

轻工制造行业

全球视角浆价判断，太阳纸业估值重构

行业评级

买入

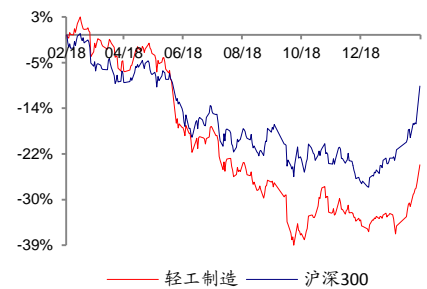
前次评级

买入

报告日期

2019-03-11

相对市场表现



分析师:

赵中平



SAC 执证号: S0260516070005



SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

分析师:

汪达



SAC 执证号: S0260517120005



010-59136610



wangda@gf.com.cn

请注意，汪达并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

轻工制造行业：烟草专题：全球视野观察，下行周期具韧性，成长节奏看创新 2019-02-18

【广发轻工】2019 年度策略：白马待胜而后求战，成长循结构性变化 2018-12-02

略：白马待胜而后求战，成长循结构性变化 2018-12-02

略：白马待胜而后求战，成长循结构性变化

“三分法”看木浆涨跌

大厂提价与港口库存高企并存，我们从供给、需求、成本三部分展开对木浆价格进行分析认为：短期浆价在海外大厂主导下，有望出现去年四季度木浆价格下行止跌后的超跌反弹，价格企稳，后续反弹力度取决于春节后渠道补库及下游需求回暖程度；中长期考虑全球木浆新增产能有限，仍有望维持价格中枢上移趋势。

● 供给侧：短期供给收缩，中长期新增产能有限

海外大厂 3 月木浆价格整体上调更多是为了稳定市场预期，受制于生产商及欧洲、中国港口高库存，预计短期木浆价格上涨空间有限。长期来看随着商品浆市场集中度提升，大厂掌握定价权。全球新增产能较少，印尼湿地保护及巴西森林限制采伐进一步限制中长期全球木浆产能增量。

● 需求侧：国内文化纸行业去库存或接近尾声

宏观数据方面，全国机制纸及纸板产量连续 7 个月负增长与需求端相对稳定的社零和出口数据形成对比，造纸行业正处于去库存周期。中观行业产成品库存同比数据表明行业去库已过半，且文化纸去库或已接近尾声，2019 年 6 月前后可能进入补库周期。情绪影响短期需求，造纸行业从业者多持观望态度。中期木浆系纸种进口替代影响有限，国内主要文化纸生产企业集中度较高，具备一定行业话语权，春节后集中发布涨价函。长期需求受外废管控、限塑令等政策影响仍有望保持增长。需求端涉及众多行业相对分散，对越来越集中的供给端而言，在较长时间内只能被动接受浆价波动。

● 成本端：人民币升值利好木浆进口企业

出口国决定木浆生产成本。全球木浆生产企业各项成本相对稳定，短期无成本大幅上涨可能，通过对主要商品浆出口国过去 10 年木浆生产现金成本回溯折算发现，全球木浆生产成本基本保持稳定，主要成本构成木片、能源、运费、辅料成本短期无大幅上涨可能。进口企业木浆使用成本易受汇率波动影响，人民币升值利好国内木浆及废纸进口企业。

● 以 PB 视角重估太阳纸业，维持公司“买入”评级

公司资产盈利稳定性强。造纸行业虽具有一定周期属性，但太阳纸业自 2012 年后 ROE 逐年提升，现有资产具备稳定的盈利能力，新业务方向纸浆及箱板纸行业注重上游原材料资源整合，公司向上游延伸有望从产业一体化角度增强资产盈利能力。从 PB 历史数据来看公司目前处于估值底部，文化纸行业有望于 2019H2 进入补库周期，行业盈利改善提升 PB，浆价中枢中长期上移，国内文化纸行业格局稳定，产品价格长期向上，考虑公司分红及老挝项目投资，PB 中枢有望回升至 1.5 倍以上。

● 风险提示

木浆主产国因政策变动或生产事故导致供给超预期收缩，新产能投放进度不及预期；经济增速下滑导致下游需求低于预期；行业价格战激烈。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/11	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
太阳纸业	002078.SZ	买入	RMB	6.96	8.90	0.86	0.89	8.09	7.82	4.49	4.72	18.5	16.4
晨鸣纸业	000488.SZ	买入	RMB	6.84		1.24	1.34	5.52	4.10	6.77	6.23	7.90	7.90
山鹰纸业	600567.SH	买入	RMB	3.97		0.64	0.75	6.20	5.29	3.91	3.02	22.00	20.5

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

1 “三分法”看木浆价格涨跌	6
2 供给侧：短期港库高位供给收缩，长期新增产能有限	8
2.1 木浆对外依赖度高，国内浆价易受海外市场影响	8
2.2 海外大厂提价并降低供应量稳定市场价格预期	9
2.3 受制于生产商及港口高库存，预计短期木浆价格上涨空间有限	9
2.4 全球木浆新产能投放有限，中长期价格中枢上移	11
3 需求侧：文化纸行业去库存或接近尾声	13
3.1 宏观数据体现行业去库存特征	13
3.2 中观数据表明行业去库已过半，文化纸去库或已接近尾声	14
3.3 短期需求：以市场情绪表征，造纸行业从业者多持观望态度	15
3.4 中期需求：进口冲击影响减弱，木浆系成品纸需求总体趋稳	17
3.5 长期需求：受外废管控、限塑令等政策影响仍有望保持增长	18
4 成本端：人民币升值利好木浆进口企业	20
4.1 全球木浆生产企业各项成本相对稳定，短期无成本大幅上涨可能	20
4.2 汇率波动影响木浆进口企业原料成本	22
5 核心推荐标的：太阳纸业	24
6 风险提示	25

图表索引

图 1: “三分法”看浆价: 短期价格企稳, 中长期中枢上移	7
图 2: 国内纸浆消耗严重依赖进口 (2016 年)	8
图 3: 国内纸浆消耗依赖进口 (2017 年)	8
图 4: 2019 年 1-2 月份中国木浆进口同比下滑 5.67%.....	8
图 5: 2019 年 2 月份巴西木浆出口量同比下滑 16.10%.....	9
图 6: 木浆全球生产商库存天数 1 月份达 52 天	10
图 7: 欧洲木浆主要港口库存 1 月份创历史新高.....	10
图 8: 国内主要港口木浆库存量均创历史新高 (千吨)	10
图 9: 巴西鸚鵡和金鱼合并成为全球第一大浆厂	11
图 10: 2017 年鸚鵡和金鱼木浆出口量全球占比 16.15%	11
图 11: 2019-2020 年全球主要浆厂均无新增产能投放.....	11
图 12: 印度尼西亚湿地面积下滑	12
图 13: 社会消费品零售总额单月增速维持 8%以上	13
图 14: 出口贸易额仅 2018 年 12 月出现负增长	13
图 15: 宏观经济因素导致需求超预期下降.....	13
图 16: 2012-2017 年漂白阔叶浆需求增长主要来自中国	14
图 17: 造纸行业正处于去库存周期.....	14
图 18: 文化纸下游行业有望于 2019 年二季度末进入补库存周期	15
图 19: 国内代表浆企情绪整体回落观望气氛较重.....	15
图 20: 文化印刷用纸企业及贸易商对后市文化纸价格预期逐步好转.....	16
图 21: 白卡纸企业及贸易商看涨价格	16
图 22: 生活用纸企业看空比例增加.....	17
图 23: 2012 年后铜版纸消费量基本保持稳定	17
图 24: 2011 年后双胶纸消费量基本保持稳定.....	17
图 25: 铜版纸月均进口量回落至 2014-2015 年水平	18
图 26: 双胶书写纸进口量回落.....	18
图 27: 2018 年国内废纸进口 1703 万吨同比下滑 33.79%.....	18
图 28: 2017 年漂针浆进口来源国 CR5=93.11%	20
图 29: 2017 年漂阔浆进口来源国 CR2=72.65%.....	20
图 30: 主要阔叶浆产地至欧洲 CIF 现金成本 (美元/吨)	20
图 31: 主要阔叶浆产地至欧洲 CIF 现金成本 (美元/吨)	20
图 32: Stora Enso 纸浆生产总成本.....	21
图 33: Fibria 木浆现金生产成本.....	21
图 34: 软木原木价格与国际漂白针叶浆价格走势	21
图 35: 硬木原木价格领先国际漂白阔叶浆价格波动	21
图 36: 木片价格波动幅度较小	22
图 37: 波罗的海干散货指数处于相对低位.....	22
图 38: 进口阔叶浆价与人民币汇率走势	23
图 39: 太阳纸业 3 月 8 日收盘 PB 为 1.49 倍.....	24

表 1: 海外大厂 2019 年 3 月提价政策	9
表 2: 全球部分国家和地区限塑令相关政策	19
表 3: 重点公司净利润人民币汇率影响占比情况	23
表 4: 相关可比公司估值表	25

1 “三分法”看木浆价格涨跌

1.1 投资逻辑:

本文从春节后木浆价格上涨预期入手,通过“三分法”分析体系阐述木浆走势影响因素,并得出结论:短期浆价在海外大厂主导下,有望出现去年四季度木浆价格下行止跌后的超跌反弹,价格企稳,后续反弹力度取决于春节后渠道补库及下游需求回暖程度;中长期考虑全球木浆新增产能有限,仍有望维持中枢上移趋势。

下游开工逐步恢复正常,供给侧延续产能向大厂集中特点,基于木浆价格企稳,纸企涨价函频发,我们认为渠道库存去化后行业盈利有望持续改善,且人民币升值对原材料进口企业形成利好,龙头纸企有望进入盈利上行周期。

1.2、木浆价格“三分法”分析架构:

木浆价格“三分法”分析架构从供给、需求、成本三部分展开:

供给方面,重点关注全球木浆产能变动及港口库存变化。国内木纤维资源禀赋不足,木浆对外依赖度较高,根据中国造纸协会数据,2017年中国木浆对外依赖度67.01%,因此在考虑国内木浆产能投放的同时,还需要动态跟踪国际木浆市场供给,关注主要木浆出口国政策、大厂产能投放、木浆国际港口库存及中国港口库存,短期海外大厂降低对亚洲地区木浆供应对木浆价格形成支撑。

需求方面,重点关注下游行业增速及流通环节库存变化。经济活跃度直接对成品纸消费产生影响,经济上行周期成品纸价格坚挺,流通环节库存相应提升,行业补库进一步增加原材料木浆需求,可通过造纸行业产成品存货数据判断行业库存周期位置,但需求端涉及众多行业相对分散,对于越来越集中的供给端而言,在较长时间内需求端只能被动接受浆价波动。目前数据显示行业处于去库存周期中后段,随着行业库存去化完成,龙头纸企有望逐步修复盈利能力。

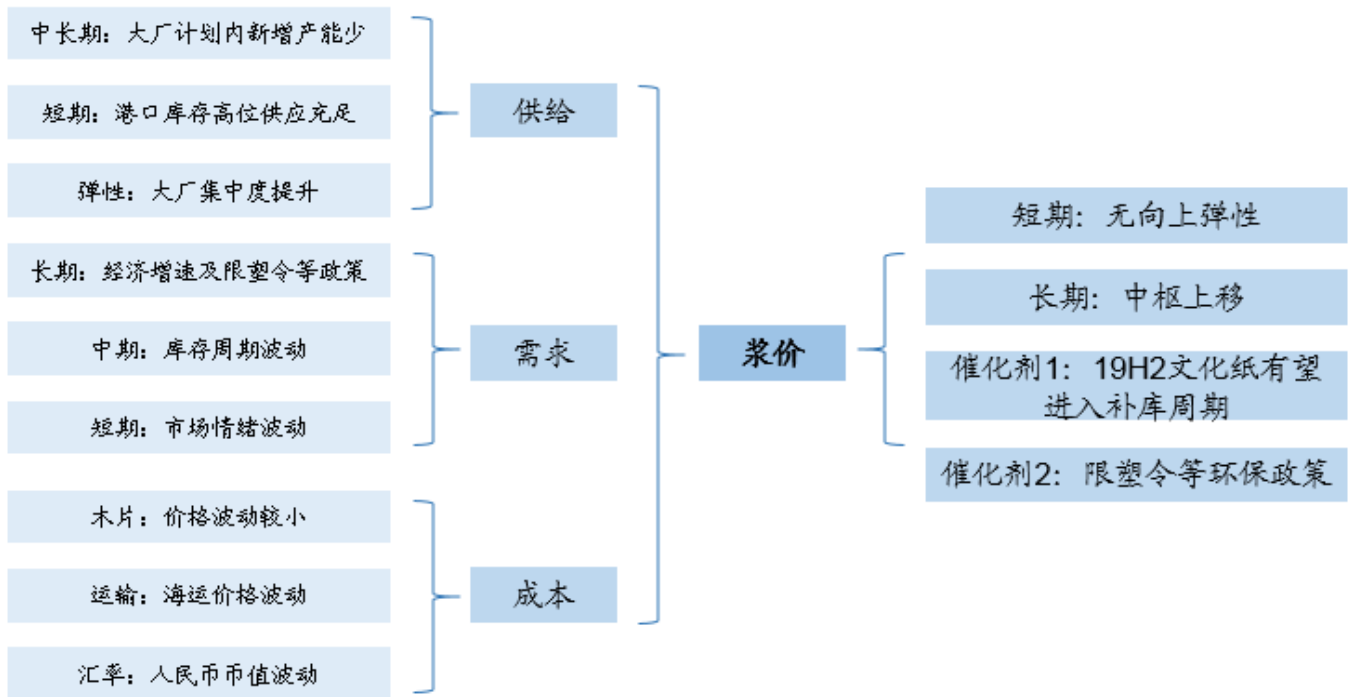
情绪影响短期需求,重点关注国内造纸行业参与者对木浆及主要下游纸种价格预期。行业参与者直接接触终端需求,感知供需变化,通过卓创资讯对木浆及文化用纸企业、贸易商调研数据跟踪,近期造纸行业参与者对后市普遍持观望态度,供给端带来的木浆价格反弹力度取决于渠道补库及下游需求回暖程度。

成本方面,重点关注木浆出口国生产成本及运费、汇率变化。根据中国海关总署数据,2017年中国阔叶浆进口主要来自巴西、印度尼西亚;针叶浆进口主要来自加拿大、美国、智利。从历史数据来看主要出口国木浆生产现金成本相对稳定,出口国货币及人民币汇率波动影响木浆价格,近期人民币升值趋势利好进口企业。

1.3、核心推荐标的:太阳纸业。

公司2019年增量主要来自于新增产能利用率提升。兖州20万吨特种纸项目、邹城基地80万吨高档箱板纸和老挝30万吨化学浆等2018年建成投产项目有望于2019年逐步释放产能。原材料端若木浆价格大幅上涨,老挝年产30万吨化学浆项目可适时转产,增强公司盈利稳定性。基于公司产能投产计划,预计2018-2020年公司营业收入分别为216.5、239.3、253.3亿元,归母净利润分别为22.3、23.0、24.5亿元,当前股价对应2018年8.1xPE,我们认为原材料成本优势有望不断增强抗风险能力,参考申万造纸行业分类上市公司,若剔除特种纸及亏损企业,平均PE(TTM)为10.0倍,估值仍存提升空间,维持公司“买入”评级。

图1：“三分法”看浆价：短期价格企稳，中长期中枢上移



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

2 供给侧：短期港库高位供给收缩，长期新增产能有限

2.1 木浆对外依赖度高，国内浆价易受海外市场影响

受木纤维资源禀赋不足影响，国内木浆消耗对外依赖度高，因此应在全球视角下分析木浆市场供给。中国是全球最大纸和纸板生产国，同时也是全球最大消费国，但纸浆年产量仅为美国的33.38%，原材料高度依赖海外。根据中国造纸协会数据，2017年中国进口木浆2112万吨，占当年木浆消耗量的67.01%，废纸浆对外依赖度超过30%。2017年我国纸浆消耗总量10051万吨，较上年增长2.59%。其中，木浆3152万吨，较上年增长9.56%；废纸浆6302万吨，较上年微减0.43%；非木浆597万吨，较上年微增1.02%。

图2：国内纸浆消耗严重依赖进口（2016年）

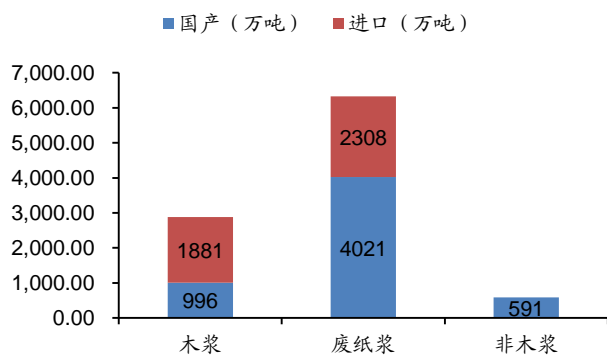
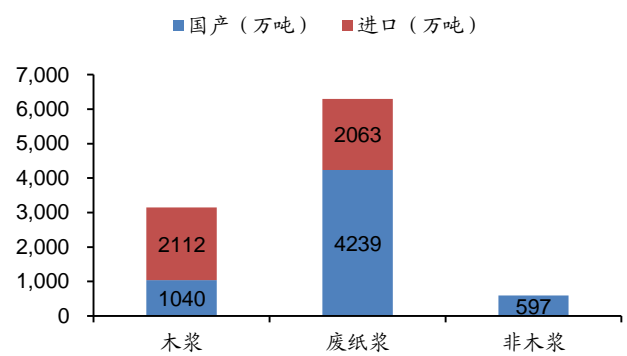


图3：国内纸浆消耗依赖进口（2017年）

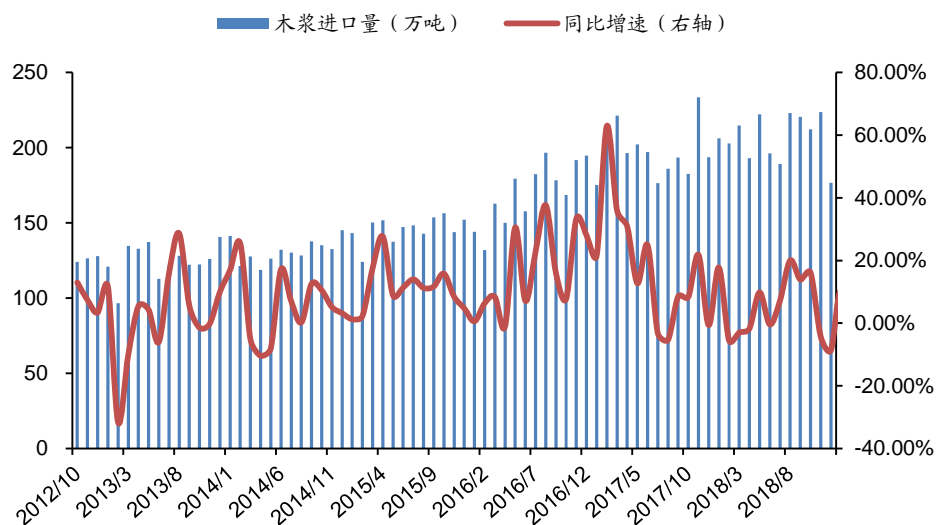


数据来源：中国造纸协会、广发证券发展研究中心

数据来源：中国造纸协会、广发证券发展研究中心

2018年四季度以来木浆进口有所放缓。2018年11月起木浆进口量整体呈下降趋势，考虑春节假期影响，2019年1-2月份中国木浆进口385.9万吨，同比下滑5.67%，已连续4个月进口负增长。

图4：2019年1-2月份中国木浆进口同比下滑5.67%



数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

2.2 海外大厂提价并降低供应量稳定市场价格预期

海外大厂3月木浆价格整体上调稳定市场预期。根据卓创资讯数据，3月份海外主要浆厂木浆报价普遍上调，我们认为大厂集中上调报价意在稳定市场预期。根据FAO数据，2017年中国木浆进口量占全球贸易量的33.42%，国内市场需求景气度不及预期，2018年11月后，海外大厂纷纷下调报价，此阶段针叶浆报价普遍下调150美元/吨左右，阔叶浆报价下调100美元/吨左右，此次大厂集中上调3月份报价20-30美元/吨，一定程度上扭转市场对木浆价格持续下跌预期。

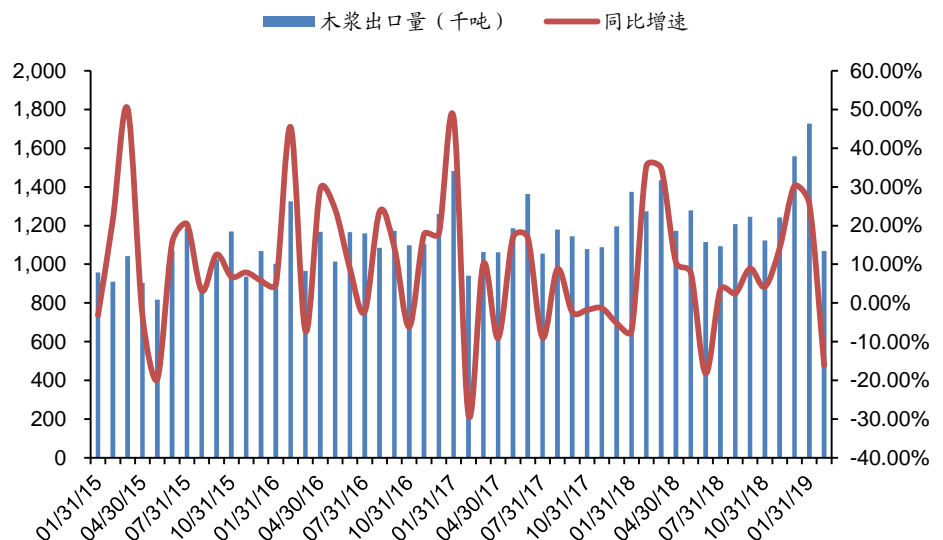
表1: 海外大厂2019年3月提价政策

生产企业	规格型号	价格条件	现价 (美元/吨)	外盘报涨幅度 (美元/吨)
智利阔叶浆	明星	CFR	680	30
俄罗斯阔叶浆	乌斯奇、布拉茨克	DAF 铁运	630	30
俄罗斯阔叶浆	乌斯奇、布拉茨克	CFR 海运	650	30
Catelyst 针叶	金狮	CFR	730	30
Catelyst 针叶	雄狮	CFR	720	30
加拿大针叶	虹鱼	CFR	750	20
加拿大针叶	凯利普	CFR	700	20
俄罗斯针叶	乌针、布针	DAF 铁运	665	30
俄罗斯针叶	乌针、布针	CFR 海运	695	30

资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

除上调3月份报价外，全球第一大阔叶浆生产厂商巴西Suzano减少对亚洲地区的市场供给。通过提价及减少供给方式维持市场价格，海外木浆生产厂商普遍采取上调木浆报价或减少木浆供给，防止市场出现持续供过于求局面，国内木浆价格短期止跌企稳。

图5: 2019年2月份巴西木浆出口量同比下滑16.10%



资料来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

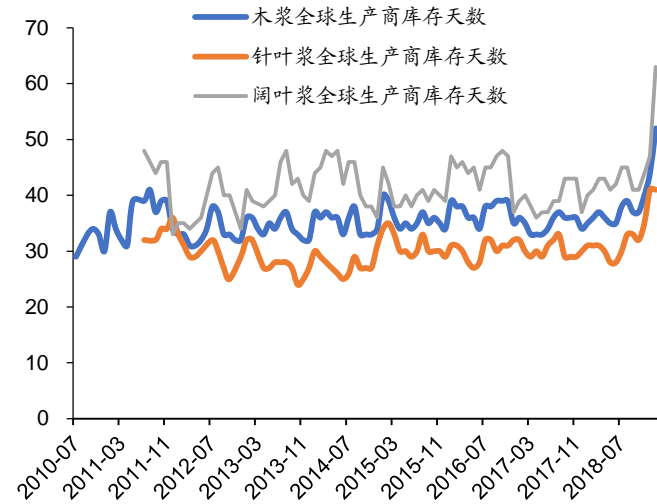
2.3 受制于生产商及港口高库存，预计短期木浆价格上涨空间有限

全球木浆生产商及主要港口木浆库存普遍处于高位压制大厂提价及减量供应效

果，预计短期木浆价格涨幅有限。全球木浆主要生产商库存天数1月份达到52天，创2010年以来新高，阔叶浆生产商库存升幅较大。

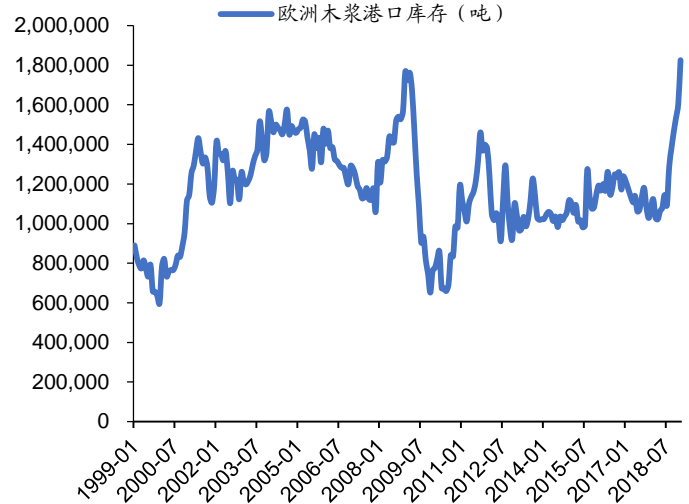
欧洲与中国是全球商品木浆主要净流入地区。欧洲木浆主要港口库存1月份创历史新高，2018年四季度欧元区GDP环比增长0.2%，创下2014年以来最低增速，下游去化不畅导致供给侧产品港口积压。

图6：木浆全球生产商库存天数1月份达52天



数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

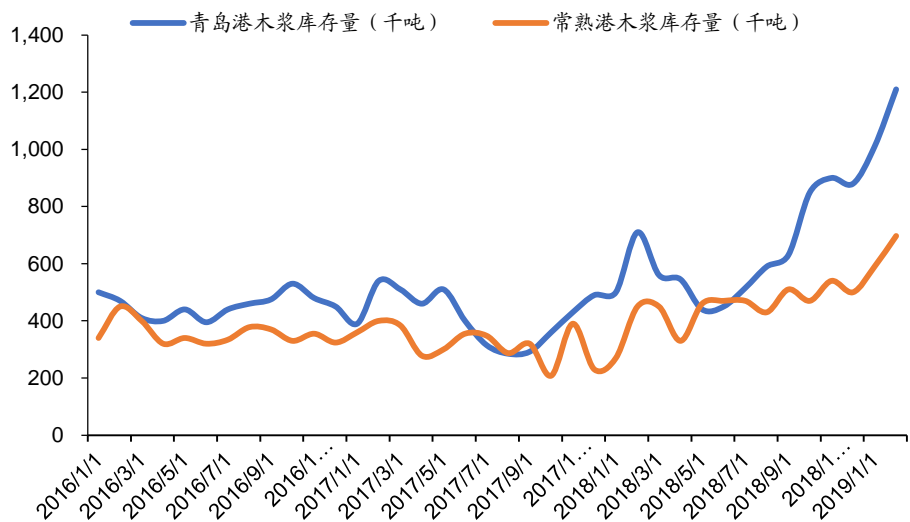
图7：欧洲木浆主要港口库存1月份创历史新高



数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

国内主要港口木浆库存均创历史新高。卓创资讯数据显示，2019年2月末青岛港、常熟港木浆库存均处于历史高位，木浆常熟港库存量69.7万吨，青岛港库存量121.0万吨，港口库存量合计达190.7万吨，同比增长64.4%，环比增长19.2%。国内木浆港口库存量持续大幅增长，货源充足，且木浆进口无政策性限制，高库存令国内木浆现货价格承压。

图8：国内主要港口木浆库存量均创历史新高（千吨）

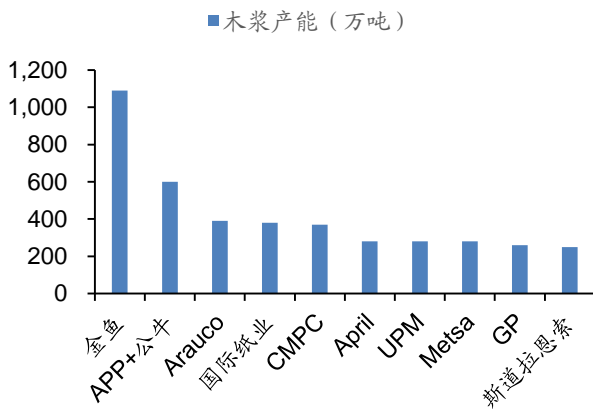


资料来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

2.4 全球木浆新产能投放有限，中长期价格中枢上移

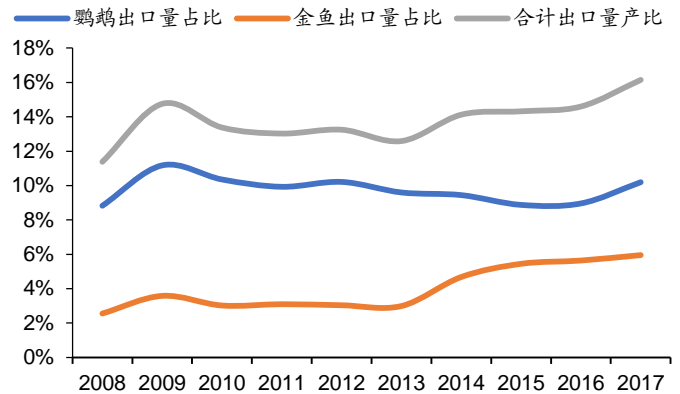
全球商品浆市场集中度高，大厂掌握定价话语权。需求端涉及众多行业相对分散，对于越来越集中的供给端而言，在较长时间内需求端只能被动接受浆价波动。从全球主要木浆生产企业产能数据来看，巴西鸚鵡和金鱼合并后成为全球第一大浆厂，根据其2017年年报数据，当年出口木浆总量为879.1万吨，占当年全球木浆贸易量的16.15%，全球商品阔叶浆市场集中度相对较高。

图9：巴西鸚鵡和金鱼合并成为全球第一大浆厂



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

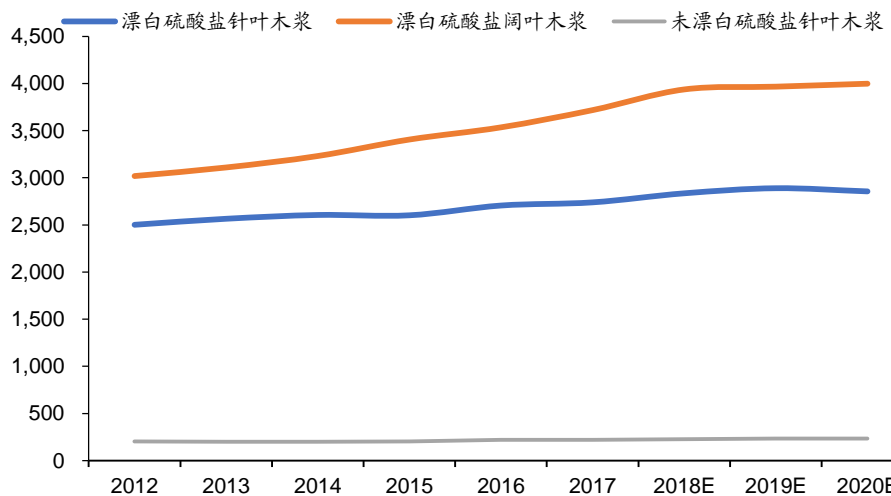
图10：2017年鸚鵡和金鱼木浆出口量全球占比16.15%



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

海外大厂中长期新增产能有限。根据RISI、Hswkins Wright数据，继印尼OKI浆厂2017年、巴西金鱼旗下Horizonte 2项目2018年投产外，2019-2020年全球主要浆厂几乎无新增产能投放，智利林业公司阿劳科的新纸浆工厂3号线预计将在2021年之前投产，3号浆线纸浆生产能力为156万吨。国内市场无新增商品浆规划产能，行业龙头集中度提升叠加新增产能有限，中长期木浆价格中枢或将持续上移。

图11：2019-2020年全球主要浆厂均无新增产能投放（万吨）

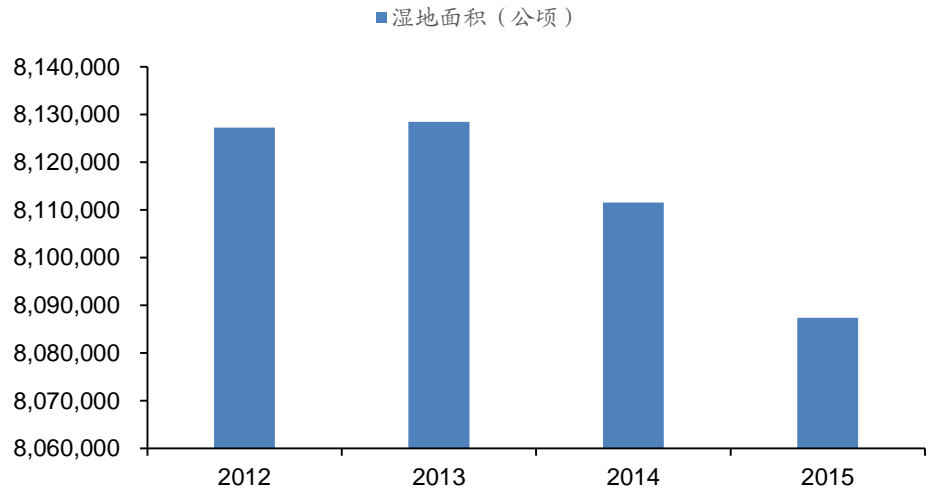


数据来源：RISI、Hswkins Wright、广发证券发展研究中心

印尼湿地保护政策及巴西森林限制采伐进一步限制中长期全球木浆产能增量。印度尼西亚政府2016年1月颁发总统令，设立了泥炭地恢复机构(BRG)，该机构致

力于恢复退化的泥炭地生态系统，目标是在5年内恢复约200万公顷退化的泥炭地。巴西已经承诺将其温室气体排放量削减到低于预期的水平，并为亚马逊和塞拉多地区设定限制森林砍伐的国内目标，根据PPPC数据，巴西漂白阔叶浆产能约1750万吨，约占全球漂白阔叶商品浆的45%，长期来看全球阔叶木浆产能增长有限。

图12: 印度尼西亚湿地面积下滑



数据来源: 印度尼西亚统计局、广发证券发展研究中心

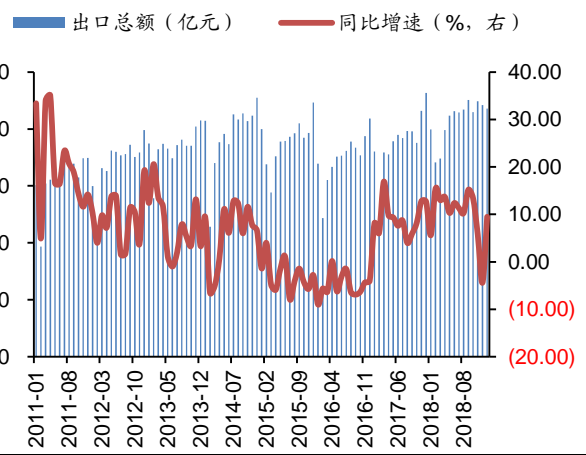
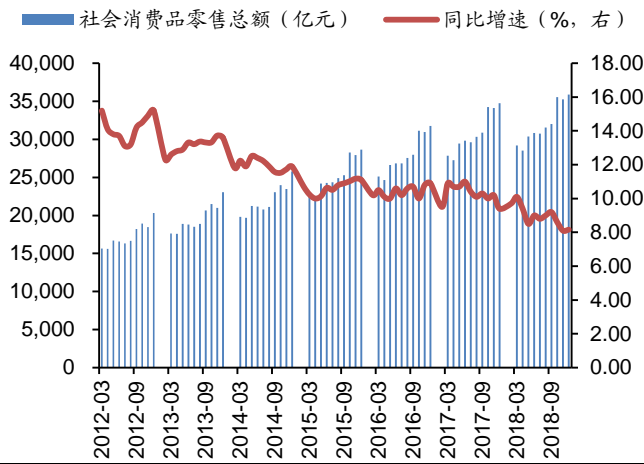
3 需求侧：文化纸行业去库存或接近尾声

3.1 宏观数据体现行业去库存特征

从社零及出口贸易额数据来看，下游需求虽有下滑但仍保持相对较快增长。造纸行业尤其是包装纸行业与经济景气度以及对外贸易活跃度息息相关，每年国内有大量包装材料随出口产品出口。根据国家统计局数据，2018年下半年个月国内社会消费品零售总额单月同比增速均在8%以上，出口贸易额仅2018年12月出现负增长。

图13：社会消费品零售总额单月增速维持8%以上

图14：出口贸易额仅2018年12月出现负增长

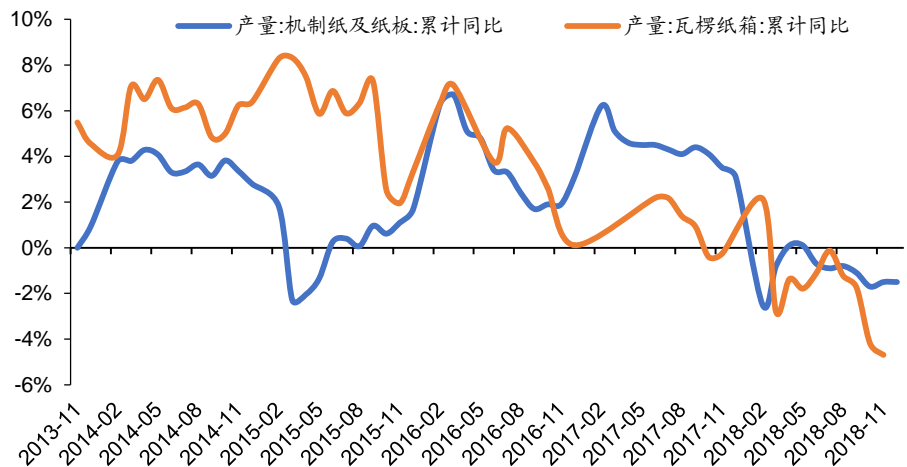


数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

造纸行业受二季度融资成本高企、中美贸易纠纷等突发事件影响，行业生产意愿下降。国家统计局数据显示，2018年全国机制纸及纸板产量11660.6万吨，同比增长-1.5%，2018年6月起，累计产量转为负增长；瓦楞纸箱2018年前11个月累计产量2510.0万吨，累计同比增长-4.69%。

图15：宏观经济因素导致需求超预期下降

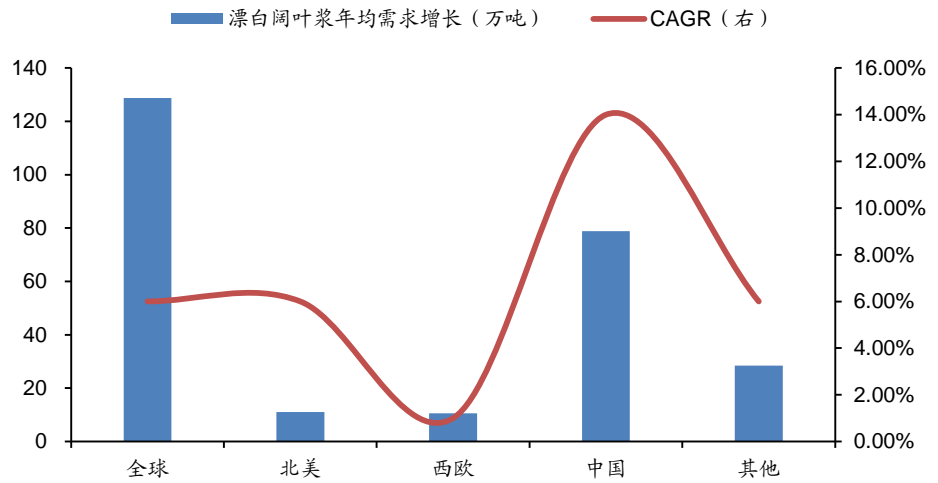


数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

中国是全球木浆需求主要增长地区，根据PPPC数据2012-2017年中国地区漂白阔叶浆需求年化复合增速达14%，行业生产端连续7个月负增长与需求端相对稳

定的社零和出口数据形成对比，因此我们认为造纸行业正处于去库存周期。

图16: 2012-2017年漂白阔叶浆需求增长主要来自中国



数据来源: Bloomberg、PPPC、广发证券发展研究中心

3.2 中观数据表明行业去库已过半，文化纸去库或已接近尾声

库存周期角度看，行业已进入去库存周期。从造纸及纸制品业产成品存货数据来看，2018年二、三季度为被动补库存周期，供给侧改革带来的行业景气度提升，盈利改善，部分纸企推出产能扩张方案，新增产能逐步落地。影响需求的不利因素逐步消化并在造纸产业链中反应，行业逐渐进入去库存周期，根据工信部最新数据，2018年12月造纸及纸制品行业产成品库存同比增长12.90%，增速环比下滑2.1pct。

图17: 造纸行业正处于去库存周期

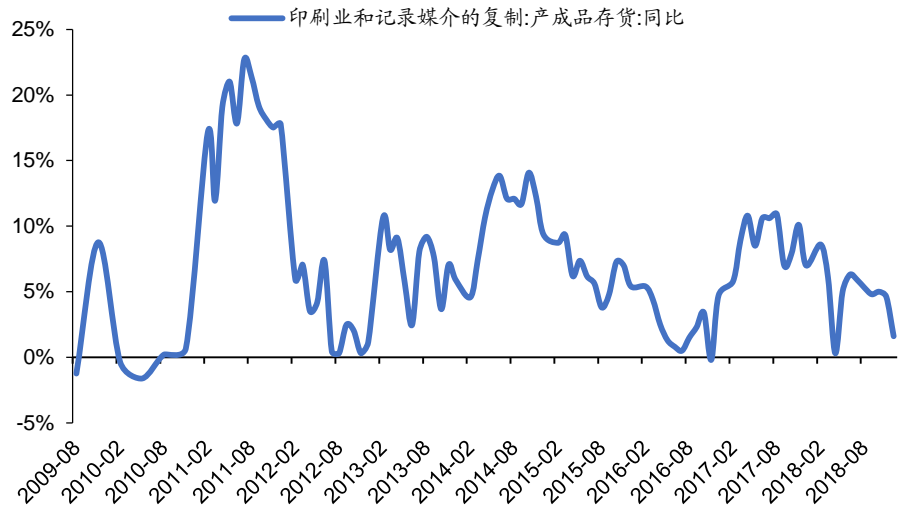


数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

文化纸行业去库或已接近尾声，2019年6月前后可能进入补库周期。根据文化纸下游行业产成品库存同比数据，由于去库存启动时间较早，下游行业去库存已接近尾声，考虑产业链传导时滞，侧面印证前述造纸行业有望进入去库存周期判断，根据下游行业库存变化数据线性外推，预计2019年6月前后文化纸行业有望进入补

库周期，全年文化纸整体走势或呈现前低后高格局，我们对下半年文化纸行业并不悲观。

图18: 文化纸下游行业有望于2019年二季度末进入补库存周期



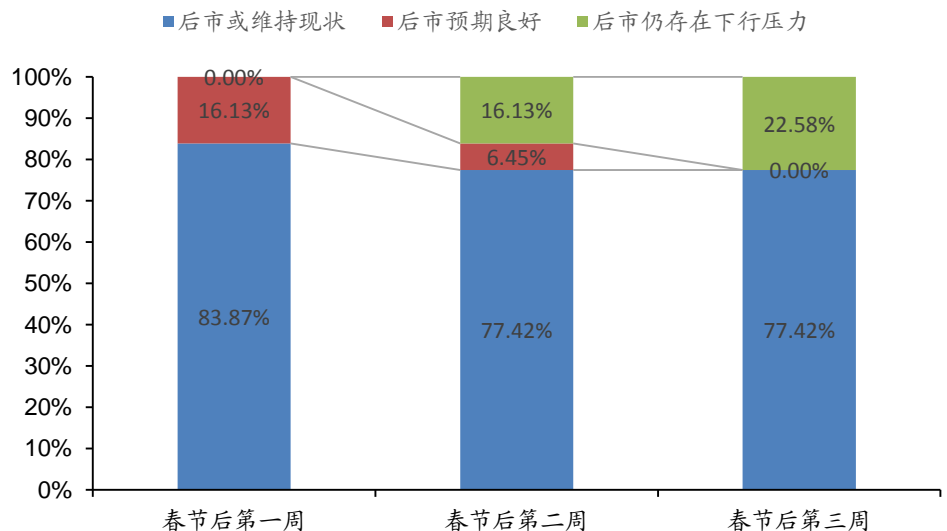
数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

3.3 短期需求: 以市场情绪表征, 造纸行业从业者多持观望态度

行业参与者直接接触终端需求, 感知供需变化。参照卓创资讯数据, 节后造纸行业从业者多持观望态度, 市场交投并不活跃。具体而言:

国内代表浆企情绪整体回落, 观望气氛较重。春节后国内主要浆企对后市预期整体下行, 节前国内纸厂和国际浆厂报涨对国内浆企的信心提振作用已逐渐消失, 受港存居高不下及需求无显著增量因素影响, 且国内下游原纸涨价落实情况一般, 节后国内浆企情绪回落。

图19: 国内代表浆企情绪整体回落观望气氛较重

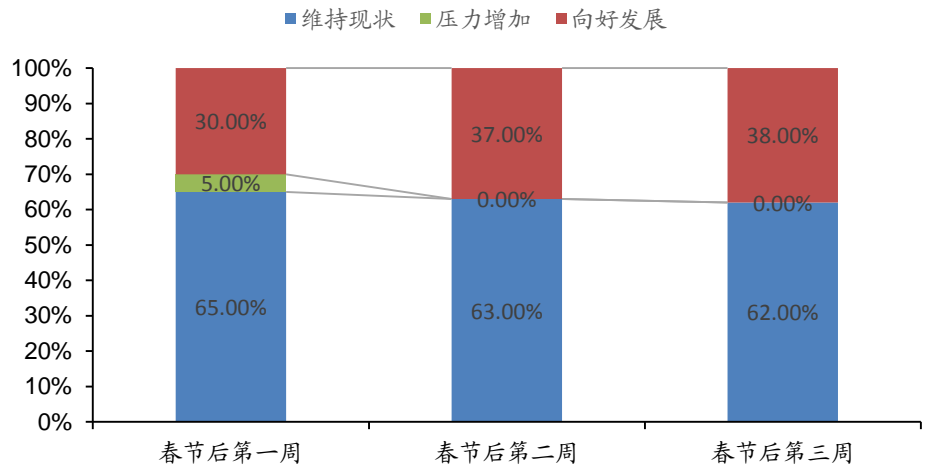


资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

文化印刷用纸企业及贸易商对后市文化纸价格预期逐步好转。节后国内纸企对

文化印刷用纸市场预期逐步转好，年前部分纸企信心不足，存在销售压力，节后在外盘报涨的情况下，目前暂无业者认为文化印刷用纸市场压力增加。下游教材教辅、党政期刊、儿童图书、办公印刷纸需求相对刚性，纸厂提价相对容易落实。

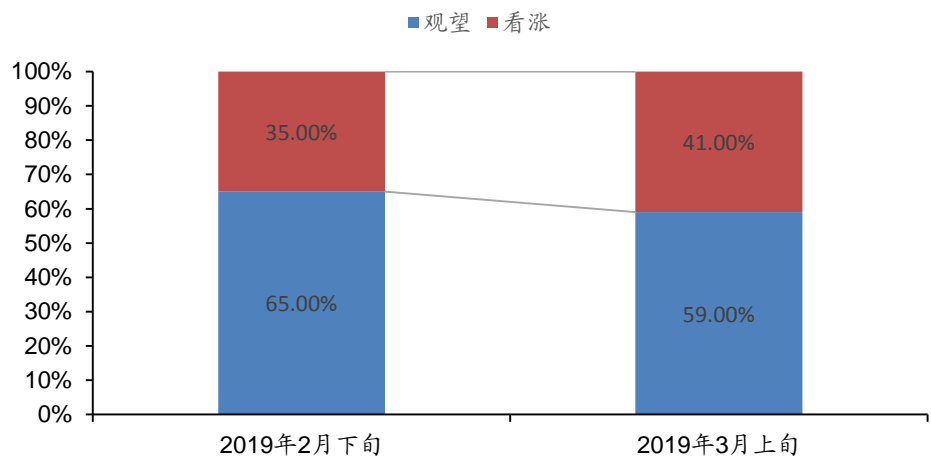
图20: 文化印刷用纸企业及贸易商对后市文化纸价格预期逐步好转



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

白卡纸企业及贸易商看涨价格。需求侧转暖，纸企看涨白卡纸价格，支撑木浆价格反弹。卓创数据显示，3月上旬国内白卡纸生产企业及中等规模以上经销、加工企业对白卡纸行情持看涨态度比例由35%升至41%，观望态度占比下降，预计3月上旬白卡纸价格稳中有升，对木浆价格反弹形成支撑。

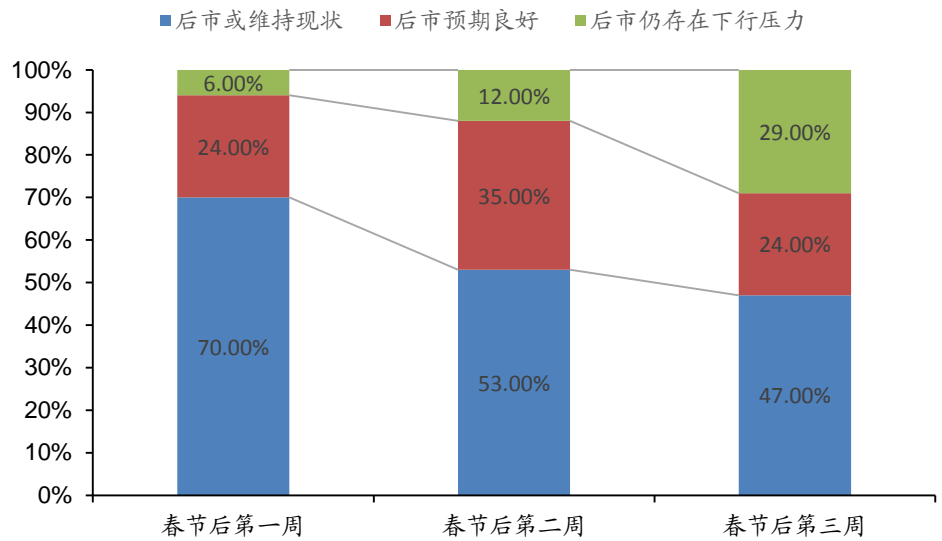
图21: 白卡纸企业及贸易商看涨价格



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

生活用纸企业看空比例增加，当前为生活用纸传统需求旺季，产品价格预计震荡波动，支撑木浆价格小幅度反弹。卓创资讯数据显示，生活用纸企业对节后市场态度持续分化。需求端而言市场正处传统旺季，业者认为目前纸价调整可能较小，但供给端原材料港口库存高位，导致看跌后市比例上升，我们认为短期内生活用纸价格震荡波动，无明显下行趋势。

图22: 生活用纸企业看空比例增加

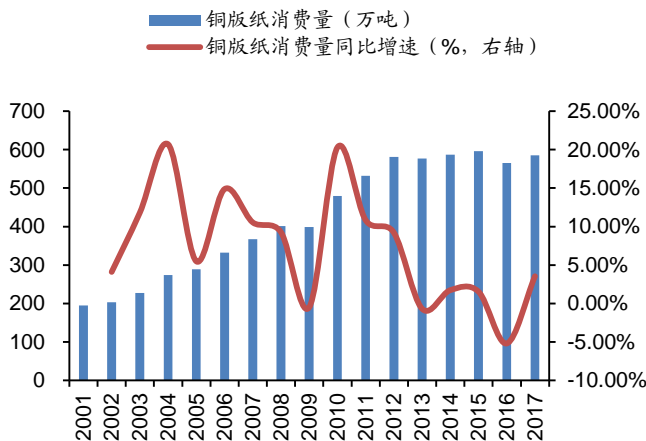


资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

3.4 中期需求: 进口冲击影响减弱, 木浆系成品纸需求总体趋稳

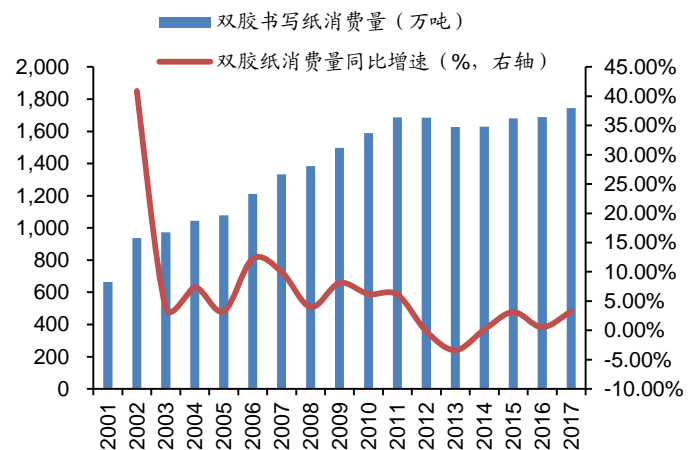
以铜版纸、双胶书写纸为代表的木浆系纸种需求在2011年后趋向稳定。受益于造纸技术提升, 此前需要大量进口的成品纸种陆续完成进口替代, 海外部分地区如美国、欧盟对中国产铜版纸的双反调查影响成品纸海外出口, 国内整体需求近几年保持相对稳定。根据中国造纸协会数据, 2017年全国铜版纸消费585万吨, 同比增长3.54%, 双胶书写纸消费1744万吨, 同比增长3.26%。

图23: 2012年后铜版纸消费量基本保持稳定



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

图24: 2011年后双胶纸消费量基本保持稳定



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

与废纸系纸种在外废管控政策下进口量激增不同, 国内木浆系成品纸进口增速回落, 海外成品纸进口减少有望带动国内木浆需求提升。铜版纸月均进口量回落至2014-2015年水平, 双胶书写纸进口量也出现回落, 据海关总署数据, 双胶书写纸2018年12月进口3.23万吨, 同比下滑38.62%, 连续第二个月负增长, 铜版纸2018年12月进口3.86万吨, 同比下滑9.07%, 连续第六个月负增长。

图25: 铜版纸月均进口量回落至2014-2015年水平

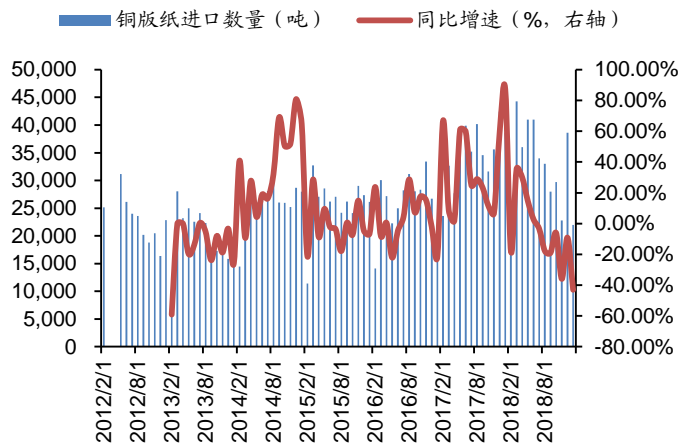
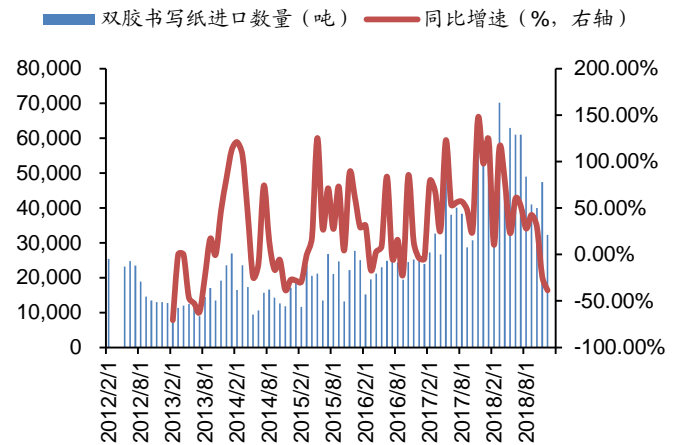


图26: 双胶书写纸进口量回落



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

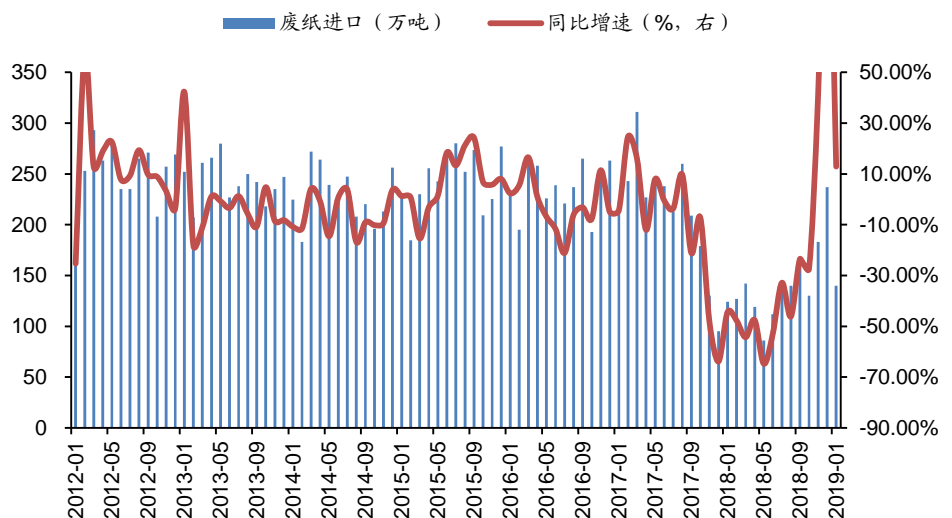
数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

进口替代影响有限，国内主要文化纸生产企业集中度较高，具备一定行业话语权，春节后集中发布涨价函。受春节停机企业库存偏低以及下游补库需求带动，双胶纸、铜版纸行业企业纷纷发布涨价函，据卓创资讯数据，太阳纸业、晨鸣纸业、华泰纸业、金东纸业及海南金海浆纸均发布涨价函自3月上旬上调价格200元/吨，双胶纸、静电复印纸等文化纸厂商也陆续发出涨价通知函，最迟于3月1日起，铜版纸、双胶纸和静电复印纸产品将上涨200元/吨。

3.5 长期需求：受外废管控、限塑令等政策影响仍有望保持增长

废纸原料替代或持续带来木浆增量需求。中国政府计划于2020年实现外废零进口，2018年国内废纸进口1703万吨同比下滑33.79%，较2017年进口量减少869万吨，大型包装纸生产企业纷纷通过海外并购方式拓展原材料来源渠道或寻找原料替代，若不考虑纸种生产流程及原材料配比变化影响，我们预计未来废纸零进口后或将带来400-500万吨木浆增量需求。

图27: 2018年国内废纸进口1703万吨同比下滑33.79%



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

限塑令席卷全球，纸包装替代塑料制品使用带来增量木浆需求。2018年10月

欧盟议会压倒性优势通过禁塑法提案，该提案计划在2021年前禁止欧盟范围内国家使用一次性餐具、饮管、搅拌棒、棉棒和气球棒等十种拥有替代物的一次性塑料产品，希望成员国能遵守塑胶品使用规范，同时世界其他国家和地区（如中国、美国、澳大利亚、印度、肯尼亚等）虽未必像欧盟禁塑令般严格，但也在颁布或调整限塑、禁塑法令。

表2: 全球部分国家和地区限塑令相关政策

国家或地区	限塑令、禁塑令内容
中国	2007年底发布限塑令，要求从2008年6月1日起在全国范围内禁止生产、销售、使用厚度小于0.025毫米的塑料购物袋，商场零售场所实行塑料购物袋有偿使用的制度。
欧盟	2018年10月审议通过禁塑法提案，计划在2021年前禁止欧盟范围内国家使用一次性餐具、饮管、搅拌棒、棉棒和气球棒等十种拥有替代物的一次性塑料产品
印度	2018年3月宣布在马哈拉施特拉邦实行禁塑令，禁止生产、使用、销售、分发和存储塑料产品，包括一次性袋子、汤匙、盘子、聚酯塑料瓶子等，违者将面临罚款甚至三个月徒刑。计划2022年将这项法令扩散至印度全境
澳大利亚	除新南威尔士州外，其他各州已颁布禁塑政策，全面禁止大型零售商使用一次性塑料袋
美国	美国加利福尼亚州、马萨诸塞州等部分州早已有限塑法令，纽约州州长办公室2018年4月宣布，未来不排除在纽约州实施禁用塑料袋的法令
肯尼亚	2017年颁布了极为严苛的禁塑令，全面禁止使用、生产及进口塑料袋，违者将处以最高4年监禁，或处以4万美元的罚款

资料来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

4 成本端：人民币升值利好木浆进口企业

4.1 全球木浆生产企业各项成本相对稳定，短期无成本大幅上涨可能

中国木浆进口来源国相对集中，均为全球主要木浆生产国。据海关总署数据，2017年全年国内共进口漂白硫酸盐针叶木浆812.70万吨，同比增长1.11%，进口漂白硫酸盐阔叶木浆1046.93万吨，同比增长25.59%，从进口来源国来看，针叶浆主要来自加拿大、美国、智利、芬兰、俄罗斯，漂针浆进口来源国CR5=93.11%，阔叶浆主要来自巴西和印度尼西亚，2017年漂阔浆进口来源国CR2=72.65%。

图28：2017年漂针浆进口来源国CR5=93.11%

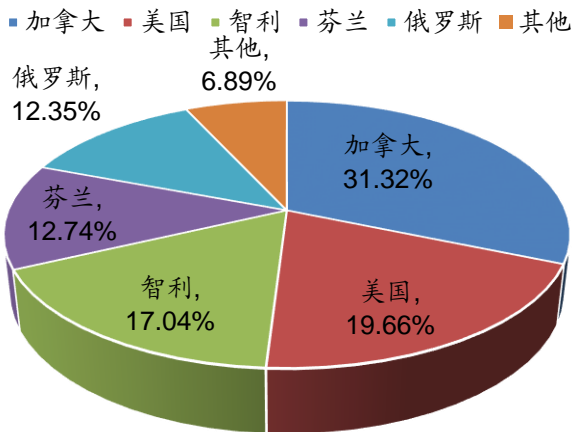
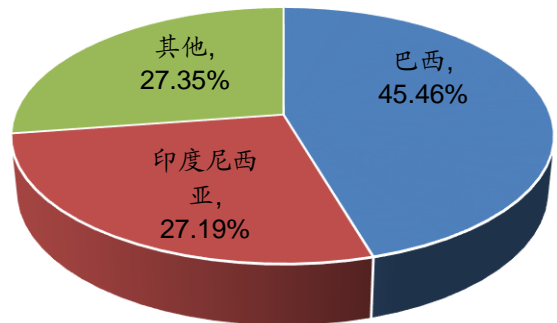


图29：2017年漂阔浆进口来源国CR2=72.65%

■ 巴西 ■ 印度尼西亚 ■ 其他

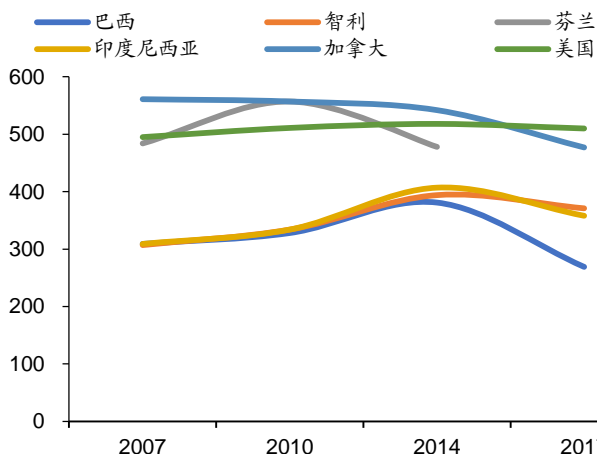


数据来源：Wind 资讯、广发证券发展研究中心

数据来源：Wind 资讯、广发证券发展研究中心

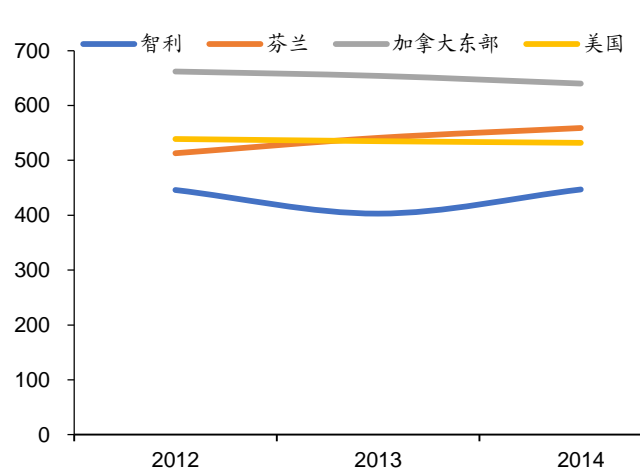
近十年主要针叶浆、阔叶浆产地至欧洲地区CIF运输吨浆现金成本波动较小。根据suzano年报，若不考虑远距离运输费用，木浆生产现金成本影响因素包括原材料木片价格、能源成本、其他辅料成本及本币汇率波动。

图30：主要阔叶浆产地至欧洲CIF现金成本（美元/吨）



数据来源：Bloomberg、Hawkins Wright、广发证券发展研究中心

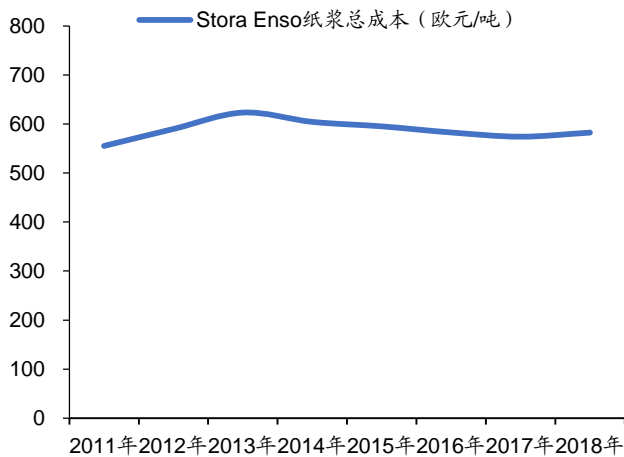
图31：主要阔叶浆产地至欧洲CIF现金成本（美元/吨）



数据来源：Bloomberg、Hawkins Wright、广发证券发展研究中心

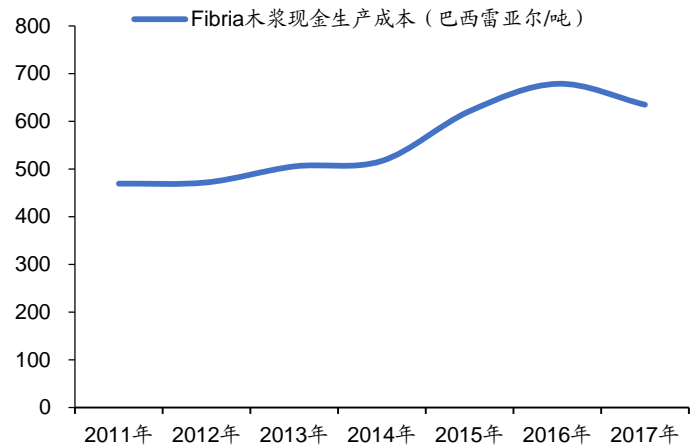
海外上市木浆生产企业成本历史数据亦表明木浆生产成本波动较小。以芬兰Stora Enso和巴西Fibria为例，2011年以来，除去汇率变动影响，木浆成本整体平稳。且根据2007年和2010年世界各地木浆生产成本对比可知，木浆生产成本变化较小。

图32: Stora Enso纸浆生产总成本



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

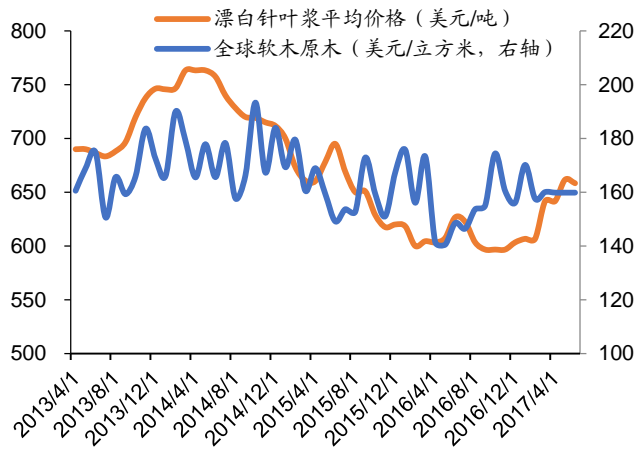
图 33: Fibria 木浆现金生产成本



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

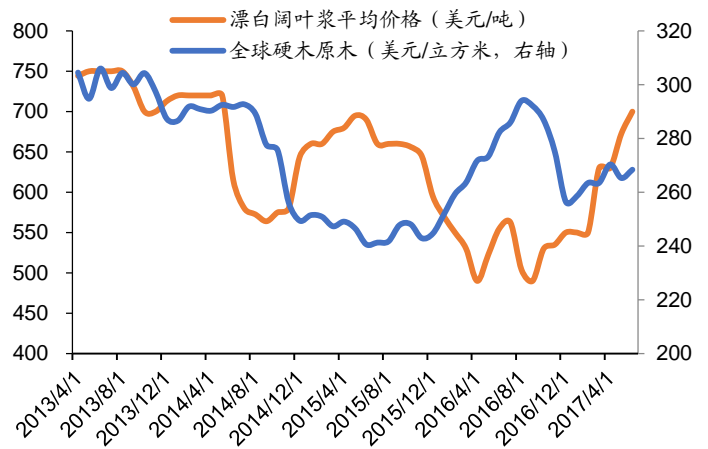
硬木原木价格领先漂白阔叶浆价格波动，软木价格对浆价无明显影响。由于纤维是生产木浆的重要原料，木片价格是浆价的影响因素之一，就历史数据来看，硬木原木价格领先阔叶浆价格约1年左右时间。针叶浆价格与软木价格未呈现明显相关性，以Stora Enso为例，木片价格波动幅度较小，因此木片价格对整体浆价影响有限。

图34: 软木原木价格与国际漂白针叶浆价格走势



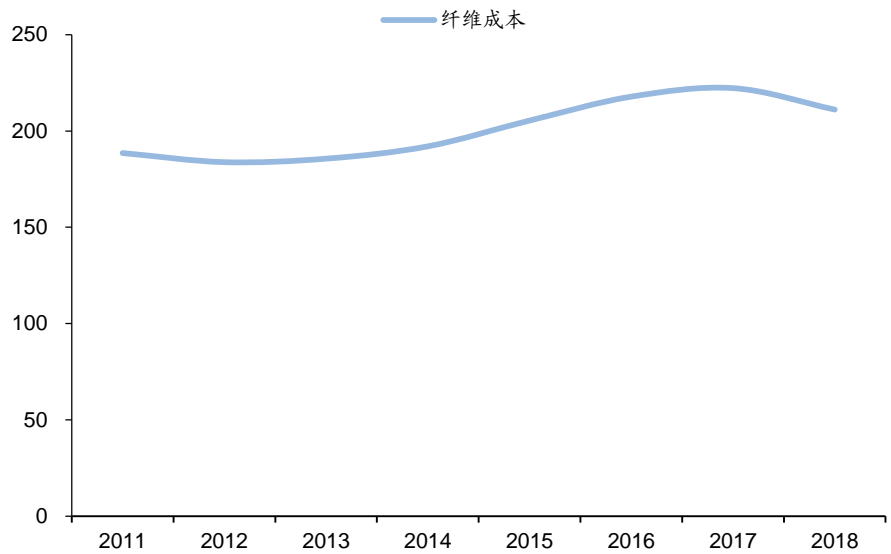
数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

图 35: 硬木原木价格领先国际漂白阔叶浆价格波动



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

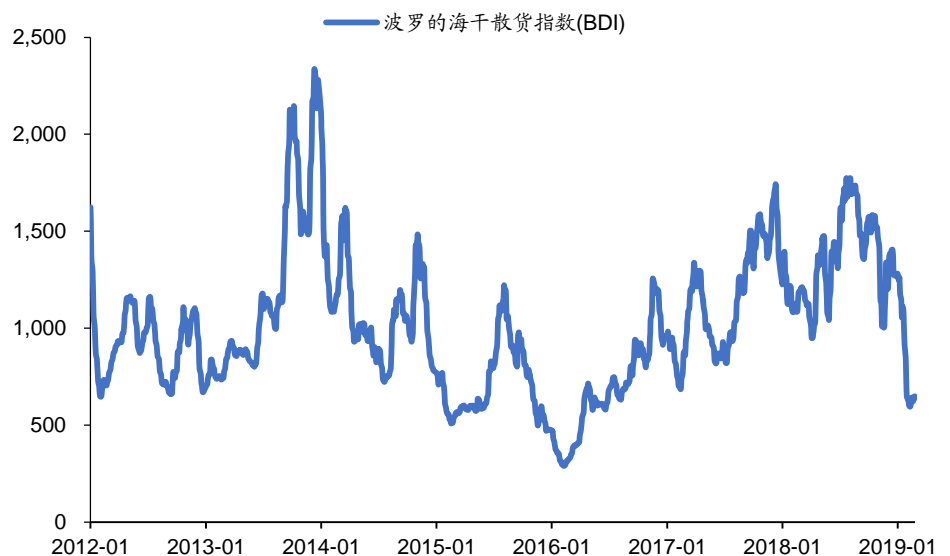
图36: Stora Enso纤维成本波动幅度较小 (欧元/吨)



资料来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

运输成本短期内对浆价影响有限。由于进口海外浆厂木浆需要远距离运输，运输成本对木浆价格具有一定的影响，以Stora Enso为例，运输成本占其总成本的10%左右。2018年9月以来，由于全球贸易不确定性加强，BDI指数整体呈下降趋势。全球贸易总量减少背景下，运输成本大幅上涨可能性较小，因此运输成本短期内对木浆价格影响有限。

图37: 波罗的海干散货指数处于相对低位



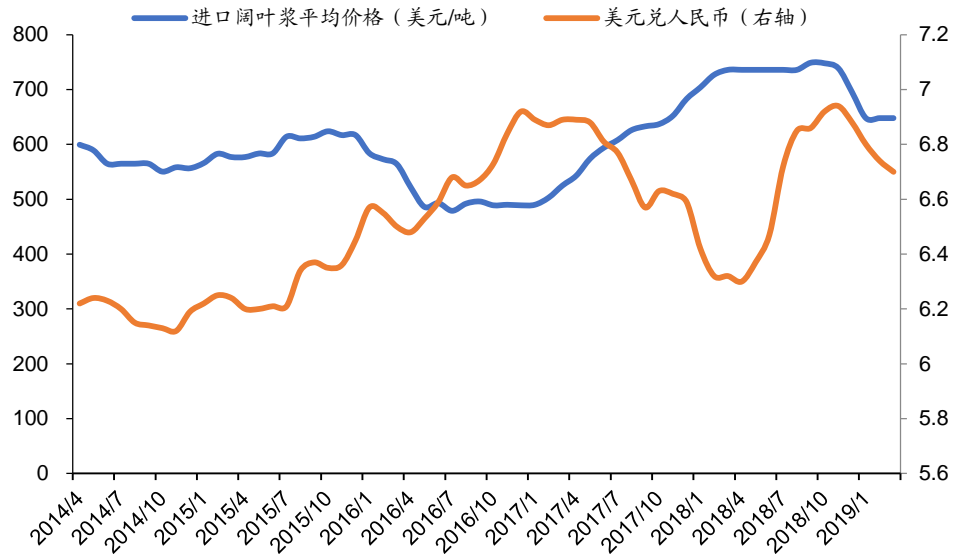
资料来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

4.2 汇率波动影响木浆进口企业原料成本

人民币升值利好国内木浆及废纸进口企业。汇率波动影响出口国浆厂成本的同时，也对进口国用浆企业造成影响，受人民币汇率变动和国际浆价变动双因素影响，国内纸企近期原材料成本下降，利润率提升。如果2019年人民币兑美元汇率整体升值趋势延续，假设国际纸浆价格不变，人民币汇率由2018年的平均6.61升值为

6.4, 纸企不因汇兑收益降低产品价格, 大型纸厂均有望受益。

图38: 进口阔叶浆价与人民币汇率走势



资料来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

根据公司年报及债券评级报告书等信息披露, 给予下表所示假设, 人民币兑美元汇率2019年升至6.4均可带来汇兑收益, 按照当期上市公司归母净利润计算影响比例在10%左右。

表3: 重点公司净利润人民币汇率影响占比情况

股票代码	股票名称	报告期归母净利润 (亿元)		当期净利润影响占比
		2017/12/31	2018/12/31	
000488.SZ	晨鸣纸业	37.69		7.48%
002078.SZ	太阳纸业	20.24		10.63%
600567.SH	山鹰纸业	20.15		10.95%
02689.HK	玖龙纸业		78.48	2.72%
600308.SH	华泰股份	6.74		22.95%

资料来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

说明: 假设 1: 2017 年木浆进口平均价格 4300 元/吨

假设 2: 2017 年废纸进口平均价格 250 美元/吨

假设 3: 2018 年废纸进口平均价格 200 美元/吨

假设 4: 包装纸原料系数为 1.1, 文化纸原料木浆系数 0.7

假设 5: 假设 2019 年人民币汇率年均值调整为 6.4

5 核心推荐标的：太阳纸业

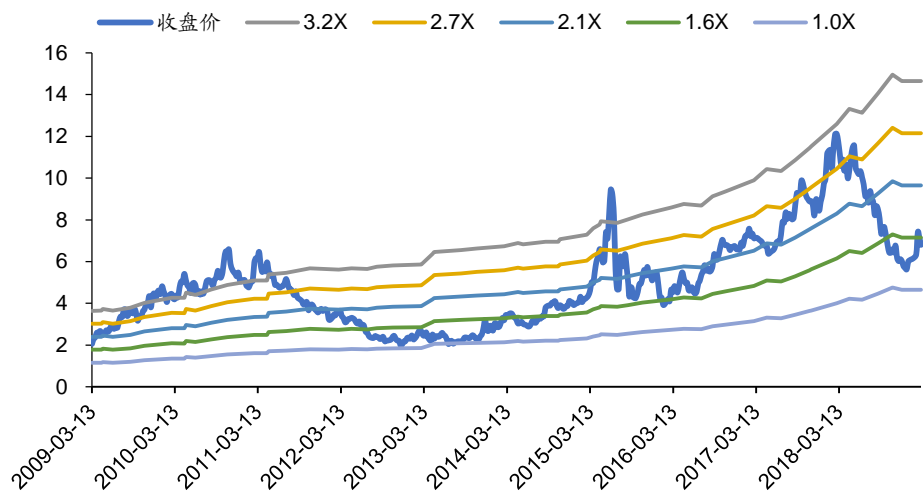
以PB视角重估太阳纸业，我们发现：

1) 公司资产盈利稳定性强。造纸行业虽具有一定周期属性，但太阳纸业自2012年后ROE逐年提升，现有资产具备稳定的盈利能力，即便在2012-2015年造纸行业下行周期中，依靠公司造纸行业内多元化产业发展，净利润依然逐年提升。新业务方向纸浆及箱板纸行业注重上游原材料资源整合，浆价中枢中长期看涨，公司向上游延伸有望从产业一体化角度增强资产盈利能力。

2) 从PB历史数据来看公司目前处于估值底部。近十年公司历史数据显示，2012年下半年至2013年上半年公司PB长期在1倍左右徘徊，当时国内造纸行业正经历四万亿投资后行业产能集中释放供过于求的阵痛期，随着公司溶解浆、生活用纸多元化业务发展，PB估值逐渐修复。按照公司2018年三季报数据，3月8日收盘价对应PB1.49倍，从历史数据对比处于估值底部，随着浆价中长期中枢上移产品提价盈利改善，PB有向上修复空间。

3) 文化纸行业有望于2019H2进入补库周期，行业盈利改善提升PB。公司2018年三季度末净资产为121.68亿元，业绩快报显示全年净利润预计为22.34亿元。浆价中枢中长期上移，国内文化纸行业格局稳定，产品价格长期向上，考虑公司分红及老挝项目投资，PB中枢有望回升至1.5倍以上。

图39：太阳纸业3月8日收盘PB为1.49倍



数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

公司2019年增量主要来自于新增产能利用率提升。兖州20万吨特种纸项目、邹城基地80万吨高档箱板纸和老挝30万吨化学浆等2018年建成投产项目有望于2019年逐步释放产能。原材料端若木浆价格大幅上涨，老挝年产30万吨化学浆项目可适时转产，增强公司盈利稳定性。考虑人民币汇率升值影响，其2017木浆采购金额41.51亿元，汇率变化有望增厚公司业绩2.15亿元，占当年公司归母净利润的10.63%，人民币升值利润弹性较大。

基于公司产能投产计划，预计2018-2020年公司营业收入分别为216.5、239.3、253.3亿元，归母净利润分别为22.3、23.0、24.5亿元，当前股价对应2018年8.1xPE，我们认为原材料成本优势有望不断增强抗风险能力，参考申万造纸行业

分类上市公司，若剔除特种纸及亏损企业，平均PE (TTM) 为10.0倍，估值仍存提升空间，维持公司“买入”评级。

表4: 相关可比公司估值表

股票代码	公司简称	单位	当前股价	EPS (元)			PE (x)		
			(2019/3/11)	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
002078.SZ	太阳纸业	人民币	6.96	0.78	0.86	0.89	11.89	8.09	7.82
000488.SZ	晨鸣纸业	人民币	6.84	1.95	1.24	1.34	8.56	5.52	5.10
02689.HK	玖龙纸业	港元	8.08	0.94	1.68	1.08	10.02	4.81	7.48
02314.HK	理文造纸	港元	6.92	1.11	1.10	1.00	8.29	6.29	6.92
IP.N	国际纸业	美元	45.77	5.19	4.85	5.13	17.26	9.44	8.92
STERV.FH	斯道拉恩索	美元	13.13	1.02	1.65	1.31	16.73	7.96	10.02

数据来源: Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

注: 表中 A 股标的的盈利预测均来自 Wind 一致预测, EPS 单位为人民币元; 港股、美股标的的盈利预测来自 Bloomberg 一致预测, 港股 EPS 单位为港币, 美股 EPS 单位为美元, 美股标的为 3 月 8 日收盘价对应数据

6 风险提示

木浆主产国因政策变动或生产事故导致供给超预期收缩, 新产能投放进度不及预期; 经济增速下滑导致下游需求低于预期; 行业价格战激烈, 主要纸种价格大幅回落; 其他原材料替代需求增长。原材料废纸政策加速海外进口废纸下降, 固废供需失衡。贸易纠纷导致海外出口不确定性增加, 影响随出口品出口的包装用纸需求。海外进口成品纸波动影响。工业用纸企业新产能投放爬坡期盈利波动大, 新产能海外扩张受政策、管理等方面制约; 消费用纸方面: 新产品推广不及预期, 渠道拓展不及预期。

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 汪达：分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 陆逸：联系人，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
- 徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。