

2018年09月07日

造纸

造纸板块中报总结

■**收入端保持较快增长**：受益于纸张价格维持高位及新产能投产，龙头纸企18年中报业绩保持较高增长。18年上半年造纸板块收入共计658亿元，同比增长23%，增速同比下滑5pct；其中单二季度收入共计351亿元，同比增长25%，同比、环比分别提升1pct、4pct。

■**利润端增速保持高位，但逐步放缓**：由于纸价涨势趋缓，并于二季度末期有一定回调，企业利润端增速不及去年同期。18年上半年造纸板块营业利润、归母净利润分别为82.8亿元、67亿元，同比分别增长44%、34%，增速同比分别下滑126pct、116pct；其中单二季度实现营业利润、净利润分别为46亿元、39亿元，同比分别增长43%、37%，增速同比分别下滑121pct、111pct，环比分别提升-3pct、+7pct。

■**毛利率稳定，净利率向上**：报告期内龙头纸企因部分原材料自制、产业一体化程度较高、原料渠道等优势，吨净利维持相对高位。上半年造纸板块综合毛利率25.2%，同比提升0.3pct，其中单Q2毛利率25.1%，保持稳定。受益于龙头纸企规模优势的体现及经营管理效率的提升，造纸板块上半年销售费用率4.2%，同比下降0.7pct；管理费用率为4.7%，同比基本持平。其中Q2单季度销售费用率4%，同比下降0.9pct，环比下降0.4pct；管理费用率4.3%，同比基本持平，环比下降0.3pct。上半年造纸板块净利率10.2%，同比提升0.8pct，其中单Q2净利率11%，同比提升0.9pct，环比提升1.7pct。

■**现金流情况有所改善，存货/应收情况保持稳定**：18年上半年造纸板块实现经营性现金流净额116.7亿元，其中18Q2单季度造纸板块实现经营性现金流净额89.4亿元，现金流上半年有较大幅度改善，主要由于晨鸣纸业融资租赁业务净回收，现金流改善约80亿元；另外太阳、山鹰等企业现金流也有不同程度的改善。18年二季度末存活约250亿元，存货周转天数为86.6天；二季度末应收账款近150亿元，应收账款周转天数38.8天，营运能力整体保持较好水平。

■**机构持仓逐步降低，个股分化严重**：机构持仓有所下滑，二季度末机构持仓总值为42亿元，同比提升4亿元，环比下降7亿元。个股层面，太阳纸业目前机构持仓市值为32.3亿元，较17年同比提升23.6亿元，环比下降5.4亿元；中顺洁柔产品消费属性强，且成本端风险降低，机构持仓有所提升，环比提升0.66亿元至2.3亿元；其余个股持仓市值均在2亿元左右，处于低位。

■**风险提示**：纸价下行风险、新增产能过剩风险、需求减弱风险

行业动态分析

证券研究报告

投资评级 落后大市-A

调低评级

首选股票

目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	3.35	13.83	15.52
绝对收益	0.21	-1.00	0.71

周文波

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515080001
zhouwb@essence.com.cn
021-35082778

雷慧华

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516090002
leihh@essence.com.cn
021-35082719

骆恺骐

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518040002
luokq@essence.com.cn

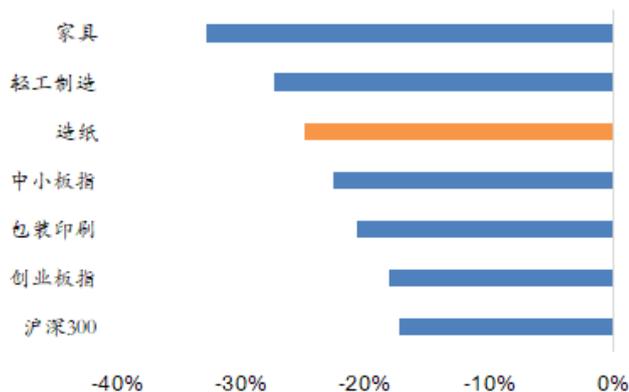
相关报告

废纸进口标准落地，预计18年固废偏紧局面更甚 2018-01-12

1. 上半年纸业板块表现回顾

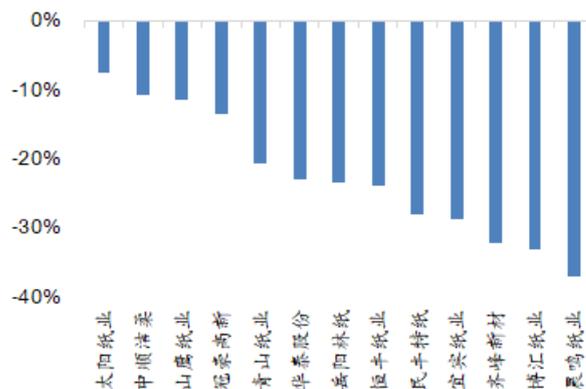
年初至今造纸板块跌幅约为 25%，跑输沪深 300 指数 7.7 个百分点，跑输创业板指数 6.8 个百分点，整体表现较。个股方面，年初至今均为负收益，其中太阳纸业股价表现相对较好，年初至今跌幅 7.6%，跑赢沪深 300 指数约 10 个百分点；山鹰纸业、晨鸣纸业、博汇纸业年初至今跌幅分别达到 11.6%、37%、33%。

图 1：年初至今造纸板块涨跌幅



资料来源：wind, 安信证券研究中心

图 2：年初至今造纸板块个股涨跌幅



资料来源：wind, 安信证券研究中心

2. 业绩增速回落，弹性逐渐降低

收入端保持较快增长：今年以来纸价总体保持高位震荡，但因价格中枢高于去年，加上企业新产能投产，龙头纸企 18 年中报业绩保持较高增长。18 年上半年造纸板块收入共计 658 亿元，同比增长 23%，增速同比下滑 5pct；其中单二季度收入共计 351 亿元，同比增长 25%，同比、环比分别提升 1pct、4pct。

利润端增速维持高位，但趋势向下：18 年上半年造纸板块营业利润、归母净利润分别为 82.8 亿元、67 亿元，同比分别增长 44%、34%，增速同比分别下滑 126pct、116pct；其中单二季度实现营业利润、净利润分别为 46 亿元、39 亿元，同比分别增长 43%、37%，增速同比分别下滑 121pct、111pct，环比分别提升-3pct、+7pct。

企业层面有所分化，太阳纸业成本优势较大，业绩保持较高增长，收入、利润单二季度增速分别为 26.7%、40.6%；包装纸龙头山鹰纸业在成本具有优势，加上并表影响，业绩增速较快，收入、净利润单二季度增速分别为 60%、180%；晨鸣纸业/博汇纸业收入、利润端增速均有明显下降；生活用纸龙头中顺洁柔业绩增长则相对稳定。

图 3：造纸板块收入及增速



资料来源：wind, 安信证券研究中心

图 4：造纸板块营业利润及增速



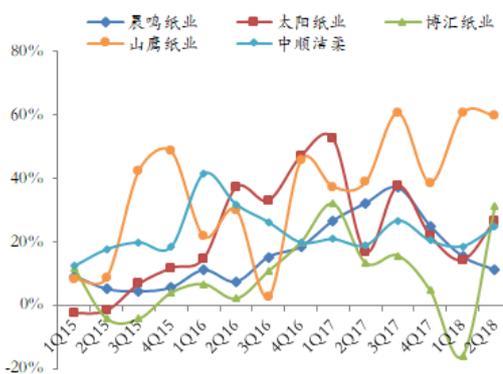
资料来源：wind, 安信证券研究中心

图 5：造纸板块归母净利润及增速



资料来源：wind,安信证券研究中心

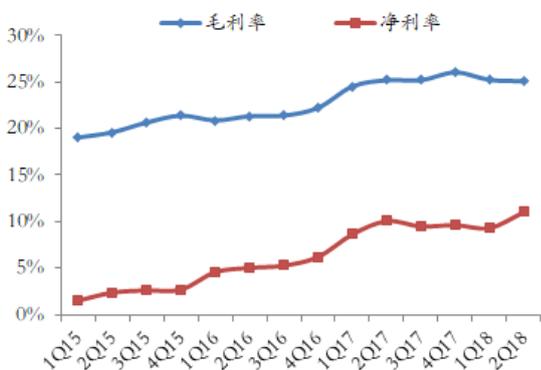
图 6：主要纸企收入增速



资料来源：wind,安信证券研究中心

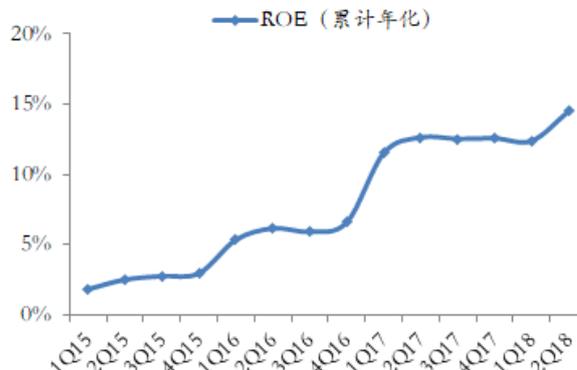
毛利率能稳定，净利率有所提升：报告期内原材料木浆价格平稳、废纸价格持续上涨，龙头纸企因部分原材料自制、产业一体化程度较高、采购渠道稳定等优势，吨净利维持相对高位。毛利率方面，上半年造纸板块综合毛利率 25.2%，同比提升 0.3pct，其中单 Q2 毛利率 25.1%，同比保持稳定。净利率方面，上半年造纸板块净利率 10.2%，同比提升 0.8pct，其中单 Q2 净利率 11%，同比提升 0.9pct，较 Q1 环比提升 1.7pct。由于龙头企业在经营管理方面效率提升，净利率保持相对高位。上半年年化 ROE14.5%，较 17 年同期提升近 2pct，其中单二季度年化 ROE16.7%，同比、环比分别提升 2.5pct、4.3pct。

图 7：造纸板块利润率



资料来源：wind,安信证券研究中心

图 8：造纸板块 ROE (累计年化)

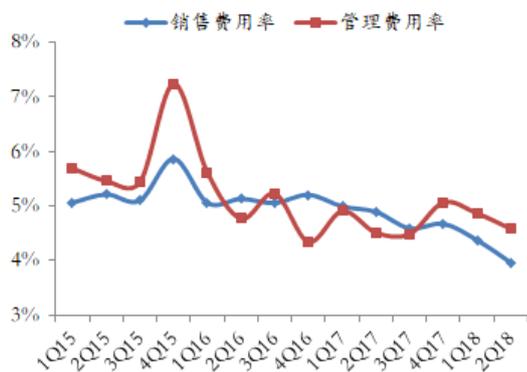


资料来源：wind,安信证券研究中心

销售、管理费用率总体呈现下降趋势：费用方面，受益于龙头纸企规模优势的体现及经营管理效率的提升，造纸板块销售费用率、管理费用率总体呈现下降趋势，造纸板块上半年销售费用率 4.2%，同比下降 0.7pct；管理费用率为 4.7%，同比基本持平。其中 Q2 单季度销售费用率 4%，同比下降 0.9pct，环比下降 0.4pct；管理费用率 4.3%，同比基本持平，环比下降 0.3pct。

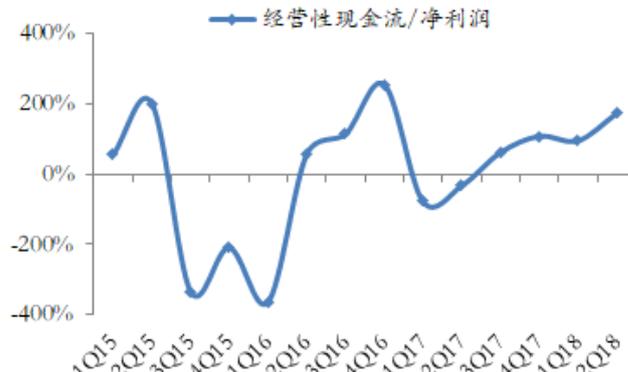
现金流方面，经营性现金流情况持续改善：18 年上半年造纸板块实现经营性现金流净额 116.7 亿元，去年同期则为 -16.6 亿元，占归母净利润比重约 173%；其中 18Q2 单季度造纸板块实现经营性现金流净额 89.4 亿元，占归母净利润比重约 230%，17 年同期仅 4000 万。现金流上半年有较大幅度的改善，主要由于晨鸣纸业融资租赁业务净回收，现金流改善约 80 亿元；另外太阳、山鹰等企业现金流也有不同程度改善。

图 9：造纸板块销售、管理费用率



资料来源：wind,安信证券研究中心

图 10：造纸板块经营性现金流/净利润



资料来源：wind,安信证券研究中心

存货/应收有所增加，但周转仍保持较好水平：17Q3 以来存货总额稳步上升，18 年二季度末达 250 亿元左右，环比增长 12 亿左右；但存货周转依然保持较好水平，上半年造纸板块整体存货周转天数为 86.6 天，同比下降 4.6 天。二季度末应收账款近 150 亿元，同比增长约 7%，环比水平基本一致。上半年造纸板块应收账款周转天数为 38.8 天，同比分别下降 6.8 天，营运能力整体保持较好水平。

图 11：造纸板块存货及周转天数



资料来源：wind,安信证券研究中心

图 12：造纸板块应收账款及周转天数



资料来源：wind,安信证券研究中心

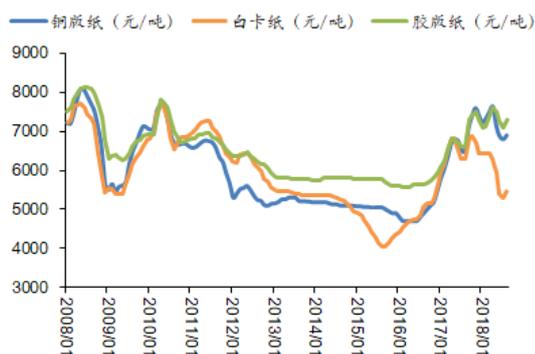
3. 价格及走势判断

纸价经过一、二季度震荡回调后，纸价开始反弹。4 月份铜板、胶版纸达阶段性高点 7600 元/吨，6 月份淡季价格跌至 6800 元/吨、7100 元/吨附近，目前铜板、胶版纸价格约 6900 元/吨、7300 元/吨。白卡纸自 4 月份价格即开始回调，最低至 5300 元/吨，目前白卡纸价格约 5500 元/吨。包装纸二季度持续涨价，最高涨至 5500 元/吨，自 6 月份起出现回调，目前箱板纸价格约 5000 元/吨。

近期宏观经济政策进行适度调整，财政政策要更加积极，稳健的货币政策要松紧适度，政策的放松将对国内市场需求进行托底，且纸业逐渐进入旺季，预计纸价将延续反弹，但空间可能有限。

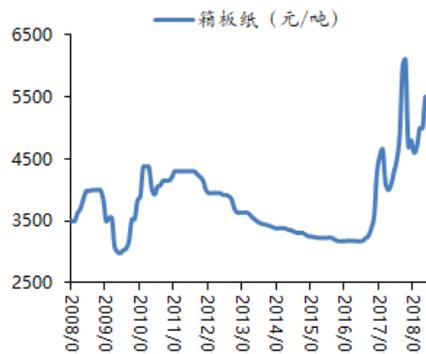
中期看，当前纸张价格已处历史高位，且行业仍有新产能投产，明年行业供需将有所弱化，我们认为纸价大幅上涨难度较大，大概率高位震荡。关注变数—废纸政策，今年废纸逻辑兑现较差，纸价总体低于预期。明年废纸进口量预计将继续下滑，国废供需偏紧趋势可能进一步强化，关注逻辑演化。

图 13: 铜版纸、白卡纸、胶版纸价格 (元/吨)



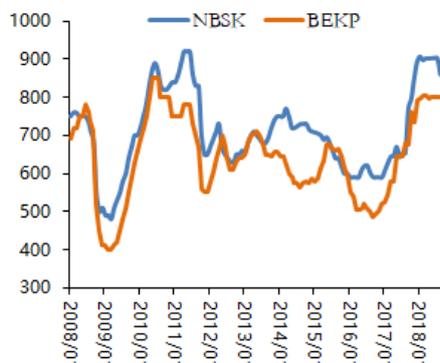
资料来源: 中纸联, 安信证券研究中心

图 14: 箱板纸价格 (元/吨)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 15: 木浆外盘价格 (美元/吨)



资料来源: 中纸联, 安信证券研究中心

图 16: 国废 OCC 价格

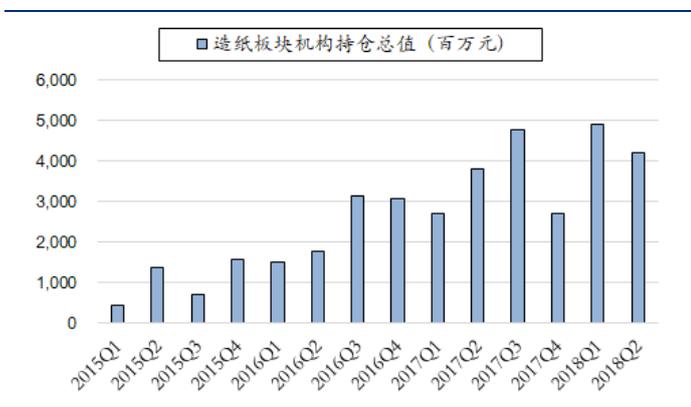


资料来源: 废纸资源网, 安信证券研究中心

4. 造纸板块 H1 基金持仓

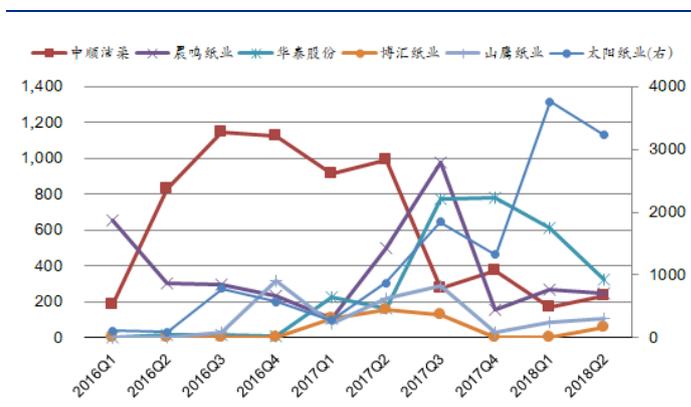
造纸板块：持仓逐步降低。16 年以来造纸板块逐步复苏，浆价与纸价稳步上涨，纸企盈利也快速提升，拉动多轮板块行情，机构持仓也有所提升。个股层面，17 年下半年以来纸企持仓有所分化，抗风险能力较强，业绩稳定性较强的龙头纸企受到更多投资机构青睐。目前浆价与纸价已处于历史高位，继续上涨空间不大，周期行情接近尾声，加上 Q2 是行业淡季，纸价有所回落，纸企机构持仓也有所下滑，二季度末机构持仓总值为 42 亿元，同比提升 4 亿元，环比下降 7 亿元。个股层面，太阳纸业目前机构持仓市值为 32.3 亿元，较 17 年同比提升 23.6 亿元，环比下降 5.4 亿元；中顺洁柔产品消费属性强，且成本端风险降低，机构持仓有所提升，环比提升 0.66 亿元至 2.3 亿元；其余个股持仓市值均在 2 亿元左右，处于低位。

图 17：造纸板块基金重仓持股市值



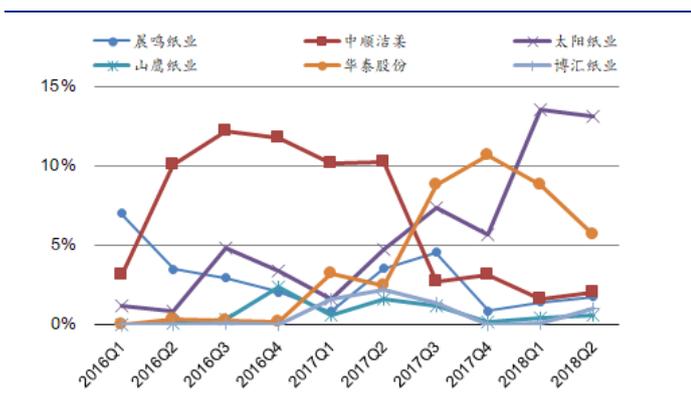
资料来源：wind, 安信证券研究中心

图 18：造纸企业基金重仓持股市值 (亿元)



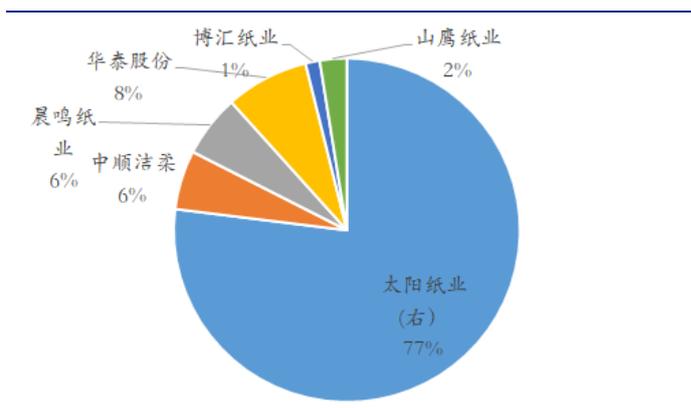
资料来源：wind, 安信证券研究中心

图 19：造纸企业基金重仓持股占流通股比例



资料来源：wind, 安信证券研究中心

图 20：造纸板块基金重仓持股市值占比



资料来源：wind, 安信证券研究中心

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

周文波、雷慧华、骆恺骐声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034