

废纸进口许可批复延续，箱板纸价格旺季不旺盈利减弱

事件：环保部 2018 年 10 月 18 日公布 2018 年第二十二批废纸进口许可，本批次许可共批准 201.28 万吨，47 家企业获批。

核心观点

- **本批次进口废纸许可数量较多，主要源于季节性原因。**本次共批准废纸进口额度 201 万吨，为四季度第一批，从全年批复数量节奏来看，每季度第一批数量较多，季节性特征较为明显。2018 年至今，进口废纸核准总额度 1754 万吨，其中第 1、9、15、22 批数量较多，分别核准 227、206、177、201 万吨，均批复于各季度初，明显高于当季其他批次。我们预计 2018 年全年废纸进口许可额度总量约为 1800-2000 万吨，相比 2017 年进口许可数量将下滑 28%-35%。
- **受需求较弱影响，箱板纸产业链价格旺季不旺。**由于终端需求较为疲软，原本期待旺季到来由需求拉动的涨价行情并未如期而至，8 月至今箱板纸价格不升反降，以广东地区玖龙(160g/175g)、海龙(150g/175g)、地龙(130g/140g)三种品牌箱板纸的平均价为例，期间下跌约 550 元/吨，跌幅近 10%，而去年同期箱板纸价格曾大幅上涨 40%。受此影响，国内废纸回收价格 8 月份后也出现了 300-500 元/吨的下跌，跌幅约为 12%，箱板纸产业链 8 月至今并未出现类似去年旺季价格大幅上涨的情形。
- **箱板纸与废纸价差缩小，企业盈利收缩。**受废纸进口政策的影响，国废价格今年以来出现较大幅度上涨，同时由于进口门槛的提升，外废价格随之上涨，国废、外废等原材料价格整体大幅上涨。但由于箱板瓦楞纸今年以来新增产能较多，需求不达预期，供需关系恶化，因此原材料价格上涨难以完全转嫁，即箱板瓦楞纸等成品纸价格涨幅不及原材料价格涨幅。我们构建了成品纸与原材料废纸价格价差指标粗略反映箱板瓦楞纸企业盈利情况，可以看出，无论是全部使用国废的企业，还是拥有外废资源的企业，其盈利在 5 月中旬之后均出现大幅下滑，且拥有外废资源的企业优势在逐渐被削弱。

投资建议与投资标的

- 建议关注真正从源头解决原材料问题的造纸标的-太阳纸业(002078，未评级)。中国外废进口政策的变化，将导致 2018 -2020 年中国废纸进口数量大幅减少，在国废供给无法充分保障的情况下，或将触发木浆对废纸的替代效应，废纸、木浆等原材料价格有望持续上涨。原材料问题已愈发成为造纸行业近年来的关键所在，而国内的环保约束加高了造纸企业在国内解决该问题的壁垒。公司依靠老挝项目的落地，成功解决了原材料自供问题，其原材料自供比例有望在未来 3 年大幅上升，建议关注。

风险提示

- 政策执行力度的风险
- 海外项目推进不达预期的风险
- 宏观经济增长放缓的风险



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)
国家/地区 中国/A 股
行业 造纸轻工
报告发布日期 2018 年 10 月 19 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师 **李雪君**
021-63325888*6069
lixuejun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020001

联系人 **吴瑾**
021-63325888-6088
wujin@orientsec.com.cn

相关报告

废纸进口量 1-7 月累计同比减半，持续减量格局已定 2018-08-27
所有进口美废即将加征 25%关税，利好原材料自供的造纸企业 2018-08-10
进口废纸持续减量，1-4 月累计同比下滑近半 2018-05-23

目 录

一、本批次进口废纸许可数量较多，主要源于季节性原因.....	4
二、受需求较弱影响，箱板纸产业链价格旺季不旺.....	6
三、箱板纸与废纸价差缩小，箱板瓦楞纸企业盈利收缩	7
风险提示	9

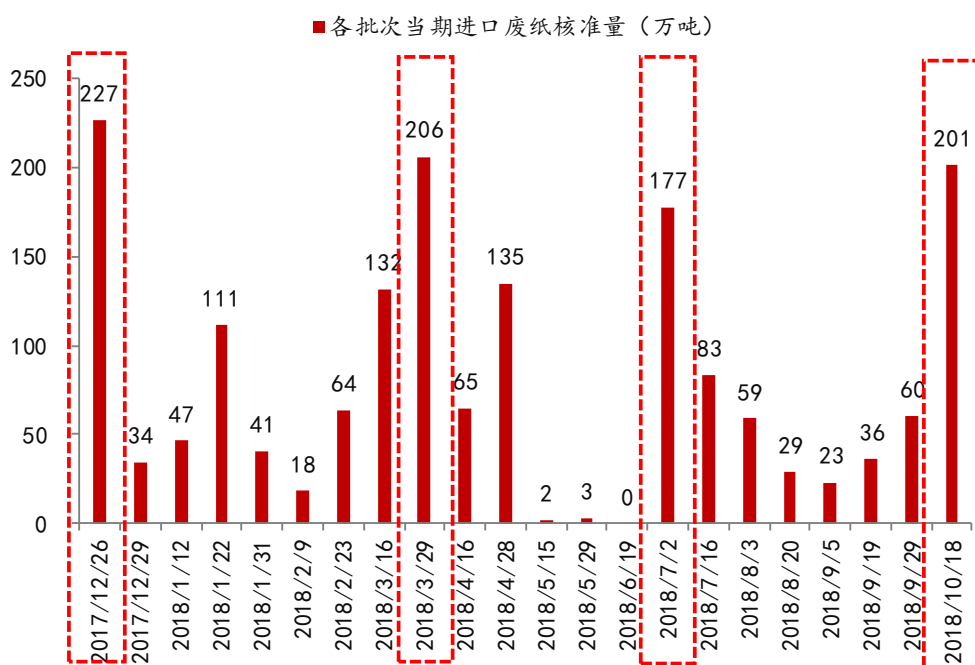
图表目录

图 1：2018 年进口废纸许可量批复，每季度第一批数量较多，季节性特征明显.....	4
表 1：2018 年至今进口废纸核准总额度 1754.06 万吨，相比 2017 年下滑 37%	5
图 2：今年 8 月初至今箱板纸价格下跌约 550 元/吨（近 10%），去年同期则大幅上涨 40%.....	6
图 3：今年 8 月初至今国废价格下跌 300-500 元/吨（近 12%），去年同期则大幅上涨 44%.....	6
图 4：受废纸进口政策的影响，国废、外废价格今年以来均出现上涨，且二者价差正在缩小	7
图 5：箱板纸吨纸利润区间自今年 5 月持续收窄，拥有较高外废配额的企业成本优势也在减弱 ..	8
图 6：今年 9 月以来，不同外废配比企业的箱板纸成品纸与废纸价差与去年相比，均出现同比负增长.....	8

一、本批次进口废纸许可数量较多，主要源于季节性原因

本批次进口废纸许可数量较多，主要源于季节性原因。环保部于2018年10月18日公布2018年第二十二批进口许可，本批次许可共批准201.28万吨，为四季度第一批，从全年批复数量节奏来看，每季度第一批数量较多，季节性特征明显。2018年至今进口废纸核准总额度1754.06万吨，相比2017年进口许可数量下滑近37%；其中第1、9、15、22批数量较多，分别核准核准227、206、177、201万吨，均批复于各季度初，明显高于当季其他批次。我们预计2018年全年废纸进口许可额度总量约为1800-2000万吨，相比2017年进口许可数量将下滑28%-35%。

图 1：2018 年进口废纸许可量批复，每季度第一批数量较多，季节性特征明显



资料来源：环保部，东方证券研究所

表 1：2018 年至今进口废纸核准总额度 1754.06 万吨，相比 2017 年下滑 37%

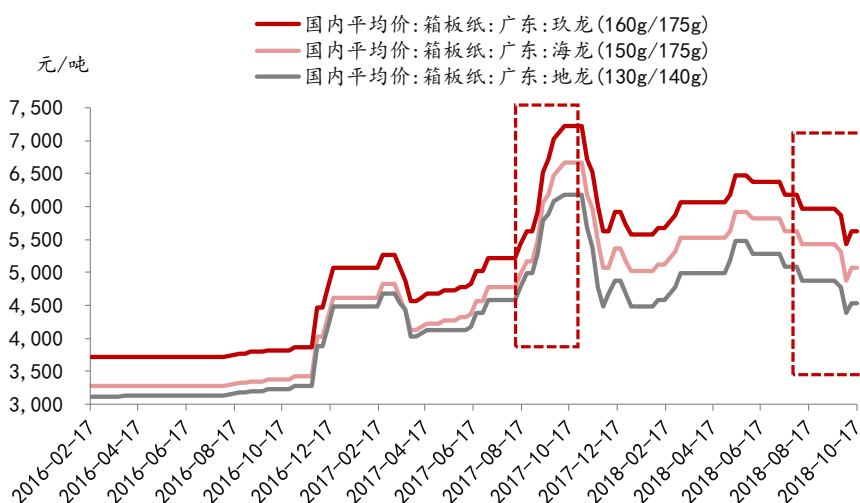
批次	公示时间	各批次当期获批加工单位数量（家）	截止当前批次累计获批企业数量	各批次当期进口废纸核准量（万吨）	截止当前批次累计核准数量（万吨）
1	2017/12/26	15	15	226.57	226.57
2	2017/12/29	3	18	34.43	261.00
3	2018/1/12	7	25	46.63	307.63
4	2018/1/22	20	45	111.46	419.09
5	2018/1/31	3	48	40.79	459.88
6	2018/2/9	13	61	18.29	478.18
7	2018/2/23	1	61	63.67	541.85
8	2018/3/16	6	62	131.57	673.42
9	2018/3/29	18	65	205.93	879.34
10	2018/4/16	10	66	64.96	944.31
11	2018/4/28	26	66	134.71	1079.01
12	2018/5/15	1	66	2.33	1081.34
13	2018/5/29	3	66	3.07	1084.41
14	2018/6/19	4	66	0.00	1084.41
15	2018/7/2	13	66	177.34	1261.75
16	2018/7/16	13	67	83.30	1345.05
17	2018/8/3	26	67	58.87	1403.91
18	2018/8/20	2	67	28.97	1432.88
19	2018/9/5	4	68	23.22	1456.10
20	2018/9/19	9	69	36.30	1492.40
21	2018/9/29	10	73	60.38	1552.78
22	2018/10/18	47	77	201.28	1754.06

资料来源：环保部，东方证券研究所

二、受需求较弱影响，箱板纸产业链价格旺季不旺

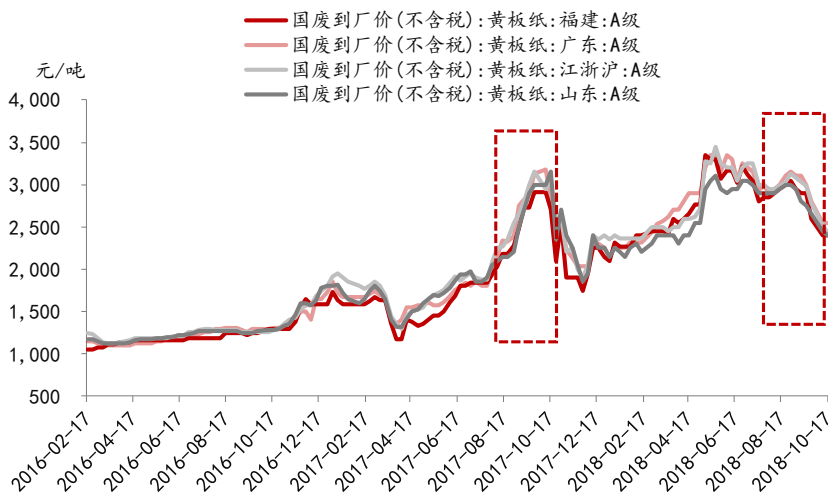
受需求较弱影响，箱板纸产业链价格旺季不旺。由于终端需求较为疲软，原本期待旺季到来由需求拉动的涨价行情并未如期而至，8月至今箱板纸价格不升反降，以广东地区玖龙(160g/175g)、海龙(150g/175g)、地龙(130g/140g)三种品牌箱板纸的平均价为例，期间下跌约550元/吨，跌幅近10%，而去年同期箱板纸价格曾大幅上涨40%。受此影响，国内废纸回收价格8月份后也出现了300-500元/吨的下跌，跌幅约为12%。

图 2：今年 8 月初至今箱板纸价格下跌约 550 元/吨（近 10%），去年同期则大幅上涨 40%



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 3：今年 8 月初至今国废价格下跌 300-500 元/吨（近 12%），去年同期则大幅上涨 44%

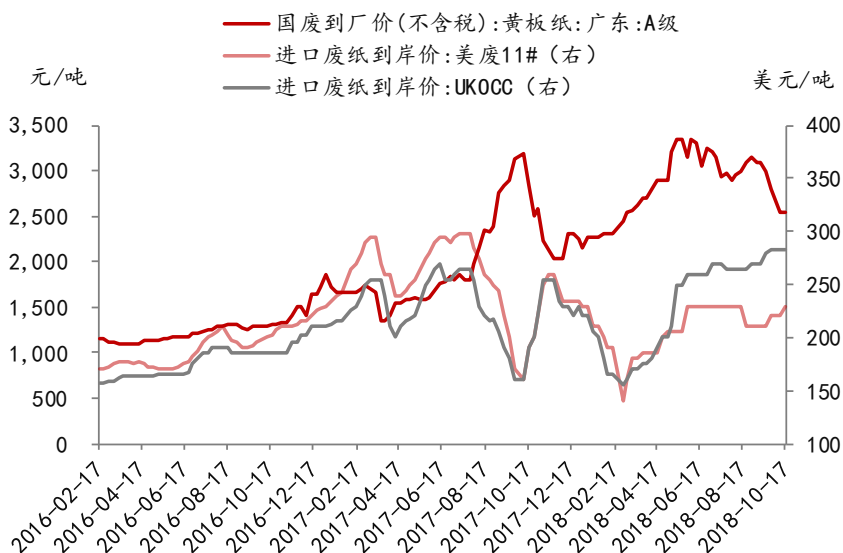


资料来源：Wind，东方证券研究所

三、箱板纸与废纸价差缩小，箱板瓦楞纸企业盈利收缩

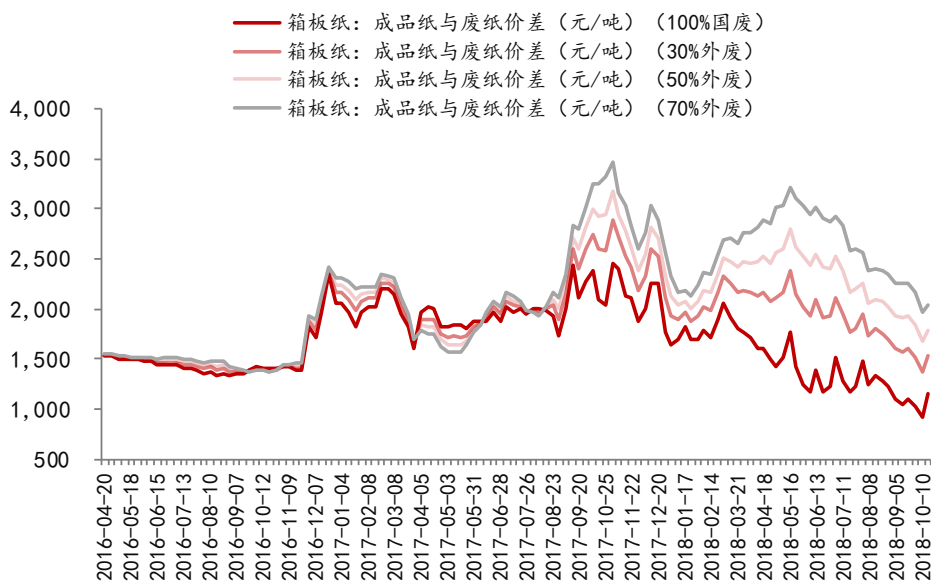
原材料价格上涨难以完全转嫁，箱板纸与废纸价差缩小。受废纸进口政策的影响，国废价格今年以来出现较大幅度上涨，同时由于进口门槛的提升，外废价格随之上涨，3月至今进口美废、欧废到岸价已分别上涨44%、76%，国废、外废等原材料价格整体大幅上涨。但由于箱板瓦楞纸今年以来新增产能较多，需求不达预期，供需关系恶化，因此原材料价格上涨难以完全转嫁，即箱板瓦楞纸等成品纸价格涨幅不及原材料价格涨幅，箱板纸与废纸的价差正在缩小。

图 4：受废纸进口政策的影响，国废、外废价格今年以来均出现上涨，且二者价差正在缩小



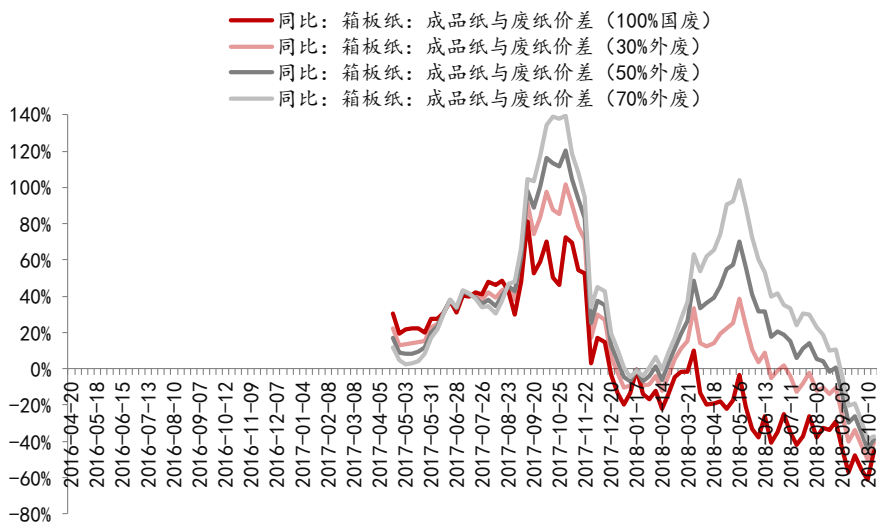
资料来源：Wind，东方证券研究所

箱板瓦楞纸企业盈利情况收缩，拥有外废资源的企业优势逐渐被削弱。我们构建了箱板纸成品纸与原材料废纸价格价差指标，来粗略反映箱板瓦楞纸企业盈利情况，分别对拥有不同原材料结构（即国废与外废的用量比例）的企业进行敏感性分析。可以看出，无论是全部使用国废的企业，还是拥有外废资源的企业，其盈利在5月中旬之后均出现大幅下滑；且由于国废与外废的价差在缩小，拥有外废资源的企业优势在逐渐被削弱。

图 5：箱板纸吨纸利润区间自今年 5 月持续收窄，拥有较高外废配额的企业成本优势也在减弱


注：1、此处箱板纸成品纸价格以海龙(150g/175g)国内均价为例
 2、国废均价按广东国废到厂价（不含税）计算；外废均价按美废11#与UKOCC当期平均价格、折合当期汇率而得，且2018年8月23日后美废进口关税税率按25%计算
 3、考虑存在原材料采购周期，国废、外废价格分别按递延半个月、2个月计算

资料来源：Wind，东方证券研究所

图 6：今年 9 月以来，不同外废配比企业的箱板纸成品纸与废纸价差与去年相比，均出现同比负增长


资料来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- 政策执行力度的风险
- 海外项目推进不达预期的风险
- 宏观经济增长放缓的风险

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有太阳纸业(002078)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

