

因势而动，顺势而为

——造纸行业深度报告

行业深度

◆历史上纸业行情基本来自供需改善与成本驱动等方面

回顾历史，自2006年以来造纸行业共出现三次持续时间相对较长的行情，总结其驱动因素，我们认为主要有三方面：1) 行业供需改善（市场化、政策等推动行业去产能，或需求端增速明显回升）；2) 成本端上涨推动成品纸价格上涨，驱动纸企盈利回升；3) 板块超跌带来的估值修复行情。

◆2016年中期以来，造纸行业步入新一轮景气周期

随着供给侧改革的深入推进，市场及政策性去产能、成本驱动叠加企业协同效应，造纸行业于2016年中期开始复苏，各主流纸种价格持续上涨至高位，纸企盈利能力显著改善。虽然近两年纸业产能扩张幅度有所加快，但新增产能幅度仍低于2011-2012年产能扩张高峰期；且新增产能难度有所加大（规模、资金、设备、环保政策等各方面要求不断提升），行业逐步进入理性扩张阶段，吨纸盈利成为企业产能扩张的重要考虑因素之一。

◆木浆、废纸进口依存度较高，供需格局推动新价格中枢的形成

木浆、废纸为纸业两大主要原材料，其中木浆消费量结构中进口比例超过60%，废纸消费结构中进口比例超过35%。**1) 木浆：**2016年四季度以来，进口木浆价格跟随全球大宗商品持续反弹至历史高位；同时，国内木浆价格自16年底起也持续上涨，虽18年有所回落，但仍处于历史相对高点。对于浆价后续走势，在需求端保持低速稳定增长的基础上，综合考虑全球木浆新增产能，我们判断中期国际木浆价格将大概率维持相对高位。**2) 废纸：**政策带来的国废紧平衡是本轮国废价格持续上涨的核心。截至2018年6月底，国废OCC价格自2017年初以来涨幅达到70%，已上涨至历史高位。中长期来看，我们认为18年进口废纸量大幅减少将是大概率事件，国废供需失衡将推动国废价格上涨，从而推动成品纸价格的上涨。

◆建议关注产业链布局完善、成本优势显著的龙头企业

成本端压力将挤出部分中小企业，行业集中度将持续提升；龙头企业产业链布局完善且成本转嫁力强，盈利能力有望稳步提升。造纸板块建议重点关注太阳纸业、山鹰纸业、中顺洁柔。建议关注晨鸣纸业、博汇纸业。

◆风险提示：环保等政策风险、下游需求低于预期的风险，原材料价格上涨风险

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
002078	太阳纸业	8.84	0.78	0.99	1.22	11	9	7	增持
600567	山鹰纸业	3.76	0.44	0.57	0.69	9	7	5	增持
000488	晨鸣纸业	7.81	1.38	1.73	2.00	6	5	4	增持
600966	博汇纸业	4.13	0.64	0.73	1.04	6	6	4	增持
002511	中顺洁柔	8.21	0.27	0.34	0.43	30	24	19	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2018年8月10日

增持（维持）

分析师

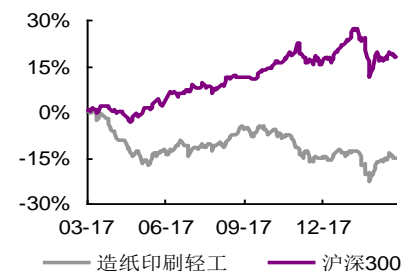
黎泉宏 (执业证书编号：S0930518040001)

liqh@ebsecn.com

袁雯婷 (执业证书编号：S0930518070003)

yuanwt@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

投资聚焦

研究背景

造纸行业作为我国基础原材料工业，与经济发展与社会生活息息相关，是我国国民经济的基础产业之一，具有重要地位。纵观全球纸业，2016年全球纸及纸板总产量达到41088万吨，同比增长1%；其中我国为纸及纸板产量最高的国家，2016年我国纸及纸板产量占全球比例达到26.4%。从增长拉动角度来看，我国已成为拉动全球纸及纸板产量增长的重要市场。

随着供给侧改革的深入推进，市场及政策性去产能、成本驱动叠加企业协同效应，造纸行业于2016年中期开始复苏，各主流纸种价格持续上涨至高位，纸企盈利能力显著改善。2017年以来，造纸行业推出多项重要政策，涉及到限制混废进口、废纸进口含杂率等多方面，原材料价格的上涨成为市场最关注的的方面之一。在纸业景气度较高的背景下，我们深入分析了造纸行业的供需、竞争格局、成本以及各重点细分纸种的情况，旨在判断行业中长期高景气度的可持续性以及造纸行业未来的发展趋势。

创新之处

1、重点回顾了2006年至今纸业行情，总结了造纸行业行情的三大驱动因素：1) 行业供需改善（供给端市场化、政策等推动行业去产能，或需求端消费量增速明显回升）；2) 成本端上涨推动成品纸价格上涨，进一步驱动纸企盈利回升；3) 板块超跌带来的估值修复行情等。

2、造纸行业作为成本驱动型行业，原材料价格的走势是判断造纸行业中长期发展趋势的重要方面。木浆、废纸为纸业两大主要原材料：1) 木浆：在需求端保持低速稳定增长的基础上，综合考虑全球木浆新增产能，我们判断中期国际木浆价格将大概率维持相对高位。2) 废纸：中长期来看，我们认为18年进口废纸量大幅减少将是大概率事件，国废供需失衡将推动国废价格上涨，从而推动成品纸价格的上涨。

3、根据各细分纸种消费量占比情况，选取消费量占比较高的细分纸种，包括铜版纸、未涂布印刷书写纸、白卡纸、箱板/瓦楞纸、生活用纸等，深入分析各纸种供需、竞争格局、新增产能、进出口等方面，为投资者提供更为系统的梳理。

投资观点

纸业仍处景气周期，供需仍将维持紧平衡。虽近两年纸业产能扩张幅度有所加快，但新增产能幅度仍低于2011-2012年产能扩张高峰期；且新增产能难度有所加大（规模、资金、设备、环保政策等各方面要求不断提升），行业逐步进入理性扩张阶段，吨纸盈利成为企业产能扩张的重要考虑因素之一。另外，成本端压力将挤出部分中小企业，行业集中度将持续提升；而龙头企业产业链布局完善且成本转嫁能力强，盈利能力有望进一步提升。造纸板块建议重点关注太阳纸业、山鹰纸业、中顺洁柔。另外，建议关注晨鸣纸业、博汇纸业。

目 录

1、 造纸—兼具周期及消费属性的重要基础产业	8
1.1、 纸业为技术资金密集、资源依赖度较高的重要产业	8
1.2、 纸的分类主要包括文化纸、包装纸、生活用纸、特种纸等	10
1.3、 造纸行业环保政策持续加码	10
2、 纸业行情回顾：历史上纸业行情基本来自供需改善、成本驱动、超跌估值修复	12
3、 纸业仍处景气周期，供需维持紧平衡	16
3.1、 需求：低速稳健增长	16
3.2、 供给：17-18 年产能扩张有所加快，但行业逐步进入理性扩张阶段	17
3.3、 进出口：17 年进口量明显增加，出口维持相对稳定	19
3.4、 落后产能淘汰驱动行业集中度提升	19
4、 原材料：木浆、废纸进口依存度较高，供需格局推动新价格中枢的形成	22
4.1、 木浆：回归全球供需主导，外盘浆价大概率维持高位	22
4.2、 废纸：政策带来的国废紧平衡是本轮国废价格持续上涨的核心	27
5、 重点细分纸种景气分析	34
5.1、 铜版纸：近两年基本无新增产能	34
5.2、 未涂布印刷书写纸：受益于落后产能退出，集中度仍有较大提升空间	36
5.3、 白卡纸：行业集中度较高，企业议价能力强	38
5.4、 箱板/瓦楞纸：新增产能暂未大规模投产，行业仍将保持较高景气度	41
5.5、 生活用纸：消费属性较强，行业集中度仍有一定提升空间	44
6、 重点公司推荐	46
6.1、 太阳纸业：林浆纸一体化战略推动公司长足发展	46
6.2、 山鹰纸业：深耕包装纸领域，发挥上下游产业链协同效应	48
6.3、 晨鸣纸业：纸企龙头，造纸+金融双驱动	49
6.4、 博汇纸业：白卡纸领军企业，新增产能进一步巩固龙头地位	54
6.5、 中顺洁柔：稳健增长的优质消费品企业	57
6.6、 重点推荐公司估值表	60
7、 风险分析	61

图表目录

图表 1：造纸行业包括纸浆制造业、造纸业、纸制品制造业三个环节	8
图表 2：造纸行业与部分基础产业关联度较高.....	8
图表 3：纸及纸板的主要特性	9
图表 4：造纸工艺中最主要的两道工序为制浆段及造纸段	9
图表 5：纸的分类主要包括文化纸、包装纸、生活用纸等	10
图表 6：造纸行业环保政策力度趋严	11
图表 7：2017 年造纸产量 1000 万吨以上省份环保税率（单位：每污染当量）	12
图表 8：2006 年至今纸业共出现三次持续时间较长的行情.....	12
图表 9：纸价上涨推动纸企盈利能力回升	13
图表 10：2006 年纸业固定资产投资增速显著下降	13
图表 11：2010Q1 行业盈利显著回升	14
图表 12：2008 年末造纸行业估值（PE_TTM）达到历史最低值.....	14
图表 13：三次纸业行情总结.....	15
图表 14：纸业每年 2-5 月有一轮补库存带来的季节性行情.....	15
图表 15：我国已成为拉动全球纸及纸板产量增长的重要市场（2016 年）	16
图表 16：我国纸及纸板需求端维持低速增长	16
图表 17：2017 年我国纸人均年消费量达到 78 千克.....	16
图表 18：纸及纸板消费量增速 Vs. GDP 增速.....	17
图表 19：箱板/瓦楞纸消费量占纸消费量比例（2017 年）	17
图表 20：我国纸业固定资产投资额增速维持低位.....	17
图表 21：18 年 4 月纸业累计增加值增速 1.9%.....	17
图表 22：2017 年纸及纸板产量同比增 2.5%	18
图表 23：17-18 年纸业新增产能扩张速度有所加快	18
图表 24：近期纸企新增项目投资额及吨纸投资水平	18
图表 25：2017 年我国纸及纸板进口量显著增加.....	19
图表 26：近五年我国纸及纸板出口量维持相对稳定	19
图表 27：08-15 年造纸行业 COD 排放量逐年降低.....	20
图表 28：08-15 年造纸行业废水排放量逐年降低.....	20
图表 29：《中国造纸协会关于造纸工业“十三五”发展的意见》四方面目标.....	20
图表 30：“十三五”计划纸业将淘汰 800 万吨落后产能	21
图表 31：重点省份纸业落后产能淘汰（万吨）	21
图表 32：全国纸及纸板生产企业数量逐年减少（家）	21
图表 33：造纸行业集中度持续提升（产量口径，CR10）	21
图表 34：木浆、废纸浆为造纸行业两大主要原材料	22
图表 35：2016 年全球纸浆产量同比增 1.0%	22
图表 36：全球纸浆消费量维持低速增长.....	22

图表 37：北美洲为全球纸浆产量占比最高地区（2016）	23
图表 38：化学浆为全球纸浆中占比最高的浆种（2016）	23
图表 39：美国、巴西、加拿大分别为纸浆产量最高的三大国家（2016 年）	23
图表 40：全球商品阔叶浆行业集中度（产能口径，2017）	24
图表 41：我国木浆进口依存度较高（2017）	24
图表 42：2017 年我国木浆消费量达 3152 万吨	25
图表 43：2017 年我国进口木浆消耗量达到 2112 万吨	25
图表 44：我国商品阔叶浆行业集中度（产能口径，2017）	25
图表 45：国际针叶浆价格已上涨至历史高位（美元/吨）	26
图表 46：国际阔叶浆价格已上涨至历史高位（美元/吨）	26
图表 47：17 年国内针叶浆价格持续上涨（元/吨）	26
图表 48：17 年国内阔叶浆价格持续上涨（元/吨）	26
图表 49：中国成拉动全球木浆消费增长的重要驱动力	27
图表 50：2018 年全球木浆主要新增产能统计（万吨）	27
图表 51：2016 年我国废纸消耗量达到 7813 万吨	27
图表 52：2016 年国内废纸回收量同比增 2.5%	27
图表 53：2017 年我国废纸进口量同比下降 9.8%	28
图表 54：我国废纸进口量占废纸总消耗量比逐步降低	28
图表 55：我国废纸回收率持续提升	28
图表 56：日本废纸回收率已提升至 81.3%（2015）	28
图表 57：对比全球，我国废纸回收率仍有提升空间	29
图表 58：我国废纸进口结构（2017）	29
图表 59：美废不同标号废纸含杂率等要求	29
图表 60：美国为我国进口废纸主要来源国（2016 年，进口量占比）	30
图表 61：2017 年以来进口废纸管控趋严	30
图表 62：国内纸企废纸进口许可证申请要求	31
图表 63：2018 年行业前 17 批次外废获批额度情况（单位：万吨）	32
图表 64：龙头企业配额优势明显（18 年废纸配额占比）	32
图表 65：2018 年废纸配额各批次情况	32
图表 66：18 年 1-5 月废纸进口量下滑 52.1%	33
图表 67：国废 OCC 价格处于历史相对高位	33
图表 68：国废供需失衡推动国废价格上涨	33
图表 69：内外废价差已达 1000 元/吨以上	33
图表 70：铜版纸主要分为单面、双面铜版纸等	34
图表 71：铜版纸消费量维持低速增长	34
图表 72：2017 年铜版纸产量达到 675 万吨	34
图表 73：2017 年铜版纸占纸业总消费量比例达 5.37%	35
图表 74：铜版纸年均净出口量维持相对稳定	35

图表 75：铜版纸未来两年基本无新增项目	35
图表 76：铜版纸行业集中度高，企业协同性好（2017）	35
图表 77：铜版纸价格已上涨至历史相对高位	36
图表 78：铜版纸吨毛利模拟	36
图表 79：未涂布印刷纸消费量维持低速增长	36
图表 80：2017 年未涂布印刷纸产量达到 1790 万吨	36
图表 81：17 年未涂布印刷纸占纸总消费量比例达 16%	37
图表 82：2017 年未涂布印刷纸净出口量有所下滑	37
图表 83：2013-2017 年胶版纸新增产能有所减少	37
图表 84：胶版纸集中度仍有一定提升空间（2017）	37
图表 85：胶版纸价格已上涨至历史相对高位	38
图表 86：胶版纸吨毛利模拟	38
图表 87：白卡纸属于白纸板的一种	38
图表 88：近五年涂布白纸板消费增速中枢有所下滑	39
图表 89：白卡纸消费量增速高于涂布白纸板	39
图表 90：涂布白纸板占纸业总消费量比例略有下滑	39
图表 91：涂布白纸板净出口量总体呈现小幅增长态势	39
图表 92：2017-2018 白卡纸产能扩张节奏明显放缓	40
图表 93：白卡纸行业集中度较高（2017）	40
图表 94：白卡纸价格淡季有所回调	40
图表 95：白卡纸吨毛利模拟	40
图表 96：2008-2017 年箱板/瓦楞纸产量复合增速达 5%	41
图表 97：箱板/瓦楞纸需求端稳健增长	42
图表 98：箱板/瓦楞纸消费增速与经济景气度密切相关	42
图表 99：箱板/瓦楞纸主要应用于食品饮料等包装	42
图表 100：2017 年箱板/瓦楞纸进口量显著增加	42
图表 101：箱板/瓦楞纸 2018 年产能扩张节奏有所加快	43
图表 102：箱板/瓦楞纸 CR5 近 50%（2017，产能口径）	43
图表 103：2017 年以来箱板/瓦楞纸价格持续上涨	44
图表 104：箱板纸吨毛利率模拟（元/吨）	44
图表 105：近三年生活用纸需求端保持平稳增长	45
图表 106：生活用纸占纸业总消费量比例逐年提升	45
图表 107：面巾纸消费量占比逐年提升	45
图表 108：生活用纸木浆使用比例逐年提升	45
图表 109：2017 年生活用纸产量达到 960 万吨	46
图表 110：2012-2017 年为生活用纸产能扩张高峰期	46
图表 111：近五年生活用纸净出口量维持 60-70 万吨	46
图表 112：生活用纸集中度仍有提升空间（产能口径）	46

图表 113：2017 年太阳纸业营收同比增 31%	47
图表 114：2017 年太阳纸业净利润同比增 92%.....	47
图表 115：2017 年山鹰纸业营收同比增 44%	49
图表 116：2017 年山鹰纸业净利润同比增 471%.....	49
图表 117：2017 年晨鸣纸业营收同比增 30%	50
图表 118：2017 年晨鸣纸业净利润同比增 89%.....	50
图表 119：2017 年晨鸣纸业机制纸产能已达到 620 万吨.....	50
图表 120：2017 年公司木浆自给率约为 68%	51
图表 121：晨鸣纸业纸浆产能稳步扩张	51
图表 122：公司融资租赁业务规模趋于稳定.....	52
图表 123：公司融资租赁款期限结构（亿元）	52
图表 124：晨鸣纸业收入分项预测	53
图表 125：晨鸣纸业盈利预测.....	54
图表 126：2017 年博汇纸业营收同比增 15%	54
图表 127：2017 年博汇纸业净利润同比增 325%.....	54
图表 128：白卡纸为公司核心收入来源（2017）	55
图表 129：2017 年公司产销率达到 97.2%	55
图表 130：博汇纸业收入分项预测	56
图表 131：博汇纸业盈利预测.....	57
图表 132：2017 年中顺洁柔营收同比增 22%	57
图表 133：2017 年中顺洁柔净利润同比增 34%.....	57
图表 134：公司非卷纸收入占比持续提升	58
图表 135：公司非卷纸类产品毛利率显著高于卷纸.....	58
图表 136：公司四大通路全面发展（收入，百万元）	59
图表 137：2017 年底公司经销商数量将近 2000 家	59
图表 138：中顺洁柔收入分项预测	59
图表 139：中顺洁柔盈利预测.....	60
图表 140：重点推荐公司估值表	60

1、造纸—兼具周期及消费属性的重要基础产业

1.1、纸业为技术资金密集、资源依赖度较高的重要产业

造纸行业作为我国基础原材料工业，与经济发展与社会生活息息相关，是我国国民经济的基础产业之一，具有重要地位。根据国民经济行业分类标准，造纸行业主要指造纸及纸制品制造业，包括纸浆制造业、造纸业、纸制品制造业三个环节；因此，造纸行业与部分基础产业关联度较高，如林业、农业、印刷业、包装、机械制造、化工、环保等。总体而言，造纸行业具有技术资金密集、规模效益显著、资源依赖及消耗高、行业集中度相对分散等特点。

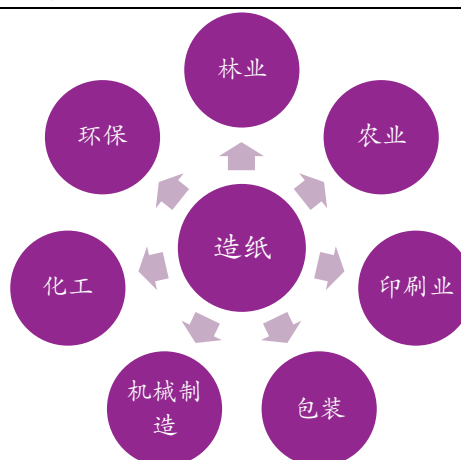
从定义层面而言，纸是通过将来自木材、碎布或草等纤维素纸浆的纤维材料压在一起并将其干燥成柔性片而生产的一种薄材料，其用途包括书写、印刷、包装等。广义上纸可以分为纸和纸板，主要通过定量和厚度两个维度区分，参照国际组织标注：通常将定量 $<225\text{g}/\text{m}^2$ 或厚度 $<0.1\text{mm}$ 的统称为纸，定量 $>225\text{g}/\text{m}^2$ 或厚度 $>0.1\text{mm}$ 的统称为纸板（或板纸）。纸和纸板的物理特性包括一般特性（厚度、紧度、定量等）、表面属性（平滑度、粗糙度等）、光学特性（透明度色泽度等）、机械强度特性（抗张强度、撕裂度、耐折度、伸缩率等）。

图表 1：造纸行业包括纸浆制造业、造纸业、纸制品制造业三个环节

类别	具体内容
纸浆制造业	指经机械或化学方法加工纸浆的生产活动。包括：造纸木浆；非木材纤维物质的造纸纸浆；造纸棉籽绒浆、造纸布浆等；废纸浆的制造。
造纸业	指用纸浆或其他原料悬浮在流体中的纤维，经过造纸机或其他设备成型，或手工操作而成的纸及纸板的制造活动。
纸制品制造业	指用纸或纸板为原料，进一步加工成纸制品的生产活动。

资料来源：《国民经济行业分类标准》（国家统计局），光大证券研究所整理

图表 2：造纸行业与部分基础产业关联度较高



资料来源：太阳纸业公告，光大证券研究所整理

图表 3：纸及纸板的主要特性

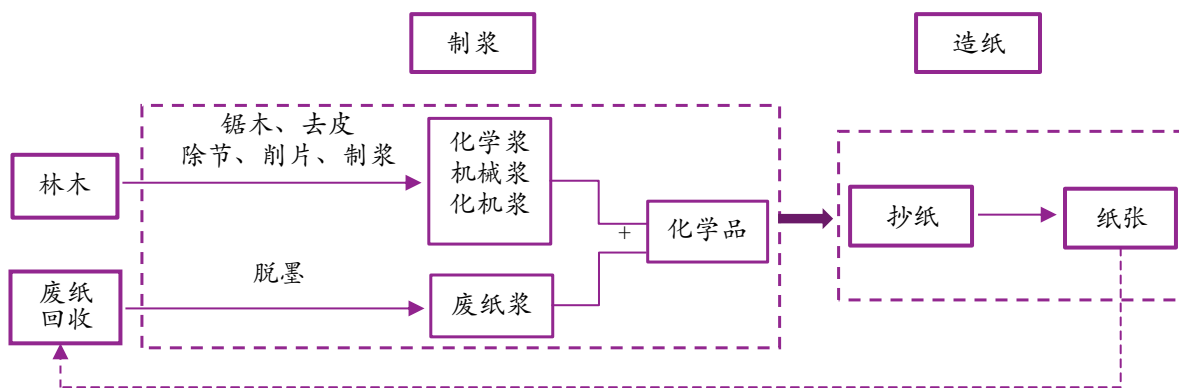
特性	含义
定量	纸张最基础的物理属性，俗称克重，表示单位面积纸和纸张的重量，一般以每平方米多少克来表示，通常印刷纸的厚度、耐破度、不透明度、撕裂度等都与定量密切相连。
厚度	表示纸张的厚薄程度，一定压力下纸张的厚度大小，一般压力为 980 千帕，一般同一批纸或纸板的厚度要保持一致，厚度会影响印刷纸的不透明度以及压缩性，其结果以克/立方厘米表示。
紧度	表示每立方厘米纸或纸张的重量，结果以克/立方厘米表示，衡量松紧程度，紧度与多孔性、吸收性、刚度以及耐破度等都存在着密切关系。
平滑度	一定真空度下一容积的空气通过受压力表面与玻璃面之间的间隙所需要的时间，主要取决于纸面的凹凸情况。
抗张强度	以张力计则指纸或纸板所能承受的最大张力（牛顿），以长度计是将纸拉断所需要的纸张长度（米）。
撕裂度	撕裂切口试样到一定长度所需要的力，通常以毫牛表示。
耐折度	纸和纸板在一定张力的情况下能受 180 度反复折叠的次数，通常以重复折叠次数来表示。
伸长率	指纸或纸张受一定整理后到断裂时的长度与原长度百分比率。通常伸长率越大，纸就越不容易破损。
伸缩率	纸浸入水中起并风干后相对尺寸的变化情况。通常在水分含量增加时伸长，水分含量减少时收缩，通常伸缩率越小形稳性越高。

资料来源：《纸张 500 问》（王尚义、高晶），光大证券研究所整理

具体到造纸工艺方面，即原材料经过多道工序转换成纸或纸板的过程，其中最重要的两道工序就是制浆段以及造纸段。

- 1) 制浆段：制浆即为将木材或废纸等原料通过化学法、机械法、化学机械法、生物法等方法制成浆的过程。
- 2) 造纸段：造纸即将调制好的纸浆经过打浆、施胶、加填填料调弄后成型，再通过压榨、干燥、压光、整理形成纸或纸板。造纸过程中主要设备包括制浆机、打浆机、造纸机等。

图表 4：造纸工艺中最主要的两道工序为制浆段及造纸段



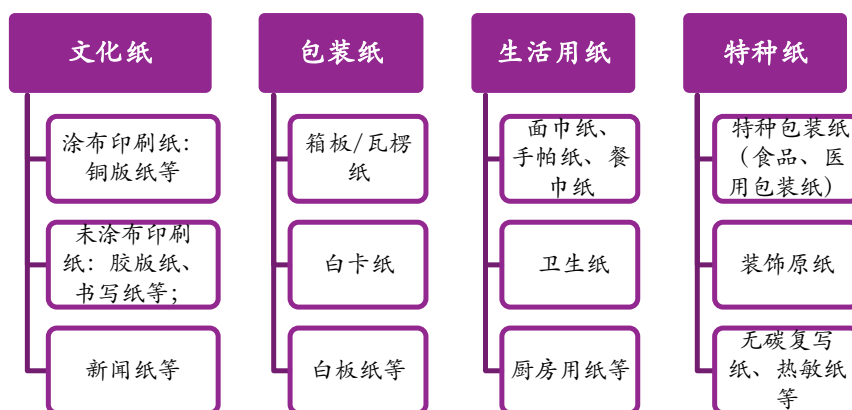
资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所整理

1.2、纸的分类主要包括文化纸、包装纸、生活用纸、特种纸等

按用途来分，纸主要可分为文化纸、包装纸、生活用纸、特种纸等四大类，具体来看：1) 文化纸：包括涂布印刷纸、未涂布印刷书写纸、新闻纸等，其中涂布印刷纸主要以铜版纸为主；未涂布印刷书写纸包括胶版纸、书写纸、轻型纸、静电复印纸等。2) 包装纸：包括箱板纸、瓦楞纸、白卡纸、白板纸等；3) 生活用纸：包括卫生纸、面巾纸、手帕纸、餐巾纸、厨房纸巾、纸尿裤等。4) 特种纸：按产量来看，主要包括特种包装纸（食品、医用包装纸）、装饰原纸、无碳复写纸、热敏纸等。

根据上述分类，从下游拉动行业来看，文化纸主要与文教印刷、新闻出版行业相关，一定程度上受到无纸化趋势的冲击；包装纸则主要受零售行业、出口拉动，即主要与食品饮料、家电、电子、日化、快递等行业相关；生活用纸则与消费者日常生活的各方面息息相关。特种纸作为造纸行业的高技术产品，需要特殊工艺满足客户的特定用途，因此下游由各特定细分行业拉动。

图表 5：纸的分类主要包括文化纸、包装纸、生活用纸等



资料来源：造纸工业协会，造纸信息，光大证券研究所整理

1.3、造纸行业环保政策持续加码

2016 年来，我国连续发布了多项政策力促进造纸行业可持续发展。我们梳理造纸行业环保相关政策主要集中在造纸污染防治、废纸回收利用、废纸进口限制等方面。

造纸产业环保约束方面：主要包括提升行业标准，禁止落后产能新建项目和设备投资；控制污染物排放许可制度，处罚不规范排污企业；对大量排放污染物企业征税，提高其破坏环境的成本；严格控制自备电厂的规模，提高造纸企业能源成本。

废纸回收利用及废纸进口限制方面：废纸的回收利用可以加强资源的有效循环利用，推动资源再生以及促进节能减排。而废纸进口的限制也是推动国内废纸回收体系不断完善，提升废纸回收率的重要举措。

图表 6：造纸行业环保政策力度趋严

时间	政策	内容	影响
2007.10	《造纸产业发展政策》 (工信部)	对产业布局、纤维原料、环境保护、行业准入等方面做了具体规定。	造纸产业发展日趋规范
2008.6	《制浆造纸工业水污染物排放标准》(生态环境部)	增加了控制排放的污染项目、规定了污染物排放监控要求和水污染物排放基准排水量、将可吸附有机卤素指标调整为强制执行项目	提高了污染物排放控制要求
2013.11	《关于进一步加强造纸和印染行业总量减排核查核算工作的通知》(环保部)	有关通知包括落实污染物排放总量要求、实施工艺技术改造、加强污水处理设施的运行等方面的内容。	提高造纸和印染行业污染防治水平，切实加强加强对造纸和印染企业污水处理设施运行过程的监管，确保实现“十二五”主要污染物总量减排目标。
2015.4	《水污染防治行动计划》 (生态环境部)	全面控制污染物排放、推动经济结构转型升级、着力节约保护水资源、强化科技支撑、充分发挥市场机制作用等。	到 2020 年，全国水环境质量得到阶段性改善，污染严重水体较大幅度减少，饮用水安全保障水平持续提升
2016.03	《市场准入负面清单(试点版)的通知》 (发改委、商务部)	调整市场准入负面清单事项，如禁止准入的新建项目、禁止投资的落后生产工艺设备等。	淘汰了落后产能，推动企业提高生产过程中的节能减排技术。
2016.11	《控制污染物排放许可制实施方案》(国务院办公厅)	完善控制污染物排放许可制度，实施企事业单位排污许可证管理。	信息公开、企业排污行为规范、处罚措施等提高不规范企业排污处理成本。
2016.12	《环境保护税法》	2018 年 1 月 1 日起，以环境保护税代替排污费，针对废水废气污染物征收当量税额。	有利于提高企业对清洁生产的关注，加大对减排降耗的投入。
2017.05	《2020 年煤电规划建设风险预警的通知》(能源局)	除了湖南和海南两省可以继续有序核准和开工建设煤电项目，河南、湖北、江西、安徽四省可以谨慎核准和建设煤电项目外，其余省份均需要暂缓核准和建设新开工煤电项目。	我国自备电厂的数量规模将会得到进一步限制。
2018.03	《燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案(征求意见稿)》(国家发改委)	严控新建燃煤自备电厂、全面清理违法违规燃煤自备电厂、严格依限期完成环保改造、坚决淘汰燃煤自备电厂落后产能。	对拥有燃煤电厂的企业提出了提高环保标准的要求，在建电厂批复更加困难，造纸行业能源成本提高。

资料来源：工信部，生态环境部，环保部，发改委，商务部等，光大证券研究所整理

环保税起征和环保督查：2018 年 1 月 1 日起，《环境保护税法》正式实施，以环保税替代排污费。环保税将原本的排污费标准（大气污染物每污染当量 1.2 元，水污染物每污染当量 1.4 元）作为最低标准，地方政府可以在最低标准 10 倍范围内调节，大幅提高标准；同时由税务部门负责征收，环保部门核定税基。对于中小企业来说，排污费改为环保税大大增加了中小企业的环保投入，进一步推动中小企业在环保方面的规范化，增加其成本压力，这在一定程度上也加快了规范程度较低的中小企业的退出。

另外，2018 年开始，环保部将中央环保督查工作制度进行常态化与长效化。第一轮四次中央环保督查已覆盖全部省份，对重点地区也进行重点督

查。目前 31 个省区市已经全部出台《党政领导干部生态环境损害责任追究实施办法》，多地将环境保护纳入干部履职尽责考核评价范畴。

图表 7: 2017 年造纸产量 1000 万吨以上省份环保税率 (单位: 每污染当量)

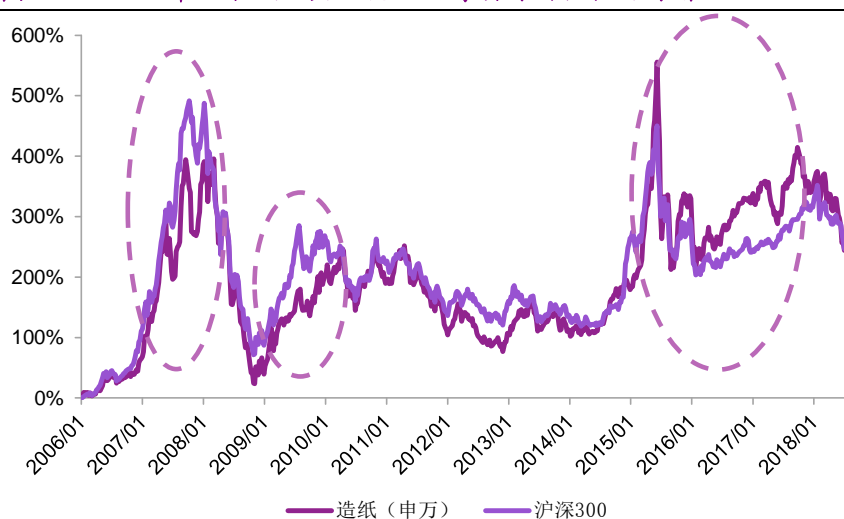
省份	大气污染物税率	水污染物税率	2017 年造纸产量 (万吨)
	(二氧化硫、氮氧化物)	(氨氮、化学需氧量)	
广东省	2.8 元	1.8 元	1885
山东省	6 元	3 元	1875
浙江省	1.2 元	1.4 元	1711
江苏省	不同地区最高 8.4 元, 最低 4.8 元	不同地区最高 8.4 元, 最低 5.6 元	1253

资料来源: 各省政府网站, 光大证券研究所整理

2、纸业行情回顾: 历史上纸业行情基本来自供需改善、成本驱动、超跌估值修复

回顾历史, 自 2006 年以来造纸行业共出现三次持续时间相对较长的行情 (持续一年以上), 总结三轮行情的驱动因素, 我们认为主要有三方面: 1) 造纸行业供需改善 (供给端市场化、政策等推动行业去产能, 或需求端消费量增速明显回升); 2) 成本端上涨 (如木浆、废纸等价格) 推动成品纸价格上涨, 进一步驱动纸企盈利回升; 3) 板块超跌带来的估值修复行情。

图表 8: 2006 年至今纸业共出现三次持续时间较长的行情



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 统计区间自 2006 年 1 月至 2018 年 7 月)

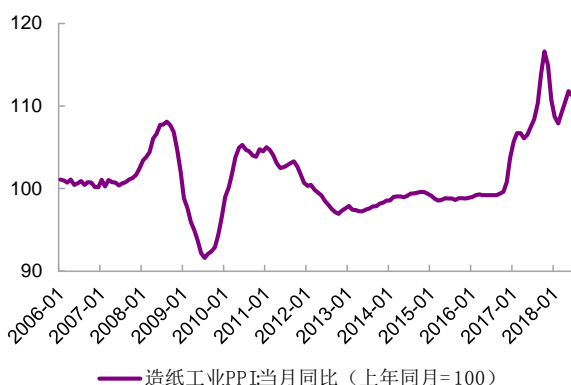
具体来看：

1) 2006年7月—2008年1月：在宏观经济整体向好的大背景下，造纸行业供需持续改善，主要表现在：纸业消费量增速维持较高增长（2006、2007年纸及纸板消费量增速均达到10%以上）。而供给端造纸行业固定资产投资增速自2006年起显著放缓，2006年纸业固定资产投资额累计同比约为17.9%，相较于2004-2005年增速显著下降（2004、2005年固定资产投资额累计同比分别达到34.1%、29.9%），行业新增产能节奏大幅放缓（暂不考虑固定资产投资到产能投产的延后性）。另一方面，从造纸行业PPI数据可以看出，受成本端进口木浆价格的上涨，成品纸价格也持续上涨，推动纸企盈利能力的改善。

另外，2007年国家发改委发布《造纸产业发展政策》，推动造纸行业转型升级及落后产能淘汰。《造纸产业发展政策》是我国造纸行业发展的重要节点，同时也推动了造纸行业的资源整合，尤其是龙头企业的林浆纸一体化布局，有利于提升纸企对上游木浆等原材料的掌控力度，使得纸企充分受益纸张的提价，提升盈利能力。

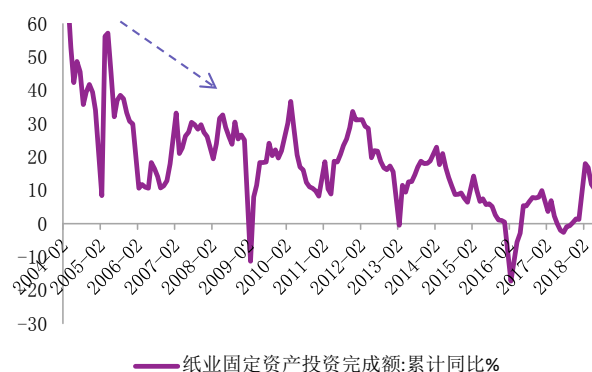
2006年7月至2008年1月，造纸指数涨幅达到214%，期间最高涨幅达到244%，代表公司主要有银鸽投资、博汇纸业、晨鸣纸业、岳阳林纸、华泰股份等，其中银鸽投资期间涨幅高达329%。

图表 9：纸价上涨推动纸企盈利能力回升



资料来源：Wind，光大证券研究所（2006年1月-2018年6月）

图表 10：2006年纸业固定资产投资增速显著下降



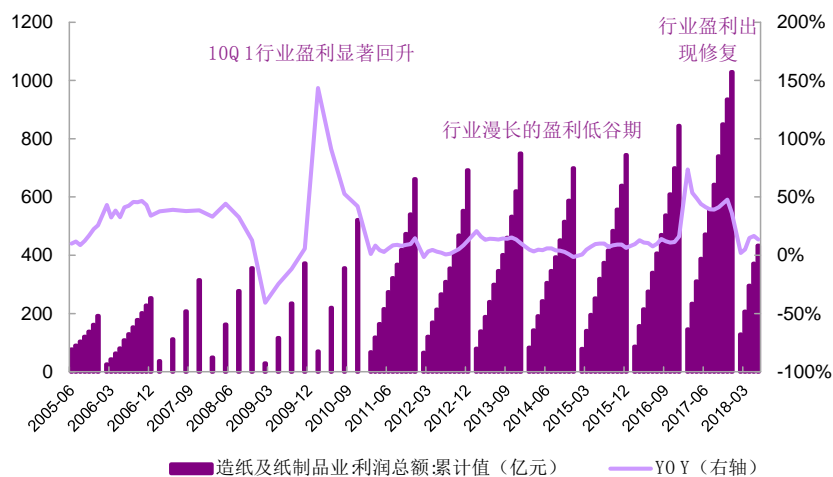
资料来源：Wind，光大证券研究所（2004年2月-2018年6月）

2)2008年11月—2010年4月：2008年11月初，造纸行业估值PE(TTM)下跌到历史最低值，随着纸业需求高增长、纸企盈利能力的显著回升，2008年11月起造纸行业迎来了一波估值修复的行情。

2008年末政府推出四万亿计划，推动了宏观经济的快速回温，同时也拉动了造纸行业下游需求的增长，2008、2009年纸业消费量增速分别达到8.8%、8.0%，需求端维持较高增长。纸价方面，随着行业景气度的回升，主流纸种铜版纸、胶版纸、白卡纸等价格自2008年底/2009年初持续上涨，推动造纸企业盈利能力的大幅改善，2010Q1造纸及纸制品行业利润总额累计同比达到144%。

2008年11月至2010年4月，造纸指数涨幅达到147%，期间最高涨幅达到167%，代表公司主要有冠豪高新、凯恩股份、宜宾纸业、太阳纸业、民丰特纸等。

图表 11: 2010Q1 行业盈利显著回升



资料来源：Wind，光大证券研究所（2005年6月-2018年6月）

图表 12: 2008 年末造纸行业估值 (PE_TTM) 达到历史最低值



资料来源：Wind，光大证券研究所（2006年1月-2018年7月）

3) 2015 年初—至今：2016 年中期以来，受益于供给端去产能叠加需求端低速稳定增长，以及原材料木浆、废纸价格大幅上涨驱动成品纸价格显著上涨，造纸行业步入新一轮景气周期。具体来看，受 2011-2015 年纸业新增产能集中释放导致行业盈利能力持续下滑的影响，2016 年行业新增产能扩张节奏有所放缓。另外，随着供给侧改革的深入推进以及环保政策的趋严（包括《造纸工业发展“十三五”规划》等重要政策），造纸行业落后产能淘汰力度加大。除政策性落后产能淘汰外，木浆、废纸等原材料价格的大幅上涨逐步挤压中小纸企的生存空间。因此产能扩张节奏放缓叠加产能退出幅度加大，行业供需逐步改善，推动造纸行业景气度提升。

在行业景气度持续回升的背景下，各纸种价格自 2016 年中期开始大幅上涨至历史高位，同时带来龙头纸企盈利能力的显著修复。

此轮纸业行情提前纸价开始反应，2015 年初至今造纸指数涨幅约为 30%，期间最高涨幅达到约 135%。在本轮行情中，龙头纸企规模优势、成本优势明显，且成本转嫁能力强，盈利能力提升明显，代表企业主要有太阳纸业、晨鸣纸业、山鹰纸业、博汇纸业。

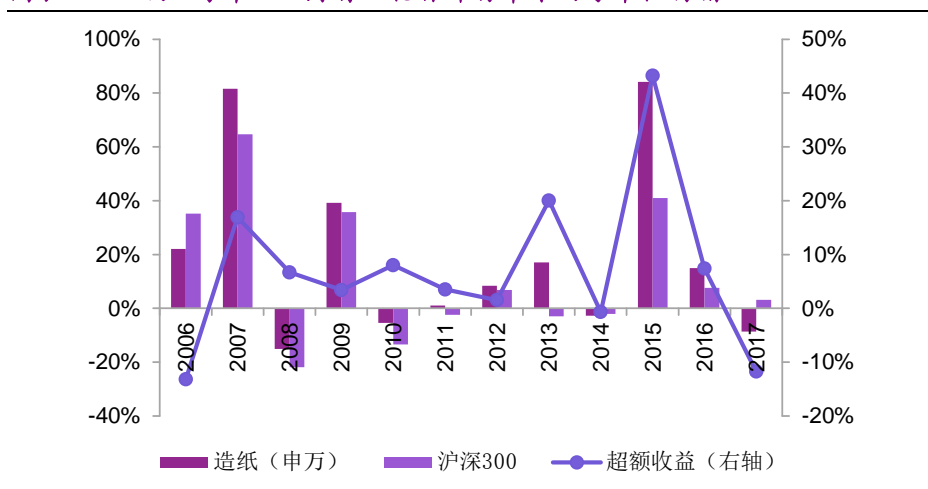
图表 13：三次纸业行情总结

时间段	期间涨幅	最高涨幅	主要驱动因素	代表公司
2006.7-2008.1	214%	244%	供需改善(固定资产投资增速大幅下降, 叠加消费量较高增长); 林浆纸一体化程度提升推动纸企盈利能力改善	银鸽投资、博汇纸业、晨鸣纸业、岳阳林纸
2008.11-2010.4	147%	167%	四万亿刺激拉动需求回升; 纸价上涨推动纸企盈利能力显著回升; 估值修复	冠豪高新、凯恩股份、宜宾纸业、太阳纸业
2015 年初至今	29%	135%	供给端政策性落后产能淘汰以及中小企业市场化退出; 木浆、废纸等原材料价格大幅上涨; 纸企盈利能力显著改善	太阳纸业、晨鸣纸业、山鹰纸业、博汇纸业

资料来源：Wind，光大证券研究所

另外，从小周期来看，木浆系纸张（铜版纸、胶版纸、白卡纸）每年春节后（基本在 2-5 月份）都有一轮旺季补库存带来的纸张季节性提价，若处于纸业景气周期，则同期造纸行业相对沪深 300 也会表现出较为明显的超额收益，比如 2007 年 2-5 月。

图表 14：纸业每年 2-5 月有一轮补库存带来的季节性行情

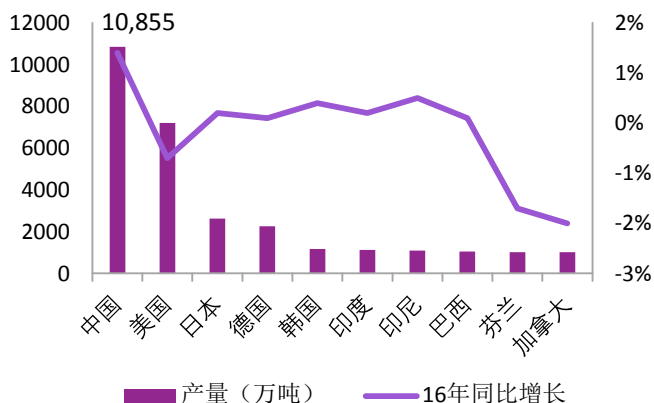


资料来源：Wind，光大证券研究所

3、纸业仍处景气周期，供需维持紧平衡

纵观全球纸业，根据《世界造纸工业概况》，2016 年全球纸及纸板总产量达到 41088 万吨，同比增长 1%；其中我国为纸及纸板产量最高的国家，2016 年我国纸及纸板产量占全球比例达到 26.4%。从增长拉动角度来看，我国已成为拉动全球纸及纸板产量增长的重要市场。

图表 15：我国已成为拉动全球纸及纸板产量增长的重要市场（2016 年）



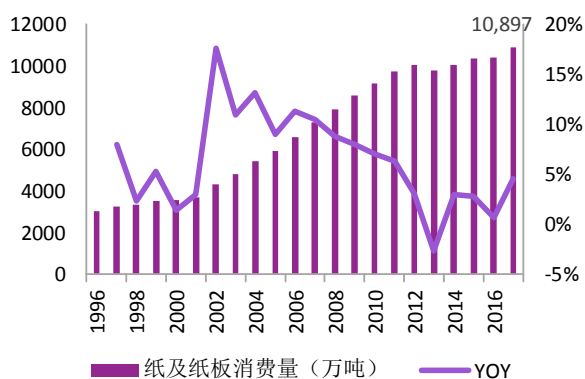
资料来源：《世界造纸工业概况》（制浆造纸研究院郭彩云、邝仕均），光大证券研究所

3.1、需求：低速稳健增长

根据造纸工业协会统计数据，2017 年我国纸及纸板消费量为 10897 万吨，同比增长 4.6%，2008-2017 年消费量复合增长率为 3.6%，需求端整体维持低速稳健增长。从人均消费量来看，2017 年我国纸及纸板人均年消费量达到 78 千克，同比增长 4%。

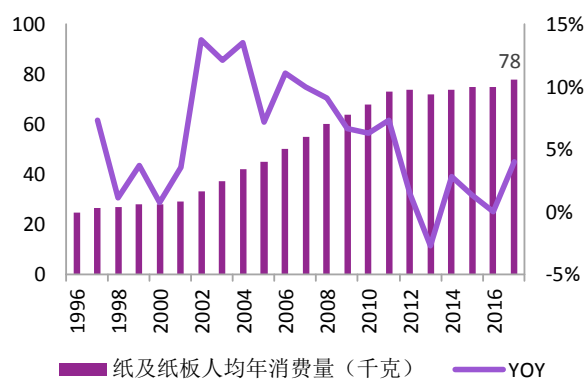
消费结构方面，分纸种来看，箱板纸、瓦楞纸消费量占比最高，其中箱板纸 2017 年消费量达到 2510 万吨，瓦楞纸消费量达到 2396 万吨，占比分别为 23%、22%，箱板/瓦楞纸消费量合计占比 45%。其次，未涂布印刷纸、白纸板消费量占比也相对较高，17 年未涂布印刷纸、白纸板消费量分别达到 1744 万吨、1299 万吨，占比分别为 16%、11.9%。另外，生活用纸、包装用纸、涂布印刷纸、新闻纸、特种纸消费量占比分别为 8.2%、6.5%、5.8%、2.5%、2.3%。

图表 16：我国纸及纸板需求端维持低速增长



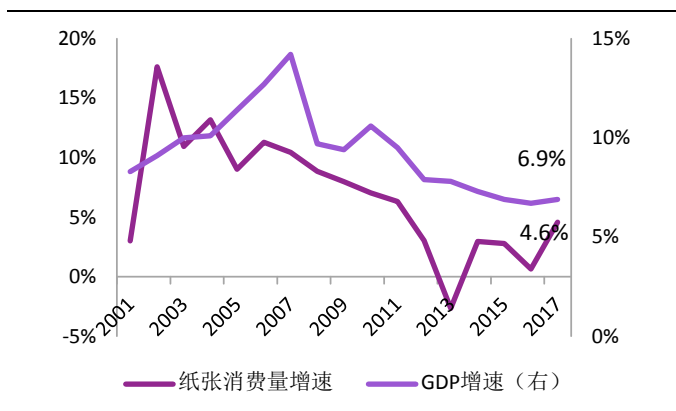
资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

图表 17：2017 年我国纸人均年消费量达到 78 千克



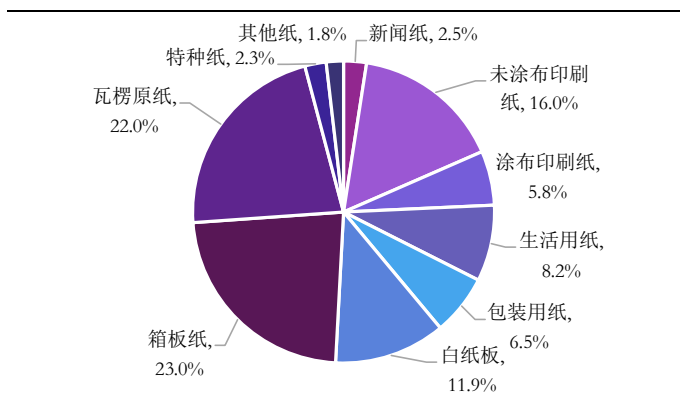
资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

图表 18: 纸及纸板消费量增速 Vs. GDP 增速



资料来源: 造纸工业协会, Wind, 光大证券研究所

图表 19: 箱板/瓦楞纸消费量占纸消费量比例(2017 年)



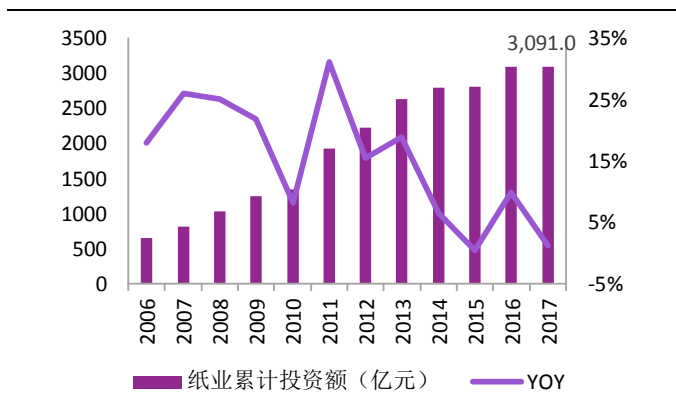
资料来源: 造纸工业协会, 光大证券研究所

3.2、供给：17-18 年产能扩张有所加快，但行业逐步进入理性扩张阶段

2011 年纸业固定资产投资额增速达到 31%，增速为 2005 年以来新高，且新增产能于 2011-2012 年集中释放，而同期纸张消费量增速则持续下滑，因此造纸行业自此进入漫长的去产能周期，固定资产投资额增速持续下滑，产能扩张节奏也有所放缓。2017 年纸业固定资产投资额达到约 3091 亿元，同比增长 1.2%，固定资产投资额增速整体维持低位。

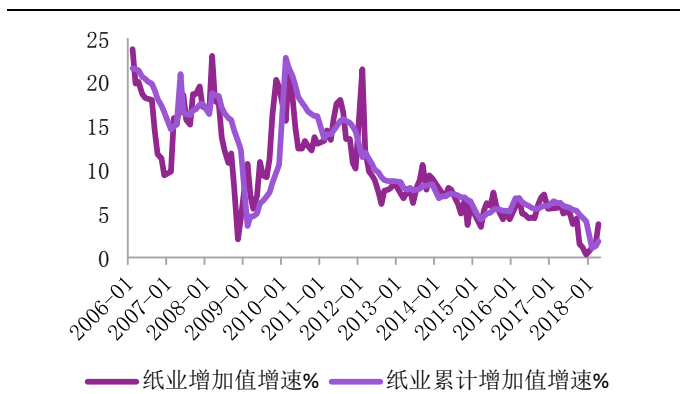
新增产能方面，由于 2016 年中期以来，造纸行业步入新一轮景气周期，纸企盈利能力持续改善，因此造纸行业新增产能扩张速度随之有所加快。我们统计 2017、2018 年纸业新增产能分别达到约 750 万吨、1055 万吨（根据纸企公开新增项目汇总统计，若将部分新增产能项目未实际投产考虑在内，则实际新增产能幅度要小于上述数字），其中 2018 年产能扩张幅度高于 2009 年以来平均水平。虽然近两年纸业产能扩张幅度有所加快，但新增产能幅度仍低于 2011-2012 年产能扩张高峰期，行业逐步进入理性扩张阶段，吨纸盈利成为企业产能扩张的重要考虑因素之一。

图表 20: 我国纸业固定资产投资额增速维持低位



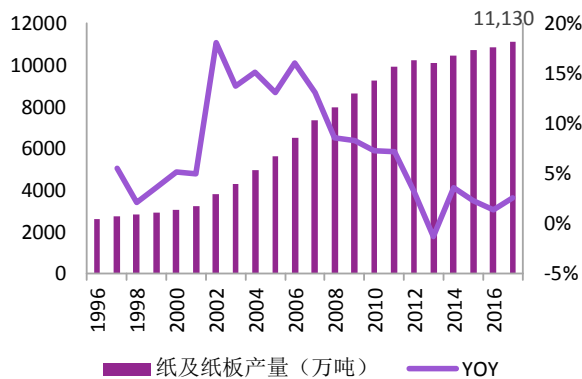
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 21: 18 年 4 月纸业累计增加值增速 1.9%



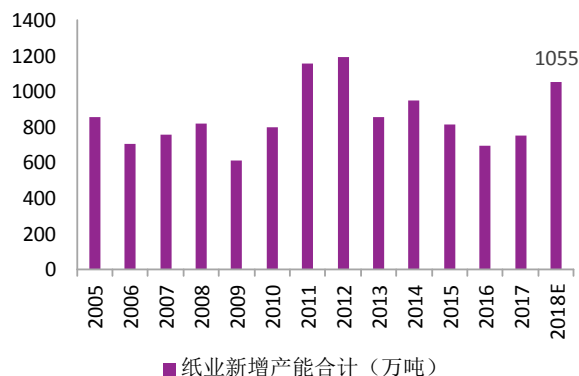
资料来源: Wind, 光大证券研究所 (截至 2018 年 4 月)

图表 22：2017 年纸及纸板产量同比增 2.5%



资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

图表 23：17-18 年纸业新增产能扩张速度有所加快



资料来源：中纸联，光大证券研究所预测

另外，从行业进入门槛之一——新增产能扩张的难度而言，造纸行业新增项目受产能规模、资金要求、设备要求、自备电厂等配套项目审批、环保等政策、运输政策等约束，纸业新增产能从项目审批至产能投产各环节难度均有所加大，行业准入门槛越来越高，这在一定程度上也限制了造纸行业新增产能的非理性扩张。具体来看：

1) 新增产能规模要求：2007 年 10 月，工信部发布《造纸产业发展政策》，提出企业新建、扩建造纸项目单条生产线起始规模要求达到：新闻纸年产 30 万吨、文化用纸年产 10 万吨、箱纸板和白板纸年产 30 万吨、其他纸板项目年产 10 万吨（薄页纸、特种纸及纸板项目以及现有生产线的改造不受规模准入条件限制）。

2) 资金要求：造纸行业作为资金密集型产业，需要相应的资金投入来达到一定的规模要求。以 2017 年主要上市纸企的新增产能项目投资额来看，吨纸投资基本在 2000 元/吨以上，其中箱板/瓦楞纸吨纸投资额相对较低，而白卡纸、文化纸吨纸投资额则达到 4000 元/吨以上，其中高档文化纸吨纸投资额超过 6000 元/吨。

图表 24：近期纸企新增项目投资额及吨纸投资水平

公告日期	公司	纸种	产能 (万吨)	投资额 (万元)	吨纸投资额 (元/吨)
2017/1	博汇纸业	白卡纸	75	323,100	4308
2017/2	晨鸣纸业	高档文化纸	51	340,903	6684
2017/9	山鹰纸业	包装纸	127	450,797	3550
2017/12	博汇纸业	高档牛皮箱板纸	50	118,694	2374
2017/12	博汇纸业	高强瓦楞纸	50	114,880	2298

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

3) 设备要求：目前国内造纸主要依赖进口设备为主，项目生产线主要来自“维美德、福伊特、安德里茨”这三大制浆造纸设备供应巨头。目前阶

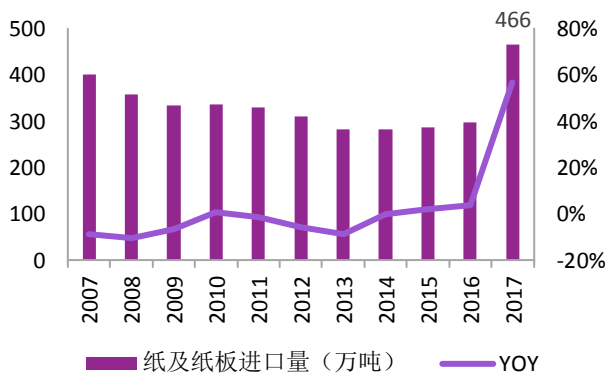
段，国外纸机在能耗、性能稳定性、调试周期、技术工艺等各方面均更成熟，因此，国内大型纸企在纸机设备方面仍主要依赖进口。

4) 环保政策及自备电厂等配套项目审批要求：《造纸产业发展政策》提出：企业新建造纸项目吨产品在 COD 排放量、取水量和综合能耗（标煤）等方面要达到先进水平；其中漂白化学木浆为 10 千克、45 立方米和 500 千克；印刷书写纸为 4 千克、30 立方米和 680 千克等。另外，2018 年 3 月国家发改委发布《燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案（征求意见稿）》，强调“严控新建燃煤自备电厂、全面清理违法违规燃煤自备电厂等”，这意味着纸企自备电厂审批受限，从而带来能源成本的上升，也将限制新增产能的大幅扩张。环保投入方面，目前造纸企业环保设备投资额在 300-400 元/吨，大型环保设备运营成本 40-100 元/吨（规模不同，吨纸投资及运营成本存在一定差异）。考虑规模效应，中小型纸企环保成本将更高。

3.3、进出口：17 年进口量明显增加，出口维持相对稳定

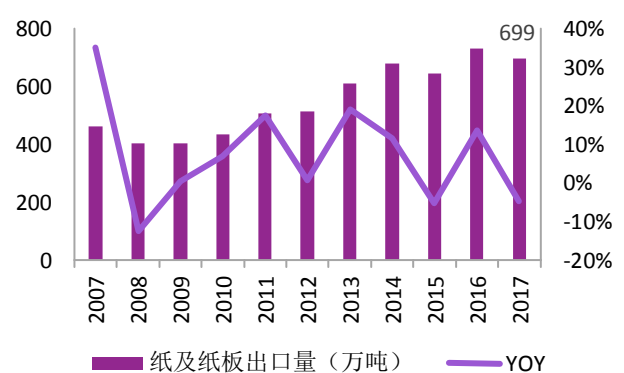
根据造纸工业协会年度统计数据，2017 年我国纸及纸板进口量为 466 万吨，同比增长 56.9%，2017 年纸及纸板进口量明显增加，主要受 2017 年纸张价格大幅上涨，进口纸张成本优势显现所影响。出口方面则维持相对稳定，2017 年我国纸及纸板出口量为 699 万吨，同比下滑 4.6%，近五年（2013-2017 年）出口量总体维持相对稳定。

图表 25：2017 年我国纸及纸板进口量显著增加



资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

图表 26：近五年我国纸及纸板出口量维持相对稳定

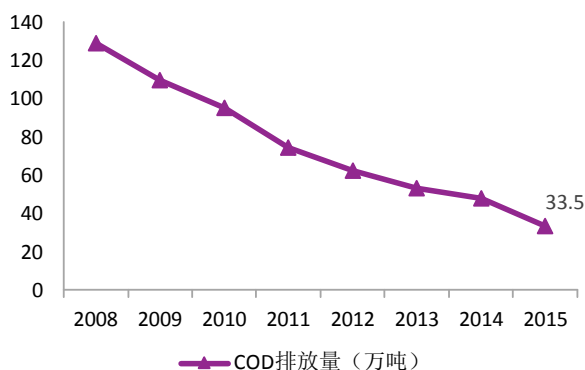


资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

3.4、落后产能淘汰驱动行业集中度提升

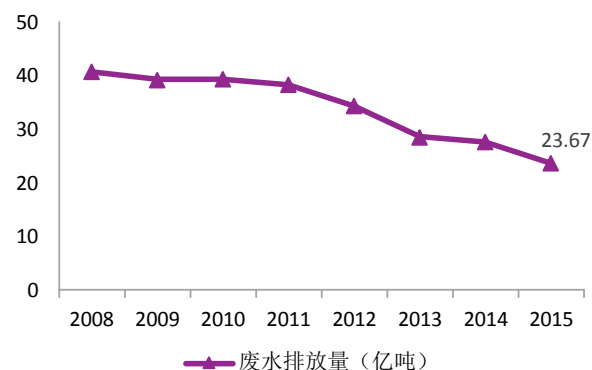
造纸行业是高污染与高能耗的资源密集型产业，由于污染严重、产能过剩问题突出，且中小企业众多规范程度相对较低，因此，造纸行业成为供给侧改革的重点关注产业。

图表 27: 08-15 年造纸行业 COD 排放量逐年降低



资料来源: 造纸工业协会, 光大证券研究所

图表 28: 08-15 年造纸行业废水排放量逐年降低

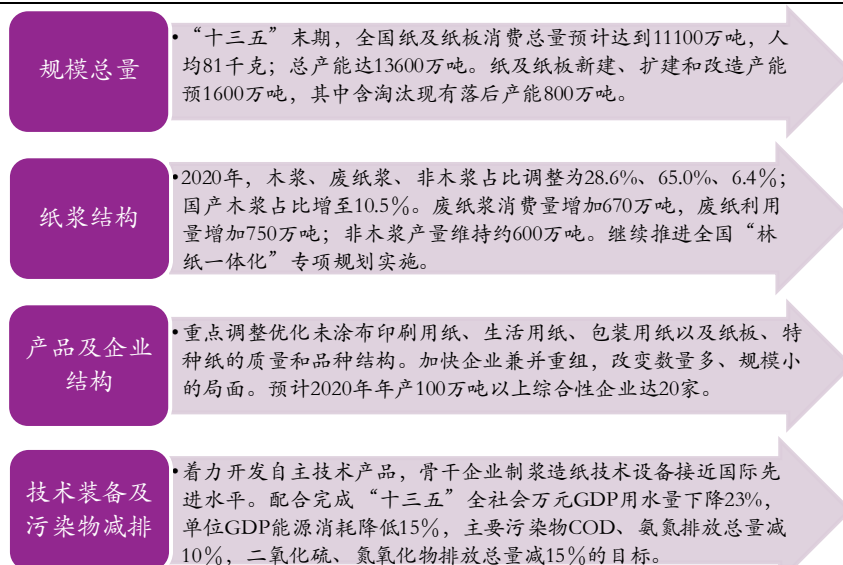


资料来源: 造纸工业协会, 光大证券研究所

2011 年, 国家发改委、工信部和林业局联合发布《造纸工业发展“十二五”规划》, 针对产业布局、技术水平、原材料结构、企业与产品结构等多方面提出具体任务, 推动行业供给侧改革。“十二五”期间, 造纸行业共淘汰落后产能 3972 万吨 (相当于 2017 年纸及纸板全年产量的 35.7%)。根据工信部数据, “十三五”计划造纸行业将继续淘汰 800 万吨落后产能。

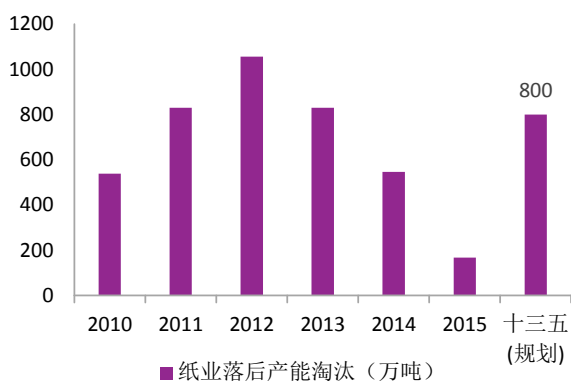
2017 年 6 月《中国造纸协会关于造纸工业“十三五”发展的意见》的出台, 对造纸行业从四个方面提出了目标: 规模总量、纸浆结构、产品及企业结构、技术装备及污染物减排。其中产品及企业结构方面, 《规划》提出: 重点调整优化未涂布印刷用纸、生活用纸、包装用纸以及纸板、特种纸的质量和品种结构。加快企业兼并重组, 改变数量多、规模小的局面。预计 2020 年年产 100 万吨以上综合性企业达 20 家。

图表 29: 《中国造纸协会关于造纸工业“十三五”发展的意见》四方面目标



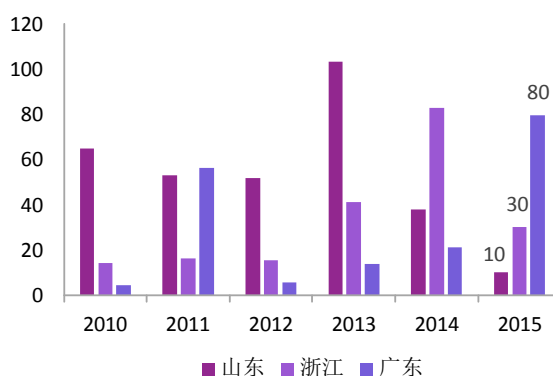
资料来源: 造纸工业协会, 光大证券研究所整理

图表 30：“十三五”计划纸业将淘汰 800 万吨落后产能



资料来源：工信部，光大证券研究所

图表 31：重点省份纸业落后产能淘汰 (万吨)

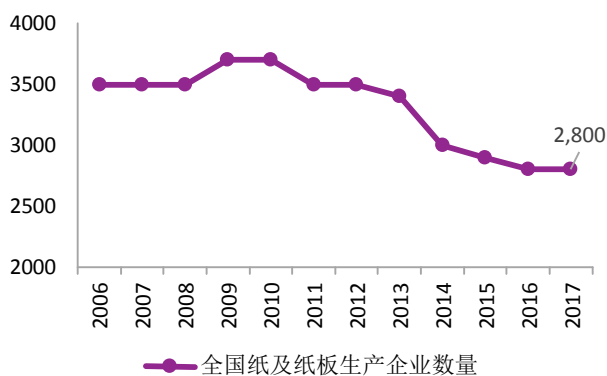


资料来源：工信部，光大证券研究所

除政策性落后产能淘汰外，市场自身带来的中小企业产能淘汰也是重要的考虑因素。一方面，木浆、废纸价格的高位推动纸企成本上升，龙头企业具有明显规模及产业链一体化等优势，能够消化部分成本端的上涨，而对中小企业的盈利能力将会形成一定的挤压。另一方面，外废进口受限导致国废处于紧平衡状态，从国废供应角度而言，中小企业或因国废短缺而出现减产、停产的情况，中长期来看也将加快其退出的过程。

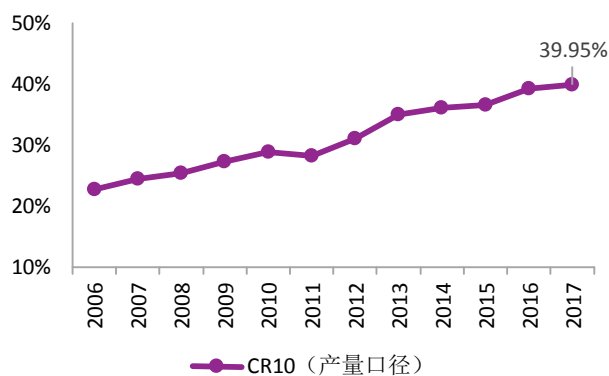
受产业结构调整、政策及市场化落后产能淘汰等多方面原因，造纸行业集中度持续提升。根据造纸工业协会统计数据，2006 年全国纸及纸板生产企业约 3500 家，而 2017 年减少至约 2800 家。集中度方面，造纸企业 CR10（产量口径）从 2006 年的约 22.8% 提升至 2017 年的 39.9%，行业集中度持续提升，龙头企业马太效应凸显。

图表 32：全国纸及纸板生产企业数量逐年减少 (家)



资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

图表 33：造纸行业集中度持续提升 (产量口径, CR10)



资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

4、原材料：木浆、废纸进口依存度较高，供需格局推动新价格中枢的形成

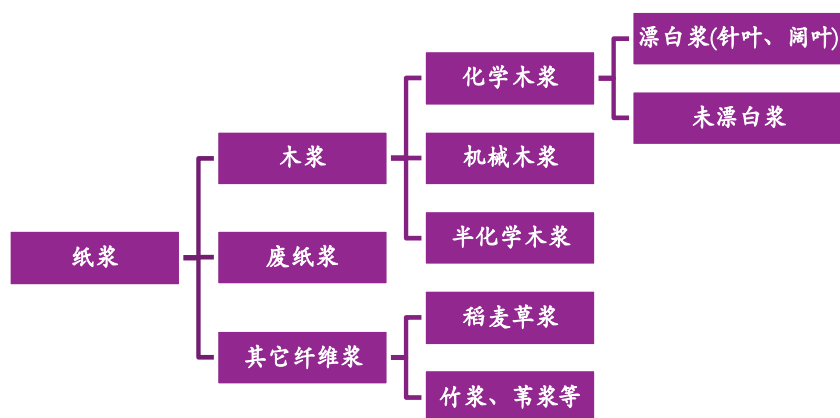
4.1、木浆：回归全球供需主导，外盘浆价大概率维持高位

4.1.1、全球纸浆产量、消费量均维持低速增长

根据原材料（所用纤维原料类型）不同，纸浆主要分为木浆、废纸浆及其它纤维浆（稻麦草浆、竹浆、苇浆等）；而其中木浆根据制作工艺不同，又可以分为化学木浆、机械木浆及半化学木浆。

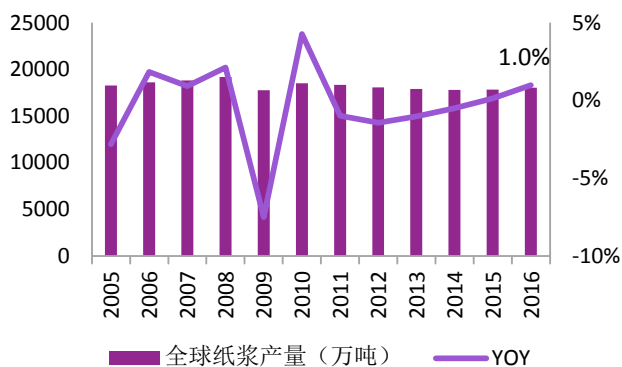
根据《世界造纸工业概况》年度统计数据，2016 年全球纸浆（不含废纸浆）产量达到 18055 万吨，同比增长 1.0%；消费量 18061 万吨，同比增长 0.6%；全球纸浆产量、消费量均维持低速增长。

图表 34：木浆、废纸浆为造纸行业两大主要原材料



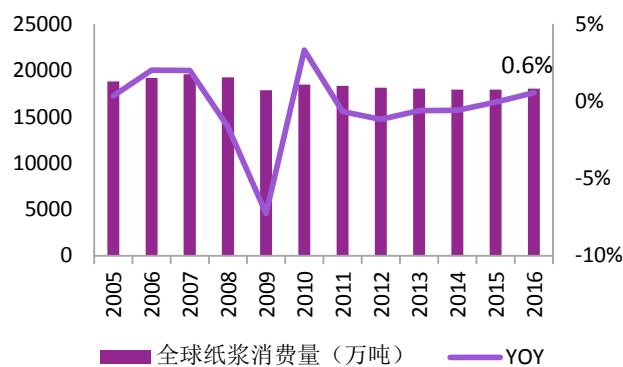
资料来源：光大证券研究所整理

图表 35：2016 年全球纸浆产量同比增 1.0%



资料来源：《世界造纸工业概况》（郭彩云等），光大证券研究所

图表 36：全球纸浆消费量维持低速增长



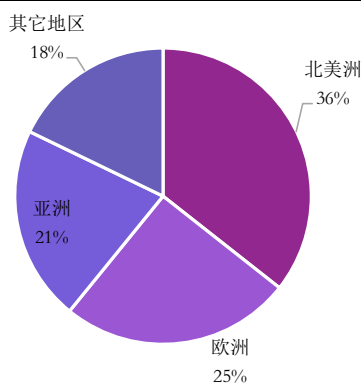
资料来源：《世界造纸工业概况》（郭彩云等），光大证券研究所

分地区来看，2016年北美洲纸浆产量为6431万吨，占全球纸浆总产量占比为35.6%，欧洲、亚洲地区纸浆产量分别为4558万吨、3848万吨，占全球纸浆总产量比例分别为25.2%、21.3%；三大地区产量合计占比达到约82.2%。具体到国家层面，美国、巴西、加拿大分别为纸浆产量最高的三大国家，2016年其纸浆产量分别为4781万吨、1877万吨、1650万吨，三者产量合计占比达到46%，占据全球纸浆产量的将近半壁江山。

从纸浆类别来看，化学木浆为纸浆中占比最高的浆种（不含废纸浆），2016年全球化学木浆产量达到13770万吨，占比为76.3%；机械木浆产量为2852万吨，占比达到15.8%；半化学木浆产量约887万吨，占比为4.9%。

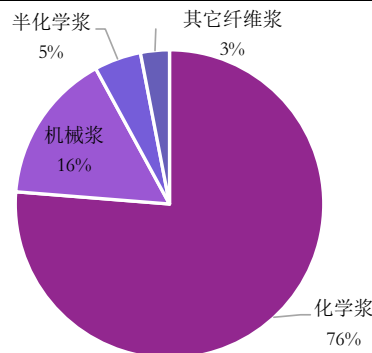
从集中度来看，以阔叶浆为例，全球阔叶浆CR8约为71%，行业集中度较高。

图表 37：北美洲为全球纸浆产量占比最高地区（2016）



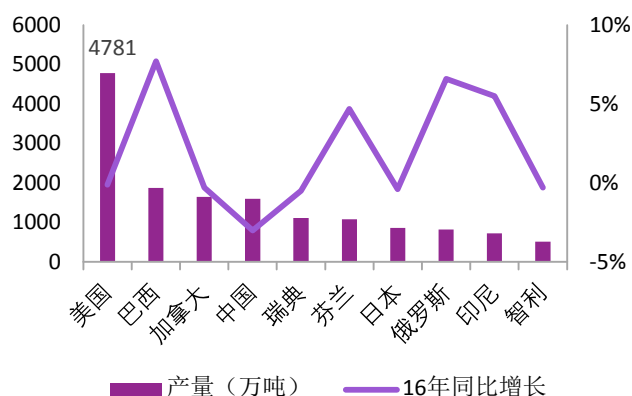
资料来源：《世界造纸工业概况》（郭彩云等），光大证券研究所

图表 38：化学浆为全球纸浆中占比最高的浆种（2016）



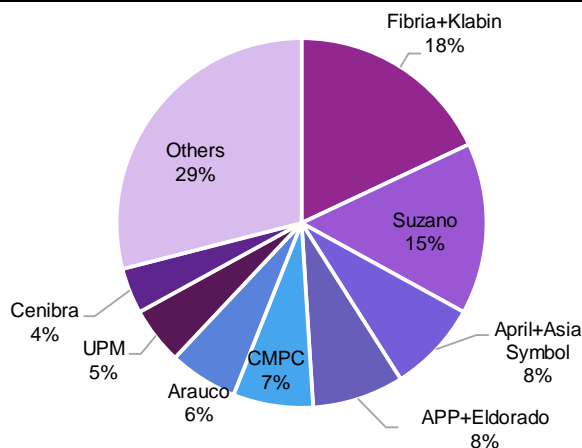
资料来源：《世界造纸工业概况》（郭彩云等），光大证券研究所

图表 39：美国、巴西、加拿大分别为纸浆产量最高的三大国家（2016年）



资料来源：《世界造纸工业概况》（郭彩云、邝仕均），光大证券研究所

图表 40：全球商品阔叶浆行业集中度（产能口径，2017）



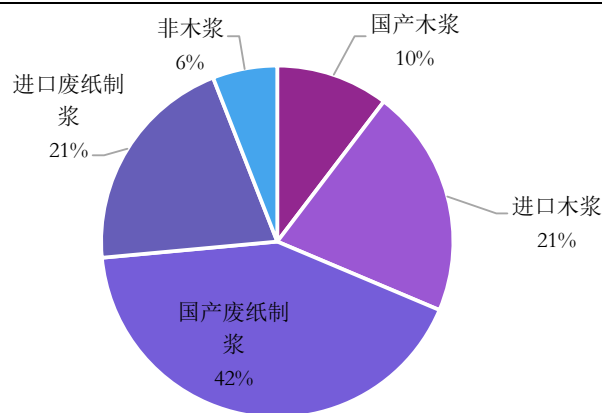
资料来源：RISI, Asia Symbol, 光大证券研究所

4.1.2、我国木浆进口依存度较高

根据造纸工业协会数据，2017 年我国木浆消费量为 3152 万吨，其中进口木浆消耗量达到 2112 万吨（扣除溶解浆，实际消耗量口径），进口木浆占比达到 67%；自 2006 年至今，我国进口木浆消费量占比基本在 60% 以上，我国木浆进口依存度较高。

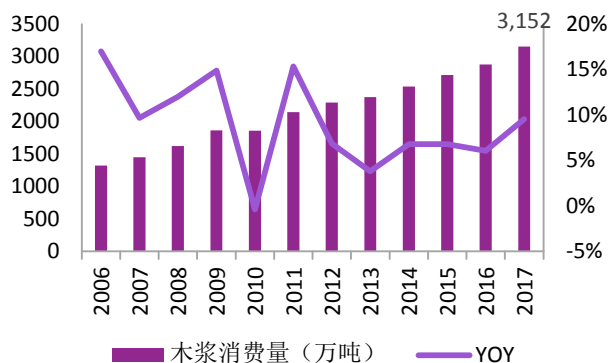
我们认为，我国木浆消费结构中，进口木浆消费量占比较高主要有三方面原因：1) 从木材木质等方面来看，国外木材木质相对较好，因此木浆质量也相对较高。随着我国造纸产业结构的升级与消费者需求的提升，对于原材料的要求也逐步提高，而进口木浆由于质量较高，是生产高端纸品的首选。2) 自 2014 年起，进口木浆价格逐步回落，成本优势逐步显现，推动了木浆进口数量的增加。3) 政策方面，出于环保考虑，我国对于林木砍伐方面限制较为严格；因此，历年进口木浆量占比较高。

图表 41：我国木浆进口依存度较高（2017）



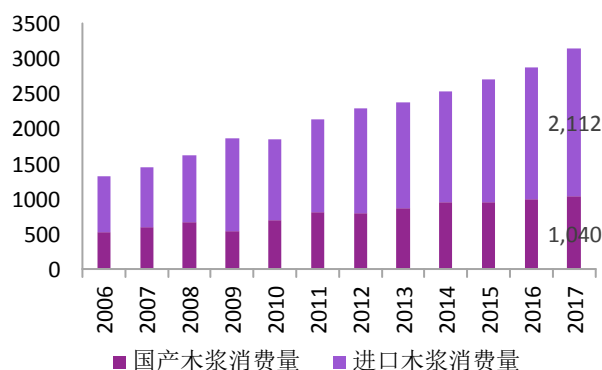
资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

图表 42：2017 年我国木浆消费量达 3152 万吨



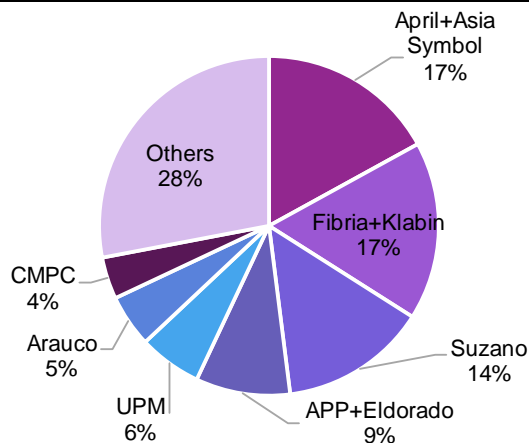
资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

图表 43：2017 年我国进口木浆消耗量达到 2112 万吨



资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

图表 44：我国商品阔叶浆行业集中度（产能口径，2017）



资料来源：RISI, Asia Symbol, 光大证券研究所

4.1.3、进口木浆价格已上涨至历史高位，未来继续大幅上涨的可能性不大

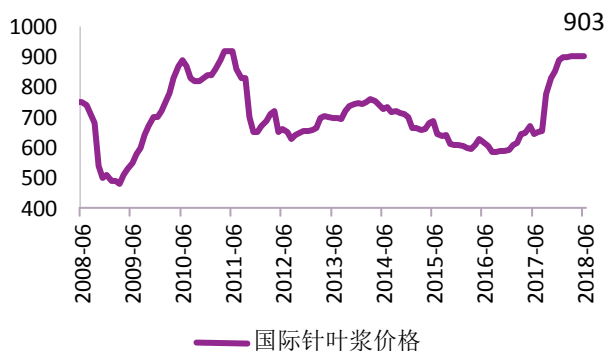
2016 年四季度以来，进口木浆价格跟随全球大宗商品持续反弹，2017 年 7 月，受禁止未经分拣的废纸（混废）进口政策影响，国内市场废纸价格大幅上涨，由此带动了木浆价格的上涨。截止 2018 年 6 月，国际针叶浆均价约 903 美元/吨，自 17 年初涨幅达到 48.4%；国际阔叶浆均价约为 793 美元/吨，自 17 年初涨幅达到 51.3%；目前进口木浆价格已涨至历史高位。

同时，国内木浆价格自 16 年底起也持续上涨，虽 18 年有所回落，但仍处于历史相对高点。具体来看，截止 2018 年 6 月，国内针叶浆价格约 6473 元/吨，自 16 年四季度至今涨幅达到 41.8%；国内阔叶浆价格约 5727 元/吨，自 16 年四季度至今涨幅达到约 41.4%。

与其它大宗商品有所不同，木浆的金融属性相对较差，影响木浆价格的核心为行业供给与需求、成本等方面。过去十年全球浆价的核心驱动力来自

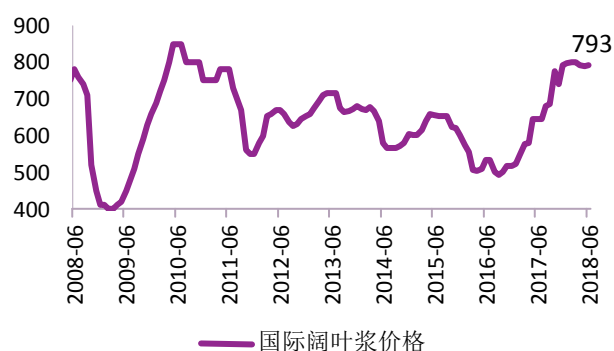
中国，我们认为此轮浆价上涨与国内纸业的供给侧改革、废纸新政等密切相关，同时也叠加了海外经济复苏等因素。

图表 45: 国际针叶浆价格已上涨至历史高位 (美元/吨)



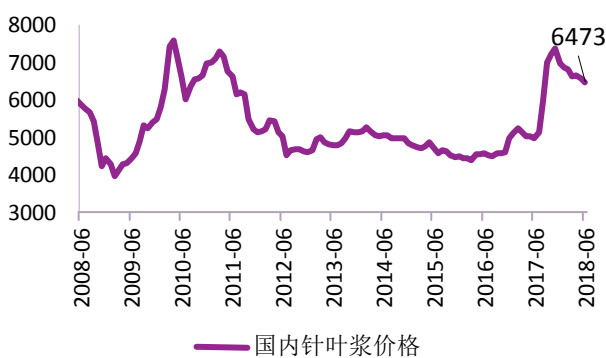
资料来源: 卓创, 光大证券研究所

图表 46: 国际阔叶浆价格已上涨至历史高位 (美元/吨)



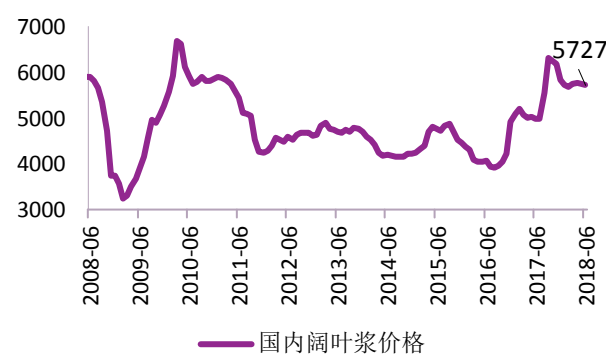
资料来源: 卓创, 光大证券研究所

图表 47: 17 年国内针叶浆价格持续上涨 (元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 48: 17 年国内阔叶浆价格持续上涨 (元/吨)



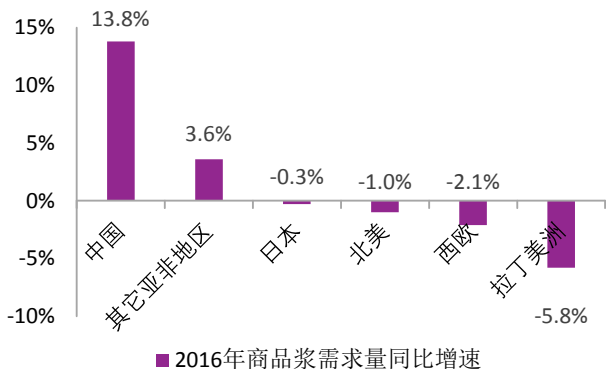
资料来源: Wind, 光大证券研究所

供给: 2017 年由于纸浆厂意外停工事件频发 (包括设备、物流、政策限制、火灾等) 及产能出清等因素, 原计划投产的部分木浆产能并未如期投产。根据 CPICC 统计数据, 2017 年纸浆厂意外停工约影响全球木浆供给 160 万吨。根据我们初步统计, 2018 年全球针叶浆、阔叶浆新增产能分别超过 100 万吨、200 万吨, 其中规模相对较大且确定的产能: Fibria 净增加 120 万吨、Guaiba 浆厂新增 75 万吨、APP OKI 浆厂新增约 60 万吨。因此, 2018 年全球针叶浆、阔叶浆合计新增产能将达到约 300-400 万吨, 占全球木浆消费量的比例约为 1.5%-2.5%。

需求: 全球木浆消费结构中, 西欧、中国、北美等市场占比约 80%, 其中北美、西欧等传统消费大国增速相对较慢, 全球木浆消费增量主要依赖中国。2011-2015 年全球纸浆消费量均为负增长, 2016-2017 年消费量增长略有加速, 尤其是 2017 年。其中我国 2017 年进口木浆量达到 2112 万吨, 同比增长 12%, 高于 2016 年增速约 5 个百分点, 成为拉动全球木浆消费量增长的重要驱动力。

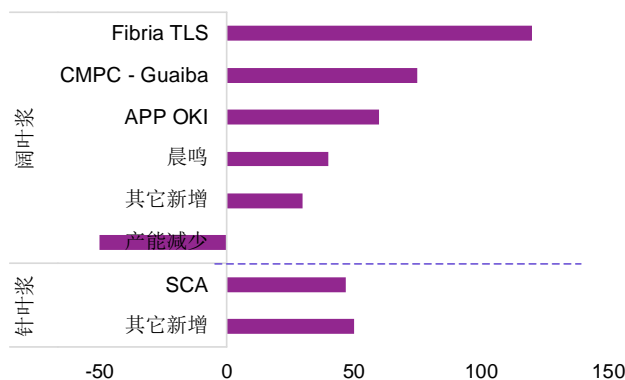
对于浆价后续走势, 在需求端保持低速稳定增长的基础上, 综合考虑全球木浆新增产能, 我们判断中期国际木浆价格将大概率维持相对高位。

图表 49：中国成拉动全球木浆消费增长的重要驱动力



资料来源：《中国纸浆市场供需与 2017 年行情走势》（李战），光大证券研究所

图表 50：2018 年全球木浆主要新增产能统计（万吨）



资料来源：Hawkins wright，光大证券研究所

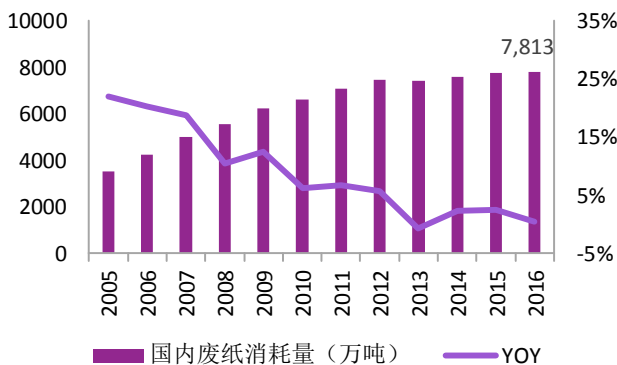
4.2、废纸：政策带来的国废紧平衡是本轮国废价格持续上涨的核心

4.2.1、我国废纸进口依赖程度较高，国废回收率仍有一定提升空间

废纸作为我国造纸的重要原材料，具有较高的进口依存度。根据中国造纸年鉴统计数据，2016 年我国废纸消耗量达到 7813 万吨，同比增长 0.5%；其中国内废纸回收量约为 4964 万吨，同比增长 2.5%；废纸进口量 2849 万吨，进口废纸量占国内废纸总消耗量比例约为 36.5%。

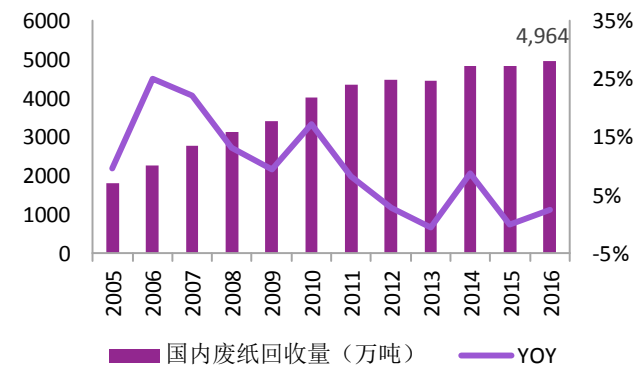
虽现阶段我国废纸进口依存度较高，但随着对外废进口管控的日趋严格以及长期固废零进口目标的确定，废纸进口量比例逐年降低（废纸进口量占比由 2008 年的约 43.6%降低至 2016 年的 36.5%）。另外，废纸进口严格管控也是推动国内废纸回收体系不断完善、提升废纸回收率的重要举措。2017 年 1 月，工信部等三大部委联合出台《关于加快推进再生资源产业发展的指导意见》，提出重点培育 3 至 5 家 30 万吨废纸分拣中心，15 家全国性回收企业，以及每 500 万人口布局 10 个中等规范的回收加工企业。推动国内废纸回收率提升是推进我国资源再生利用战略的重要一环。

图表 51：2016 年我国废纸消耗量达到 7813 万吨



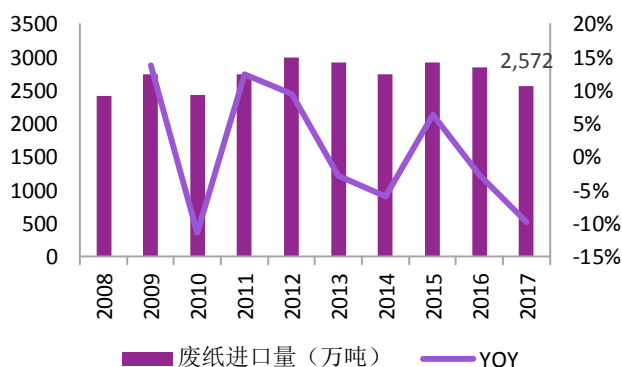
资料来源：中国造纸年鉴，光大证券研究所

图表 52：2016 年国内废纸回收量同比增 2.5%



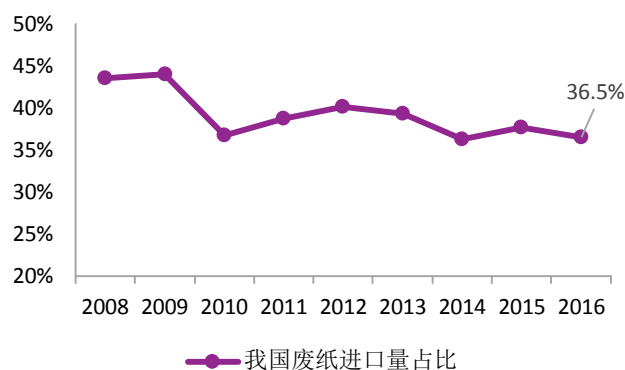
资料来源：中国造纸年鉴，光大证券研究所

图表 53: 2017 年我国废纸进口量同比下降 9.8%



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 54: 我国废纸进口量占废纸总消耗量比逐步降低

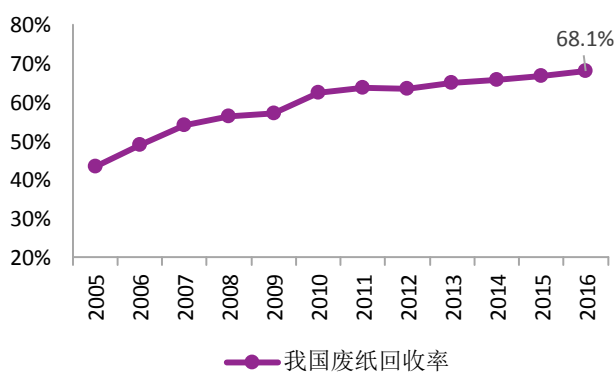


资料来源: 中国造纸年鉴, Wind, 光大证券研究所

根据我们初步测算, 2016 年我国废纸回收率约为 68.1% (测算公式见注解), 废纸回收率年均提升 1%-2%; 但废纸回收率的提升是一个相对缓慢的过程, 需要国内废纸回收体系的逐步完善。全球来看, 根据中华纸业等数据, 欧洲废纸回收率平均水平已达到 70% 以上 (2014 年), 其中比利时、奥地利等国家废纸回收率已达到约 90% (2014 年)。日本废纸回收率约 81.3% (2015 年); 加拿大、德国废纸回收率也分别达到 80%、76% (2014 年)。因此, 对比国外, 我国废纸回收率仍有一定提升空间。

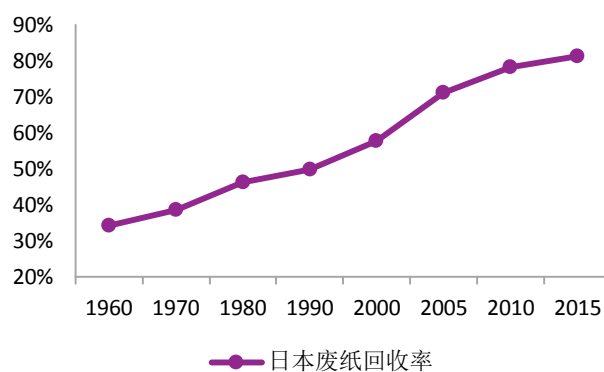
注: 国内废纸回收率测算公式: $\text{废纸回收率} = \frac{\text{废纸回收量}}{\text{国内纸和纸板消费总量} - \text{随货物出口海外} - \text{不可回收类纸品等}}$

图表 55: 我国废纸回收率持续提升



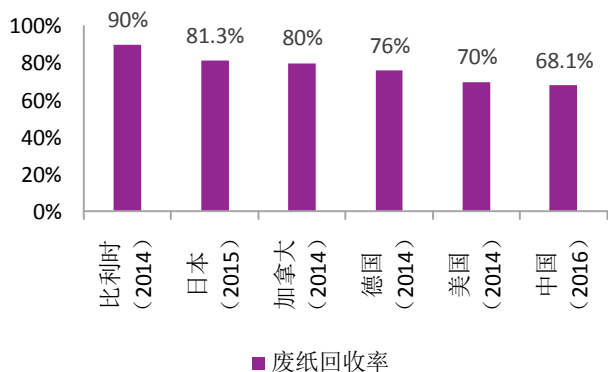
资料来源: 中国造纸年鉴, 光大证券研究所测算

图表 56: 日本废纸回收率已提升至 81.3% (2015)



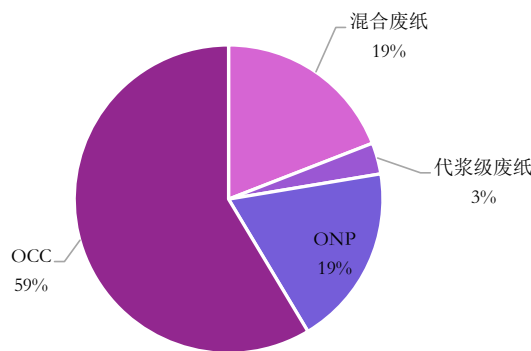
资料来源:《我国可回收垃圾资源化利用水平比较分析》(徐海云), 光大证券研究所

图表 57：对比全球，我国废纸回收率仍有提升空间



资料来源：中华纸业，光大证券研究所

图表 58：我国废纸进口结构 (2017)



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：OCC 为废旧箱板纸，ONP 为旧报纸）

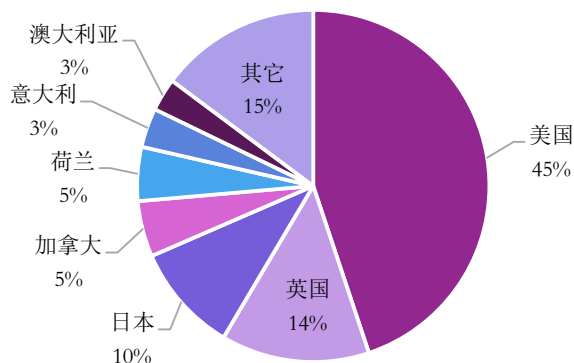
美废、日废等分类体系较为成熟，且废纸质量相对较好（纤维含量、耐破度等多方面）。我国废纸进口以美废、欧废、日废为主，其中美废进口量占比最高，2016 年美废占我国废纸进口总量比例达到约 45%。与国废相比，美废、日废等分类体系较为成熟，且废纸质量相对较高（欧废品质差异较大），尤其是美废，其纤维含量、纤维强度、耐破度等各方面均表现较好。而国内废纸在分类规范程度、杂质及草浆含量、回收利用率等多方面均与外废存在一定差距。因此，美废等质量较高的外废是生产部分高端纸品的必需原料，短期内由国废完全替代的可能性不高。

图表 59：美废不同标号废纸含杂率等要求

标号	名称	定义	具体要求
美废 1#	废杂纸	由不同质量的废纸混合组成，不受包装方式或纤维组成的限制。	杂物不得 超过 2%；不合格废纸总量不得超过 10%。
美废 3#	高级废杂纸	由经过拣选的不同质量的废杂纸混合组成，打包供货。此类废纸（涂布或未经涂布）的磨木浆含量不得超过 10%。	杂物不得超过 0.5%；不合格废纸总量不得超过 3%。
美废 5#	工厂包装纸	用于卷筒纸，纸捆，平板纸的外包装的废纸，打包供货。	杂物不得 超过 0.5%；不合格废纸总量不得超过 3%。
美废 8#	特级旧报纸（供脱墨用）	经过拣选且不受潮的废报纸，打包供货。此类旧报纸既 没有受太阳光的曝晒，不含杂志、空白纸张、印刷厂过期报刊和其他杂废纸，其凹印和彩色部分不超过正常数量。不得用其它纸张包装。	不允许混有杂物；不合格 废纸总量不得超过 0.25%。
美废 11#	旧瓦楞纸箱	旧瓦楞纸箱，其面层为仿箱板纸浆；麻浆或牛皮木浆、打包供货。	杂物不得超过 1%；不合格废纸总量不得超过 5%。
美废 13#	双挂面牛皮瓦楞纸新边角料	瓦楞纸边角料，其挂面层为麻浆或牛皮浆，或仿箱板 纸浆，打包供货。不允许有不溶性胶粘剂，变形卷筒纸、凹入或凸出的芯层等混入。 其芯层或面层均应未经表面处理的。	不允许有杂物混入；不合格废纸总量不得超 过 2%。

资料来源：中华纸业，中纸联，光大证券研究所整理

图表 60：美国为我国进口废纸主要来源国（2016 年，进口量占比）



资料来源：制浆造纸研究院《2016 年国内外废纸市场概况》（郭彩云），光大证券研究所

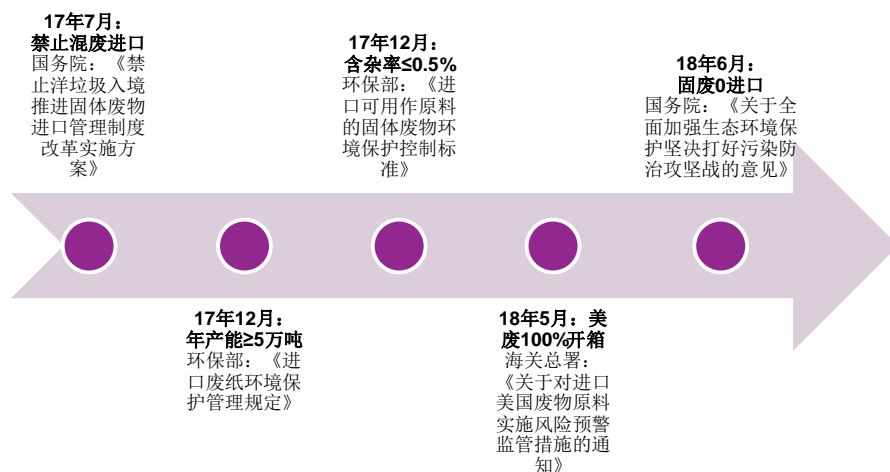
4.2.2、外废严管控将是长期趋势

2017 年以来，我国陆续推出关于废纸进口的管控政策，包括禁止进口未经分拣的废纸（限制混废进口）、进口废纸企业规模要求 5 万吨/年以上、进口废纸含杂率上限标准降为 0.5%、对美废 100% 开箱检验等。同时，进口废纸的环保执法力度也日益趋严，今年 3 月以来全国海关组织开展打击洋垃圾走私的“蓝天 2018”专项行动，港口外废不合格退运事件频频发生，综合退运量持续增加。

6 月 24 日，国务院发布《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》，《意见》中重点提出：全面禁止洋垃圾入境，大幅减少固体废物进口种类和数量，力争 2020 年年底基本实现固体废物零进口。

总体而言，2017 年以来，我国对于废纸进口从多方面如企业资质、外废标准、质量审查等进行管控，全面体现外废进口严格管控将是长期趋势。

图表 61：2017 年以来进口废纸管控趋严

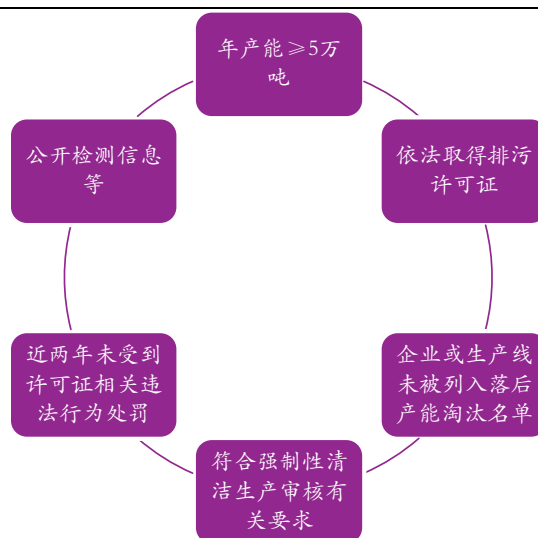


资料来源：国务院，环保部，海关总署，光大证券研究所整理

4.2.3、龙头企业配额优势仍较为明显

拥有废纸限制进口许可证是纸企进口废纸的前提：根据《进口废纸环境保护管理规定》等政策要求，我国废纸进口企业需获得废纸限制进口许可证，申请企业需要满足以下要求：1) 年产能大于等于5万吨/年，并具有与加工利用能力相适应的制浆、造纸等生产加工设备；2) 符合相关产业政策要求，废纸企业或相关生产线未被列入《工业行业淘汰落后产能企业名单》；3) 依法依规取得排污许可证；4) 符合强制性清洁生产审核的有关要求；5) 按相关标准及政策开展自行监测，并按规定公开监测信息；5) 一定期限内是否有行政处罚相关要求等。

图表 62：国内纸企废纸进口许可证申请要求



资料来源：环保部，光大证券研究所整理

8月3日，环保部固废管理中心发布2018年第十七批废纸进口审批名单，共有26家企业获批58.87万吨外废进口量（其中重庆玖龙、重庆理文仅为原配额变更口岸，不计入新增额度），外废进口审批节奏已基本恢复正常。具体来看，其中玖龙纸业获批35.60万吨，占此次获批量比例达到60.47%；其余均为浙江包括杭州等地造纸企业，合计占比为39.53%。

截至目前，2018年环保部共核准十七批进口废纸名单，获批量共计1403.91万吨；其中获批额度最高的分别是玖龙纸业、山鹰纸业（含联盛纸业）、理文造纸，占比分别达到35.5%、14.5%、14.2%，三者额度合计占比64.2%，龙头企业仍具有明显配额优势。

另外，6月15日，海关总署发布《进口可用作原料的固体废物国内收货人注册登记管理实施细则》，自2018年8月1日起执行。《细则》要求：原已获得进口可用作原料的固体废物国内收货人注册登记的企业，属于加工利用型的，应及时向工商注册所在地的直属海关申请换发新证；属于贸易型的，注册登记自动失效。简单来看，《细则》的执行代表着废纸贸易商失去

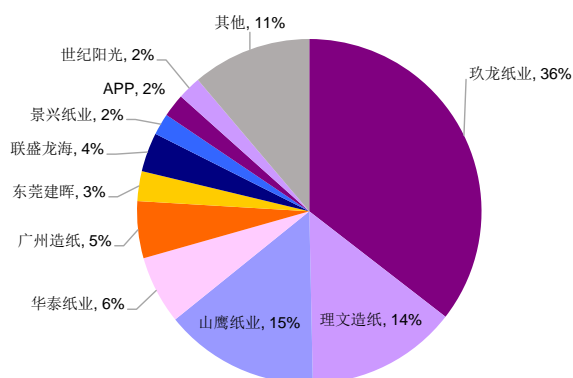
申请外废配额的资格，而纸企等废纸加工利用企业，则对其申请外废配额的及时性提出了更高的要求。

图表 63：2018 年行业前 17 批次外废获批额度情况（单位：万吨）

序号	企业	2018 年前 17 批次获批额度	占比
1	玖龙纸业	498.15	35.5%
2	山鹰纸业	203.89	14.5%
3	理文造纸	199.20	14.2%
4	华泰纸业	90.00	6.4%
5	广州造纸	75.00	5.3%
6	东莞建晖	39.31	2.8%
7	联盛龙海	51.55	3.7%
8	景兴纸业	28.37	2.0%
9	APP	30.48	2.2%
10	世纪阳光	30.82	2.2%
11	合计	1403.91	100.0%

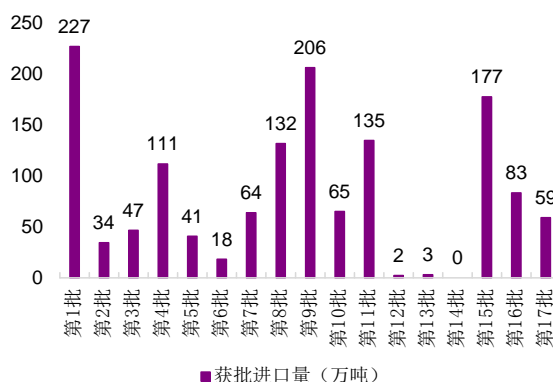
资料来源：环保部固废管理中心，光大证券研究所整理

图表 64：龙头企业配额优势明显（18 年度废纸配额占比）



资料来源：环保部固废管理中心，光大证券研究所整理

图表 65：2018 年度废纸配额各批次情况



资料来源：环保部固废管理中心，光大证券研究所

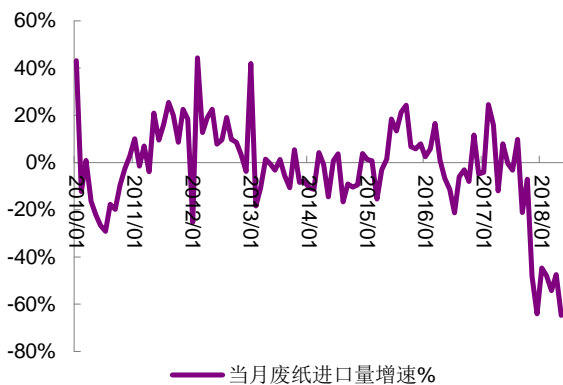
4.2.4、供需失衡推动国废 OCC 价格持续上涨，内外废价差进一步扩大

根据卓创资讯数据，截至 2018 年 6 月底，国废 OCC 出厂均价约为 3008.9 元/吨，自 2017 年初以来上涨 1240 元/吨，涨幅达到 70.1%，国废价格已上涨至历史高位。从内外废价差来看，截至 6 月底，美废 11# 价格为 230 美元/吨，国废 OCC 与美废 11# 价差已达到 1272 元/吨（以当月汇率计算）。

2018 年外废进口量大幅下滑将是大概率事件：2017 年我国进口废纸总量达到 2571.7 万吨，同比下滑 9.8%；2018 年 1-5 月废纸累计进口量达到 597.6 万吨，同比下滑 52.1%。在供给侧改革的驱动下，环保政策趋严、外废配额严格限制、检查形势趋严等多重因素的叠加下，我们预计今年进口废纸量大幅减少将是大概率事件。

在外废进口量下滑的前提下，即使考虑国内废纸回收率的提升（废纸回收率的提升是个相对缓慢的过程），国废供给仍将处于紧平衡或者失衡状态，将推动国废价格的上涨，进而推动成品纸价格的上涨。

图表 66：18 年 1-5 月废纸进口量下滑 52.1%



资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2018 年 5 月）

图表 67：国废 OCC 价格处于历史相对高位



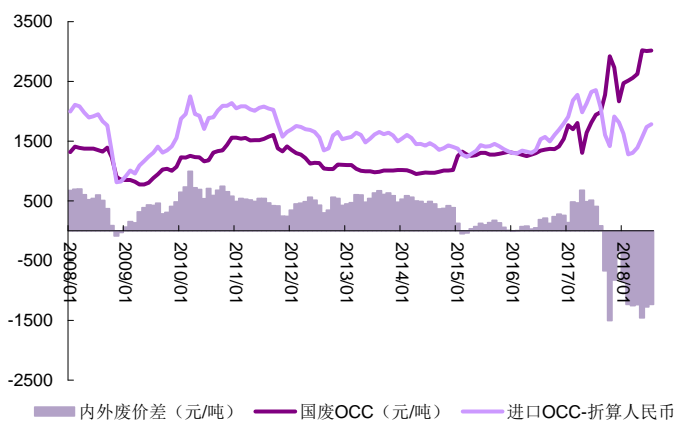
资料来源：卓创，Wind，废纸资源网，光大证券研究所（截至 2018 年 6 月）

图表 68：国废供需失衡推动国废价格上涨



资料来源：光大证券研究所整理

图表 69：内外废价差已达 1000 元/吨以上



资料来源：卓创，Wind，废纸资源网，光大证券研究所（截至 2018 年 6 月）

5、重点细分纸种景气分析

5.1、铜版纸：近两年基本无新增产能

铜版纸为涂布印刷纸的一种（涂布印刷纸主要包括铜版纸、轻涂纸等，但由于铜版纸和轻涂纸在相近的定量范围内没有严格界限，所以二者存在相互替代使用的情况）；按照涂层方式铜版纸可分为双面铜版纸、单面铜版纸等，具有良好的印刷适性及光学性质，表层光滑且白度好，因此主要用于商业印刷、出版等，包括海报、杂志、高级书刊封面及插图、商标、包装盒、手提袋等。

需求端：根据造纸工业协会统计数据，2017年铜版纸消费量达到585万吨，同比增长3.54%，占纸与纸板消费量比例为5.37%；2008-2017年铜版纸消费量复合增速约为4.29%，需求端整体维持低速增长（近五年消费量增速有所下滑）。

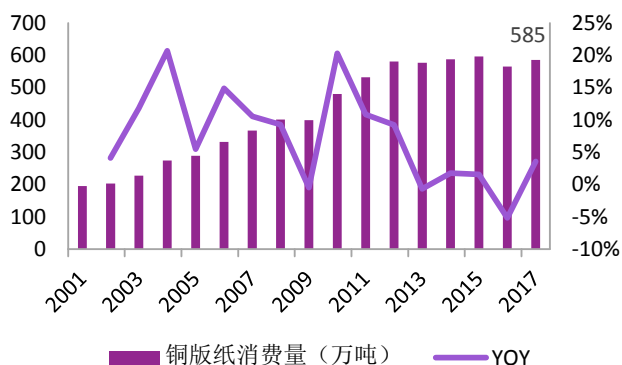
进出口方面：根据造纸工业协会数据，2017年铜版纸出口量为123万吨，净出口量为90万吨，2008-2017年年均净出口量将近100万吨，进出口量维持相对稳定。

图表 70：铜版纸主要分为单面、双面铜版纸等

类别	处理工艺	特点	用途
单面铜版纸	一面涂布压光； 一面上胶	适用于两面不同的印刷	主要用于单面印刷产品，如海报、招贴等
双面铜版纸	双面涂布压光处理	底面有光泽，尺寸稳定性好，适用于一般彩色印刷	主要用于杂志、高级书刊封面及插图、彩色画片等
无光铜版纸（哑粉纸）	双面涂布压光	纸张表面光泽低，粉质表面不伤眼（细腻度更高）	主要用于国画复制品及服装布料等不反光产品

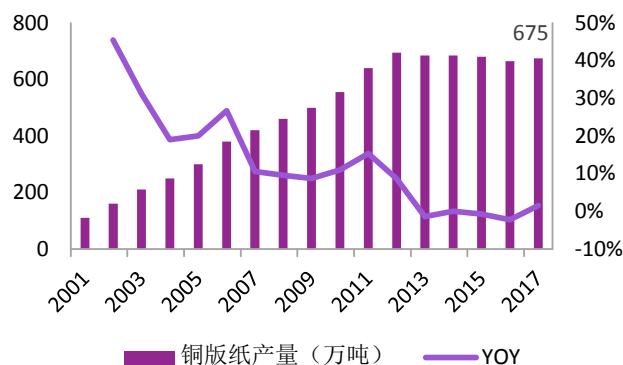
资料来源：《纸张500问》（王尚义、高晶），光大证券研究所整理

图表 71：铜版纸消费量维持低速增长



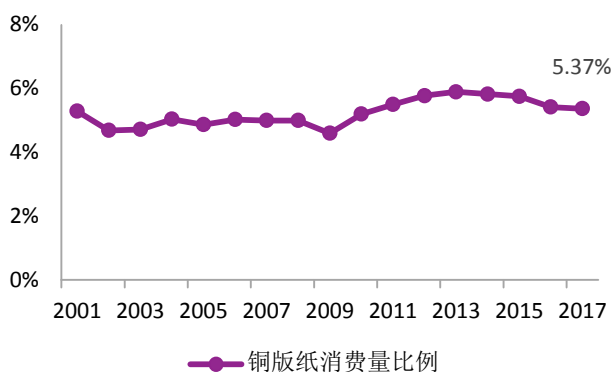
资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

图表 72：2017年铜版纸产量达到675万吨



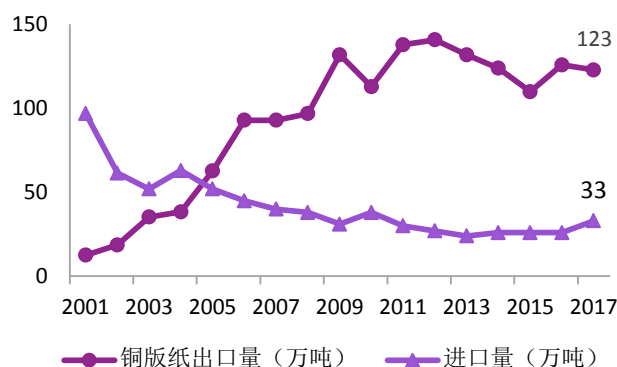
资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

图表 73: 2017 年铜版纸占纸业总消费量比例达 5.37%



资料来源: 造纸工业协会, 光大证券研究所

图表 74: 铜版纸年均净出口量维持相对稳定



资料来源: 造纸工业协会, 光大证券研究所

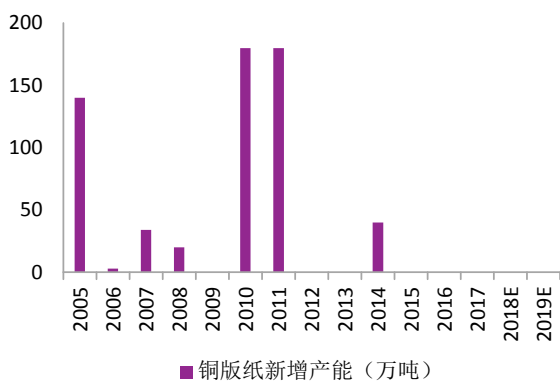
供给端: 根据我们统计, 目前国内铜版纸总产能约 735 万吨。具体来看, 2010-2011 年是铜版纸新增产能集中投放的年份, 年均新增产能达到约 180 万吨; 受新增产能大幅投放影响, 2012-2015 年铜版纸行业盈利性持续下滑, 导致部分工厂逐步退出, 包括大宇制纸、苏州紫兴、泉林纸业等, 合计退出产能约为 50 万吨。行业盈利性下滑期间, 铜版纸新增产能明显减少 (不考虑临时转产等因素), 且根据我们统计, 未来两年也基本无新增项目。

铜版纸集中度较高, 纸企成本转嫁能力较强: 据我们统计, 铜版纸行业整体集中度较高, APP (金东纸业、海南金海)、晨鸣纸业、太阳纸业、华泰纸业前四大龙头占比达到约 88% (产能口径); 行业集中度高, 竞争格局较好, 因此龙头企业协同性高, 成本转嫁能力较强, 是纸张提价的核心纸种。

价格: 铜版纸价格自 2016 年下半年起逐步上涨至高位, 具体来看: 根据卓创数据统计, 铜版纸价格自 2016 年底 (4700 元/吨) 上涨至 2018 年高位 (7633 元/吨), 涨幅达到 62.4%。截至 2018 年 6 月底, 铜版纸市场均价约 6867 元/吨, 虽较高点有所下滑, 但价格仍处历史相对高位。

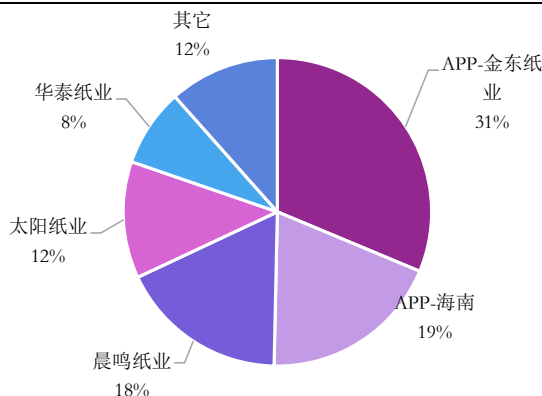
综合考虑行业供需、竞争格局与季节性等方面, 且未来两年基本无新增产能, 我们认为铜版纸行业仍将保持较高盈利能力。

图表 75: 铜版纸未来两年基本无新增项目



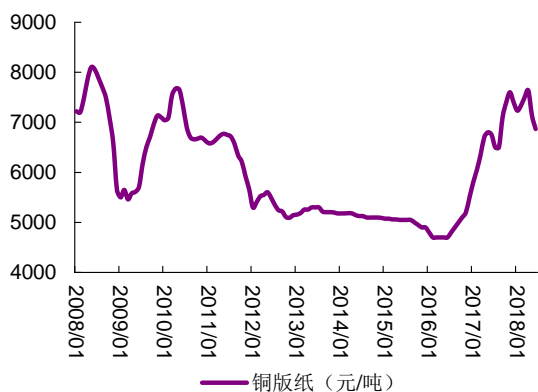
资料来源: 中华纸业, 光大证券研究所

图表 76: 铜版纸行业集中度高, 企业协同性好 (2017)



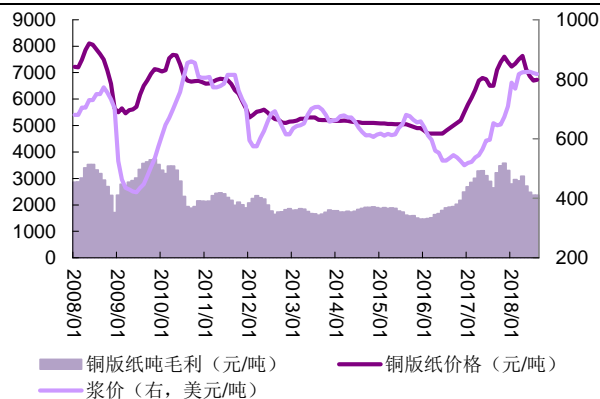
资料来源: 中华纸业, 公司公告, 光大证券研究所

图表 77：铜版纸价格已上涨至历史相对高位



资料来源：卓创，中纸联，光大证券研究所（截至 18 年 6 月）

图表 78：铜版纸吨毛利模拟



资料来源：卓创，中纸联，光大证券研究所（截至 18 年 6 月）

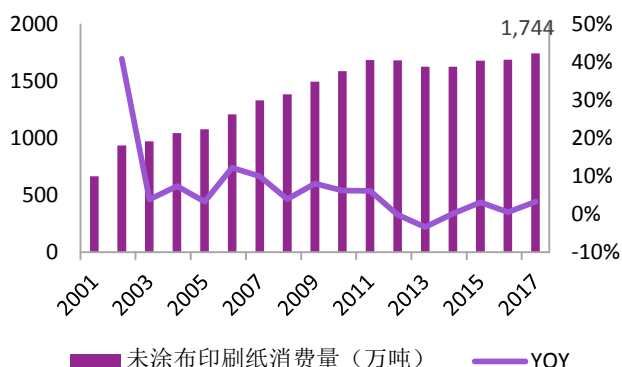
5.2、未涂布印刷书写纸：受益于落后产能退出，集中度仍有较大提升空间

未涂布印刷书写纸与涂布印刷纸相对应，主要指未经涂布加工的印刷类用纸，包括胶版纸、书写纸、轻型纸、复印纸等。应用方面，未涂布印刷书写纸主要用于图书印刷、办公文件打印、书写等。

需求端：根据造纸工业协会统计数据，2017 年未涂布印刷书写纸消费量达到 1744 万吨，同比增长 3.26%，占纸与纸板消费量比例为 16%；2008-2017 年未涂布印刷书写纸消费量复合增速约为 2.59%，需求端维持低速增长。

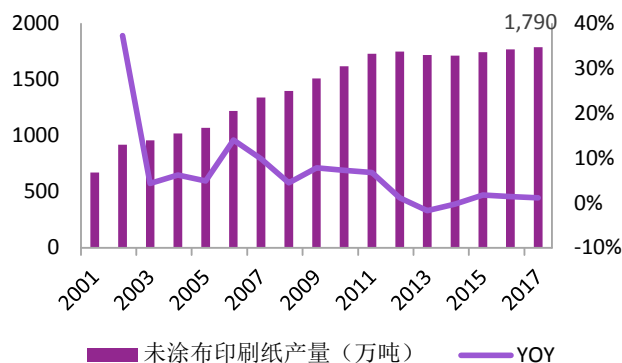
进出口方面：根据造纸工业协会数据，2017 年未涂布印刷书写纸出口量为 109 万吨，进口量为 63 万吨（较 2016 年增加 22 万吨），净出口量约为 46 万吨。因此，2017 年未涂布印刷用纸国内+海外总需求量将近 1800 万吨。

图表 79：未涂布印刷纸消费量维持低速增长



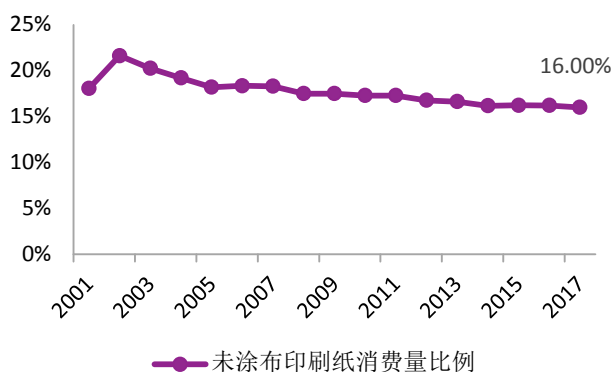
资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

图表 80：2017 年未涂布印刷纸产量达到 1790 万吨



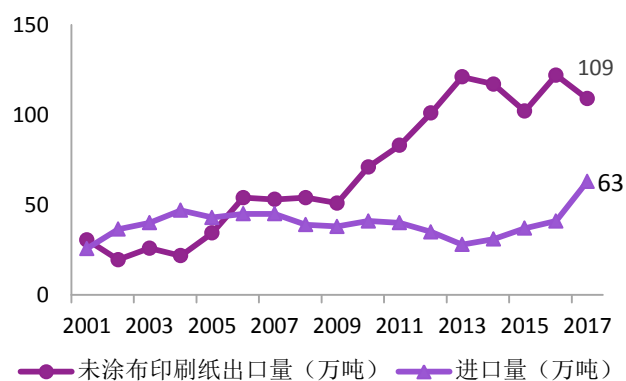
资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

图表 81: 17 年末涂布印刷纸占纸总消费量比例达 16%



资料来源: 造纸工业协会, 光大证券研究所

图表 82: 2017 年末涂布印刷纸净出口量有所下滑



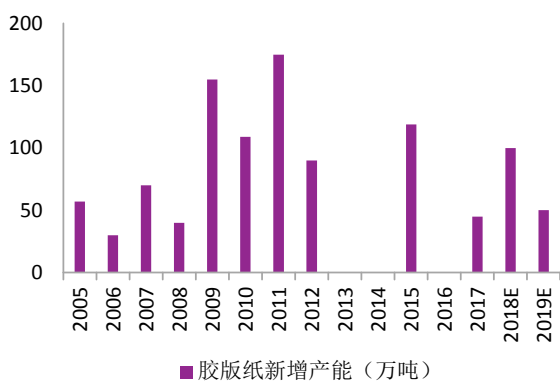
资料来源: 造纸工业协会, 光大证券研究所

供给端: 2017 年末印刷涂布印刷书写纸产量达到 1790 万吨, 同比增长 1.13%, 2008-2017 年产量复合增速约为 2.77%, 供给端增速基本与需求端匹配。

产能方面, 以未涂布印刷书写纸中产量占比最高的胶版纸为例, 根据我们粗略统计, 目前国内胶版纸产能约为 2200 万吨 (因胶版纸中小企业众多, 故产能口径仅为粗略估计)。2009-2012 年为胶版纸产能扩张高峰, 年均新增产能约为 130 万吨; 期间随着行业需求端的下行以及新增产能的加速投产, 胶版纸行业开工率逐步下滑。2013-2017 年行业新增产能投产有所减少 (除 2015 年外), 行业景气度逐步上行。据我们统计, 2018、2019 年胶版纸新增产能分别为 100 万吨、50 万吨, 主要包括晨鸣纸业 51 万吨高档文化纸项目、太阳纸业 20 万吨文化纸项目等。

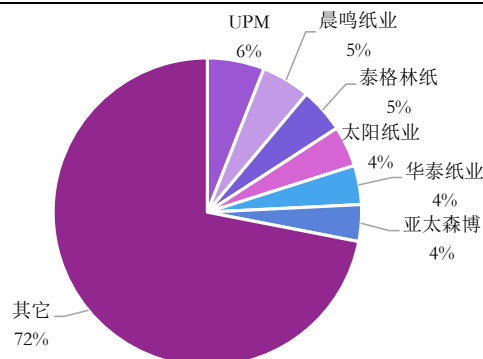
受益于落后产能淘汰, 胶版纸集中度仍有较大提升空间: 根据我们统计, 相较于铜版纸, 胶版纸集中度相对较低, CR4 占比仅为 21% (产能口径); 行业中小企业众多, 是供给侧改革的重点受益纸种; 随着小企业的逐步退出与落后产能的淘汰, 行业集中度有望持续提升。

图表 83: 2013-2017 年胶版纸新增产能有所减少



资料来源: 中华纸业, 中国浆纸, 光大证券研究所预测

图表 84: 胶版纸集中度仍有一定提升空间 (2017)



资料来源: 中华纸业, 光大证券研究所

价格：胶版纸价格自 2016 年起逐步上涨至高位，具体来看：根据卓创数据统计，胶版纸价格自 2016 年初（5580 元/吨）上涨至 2018 年高位（7600 元/吨），涨幅达到 36.2%。截至 2018 年 6 月底，胶版纸市场均价约 7250 元/吨，虽较高点有所下滑，但价格仍处历史相对高位。

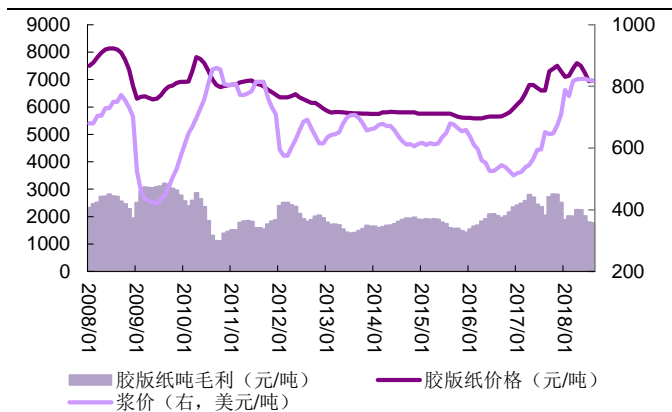
综合考虑胶版纸行业供需、新增产能、集中度以及落后产能淘汰等方面，我们认为胶版纸行业仍将持续受益于供给侧改革，中小企业及落后产能退出将推动行业集中度提升，吨纸盈利能力有望维持较高水平。

图表 85：胶版纸价格已上涨至历史相对高位



资料来源：卓创，中纸联，光大证券研究所（截至 2018 年 6 月）

图表 86：胶版纸吨毛利模拟

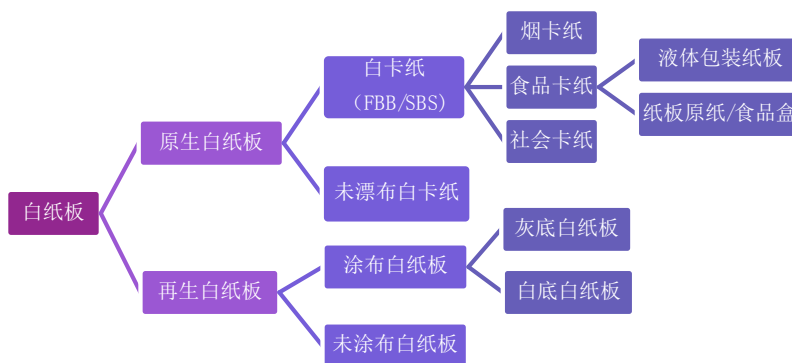


资料来源：卓创，中纸联，光大证券研究所（截至 2018 年 6 月）

5.3、白卡纸：行业集中度较高，企业议价能力强

白卡纸属于白板纸，是一种白色硬纸，具有厚实坚挺、挺度和耐破度较高的优点，包括社会卡、烟卡、食品卡、铜版卡等，主要用于名片印刷、证书、请柬、书刊封面、商品包装盒（如食品、药品、化妆品、电子产品包装盒）等；相比于灰底白板纸，白卡纸印刷效果更好，因此更加广泛地应用于相对高端的产品包装。

图表 87：白卡纸属于白板纸的一种



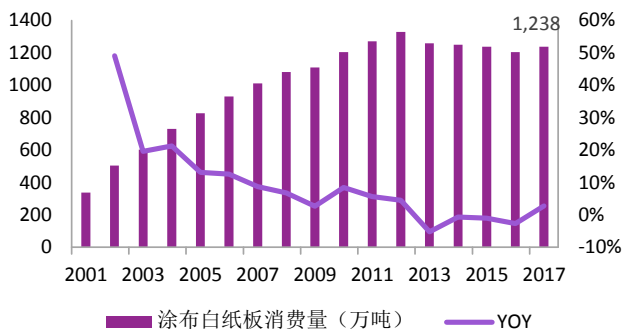
资料来源：造纸信息，光大证券研究所整理

需求端：因白卡纸属于白纸板的一种，各类白纸板在下游应用中需求有一定重合往往合并计算，且造纸工业协会并未单独统计白卡纸的产量与消费量，因此，我们采用涂布白纸板的产销量来分析行业的需求增长趋势。根据造纸工业协会年度数据，2017年涂布白纸板消费量达到1238万吨，同比增长2.74%，占纸与纸板消费量比例为11.36%；2008-2017年涂布白纸板消费量复合增速约为1.52%，近五年消费量增速有所下滑。

但从消费结构上来看，根据RISI数据统计，受益于消费升级，白卡纸逐步替代灰底白板纸，白卡纸占白纸板总消费量比例逐年提升，且消费量增速（2007-2013年年均增速约为9%）高于白纸板总体消费量增速，成为拉动白纸板消费量增长的重要驱动力。

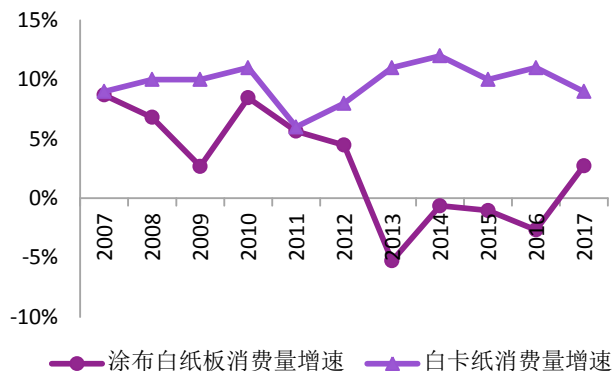
进出口方面，2017年我国涂布白纸板出口量为193万吨，净出口量为132万吨，净出口量总体呈现小幅增长态势，尤其是白卡纸，逐步成为我国具有出口优势的纸种。

图表 88：近五年涂布白纸板消费增速中枢有所下滑



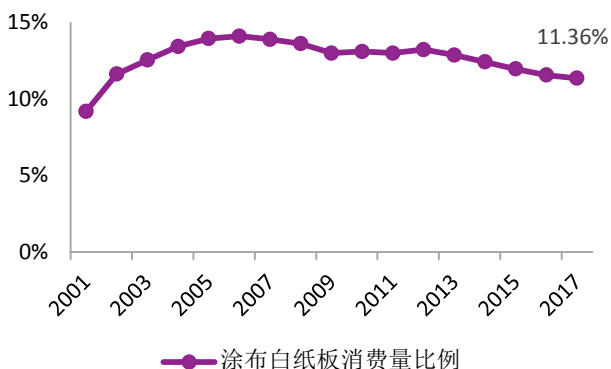
资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

图表 89：白卡纸消费量增速高于涂布白纸板



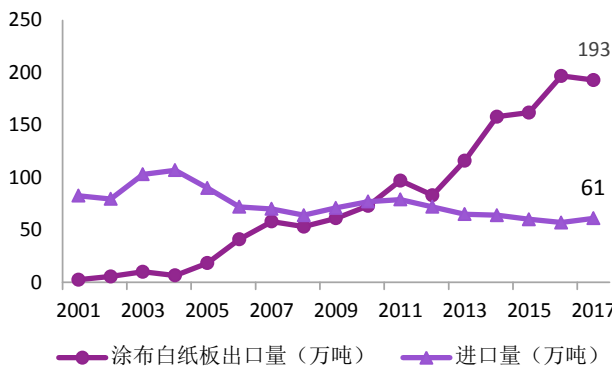
资料来源：造纸工业协会，RISI，光大证券研究所
注：2014-2017年白卡纸消费量增速为估算数字

图表 90：涂布白纸板占纸业总消费量比例略有下滑



资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

图表 91：涂布白纸板净出口量总体呈现小幅增长态势



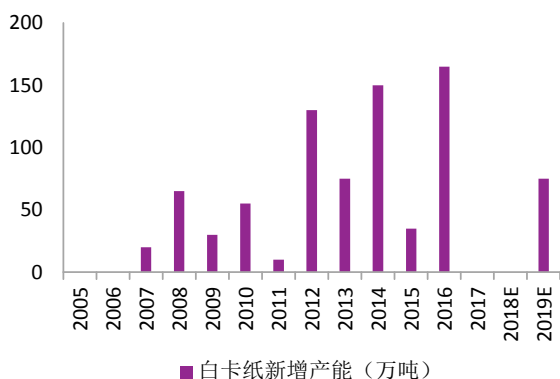
资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

供给端：根据我们统计，目前国内白卡纸总产能约为 1100 万吨，2012-2016 年是白卡纸产能扩张的高峰期，年均新增产能达到约 110 万吨；新增产能的集中投放导致行业景气度持续下滑，白卡纸价格也进入一轮下跌周期。2017 年以来，白卡纸产能扩张节奏明显放缓，我们初步统计 2017、2018 年基本无新增产能（博汇纸业白卡纸项目预计于 2018 年底或 2019 年投产，因此对 2018 年影响较小），自 2017 年起白卡纸行业景气度持续上行。

白卡纸集中度高，龙头企业议价能力较强：从集中度来看，白卡纸 CR5 占比达到 84%（产能口径，分别为 APP、晨鸣纸业、博汇纸业、太阳纸业、亚太森博），行业集中度高，龙头企业议价能力较强。

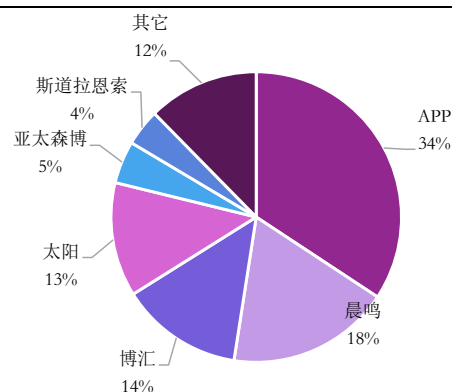
价格：白卡纸价格自 2015 年底至 2017 年底逐步上涨至高位，具体来看，根据卓创数据统计，白卡纸价格自 2015 年底（4050 元/吨）上涨至 2017 年高位（6900 元/吨），涨幅达到 70.4%。截至 2018 年 6 月底，白卡纸市场均价约为 5427 元/吨，价格自较高点有所下滑，主要系淡季价格回调。我们认为综合考虑白卡纸需求端、新增产能、以及集中度等方面，短期内白卡纸价格虽有一定下跌，但随着旺季的逐步到来，价格仍有一定上涨空间。

图表 92： 2017-2018 白卡纸产能扩张节奏明显放缓



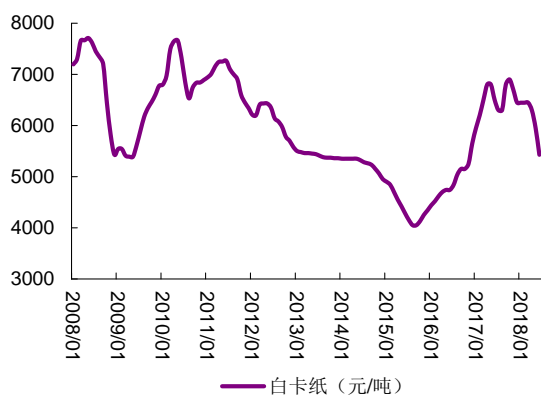
资料来源：中华纸业，光大证券研究所预测

图表 93： 白卡纸行业集中度较高 (2017)



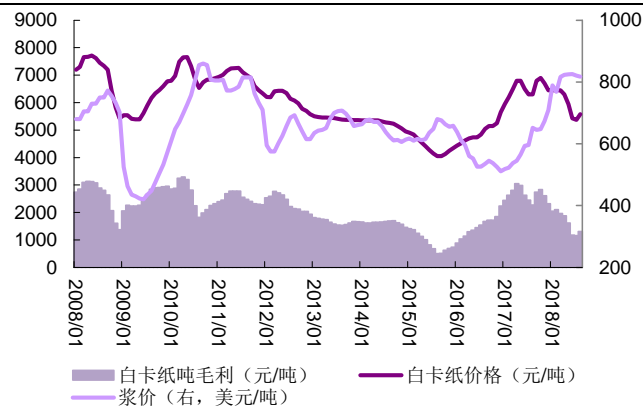
资料来源：中华纸业，光大证券研究所

图表 94： 白卡纸价格淡季有所回调



资料来源：卓创，中纸联，光大证券研究所（截至 2018 年 6 月）

图表 95： 白卡纸吨毛利模拟



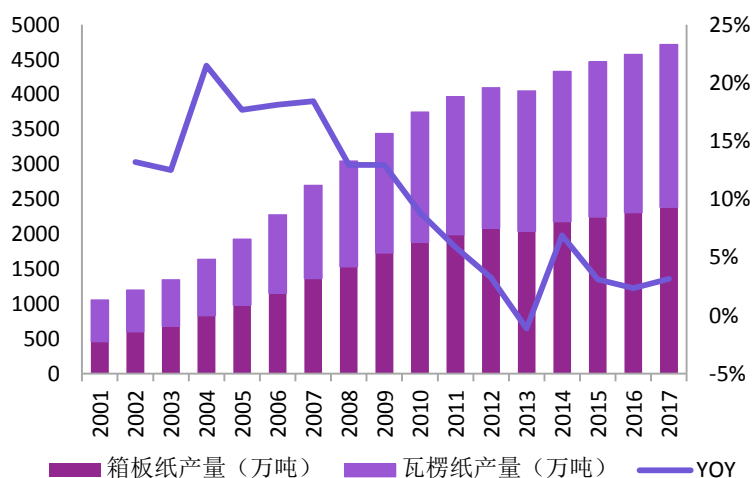
资料来源：卓创，中纸联，光大证券研究所（截至 2018 年 6 月）

5.4、箱板/瓦楞纸：新增产能暂未大规模投产，行业仍将保持较高景气度

箱板/瓦楞纸（指箱板纸与瓦楞原纸）为包装纸的主要纸种之一，主要用于各类产品包装（如食品饮料、家电、电子、日化等）。另外，国内电商业务的快速发展对包装的需求有较大的拉动作用。

从产量角度来看，箱板/瓦楞纸为国内产量最大的纸种：2017 年我国箱板/瓦楞纸产量达 4720 万吨（其中箱板纸、瓦楞纸产量分别为 2385 万吨，2335 万吨），同比增长 3.17%，2008-2017 年箱板/瓦楞纸产量复合增速达到 4.97%。

图表 96：2008-2017 年箱板/瓦楞纸产量复合增速达 5%



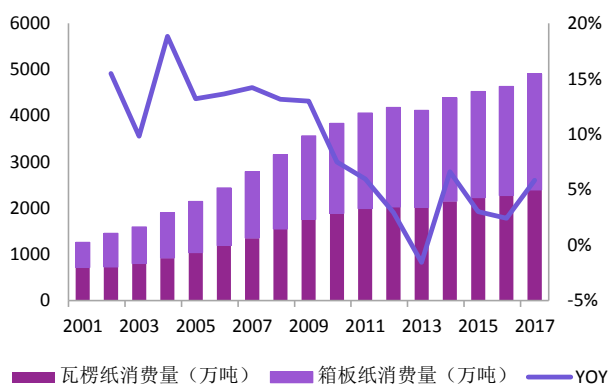
资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

需求端：箱板/瓦楞纸消费端总体呈现稳健增长态势，2017 年有所加速。根据造纸工业协会数据，2017 年我国箱板纸、瓦楞纸消费量分别达到 2510 万吨、2396 万吨，同比分别增长 6.18%、5.50%；两者合计消费量 4906 万吨，同比增长 5.85%，2008-2017 年箱板/瓦楞纸消费量复合增速达到 5.02%。

箱板/瓦楞纸下游主要用于食品饮料、电子、日化、家电、快递等产品包装，跟经济景气度密切相关；其中食品饮料是最主要的应用领域，约占箱板/瓦楞纸终端需求量的 46%，电子、日化消耗量占比次之，分别为 24%、14%。值得一提的是，随着电商业务的快速发展，快递类包装逐步成为拉动箱板/瓦楞纸需求端增长的重要驱动力，目前快递类包装需求约占 10%。

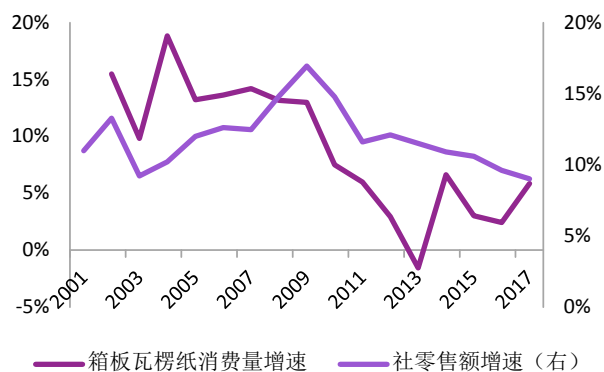
进出口方面，2017 年箱板/瓦楞纸价格大幅上涨导致进口量显著增加：2017 年我国箱板/瓦楞纸净进口量达到 186 万吨（出口 16 万吨，进口 202 万吨），较 2016 年同比增加 126 万吨，进口量显著增加主要受 2017 年国内箱板/瓦楞纸价格大幅上涨，部分包装纸企选择进口纸品作为替代导致。

图表 97：箱板/瓦楞纸需求端稳健增长



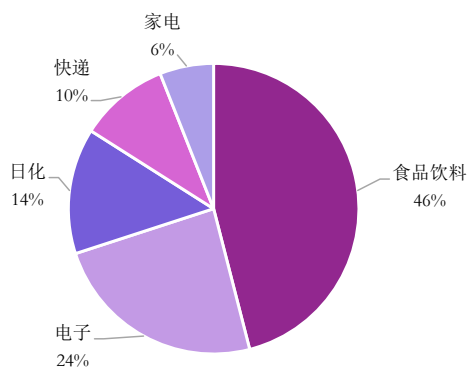
资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

图表 98：箱板/瓦楞纸消费增速与经济景气度密切相关



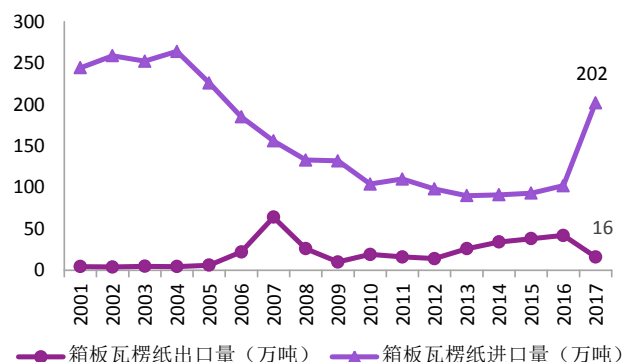
资料来源：造纸工业协会，Wind，光大证券研究所

图表 99：箱板/瓦楞纸主要应用于食品饮料等包装



资料来源：中华纸业，光大证券研究所

图表 100：2017 年箱板/瓦楞纸进口量显著增加



资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

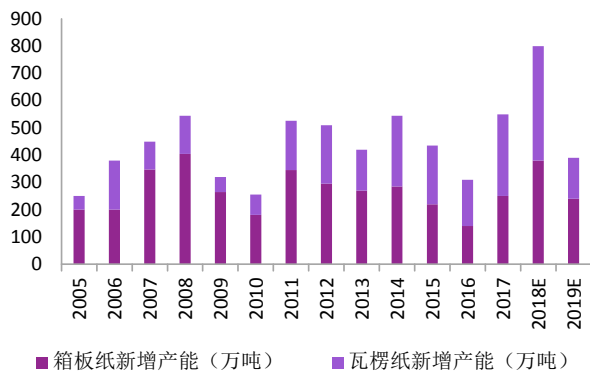
供给端：箱板/瓦楞纸产能扩张速度有所加快。由于 2016 年以来包装纸板盈利性的快速改善，行业新增投资较前几年确实有所增加。据我们统计，2017-2018 年箱板/瓦楞纸新增产能分别达到 550 万吨、800 万吨，高于 2009 年以来平均水平，两年合计新增产能幅度约 25%，产能扩张速度有所加快。

但供给端有两方面需要关注：1) 一是新增产能的投产时间：2018 年新增产能主要集中于四季度投产，考虑试机时间等因素，这部分新增产能对 2018 年市场影响有限，剔除该影响，2018 年箱板/瓦楞纸新增产能约 300-400 万吨。2) 二是中小企业的退出及落后产能的淘汰：包括环保/市场化等因素，尤其是政策端的影响。受废纸进口含杂率标准的提升及美废严查的影响，我们认为 2018 年度废纸进口总量将进一步减少，从而导致国废供需缺口扩大(国内废纸回收率的提升过程相对缓慢)，这可能导致部分中小企业因原材料短缺而出现停产或减产的情况。落后产能淘汰方面，箱板/瓦楞纸行业落后产能也是造纸行业重点淘汰的纸种之一。

集中度方面，相比铜版纸、白卡纸等集中度较高的纸种而言，箱板/瓦楞纸行业集中度仍有一定提升空间。根据我们初步统计，国内箱板纸生产企业 CR10 产能占比约为 64%，瓦楞纸 CR10 产能占比约为 39%，箱板纸集中度高于瓦楞纸。二者合计来看，玖龙纸业、理文造纸箱板/瓦楞纸产能位列前两

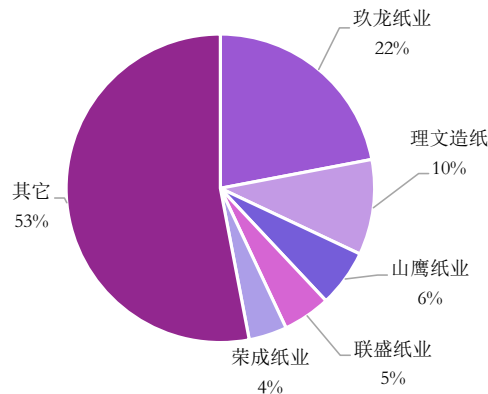
位，合计约占 32% 份额；前五家企业合计约占近 50% 份额；小企业产能占比约为 32%。我们认为随着环保趋严、原材料短缺带来的挤出效应，加上落后产能淘汰，箱板/瓦楞纸行业的集中度有望持续提升，龙头企业的规模优势及成本优势将进一步体现。

图表 101：箱板/瓦楞纸 2018 年产能扩张节奏有所加快



资料来源：中纸联，中华纸业，光大证券研究所预测

图表 102：箱板/瓦楞纸 CR5 近 50% (2017, 产能口径)



资料来源：中纸联，光大证券研究所整理

2016 年中期，受政策端供给侧改革及市场化落后产能淘汰等因素的驱动，纸业逐步进入景气周期，加上原材料价格反弹、企业之间价格联盟等行为也加速了行业的复苏。其中，箱板/瓦楞纸成为本轮纸业复苏重点受益的纸种之一，我们简单回顾 2017 年中期以来箱板纸价格走势：

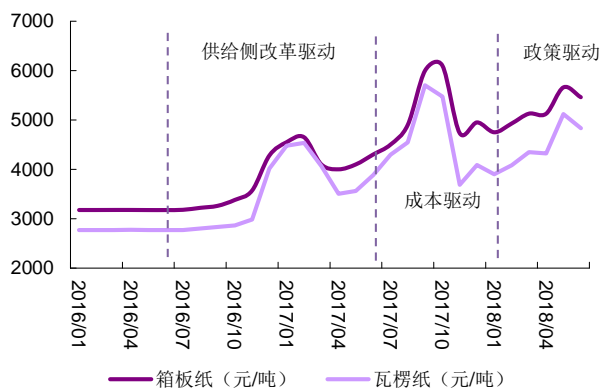
1) 2017 年 5 月-10 月：配额控制+旺季带来新一轮涨价：进口废纸配额控制导致废纸价格大幅上涨，叠加旺季效应，推动纸价的又一轮上涨。期间箱板纸、瓦楞纸价格均上涨约 2000 元/吨，其中箱板纸价格超过 6000 元/吨，箱板纸、瓦楞纸价格均创历史新高。

2) 2017 年 11 月-2018 年 1 月：配额恢复审批+废纸价格下跌导致箱板/瓦楞纸价格大幅回落：2017 年 11 月，废纸价格自历史高点 3000 元/吨大幅下跌，加上 2017 年 12 月环保部恢复进口废纸配额审批，原材料废纸价格下跌+配额恢复审批两方面因素导致箱板/瓦楞纸价格大幅回落。其中箱板纸、瓦楞纸价格分别回落至 4750 元/吨、3900 元/吨，自高点跌幅分别为 22%、32%。

3) 2018 年 2 月-2018 年 5 月：箱板/瓦楞纸价格持续上涨。虽处箱板/瓦楞纸淡季，但原材料废纸价格的逐步上涨对箱板/瓦楞纸价格形成支撑，加上废纸进口监管的趋严（含杂率限制+美废严查等），期间箱板纸价格上涨约 700 元/吨，瓦楞纸价格上涨约 1000 元/吨。

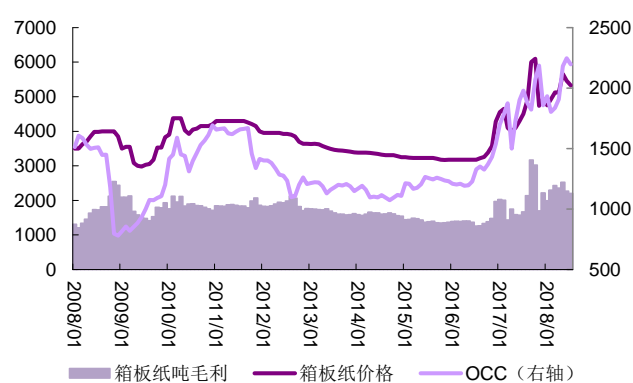
截至 2018 年 6 月，箱板纸、瓦楞纸价格分别为 5460 元/吨，4833 元/吨，价格虽较高点有一定回落，但整体仍处于历史相对高位。

图表 103：2017 年以来箱板纸/瓦楞纸价格持续上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2018 年 6 月）

图表 104：箱板纸吨毛利率模拟（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2018 年 6 月）

5.5、生活用纸：消费属性较强，行业集中度仍有一定提升空间

生活用纸与居民日常生活息息相关，具有较强的消费属性。分类方面，生活用纸主要包括卫生纸、面巾纸、手帕纸、餐巾纸、厨房用纸、擦手纸、卫生用品用吸水衬纸等。

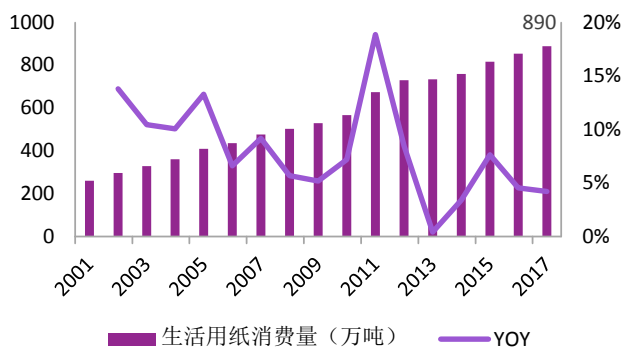
需求端：根据造纸工业协会统计数据，2017 年生活用纸消费量达到 890 万吨，同比增长 4.22%，占纸与纸板消费量比例 8.17%；2008-2017 年生活用纸消费量复合增速为 6.55%，需求端总体维持平稳增长。

消费升级推动生活用纸消费结构变化：在消费升级的大趋势下，消费者对于生活用纸的质量、环保等各方面更加重视，因而，消费结构也在逐步发生变化，一方面体现在面巾纸等品类消费占比逐年提升，而卫生纸类消费占比持续下降；另一方面体现在全木浆的高档产品逐步替代以草浆、蔗渣浆为原材料的产品。具体来看：

1) 消费结构：根据造纸协会生活用纸委员会年度数据，卫生纸品类消费量占比由 2012 年的 62.0% 下降至 2016 年的 56.3%；而面巾纸类产品消费量占比由 2012 年的 22.0% 上升至 26.2%；手帕纸、餐巾纸、厨房用纸消费占比则稍有提升，自 2012 年至 2016 年分别提升 0.4pct、0.5pct、0.7pct。

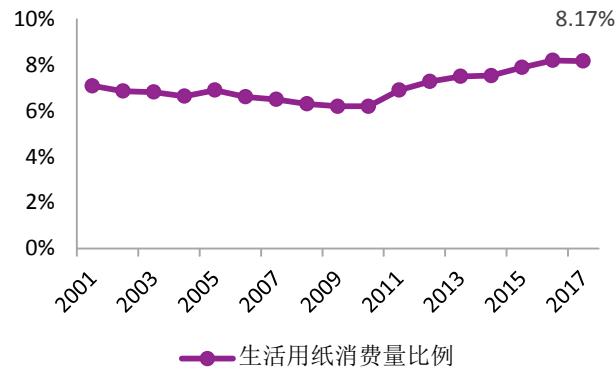
2) 原材料结构：从生活用纸纤维原料结构来看，随着全木浆类高档产品逐步成为消费者的首选，木浆使用量占比由 2012 年的 71.2% 逐步提升至 2016 年的 80.7%；而草浆、蔗渣浆等由于成本优势逐步减弱，使用比例逐年降低，其中草浆使用比例由 2012 年的 9.7% 下降至 2016 年的 2.3%；蔗渣浆使用比例由 2012 年的 7.6% 下降至 2016 年的 6.1%。另外，由于《一次性生活用纸生产加工企业监督整治规定》中明确规定，纸巾纸不得使用回收纤维作为原料，因此废纸浆使用比例也逐年下降，使用比例由 2012 年的 4.8% 逐步下降至 2016 年的 1.3%。

图表 105：近三年生活用纸需求端保持平稳增长



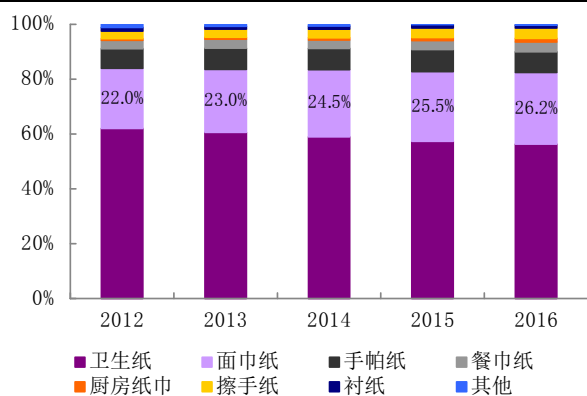
资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

图表 106：生活用纸占纸业总消费量比例逐年提升



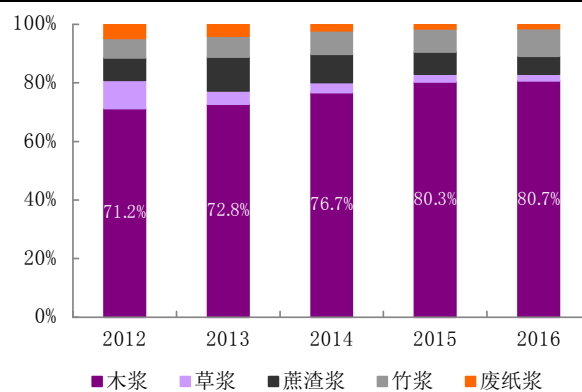
资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

图表 107：面巾纸消费量占比逐年提升



资料来源：造纸协会生活用纸专业委员会，光大证券研究所

图表 108：生活用纸木浆使用比例逐年提升



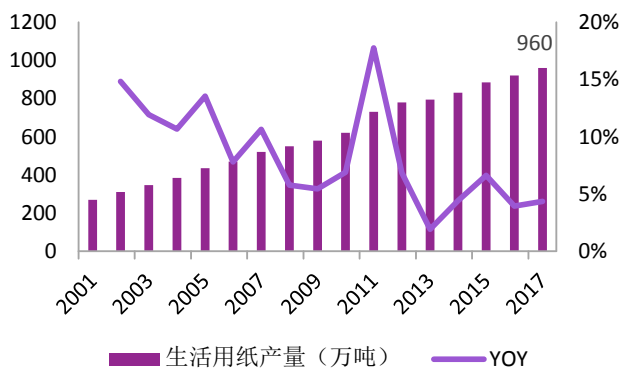
资料来源：造纸协会生活用纸专业委员会，光大证券研究所

进出口方面：生活用纸为出口纸种之一，根据造纸工业协会年度数据，2017 年生活用纸出口量达到 74 万吨，净出口量为 70 万吨，近五年净出口量维持 60-70 万吨。

供给端：2017 年生活用纸产量达到 960 万吨，同比增长 4.35%，2008-2017 年产量复合增速约为 6.38%。产能方面，根据我们统计，目前生活用纸行业总产能约 1300 万吨；2012-2017 年生活用纸行业产能扩张节奏明显加快，根据生活用纸委员会数据，2012-2017 年生活用纸年均新增产能达到约 115 万吨，明显高于以往平均水平（2009-2011 年年均新增产能约 45 万吨）。

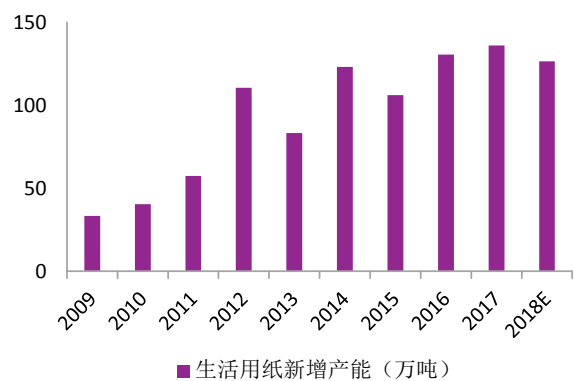
竞争格局：根据我们统计，生活用纸 CR4（金红叶、恒安国际、维达国际、中顺洁柔）占比合计约 36%（产能口径）。龙头企业依靠产能稳步扩张、产品结构调整、品牌力不断增强等方面，市场份额有望持续提升，从而推动行业集中度的持续提升。

图表 109: 2017 年生活用纸产量达到 960 万吨



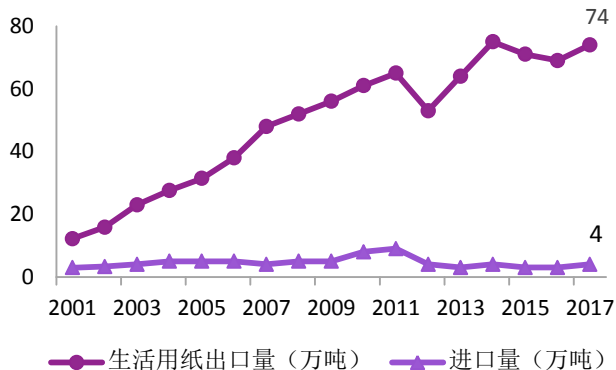
资料来源: 造纸工业协会, 光大证券研究所

图表 110: 2012-2017 年为生活用纸产能扩张高峰期



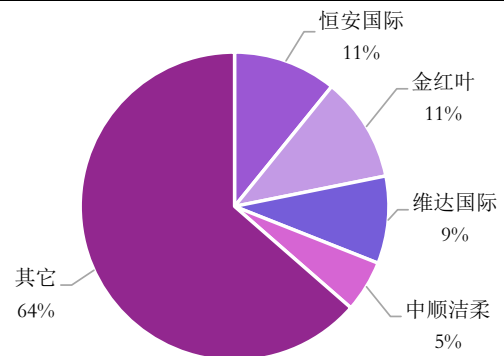
资料来源: 生活用纸协会, 卓创, 光大证券研究所整理

图表 111: 近五年生活用纸净出口量维持 60-70 万吨



资料来源: 造纸工业协会, 光大证券研究所

图表 112: 生活用纸集中度仍有提升空间 (产能口径)



资料来源: 公司公告, 卓创, 光大证券研究所

6、重点公司推荐

6.1、太阳纸业: 林浆纸一体化战略推动公司长足发展

产品品类多元化布局, 战略清晰推动公司持续稳定发展

公司产品品类多元布局, 纸张种类包括铜版纸、胶版纸、箱板纸、淋膜原纸、复印纸、工业原纸、生活用纸等, 其中文化纸产能行业领先; 浆种类包括溶解浆、化机浆等。在造纸行业景气度回升、纸价高位运行的背景下, 公司业绩实现高增长: 2017 年公司实现营收 188.94 亿元, 同比增长 30.71%; 归属上市公司净利润 20.24 亿元, 同比增长 91.55%。2018 年一季度公司实现营收 50.41 亿元, 同比增长 14.29%; 归属上市公司净利润 6.17 亿元, 同比增长 40.14%。

产品结构方面, 公司主动加快产品结构升级调整, 围绕造纸产业链制定“四三三”发展战略, 覆盖产业用纸 (40%)、生物质新材料 (30%)、快速消费品 (30%) 三大部分, 以实现产品品类的多元化布局, 一方面合理优化产品布局, 寻找新的利润增长点; 另一方面通过多业态布局增强企业的抗风险能力, 从而进一步提升公司盈利能力, 推动公司持续稳定发展。

新产能陆续投放，公司长期增长动力强劲

截至 2017 年末，公司共拥有 332 万吨纸产能（其中铜版纸 80 万吨、文化纸 100 万吨、牛皮箱板纸 80 万吨）、浆产能 120 万吨（其中溶解浆 50 万吨、化学机械浆 70 万吨）。2018 年，公司计划新增产能包括 20 万吨特种纸项目（已于 3 月开机成功）、老挝 30 万吨化学浆项目（已在 6 月份进入试产状态）、80 万吨高档纸板项目（一条纸机 6 月 30 日试产，另一条纸机正在试产前的调试阶段）、新型纤维原料项目（木屑浆产线 4 月底投产，半化学浆产线预计 7 月底进入试产阶段）；另外，公司美国 70 万吨生物质精炼等项目也在按计划推进。

这些项目的稳步推进，一方面可以丰富公司产品的结构，提升高端产品的占比，使公司产品更加多元化；另一方面可以提升公司的木浆自给率，使得公司进一步提升成本优势，增强公司的市场竞争力，为公司的持续健康发展奠定更加坚实的基础。

增资老挝浆纸项目，海外布局再下一城

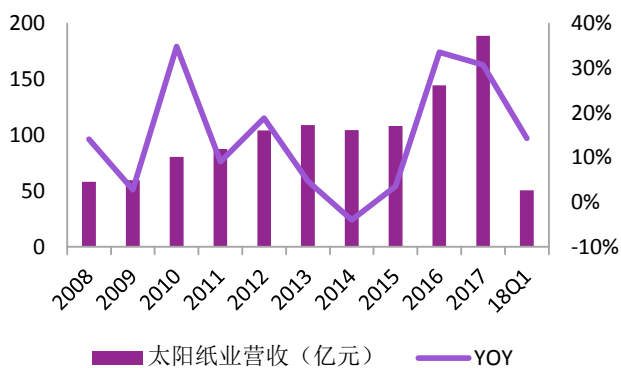
7 月 17 日公司公告，公司拟出资 63,664.4 万美元增加太阳纸业控股老挝有限责任公司（“老挝公司”）的投资总额，资金用于在老挝建设 120 万吨造纸项目。该项目主要以进口美国废纸和欧洲废纸为原料，建设一条年产量 40 万吨再生纤维浆板生产线和 2 条年产 40 万吨高档包装纸生产线（项目年浆、纸产能将达到 120 万吨），以及热电厂、废纸回收纸棚、供水厂改建、废水预处理、道路、堆场等配套工程。项目建成后，年可实现销售收入 64,150.00 万美元，年实现净利润 8,420.70 万美元。

老挝“林浆纸一体化”作为公司走出去战略的重要一环，能够打造“以纸养林、以林养纸”的良性循环产业链，进一步提高公司对原材料的掌控能力。同时，凭借老挝当地丰富的林地资源、区位优势及税收优惠等优势，巩固公司海外布局的先发优势。随着国废紧平衡局面的逐步形成，未来老挝 40 万吨再生纤维浆板生产线的投产将进一步优化公司包装纸原材料结构，提升成本优势。

盈利预测和投资建议：维持 2018-2020 年 EPS 分别为 0.99 元、1.22 元、1.50 元，当前股价对应 PE 分别为 9X、7X、6X，维持“增持”评级。

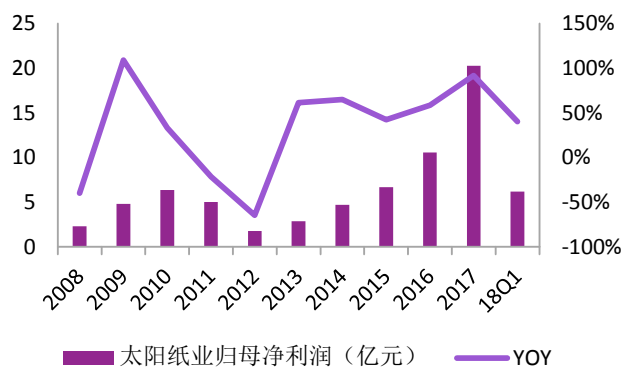
风险提示：原材料价格大幅波动，下游行业需求低于预期。

图表 113：2017 年太阳纸业营收同比增 31%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 114：2017 年太阳纸业净利润同比增 92%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 115：太阳纸业盈利预测

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	14,455.49	18,894.29	22,019.21	25,695.67	30,238.84
营业收入增 长率	33.54%	30.71%	16.54%	16.70%	17.68%
净利润 (百万元)	1,056.76	2,024.23	2,563.46	3,158.19	3,876.38
净利润增长 率	58.52%	91.55%	26.64%	23.20%	22.74%
EPS (元)	0.41	0.78	0.99	1.22	1.50
P/E	22	11	9	7	6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 8 月 10 日

6.2、山鹰纸业：深耕包装纸领域，发挥上下游产业链协同效应

华东地区箱板/瓦楞纸龙头企业，全产业链布局构建护城河

公司是华东地区包装纸龙头企业，主要产品为箱板/瓦楞原纸及制品、新闻纸等。目前公司拥有纸产能 354 万吨及中高档包装纸箱产能 11.61 亿平方米，包装纸产能仅次于玖龙、理文，是国内第三大包装纸龙头企业；除包装纸外，公司产品覆盖新闻纸、特种纸等。2013 年公司与吉安集团重组后，成为国内少数具有全产业链布局能力的纸企之一，产业链涵盖国内外废纸收购、包装原纸生产、纸板纸箱制造等环节，拥有较好的上下游产业协同效应及成本控制能力。2017 年公司实现营收 174.70 亿元，同比增长 43.96%，归母净利润 20.15 亿元，同比增长 471%；2018 年一季度公司实现营收 54.19 亿元，同比增长 60.60%，归母净利润 6.05 亿元，同比增长 39.85%，受益于废纸-造纸-包装一体化的协同效应，公司盈利能力持续提升。

公司国内外废纸采购渠道稳定，成本优势显著

2017 年以来我国逐步收紧对进口废纸的管控，在外废配额严格限制、检查形势趋严的背景下，国废供需失衡导致国废价格大幅上涨，企业成本端压力不断提升。公司主要原材料为废纸，废纸成本占总成本的比重约为 80%，拥有稳定的废纸采购渠道是保证公司生产的重要前提。在废纸采购方面，公司拥有稳定的国内外废纸采购网络，其中国内废纸主要由子公司浙江泰兴纸业、莆田阳光纸业和马鞍山市蓝天回收完成，向江浙沪、安徽、湖北等省市的废品回收站及个体户进行收购。国外则通过环宇国际（公司子公司）在美国、日本、荷兰、英国和澳洲设立子公司进行废纸收购。在国废价格高位，外废进口收紧的长期趋势下，拥有稳定的外国废纸回收渠道及高效的国内一体化废纸回收系统，将成为公司在包装纸领域持续发展的护城河。

产业链一体化协同效应，造纸包装双轮驱动盈利增长

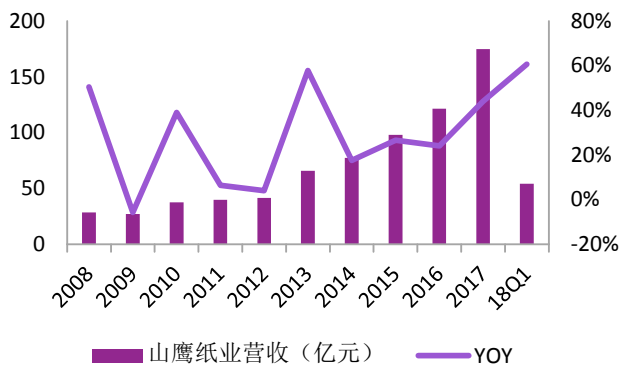
相比传统包装企业，公司在包装业务方面能够充分利用上游纸厂优势，灵活布局包装产业。2017 年公司包装业务实现营收 36.49 亿元，同比增长 35.69%。我们认为，随着公司包装厂规模效应的提升及上下游协同效应的加强，公司包装业务盈利能力将持续改善。

新增产能方面，公司积极整合产业链资源，持续稳固包装纸龙头地位：
 1) 17 年公司收购北欧纸业 Nordic 公司，Nordic 公司主要产品为防油纸与牛皮纸，拥有浆纸年产能约 50 万吨，其防油纸产品在欧洲市场占有率居于首位，本次收购将进一步改善公司的产品结构，有助于公司培育新的盈利增长点；2) 18 年福建联盛纸业并表（技改完成后年产能约 105 万吨）。另外，公司在建有华中 127 万吨包装纸项目，项目总投资约 45.1 亿元，建设期 2 年，预计将于 19 年投产；届时，公司总产能将达到将近 640 万吨，包装纸龙头地位进一步稳固。

盈利预测和投资建议：维持 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.57 元、0.69 元、0.84 元，对应当前股价的 PE 分别为 7X、5X、4X，维持“增持”评级。

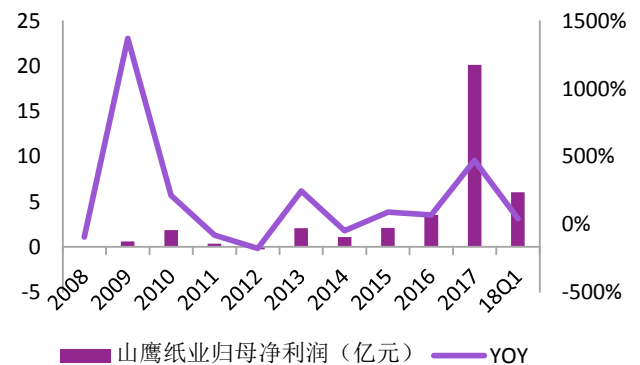
风险提示：原材料价格大幅波动，下游包装行业需求低于预期，公司新增产能释放不及预期。

图表 116：2017 年山鹰纸业营收同比增 44%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 117：2017 年山鹰纸业净利润同比增 471%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 118：山鹰纸业盈利预测

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	12,134.81	17,469.68	22,648.10	29,016.69	33,355.54
营业收入增长率	24.0%	44.0%	29.6%	28.1%	15.0%
净利润 (百万元)	352.80	2,014.52	2,601	3,140	3,843
净利润增长率	68.8%	471.0%	29.1%	20.7%	22.4%
EPS (元)	0.08	0.44	0.57	0.69	0.84
P/E	49	9	7	5	4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 8 月 10 日

6.3、晨鸣纸业：纸企龙头，造纸+金融双驱动

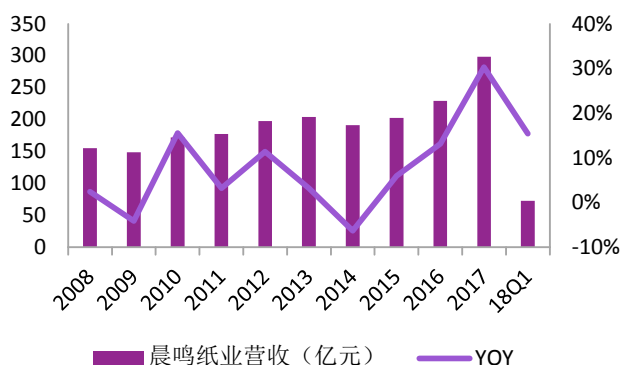
综合性纸企龙头，纸业景气推动业绩高增长

晨鸣纸业作为综合性造纸龙头企业，主营造纸、融资租赁业务，并涉足矿产、物流、建材、酒店等板块。公司是造纸行业内第一家同时拥有财务公

司和融资租赁公司的产融结合企业。截至 2017 年底，公司拥有浆纸年产能约 1000 万吨，生产基地分布在山东、广东、湖北、江西、吉林等地。造纸板块，公司拥有机制纸产能约 620 万吨，涵盖八大纸种：包括胶版纸、铜版纸、白卡纸、轻涂纸、生活纸、静电复印纸、热敏纸、格拉辛纸，其中铜版纸、胶版纸、白卡纸为公司最主要的纸种，年产能分别约 130 万吨、110 万吨、200 万吨。新增产能方面，公司目前在建机制纸项目包括 51 万吨高档文化纸项目、新闻纸转产 50 万吨文化纸项目，均预计于 2018 年下半年投产。

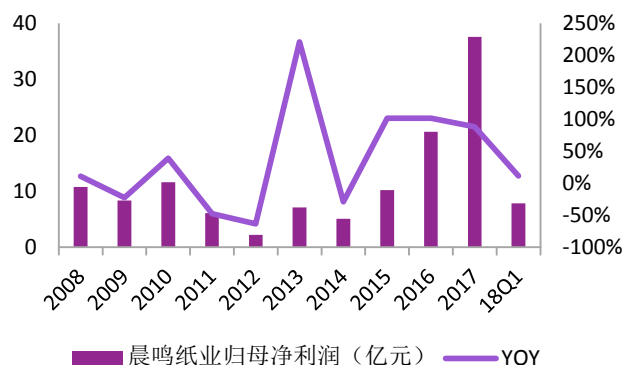
受益于公司湛江晨鸣 120 万吨白卡纸项目投产，2017 年公司机制纸产量达到 510 万吨，同比增长 16.97%，销量达到 496 万吨，同比增长 9.73%。在纸业高景气、各主流纸种价格持续上涨至高位的背景下，2017 年公司业绩持续高增长：2017 年实现营业收入 298.52 亿元，同比增长 30.32%，归母净利润 37.69 亿元，同比增长 88.60%。2018 年一季度公司实现营业收入 72.42 亿元，同比增长 15.42%，归母净利润 7.83 亿元，同比增长 11.39%。

图表 119：2017 年晨鸣纸业营收同比增 30%



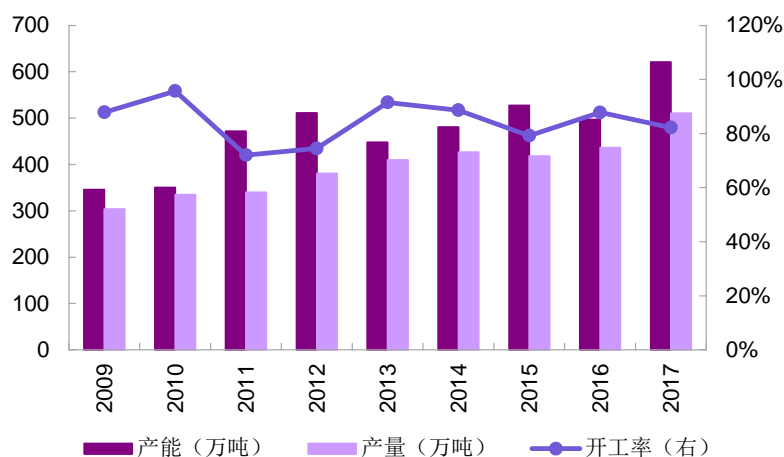
资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 120：2017 年晨鸣纸业净利润同比增 89%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 121：2017 年晨鸣纸业机制纸产能已达到 620 万吨



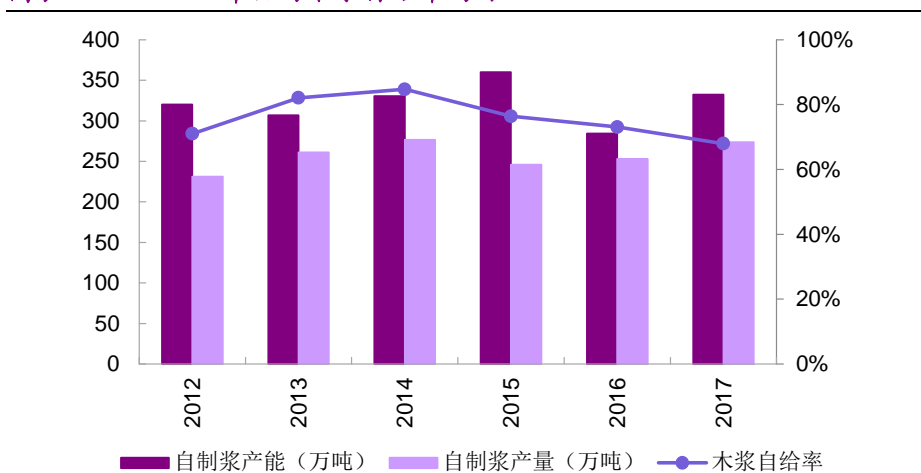
资料来源：公告债券跟踪评级报告，光大证券研究所

木浆自给率维持高位，林浆纸一体化打造显著成本优势

公司一直致力于推进林浆纸一体化，在打造“绿色”造纸产业链的同时，通过林浆纸一体化提高木浆自给率，从而提升公司造纸业务的成本优势。截至 2017 年底，公司拥有自制木浆产能 332.4 万吨，木浆自给率达到 67.96%，自 2012 年至今，公司木浆自给率基本维持在 70% 以上（2017 年自给率略有下滑，我们认为主要与湛江 120 万吨白卡纸项目新增投产，而对应木浆新增产能并未同步跟上有关）。公司自制木浆单位成本显著低于木浆外购价格，较高的木浆自给率一方面能够大幅降低公司机制纸的生产成本，另一方面能够提高公司对于原材料端的掌控，使得成品纸的质量更加稳定。外购木浆方面，2017 年公司进口木浆 126.43 万吨，主要采购自美国、加拿大、智利、印尼等国家。

目前公司在建木浆项目包括：1) 黄冈晨鸣针叶浆项目（年产能 30 万吨），预计 2018 年 8 月底投产；2) 寿光美伦化学浆项目（年产能 40 万吨），预计 2018 年四季度投产。随着公司木浆在建项目的陆续投产，公司木浆自给率将进一步提升，造纸板块成本优势将更加显著。

图表 122：2017 年公司木浆自给率约为 68%



资料来源：公司债券跟踪评级报告，光大证券研究所

图表 123：晨鸣纸业纸浆产能稳步扩张

新增项目	产能 (万吨)	计划投资额 (亿元)	预计投产时间
黄冈晨鸣针叶浆项目	30 万吨	34.85	18 年 8 月
寿光美伦化学浆项目	40 万吨	43.00	18 年 11 月
寿光美伦高档文化纸项目	51 万吨	37.61	18Q4
新闻纸转产文化纸项目	50 万吨	3.72	18 年下半年
海鸣矿业菱镁矿项目	—	18.50	一期已投产

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

融资租赁业务：控规模保质量

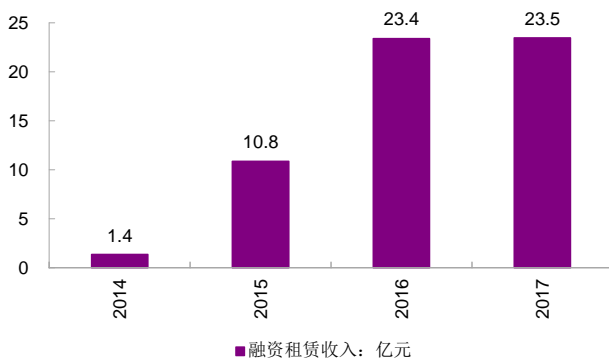
公司自 2014 年开展融资租赁业务，主要通过子公司山东晨鸣融资租赁（14 年设立）、青岛晨鸣弄海融资租赁公司（16 年设立）、上海晨鸣集团融资租赁（17 年设立）、广州晨鸣融资租赁（17 年设立）开展。另外，2018 年 1 月公司公告拟在北京、武汉分别新设立北京晨鸣融资租赁有限公司和武汉晨鸣融资租赁有限公司，进一步加强公司在金融板块的综合竞争力。

截至 2017 年末，公司融资租赁合同余额（含剩余本金、利息、未收手续费和顾问费等）为 266.28 亿元，同比增长 38.01%。

客户结构方面，截至 2017 年末，公司存量租赁资产第一大投向为城市基础设施行业，占比达到 25.44%；造纸行业次之，占比达到 19.72%；第三大投向为房地产行业，占比约为 16.25%。

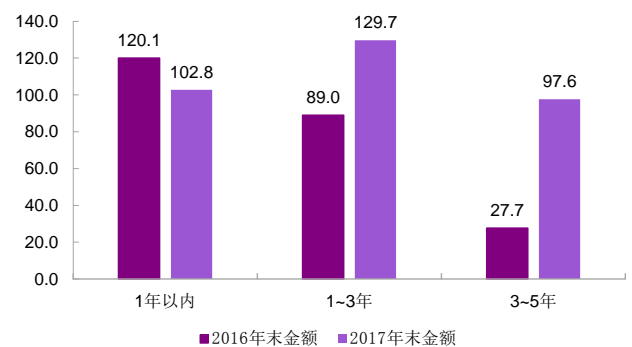
截至 2017 年底，公司融资租赁业务实现收入 23.47 亿元，同比增长 0.31%，占营收比重约为 7.86%。公司融资租赁业务在经历 2015、2016 年的快速扩张后，整体规模逐步趋于稳定。

图表 124：公司融资租赁业务规模趋于稳定



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 125：公司融资租赁款期限结构 (亿元)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

关键假设：

1、收入端假设：公司主营纸种为铜版纸、双胶纸、白卡纸，三大纸种产能合计占公司总产能比重达到约 71%。由于目前纸业仍处景气周期，各主流纸种尤其是铜版纸、双胶纸、白卡纸价格仍处于历史相对高位，将推动公司 18 年收入端维持较高增长，而随着纸张价格上涨至高位，19、20 年收入端增速将有所放缓。

1) 铜版纸：考虑到 2018 年铜版纸价格仍有提升空间，而销量将保持相对稳定，我们预计公司铜版纸产品 2018-2020 年收入增速分别为 33%、8%、8%。

2) 胶版纸：考虑到胶版纸新增产能的逐步投产（51 万吨高档文化纸项目及新闻纸转产文化纸项目），我们预计公司胶版纸产品 2018-2020 年收入增速分别为 22%、40%、12%。

3) 白卡纸产品：由于公司 120 吨白卡纸项目于 2017 年逐步达产，因此我们预计 2018 年白卡纸产能利用率将有所提升，即产销量将有所增加。而 2019-2020 年我们判断白卡纸产销、均价将维持相对稳定，因此预计白卡纸产品 2018-2020 年收入增速分别为 36%、2%、10%。

4) 融资租赁方面，由于公司的发展战略为保质量控规模，业务规模将维持相对稳定，因此，我们预计公司融资租赁业务 2018-2020 年收入增速年均 3%。

2、毛利率假设：由于造纸属于成本驱动型行业，在景气周期阶段内，成本端上涨将推动成品纸价格上涨，而公司木浆自给率较高，自制浆成本优势明显，因此，随着公司林浆纸一体化项目的逐步推进，公司毛利率能够维持相对高位。我们预计 2018-2020 年公司整体毛利率水平保持在 35%左右水平。

3、费用率假设：随着公司产品布局的逐步完善以及公司管理效率的提升，我们预计公司费用率将稳步下行。

图表 126：晨鸣纸业收入分项预测

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	22,907	29,852	35,509	39,252	42,475
增长率	13.17%	30.32%	18.95%	10.54%	8.21%
毛利	7,120	10,123	12,596	13,828	14,821
毛利率	31.08%	33.91%	35.47%	35.23%	34.89%
铜版纸					
收入	4428	5490	7323	7906	8538
增长率	1.4%	24.0%	33.4%	8.0%	8.0%
毛利	1140	1683	2855	3141	3374
毛利率	25.75%	30.66%	38.99%	39.73%	39.52%
胶版纸					
收入	4966	6369	7741	10855	12117
增长率	11.34%	28.25%	21.55%	40.23%	11.63%
毛利	1247	1688	2377	3405	3785
毛利率	25.10%	26.50%	30.70%	31.37%	31.24%
白卡纸					
收入	2815.7	6906.1	9426	9618	10538
增长率	47.02%	145.27%	36.49%	2.04%	9.57%
毛利	689	2137	2609	2545	2786
毛利率	24.45%	30.94%	27.68%	26.46%	26.43%
融资租赁					
收入	2340	2347	2418	2490	2565
增长率	115.68%	0.31%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利	2120	2065	2132	2196	2262
毛利率	90.62%	87.97%	88.20%	88.20%	88.20%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

盈利预测和投资建议：我们看好公司作为行业领军企业，随着其文化纸、木浆新增产能的投产，规模优势与成本优势逐步凸显，业绩增长持续性强。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.73 元、2.00 元、2.24 元，对应当前股价

PE 分别为 5X、4X、3X，相比于目前造纸板块平均估值 10X，晨鸣纸业 18 年的 PE 处于较低水平，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：新增产能扩张不及预期，原材料价格波动风险

图表 127：晨鸣纸业盈利预测

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	22,907.12	29,851.74	35,509.46	39,252.45	42,474.86
营业收入增 长率	13.17%	30.32%	18.95%	10.54%	8.21%
净利润 (百万元)	2,063.99	3,769.33	4,715.29	5,447.48	6,111.55
净利润增长 率	102.11%	82.62%	25.10%	15.53%	12.19%
EPS (元)	0.76	1.38	1.73	2.00	2.24
P/E	10	6	5	4	3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 8 月 10 日

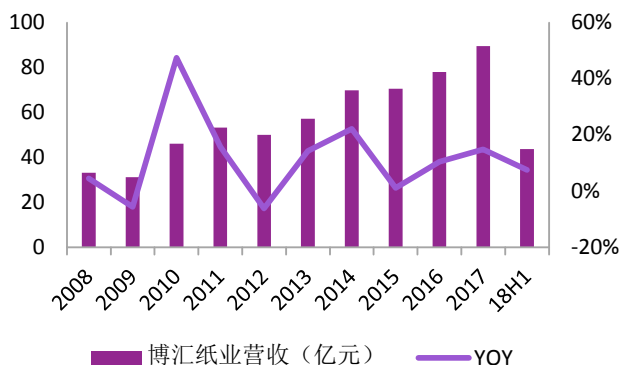
6.4、博汇纸业：白卡纸领军企业，新增产能进一步巩固龙头地位

博汇纸业：白卡纸龙头企业

公司为造纸领域龙头企业，产品涵盖白卡纸、文化纸、石膏护面纸、箱板/瓦楞纸等。受益于纸业景气，白卡纸等纸种价格持续上涨，2017 年公司实现营业收入 89.55 亿元，同比增长 14.86%；归母净利润 8.56 亿元，同比增长 325.26%，业绩实现高增长。分产品来看，白卡纸为公司核心收入来源，2017 年白卡纸产品实现收入 71.06 亿元，占公司营业收入比重达到 79.36%，是推动公司业绩增长的重要贡献点。2018 年上半年公司实现营业收入 43.64 亿元，同比增长 7.54%，归母净利润 4.11 亿元，同比增长 1.50%。

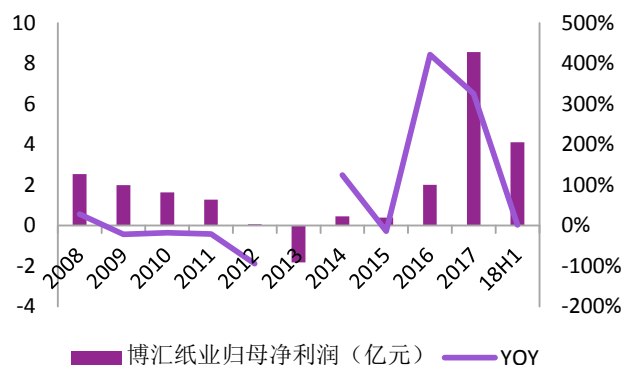
产销方面，2017 年公司实现机制纸产量 188.46 万吨，销量 183.18 万吨，同比下降 9.23%，销量下滑主要受公司 14 万吨文化纸项目因未报批环评文件停产、20 万吨高档包装纸项目配套设施未经验收整改所致，目前上述项目已完成整改且已恢复生产。

图表 128：2017 年博汇纸业营收同比增 15%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 129：2017 年博汇纸业净利润同比增 325%



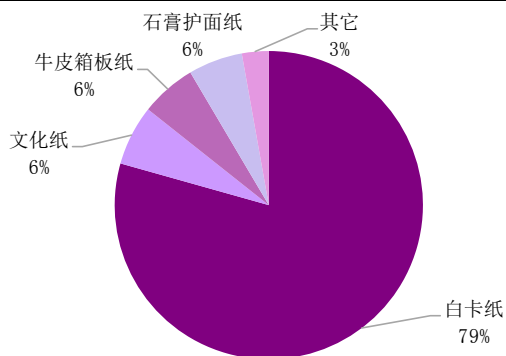
资料来源：Wind，光大证券研究所

产能规划清晰，包装纸地位进一步巩固

截至 2017 年底，公司拥有机制纸产能约 208 万吨，浆产能约 95 万吨。具体来看，其中白卡纸产能约 150 万吨，文化纸产能 25 万吨、石膏面板纸产能 15 万吨、箱板纸/瓦楞纸产能 18 万吨。

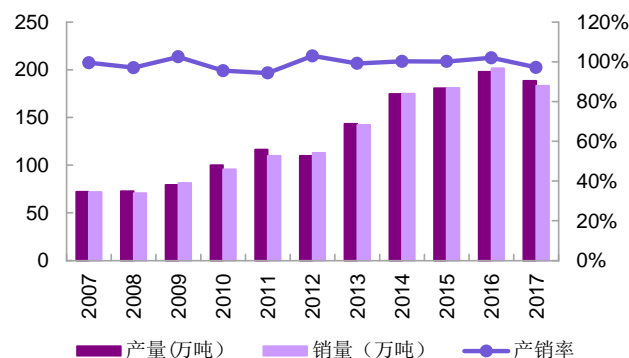
在建产能方面，2017 年 1 月公司公告拟投资 32.31 亿元建设年产 75 万吨高档包装纸（白卡纸）项目，预计将于 2018 年底或 2019 年初投产。另外，公司于 2017 年 12 月发布定增预案，募集资金用于公司 150 万吨高档包装纸项目（一期 100 万吨），包括年产 50 万吨高档牛皮箱板纸和 50 万吨高强瓦楞纸项目。上述 75 万吨白卡纸项目和 100 万吨高档包装纸项目投产后，公司总产能将提升至 383 万吨，新增产能幅度超过 80%；同时产品结构更加丰富，包装纸地位进一步得到巩固，清晰的产能规划奠定了公司未来业绩持续增长的基础。

图表 130：白卡纸为公司核心收入来源（2017）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 131：2017 年公司产销率达到 97.2%



资料来源：公司公告，光大证券研究所

关键假设：

1、收入端假设：公司主要纸种为白卡纸，目前白卡纸价格因淡季自高点有所下滑，但随着木浆系纸旺季的逐步到来，我们判断白卡纸价格仍有一定上涨空间。销量方面，公司新增产能包括 75 万吨白卡纸与 150 万吨高档包装纸项目（一期 100 万吨），上述两个新增产能的逐步达产将成为公司收入增长的核心驱动力。具体来看：

1) 白卡纸：年产 75 万吨高档包装纸（白卡纸）项目，预计将于 2018 年底或 2019 年初投产，考虑新产能投产后的逐步达产，我们预计公司白卡纸产品 2018-2020 年收入增速分别为 12%、34%、2%。

2) 文化纸：公司目前具有文化纸产能 25 万吨，考虑文化纸行业景气度较高，价格仍有一定提升空间。另外，2017 年公司 14 万吨文化纸项目因未报批环评文件停产，目前该项目已恢复生产，因此 2018 年文化纸收入增速预计将呈现较高增长。综合来看，我们预计公司文化纸产品 2018-2020 年收入增速分别为 106%、66%、59%。

3) 牛皮箱板纸：考虑包装纸提价及 150 万吨高档包装纸项目的逐步投产，我们预计 2018-2020 年公司牛皮箱板纸业务收入增速分别为 9%、98%、103%。

4) 石膏护面纸等：公司石膏护面纸产能、销量维持相对稳定，我们预计 2018-2020 年公司石膏护面纸等纸种收入增速分别为 3%、1%、1%。

2、毛利率假设：由于造纸属于成本驱动型行业，在景气周期阶段内，成本端上涨将推动成品纸价格上涨。我们判断白卡纸行业仍处景气较高周期，且旺季到来价格有望持续上涨；而成本端木浆价格已处历史相对高位，继续大幅上涨的概率不高，因此，我们判断公司整体将维持较高毛利率，我们预计 2018-2020 年公司综合毛利率分别为 22.56%、22.11%、21.50%。

图表 132：博汇纸业收入分项预测

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	7796.3	8954.8	10563.0	15108.5	18845.1
增长率	10.46%	14.86%	17.96%	43.03%	24.73%
毛利	1139	2152	2383	3340	4052
毛利率	14.62%	24.03%	22.56%	22.11%	21.50%
白卡纸					
收入	5,982	7,106	7,989	10,672	10,837
增长率	14.73%	18.79%	12.43%	33.58%	1.55%
毛利	863	1780	1798	2338	2342
毛利率	14.43%	25.05%	22.50%	21.91%	21.61%
文化纸					
收入	828	565	1162	1932	3069
增长率	-12.27%	-31.77%	105.75%	66.25%	58.83%
毛利	122	107	252	407	617
毛利率	14.71%	19.01%	21.68%	21.09%	20.09%
牛皮箱板纸					
收入	409	522	569	1126	2287
增长率	5.14%	27.62%	9.05%	97.86%	103.04%
毛利	44	89	139	292	546
毛利率	10.80%	17.14%	24.48%	25.93%	23.88%
石膏面板纸等					
收入	401	510	527	534	542
增长率	11.84%	27.09%	3.43%	1.35%	1.33%
毛利	76	121	127	128	130
毛利率	18.9%	23.7%	24.0%	24.0%	24.0%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

盈利预测和投资建议：我们看好公司作为白卡纸龙头企业，随着其白卡纸、箱板/瓦楞纸新增产能的陆续投产，公司产品结构将更加丰富，龙头地位将进一步巩固，业绩增长持续性强。我们预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.73 元、1.04 元、1.30 元，当前股价对应 PE 分别为 6X、4X、3X，相比于目前造纸板块平均估值 10X，博汇纸业 18 年的 PE 处于较低水平，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：新增产能扩张不及预期，原材料价格波动风险

图表 133：博汇纸业盈利预测

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	7,796.26	8,954.81	10,562.96	15,108.51	18,845.06
营业收入增 长率	10.46%	14.86%	17.96%	43.03%	24.73%
净利润 (百万元)	201.32	856.14	979.13	1,395.30	1,735.87
净利润增长 率	422.26%	325.26%	14.37%	42.50%	24.41%
EPS (元)	0.15	0.64	0.73	1.04	1.30
P/E	27	6	6	4	3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 8 月 10 日

6.5、中顺洁柔：稳健增长的优质消费品企业

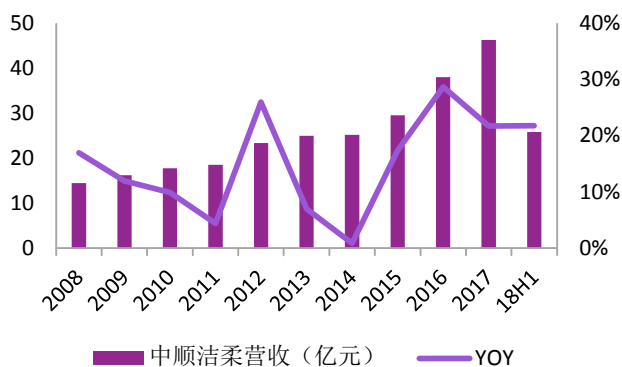
公司为生活用纸行业第一梯队企业

中顺洁柔成立于 1999 年，并于 2010 年成功在深交所上市，成为生活用纸领域首家 A 股上市企业。公司产品品类聚焦卷纸、无芯卷纸、软抽、手帕纸、湿巾五大类，旗下拥有“洁柔”和“太阳”两大知名品牌，其中“太阳”定位相对亲民，“洁柔”定位相对高端；具体产品方面，公司拥有 C&S、Face、Lotion、自然木等多系列明星产品，满足不同层次细分市场消费者的需求。

2015 年公司引入全新销售、运营团队，在管理、渠道、营销等各方面进行改革，随着改革成效的逐步显现，2015-2017 年公司业绩持续改善。2017 年，公司实现营业收入 46.38 亿元，同比增长 21.76%；归属上市公司股东净利润 3.49 亿元，同比增长 34.04%。2018 年中报公司实现营业收入 25.86 亿元，同比增长 21.80%；归母净利润 2 亿元，同比增长 27.73%，业绩维持稳健增长。

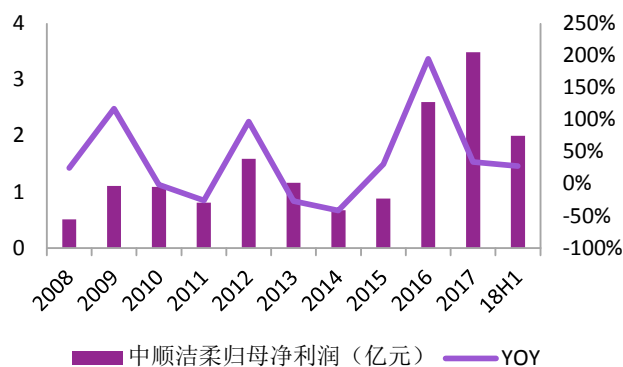
产销方面，受益于公司产品结构调整、新品推广力度加大、渠道建设逐步完善以及新增产能投产等方面，公司生活用纸产销量获得较高增长。2017 年公司完成生活用纸产量 5,570.83 万箱，同比增长 36.71%，销量 5,634.8 万箱，同比增长 38.87%。

图表 134：2017 年中顺洁柔营收同比增 22%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 135：2017 年中顺洁柔净利润同比增 34%



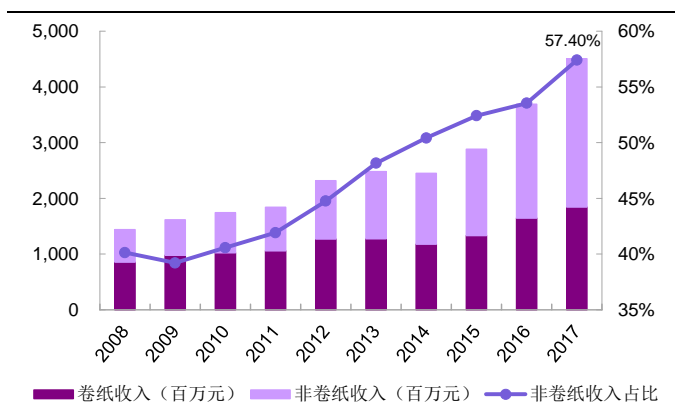
资料来源：Wind，光大证券研究所

致力品类扩张及产品结构升级，把握消费升级趋势

近几年公司致力于产品结构升级，不断推出中高端产品系列，进一步强化公司“高端生活，品味洁柔”的品牌定位。2017年6月公司推出新品黄色纸（低白度纸）自然木系列，100%采用进口原生木浆，且通过欧美食品级检测，在保证产品质量优质的同时，丰富产品结构，并迅速抢占低白度纸市场份额。目前公司高端产品以Face、Lotion、自然木系列为代表，随着对新品推广力度的加大，公司中高端产品收入占比持续提升，逐步成为公司重要的利润贡献点。

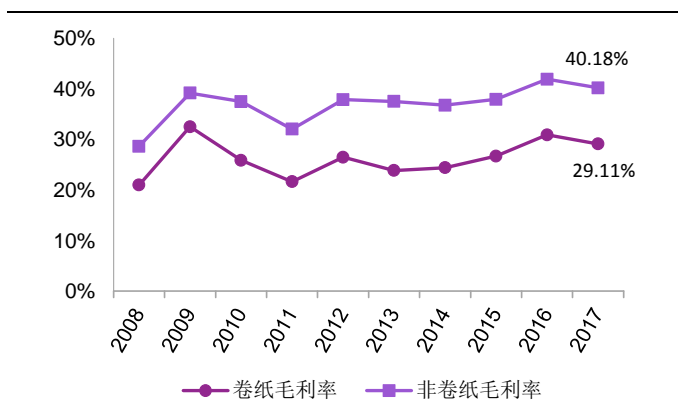
得益于高端产品线的不断丰富与新品的陆续推出，公司非卷纸类产品收入占比持续提升。2017年公司非卷纸类产品实现收入26.63亿元，同比增长30.54%，占收入比例达到57.40%，较2008年收入占比提升17.27pct。非卷纸类产品毛利率显著高于卷纸类产品，2017年非卷纸毛利率达到40.18%，高于卷纸产品毛利率11.07pct。虽然原材料进口木浆价格持续上涨至高位，公司成本端压力较大，但随着产品结构的升级，高毛利-非卷纸产品收入占比的提升，一定程度上对冲了公司成本端的压力，使得公司综合毛利率总体呈现上行趋势。

图表 136：公司非卷纸收入占比持续提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 137：公司非卷纸类产品毛利率显著高于卷纸



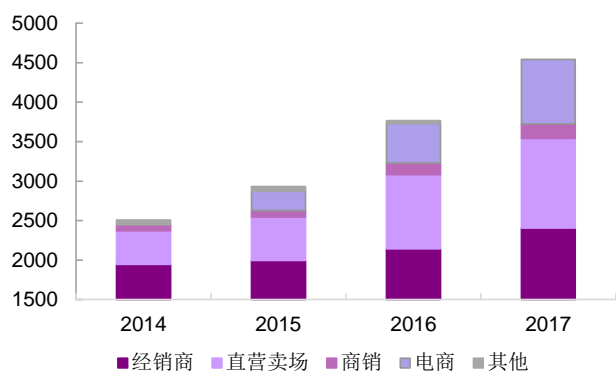
资料来源：公司公告，光大证券研究所

渠道下沉、产能扩张带来发展新机遇

自2015年公司引入全新营销团队后，在渠道方面重点发力，公司四大通路（直营卖场KA、经销商GT、商销AFH、电商EC）全面发展，2017年四大通路均实现较高增长。经销商方面，截至2017年底，公司经销商数量将近2000家，较2014年新增约1300家，经销商扩张节奏明显加快。渠道空间方面，目前我国共有超过2800个城市，而公司开发数量约1200多个，后续仍有较大的渠道扩张和下沉空间。

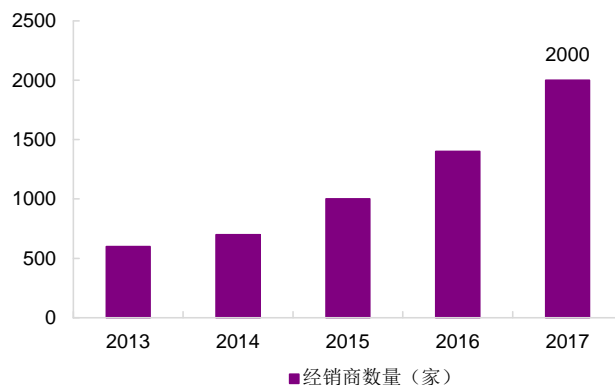
产能方面，截至2017年底，公司生活用纸总产能约为65万吨，拥有广东中山、江门、云浮、四川成都、浙江嘉兴、湖北孝感、河北唐山七大生产基地，全面辐射华东、华南、华西、华北和华中地区。根据公司规划：2018年公司湖北新增10万吨产能将建设投产，预计未来5年，每年约有10万吨的产能投放，清晰的产能扩张规划将是公司未来业绩持续增长的重要驱动力。

图表 138：公司四大通路全面发展（收入，百万元）



资料来源：公司公告，公司公开调研资料，光大证券研究所

图表 139：2017 年底公司经销商数量将近 2000 家



资料来源：公司公告，公司公开调研资料，光大证券研究所

关键假设：

1、收入端假设：公司专注于生活用纸领域，积极推进产品结构调整与升级，加大新品开发力度，实现产品高端化升级。且产能、渠道方面稳步扩张，逐步提升重点品类市场份额的提升。具体来看：

1) 非卷纸类产品：非卷纸类产品为公司重点开发纸种，随着渠道的扩张与新增产能的逐步投产，非卷纸类产品收入占比将持续提升。我们预计公司非卷纸类产品 2018-2020 年收入增速分别为 32%、29%、26%。

2) 卷纸类产品：卷纸类产品作为公司基础系列，随着渠道及产能的扩张，收入端将呈现稳健增长态势，我们预计公司卷纸类产品 2018-2020 年收入增速分别为 13%、18%、18%

2、毛利率假设：公司主要原材料为进口木浆，目前进口木浆价格处于历史高位，我们判断未来木浆价格大幅度上涨的可能性不大，因此，公司成本端压力有望逐步减轻；加上公司产品结构调整，高毛利产品占比提升，我们预计公司综合毛利率将呈现上升趋势。我们预计 2018-2020 年公司综合毛利率分别为 35.96%、36.73%、37.14%。

图表 140：中顺洁柔收入分项预测

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	3809.35	4638.35	5750.86	7182.95	8829.11
增长率	28.74%	21.76%	23.99%	24.90%	22.92%
毛利	1368.16	1619.74	2068.00	2638.65	3278.85
毛利率	35.92%	34.92%	35.96%	36.73%	37.14%
非卷纸					
收入	2,039.68	2,662.62	3,527.24	4,566.35	5,764.50
增长率	31.50%	30.54%	32.47%	29.46%	26.24%
毛利	854.81	1,069.77	1,438.75	1,887.98	2,398.92
毛利率	41.91%	40.18%	40.79%	41.35%	41.62%
卷纸					
收入	1,647.91	1,845.27	2,083.62	2,466.60	2,904.61
增长率	23.68%	11.98%	12.92%	18.38%	17.76%
毛利	509.19	537.07	618.06	738.66	867.13
毛利率	30.90%	29.11%	29.66%	29.95%	29.85%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

3、费用率假设：我们认为公司目前正处于渠道加速扩张时期，加之新品推广力度较大，前期销售费用率将有一定幅度上行，我们预计 2018-2020 年公司销售费用率分别为 19.30%、19.50%、19.75%。

盈利预测和投资建议：我们看好公司作为生活用纸第一梯队企业，随着产品升级、渠道扩张、新增产能投产以及新产品的逐步推出，公司业绩增长持续性强。我们预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.34 元、0.43 元、0.53 元，当前股价对应 PE 分别为 24X、19X、16X，公司估值虽高于行业平均估值（目前造纸板块平均估值 10X），但公司主营业务为生活用纸，相较于文化纸、包装纸等纸种消费属性更强，应给予一定估值溢价，因此首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：渠道扩张及下沉不及预期，木浆价格波动风险，新产品开拓不及预期

图表 141：中顺洁柔盈利预测

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3,809.35	4,638.35	5,750.86	7,182.95	8,829.11
营业收入增 长率	28.74%	21.76%	23.99%	24.90%	22.92%
净利润 (百万元)	260.42	349.07	441.37	554.39	679.82
净利润增长 率	195.27%	34.04%	26.44%	25.61%	22.63%
EPS (元)	0.20	0.27	0.34	0.43	0.53
P/E	41	30	24	19	16

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 8 月 10 日

6.6、重点推荐公司估值表

图表 142：重点推荐公司估值表

公司代码	公司名称	收盘价 (元)		EPS (元)			PE				投资评级
		8.10	17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E	
002078	太阳纸业	8.84	0.78	0.99	1.22	1.50	11	9	7	6	增持
600567	山鹰纸业	3.76	0.44	0.57	0.69	0.84	9	7	5	4	增持
000488	晨鸣纸业	7.81	1.38	1.73	2.00	2.24	6	5	4	3	增持
600966	博汇纸业	4.13	0.64	0.73	1.04	1.30	6	6	4	3	增持
002511	中顺洁柔	8.21	0.27	0.34	0.43	0.53	30	24	19	16	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 8 月 10 日

7、风险分析

环保等政策风险

造纸产业属于高能耗、高污染行业，是环保部门重点监督对象，环境污染治理措施或对造纸企业的产能投放造成影响，影响企业的产能扩张进度。

下游需求低于预期的风险

造纸行业作为相对成熟的行业，需求增速已经处于相对较低的增长中枢，存在下游印刷、包装等行业需求不足的风险，影响造纸企业盈利能力。

原材料价格上涨风险

造纸行业属于成本驱动型行业，原材料价格的波动会导致企业经营成本的上升，影响企业的盈利能力。

行业及公司评级体系

评级	说明
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。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，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。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com	
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
李潇		0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	苏一耘		13828709460	su1y@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
金英光		021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
王佳		021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
郑锐		021-22169080	18616663030	zhrei@ebscn.com	
凌贺鹏		021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
周梦颖		021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
		王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com	
私募业务部	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安玲娟	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com	
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com	