



## 核心观点

### ❖ 我国纸制品行业如何定价？

我国造纸行业的定价可采用成本加成法。一般而言，每吨包装纸需要使用 1 到 1.2 吨废纸，每吨文化纸需要消耗 1 吨纸浆。原材料在纸制品中成本中占比通常在 70%左右，一般而言，造纸行业生产和库存周期较短，原材料与产成品价格的关联度较高。2017 年我国共消耗废纸原材料 7896 万吨，约 2/3 的废纸来源于国内，废纸主要由国内定价；2017 年我国木浆消耗量为 3152 万吨，其中国内消耗 1040 万吨，国外进口 2112 万吨，木浆自给率为 34%，进口依存度较高，浆价追随国际波动。

### ❖ 2018 年行业为何会处于下行通道？

原材料供给有序，下游需求不足，企业盈利能力减弱。废纸方面：供给端 2018 年外废进口审批频次增加，全年总量下降，但是分布更合理，年底仍然有剩余配额，缓解了市场恐慌情绪；需求端下游包装纸行业发展稳定，需求增量有限。纸浆方面：由于今年纸制品需求不旺，企业盈利承压导致开工率降低，原材料需求减少，四季度作为传统消费旺季，厂商历来有备货传统，今年纸浆出货不畅，使得库存高企，这样导致了四季度开始浆价走低。

### ❖ 怎么看 2019 年造纸行业成本走势？

供需偏紧，价格中枢仍有上移空间。废纸方面：供给端进口政策将继续收紧，预计明年外废进口额度将减少三成以上，到 2020 年将全面禁止外废进口，国产废纸增量有限，回收率短期内难以大幅提升，需求端由于包装纸行业发展比较成熟，增量有限，供需结构偏紧，原材料缺口约 700 万吨。纸浆方面：供给端，境外大型浆企集中度提升，可以通过控制产能投放速度来稳定浆价，预计 2019 年新增产能不会超过 150 万吨；需求端，对纸浆的需求主要来自生活用纸的增量和废纸的替代性需求，新增总需求约 200 万吨，短期内将以去库存为主导，浆价有一定下行压力，中长期来看，全球供需紧平衡，预计纸浆价格中枢平稳，下跌动能不足。

### ❖ 纸业成本新格局下如何进行投资？

关注拥有外废配额，成本占优的包装纸行业领军企业；关注下游需求增速良好，成本短期回落、长期稳定的生活用纸企业。

### ❖ 风险提示：宏观经济风险，废纸进口政策执行不及预期，环保政策风险。

## 📌 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	行业深度
所属行业	轻工制造
行业评级	增持评级
报告时间	2018/12/28

## 📌 分析师

杨欧雯

证书编号：S1100517070002  
010-66495688  
yangouwen@cczq.com

## 📌 联系人

林东岳

证书编号：S1100117070006  
021-68595117  
lindongyue@cczq.com

## 📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号  
中海国际中心 15 楼，  
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 正文目录

一、纸制品如何定价？	4
1. 我国造纸行业定价可采用成本加成法	4
1.1 废纸和纸浆是纸制品的主要原材料	4
1.2 原材料和产成品价格走势趋同	5
2. 包装纸价格将逐步由国废成本决定	5
2.1 我国国废自给率达 67%	5
2.2 国内废纸回收率提升，外废依赖程度降低	6
3. 国内木浆自给率低，浆价遵循全球浆价走势	7
二、2018 年为什么处于下行通道？	9
1. 废纸：供给有序，需求不足	9
2. 纸浆：浆价全年高位，四季度库存高企，有下跌趋势	12
三、2019 年纸价怎么走？	13
1. 废纸：外废进口持续收紧，国废价格中枢有上移空间	13
1.1 供给端：外废进口量将持续减少	13
1.2 需求端：增量有限，市场格局稳定	13
1.3 2019-2021 年废纸供需测算	14
2. 浆价：集中度提升，全球巨头控量保价可能性较大	14
2.1 全球浆企并购提速，行业集中度提升	14
2.2 供给端：全球产能投放放缓，浆价回调压力缓解	15
2.3 需求端：生活用纸和废纸替代需求为主	15
四. 纸业成本新格局下如何布局投资主线？	17
1. 关注成本占优的包装纸行业领军企业	17
2. 关注下游需求增速良好，成本短期回落、长期稳定的生活用纸企业	18
3. 相关标的	19
风险提示	19

## 图表目录

图 1:	国废、箱板纸、瓦楞纸价格走势 (元)	5
图 2:	进口浆价、双胶纸、铜版纸价格走势 (元)	5
图 3:	我国废纸来源分布 (万吨)	5
图 4:	2015-2017 年废纸自给率	5
图 5:	2016 年外废进口国占比	6
图 6:	2001-2016 年我国废纸回收量 (万吨)	7
图 7:	2001-2016 年我国废纸回收率 (%)	7
图 8:	2016 年全球木浆出口国分布情况	7
图 9:	我国消耗木浆来源分布 (万吨)	8
图 10:	2015-2017 年木浆自给率	8
图 11:	2017-2018 年国产废纸价格走势	9
图 12:	2017-2018 年外废进口政策	10
图 13:	2013-2018 年服装、通讯设备、家电音像的社会零售总额 (亿元)	11
图 14:	2018 年进口浆价走势	12
图 15:	国内生活用纸产量和消费量 (万吨)	16
图 16:	我国生活用纸人均消耗量 (千克)	16
图 17:	2017 年外废配额分布比例	17
图 18:	2018 年外废配额分布比例	17
图 19:	生活用纸市场规模 (亿元)	18
表格 1:	废纸种类及特征	4
表格 2:	纸浆种类及特征	4
表格 3:	全面停止天然林商业性采伐步骤	8
表格 4:	2017-2018 年废纸进口批次统计	10
表格 5:	我国外废限制进口政策梳理	13
表格 6:	全球纸浆行业并购事件	14
表格 7:	我国外废限制进口政策梳理	15
表格 8:	中顺洁柔 2019 年产能有望增至 85 万吨	19
表格 9:	相关标的盈利预测表	19

## 一、纸制品如何定价？

### 1. 我国造纸行业定价可采用成本加成法

#### 1.1 废纸和纸浆是纸制品的主要原材料

从产业链视角来看，造纸业属于中游制造行业，上游是纸浆、废纸等原材料，下游一般是包装行业。按照原材料分，纸制品可以分为废纸系和纸浆系两大类，其中废纸用于生产包装纸，纸浆用于生产文化纸。

废纸是指在生产生活中经过使用而废弃的可循环再生资源，包括黄板纸、废纸箱、工程用纸、书刊报纸等，通过回收加工得到合格纤维，并生产成为再生纸。

表格 1. 废纸种类及特征

种类	特征
国废	含杂率高，品质一般，无进口限制
外废	含杂率低，品质较高，性价比高，有进口限制

资料来源：中国纸网，川财证券研究所

纸浆是由植物纤维通过粉碎、蒸煮、洗涤、筛选、漂白、净化、烘干等工序离解而成，一般可以根据植物种类，分成木浆和非木浆（如草浆、麻浆、苇浆、蔗浆、竹浆等）。根据制浆方法不同，纸浆可分为机械浆、半化学浆、化学浆，但是，不同工艺最终都是通过分解植物纤维来制作纸浆。

表格 2. 纸浆种类及特征

种类	特征	用途
机械浆	利用机械方法磨解纤维原料；环保无污染，成本低	白色机械木浆主要用于生产新闻纸，也可配入其他纸浆中抄制书写纸和印刷纸；褐色机械木浆多用于生产包装纸和纸板，特别是工业用纸板
半化学浆	化学法和机械法综合的一种化学机械制浆法；节省原料和化学药品、产浆率较高、提高纸浆的某些物理性能	主要生产瓦楞原纸
化学浆	利用化学方法离解植物纤维，纤维较长、韧性高	亚硫酸盐木浆，洁净柔软，易于漂白，可用以抄制高级书写纸和印刷用纸；硫酸盐木浆，纤维细长强韧，可用于制造工业技术用纸

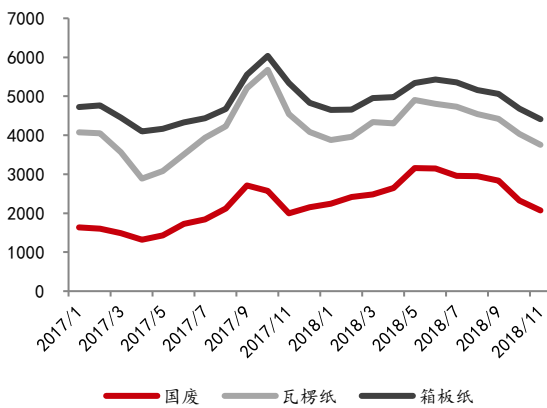
资料来源：中国化工学会，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 1.2 原材料和产成品价格走势趋同

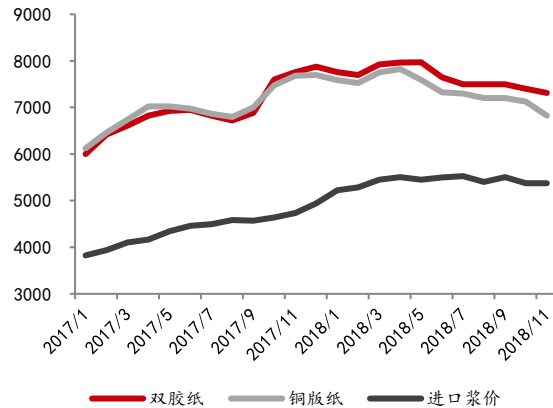
一般而言，每吨包装纸需要使用 1 到 1.2 吨废纸，每吨文化纸需要消耗 1 吨纸浆。原材料在纸制品中成本中占比通常在 70%左右，造纸行业的生产和库存周期较短，原材料与产成品的价格关联度较高。因此，纸制品定价通常采用成本加成法。

图 1： 国废、箱板纸、瓦楞纸价格走势（元）



资料来源：wind，川财证券研究所

图 2： 进口浆价、双胶纸、铜版纸价格走势（元）



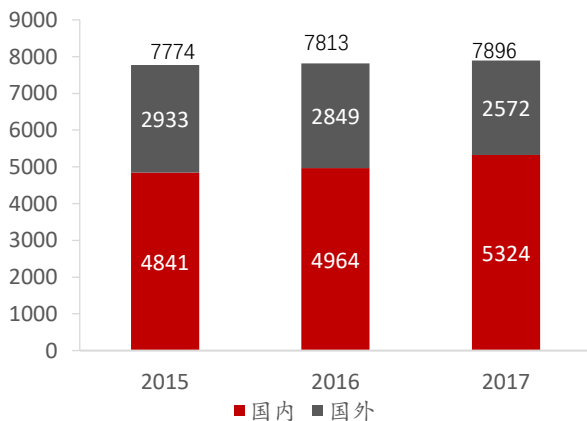
资料来源：wind，川财证券研究所

## 2. 包装纸价格将逐步由国废成本决定

### 2.1 我国国废自给率达 67%

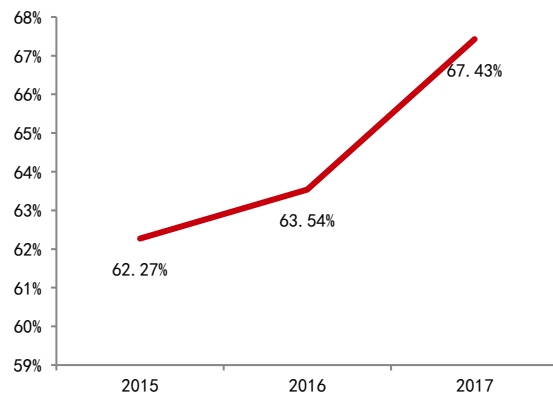
我国是废纸回收和消费的大国，2017 年我国共消耗废纸原材料 7896 万吨，约 2/3 的废纸来源于国内。

图 3： 我国废纸来源分布（万吨）



资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

图 4： 2015-2017 年废纸自给率



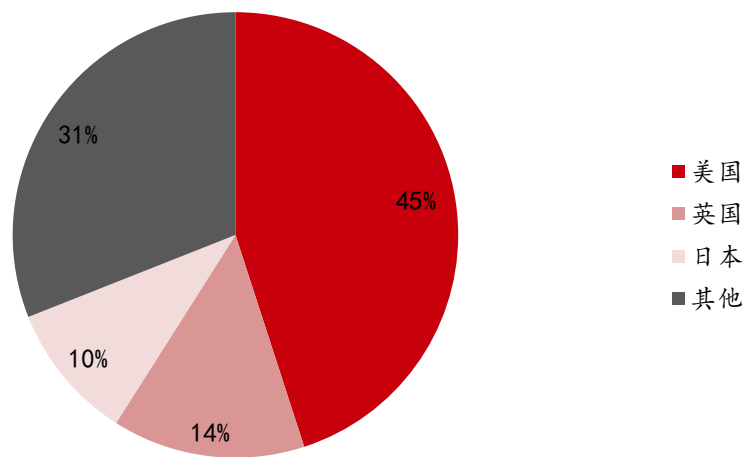
资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 2.2 国内废纸回收率提升，外废依赖程度降低

为获取稳定的供货渠道和高品质原材料，国内纸企多采用进口废纸作为原材料。欧美国家废纸回收体系较为健全，美国的废纸分类标准已经高达 50 种，回收体量也比较大，标准化的商品打包废纸已经成为大宗贸易商品。我国进口的外国废纸一般分为欧废、美废和日废三种。美国是我国进口废纸最主要来源国，2016 年占比达到 45%；英国、日本紧随其后，进口量占比 14%、10%；加拿大、荷兰、意大利、澳大利亚也是我国进口废纸的主要来源国。

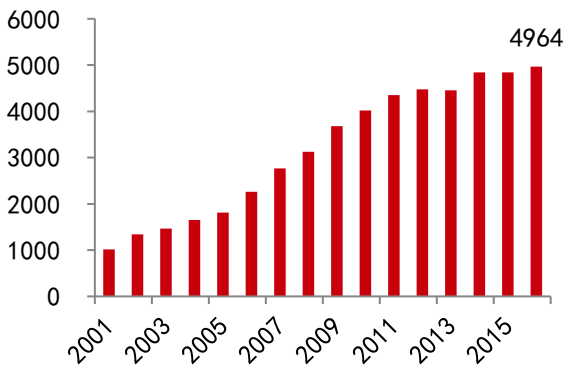
图 5： 2016 年外废进口国占比



资料来源：废旧头条网，川财证券研究所

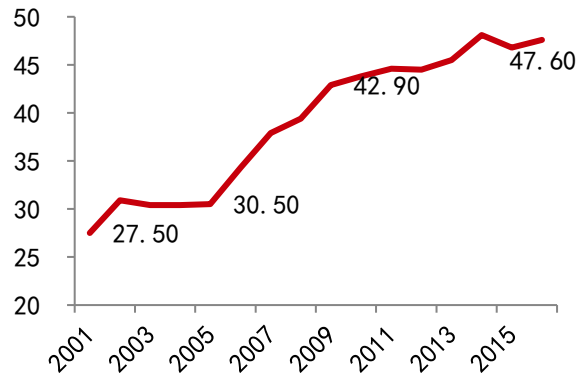
国废回收率和回收质量逐步提升，对外废依赖度有所降低。以往国内废纸原料的品质较低、规模较小，我国废纸的循环再利用程度与西方发达国家相比水平较低，无法满足下游造纸生产企业的要求。但近年来国废回收率和品质逐步提升，根据测算，2016 年我国废纸回收率约为 50%。全球来看，欧洲废纸回收率平均水平已达到 70% 以上，日本废纸回收率达 80%。与其他国家相比，我国废纸回收率仍有一定提升空间。

图 6: 2001-2016 年我国废纸回收量 (万吨)



资料来源: 废旧头条网, 川财证券研究所

图 7: 2001-2016 年我国废纸回收率 (%)

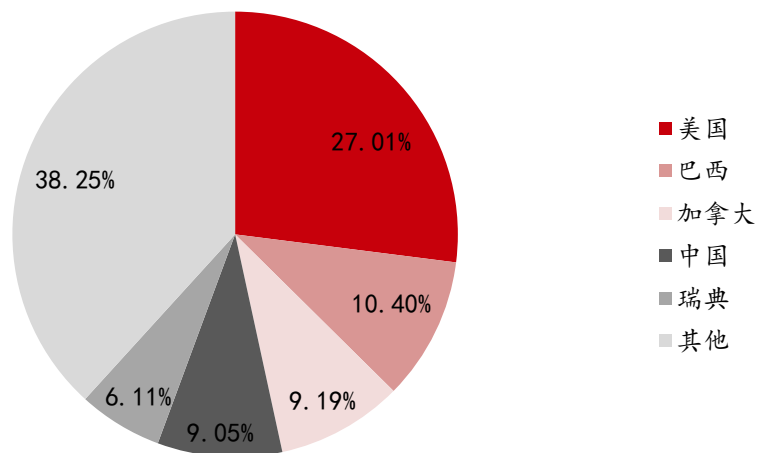


资料来源: 废旧头条网, 川财证券研究所

### 3. 国内木浆自给率低, 浆价遵循全球浆价走势

全球纸浆出口国较为集中。截至 2016 年, 全球纸浆产量约为 18055 万吨, 其中产量最大的国家分别为美国、巴西、加拿大、中国和瑞典, 合计占全球纸浆产量的 62%, 其中美国、巴西、加拿大是最大的出口国, 出口量分别为 4876.5 万吨、1877.3 万吨、1659 万吨, 占比分别为 27.01%、10.40%、9.19%。

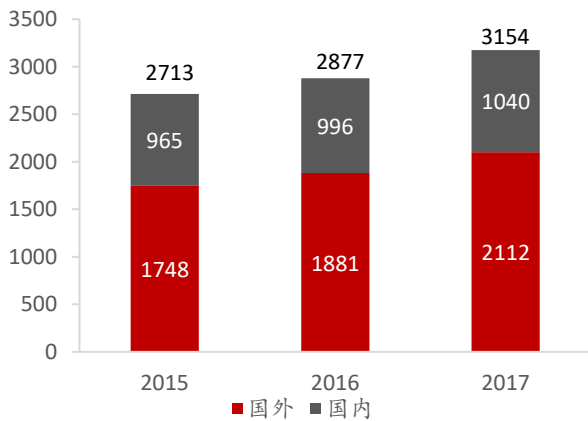
图 8: 2016 年全球木浆出口国分布情况



资料来源: 中国纸网, 川财证券研究所

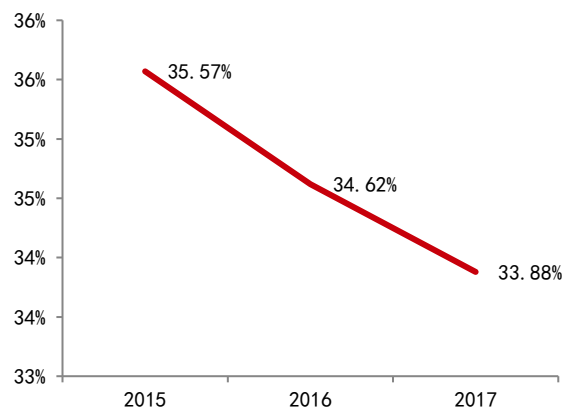
我国木浆自给率低，依赖国外进口。2017年我国木浆消耗量为3152万吨，其中国内消耗1040万吨，国外进口2112万吨，木浆自给率为34%。近三年来，我国木浆自给率逐步降低，2015-2017年木浆自给率分别为35.57%、34.62%、32.99%。同时，木浆从国外的进口量逐年递增，木浆对境外的依赖程度较高。

图 9： 我国消耗木浆来源分布（万吨）



资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

图 10： 2015-2017 年木浆自给率



资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

我国木浆依赖国外进口的原因有两个：(1)国外木材质量较高，木浆品质较好，可以用于生产高端纸制品；(2)由于我国森林保有量较低，因此森林砍伐受限制较多。森林资源的稀缺性决定了我国木浆产量较低，供给有限，自给率较低。中国全面停止天然林商业性采伐共分为三步实施，于2017年年底全面停止了天然林砍伐。

表格 3. 全面停止天然林商业性采伐步骤

时间	路线图
2015	全面停止内蒙古、吉林等重点国有林区商业性采伐
2016	全面停止非天保工程区国有林场天然林商业性采伐
2017	实现全面停止全国天然林商业性采伐

资料来源：国家林业局，川财证券研究所



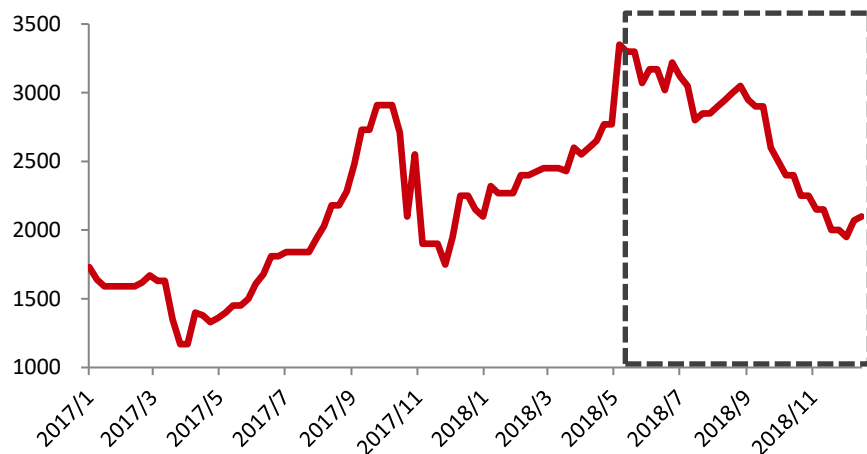
## 二、2018 年为什么处于下行通道？

### 1. 废纸：供给有序，需求不足

国废价格下半年开始震荡下行。今年以来，国产废纸价格可分为两个阶段：(1) 年初至五月，价格震荡上行；(2) 五月到年底，价格一路下行。

我们认为，年初价格走高有两方面原因：(1) 春节过后，纸厂新开工增加了原材料需求；(2) 3 月份《进口废纸环境保护管理规定》正式开始实行，政策一定程度上刺激了国废价格走高。但是，五月份开始，由于今年外废审批节奏控制较好，加上下游需求乏力，国废价格一路走低。

图 11： 2017-2018 年国产废纸价格走势



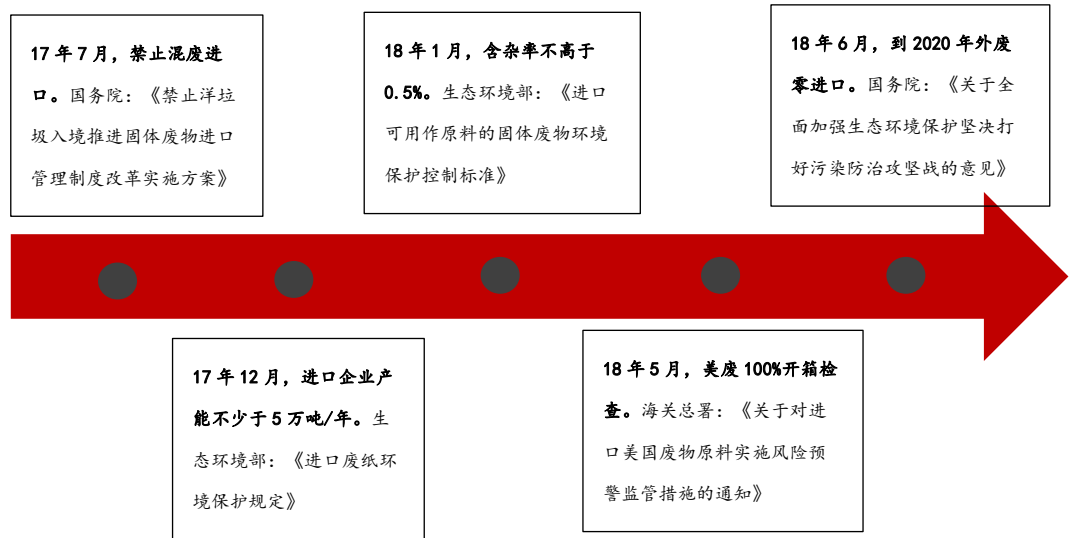
资料来源：wind，川财证券研究所

**供给端：2018 年外废进口审批频次增加，全年总量下降，但是分布更合理，年底仍然有剩余配额，缓解了市场恐慌情绪。**

我国外废进口政策逐步收紧，2018 年 3 月 1 日起，我国正式开始执行废纸进口新规，进口废纸含杂率需低于 0.5%，因此供给端略有收缩。

2017 年累计审批外废进口 2806.88 万吨，但是第一批占比高达 93%，下半年开始几乎没有新增进口配额，导致 2017 年下半年备货旺季国废价格大涨。2018 年共有外废配额 26 个批次，均匀分布于全年，供应有序。

图 12: 2017-2018 年外废进口政策



资料来源：生态环境部，川财证券研究所

表格 4. 2017-2018 年度纸进口批次统计

批次	2017	2018
1	2612.85	226.57
2	29.86	34.4
3	32.68	46.6
4	15.4	111.46
5	3.93	40.79
6	18.75	18.29
7	11.83	63.67
8	3.5	131.57
9	0	205.93
10	21.57	64.96
11	57.3	134.7
12	-	2.3
13	-	3
14	-	0
15	-	177.34
16	-	83.29
17	-	58.86
18	-	28.96
19	-	23.22
20	-	36.29

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

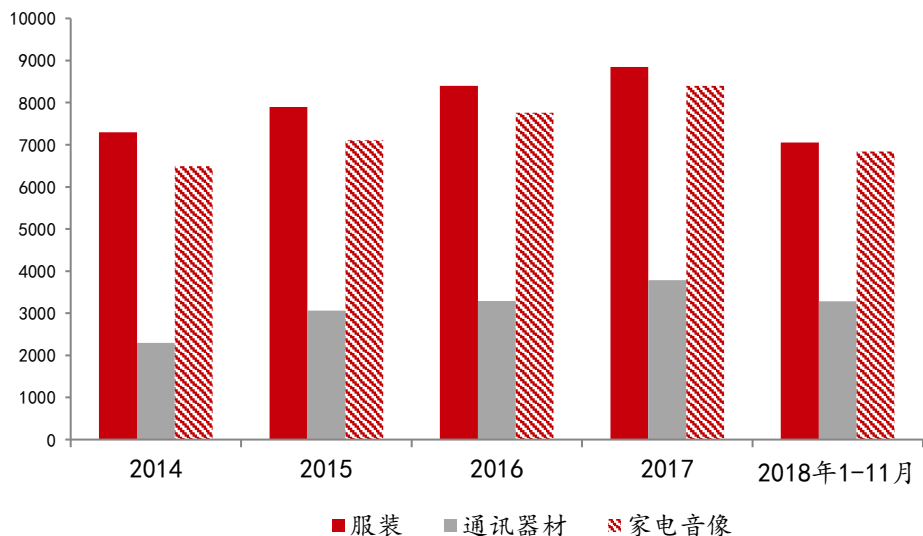
批次	2017	2018
21	-	60.38
22	-	201.28
23	-	46.56
24	-	13.99
25	-	0.44
26	-	0.5
合计	2806.88	1815.54

资料来源：生态环境部固废管理中心，川财证券

**需求端：下游包装纸行业发展稳定，需求增量有限。**2015-2017 年废纸消费量分别为 7774 万吨、7813 万吨、7896 万吨，增速分别为 0.5%和 1%，可见需求量比较稳定，增长空间较为有限。

从消费品社会零售总额来看，以服装、通讯器材、家电音像为例，2017 年零售额 8397.50 亿元、3291.60 亿元、7757.00 亿元，增速分别为 6.29%、7.42%、9.17%，从历史增速来看，2017 年增速已经有所放缓。2018 年 1-11 月服装、通讯器材、家电音像销售额分别是 7054.10 万元、3280.10 万元、6843.20 万元，按照往年 12 月的销售情况看来，预计今年的销售额与 2017 年基本持平甚至略有下滑。下游增速的放缓，使得包装纸需求趋于稳定，市场空间有限，需求疲弱也是下半年国废价格持续走低的原因。

图 13： 2013-2018 年服装、通讯设备、家电音像的社会零售总额（亿元）



资料来源：wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

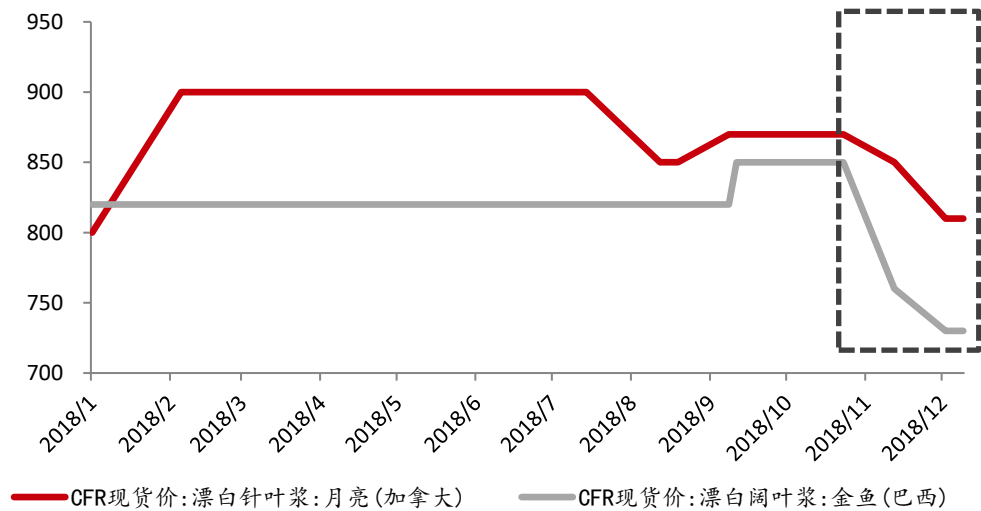
## 2. 纸浆：浆价全年高位，四季度库存高企，有下跌趋势

2017 年全国消耗木浆 3152 万吨，其中进口木浆 2112 万吨，占比约 2/3，进口依赖程度较高。2017 年下半年开始，外废进口政策收紧，国废价格大幅上涨，由此带动木浆价格上涨。

进入 2018 年，由于全球木浆供需格局平稳，因此上半年国内浆价与全球浆价波动幅度一直保持基本平稳。但是由于四季度是我国历来的消费旺季，商家通常有提前补库存需求，但是今年下游需求不太旺盛，导致木浆库存高企。2018 年 11 月，常熟港木浆库存 54 万吨，环比上涨 15%，同比增加 38%；青岛港库存较上月下旬增加 22%，较去年同期增加 109%；保定地区纸浆库存量 1220 余车，较上月底减少 16%，较去年同期增加 149%。

由于今年纸制品需求不旺，纸价价格下跌，企业盈利情况承压导致开工率降低，进而减少原材料需求，原材料出货不畅，木浆库存高企，导致了四季度开始降价走低。

图 14： 2018 年进口浆价走势



资料来源: wind, 川财证券研究所

### 三、2019 年纸价怎么走？

#### 1. 废纸：外废进口持续收紧，国废价格中枢有上移空间

##### 1.1 供给端：外废进口量将持续减少

进口政策将继续收紧，到 2020 年将全面禁止外废进口。2017 年，外废审批额度为 2806.88 万吨，2018 年外废审批额度为 1815.54 万吨，环比下跌 35%。预计 2019-2020 年外废审批和进口量将继续大幅下滑，预计 2019 年进口废纸审批额度在 1000 万吨左右。

表格 5. 我国外废限制进口政策梳理

时间	文件	内容
2018 年 3 月	《进口废纸环境保护管理规定》	含杂率标准从 1.5% 下调为 0.5%，申请进口废纸许可的加工利用企业企业产能不小于 5 万吨/年
2018 年 6 月	《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》	力争 2020 年年底基本实现固体废物零进口

资料来源：国务院，生态环境部，川财证券研究所

国产废纸增量有限，回收率短期率难以大幅提升。目前全球废纸总回收量在 2.5 亿吨左右，增速缓慢且稳定。中国和美国是废纸主要出产国，占比均在 20% 左右，回收量约 5000 万吨，但是我国废纸需求较大，且回收率水平较低，因此全部用于自用，缺口在 1/3 左右。为填补外废收缩的缺口，需要通过提升国产废纸回收率来实现。

我国废纸回收率提升空间较大，但是难以短期内快速提升。目前我国废纸回收率约 50%，明显低于欧美国家 70% 以上的回收水平。由于我国废纸回收体系不健全，行业极度分散，因此回收率难以在短期内得到快速提升。未来两年外废进口量大幅下降，但是国内增量有限，回收量提升难以弥补外废减少带来的缺口，供给整体将有所减少。

##### 1.2 需求端：增量有限，市场格局稳定

根据中国造纸工业年度报告，2017 年全国纸及纸板生产企业约 2800 家，全国纸及纸板生产量 11130 万吨，较上年增长 2.53%。消费量 10897 万吨，较上年增长 4.59%，人均年消费量为 78 千克（13.90 亿人）。其中，2017 年包装纸消费量约 7800 万吨，增速不到 1%。由于电商等行业的快速发展，我国包装纸行业发展已经比较成熟，增量有限。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

### 1.3 2019-2021 年废纸供需测算

需求端：我们预计，未来三年废纸需求的复合增幅在 0.5%~1%之间，因此预计 2019-2021 年新增消费量约为 55 万吨、55 万吨、60 万吨。

供给端：目前回收量 5000 万吨，预计回收率将按每年 0.5%提升，2019-2021 年回收增量为 150 万吨、155 万吨、160 万吨。进口废纸方面，预计 2018 年在 1800 万吨左右，2019-2021 年进口废纸为 1000 万吨、500 万吨和 0。

经测算，预计 2019-2021 年废纸的供给缺口分别为 705 万吨、400 万吨、400 万吨。因此，明年外废供给将大幅减少，原材料供需偏紧，国废价格中枢仍然有望上行。

## 2. 浆价：集中度提升，全球巨头控量保价可能性较大

### 2.1 全球浆企并购提速，行业集中度提升

境外大型浆企集中度提升，掌握浆价话语权。2018 年以来，全球纸浆行业之间的并购事件频发，上游厂商集中度持续提升，可以通过控制产能投放速度来控制浆价。我国是木浆的主要进口国，六成以上依赖进口，需求缺口较大，进口依存度较高，缺乏定价权，国内浆价走势追随国际浆价走势。

表格 6. 全球纸浆行业并购事件

时间	事件	产能
2017 年 9 月	巴西纸浆生产商 Eldorado Brasil Celulose 股权转让达成初步协议。该公司股东 J&F 同意将其在该公司的全部股权出售给“Paper Excellence”的子公司“CA Investment S. A.”，转让价格约为 150 亿巴西雷亚尔。后收购计划未按期执行。	Eldorado 目前产能约 170 万吨漂白桉木浆，90% 的产品用于出口，未来两年还将投建一条年产 250 万吨浆线，使总产能突破 400 万吨 Paper Excellence 隶属于全球最大的造纸企业印尼 APP，在加拿大和法国设有制浆和造纸厂，总产能约为 250 万吨。
2018 年 3 月	巴西鸚鵡 Fibria 被金鱼 Suzano 收购，收购完成后，金鱼控股股东成为最大股东，持股 46.4%，鸚鵡 Fibria 的控股股东 BNDESPAR 和 Votorantim 分别持股 11.1%和 5.6%。	新公司的木浆产能达到 1100 万吨，成为全球最大的木浆供应商。两公司木浆出口量合计为 807 万吨，占全球纸浆总出口量的 14.60%。
2018 年 5 月	印尼 April 接近完成收购巴西 Lwarcel，交易的总金额有望达到 20 亿巴西雷亚尔（约 4.65 亿欧元）。	Lwarcel Celulose 公司年产 25 万吨的漂白桉木浆，公司计划未来将总产能提高到 150 万吨。
2018 年 10 月	10 月 5 日，美森国际(Mercer International)宣布，已签订协议，将收购加拿大纸浆生产商 Daishowa-Marubeni International Ltd.	美森成立于 1968 年，生产漂白针叶浆，共有三家浆厂，德国的 Rosenthal 浆厂（36 万吨产能）、德国的 Stendal 浆厂（66 万吨产能）和加拿大的

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

	<p>(DMI)的所有已发行股票和优先股。购买价格为3.592亿美，其中包括至少8570万美的运营资金。</p>	<p>Celgar 浆厂 (52 万吨产能)，每年总产量约 143 万吨，产品主要用于生产生活用纸，高档的印刷书写纸以及特种纸。</p> <p>DMI 在加拿大拥有两家纸浆厂，全资拥有 Peace River 浆厂，产能 47.5 万吨，拥有 Cariboo 浆厂 50%股份，该工厂产能约 35 万吨，DMI 17.5 万吨。</p> <p>DMI 两家浆厂的总产能约 65 万吨。</p> <p>收购完成后，美森产能达 219 万吨。</p>
--	--	---

资料来源：中国纸网，川财证券研究所

## 2.2 供给端：全球产能投放放缓，浆价回调压力缓解

供给端，预计全球纸浆产量将保持低速增长，新增产能低于目前增速。新增产能主要来自巴西、加拿大、印尼等主要纸浆出产国。我们测算，2017-2018 年新增产能在 300 万吨/年左右。但是，2019 年新增产能投放预计会减少，国外新增木浆产能预计约 100 万吨，国内 70 万吨（晨鸣 60 万吨，太阳 10 万吨），考虑落后产能淘汰，预计 2019 年新增产能不会超过 150 万吨。

表格 7. 我国外废限制进口政策梳理

国家	浆厂	品种	产能	投产时间	其他
巴西	Fibria	阔叶浆	195	2017.08	2020 年满产
巴西	Suzano Imperatriz	阔叶浆	15	2017 年底	扩产能
印尼	APP OKI	阔叶浆	140	2017.09	
白俄罗斯		针叶浆、阔叶浆	40	2017 年底	
芬兰	UPM Kymi		17	2017 年底	
芬兰	Metsa Fbre	针叶浆	70	2017.08	
瑞典	Sodra morrum	针叶浆	4.5	2017Q4	扩产能
葡萄牙	Altri Celbi	阔叶浆	5	2017Q4	扩产能
中国	晨鸣	针叶浆、阔叶浆	120	2018 年中	
老挝	太阳	阔叶浆	30	2018Q2	用于溶解浆
俄罗斯	诚通	针叶浆	75	2019	
俄罗斯	诚通	纸浆	90	2019	

资料来源：卓创资讯，川财证券研究所

## 2.3 需求端：生活用纸和废纸替代需求为主

需求端，中国市场作为新增产能的主要消耗国，造纸行业的红利正在减退，以往受消费升级影响，对纸张品质要求提升，使得吨纸耗浆量得到提升，扩大了纸浆需求。但是，在造纸企业盈利能力下滑的背景下，吨纸耗浆量的提升幅度

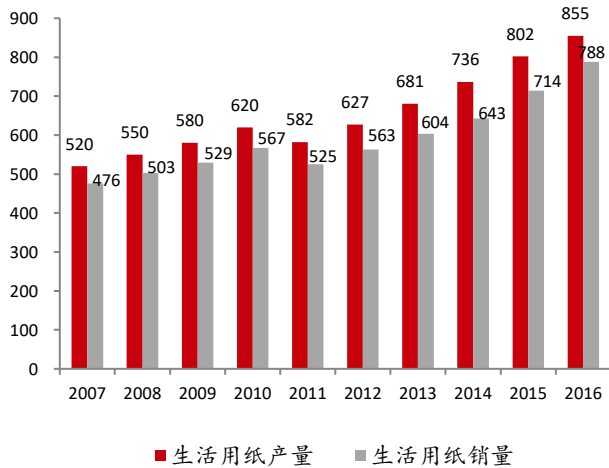
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

也会变得相对有限。

我们认为，对纸浆的需求主要来自生活用纸的增量和废纸的替代性需求，传统的文化纸种——双胶纸和铜版纸已经几乎没有新增需求。

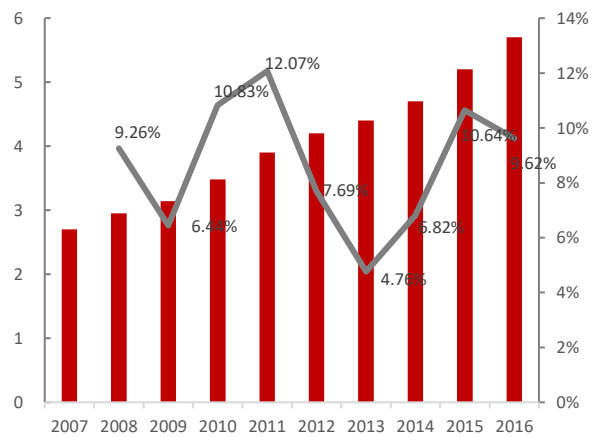
据锐思（RISI）统计，2016 年全球生活用纸市场总消费量约 3600 万吨，中国占全球生活用纸消费额的 1/5。2010-2016 年间，消费量由 484 万吨增至 788 万吨，年复合增长率为 8.5%。亚洲人均消费量前三位为韩国、日本和中国台湾，年消费量分别为 19.7 公斤、13.8 公斤和 10.1 公斤。国内目前人均生活用纸量在 6 公斤左右，我国 2007 到 2016 年人均生活用纸量年复合增长率约为 8.66%，按此增速，预计到 2020 年我国人均生活用纸量将达到 8 公斤。

图 15：国内生活用纸产量和消费量（万吨）



资料来源：中国生活用纸年鉴，川财证券研究所

图 16：我国生活用纸人均消耗量（千克）



资料来源：中国生活用纸年鉴，川财证券研究所

预计每年新增生活用纸消费量 80 万吨，按照吨纸耗浆量 1.1 吨计算，则每年新增纸浆需求 88 万吨，同时每年新增替代需求 50-100 万吨（考虑废纸收紧带来的纤维供给缺口），其他国家新增需求 50 万吨，合计新增总需求约 200 万吨，2019 年新增产能不超过 150 万吨。

因此，我们判断，短期内将以去库存为主导，浆价有一定下行压力。但是，中长期来看，全球供需紧平衡，预计纸浆价格中枢平稳，有小幅上移的空间，不太可能出现大幅下跌的情况。国内纸浆因进口限制较少，并且自给率较低，价格仍将跟随国际价格同步变动。



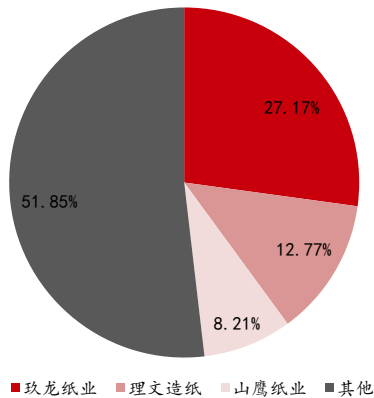
## 四. 纸业成本新格局下如何布局投资主线？

### 1. 关注成本占优的包装纸行业领军企业

包装纸行业领军企业凭借较多的外废配额可以获得成本优势。一般而言，由于国外废纸回收体系健全，按品种分类分选达标，购销按标准执行，进口废纸中木纤维含量高，品质较好，是制造高品质再生纸不可多得的好原料，而我国固体废物回收体系不健全，造纸原料草浆、木浆混杂，导致废纸的原料纤维成分低，很难用来生产高档纸和纸板。尤其是在去年国废价格暴涨的情况下，外废的性价比优势更加显著。

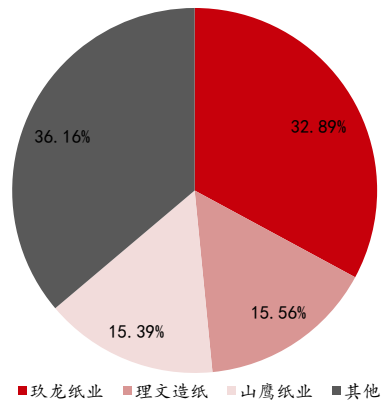
外废进口配额逐年减少，且配额向头部企业集中，获批企业成本优势较为显著。2017年和2018年外废审批额度分别为2806.88万吨和1815.54万吨。2017年玖龙纸业、理文造纸、山鹰纸业获批额度占比分别为763万吨、358万吨、230万吨，占比分别为27.17%、12.77%、8.21%，合计占比48.15%。2018年玖龙纸业、理文造纸、山鹰纸业获批额度占比分别为597万吨、282万吨、280万吨，占比分别为32.89%、15.56%、15.39%，合计占比63.84%。

图 17: 2017 年外废配额分布比例



资料来源：生态环境部固废中心，川财证券研究所

图 18: 2018 年外废配额分布比例



资料来源：生态环境部固废中心，川财证券研究所

从长期来看，由于进口废纸配额将逐步取消，各家企业不得不采取国废和其他替代原材料来解决缺口。行业市占率较高的大型企业依靠长期以来积累的资金优势，通常可以在原材料端进行前瞻布局，通过搭建废纸回收体系，来获得优质低成本的国产废纸，也可以通过在海外进行布局，来获取廉价低成本的原材料，从而获得成本优势。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

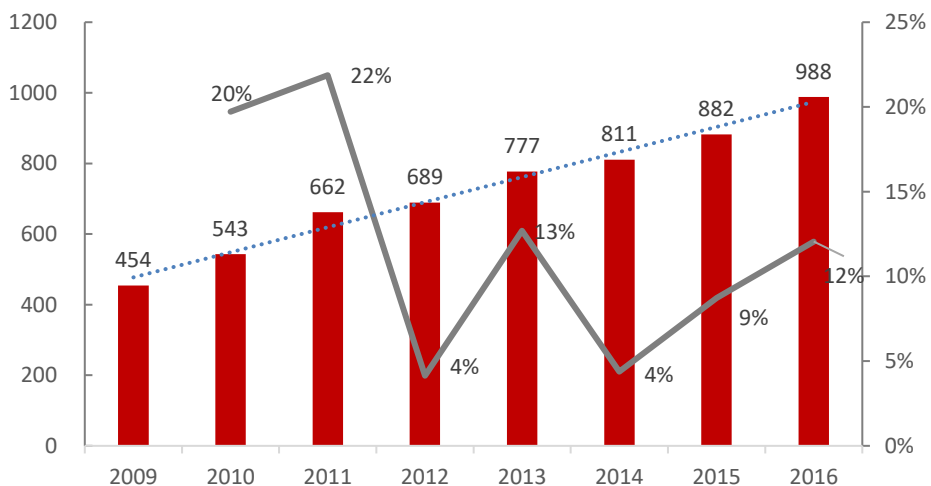
## 2. 关注下游需求增速良好，成本短期回落、长期稳定的生活用纸企业

生活用纸是指为照顾个人居家、外出等所使用的各类卫生擦拭用纸，包括卷筒卫生纸、抽取式卫生纸、盒装面纸、袖珍面纸、手帕纸、餐巾纸、厨房用纸、湿巾等。作为与人们日常生活联系最为紧密的纸制品，生活用纸具有较强的需求刚性。

国内生活用纸 2009 年市场规模为 453.70 亿元，2016 年市场规模扩大为 988.00 亿元，年复合增长率 13.85%，按此增速，到 2020 年预计总体市场规模有望达到 1600 亿元。

未来生活用纸用量的增长点在于：高档全木浆产品取代非木浆产品，以及三、四线城市及农村市场渗透率提升。目前，生活用纸渗透率远低于其他快消品，中国生活用纸渗透率不到 30%，远低于其他快消品，如啤酒和方便面等（60%），人均 GDP 的增长将提高生活用纸渗透率，进一步释放市场潜力。

图 19：生活用纸市场规模（亿元）



资料来源：中国生活用纸年鉴，川财证券研究所

可关注国内生活用纸四大企业之一的中顺洁柔。恒安、维达和金红叶目前已步入成熟状态，增速相对较低，中顺洁柔目前仍处于渠道和产能的扩张期，成长空间较大。同时公司不断提升高毛利产品比例，加速推陈出新，主打“洁柔”品牌，主推 face、lotion、自然木和 C&S 四个系列，以及推出更加高端的“新棉初白”棉柔巾，不断提高公司毛利水平。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 8. 中顺洁柔 2019 年产能有望增至 85 万吨

	2016 年	2017 年	2018 年新增	2019 年合计
广东江门	16.7			16.7
广东云浮	12	12		24
浙江嘉兴	3.8			3.8
湖北孝感	2.5		20	22.5
四川成都	13			13
河北唐山	2.5	2.5		5
合计	50.5	14.5	20	85

资料来源：公司公告，川财证券研究所

### 3. 相关标的

建议关注国内生活用纸行业领军其一之一的中顺洁柔和箱板瓦楞纸行业优质企业山鹰纸业。

表格 9. 相关标的盈利预测表

公司 代码	公司 名称	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
600567.SH	山鹰纸业	142.15	0.63	0.73	0.84	4.95	4.28	3.71
002511.SZ	中顺洁柔	111.94	0.34	0.43	0.54	25.62	20.35	16.01

资料来源：wind，川财证券研究所

### 风险提示

#### 宏观经济运行风险

经济下行周期，影响纸制品需求

#### 废纸进口政策执行不及预期

废纸进口政策执行力度不到位，影响废纸供给

#### 环保政策风险

环保政策执行情况制约国内造纸行业产能

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0003