



造纸行业：需求边际复苏有望催化估值修复



基本面改善或仍曲折，估值修复催化剂正在显现 2022 年以来，造纸行业经历了供需关系恶化和主要纸种利润率的全面收缩。

但随着 2023 年对“稳增长”的进一步侧重，我们预计内需有望迎来边际改善。截至 12 月 8 日，造纸板块(定义同表 2 注释)交易在 0.8x2023E 平均 P/B，较 2012 年以来的历史平均低 28%。虽然 2023 年行业仍需面临出口降速、产能增长仍在高位的挑战，基本面的复苏可能仍然曲折，但在内需逐步向好的方向更为明晰的情况下，我们认为估值修复的契机已经出现。维持对造纸行业“增持”评级。低估值是我们的优选。

内需向好，但出口降速抑制需求复苏斜率

我们预计防控政策的不断优化有望推动居民收入预期改善和可支配收入增长提速，提振居民消费。在“保交楼”政策逐步加码之下，我们预计房地产相关商品的生产和销售同样有望逐步企稳。但另一方面，在内需逐步向好的方向已然较为明确的情况下，海外主要经济体的降速可能对需求复苏的斜率形成抑制，尤其是对外需依赖度较高的纸种。白卡纸 2021 年净出口量占当年产量 11%；而我们估计箱板瓦楞纸的下游纸制品——瓦楞纸箱有约 25%作为外包装跟随商品出口，终端消费地在海外。

产能增长仍处高位，行业出清或需要更长时间

由于缺乏抑制产能增长的产业政策、全球主要经济体 2020-2021 年扩张性的财政和货币政策推升了需求增长的预期，造纸行业的产能增长在

2022-2023 或仍处于高位。我们预计 22-23 年箱板瓦楞纸产能增速为 6.8%/5.7%，白卡纸为 11.7%/14.4%，生活用纸为 8.4%/3.5%，双胶纸为 8.2%/14.3%，铜版纸为 0%/0%。新产能的释放可能会使行业面临更漫长的再平衡过程，但另一方面，这也有望使潜在的低效产能的出清变得更为彻底，使行业完成出清后的潜在盈利修复较以往更为强劲和持续。

包装类纸种挑战仍然严峻，铜版纸供需修复最乐观由于外需占比高、产能增长仍在高位，我们预计 2023 年以箱板瓦楞纸和白卡纸为代表的包装类纸种仍将面临较为严峻的供需挑战。得益于没有新增产能、对外需依赖度低(2021 年净出口量为当年产量 5%)、展会等线下场景的活跃度提升带来的需求边际改善更为显著，我们预计铜版纸有望成为 2023 年盈利改善最为显著的纸种。

风险提示：海外经济体降速快于预期，房地产政策严于预期。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49956

