



2018年09月26日

中性(首次评级)

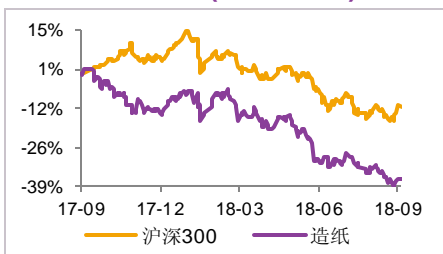
分析师：王晓艳

执业编号：S0300518080001

电话：010-66235701

邮箱：wangxiaoyan_bf@lxsec.com

行业表现对比图(近12个月)



资料来源：聚源

相关研究

造纸

【联讯轻工】造纸行业景气度向好，龙头优势不断显现

投资要点

◇ 行业景气度向好，收入利润持续增长。

2018年1-8月，造纸及纸制品制造业实现主营业务收入9508.6亿元，同比增长11.9%；利润总额542.5亿元，同比增长7.8%。此前公布的前7个月的分项数据来看：纸浆制造业利润总额13.42亿元，同比增长51.07%；造纸业利润总额304.43亿元，同比增长12.09%；纸制品制造业利润总额170.25亿元，同比增长12.09%。预计纸浆制造业依旧成为行业利润快速增长的细分行业，2018年造纸行业供需略偏紧的态势或将延续，造纸行业景气度有望继续向好。

◇ 环保趋严红利显现，行业集中度逐步提升。

从行业的成本变化来看，由于环保、自备电限制以及废纸进口限令等因素的影响，今年行业的成本不断走高，增速也基本高于去年同期，行业的销售利润率有所下降。但是，由于纸价并未相应大幅上涨，行业的财务费用和管理费用也有所提升，所以行业的利润增速有所下降，特别是近两个月以来。不过，由于今年环保形势趋严，落后产能加速淘汰，行业亏损单位数量显著增加。许可证制度也将会进一步提升造纸行业的准入门槛，加速淘汰劣势造纸企业。目前环保趋严这一大势不会改变，大型企业通常投入大量资金进行环保治理，而小企业将大部分被淘汰出局，行业集中度有望逐步提升。

◇ 整体产量小幅回落，龙头竞争力增强。

2018年8月，全国机制纸及纸板产量1005.6万吨，同比下降0.4%；全国新闻纸产量15.4万吨，同比下降4.3%。受供给侧改革、环保政策趋严等有利因素影响，造纸行业景气度持续向好，产品整体产量呈现小幅下滑，但是龙头企业的产品市场竞争力不断增强，销量和售价均有所提升，盈利能力有望不断提高。同时，进入18年，废纸进口额度再次紧缩，废纸实际进口数量也呈现断崖式下跌。到目前为止，我国外废进口公示20批次，总进口吨数1492.39万吨，只有2017年的一半。从获批数量来看，前三家公司就占据了总量的64%，龙头企业在获取进口额度方面的优势持续走强，废纸成本优势进一步扩大。伴随行业旺季来临，部分龙头企业已经发布涨价函，预计未来还会有企业跟进，这将在一定程度上提振行业景气度，建议继续关注龙头企业，例如太阳纸业、山鹰纸业等。

◇ 风险提示：

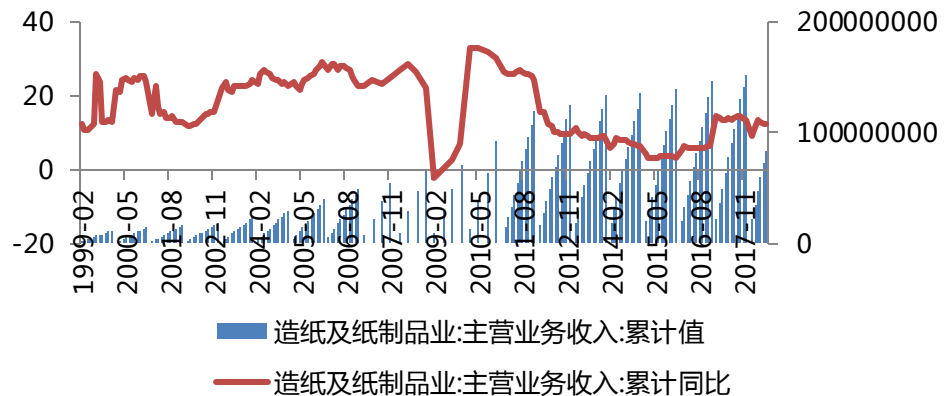
政策发生巨大变化；原材料价格高于预期；竞争格局发生变化。



行业景气度向好，行业利润持续增长。

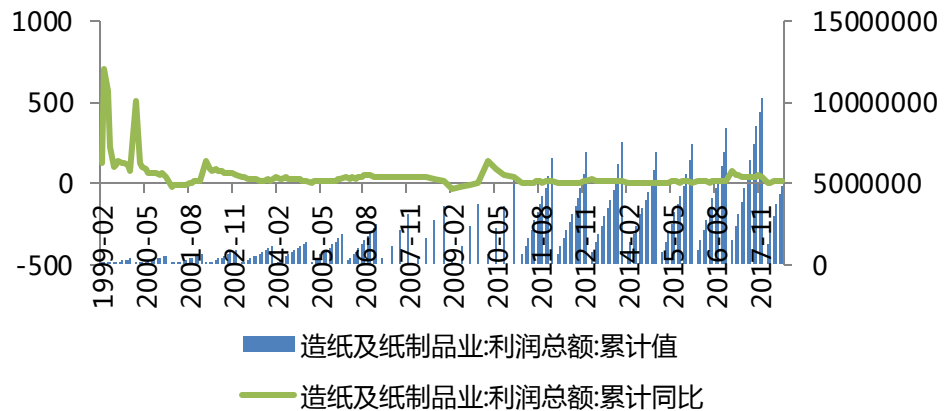
2018年1-8月，造纸及纸制品制造业实现主营业务收入9508.6亿元，同比增长11.9%；利润总额542.5亿元，同比增长7.8%。此前公布的前7个月的分项数据来看：纸浆制造业利润总额13.42亿元，同比增长51.07%；造纸业利润总额304.43亿元，同比增长12.09%；纸制品制造业利润总额170.25亿元，同比增长12.09%。预计纸浆制造业依旧成为行业利润快速增长的细分子行业，2018年造纸行业供需略偏紧的态势或将延续，造纸行业景气度有望继续向好。

图表1：造纸以及纸制品行业主营业务收入变化趋势



资料来源：联讯证券，wind

图表2：造纸以及纸制品行业利润总额变化趋势

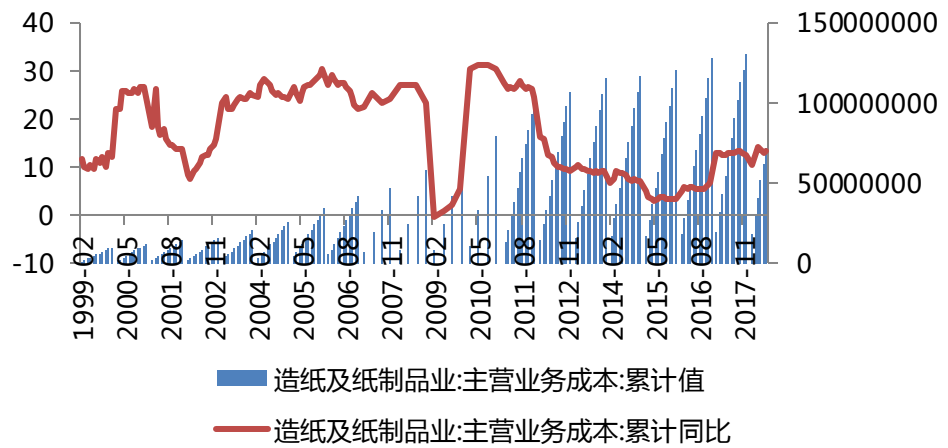


资料来源：联讯证券，wind

从行业的成本变化来看，由于环保、自备电限制以及废纸进口限令等因素的影响，今年行业的成本不断走高，增速也基本高于去年同期，行业的销售利润率有所下降。但是，由于纸价并未相应大幅上涨，行业的财务费用和管理费用也有所提升，所以行业的利润增速有所下降，特别是近两个月以来。

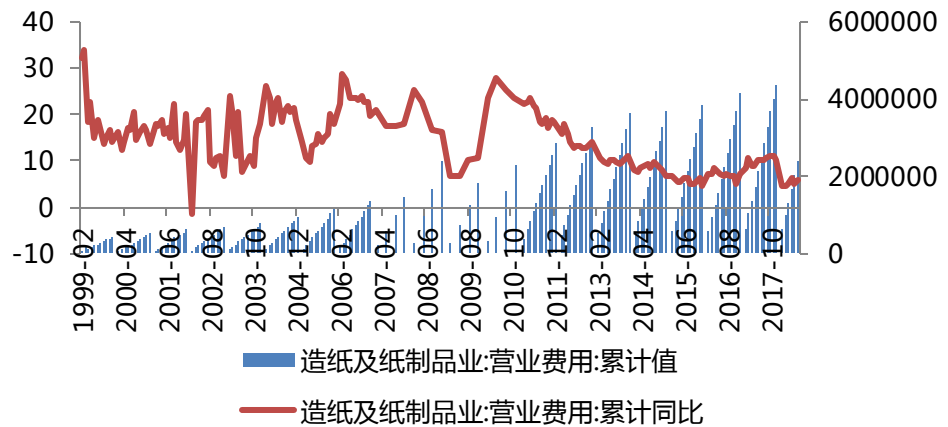


图表3： 造纸以及纸制品行业主营业务成本变化趋势



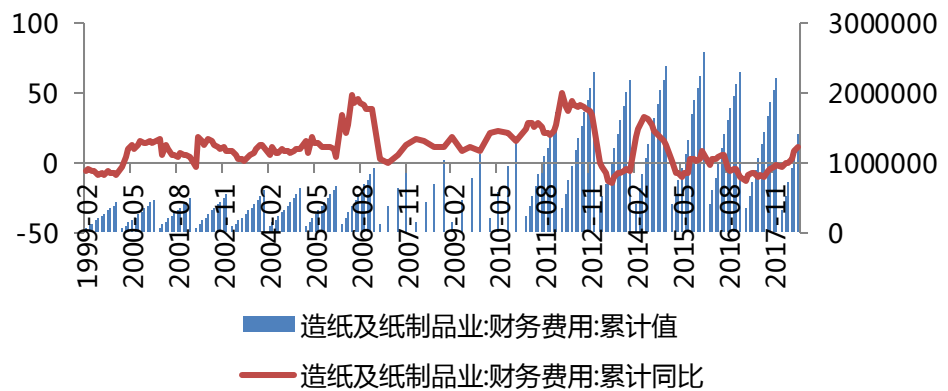
资料来源：联讯证券，wind

图表4： 造纸以及纸制品行业营业费用变化趋势



资料来源：联讯证券，wind

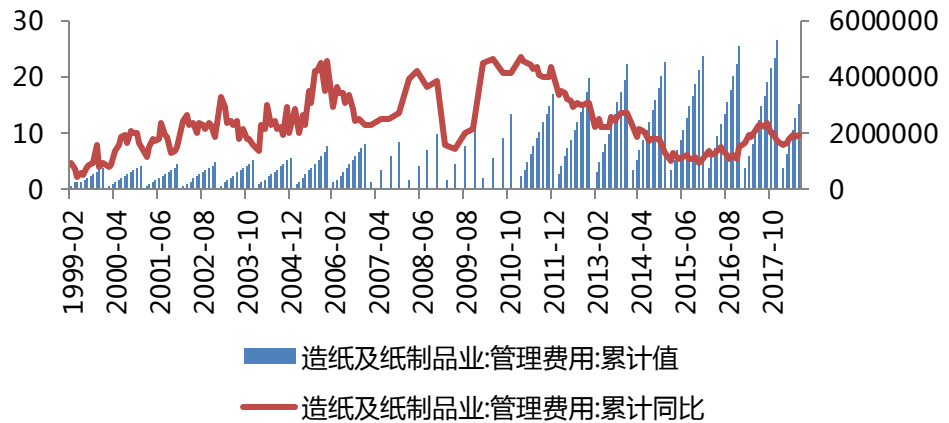
图表5： 造纸以及纸制品行业财务费用变化趋势



资料来源：联讯证券，wind

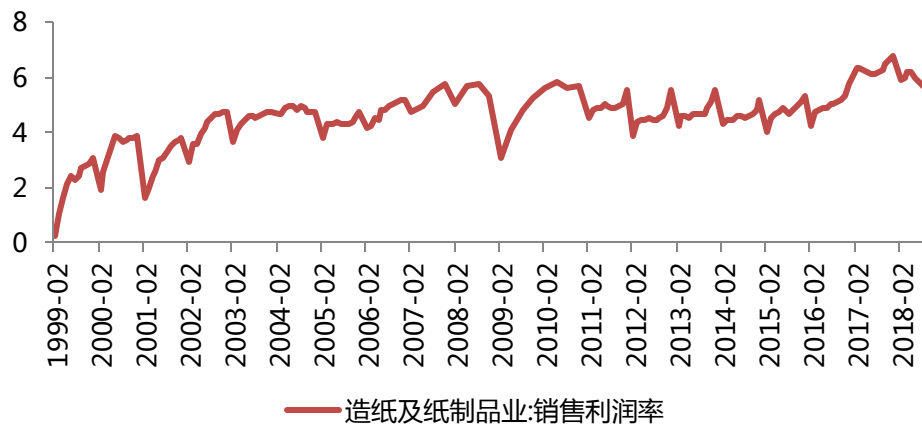


图表6： 造纸以及纸制品行业管理费用变化趋势



资料来源：联讯证券，wind

图表7： 造纸以及纸制品行业销售利润率变化趋势



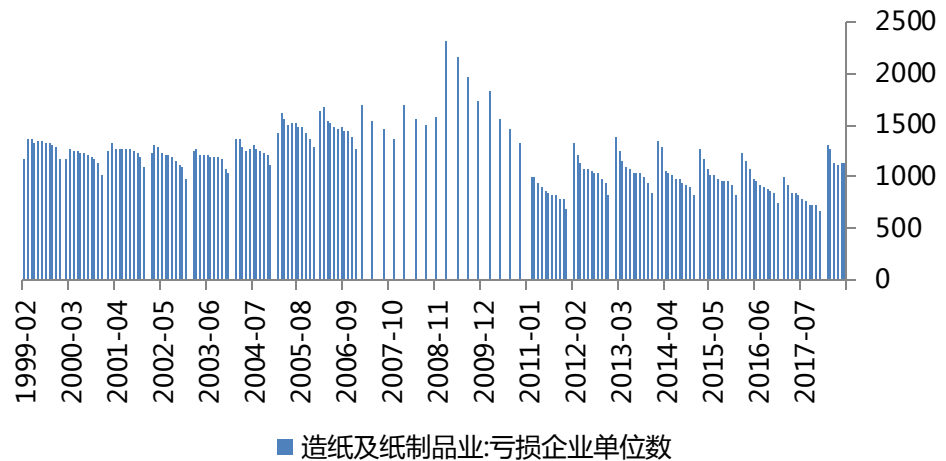
资料来源：联讯证券，wind

环保趋严红利显现，行业集中度逐步提升。

由于今年环保形势趋严，落后产能加速淘汰，行业亏损单位数量显著增加。许可证制度也将会进一步提升造纸行业的准入门槛，加速淘汰劣势造纸企业。目前环保趋严这一大势不会改变，大型企业通常投入大量资金进行环保治理，而小企业将大部分被淘汰出局，行业集中度有望逐步提升。



图表8： 造纸以及纸制品行业亏损企业数量变化趋势

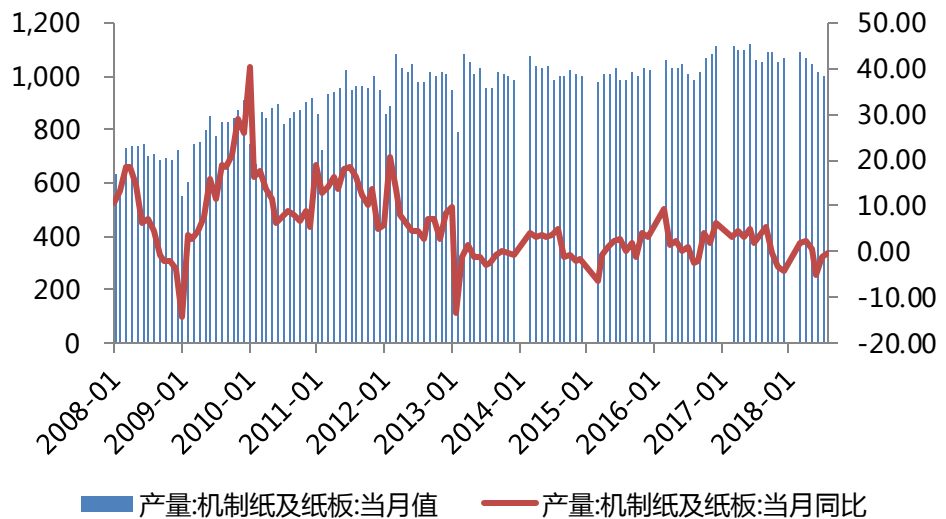


资料来源：联讯证券，wind

整体产量小幅回落，龙头竞争力增强。

据中国轻工联合会的数据显示，2018年8月，全国机制纸及纸板产量1005.6万吨，同比下降0.4%；全国新闻纸产量15.4万吨，同比下降4.3%。受供给侧改革、环保政策趋严等有利因素影响，造纸行业景气度持续向好，产品整体产量呈现小幅下滑，但是龙头企业的产品市场竞争力不断增强，销量和售价均有所提升，盈利能力有望不断提高。

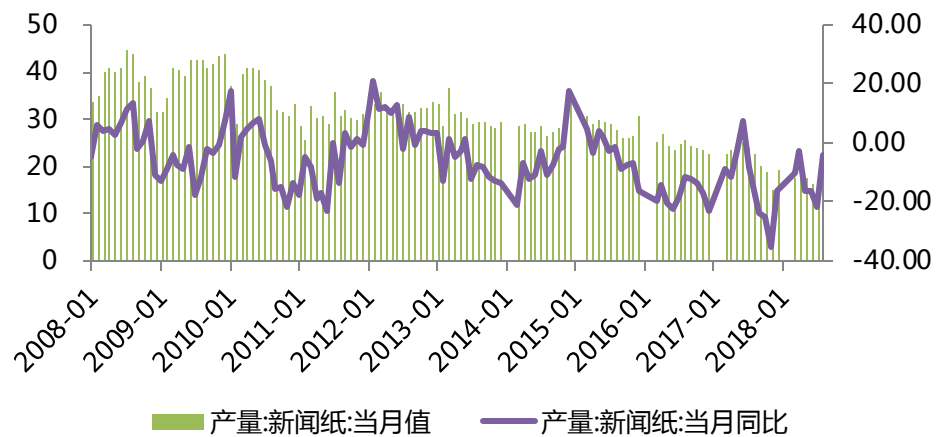
图表9： 造纸以及纸制品行业主要产品产量



资料来源：联讯证券，wind



图表10： 造纸以及纸制品行业主要产品产量



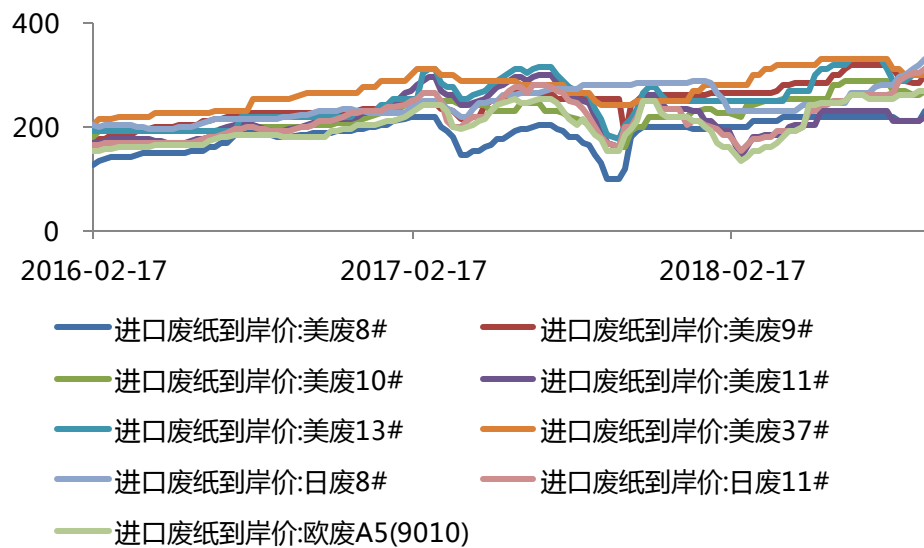
资料来源：联讯证券，wind

废纸进口量大幅下降，龙头企业优势持续。

根据国务院发布的《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》，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 年底前基本实现固体废物零进口。预计外废进口管控从严将是长期趋势。到目前为止，我国外废进口公示 20 批次，总进口吨数 1492.39 万吨，只有 2017 年的一半。从数据中，我们可以看到，进入 18 年，废纸进口额度再次紧缩，废纸实际进口数量也呈现断崖式下跌。

《进口废纸环境保护管理规定》明确，申请进口废纸许可的加工利用企业应以废纸为原料生产的企业，企业生产能力应不小于 30 万吨/年。从废纸进口额度来看，前三甲公司就占据了总量的 64%，龙头企业在获取进口额度方面的优势持续走强，提升行业市场集中度、加速不合格产能的出清。废纸成本优势进一步扩大，

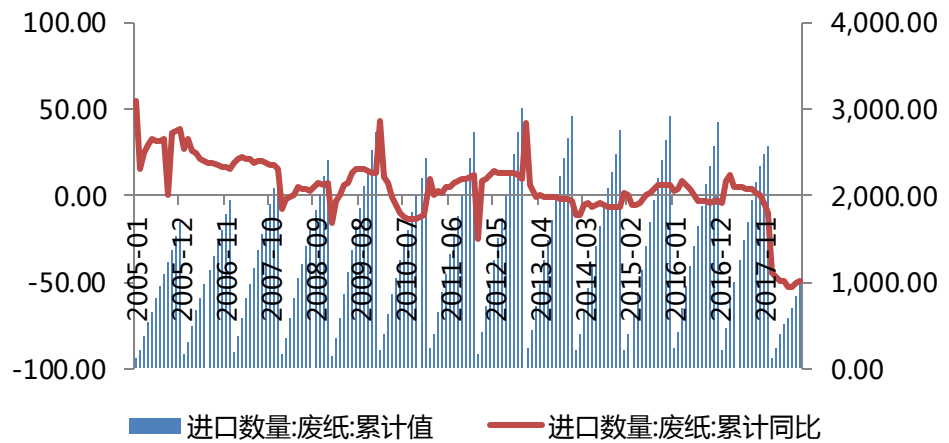
图表11： 造纸以及纸制品行业原材料价格变化趋势



资料来源：联讯证券，wind

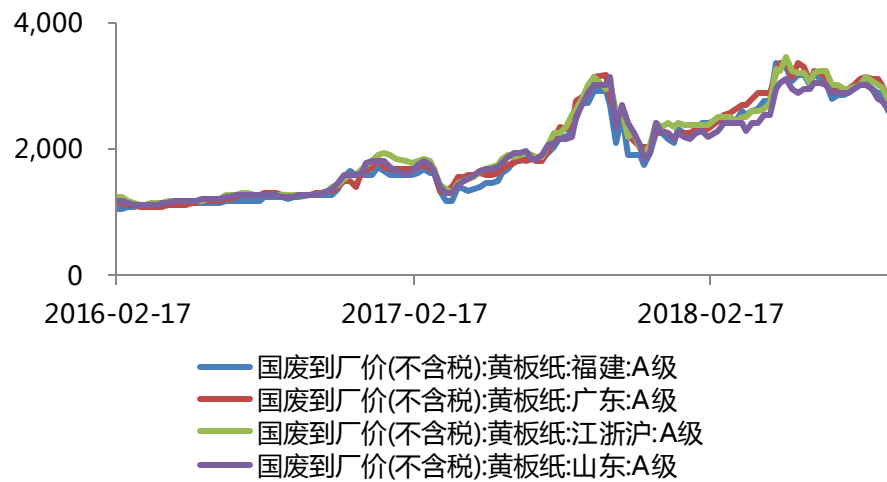


图表12: 进口废纸数量及其变化趋势



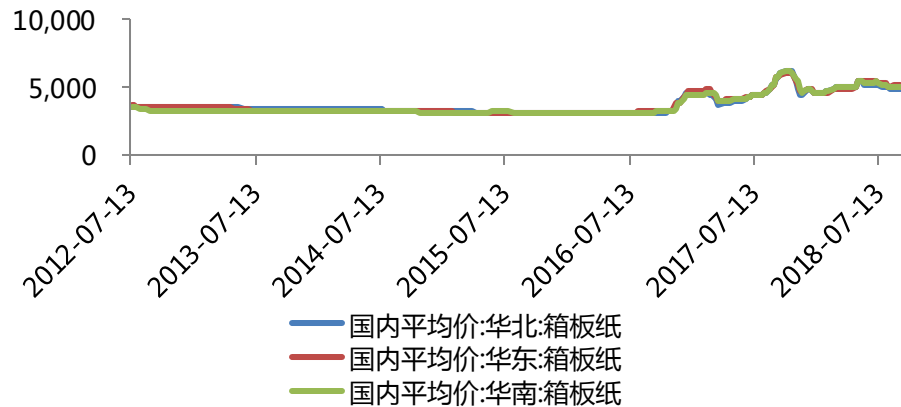
资料来源: 联讯证券, wind

图表13: 造纸以及纸制品行业原材料价格变化趋势



资料来源: 联讯证券, wind

图表14: 造纸以及纸制品行业箱板纸价格走势



资料来源: 联讯证券, wind



伴随行业旺季来临，部分龙头企业已经发布涨价函，预计未来还会有企业跟进，这将在一定程度上提振行业景气度，建议继续关注龙头企业，例如太阳纸业、山鹰纸业等。

风险提示：

政策发生巨大变化；

原材料价格高于预期；

竞争格局发生变化。



分析师简介

王晓艳，2018年8月加入联讯证券，现任研究院交运行业首席分析师，证书编号：S0300518080001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com