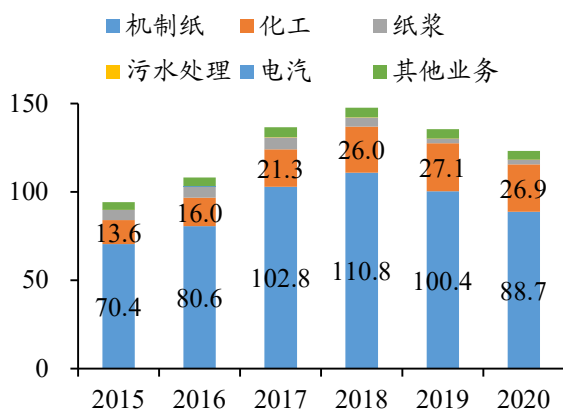
1. 全球单厂最大新闻纸生产基地，造纸与化工业务协同并进

1.1. 主营业务

华泰股份主营造纸和化工业务，拥有全球单厂最大的新闻纸生产基地。公司主营业务分为造纸、化工两大板块。截至目前，华泰股份拥有 11 家子公司，具有全球单厂最大的高档新闻纸生产基地和国内最大的盐化工基地，总资产达 161 亿元，产品远销全球 60 多个国家和地区。

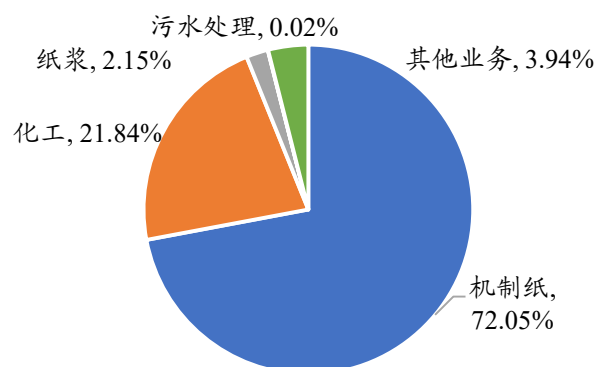
造纸业务为公司贡献大部分收入。2020 年公司造纸业务收入达 88.68 亿元，收入占比为 72.05%。公司造纸板块主要产品包括文化纸、包装纸、铜版纸和新闻纸。近年来公司造纸总体规模保持增长，纸制品销量由 2015 年的 185.32 万吨增长到 2020 年的 215.34 万吨，同时产品结构持续改善，相对高景气纸种销量快速增长，2015-2020 年公司新闻纸销量从 83.75 万吨减少至 32.56 吨，同时文化纸销量从 41.66 万吨增长至 82.00 万吨，包装纸销量从 12.16 万吨增长至 57.04 万吨。2020 年公司文化纸、包装纸、铜版纸和新闻纸的收入分别为 36.09/ 20.87/ 19.46/ 12.25 亿元，销量分别为 82.00/ 57.04/ 32.56/ 43.74 万吨。

图 1: 2015-2020 年公司分业务营收 (亿元)



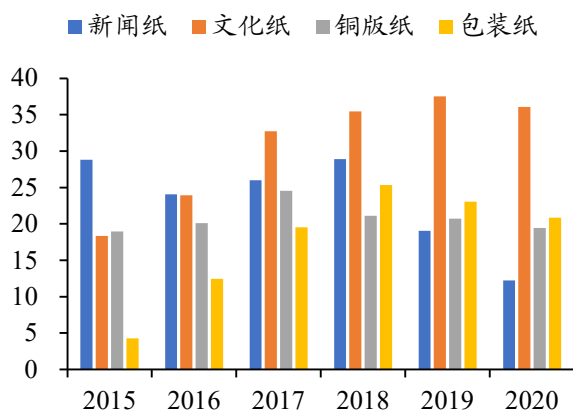
数据来源：公司年报，东北证券

图 2: 2020 年公司分业务营收占比



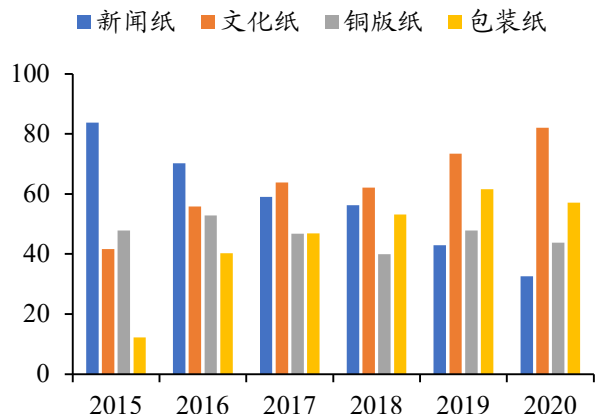
数据来源：公司年报，东北证券

图 3: 2015-2020 年公司各纸种收入 (亿元)



数据来源：公司年报，东北证券

图 4: 2015-2020 年公司各纸种销量 (万吨)

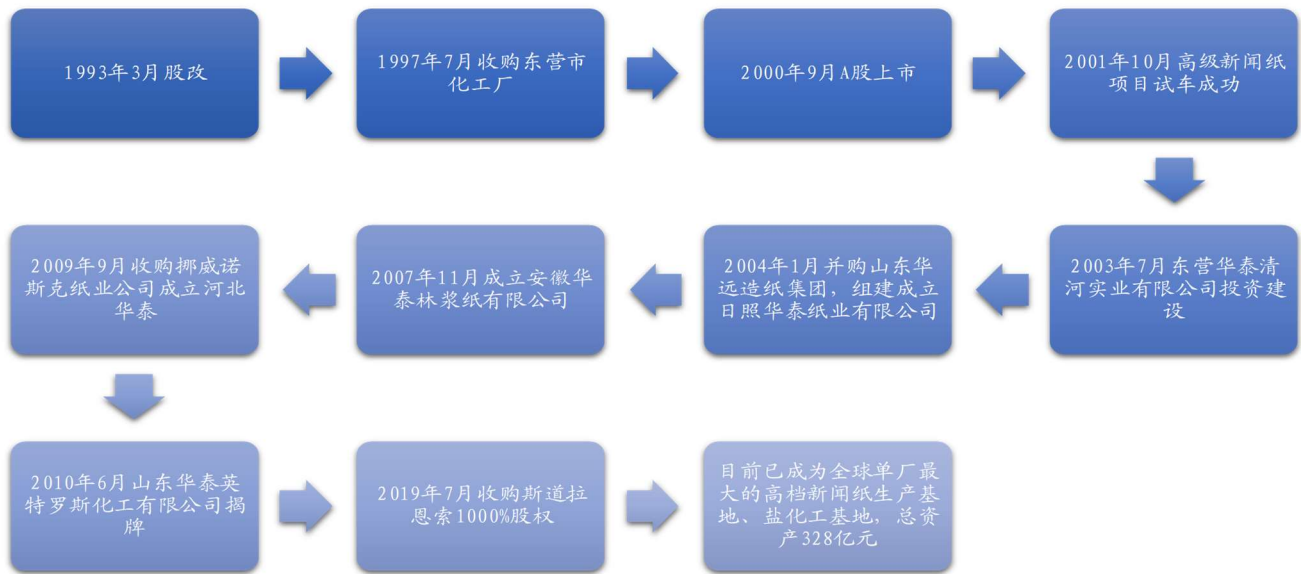


数据来源：公司年报，东北证券

化工业务为利润重要来源。化工业务为公司第二支柱产业，2020 年公司化工业务收入为 26.88 亿元，收入占比 21.84%。公司化工主要产品包括烧碱、液氯、环氧丙烷、双氧水、苯胺等。公司生产的氯碱化工产品部分供应造纸业务内部使用，大部分产品对外独立销售，其中烧碱、液氯以对外销售为主，双氧水以内部自用为主；精细化工产品环氧丙烷、苯胺等主要外售。2020 年公司化工收入达 26.88 亿元，化工产品总销量 233.69 万吨。2015-2018 年受益于化工产能提升，公司化工收入由 13.61 亿元增长至 26.00 亿元，三年间 CAGR 为 24.08%。2018 年以后公司化工收入规模总体保持平稳。化工产业为公司重要利润来源，2020 年公司化工业务实现利润 3.44 亿元，占当年净利润的 49%。

公司发展历程可分为三个阶段：1) 从无到有，开启创业。山东华泰纸业股份有限公司前身是东营市广饶县大王造纸厂，公司于 1988 年建厂，1993 年 3 月进行股份制改革。1997 年 7 月跨行业收购东营市化工厂，开始进军化工领域。**2) 主板上市，迅速扩张。**2000 年 9 月公司在 A 股上市，自此公司开启快速扩张之路，业务版图逐步扩大。2001 年 10 月公司高级新闻纸项目试车成功，成为国内最大、最先进的新闻纸生产线，2001-2006 年公司新闻纸产能由 16 万吨增加到 120 万吨，改写了我国新闻纸大部分依靠进口的局面。2003 年 7 月东营华泰清河实业有限公司投资建设；2004 年 1 月公司以承债方式成功并购山东华远造纸集团，组建成立日照华泰纸业有限责任公司；2007 年 11 月安徽华泰林浆纸有限公司成立，是长江中下游地区唯一一个大規模针叶林纸浆一体化项目；2008 年 11 月广东华泰纸业股份有限公司登记成立；2009 年 9 月公司收购挪威诺斯克纸业公司成立河北华泰；2010 年 6 月山东华泰英特罗斯化工有限公司揭牌；2019 年 7 月收购斯道拉恩索 60% 股权。通过一系列扩建与并购，公司产品线不断丰富，业务版图不断扩大，生产规模持续扩张。**3) 适应变迁，主动转型。**近年随着互联网的逐渐普及，纸质媒体受电子媒体冲击严重，需求连年下降，2014 年国内新闻纸用量下降了 30%。在此背景下，公司适应变化主动变革，对部分新闻纸机进行升级改造，用于生产高档印刷文化纸和包装纸，积极承接党刊、教材教辅以及电子、快递包装等需求，经过近年持续的积极调整，公司新闻纸产能逐步压缩，文化纸、包装纸产销量逐年上升，收入结构明显优化，转型取得积极成效。

图 5: 公司发展历程



资料来源：公开资料整理，东北证券

表 1: 华泰股份子公司详情

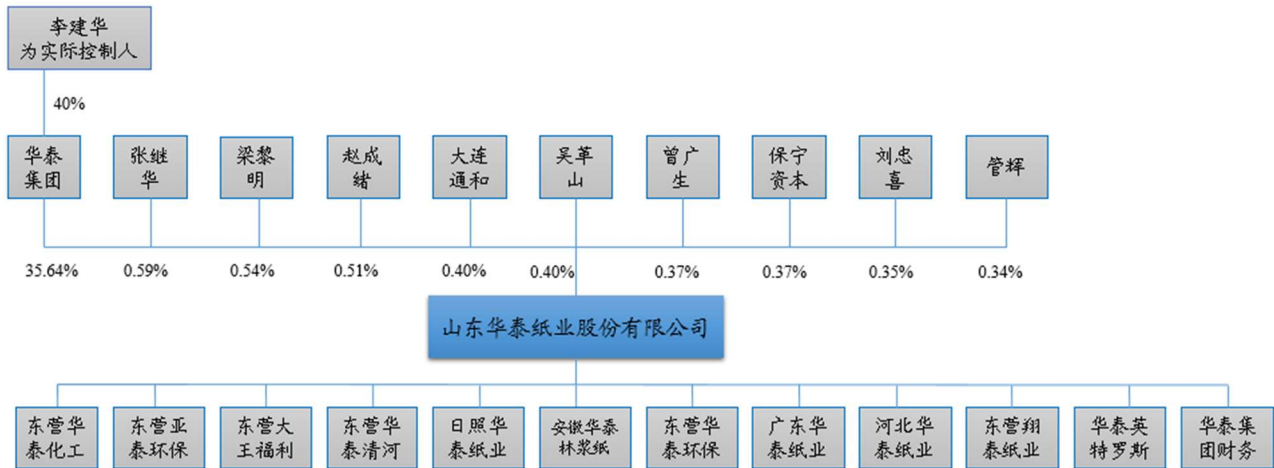
子公司名称	位置	经营范围	股权比例
东营华泰清河实业	东营市	纸制品	83.67%
日照华泰纸业	日照市	纸制品	100%
安徽华泰林浆纸	安庆市	纸浆	85%
广东华泰纸业	江门市	纸制品	70%
河北华泰纸业	石家庄市	纸制品	100%
东营翔泰纸业	东营市	纸制品	100%
东营市大王福利卫生纸厂	东营市	卫生纸	100%
东营华泰化工集团	东营市	化工产品	100%
山东华泰英特罗斯化工	东营市	化工产品	50%
东营亚泰环保工程	东营市	污水处理	100%
东营华泰环保科技	东营市	汽	100%
华泰集团财务有限公司	济南市	金融	40%

资料来源：公开资料整理，东北证券

1.2. 股权结构

大股东持股比例高，有利于经营稳定。2020 年末华泰集团持有公司 35.64%股权，为公司第一大股东。华泰集团是以造纸、化工为主，集印刷、电热等十多个产业于一体的全国 500 强企业，李建华为华泰集团实际控制人，持有集团股权比例达到 40%。公司股权结构稳定。

图 6：2020 年末公司股权结构图

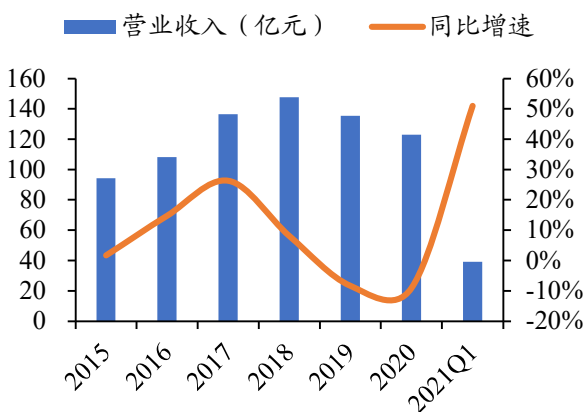


资料来源：公司年报，东北证券

1.3. 财务概况

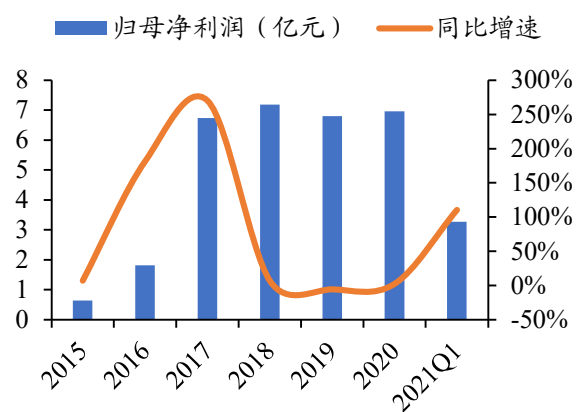
造纸转型成效显著，业绩稳健增长。2015-2020 年公司总营收由 94.17 亿元增长至 123.08 亿元，CAGR 为 5.50%，归母净利润由 0.65 亿元增长至 6.96 亿元，CAGR 为 60.91%。近年来为应对新闻纸需求下降，公司主动适应市场变化，积极推动新闻纸机改造升级转产文化纸、包装纸，使得公司新闻纸收入占比从 2015 年的 30.6% 降低到 2020 年的 10.0%，同时文化纸、包装纸收入占比从 2015 年的 19.5%、4.5% 提升至 2020 年的 29.3%、17.0%，收入结构持续优化。公司文化纸、包装纸销售规模的不断增加有效降低了新闻纸需求下降对公司业绩的负面影响，得益于收入结构改善，公司利润在 2018-2020 年造纸行业下行阶段仍保持稳定，表现出较好的韧性。2021 年一季度受益于造纸行业景气上行，成品纸价格上涨带动收入和利润显著增加，公司一季度收入 39.04 亿元，同比增长 51.08%，归母净利润 3.27 亿元，同比增长 110.49%。

图 7：2015-2021Q1 公司营业收入及增速



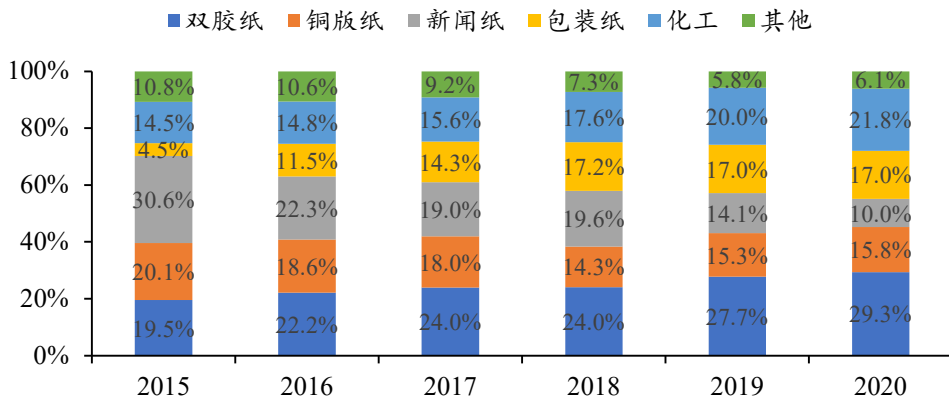
数据来源：公司年报，东北证券

图 8：2015-2021Q1 公司归母净利润及增速



数据来源：公司年报，东北证券

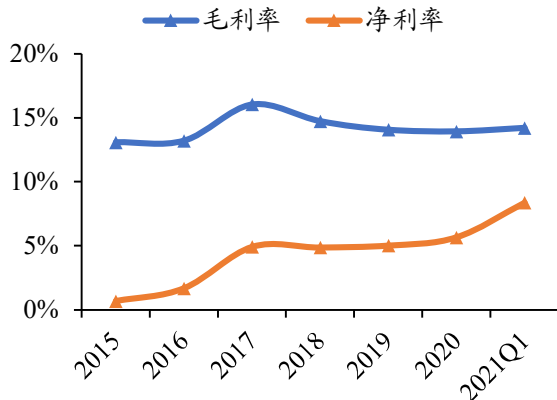
图 9: 2015-2020 年公司各产品收入占比



数据来源: Wind, 东北证券

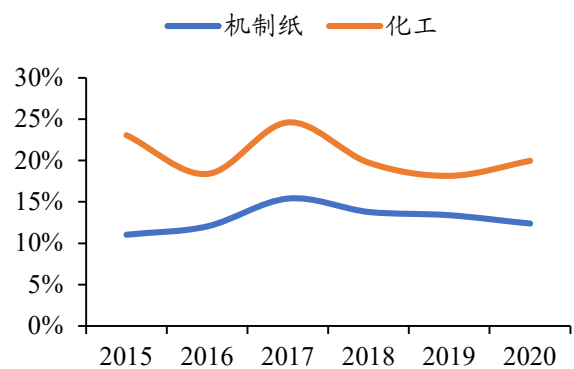
从盈利能力看，毛利率稳中有升。公司毛利率受造纸行业周期性影响，盈利能力呈现小幅波动，总体维持在 13-16% 水平，同时由于近年来文化纸、新闻纸等相对高毛利纸种收入占比提升，推动公司整体毛利率中枢水平上移。2020 年公司各产品毛利率下滑主要系新收入准则下运输费从销售费用计入营业成本所致。

图 10: 2015-2021Q1 公司利润率水平



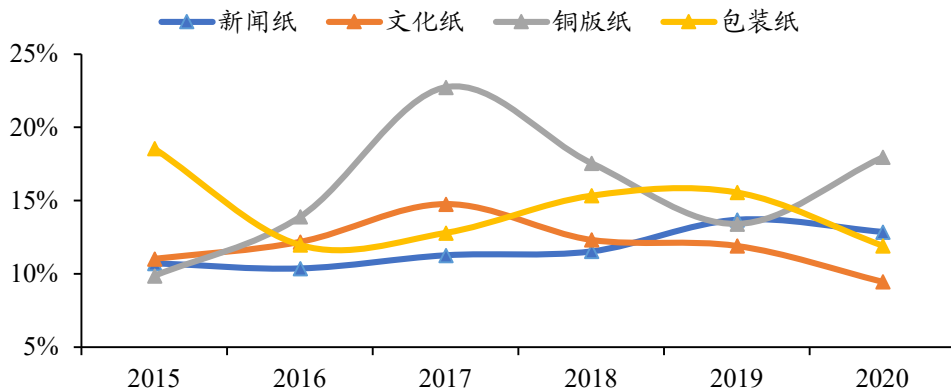
数据来源: 公司年报, 东北证券

图 11: 2015-2020 年公司分业务毛利率



数据来源: 公司年报, 东北证券

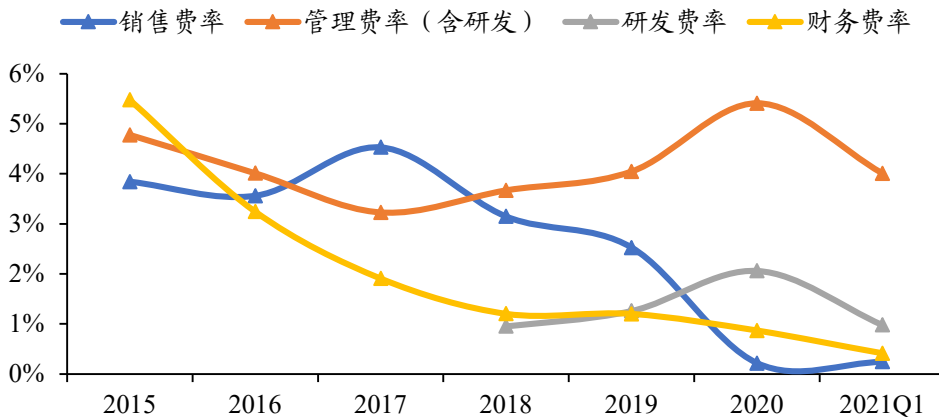
图 12: 2015-2020 年公司各纸种毛利率



数据来源: 公司年报, 东北证券

从费用端看, 费用率总体呈下降趋势。2015-2020 年公司费用率总体保持下行, 其中财务费用持续缩减, 从 2015 年的 5.16 亿元下降至 2020 年的 1.07 亿元, 带动财务费用率从 5.48% 下降 4.61pct 至 0.87%, 助推净利率从 2015 年的 0.69% 提高至 2020 年的 5.66%。2017-2020 年公司净利率基本保持在 4.8-5.7%。2020 年公司销售费用率大幅降低主要系新收入准则下运输费从销售费用移除计入营业成本所致。2021 年一季度受益于造纸行业景气上行, 成品纸价格上涨带动净利率明显提升, 2021Q1 净利率达 8.38%, 环比增加 2.72 pct。

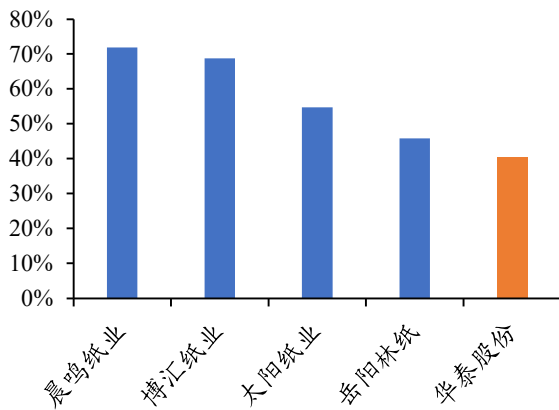
图 13: 2015-2021Q1 公司费用率水平



数据来源: 公司年报, 东北证券

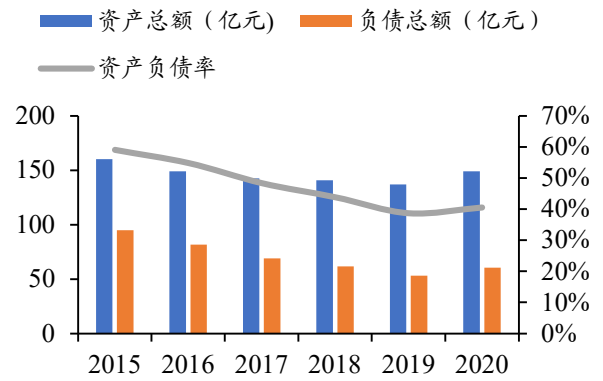
从负债看, 公司资产负债率保持行业内较低水平。近年来公司未进行大规模产能扩充, 主要以对现有产线改造升级为主, 公司资产负债率持续降低, 从 2015 年的 59.14% 降低至 2020 年的 40.61%。与同行业公司相比, 公司资产负债率处于行业内较低水平, 呈现出稳健的经营风格, 未来具有较大加杠杆的空间。

图 14: 2020 年末公司与同行业资产负债率对比



数据来源: 公司年报, 东北证券

图 15: 2015-2020 年公司资产与负债情况



数据来源: 公司年报, 东北证券

2. 政策面叠加基本面影响，木浆价格快速上涨

2020年四季度以来木浆价大幅上涨。截至2021年6月，国内针叶浆现货价格为6350元/吨，相较2020年低位的4325元/吨上涨47%；国内阔叶浆现货价格为4950元/吨，相较2020年低位的3500元/吨上涨41%。

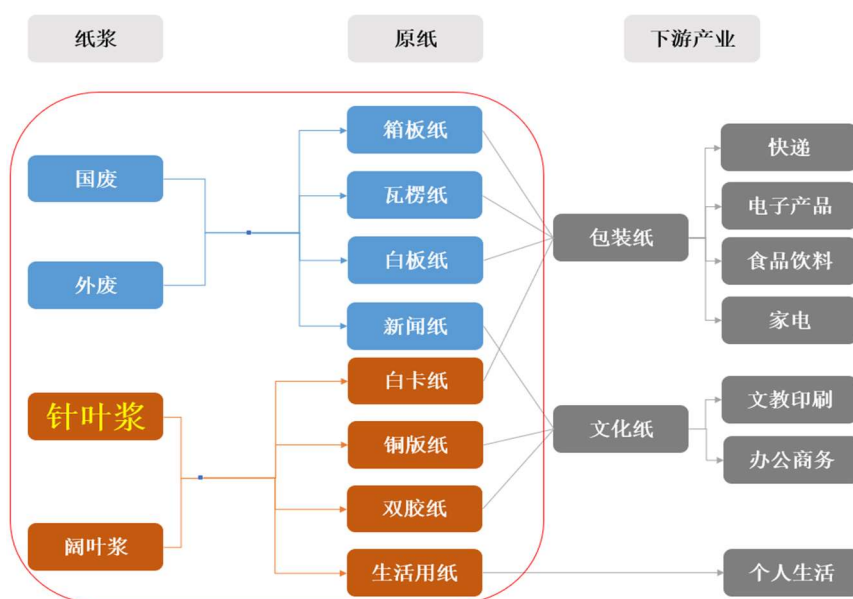
图 16: 2013 年至今国内木浆现货价格走势 (元/吨)



数据来源: Wind, 东北证券

本轮木浆上涨主要受供需两端共同驱动。造纸产业链从上到下分为四个环节：原料——纸浆——原纸——下游产业，本轮纸浆大涨主要受到供需两端共同驱动。需求端，禁废令导致长纤维短缺，同时木浆涨价预期形成后渠道补库囤货进一步放大需求。供给端，过去两年行业持续低迷，木浆产能出清，新增产能中针叶浆尤其有限。供需关系紧张导致木浆价格高位运行。

图 17: 造纸产业链示意图



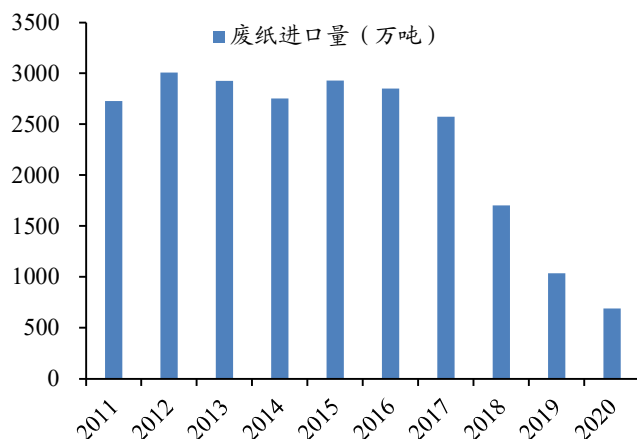
数据来源: 东北证券

2.1. 需求端：禁废令导致长纤维短缺，推升木浆需求

近年我国废纸进口政策收紧，进口量逐年下降。自 2017 年以来我国废纸进口政策持续收紧，外废审批额度大幅下滑，2017-2019 年外废配额为 2811、1815、1075 万吨，分别同比下降 26%、35%、41%，预计 2020 年我国进口废纸量将继续减少至 500 万吨，废纸供给缺口达 693 万吨。2020 年 11 月 25 日，生态环境部、商务部、国家发展和改革委员会、海关总署发布公告禁止以任何方式进口固体废物，公告自 2021 年 1 月 1 日起施行，届时废纸将全面禁止入境，废纸供给缺口将进一步放大。

禁废令导致长纤维原料短缺，推升木浆需求。国外原生废纸多由北美和欧洲针叶浆制成，因此进口废纸不仅为国内造纸在纤维数量上提供了有效补充，同时也在纤维强度方面提供了较好的原料；而国内废纸由于原材料草浆、木浆混杂，且多为二次、三次纤维，因而纤维强度较差。因此，外废禁止进口将造成市场上高强度长纤维的短缺，造纸厂一方面通过收购和自建海外浆厂获取高质量外废原料，另一方面通过采购木浆尤其是针叶浆来补充高强度长纤维，其中相当大部分缺口仍需使用木浆进行补充。据我们了解，2021 年国内箱板瓦楞纸企的针叶浆增量需求约为 300+万吨。

图 18：2015 年以来我国废纸进口量逐年下降



数据来源：Wind，东北证券

表 2: 2020 年我国废纸进口政策变化

出台时间	政策	具体表述
2017 年 4 月	《关于禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》	完善固体废物进口管理制度，分行业分种类制定固体废物进口的时间表，分批分类调整进口管理目录
2017 年 4 月	中国环保部向 WTO 提交关于禁止进口部分固体废物原料的通知	中国拟于 2017 年底，禁止进口 4 类 24 种固体废物原料，涉及废纸类的税则编号为 4707900090
2017 年 10 月	《进口废纸环境保护管理规定（征求意见稿）》	规定申请废纸进口许可证的企业应以造纸为原料的生产企业，且年产能不小于 30 万吨。许可证减量审批，按季度分批发放
2017 年 12 月	《限制进口类可用作原料的固体废物环境保护管理规定》	将年产能 30 万吨修改为 5 万吨，取消“按照减量审批的原则”和“按季度分批”的字样
2018 年 5 月	《进口可用作原料的固体废物装运前检验监督管理实施细则》	2018 年 6 月 1 日起，第三方检验机构必须对准备运往中国境内的进口废物原料实施现场检验、监装以及施加封识
2020 年 4 月	《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》	第二十四条规定国家逐步实现固体废物零进口，本法自 2020 年 9 月 1 日起施行

数据来源：公司年报，东北证券

下游和渠道中纸浆库存不足，囤货进一步放大需求。2020 年四季度之前纸浆价格持续 2 年低迷，中小纸厂仅刚需购入木浆现货，不具备大幅储备木浆原材料的动力，库存处于较低水平。去年四季度以来随着木浆价格快速上涨，市场对涨价逐步形成一致预期，叠加原先木浆库存不足，因此下游和渠道的需求被放大。根据测算，纸厂囤货补库需求约 300 万吨。

2.2. 供给端：针叶浆新增供给周期长，浆价有望维持高位

近两年浆价持续低迷叠加疫情影响，木浆产能减少。2019-2020 上半年全球木浆价格持续下行，处于历史低位，海外浆厂通过停机停产以及减少发运量的方式维持浆价稳定，合计减少约 100 万吨产能，且至 2021 年前全球浆厂暂未投放新增产能。另外，2020 年以来全球主要木浆生产国家受到新冠疫情等因素影响，使得木浆实际产能进一步减少。

表 3: 2020 年部分国家停产木浆产能

国家	公司	产能规模	停产时间	停产原因
加拿大	Paper Excellence	30 万吨针叶浆	2020 年 1 月	污染
智利	Arauco	50 万吨针叶浆/30 万吨阔叶浆	2020 年 3 月	疫情
巴西	Klabin	100 万吨阔叶浆	2020 年 3 月	疫情
加拿大	West Fraser	35 万吨针叶浆	2020 年 4 月	疫情
加拿大	Mercer	42 万吨针叶浆	2020 年 7 月	疫情

数据来源：公司年报，东北证券

未来两年针叶浆新增产能有限。从生产端看，由于针叶木成材周期长达 20 年以上，生产成本低，因此投产意愿较弱。从品种看，虽然 2021-2022 年国际浆厂有新产能陆续投放，但主要产品为阔叶浆，针叶浆新产能投产较少。据卓创资讯不完全统计，

2021 年及之后全球纸浆新增产能超过 4500 万吨，刨除溶解浆、废纸浆、半化学浆亦超过 4000 万吨（含前长期停机、近期及后期计划复产产能），其中阔叶浆和化机浆占到市场份额的 66%。从产地看，南美洲到 2022 年底预计将新增木浆有效产能 300-400 万吨，并且几乎全部为阔叶浆。此外，随着各国环保政策趋严，木片的全球供给增加可能受到限制，将给木浆产能带来潜在压力。

中国国产针叶浆供应几无增加。中国木浆新增产能占到全球纸浆新增产能的 52% 左右，其中 2021 年国内新增木浆产能 248 万吨，以广西太阳、金桂浆纸项目为主，但主要为阔叶浆项目，由于缺乏针叶木片，中国基本无新增针叶浆产能。

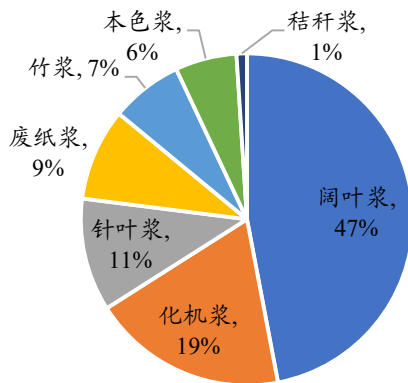
综上，在需求旺盛叠加新产能供给有限的背景下，目前针叶浆供应偏紧的局面将延续，浆价有望维持高位，预计阔叶浆与针叶浆价差将继续拉大。

表 4: 未来南美洲新增纸浆产能

国家	公司	新增纸浆产能	开始投产时间
智利	Arauco	新增 127 万吨	2021Q4
巴西	Bracell	新增 280 万吨	2021Q4
巴西	LD Celulose	投产年产 50 万吨水溶性浆	2022 Q1
巴拉圭	Paracel	投产年产 150 万吨	2022 Q4
乌拉圭	UPM	新增 210 万吨项	2022 Q4
巴西	Suzano	新增 220 万吨	2023 年初
巴西	Euca Energy	新增 210 万吨	2023 年
巴西	Eldorado	新增 230 万吨短纤维浆	未知

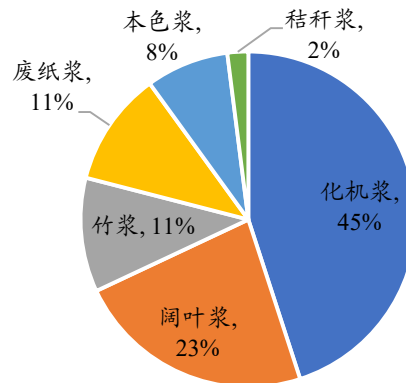
数据来源：公开资料，东北证券

图 19: 2021-2025 年未来全球新增浆种结构



资料来源：卓创资讯，东北证券

图 20: 2021-2025 年未来中国新增浆种结构



资料来源：卓创资讯，东北证券

3. 浆价推动纸价上行，造纸盈利大幅改善

3.1. 新闻纸：主动转型，成效显著

华泰股份拥有全球单厂最大新闻纸生产基地。2006年山东华泰即引进了世界最先进的年产45万吨新闻纸生产线，仅用11个月的建设安装时间就成功投运，创造了世界造纸企业项目建设的奇迹。该项目的成功投产使得华泰新闻纸年产能达到120万吨，标志着华泰成为全球单厂最大的新闻纸生产基地。公司生产的高档新闻纸逐步实现了对进口新闻纸的替代，改变了我国新闻纸依靠进口的局面，降低了国内新闻纸价格，为我国新闻行业的发展做出了重要贡献。

图 21：全球单厂最大年产 120 万吨新闻纸生产基地



数据来源：榆林日报，东北证券

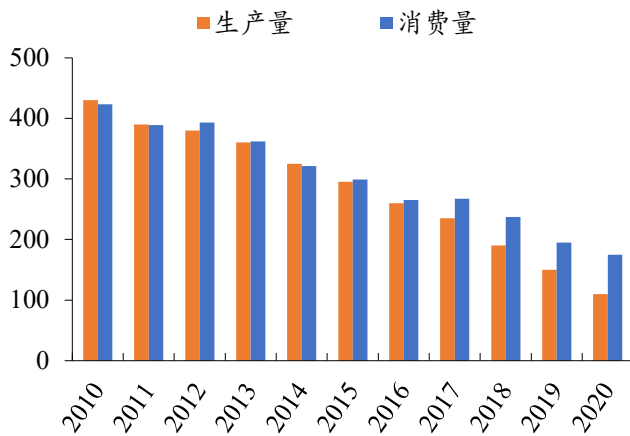
图 22：新闻造纸车间建设安装工程



数据来源：中轻集团官网，东北证券

受电子媒体冲击，新闻纸需求逐年下滑。随着信息传播媒介的更新，报纸等刊物作为传统媒介面临较大冲击，新闻纸采购量逐年减少。根据中国造纸工业年报数据，我国新闻纸产量由2010年的430万吨下降至2020年的110万吨，期间复合增长率为-12.7%，销量由2010年的423万吨下降至2020年的175万吨，期间复合增长率为-8.4%。2020年新冠疫情亦对新闻纸行业造成冲击，据中国报业协会对全国124家用纸量大的报社的用纸量的调查数据，2020年相比2019年用纸量减少的有90家，比例为72.6%，增加和持平的均为17家，比例为13.7%；这124家报社2020年总用纸量为85万吨，同比下降8.8%。

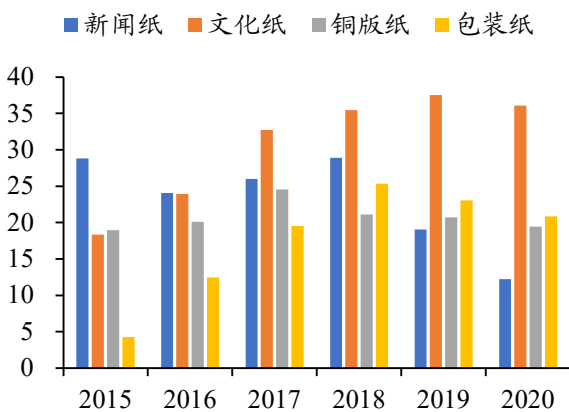
图 23: 2010-2020 年国内新闻纸生产量和消费量 (万吨)



数据来源: 中国造纸工业年报, 东北证券

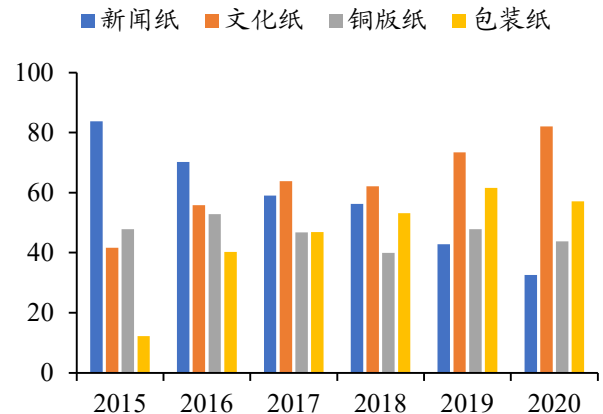
主动收缩新闻纸业务, 优化产业布局。针对新闻纸行业形势变化, 公司主动调整产品结构, 推动新闻纸机改造升级转产文化纸、包装纸, 不断优化产品线。截至目前, 公司原先 6 条新闻纸仅保留总部 1 条年产 45 万吨生产线, 主要供应人民日报、新华社、各省市党刊以及全国人民代表大会材料; 其余 5 条新闻纸生产线转产高档文化纸、包装纸。2015-2020 年公司新闻纸产销量逐年减少, 五年间新闻纸销量从 83.75 万吨减少 61.1% 至 32.56 吨, 同时文化纸、包装纸产销量逐年增加, 五年间公司文化纸销量从 41.66 万吨增长至 82.00 万吨, CAGR 达 14.50%, 包装纸销量从 12.16 万吨增长至 57.04 万吨, CAGR 达 36.22%。公司新闻纸收入占比从 2015 年的 30.6% 降低到 2020 年的 10.0%, 同时文化纸、包装纸收入占比从 2015 年的 19.5%、4.5% 提升至 2020 年的 29.3%、17.0%, 收入结构持续优化, 转型成效显著。

图 24: 2015-2020 年公司各纸种收入 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东北证券

图 25: 2015-2020 年公司各纸种销量 (万吨)

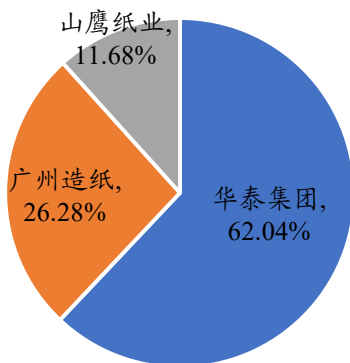


数据来源: 公司年报, 东北证券

新闻纸在公司产业布局中仍具有战略意义。虽然公司新闻纸产量明显减少, 但新闻纸生产规模仍在行业内保持领先地位。由于市场低迷、外废紧缺以及环保政策收紧等原因, 部分纸厂陆续退出新闻纸市场, 目前国内只剩少数几家大型新闻纸生产商, 如华泰纸业、广州造纸集团和山鹰纸业, 2018 年华泰股份新闻纸产能占比为 62.04%, 为国内第一。公司新闻纸毛利率维持在 10-15% 水平, 低于其他纸种, 但新闻纸业务有助于维护公司良好的党政企客户关系, 为公司提供稳定现金流, 具有重要战略意

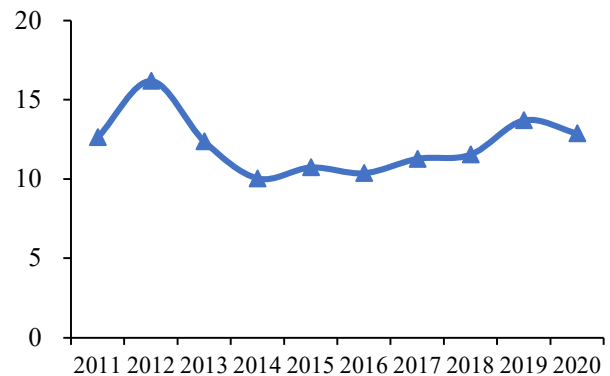
义。

图 26: 2018 年新闻纸行业竞争格局



数据来源: 华经情报网, 东北证券

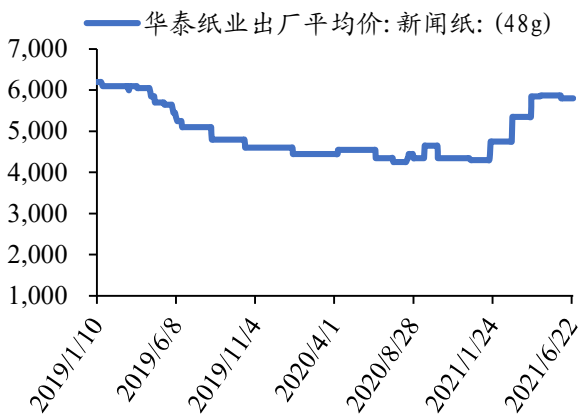
图 27: 2011-2020 年公司新闻纸毛利率 (%)



数据来源: Wind, 东北证券

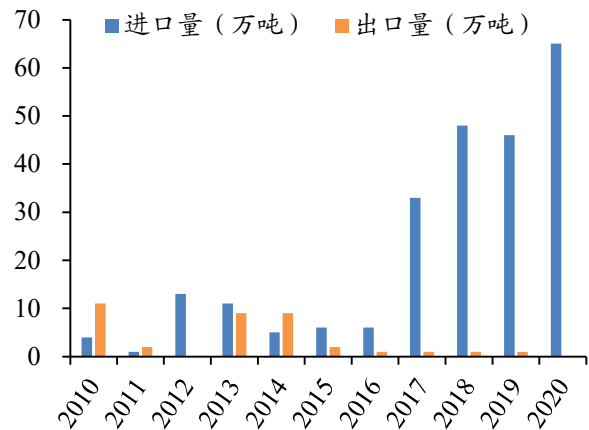
新闻纸价格明显回升, 吨纸盈利改善。新闻纸价格自 2018 年底高位以来不断下降, 至 2020 年中旬达最低点, 仅 4200 元/吨; 另一方面, 近年国外报刊业萧条, 大量低价进口新闻纸转而涌入国内市场, 对于国产新闻纸价格造成了一定程度的冲击。2020 年四季度以来纸浆价格快速上涨推动纸价上涨, 新闻纸价格同步走出低迷, 公司新闻纸经过提价后目前价格达 5800 元/吨, 较低点上涨 38%, 吨纸盈利显著改善。

图 28: 2018 至今新闻纸价格走势 (元/吨)



数据来源: Wind, 东北证券

图 29: 2010-2020 年新闻纸进口量和出口量 (万吨)

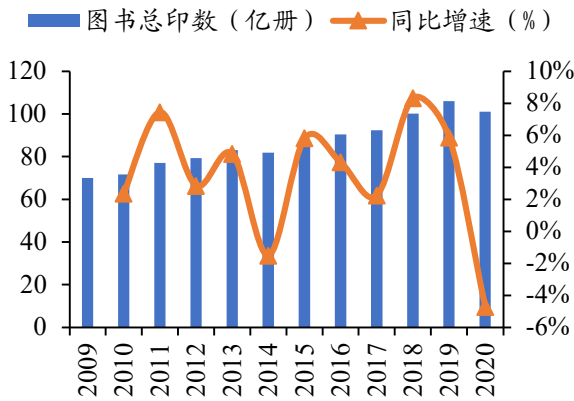


数据来源: 中国造纸工业年报, 东北证券

3.2. 文化纸: 党建和教辅需求拉动增长

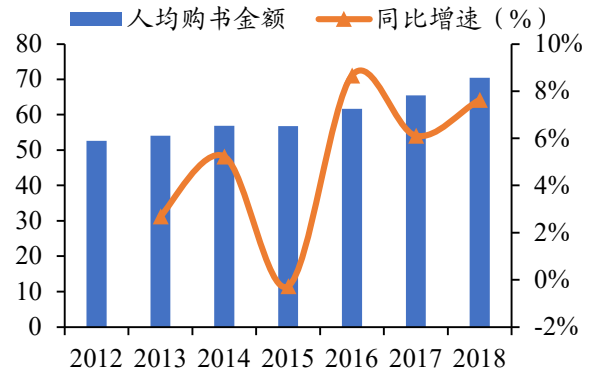
纸质读物市场规模稳步扩大。文化纸包括非涂布的双胶纸和涂布类的铜板纸, 其中双胶纸下游主要供应包括党政读物、教材教辅在内的图书、期刊等, 铜版纸广泛用于画报、广告、风景画等。2010-2020 年我国图书印刷量从 2010 年的 71.7 亿册增长到 2020 年的 101 亿册, 年均增长 3.5%。2019 年中国图书零售市场规模达 1022.7 亿元, 同比上升 14.4%。

图 30: 2009-2020 年我国图书总印数 (亿册)



图片来源: Wind, 东北证券

图 31: 2012-2018 年全国人均购书金额 (元/年) 和同比增长率 (%) 的折线图。

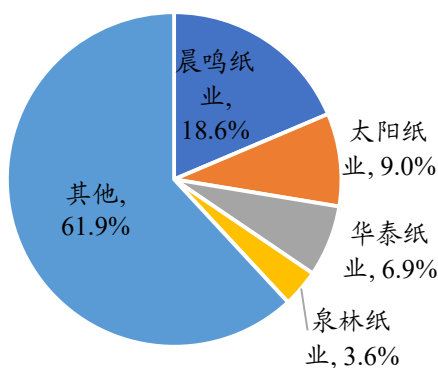


图片来源: 纸业协会, 东北证券

数字媒体无法取代纸质读物需求。随着个人电子消费产品逐渐普及, 电子书快速发展, 但民众对文化产品追求不断提升, 纸质书的印刷和销售量不减反增, 2010-2020 年我国图书印刷量十年间提升接近 50%。虽然数字媒体的进步使得电子阅读成为新的方式, 然而纸质媒体的文化艺术属性和健康舒适的阅读体验是数字媒体无法取代的, 相比于数字化平台上信息的短、平、快属性, 纸质读物对于有特定内容需求的读者也具有更大粘性。预计未来纸质书籍期刊需求仍将实现平稳增长。

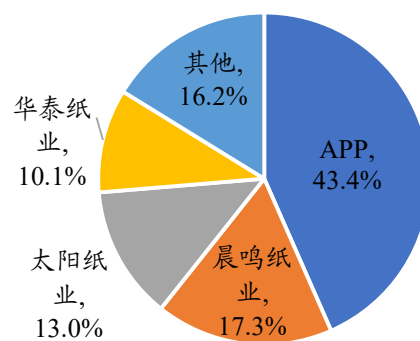
文化纸行业格局不断改善, 龙头企业盈利有望持续提升。文化纸行业集中度近年不断提升, 2019 年我国铜版纸 CR4 达 84%, 双胶纸集中度低于铜版纸, CR4 达 38%。随着行业内中小纸企的出清, 龙头企业的行业份额将不断提升, 产业链话语权将不断加强, 盈利能力有望持续提升。

图 32: 2019 年双胶纸竞争格局



图片来源: 纸业协会, 东北证券

图 33: 2019 年铜版纸竞争格局

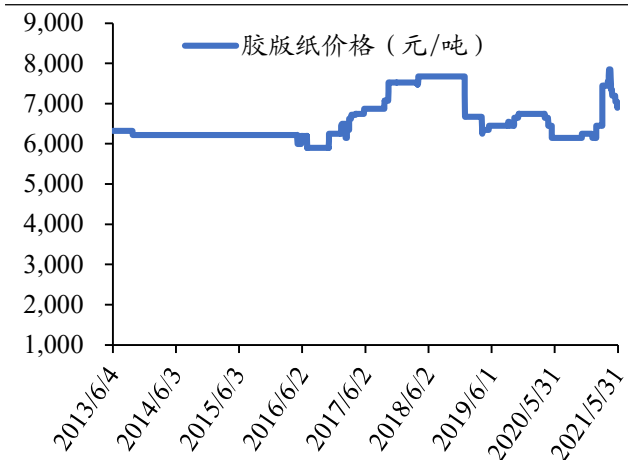


图片来源: 纸业协会, 东北证券

建党 100 周年拉动党刊需求, 文化纸景气度提升。2021 年恰逢建党 100 周年, 我们参考以往建国周年官方刊物的印刷消费量, 预计今年新增文化纸消费量有望达到 50 万吨, 其中今年二季度为印刷旺季, 并且需求在全年都将稳定释放, 受此积极影响文化纸景气度有所提升。另外, 党政刊物对纸质要求和交付时间要求较高, 公司作为国内最大新闻纸制造企业, 生产技术实力雄厚, 并且与人民日报、新华社等建立

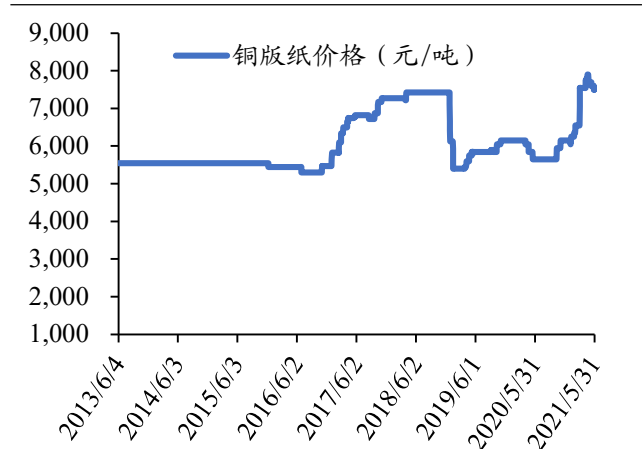
了多年良好合作关系，获取党刊订单具有优先地位，同时党政类高端产品利润率高于普通文化纸，公司盈利有望受益。

图 34: 2013 至今双胶纸价格走势 (元/吨)



数据来源: Wind, 东北证券

图 35: 2013 至今铜版纸价格走势 (元/吨)



数据来源: Wind, 东北证券

积极承接党建需求，订单状况良好。公司将原先新闻纸产线进行改造，现有总部 20 万吨、安徽华泰 15 万吨两条高档文化纸产线，主要供应习总书记讲话读本。2020 年 12 月 30 日，中共中央直属机关采购中心公告，华泰股份独家中标 2021 年《求是》杂志专用纸采购项目，分别为铜版纸 1250 吨和涂布纯质纸 15000 吨。

图 36: 公司高档文化纸生产线



数据来源: 公开资料, 东北证券

图 37: 公司高档文化纸供应党建读物



数据来源: 公司非公党建学院, 东北证券

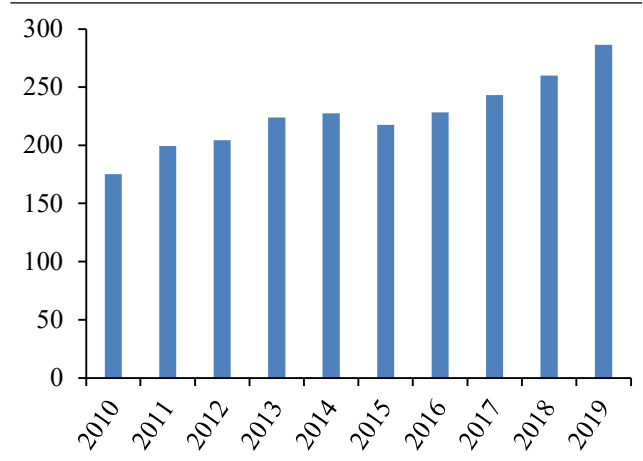
推出“铸魂”教材用纸，打造高档文化纸品牌。随着生育政策的鼓励和青少年教育重视程度的提高，中小学生教辅教材需求平稳增长，2019 年全国中小学课本及教参总销售额 286.3 亿元，同比增长 10.16%。2020 年 10 月，公司推出高档文化纸品牌——华泰“铸魂”品牌文化纸，全部采用进口原生木浆作为生产原料，由华泰 10 号纸机进行生产，表面采用特殊工艺覆涂纸面，纸张经过高温整饰，表面细腻，墨色均匀鲜艳、网点光洁饱满，令字迹更清晰，提高阅读的舒适感。目前华泰“铸魂”品牌高档文化纸已使用到多个省份的教材印刷中。

图 38: 华泰“铸魂”品牌发布会



数据来源: 搜狐新闻, 东北证券

图 39: 全国中小学课本及教参总销售额 (亿元)



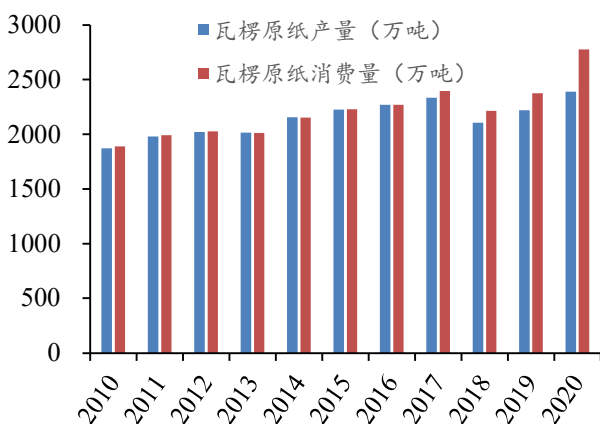
数据来源: Wind, 东北证券

3.3. 包装纸: 受益于电商发展和限塑令, 需求增长空间大

国内疫情得到控制, 物流行业回暖。2020 年随着疫情防控和经济发展的统筹推进, 我国宏观经济和物流运行逐步恢复常态, 到 2020 年 6 月份国内社会物流总额恢复至 2019 年同期水平。截至 2020 年底中国社会物流总额累计达到 300.1 万亿元, 同比增长 3.5%, 物流需求保持回升态势。

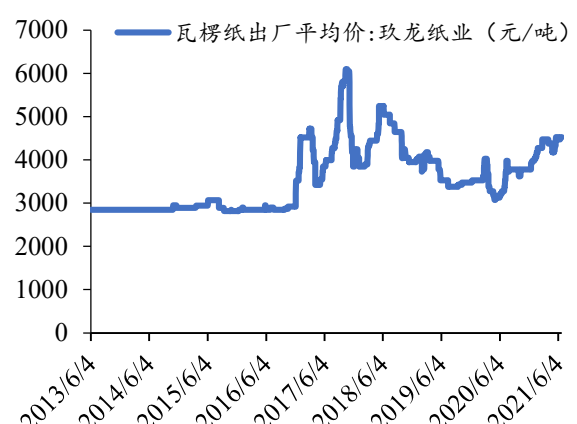
瓦楞纸市场规模逐步扩大, 瓦楞纸价稳中有升。瓦楞纸是一种包装用原纸, 通常做成纸箱、隔板, 下游为与物流行业密切相关的快递包装等。2010-2019 年我国瓦楞纸生产量年均增长 1.9%, 消费量年均增长 2.6%。2020 年受全球疫情蔓延影响, 我国包括防疫物资在内的出口数量在下半年明显增加, 带动瓦楞纸需求增长。2020 年我国瓦楞纸总产量 2390 万吨, 同比增长 7.7%, 预计瓦楞纸市场规模将保持稳步增长, 瓦楞纸价将稳中有升。

图 40: 2010-2020 年瓦楞纸生产量和消费量 (万吨)



数据来源: 中国造纸工业年报, 东北证券

图 41: 2013 年至今瓦楞纸价格走势 (元/吨)

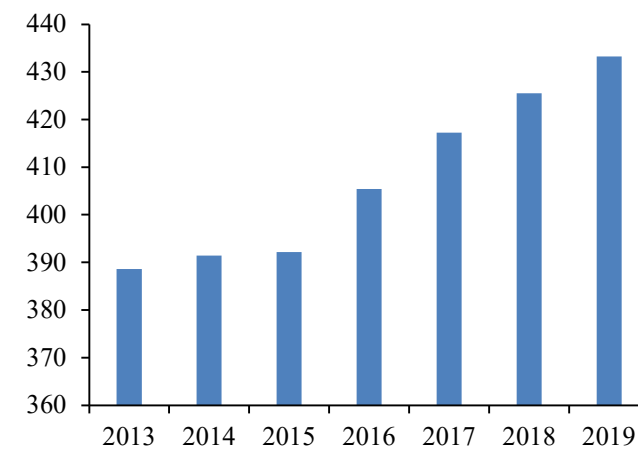


数据来源: Wind, 东北证券

限塑令使塑料制品替代性需求增加, 带动牛皮包装纸量价齐升。2020 年 1 月 1 日起, 国家发改委联合生态环境部公布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》, 重点针对不可降解塑料袋、一次性塑料餐具、宾馆和酒店一次性塑料用品、快递塑料包

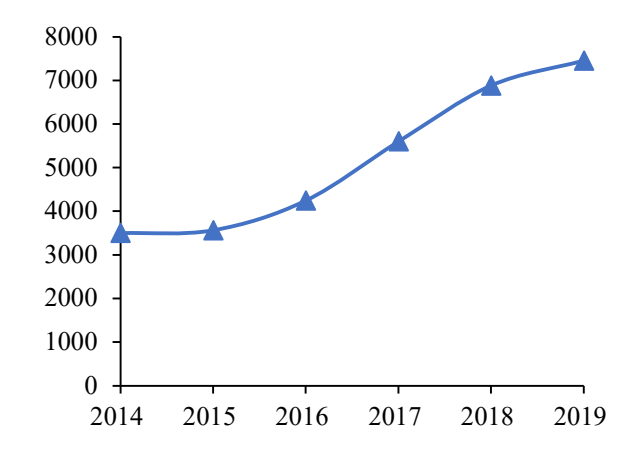
装四个领域提出禁止、限制使用的要求。市面上很多塑料包装制品急需替代品,“以纸代塑”得以迅速推广。此外,疫情催化下独立餐饮方式受到消费者青睐,并且在后疫情时代有望延续,一次性餐食纸制容器迎来需求爆发,以纸吸管、牛皮纸食品包装袋、可降解纸餐盒为代表的纸制品成为造纸行业新风口。2019年中国牛皮纸市场规模约为322.91亿元,同比增加10.3%。受益于行业需求增长,牛皮纸价格近年保持上涨态势,2014-2019年国内牛皮纸价格年均增长达16.3%。

图 42: 2013-2019 年我国牛皮纸产量 (万吨)



数据来源: 智研咨询, 东北证券

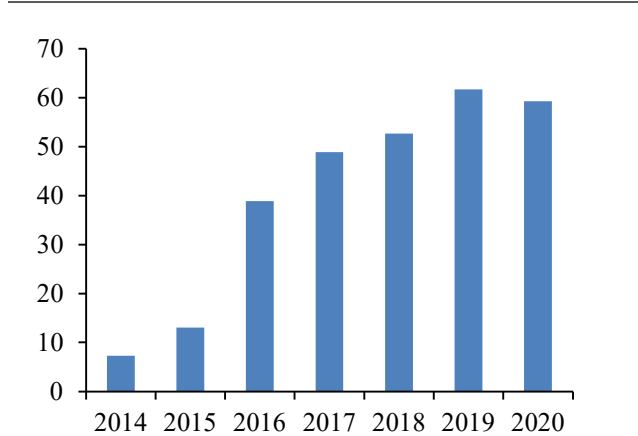
图 43: 2014-2019 年国产牛皮纸价格走势 (元/吨)



数据来源: 智研咨询, 东北证券

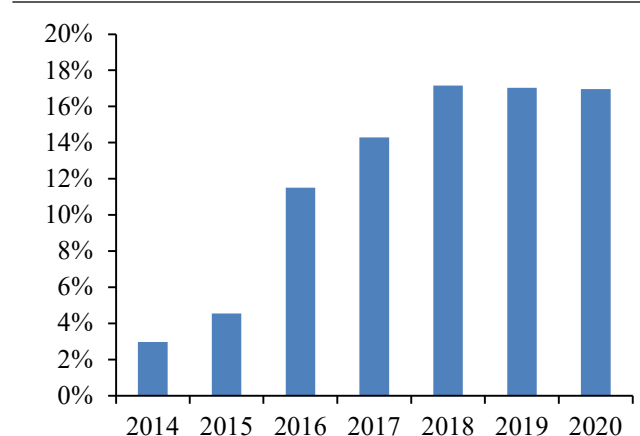
公司推动新闻纸转产, 包装纸业务规模稳步提升。广东华泰、东营华泰利用新闻纸机改造成功开发出低定量高强度瓦楞纸。广东华泰早在 2016 年就具备年产 40 万吨瓦楞纸的产线, 适应了电子产品、快递包装袋等市场需求, 加速了包装行业向轻量化转型的进程, 填补了国内空白。日照华泰积极响应公司小纸机向特种纸、高档纸升级的转型要求, 对胶板纸机进行改造, 成功开发生产出精制牛皮纸, 成为小米、华为手机盒等包装产品的专属供应商。日照华泰生产的纸袋纸、信封档案袋纸、本色牛皮纸等产品已广泛应用于手提袋、购物袋等, 且公司自主研发的防水纸袋纸能够防水防潮, 对塑料袋具有较强替代性。近年公司包装纸产量逐年增长, 从 2014 年的 7.3 万吨增长到 2020 年的 59.3 万吨, 期间复合增速 41.8%, 包装纸业务占比从 2014 年的 2.97% 大幅增长到 2020 年的 16.96%, 公司收入结构持续改善。

图 44: 2014-2020 年公司包装纸产量 (万吨)



数据来源: 公司年报, 东北证券

图 45: 2014-2020 年公司包装纸业务收入占比 (%)



数据来源: 公司年报, 东北证券

3.4. 木浆：新建化学浆产线，提升木浆自给率

建设 70 万吨化学木浆项目，提高木浆自给率。公司目前拥有 35 万吨自有纸浆产能，其中本部一条 10 万吨杨木浆产线，主要作为添加料；日照华泰一条 10 万吨本色化学木浆产线，供日照华泰生产自用；安徽华泰有一条 15 万吨化学浆/溶解浆生产线。为解决造纸原料问题，提升木浆自给率，平抑原材料价格波动，公司公告拟发行不超 11 亿元可转债，用于年产 70 万吨化学木浆项目，项目投资总额 57 亿元，其中液体浆（自用）40 万吨/年，浆板（外销）30 万吨/年，并配套建设碱回收、浆纸废渣焚烧炉等先进环保治理设备设施，其中一期 35 万吨项目目前已开工，预计 2023 年可投产。待 70 万吨化学浆项目全部投产后，公司木浆自给率将从不到 20% 的水平大幅提升至接近 50%。

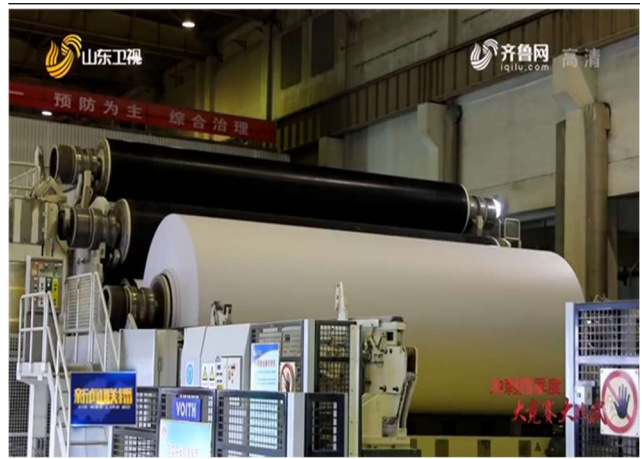
积极推动生产技术革新，降低原材料成本。公司和中国林业科学研究院合作研发出“高得率清洁制浆”技术，用原先难以利用的林业采伐加工剩余物制造高档纸，能够替代近三成的原木浆，每吨成本可降低 500 多元。

图 46：高得率清洁制浆技术获奖仪式



数据来源：公开资料，东北证券

图 47：新闻联播报道高得率清洁制浆技术



数据来源：齐鲁网，东北证券

4. 化工景气回暖，盈利有望改善

4.1. 烧碱价格触底，未来有望修复

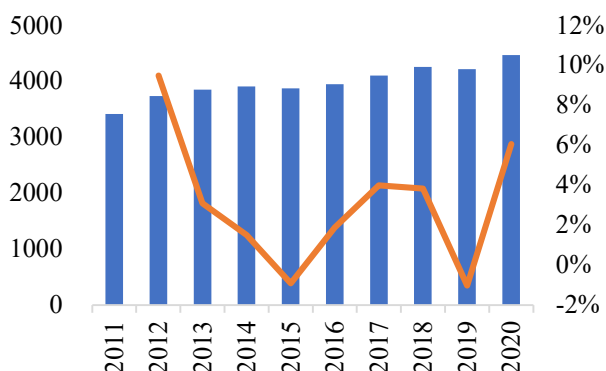
烧碱下游用途广泛，行业规模稳中有升。氯碱化工是以盐和电为原料电解生产烧碱、氯气、氢气，并以它们为原料生产一系列化工产品的基础原材料工业。作为氯碱化工行业的重要产品，烧碱广泛应用于氧化铝、化工、造纸、纺织印染、水处理等工业部门以及日常生活中。中国是世界最大的烧碱生产和消费国，2020年我国烧碱产能占到世界总产能约45%，其中华北、西北和华东地区产能占到全国总产能的约81%。受到我国经济结构转变以及环保整顿等因素影响，近年来我国烧碱产能增速有所放缓，2011-2020年间我国烧碱总产能CAGR为3.0%。2020年国内烧碱总产能达4470万吨，较上一年增长255万吨。同时，行业内单个企业平均产能持续提高，2020年底我国烧碱生产企业数量为158家，较2019年新增5家、退出8家，企业平均产能为28.3万吨，较上一年的27.2万吨继续有所提升。2011-2020年间我国烧碱产量稳中有增，从2011年的2466.2万吨增长至2020年的3643.2万吨，期间CAGR达4.4%。

图 48: 烧碱产业链示意图



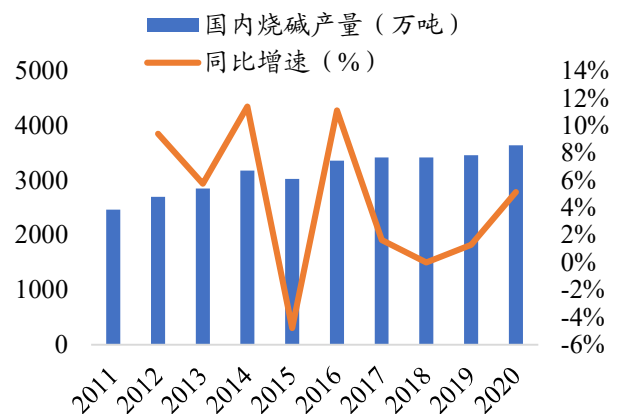
数据来源：智研咨询，东北证券

图 49: 2011-2020 年国内烧碱产能（万吨）



数据来源：Wind，上市公司年报，东北证券

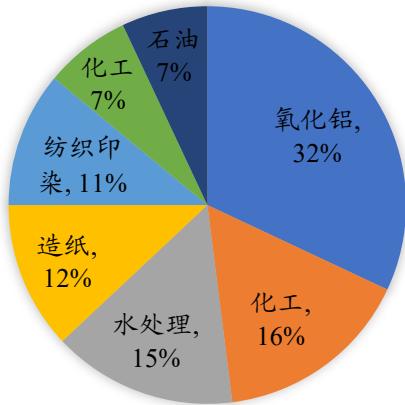
图 50: 2011-2020 年国内烧碱产量（万吨）



数据来源：Wind，东北证券

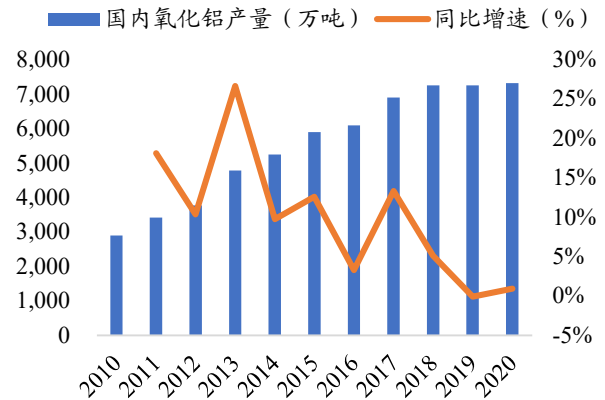
烧碱下游需求中氧化铝占比最大。国内烧碱的下游需求分布中，氧化铝需求占比最大、达到 32%，其次为化工行业，需求占比为 16%，造纸行业需求占比为 12%。我国是世界最大的氧化铝生产国，国内氧化铝产量在 2018 年之前持续增长，由 2010 年的 2893 万吨增长到 2018 年的 7253 万吨，期间氧化铝产量 CAGR 达 12.2%，对烧碱价格形成有效拉动。2019 年以来国内氧化铝产量几无增长，对烧碱价格造成拖累，2020 年我国氧化铝总产量为 7313 万吨，同比增长 0.9%。

图 51: 2019 年国内烧碱下游需求占比



数据来源：中国氯碱工业协会，东北证券

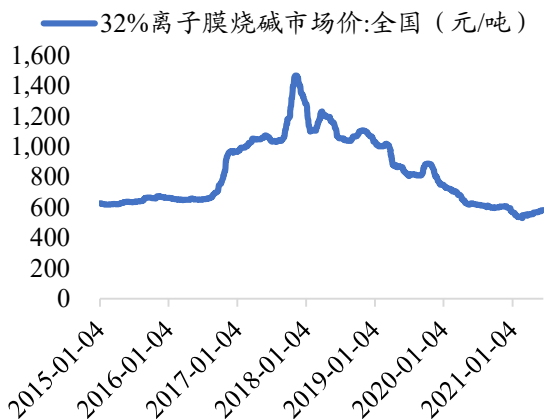
图 52: 2010-2020 年国内氧化铝产量及增速



数据来源：Wind，东北证券

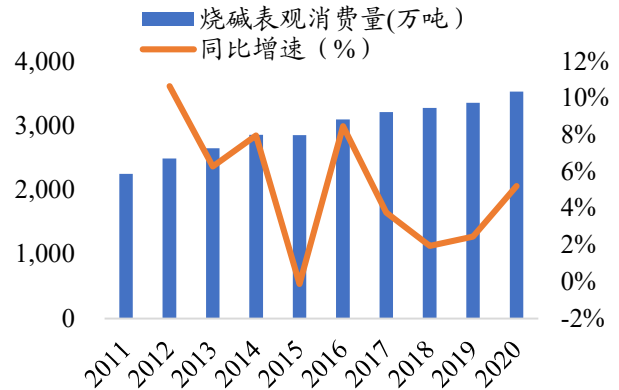
下游需求回暖，烧碱价格有望修复。在国内烧碱新增产能有限以及下游氧化铝、造纸等行业需求增长的共同作用下，烧碱价格从 2016 年下半年起持续上涨，从 2016 年 3 月的 650 元/吨上涨至 2017 年 11 月的 1471 元/吨。自 2017 年底以来，受到下游行业氧化铝以及造纸需求低迷的拖累，叠加行业产能进一步增加，烧碱价格持续下行，2020 年新冠疫情对行业需求造成冲击，烧碱市场继续低迷，价格跌至 3 年多以来的低位。不过，2020 年底以来受全球疫情逐步缓解、经济复苏以及全球流动性宽松影响，国际大宗商品价格开始明显上涨。尽管烧碱下游行业目前仍处于结构调整期，但随着 2021 年下游氧化铝、造纸等行业需求回暖，烧碱价格有望从底部修复，行业盈利有望改善。

图 53: 2015 年至今国内烧碱价格 (元/吨)



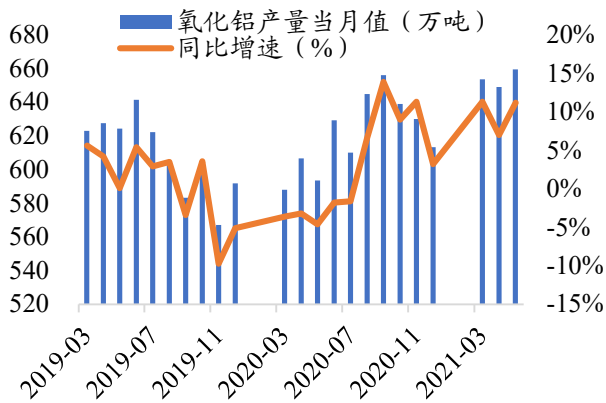
数据来源：Wind，东北证券

图 54: 2015 年至今国内烧碱表观消费量及增速



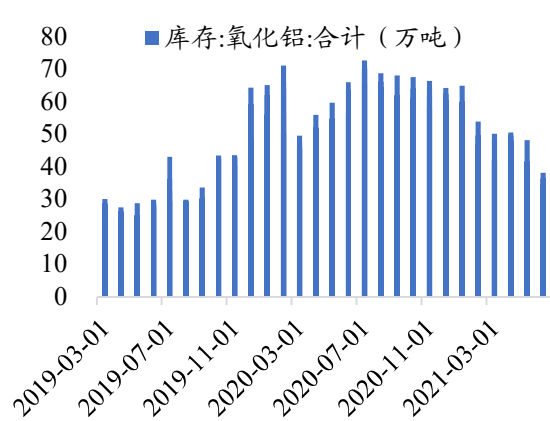
数据来源：Wind，东北证券

图 55: 我国氧化铝产量及同比增速



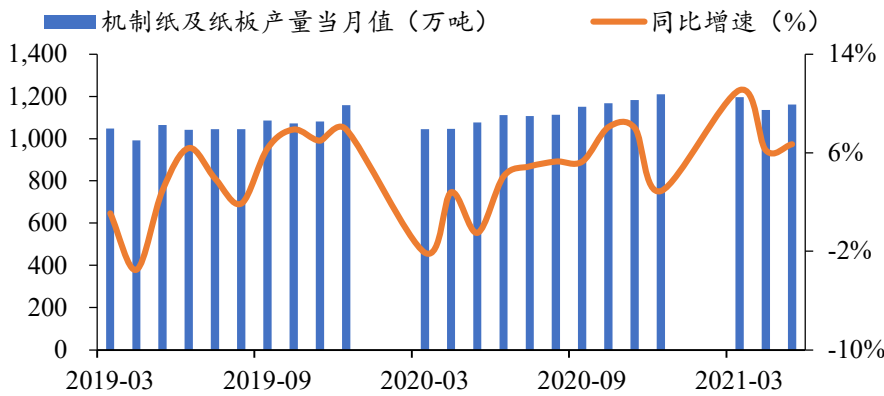
数据来源: Wind, 东北证券

图 56: 我国氧化铝库存水平



数据来源: Wind, 东北证券

图 57: 我国机制纸产量及同比增速



数据来源: Wind, 东北证券

4.2. 液氯市场持续向好，价格不断走强

液氯为烧碱副产品，下游用途广泛。液氯是生产烧碱的副产品之一，下游用途广泛，可用于纺织、造纸工业的漂白，自来水的净化、消毒，镁及其它金属的炼制，制取农药、洗涤剂、塑料、橡胶、医药等各种含氯化物。化工生产中，由聚乙烯与液氯可合成为聚氯乙烯（PVC）、氯化聚乙烯（CPE）等。

图 58: 液氯产业链示意图

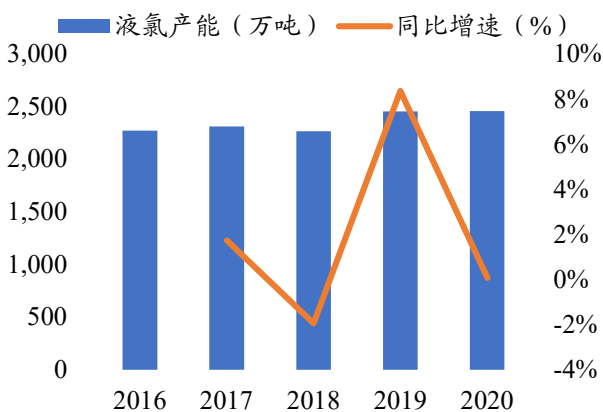


数据来源：智研咨询，东北证券

液氯产能稳中有升，价格不断走强。近年全国液氯产能稳中有升，从2016年的2272万吨增长到2020年的2458万吨，期间CAGR为2.0%。自2019年以来国内液氯市场持续向好，价格不断走强，2021年4月液氯价格最高上涨至2350元/吨，目前价格仍处在相对较高水平。液氯价格不断走高主要由于部分氯碱企业停车、检修造成供应相对短缺，同时下游经过环保整顿及产能结构优化整体运行情况改善，此外氯碱厂在烧碱市场低迷背景下挺价销售液氯。

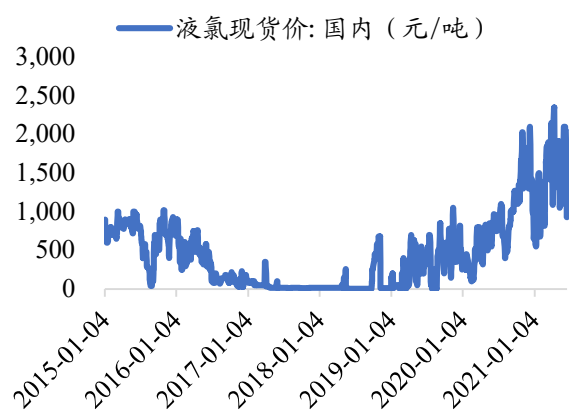
液氯市场持续向好，价格有望维持。目前液氯市场较为乐观，氯碱企业多高负荷生产，预计2021年液氯供应将保持平稳。根据卓创资讯，预计2021年国内PVC将有约280万吨新增产能（大多为配套生产无需外购液氯），还有甲烷氯化物将有66万吨新增产能、CPE将有62万吨新增产能，氯醇法环丙装置将淘汰8万吨产能，整体上液氯需求将有所增加，对液氯价格形成支撑，目前价格水平有望持续。

图 59: 2016-2020 年国内液氯产能（万吨）



数据来源：百川盈孚，东北证券

图 60: 2015 年至今国内液氯价格（元/吨）



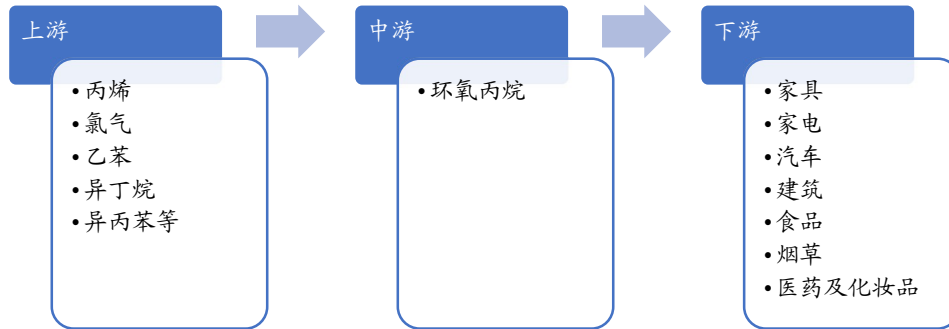
数据来源：Wind，东北证券

4.3. 环氧丙烷供需偏紧，价格创十余年新高

环氧乙烷下游应用广泛。环氧丙烷（PO）是石油化工的重要中间体，是仅次于聚丙烯和丙烯腈的第三大丙烯类衍生物，主要用于生产聚醚多元醇、丙二醇和各类非离

子表面活性剂等，其中聚醚多元醇是生产聚氨酯泡沫、保温材料、弹性体、胶粘剂和涂料等的重要原料，可用于海绵、防火材料、保温材料的生产。环氧丙烷衍生物广泛应用于家具、家电、汽车、建筑、食品、烟草、医药及化妆品等行业，下游产品近百种，是精细化工产品的重要原料。

图 61: 环氧丙烷产业链示意图



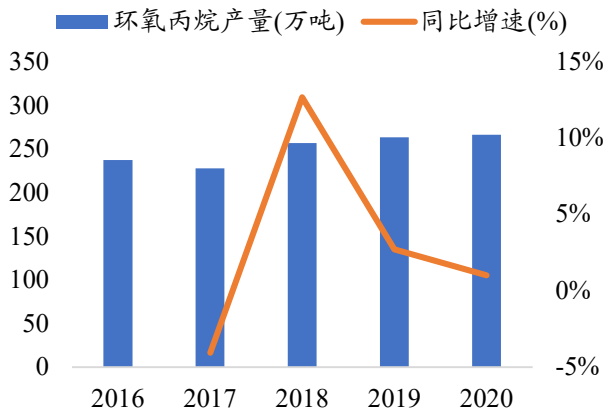
数据来源：智研咨询，东北证券

国内环氧丙烷产销量平稳增长，供需缺口由进口补充。我国环氧丙烷产量和消费量平稳增长，产量从2016年的237万吨增长到2020年的266万吨，期间CAGR为2.9%；表观消费量从2016年的251万吨增长到2020年的313万吨，期间CAGR为5.7%。近年我国环氧丙烷表观消费量一直高于产量，供需缺口依靠进口补充。

受供需偏紧影响，价格创十余年新高。2020年下半年以来，受益于我国疫情恢复较好以及家具、家电等出口回暖等影响，环氧丙烷下游需求端明显恢复，叠加海外沙特、日本、韩国等主要产能地区停机检修导致国内进口量减少，整体市场供需呈偏紧状态，环氧丙烷市场价格持续上行，2021年3月中旬国内现货价最高上涨至19700元/吨，较2020年4月价格最低点6850元/吨上涨188%，创下十余年新高。

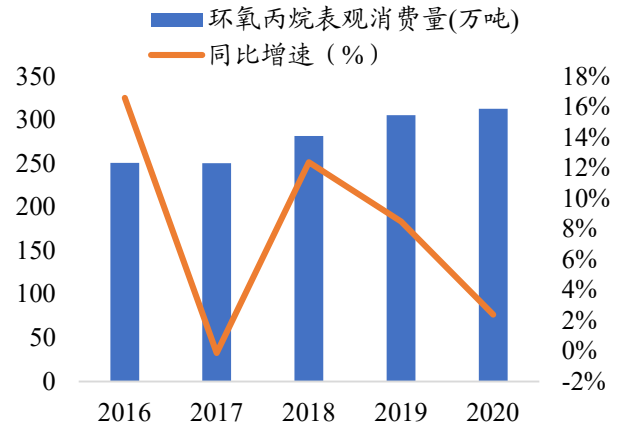
供需紧平衡预期趋缓，较高盈利有望延续。从供给端看，国内部分原定于2020年投产的环氧丙烷新产能由于受到疫情影响有所延迟，如中化泉州20万吨/年PO/SM装置、金岭淮安一期15万吨/年HPPO装置、中海壳牌29万吨/年PO/SM装置以及天津大沽20万吨/年PO/SM装置等，这部分产能预计将于2021年逐步释放，对环氧丙烷市场构成一定压制。另一方面从需求端，从环氧丙烷下游聚醚行业看，部分受疫情延后的新增聚醚装置于2020年下半年开始陆续投产，预计部分产能将于2021年释放，下游需求的恢复将对环氧丙烷价格形成支撑，对于集中度较高的环氧丙烷行业而言市场大幅回调风险不大，行业盈利有望继续保持相对较高水平。

图 62: 2016-2020 年国内环氧丙烷产量及增速



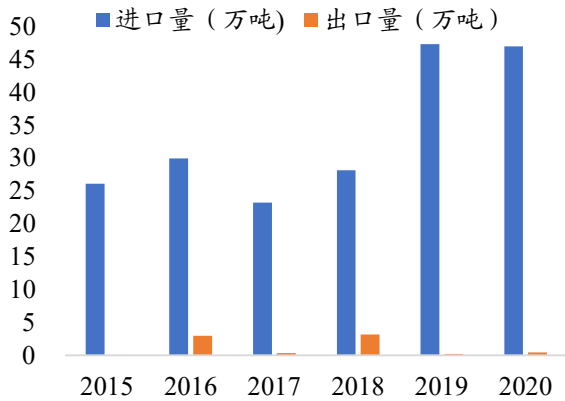
数据来源: 百川盈孚, 东北证券

图 63: 2016-2020 年我国环氧丙烷消费量及增速



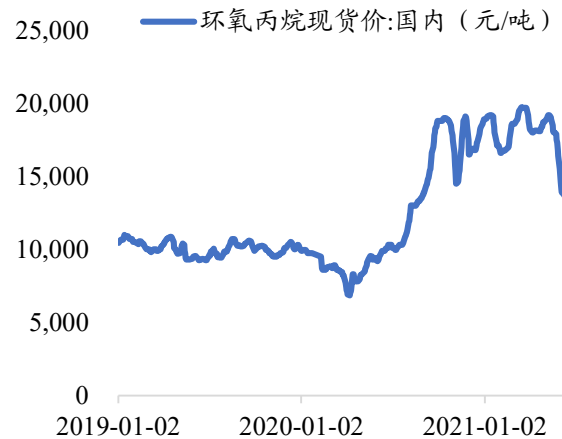
数据来源: 百川盈孚, 东北证券

图 64: 2015-2020 年我国环氧丙烷进出口量(万吨)



数据来源: Wind, 东北证券

图 65: 2019 年至今环氧丙烷价格(元/吨)



数据来源: Wind, 东北证券

4.4. 苯胺需求和出口改善, 价格有支撑

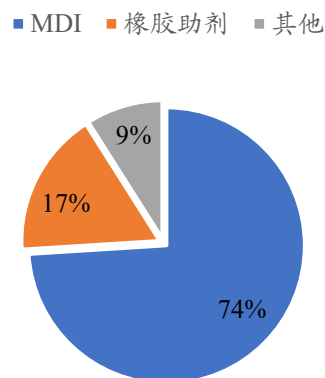
苯胺用途广泛, MDI 生产为最主要消费领域。苯胺是最重要的胺类物质之一, 是重要的有机化工原料, 主要用于制造染料、药物、树脂, 还可以用作橡胶硫化促进剂等。具体看, 我国苯胺大部分用于生产 MDI, 约占总消费量的 74%, 其次为橡胶助剂, 消费占比约 17%。

图 66: 苯胺产业链示意图



数据来源: 立鼎产业研究中心, 东北证券

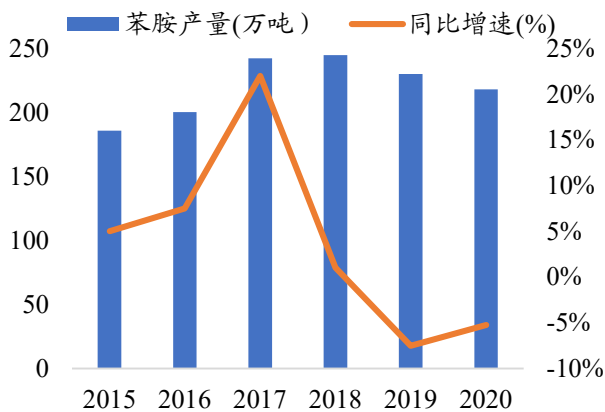
图 67: 我国苯胺消费结构



数据来源: 立鼎产业研究中心, 东北证券

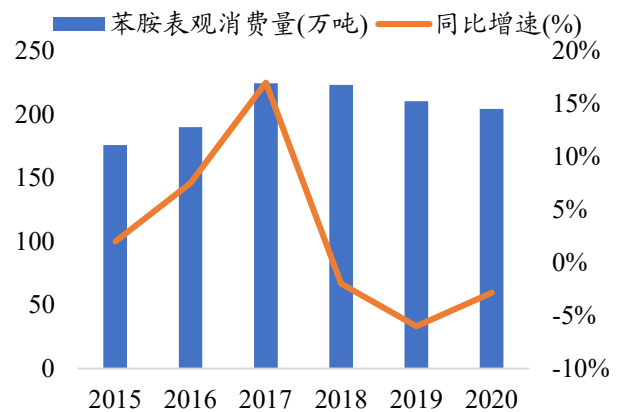
苯胺市场整体供大于求, 受疫情影响出口缩减。我国苯胺行业发展较为成熟。前些年受到 MDI、橡胶助剂等下游需求拉动, 苯胺行业产能迅速扩张, 目前整体处于供大于求局面, 行业产量自 2018 年呈小幅缩减态势, 2020 年我国苯胺行业产量为 218 万吨, 同比下降 5.3%。我国自 2011 年起基本实现苯胺自给自足, 此后成为苯胺出口大国, 2018 年我国苯胺出口达到 21.8 万吨, 达到峰值。受中美贸易摩擦和新冠疫情影响, 2019-2020 年苯胺出口连续下滑, 2020 年出口量仅 15.8 万吨。

图 68: 2015-2020 年国内苯胺产量 (万吨)



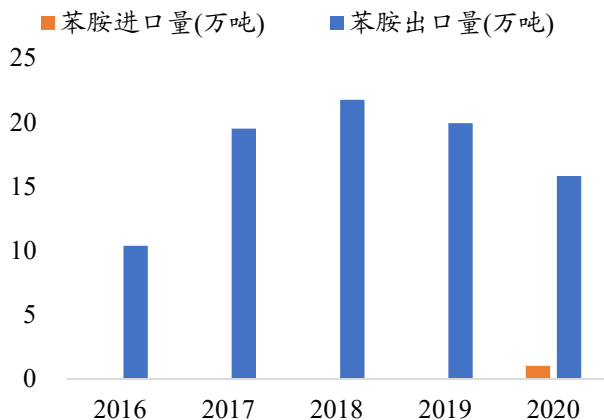
数据来源: 智研咨询, 东北证券

图 69: 2015-2020 年国内苯胺消费量 (万吨)



数据来源: 智研咨询, 东北证券

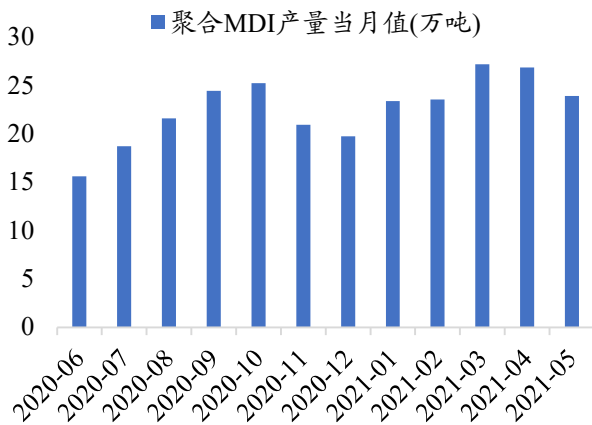
图 70: 2016-2020 年我国苯胺进出口量 (万吨)



数据来源: Wind, 东北证券

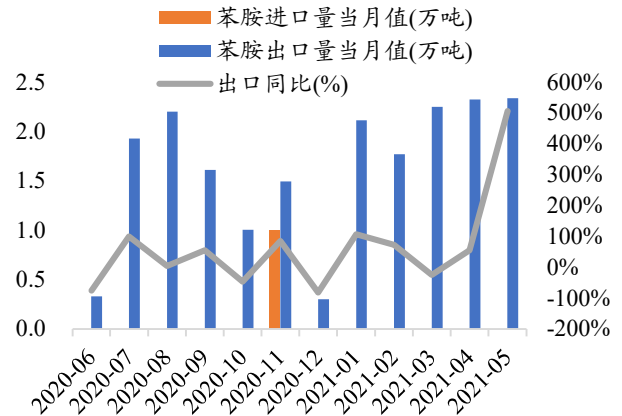
需求和出口恢复苯胺价格回升, 高价有望延续。2020 年上半年受疫情影响以及原油暴跌导致成本端支撑减弱, 苯胺价格持续下行, 价格从 2019 年 11 月的 8650 元/吨一路下行至 2021 年 7 月的 4200 元/吨。2020 下半年起国内下游企业陆续复工需求端有所恢复, 国内聚合 MDI 产量持续增长, 叠加出口恢复, 推动苯胺价格持续上行, 最高涨至 3 月的 13900 元/吨。尽管近期苯胺价格有所回落, 但考虑到需求总体向好, 同时行业经过前几年产能出清供给格局改善, 预计苯胺价格下降空间有限, 目前相对高价有望延续。

图 71: 过去一年聚合 MDI 产量当月值 (万吨)



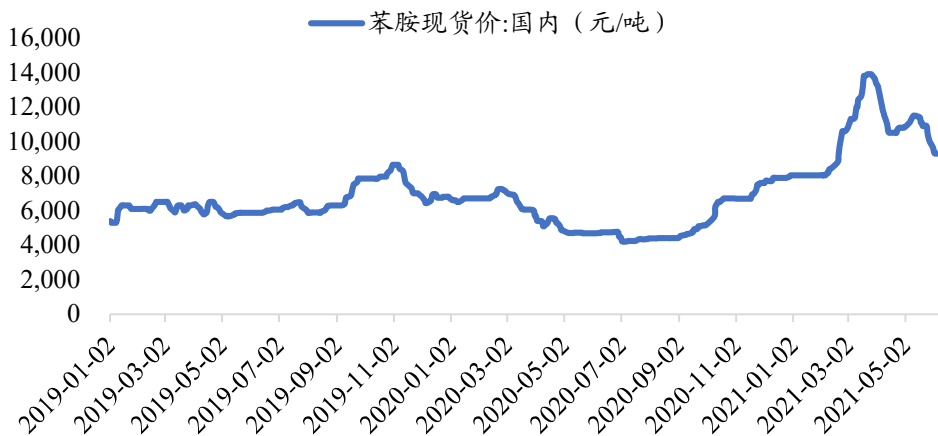
数据来源: 百川盈孚, 东北证券

图 72: 我国苯胺进出口量及同比增速



数据来源: 百川盈孚, 东北证券

图 73: 2019 年至今苯胺价格 (元/吨)



数据来源: Wind, 东北证券

4.5. 产业链不断延伸, 推动化工产品一体化发展

延伸化工产业链, 丰富产品谱系, 增强业务协同优势。公司拥有全国最大的氯碱盐化工基地, 2015 年以来公司以离子膜烧碱为基础, 围绕原盐开采、产品深加工等价值链两端, 重点发展精细化工、高新技术产品等高附加值产品, 大力发展相关氯产品, 优化氯产品结构, 陆续实施了环氧丙烷项目、年产 25 万吨离子膜烧碱搬迁改造项目、年产 10 万吨苯胺项目和年产 5 万吨丁苯胶乳项目等一批产业延伸项目建设, 实现了较好的规模效益, 促进了资源综合利用效率的提升。2021 年起公司将新投产 16 万吨甲烷氯化物和 10 万吨氯乙酸项目, 项目投产后公司化工产业链条将继续拉长, 公司竞争力和抗风险能力有望进一步提升。

5. 盈利预测与估值

我们按照以下假设对公司未来业绩进行预测：

- (1) 未来3年公司造纸产能保持稳定；化工业务中甲烷氯化物一期16万吨项目和氯乙酸一期5万吨项目于2021上半年投产，氯乙酸二期5万吨项目将于2022年底投产，其余化工产品产能保持平稳；
- (2) 未来3年各种纸和化工产品的销量与产能基本匹配；
- (3) 各种纸毛利率在2021年有所提升，在2022-2023年小幅下滑；未来3年各类化工产品毛利率保持平稳；
- (4) 公司各种纸和化工产品价格根据市场情况合理波动；
- (5) 未来3年公司其他业务收入增速为5%，毛利率与2020年持平。

基于以上假设，我们预计2021-2023年EPS分别为1.06/1.17/1.09元，归母净利润分别为12.36/13.65/12.67亿元，当前股价对应PE分别为5.21/4.72/5.09x。从可比公司估值角度看，太阳纸业和晨鸣纸业均为国内头部造纸企业，中泰化工为国内大型氯碱化工企业之一。考虑到太阳纸业、晨鸣纸业的文化纸生产规模行业领先，且均拥有较高比例的自有纸浆产线，具备成本优势，随着新建纸和浆产能将陆续释放，未来业绩增速较快，因此其估值水平应有所溢价；考虑晨鸣纸业的融资租赁业务仍在处在压缩期，其估值水平应有所折价；考虑到中泰化学拥有较为完整的“煤炭-热电-氯碱化工-粘胶纤维-粘胶纱”循环经济产业链，其上下游一体化布局更为完善，因此其估值水平应有所溢价。综上，参考可比公司2021年对应估值，预计公司2021年估值可达7倍，给予目标价7.82元，维持“买入”评级。

表 5: 可比公司估值表

公司	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
华泰股份	64.45	12.36	13.65	12.67	5.21	4.72	5.09
太阳纸业	350.39	39.30	43.48	8.92	8.06	7.39	8.92
晨鸣纸业	242.91	48.77	47.09	4.98	5.16	4.94	4.98
中泰化学	220.44	24.75	27.81	8.91	7.93	6.34	8.91

数据来源：东北证券，Wind

备注：华泰股份盈利预测来自东北证券，太阳纸业、晨鸣纸业、中泰化学盈利预测来自wind一致预测。以上数据更新日期为2021年6月30日收盘后。

6. 风险提示

- (1) 纸价不及预期;
- (2) 纸浆价格波动;
- (3) 化工产品价格不及预期;
- (4) 业绩预测和估值判断不达预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,414	1,112	2,525	4,033
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	1,342	1,803	1,865	1,810
存货	1,298	1,713	1,765	1,723
其他流动资产	951	1,028	1,038	1,030
流动资产合计	6,005	5,656	7,192	8,595
可供出售金融资产				
长期投资净额	477	517	517	517
固定资产	7,248	6,891	6,454	5,904
无形资产	610	644	677	708
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	8,900	8,717	8,413	7,993
资产总计	14,904	14,373	15,605	16,588
短期借款	2,494	0	0	0
应付款项	2,408	3,178	3,275	3,197
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	109	109	109	109
流动负债合计	5,809	4,331	4,460	4,355
长期借款	86	86	86	86
其他长期负债	157	157	157	157
长期负债合计	244	244	244	244
负债合计	6,052	4,575	4,703	4,598
归属于母公司股东权益合计	8,719	9,701	10,832	11,945
少数股东权益	133	97	70	45
负债和股东权益总计	14,904	14,373	15,605	16,588

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	12,308	16,535	17,101	16,597
营业成本	10,591	13,978	14,405	14,058
营业税金及附加	98	131	136	132
资产减值损失	-75	0	0	0
销售费用	27	36	37	36
管理费用	412	554	573	556
财务费用	107	49	-23	-27
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	19	25	26	25
营业利润	850	1,568	1,748	1,622
营业外收支净额	-10	-10	-10	-10
利润总额	840	1,558	1,737	1,612
所得税	193	358	399	370
净利润	647	1,200	1,338	1,242
归属于母公司净利润	696	1,236	1,365	1,267
少数股东损益	-50	-36	-27	-25

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	647	1,200	1,338	1,242
资产减值准备	37	0	0	0
折旧及摊销	906	1,128	1,160	1,186
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	138	72	6	6
投资损失	-15	-25	-26	-25
运营资本变动	740	63	5	0
其他	34	8	8	8
经营活动净现金流量	2,487	2,446	2,491	2,416
投资活动净现金流量	-1,386	-683	-542	-403
融资活动净现金流量	-494	-3,066	-536	-506
企业自由现金流	452	1,547	1,817	1,890

财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标				
每股收益 (元)	0.60	1.06	1.17	1.09
每股净资产 (元)	7.47	8.31	9.28	10.23
每股经营性现金流量	2.13	2.10	2.13	2.07
成长性指标				
营业收入增长率	-9.1%	34.3%	3.4%	-2.9%
净利润增长率	2.4%	77.5%	10.4%	-7.2%
盈利能力指标				
毛利率	13.9%	15.5%	15.8%	15.3%
净利润率	5.7%	7.5%	8.0%	7.6%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	20.42	20.42	20.42	20.42
存货周转率 (次)	44.72	44.72	44.72	44.72
偿债能力指标				
资产负债率	40.6%	31.8%	30.1%	27.7%
流动比率	1.03	1.31	1.61	1.97
速动比率	0.77	0.84	1.15	1.51
费用率指标				
销售费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用率	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
财务费用率	0.9%	0.3%	-0.1%	-0.2%
分红指标				
分红比例	29.8%	40.4%	38.8%	39.5%
股息收益率	3.2%	7.8%	8.2%	7.8%
估值指标				
P/E (倍)	8.68	5.21	4.72	5.09
P/B (倍)	0.69	0.66	0.59	0.54
P/S (倍)	0.52	0.39	0.38	0.39
净资产收益率	8.0%	12.7%	12.6%	10.6%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

唐凯: 美国纽约州立大学宾汉姆顿分校会计学硕士, 武汉大学经济学学士、数学学士。现任东北证券轻工组组长。曾任尼尔森(上海)分析师, 久谦咨询有限公司咨询师, 东海证券研究员。具有6年证券研究从业经历。

陈渊文: 同济大学土木工程专业博士, 东南大学土木工程专业本科, 现任东北证券轻工组研究人员。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深300指数为市场基准, 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)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
----	------	----	----

公募销售
华东地区机构销售

阮敏 (总监)	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-61001805	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-61001807	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-61002025	13122617959	liuyq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn

华北地区机构销售

李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034553	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn

华南地区机构销售

刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengll@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
王星羽	021-61005736	15622820131	wangxy_7550@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn

非公募销售
华东地区机构销售

李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn