

轻工制造

从四个角度阐述造纸与传统周期的差异

造纸板块一周回顾：木浆系：进口针叶浆均价 6543 元/吨，较上周上涨 43 元/吨，进口阔叶浆 5845 元/吨，较上周上涨 27 元/吨，木浆现货价格企稳上行；铜版纸周均价 6700 元/吨，环比持平，双胶纸周均价 6883 元/吨，环比持平，文化用纸价格企稳；白卡纸周均价 5376 元/吨，环比持平。

废纸系：国废黄板纸报收 2909 元/吨，环比上涨 45 元/吨，国废调整只延续了一周时间，本周出现回升；箱板纸报收 5260 元/吨，环比下调 66 元/吨，瓦楞纸报收 4645 元/吨，环比下调 62 元/吨，白板纸报收 4900 元/吨，环比持平。本周规模以上纸厂开始上调国废回收价格，箱板瓦楞纸价格上调将随之到来，预计下周箱板瓦楞纸出厂价格将重回上升通道。

仍然持续看好造纸行业龙头公司发展趋势，造纸有其区别于其他周期行业的自有特性。一、需求增长相对平稳，受经济周期波动影响小；二、废纸进口新政使原材料端未来呈较确定的短缺趋势，未来原材料限制产能释放，抑制供应释放；三、原料成本差异使得行业间大中小型企业盈利能力存在差异，大厂拥有底层利润；四、造纸行业龙头公司拉开原材料进口替代序幕，成长空间更大。

风险提示：原材料价格出现大量波动，行业竞争大幅加剧。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 丁琼

执业证书编号：S0680513050001

邮箱：dingqiong@gszq.com

相关研究

- 1、《轻工制造：废纸供应明显减少，为何箱板瓦楞纸还不涨价？》2018-07-22
- 2、《轻工制造：包装虽好，也莫贪杯，造纸暂弱，后劲十足》2018-07-18
- 3、《轻工制造：造纸逐步回归季节性需求波动，包装将朝合理利润空间回归》2018-07-15

建议关注组合

股票代码	股票名称	投资							
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
603008	喜临门	0.72	0.94	1.25	1.64	25.70	19.45	14.58	11.12
603816	顾家家居	1.92	2.49	3.27	4.17	30.70	26.43	20.15	15.81
603833	欧派家居	3.09	4.07	5.27	6.75	38.19	28.53	22.02	17.19
002303	美盈森	0.23	0.32	0.42	0.56	31.01	18.37	13.83	10.49
002831	裕同科技	2.33	2.58	3.30	3.91	23.99	20.69	16.16	13.63
002228	合兴包装	0.13	0.29	0.30	0.38	32.52	19.48	18.82	14.95
600308	华泰股份	0.58	0.7	0.83	0.99	10.88	6.93	5.86	4.91
002078	太阳纸业	0.78	1.04	1.23	1.41	11.89	9.03	7.62	6.64

资料来源：Wind 一致预期，贝格数据，国盛证券研究所



内容目录

一、周度观点：从四个角度阐述造纸与传统周期的差异	4
1.1 造纸终端需求增长平稳，受经济周期波动影响小	4
1.2 供给面受进口废纸新政的影响，原材料短缺趋势明显，未来可弱化新增产能投放对供给的冲击	5
1.3 原材料渠道结构差异使行业大中小型企业盈利能力存在差异，大厂拥有底层利润	6
1.3.1 箱板瓦楞纸行业，大小企业在成本结构上的主要差异在内外废原材料比例上.....	6
1.3.2 木浆系纸张行业，大中小企业的原材料渠道结构具有较大差距.....	7
1.3.3 大型木浆系造纸企业相对于中小企业具备较大的原材料成本优势	8
1.3.4 国内外废纸价差将保持持续扩大趋势，外废额度价值将得到提升	8
1.4 造纸行业龙头公司拉开原材料进口替代序幕，成长空间更大	9
二、轻工造纸行业周数据.....	9
2.1 各纸种价格变化情况	9
2.2 原材料价格变化情况	11
三、轻工家居行业周数据.....	11
四、风险提示	13

图表目录

图表 1: 印刷业主营业务收入及同比增速.....	4
图表 2: 规模以上快递业务量及同比.....	5
图表 3: 各纸种新增产能增长汇总 (万吨)	5
图表 4: 废纸进口额度.....	6
图表 5: 废纸进口数量.....	6
图表 6: 国内外废纸价格对比.....	7
图表 7: 废纸系大小厂成本差异测算.....	7
图表 8: 木浆系原材料渠道结构一览.....	7
图表 9: 全球阔叶浆供需及开工率.....	8
图表 10: 全球针叶浆供需及开工率.....	8
图表 11: 国际木浆产能投产年限	8
图表 12: 原材料进口依存度.....	9
图表 13: 铜版纸价格变化趋势 (元/吨)	10
图表 14: 双胶纸价格变化趋势 (元/吨)	10
图表 15: 白卡纸价格变化趋势 (元/吨)	10
图表 16: 白板纸价格变化趋势 (元/吨)	10
图表 17: 箱板纸价格变化趋势 (元/吨)	10
图表 18: 瓦楞纸价格变化趋势 (元/吨)	10
图表 19: 木浆价格变化趋势 (元/吨)	11
图表 20: 固废价格变化趋势 (元/吨)	11
图表 21: 国际进口浆价格变化趋势 (美元/吨)	11
图表 22: 美废价格变化趋势 (美元/吨)	11
图表 23: 家具零售额 (亿元) 及同比增速 (%)	12
图表 24: 建材家居卖场销售额 (亿元) 及同比增速 (%)	12
图表 25: 商品房销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)	12
图表 26: 住宅销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)	12

图表 27: 板材价格变化趋势.....	12
图表 28: 五金材料价格变化趋势.....	12

一、周度观点：从四个角度阐述造纸与传统周期的差异

木浆系：进口针叶浆均价 6543 元/吨，较上周上涨 43 元/吨，进口阔叶浆 5845 元/吨，较上周上涨 27 元/吨，木浆现货价格企稳上行；铜版纸周均价 6700 元/吨，环比持平，双胶纸周均价 6883 元/吨，环比持平，文化用纸价格企稳；白卡纸周均价 5376 元/吨，环比持平。

废纸系：国废黄板纸报收 2909 元/吨，环比上涨 45 元/吨，国废调整只延续了一周时间，本周出现回升；箱板纸报收 5260 元/吨，环比下调 66 元/吨，瓦楞纸报收 4645 元/吨，环比下调 62 元/吨，白板纸报收 4900 元/吨，环比持平。本周规模以上纸厂开始上调国废回收价格，箱板瓦楞纸价格上调将随之到来，预计下周箱板瓦楞纸出厂价格将重回上升通道。

我们在市场对周期行业预期悲观时，仍然持续看好造纸行业龙头公司发展趋势，是因为我们认为，造纸有其区别于其他周期行业的自有特性。

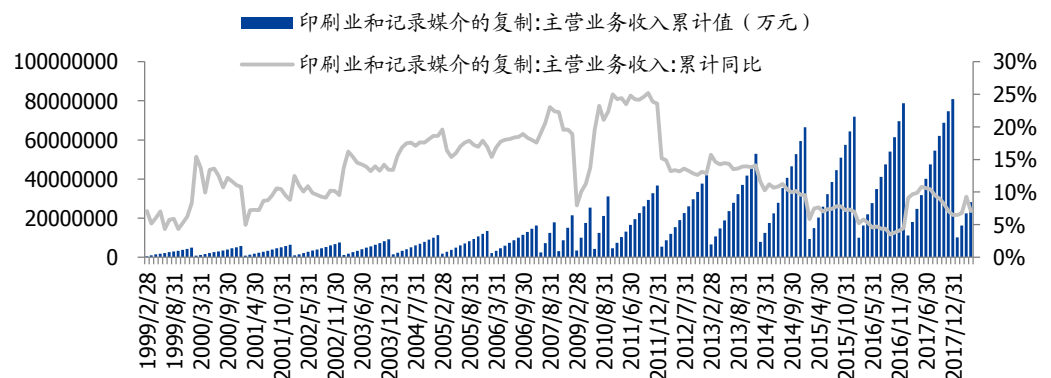
- 一、需求增长相对平稳，受经济周期波动影响小。
- 二、废纸进口新政使原材料端未来呈较确定的短缺趋势，未来原材料限制产能释放，抑制供应释放。
- 三、原料成本差异使得行业间大中小型企业盈利能力存在差异，大厂拥有底层利润。
- 四、造纸行业龙头公司拉开原材料进口替代序幕，成长空间更大。

1.1 造纸终端需求增长平稳，受经济周期波动影响小

由于造纸行业终端运用面太广，因此终端需求数据是无法统计的，行业统计造纸需求的数据多为表观消费量，可能对研究造纸需求造成一定的误导。表观消费量=产量+进口量-出口量，实际等于终端需求量+库存变化量。如果把表观消费量误认为终端需求量就会忽略行业库存变化这个重要因素，因此我们在估算终端需求量时，会使用占比较高下游的数据进行定量分析。

文化纸下游是出版印刷业，出版印刷业收入增速在 2011 年时受到电子阅读行业兴起的影响，出现回落，但增速一直为正，2016 年增速见底回升，2017 年全年国内印刷业营收同比增长 9.5%，2018 年 1-5 月同比增长 7.1%，印刷业回暖拉动文化纸行业需求平稳增长。

图表 1：印刷业主营业务收入及同比增速

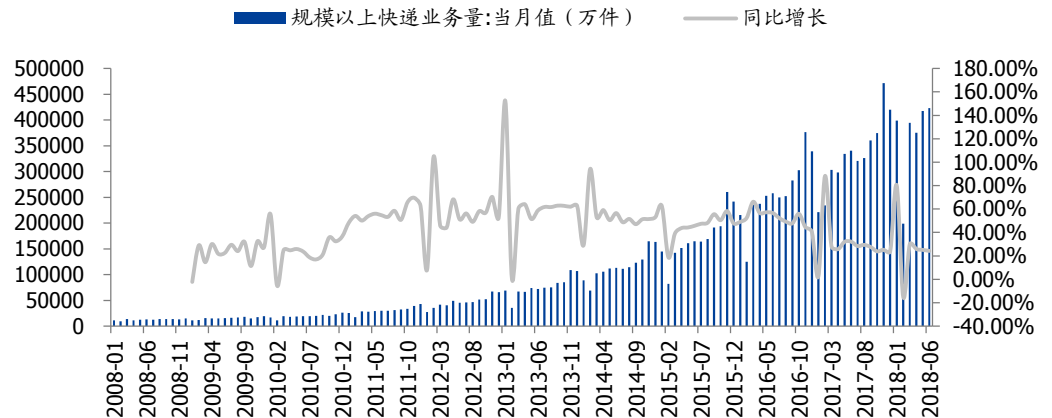


资料来源：Wind，国盛证券研究所

包装纸下游是包装行业，广泛运用于社会商品流通的各个环节，只要商品需要移动和运输，都要用到包装纸，且纸包装由于其环保特性，正在终端运用中逐步渗透，近年，大量塑料包装在被纸包装逐渐代替。

包装纸的需求三驾马车是快递、出口和消费。截止 18 年 1-5 月，社会零售总额同比增长 9.5%；2018 年 1-6 月，出口总额呈现复苏的趋势，同比增长 12.8%；快递业务量由于电子商务的迅速发展呈现出高速增长态势，同比增长 25.8%。在下游需求增长的拉动下，包装纸的需求扩张明显。

图表 2: 规模以上快递业务量及同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2 供给面受进口废纸新政的影响，原材料短缺趋势明显，未来可弱化新增产能投放对供给的冲击

造纸行业未来两年新增产能主要集中在箱瓦纸环节，我们预计 2018-2019 年箱瓦纸行业合计新增产能 1180 万吨，占当前总产能的 20%左右，市场担心箱瓦纸行业新建产能将较大程度冲击行业供需平衡。

图表 3: 各纸种新增产能增长汇总 (万吨)

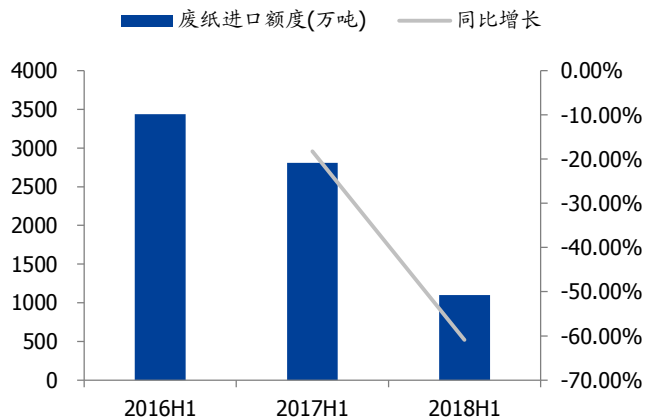
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
箱板纸	211	156	193	69	295	-50.8	-6.9	138	387	282
瓦楞纸	185	131	29	71.3	131.3	68.1	195.5	156.7	393	118
双胶纸	109	194.5	-8.7	53	-64	134	-135.5	48	71	0
铜版纸	100	120	-36	-32	-29	-7	-85	0	0	0
白卡纸	35	38	60	230	135	-12	170	22	0	75
新闻纸	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他	60	40	80	50	20	40	30	30	30	30
产能合计	700	679.5	317.3	441.3	488.3	172.3	168.1	394.7	881	505

资料来源: 纸业联讯, 国盛证券研究所

近两年，政府对进口废纸出台了一系列的限制政策，目标是未来三年废纸进口量降至 0，这使得 2017 至 2018 年上半年，环保部批复的“进口废纸”额度呈逐年下滑趋势，与此同时废纸进口量自 2017 年下半年以来出现断崖式下跌走势。2017 年进口废纸总额 2500 万吨左右，若出现极端的三年归零情况，未来平均每年预计将减少废纸供应量不低于 800

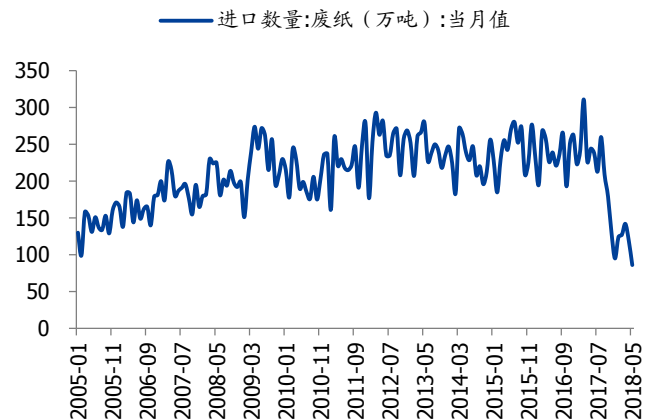
万吨，未来两年国内废纸供应将出现较大缺口。

图表4: 废纸进口额度



资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表5: 废纸进口数量



资料来源: Wind、国盛证券研究所

纵使2018-2019年箱板瓦楞纸行业有较多新增产能投放,但在原材料整体短缺的趋势下,预计行业整体产量较难释放,中小纸厂由于在原材料获取渠道和竞争力上处于相对劣势,开工率将出现下滑,2018-2020年箱板瓦楞纸行业盈利能力将进一步分化。

通俗来讲,造纸行业产能投放周期一般在2年左右,这1000多万吨计划投产的箱瓦纸产能是16-17年做的决策,当时政府对废纸政策还未明确,行业又处盈利快速上升阶段,其中应不乏冲动投资。2018年进口废纸政策落地,政府对于废纸政策的态度逐步明朗,对于计划投产企业而言,原材料获取不确定性增强,预计会有部分前期计划投产产能取消,余下敢继续投的,一定是有信心找到废纸渠道的大中型企业,但国内总体废纸原材料蛋糕是不增反减的,我们认为,行业未来会有**两点变化**:

- 1、国产废纸原材料端必然出现争夺现象,价格中枢上抬趋势确定性增强,海外渠道废纸原材料价值将得到提升。
- 2、行业中竞争优势较弱的中小纸厂将出现大面积原材料短缺现象,拿不到废纸的中小纸企开工率出现明显下滑,行业整体供给收缩,纸环节利润水平扩张。

这两点变化带来的行业竞争格局有什么改变?

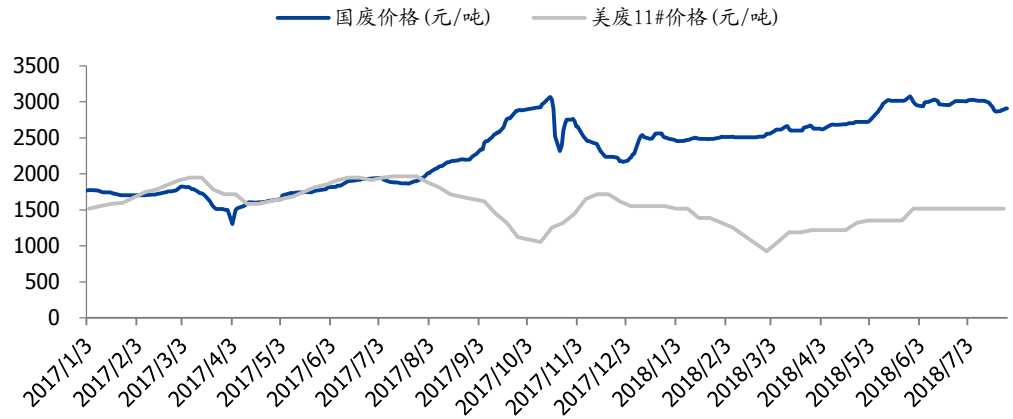
- 1、国废与海外废纸价差进一步拉大,目前布局海外废纸渠道的箱瓦纸龙头企业受益,近日太阳纸业公告宣布在老挝新建50万吨废纸浆产能,玖龙纸业和山鹰纸业也在海外有废纸浆生产产能布局动作,未来这部分价值将得到较大提升。
- 2、国废原材料向大厂集中,小厂开工率降低,盈利能力下滑,造纸行业将开启一轮市场化驱动的产能出清,且趋势较难逆转。

1.3 原材料渠道结构差异使行业大中小型企业盈利能力存在差异,大厂拥有底层利润

1.3.1 箱板瓦楞纸行业,大小企业在成本结构上的主要差异在内外废原材料比例上

业内多数中小纸厂使用国产废纸作为原材料,而大型上市公司有较多的外废进口渠道。目前国内外废纸价差拉大,且这一趋势有望继续延续,经我们测算,由于废纸原材料渠道存在差异,国内大型上市公司生产成本可能较中小纸企低500-700元/吨左右。

图表 6: 国内外废纸价格对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 废纸系大小厂成本差异测算

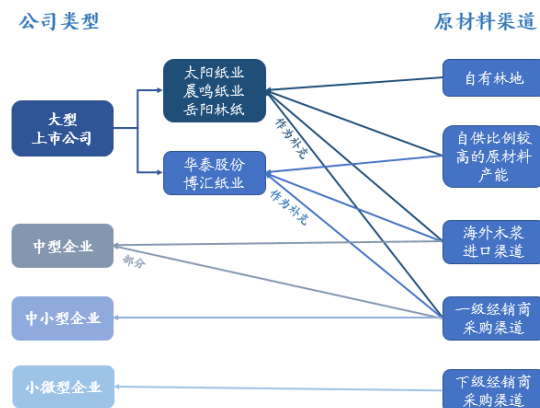
	国废价格 (元/吨)	外废价格 (元/吨)	国废比例	外废比例	使用原材料 量 (吨)	综合原材料 成本 (元/吨)
大厂	2909.59	1518	50%	50%	1.1	2435.17
			60%	40%	1.1	2588.25
			70%	30%	1.1	2741.32
小厂	2909.59	1518	100%	0	1.1	3200.55

资料来源: 纸业联讯, 国盛证券研究所

1.3.2 木浆系纸张行业, 大中小企业的原材料渠道结构具有较大差距

大型上市公司如晨鸣纸业、太阳纸业、岳阳林纸均有自有林地, 自有木浆生产产能; 华泰股份及博汇纸业也自有木浆生产产能, 并可以通过外购木片加工生产木浆原料; 而中型企业多数与海外木浆生产企业签订长期供货协议, 主要原材料直接从海外进口, 少数在国内大型一级贸易商手中购得; 而小微型企业由于木浆需求量较少, 多数在下级贸易手中购买原材料。

图表 8: 木浆系原材料渠道结构一览



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

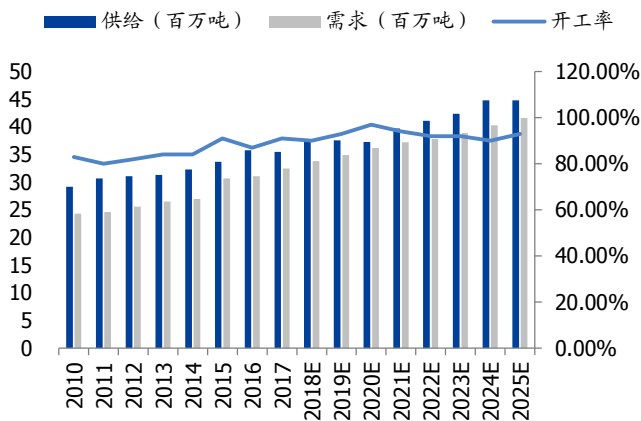
1.3.3 大型木浆系造纸企业相对于中小企业具备较大的原材料成本优势

由于具备规模效应，大型企业对原材料供应商的账期也具备较大优势，同时由于其稳定需求且具备一定量级，供应商对大型企业的年终返利力度也较大。因此大型木浆系造纸企业相对于行业中中小企业具备较大的原材料成本优势，由此产生的盈利差距一般在400-500元/吨。

1.3.4 国内外废纸价差将保持持续扩大趋势，外废额度价值将得到提升

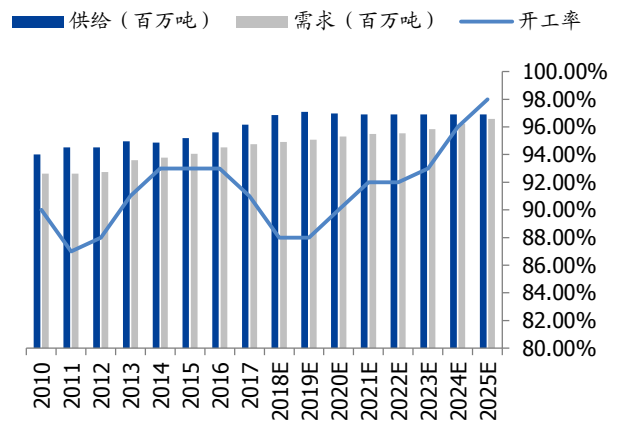
造纸行业未来将呈现原材料短缺趋势，在进口废纸政策的驱动下，我们预计国内外废纸价差将保持持续扩大趋势，外废额度价值将得到提升。国际木浆在2017年底的产能集中投放后，未来两年鲜有新增商品浆生产线投放，且目前大量存在年产50万吨以下的老旧生产线面临更新换代，其中北美地区超过660万吨的年产50万吨以下的生产线投产年限在25年以上，国际商品木浆供需将在未来呈紧张态势，产业链中木浆原材料端的价值将得以提升，价格有望持续坚挺。

图表 9: 全球阔叶浆供需及开工率



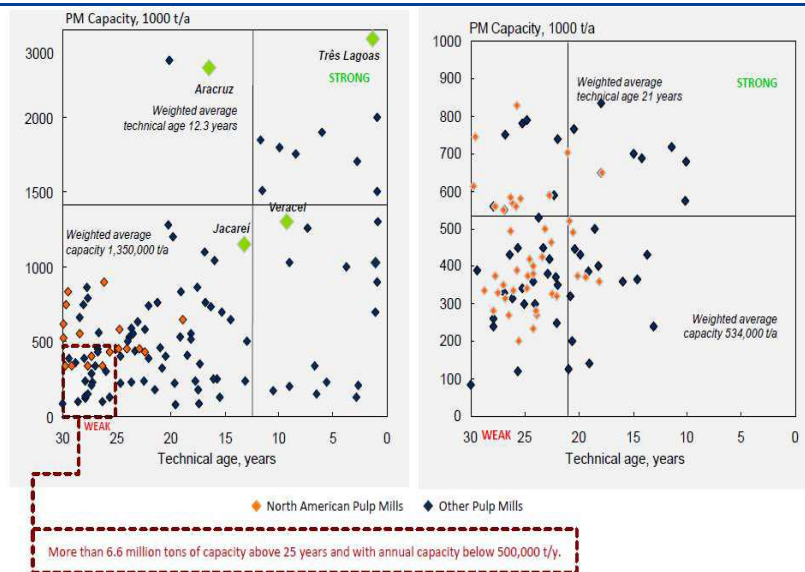
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 10: 全球针叶浆供需及开工率



资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 11: 国际木浆产能投产年限



资料来源: 亚太森博研究院、国盛证券研究所

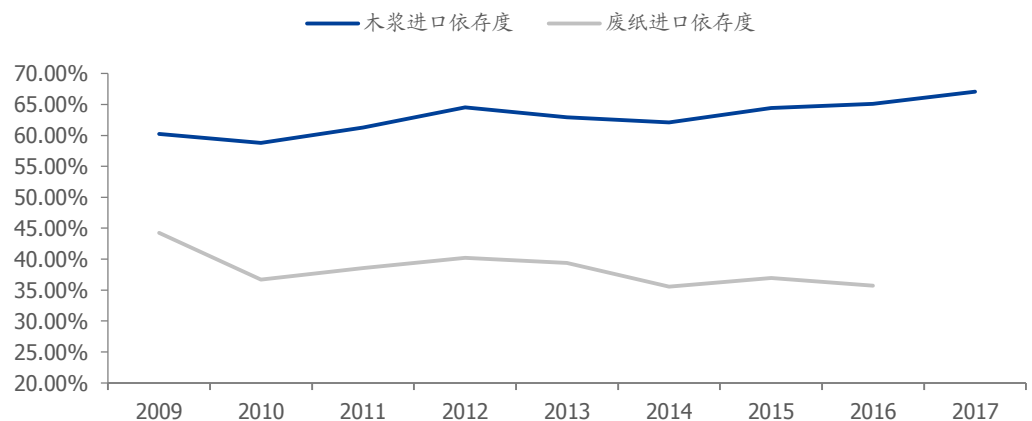
总结：造纸行业中，大型上市公司相对于行业中中小企业在原材料渠道端的优势，在原材料价格持续强势且有望保持强势趋势的当下，大型上市公司具备底层利润，当纸价下跌到行业中多数中小企业的盈亏平衡线以下时，大型上市公司仍有利润，具有利润安全边际，目前纸价即在利润安全边际附近，后期上涨动力大于下跌动力。

1.4 造纸行业龙头公司拉开原材料进口替代序幕，成长空间更大

近年在供给侧改革的大背景下，多数大宗商品生产企业利润在产品价格和开工率提升的带动下利润得到复苏，但其成长性一直备受质疑，原因在于其产能提升空间极为有限，通过扩产填补出清中小企业供应缺口的空间其实不大。

但造纸行业经历过去多年的发展，目前仍然处于原材料进口依存度较高的状态，大型造纸企业仍然需要外购相当一部分进口原材料来满足其生产经营需要。

图表 12: 原材料进口依存度



资料来源：纸业联讯，国盛证券研究所

然而，近两年在国内政策推动下，大型造纸企业迈出了海外原材料布局的步伐，太阳纸业老挝一期 50 万吨阔叶化学浆生产线落成，二期 40 万吨废纸浆生产线亦在紧锣密鼓的开工建设；玖龙纸业和理文造纸也在越南布局废纸浆生产线，山鹰纸业也有在欧洲布局针叶浆产能动作，大型造纸上市公司亦看到了行业未来发展的趋势，扩张方向没有拘泥于在造纸产能上，而是向产业链价值更高的原材料端深耕，试图打通产业链上下游，利润空间将逐步扩充。

2000 年初中国造纸行业逐步实现纸成品进口替代，培育出了太阳、晨鸣、华泰、玖龙、山鹰、理文等一批优秀龙头企业。2018 年开始，中国造纸行业将踏上原材料进口替代之路，第二波产业趋势行情即将开启。

二、轻工造纸行业周数据

2.1 各纸种价格变化情况

图表 13: 铜版纸价格变化趋势 (元/吨)



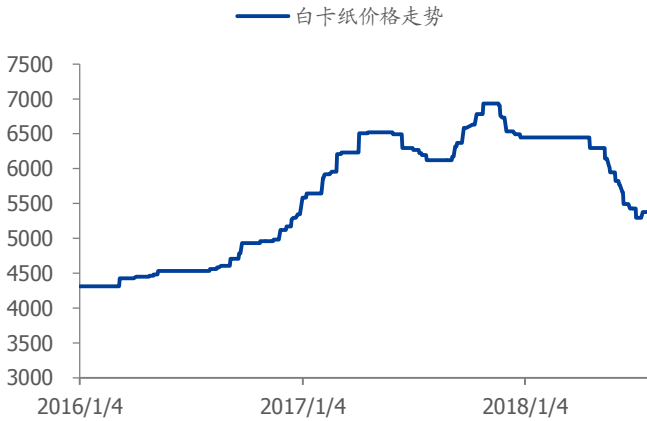
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 14: 双胶纸价格变化趋势 (元/吨)



资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 15: 白卡纸价格变化趋势 (元/吨)



资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 16: 白板纸价格变化趋势 (元/吨)



资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 17: 箱板纸价格变化趋势 (元/吨)



资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 18: 瓦楞纸价格变化趋势 (元/吨)



资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

2.2 原材料价格变化情况

图表 19: 木浆价格变化趋势 (元/吨)



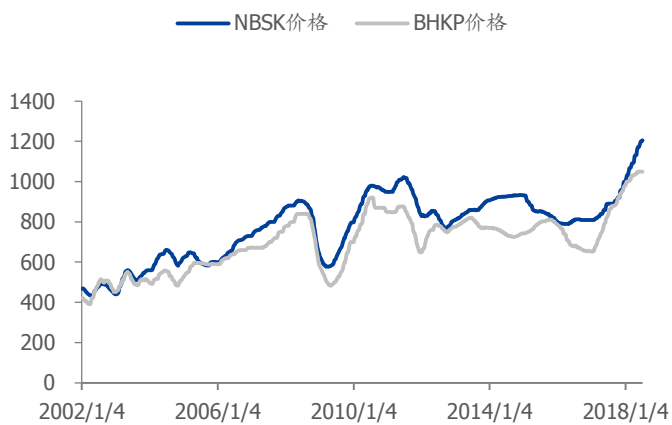
资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 20: 国废价格变化趋势 (元/吨)



资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

图表 21: 国际进口浆价格变化趋势 (美元/吨)



资料来源: Bloomberg、国盛证券研究所

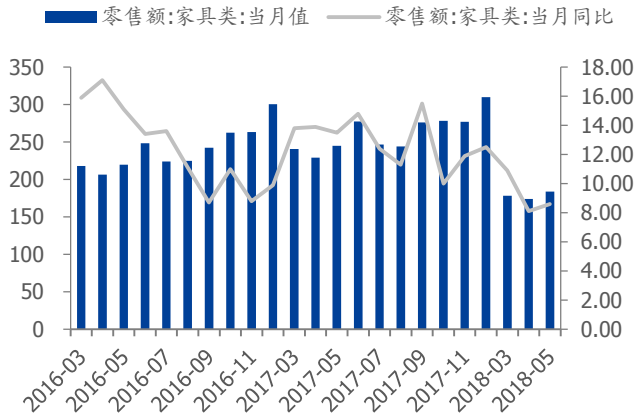
图表 22: 美废价格变化趋势 (美元/吨)



资料来源: 纸业联讯、国盛证券研究所

三、轻工家居行业周数据

图表 23: 家具零售额(亿元)及同比增速(%)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 24: 建材家居卖场销售额(亿元)及同比增速(%)



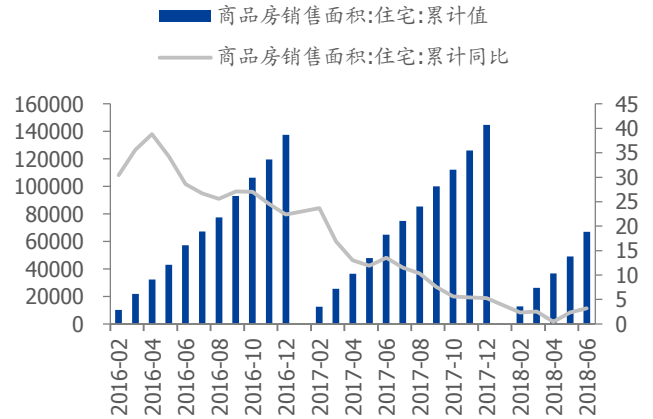
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 25: 商品房销售面积(万平方米)及同比增速(%)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 26: 住宅销售面积(万平方米)及同比增速(%)



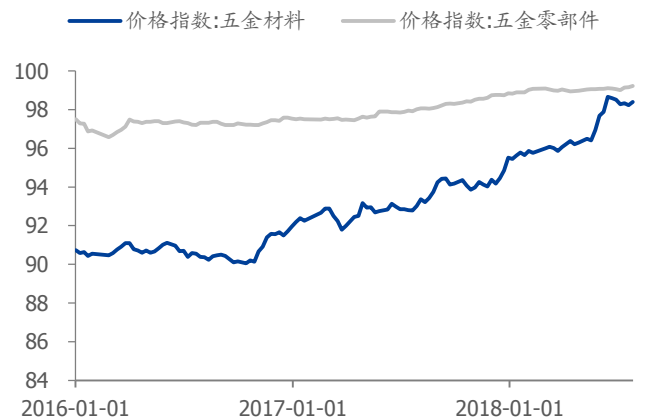
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 27: 板材价格变化趋势



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 28: 五金材料价格变化趋势



资料来源: Wind、国盛证券研究所

四、风险提示

原材料价格出现大量波动，行业竞争大幅加剧。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼
 邮编：100033
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com