



# 3Q22 造纸回顾：筑底分化 潜龙在渊



## 业绩回顾

### 3Q22 造纸板块业绩低于我们及市场预期

3Q22 造纸板块业绩低于我们及市场预期，主要系纸浆成本高位+需求未见明显修复；而位于产业链上游的浆厂则在本轮景气周期下享受丰厚盈利。

## 发展趋势

纸浆：浆厂盈利再创新高，资源为王时代下强者愈强。自去年 11 月以来，浆价涨幅超 50%、且高位横盘约三个季度。在本轮纸浆景气周期下，上游浆厂享受丰厚盈利，3Q 盈利再创新高。展望后市，我们认为年末重要变量在 Arauco 项目，若 11 月末落地，我们认为 12 月海外浆厂报盘面价可能松动、但幅度有限；若 1Q23UPM 项目落地，我们认为 1H23 浆价拐点可能初显，给予纸厂囤低价浆窗口；而 2H23 浆价走势取决于全球主要消费区需求情况，若内需企稳修复+欧美需求衰退，我们认为价格下滑幅度有限，但我们提示若内需疲弱延续，不排除 2H23 浆价出现快速下落可能。

特种纸：3Q22 龙头韧性仍存，静待浆价下跌弹性显现。3Q22 纸浆成本环比继续提升，需求疲弱+纸价高位下纸厂继续提涨存在难度，故行业单季度盈利环比承压，但部分龙头仍呈现出应有抗风险能力与价格韧性。展望后市，我们看好 4Q 龙头提价传导大部分成本压力；若 2023 年浆价下跌预期兑现，我们看好特种纸板块呈现强劲盈利弹性。我们首推全品类龙

头仙鹤股份。

浆纸系纸种：盈利筑底分化，静待需求拐点。3Q22 文化纸进入传统教材教辅招投标旺季、需求略有修复；但社会订单持续疲弱，铜版纸+白卡纸需求未见修复、提价存在较大难度，同时 3Q22 行业纸浆成本进一步上升，盈利持续承压。此外行业内龙头仍有较大规模扩产规划，集中在白卡纸及双胶纸，若需求持续疲弱，我们认为行业供需格局可能恶化，我们提示不排除后市出现纸价下探、盈利继续下坠可能。我们长期推荐龙头太阳纸业。

废纸系纸种：停机去库仍难破局，静待需求恢复提振价格。3Q22 行业需求偏弱+库存走高+成本高位，7 月底玖龙率先开启大规模停机活动，7-9 月行业减产在 100 万吨+，我们认为三季度龙头策略为停机去库、以待旺季提振纸价。但“金九银十”至今，行业需求仍未见明显修复+国废走低、成本支撑弱化，纸价继续下探至 2019-20 年低位，且当前库存仍高。展望后市，我们认为若需求持续偏弱，纸价可能继续下探；但当前废纸价格快速走低、若需求略有修复，我们建议关注山鹰国际、玖龙纸业估值修

**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\\_48346](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48346)

