

造纸行业深度研究报告

静待时间玫瑰绽放：短待需求回暖，长看核心资产价值

推荐（维持）

- **追本溯源：造纸行业运行与宏观经济高度相关：**4月1日公布的3月份中国制造业采购经理人指数(PMI)为50.8，处于荣枯线以上，随着宏观企稳信号逐渐释放，市场对于造纸行业的关注度逐渐提升。从历史数据的角度分析，造纸行业的产销量、价格等关键指标与宏观经济息息相关。**(1) PMI与机制纸产销量相关度明显：**从历史数据看，机制纸的产销量与PMI指数走势基本一致，2016年Q1-2017年Q4八个季度中PMI指数处于荣枯线50以上，造纸行业产、销量始终保持正增长；进入2018年Q1，PMI指数逐渐下行，到2018年Q4跌落到荣枯线以下，机制纸产、销量也随之转负。**(2) GDP增速与机制纸产销量增速相关度明显：**从历史数据看全社会GDP增速与机制纸产销量增速总体相关，2010年以来随着总体GDP增速的逐步降低，机制纸的产、销量的增速也呈现降速态势，总体看造纸行业的运行状况与总体GDP呈现幅度不同但是趋势相同的规律。**(3) PPI指数景气对于机制纸价格具有提振作用：**机制纸的价格收到各纸种供需、库存、原材料、市场情绪等综合因素的影响，但是同样受到整个社会工业品价格的联动影响，从历史数据看PPI指数的环比走势与机制纸种最具代表性的双胶纸和牛皮纸相关度明显，从数据逻辑上社会工业品生产是造纸行业的整体下游，随着PPI价格走高，社会工业品生产景气度抬升，对于纸品需求转旺，对于纸品价格有明显提振作用。
- **2018年造成造纸行业低迷的核心原因是需求疲弱，需求复苏是行业核心观察点：**我们认为造成2018年造纸行业运行疲软的核心原因是需求疲弱，成品纸产、销量普遍双降，需求端的疲软成为2018年全年纸价持续调整的核心动因，未来随着宏观经济的回暖我们认为行业需求复苏成为核心观察点。
- **造纸行业新常态：新增产能并未大规模出现，原材料成为关键：**2017年下半年以来造纸行业出现新的变化，2016年下半年-2017年上半年造纸原材料充足可得，纸价上涨主因系供给侧改革和行业经济化去产能，带来全行业受益。2017年下半年以来进口废纸、环保政策趋严，行业供需紧平衡延续，纸价高位主因系原材料紧缺，成本上涨推动纸价跟涨。**政策限制导致供给扩张缓慢：**随着环保排污许可证制度、自备电厂趋严、落后产能淘汰、持续环保督察等一系列政策收紧，行业产能扩张动力受到抑制。2017年，造纸行业固定资产投资额为3090.96亿元，同比增加1.2%，增长幅度小；新增产能集中于大型纸企，计划双胶纸、铜版纸、白卡纸、箱板瓦楞纸新增产能分别为81万吨、20万吨、75万吨和725万吨，考虑行业退出产能和投产时间，行业整体新增产能并不大。2018年下半年以来全行业固定资产新增投资低迷，由于环保限制行业并未出现大幅度的固定资产投资驱动新增产能投产。
- **废纸新政推动，原料持续紧缺，对纸品价格构成支撑：**2017年下半年伊始，随着国内环保持续趋严、自备电厂审批受限的背景下，造纸行业新增产能受限，需求稳定，供需维持紧平衡状态。行业的边际变量在于废纸进口政策趋严导致废纸原材料紧缺，木浆供需紧平衡，原材料价格持续上涨，在行业供需维持紧平衡背景下，旺季纸价推涨。拥有原材料生产能力和海外布局的企业具备产能和成本优势，太阳纸业在老挝的木浆和废纸浆的布局价值持续凸显。
- **从PB角度看估值：短期安全边际明显，长期参照08年H1及15年H1：**2018年下半年以来随着全行业需求疲弱和纸价调整，造纸板块估值持续调整，我们认为目前从PB角度看造纸股仍处于历史上较低位置，为造纸股提供安全边际。**短期行业受益宏观经济复苏带来需求转暖，长期看造纸中的优质资产静待花开，建议关注太阳纸业、华泰股份、晨鸣纸业。**
- **风险提示：**宏观经济大幅下行致需求大幅下滑，造纸行业格局发生重大变化。

华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

电话：010-63215669

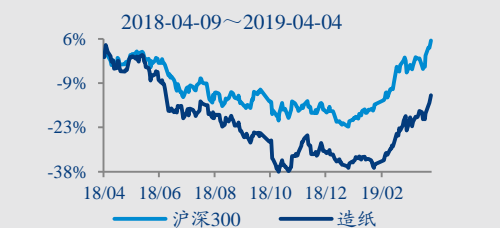
邮箱：gewenxin@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	21	0.58
总市值(亿元)	1,662.86	0.25
流通市值(亿元)	1,294.17	0.27

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	9.54	16.72	-8.47
相对表现	3.97	-1.41	-13.85



相关研究报告

《造纸行业跟踪报告：12月份造纸产业链库存数据出炉，青岛港木浆库存去化缓慢》

2019-01-13

《造纸行业跟踪报告：1月份造纸产业链库存数据出炉，青岛港木浆库存创新高》

2019-02-22

《造纸行业跟踪报告：2月份造纸产业链库存数据出炉，青岛港木浆库存创新高，废纸系库存回升》

2019-03-17

目 录

一、追本溯源：造纸行业运行与宏观经济高度相关.....	5
(一) PMI 与机制纸产销量相关度明显.....	5
(二) GDP 增速与机制纸产销量增速相关度明显.....	5
(三) PPI 指数景气对于机制纸价格具有提振作用.....	6
二、2018 年造成造纸行业低迷的核心原因是需求疲弱，需求复苏是行业核心观察点.....	7
(一) 新闻纸：原材料进口废纸受限，进口新闻纸增加.....	7
(二) 印刷书写用纸：总体保持平稳，产销量略小于 2017 年.....	8
(三) 铜版纸：需求较弱叠加汇率贬值，进口增加国内产销双弱.....	9
(四) 生活用纸：产量保持平稳，消费量维持增长.....	10
(五) 白板纸：产销量双降，灰底白板纸持续退出市场.....	10
(六) 箱板瓦楞纸：国内产销量大幅下降，进口量大幅增长.....	11
三、造纸行业新常态：新增产能并未大规模出现，原材料成为关键.....	13
(一) 2016 年下半年-2017 年上半年：原材料充足，供给侧改革和环保推动供需结构改善是行业主线.....	13
(二) 环保导致大规模产能扩张并未出现，行业固定资产投资低迷.....	14
(三) 废纸新政推动，原料持续紧缺，对纸品价格构成支撑.....	14
1、2017 年下半年以来废纸进口限制政策动作频频.....	14
2、废纸进口限制严格，加剧原材料紧张形势.....	15
(四) 原材料紧俏背景下，自主造浆+海外布局价值凸显.....	16
四、从 PB 角度看估值：短期安全边际明显，长期参照 08 年 H1 及 15 年 H1.....	18
五、风险提示.....	19

图表目录

图表 1: 机制纸总产量与 PMI 走势相关.....	5
图表 2: 机制纸总销量与 PMI 走势相关.....	5
图表 3: 机制纸总产量增速与 GDP 增速走势相关.....	6
图表 4: 机制纸总销量增速与 GDP 增速走势相关.....	6
图表 5: PPI 环比增速与双胶纸价格对比.....	6
图表 6: PPI 环比增速与牛皮纸价格对比.....	6
图表 7: 预计 2018 年新闻纸生产量约下降 19%.....	7
图表 8: 预计 2018 年新闻纸消费量约下降 10%.....	7
图表 9: 预计 2018 年新闻纸进口量约为 50 万吨.....	8
图表 10: 预计 2018 年新闻纸出口量小于 1 万吨.....	8
图表 11: 预计 2018 年非涂布文化纸产量约下降 2%.....	8
图表 12: 预计 2018 年非涂布文化纸销量约下降 1%.....	8
图表 13: 预计 2018 年非涂布文化纸进口量约为 80 万吨.....	9
图表 14: 预计 2018 年非涂布文化纸出口量约 100 万吨.....	9
图表 15: 预计 2018 年铜版纸产量约下降 11%.....	9
图表 16: 预计 2018 年铜版纸销量约下降 8%.....	9
图表 17: 预计 2018 年铜版纸进口量约为 40 万吨.....	10
图表 18: 预计 2018 年铜版纸出口量约为 100 万吨.....	10
图表 19: 预计 2018 年生活用纸产量持平.....	10
图表 20: 预计 2018 年生活用纸消费量同比增长 1-3%.....	10
图表 21: 预计 2018 年白纸板产量约下降 6%.....	11
图表 22: 预计 2018 年白纸板销量约下降 1.5%.....	11
图表 23: 预计 2018 年白纸板进口量约为 80 万吨.....	11
图表 24: 预计 2018 年白纸板出口量约为 150 万吨.....	11
图表 25: 预计 2018 年箱板纸产量约下降 12%.....	11
图表 26: 预计 2018 年箱板纸销量约下降 10%.....	11
图表 27: 预计 2018 年箱板纸进口量约为 180 万吨.....	12
图表 28: 预计 2018 年箱板纸出口量小于 10 万吨.....	12
图表 29: 预计 2018 年瓦楞纸产量约下降 12%.....	12
图表 30: 预计 2018 年瓦楞纸销量约下降 10%.....	12
图表 31: 预计 2018 年瓦楞纸进口量约为 110 万吨.....	12
图表 32: 预计 2018 年瓦楞纸出口量仍维持极低水平.....	12
图表 33: 2014 年-2015 年纸企亏损总额处于历史峰值.....	13

图表 34: 纸企数量自 2014 年逐渐减少	13
图表 35: 2014 年-2016 年上半年纸企固定资产投资停滞	13
图表 36: 纸及纸板消费量自 2012 年以后缓幅上升	13
图表 37: 2018 年下半年以来造纸固定资产投资低迷	14
图表 38: 大纸企各纸种新增产能统计	14
图表 39: 废纸新规出台, 国废价格一路上涨	15
图表 40: 2017 年下半年以来废纸审批量大幅下滑	15
图表 41: 预计 2018 年进口废纸量大幅降低	15
图表 42: 预计 2018 年木浆进口量仍维持稳定增长	16
图表 43: 太阳纸业、晨鸣纸业新建浆纸产能	16
图表 44: 太阳纸业老挝基地布局	17
图表 45: 太阳纸业 1.6 倍 PB 为历史较低 PB 位置, 08 年和 15 年均突破 3.5 倍	18
图表 46: 华泰股份 0.9 倍 PB 为历史较低 PB 位置, 08 年和 15 年均达到 2 倍	19
图表 47: 晨鸣纸业 1.1 倍 PB 为历史较低 PB 位置, 08 年和 15 年均突破 1.7 倍	19

一、追本溯源：造纸行业运行与宏观经济高度相关

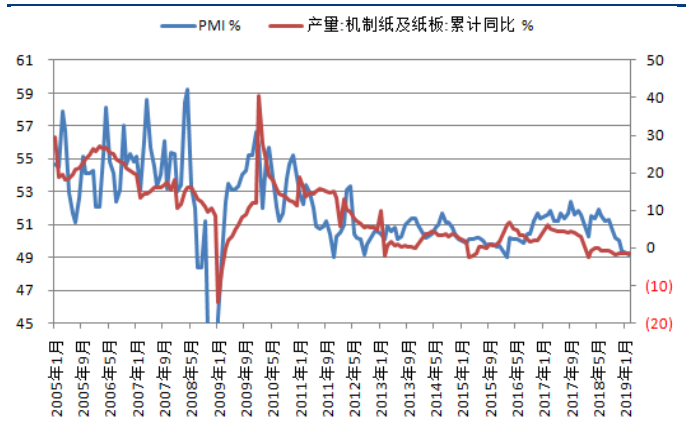
4月1日公布的3月份中国制造业采购经理人指数(PMI)为50.8，处于荣枯线以上，随着宏观企稳信号逐渐释放，市场对于造纸行业的关注度逐渐提升。从历史数据的角度分析，造纸行业的产销量、价格等关键指标与宏观经济息息相关。

(一) PMI与机制纸产销量相关度明显

从历史数据看，机制纸的产销量与PMI指数走势基本一致，2016年Q1-2017年Q4八个季度中PMI指数处于荣枯线50以上，造纸行业产、销量始终保持正增长；进入2018年Q1，PMI指数逐渐下行，到2018年Q4跌落到荣枯线以下，机制纸产、销量也随之转负。

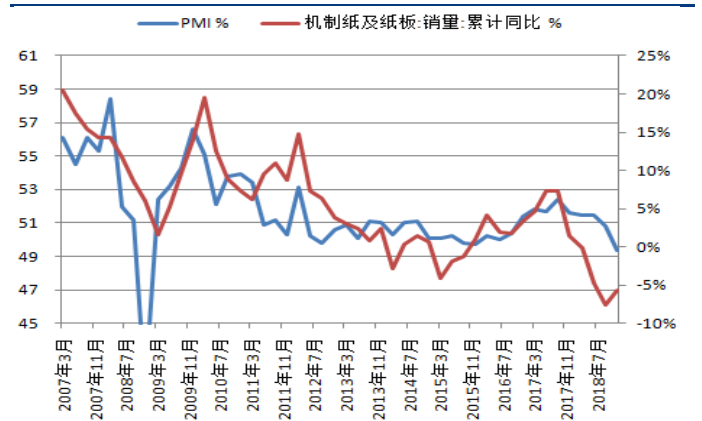
从数据逻辑角度PMI作为衡量制造业运行状况的关键指标，表征了整个经济的运行状况，造纸行业的下游同样与整个制造业的运行息息相关，文化纸下游的社会文化需求、宣传刊印需求以及包装纸下游的国内零售、出口和快递需求均与制造业的运行相关度很大。

图表 1：机制纸总产量与 PMI 走势相关



资料来源：卓创资讯，Wind，华创证券

图表 2：机制纸总销量与 PMI 走势相关

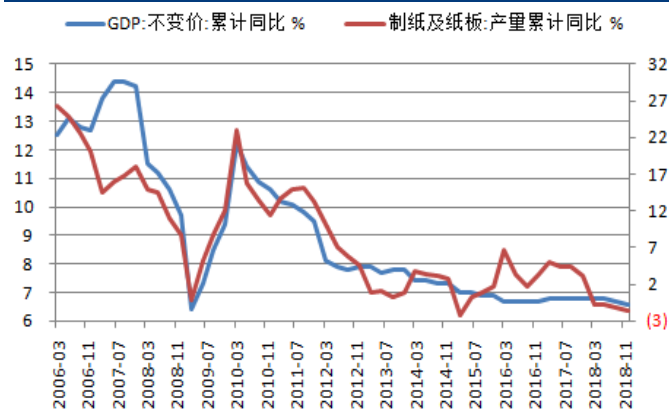


资料来源：卓创资讯，Wind，华创证券

(二) GDP 增速与机制纸产销量增速相关度明显

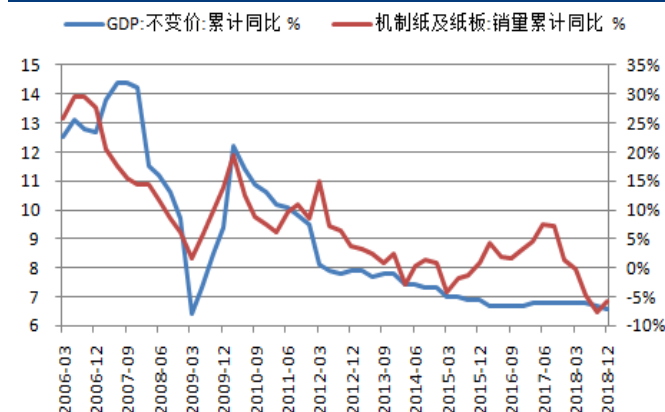
从历史数据看全社会 GDP 增速与机制纸产销量增速总体相关，2010 年以来随着总体 GDP 增速的逐步降低，机制纸的产、销量的增速也呈现降速态势，总体看造纸行业的运行状况与总体 GDP 呈现幅度不同但是趋势相同的规律。

图表 3: 机制纸总产量增速与 GDP 增速走势相关



资料来源: 卓创资讯, Wind, 华创证券

图表 4: 机制纸总销量增速与 GDP 增速走势相关

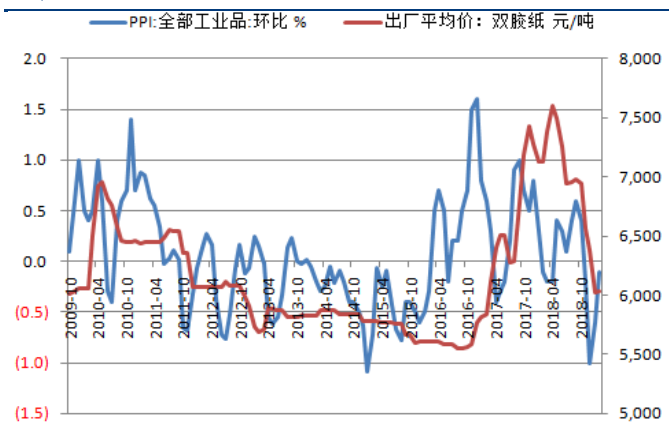


资料来源: 卓创资讯, Wind, 华创证券

(三) PPI 指数景气对于机制纸价格具有提振作用

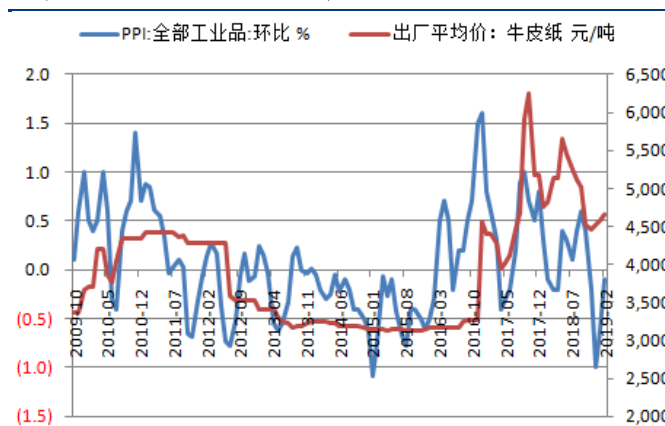
机制纸的价格收到各纸种供需、库存、原材料、市场情绪等综合因素的影响, 但是同样受到整个社会工业品价格的联动影响, 从历史数据看 PPI 指数的环比走势与机制纸种最具代表性的双胶纸和牛皮纸相关度明显, 从数据逻辑上社会工业品生产是造纸行业的整体下游, 随着 PPI 价格走高, 社会工业品生产景气度抬升, 对于纸品需求转旺, 对于纸品价格有明显提振作用。

图表 5: PPI 环比增速与双胶纸价格对比



资料来源: 卓创资讯, Wind, 华创证券

图表 6: PPI 环比增速与牛皮纸价格对比



资料来源: 卓创资讯, Wind, 华创证券

二、2018年造成造纸行业低迷的核心原因是需求疲弱，需求复苏是行业核心观察点

我们认为造成2018年造纸行业运行疲软的核心原因是需求疲弱，成品纸产、销量普遍双降，需求端的疲软成为2018年全年纸价持续调整的核心动因，未来随着宏观经济的回暖我们认为行业需求复苏成为核心观察点。

预计2018年全年造纸数据疲弱：（1）**新闻纸：**受到媒体脱纸化的影响，新闻纸产销量长期下行，目前国内生产新闻纸企业数大幅减少，年产超过10万吨的新闻纸企业只有4家，产能接近200万吨，2018年行业受到需求较弱和原材料废纸进口受限的双重影响。预计2018年全年新闻纸生产量为190万吨以下，同比下降约19%，消费量为240万吨，同比下降约9%，进口量约50万吨，出口量小于1万吨。（2）**非涂布印刷书写用纸：**总体产、销保持平稳，行业总体略弱于17年，预计2018年全年未涂布印刷书写纸生产量约为1750万吨，较上年下降约2%；全年消费量约1730万吨，下降约1%，全年消费量约1730万吨，下降约1%。出口约100万吨，进口约80万吨。（3）**铜版纸：**2018年以来铜版纸国内需求较弱，由于汇率和纸价等因素，进口量增加而出口量减少。预计2018年铜版纸时产量约为600万吨，下降约11%；出口量约100万吨，同比下降约18%；进口量约40万吨，同比增长约20%；全年消费量约为540万吨，比上年下降约8%。（4）**生活用纸：**预计2018年生活用纸产量与上年持平，为960万吨左右；国内消费量903万吨左右，同比增长1-3%。（5）**白纸板：**2018年白纸板行业产、销双降，预计2018年白纸板行业产量为1350万吨，同比下降约6%，主要是灰底白纸板持续减少，白纸板消费量约为1280万吨，同比下降1.5%。出口量约150万吨，比上年下降约20%；进口量约80万吨，增长约30%。（6）**箱板瓦楞纸：**2018年国内箱板瓦楞纸需求疲弱，箱板瓦楞纸产销量双降，预计箱板纸产量约为2100万吨，下降约12%，消费量约为2270万吨，下降约10%。进口量约180万吨，增长约30%，出口量不会超过10万吨，下降约20%。2018年瓦楞原纸产量约为2050万吨左右，同比下降约12%，全年消费量预计在2160万吨，同比下降约10%。进口量约为110万吨，增长约70%，出口量极少。

（一）新闻纸：原材料进口废纸受限，进口新闻纸增加

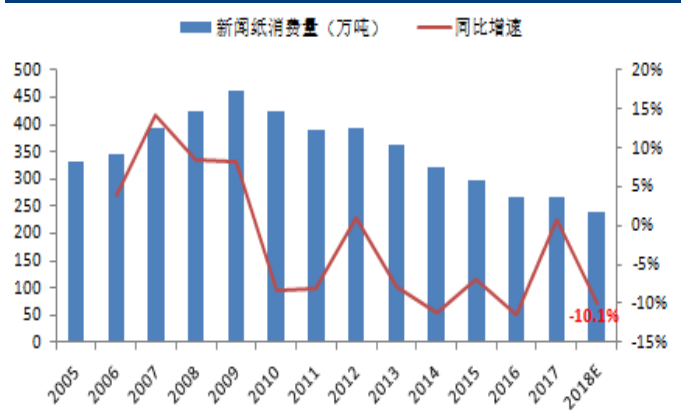
受到媒体脱纸化的影响，新闻纸产销量长期下行，目前国内生产新闻纸企业数大幅减少，年产超过10万吨的新闻纸企业只有4家，产能接近200万吨，2018年行业受到需求较弱和原材料废纸进口受限的双重影响。预计2018年全年新闻纸生产量为190万吨以下，同比下降约19%，消费量为240万吨，同比下降约9%，进口量约50万吨，出口量小于1万吨。

图表 7：预计 2018 年新闻纸生产量约下降 19%



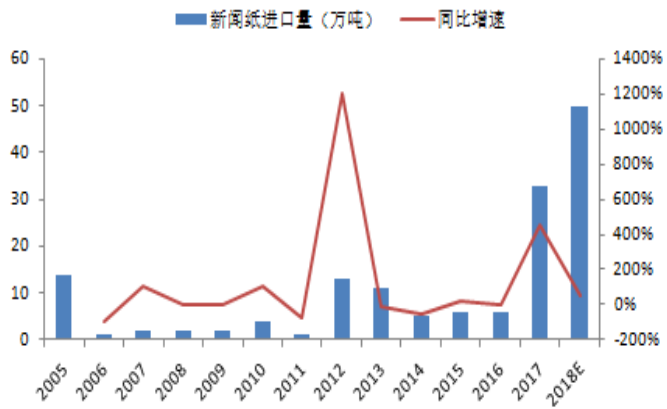
资料来源：中国造纸协会官网，华创证券

图表 8：预计 2018 年新闻纸消费量约下降 10%



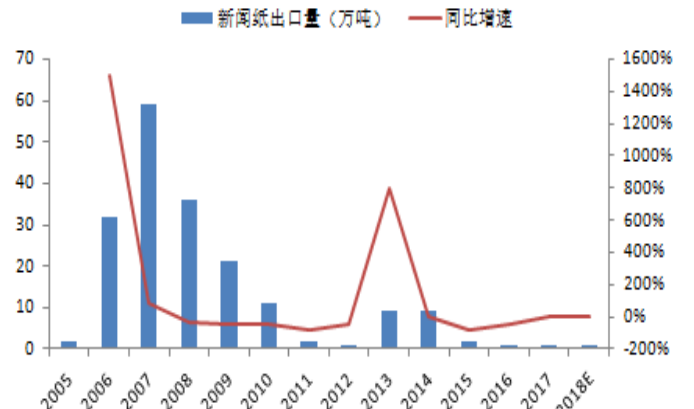
资料来源：中国造纸协会官网，华创证券

图表 9: 预计 2018 年新闻纸进口量约为 50 万吨



资料来源: 中国造纸协会官网, 华创证券

图表 10: 预计 2018 年新闻纸出口量小于 1 万吨

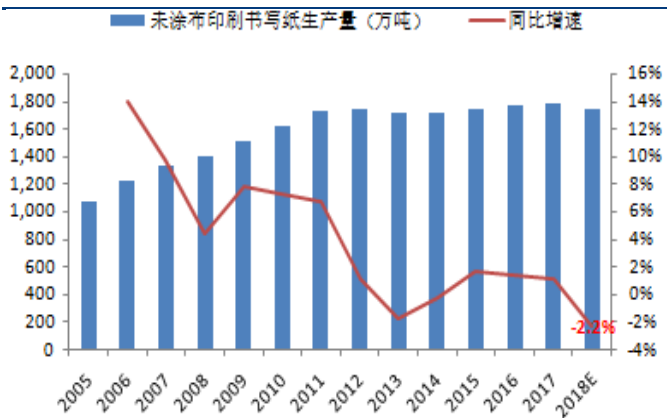


资料来源: 中国造纸协会官网, 华创证券

(二) 印刷书写用纸: 总体保持平稳, 产销量略小于 2017 年

非涂布印刷书写用纸总体产、销保持平稳, 行业总体略弱于 17 年, 预计 2018 年全年未涂布印刷书写纸生产量约为 1750 万吨, 较上年下降约 2%; 全年消费量约 1730 万吨, 下降约 1%, 全年消费量约 1730 万吨, 下降约 1%。出口约 100 万吨, 进口约 80 万吨。

图表 11: 预计 2018 年非涂布文化纸产量约下降 2%



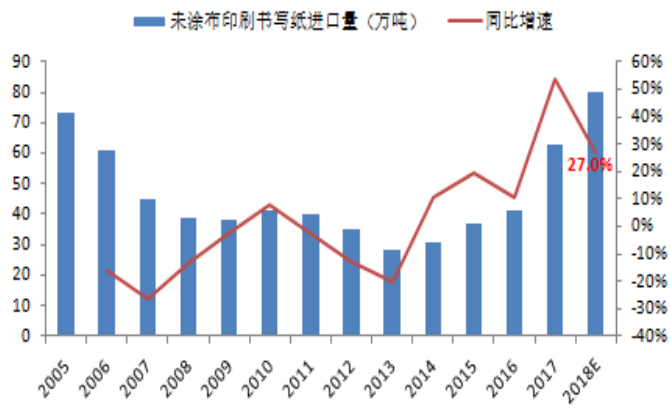
资料来源: 中国造纸协会官网, 华创证券

图表 12: 预计 2018 年非涂布文化纸销量约下降 1%



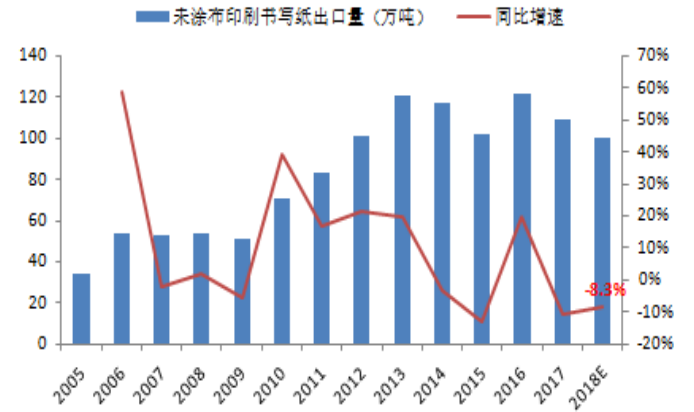
资料来源: 中国造纸协会官网, 华创证券

图表 13: 预计 2018 年非涂布文化纸进口量约为 80 万吨



资料来源: 中国造纸协会官网, 华创证券

图表 14: 预计 2018 年非涂布文化纸出口量约 100 万吨



资料来源: 中国造纸协会官网, 华创证券

(三) 铜版纸: 需求较弱叠加汇率贬值, 进口增加国内产销双弱

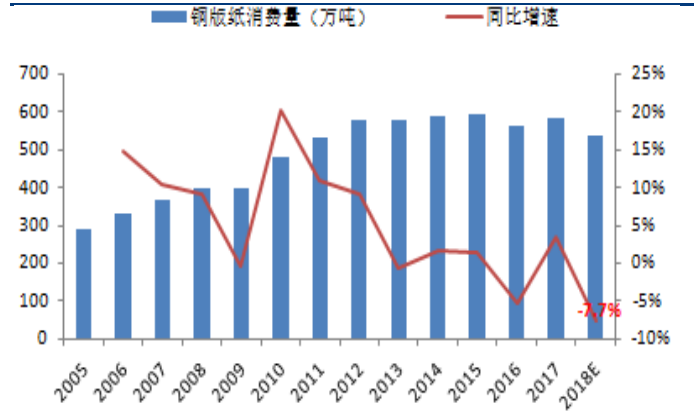
2018 年以来铜版纸国内需求较弱, 由于汇率和纸价等因素, 进口量增加而出口量减少。预计 2018 年铜版纸时产量约为 600 万吨, 下降约 11%; 出口量约 100 万吨, 同比下降约 18%; 进口量约 40 万吨, 同比增长约 20%; 全年消费量约为 540 万吨, 比上年下降约 8%。

图表 15: 预计 2018 年铜版纸产量约下降 11%



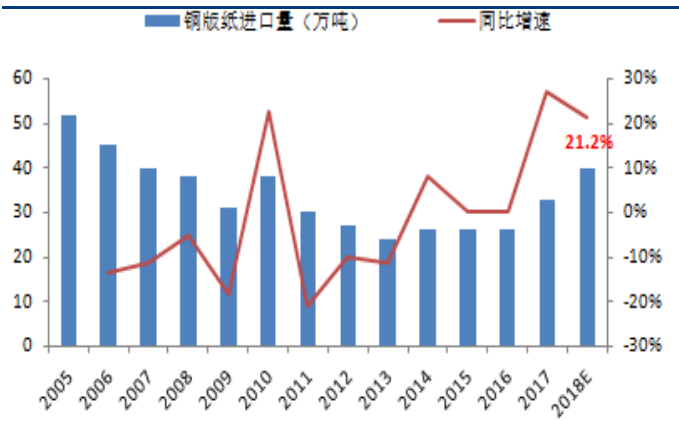
资料来源: 中国造纸协会官网, 华创证券

图表 16: 预计 2018 年铜版纸销量约下降 8%



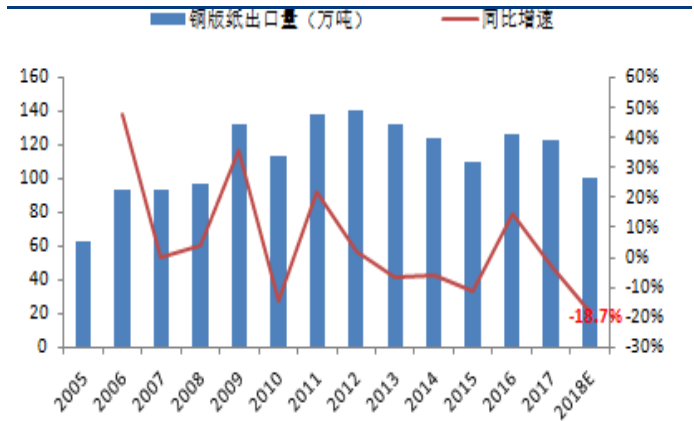
资料来源: 中国造纸协会官网, 华创证券

图表 17: 预计 2018 年铜版纸进口量约为 40 万吨



资料来源: 中国造纸协会官网, 华创证券

图表 18: 预计 2018 年铜版纸出口量约为 100 万吨

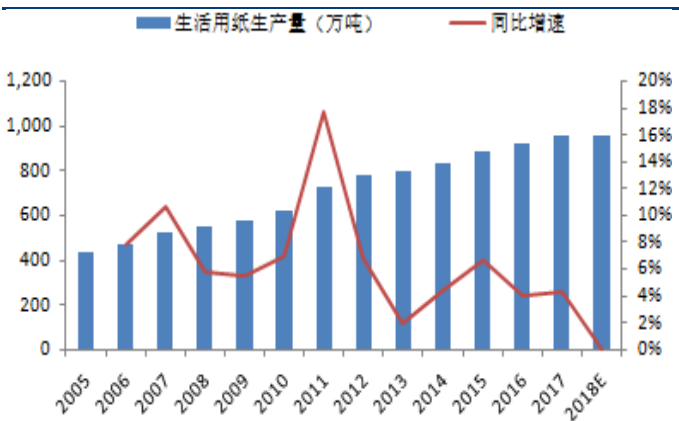


资料来源: 中国造纸协会官网, 华创证券

(四) 生活用纸: 产量保持总体平稳, 消费量维持增长

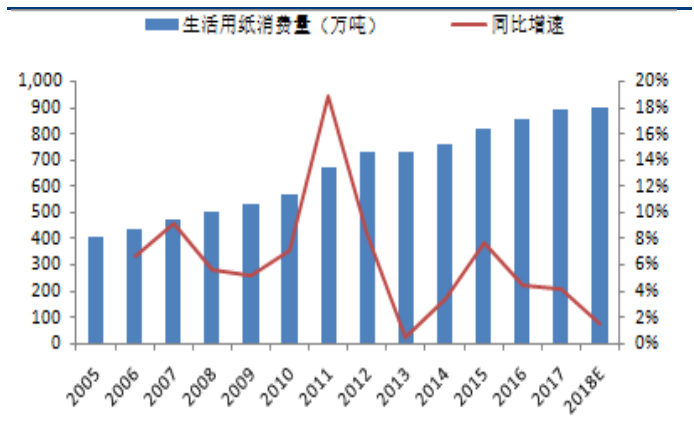
预计 2018 年生活用纸产量与上年持平, 为 960 万吨左右; 国内消费量 903 万吨左右, 同比增长 1-3%。

图表 19: 预计 2018 年生活用纸产量持平



资料来源: 中国造纸协会官网, 华创证券

图表 20: 预计 2018 年生活用纸消费量同比增长 1-3%

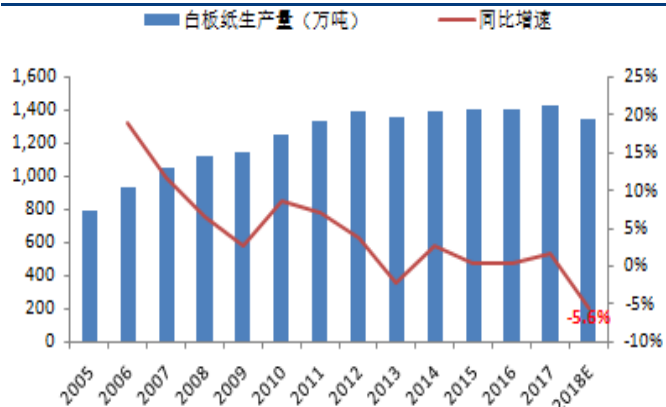


资料来源: 中国造纸协会官网, 华创证券

(五) 白纸板: 产销量双降, 灰底白纸板持续退出市场

2018 年白纸板行业产、销双降, 预计 2018 年白纸板行业产量为 1350 万吨, 同比下降约 6%, 主要是灰底白纸板持续减少, 白纸板消费量约为 1280 万吨, 同比下降 1.5%。出口量约 150 万吨, 比上年下降约 20%; 进口量约 80 万吨, 增长约 30%

图表 21: 预计 2018 年白纸板产量约下降 6%



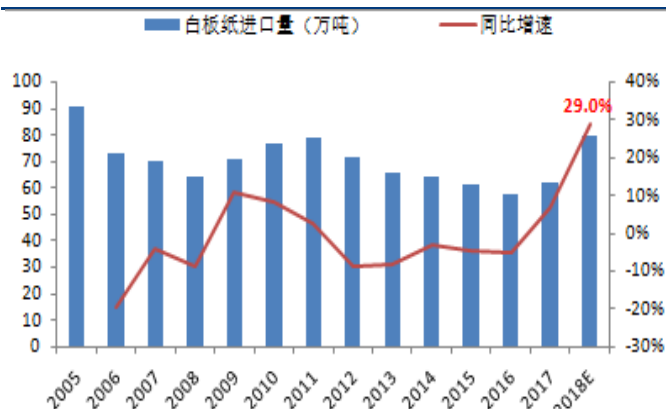
资料来源: 中国造纸协会官网, 华创证券

图表 22: 预计 2018 年白纸板销量约下降 1.5%



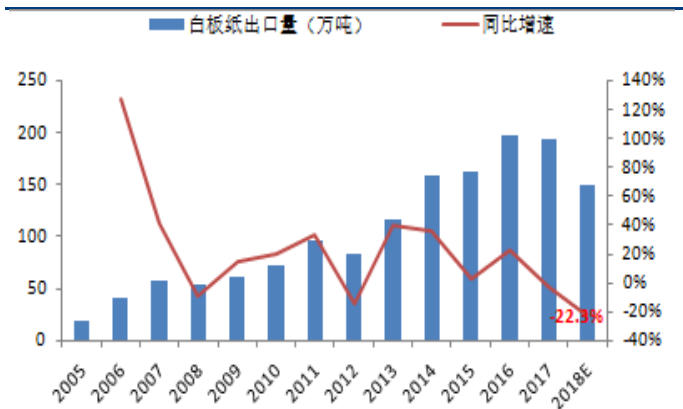
资料来源: 中国造纸协会官网, 华创证券

图表 23: 预计 2018 年白纸板进口量约为 80 万吨



资料来源: 中国造纸协会官网, 华创证券

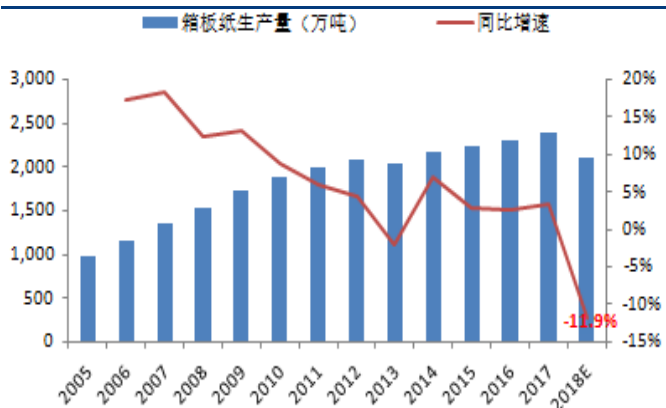
图表 24: 预计 2018 年白纸板出口量约为 150 万吨



资料来源: 中国造纸协会官网, 华创证券

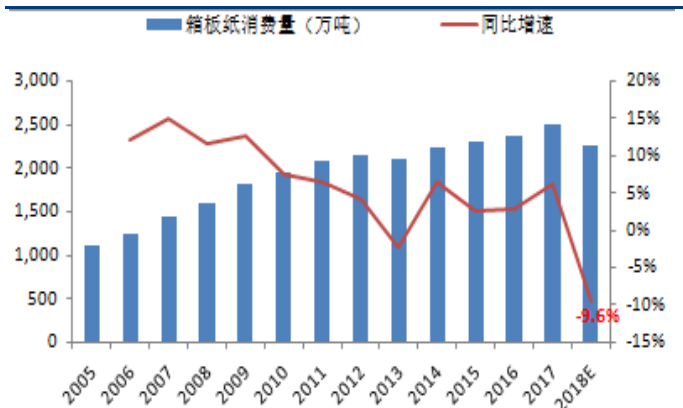
(六) 箱板瓦楞纸: 国内产销量大幅下降, 进口量大幅增长

图表 25: 预计 2018 年箱板纸产量约下降 12%



资料来源: 中国造纸协会官网, 华创证券

图表 26: 预计 2018 年箱板纸销量约下降 10%

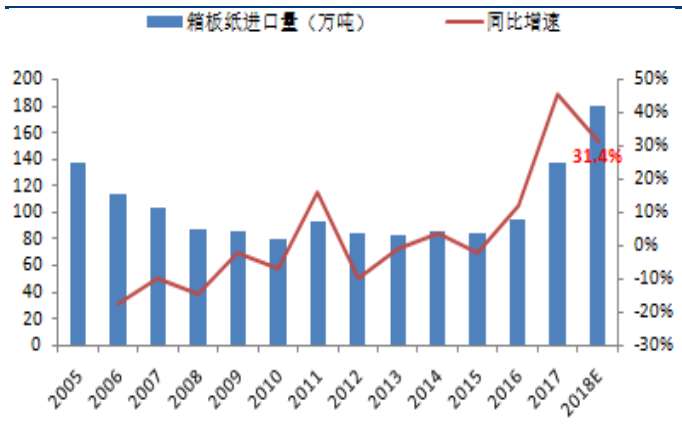


资料来源: 中国造纸协会官网, 华创证券

2018 年国内箱板瓦楞纸需求疲弱, 箱板瓦楞纸产销量双降, 预计箱板纸产量约为 2100 万吨, 下降约 12%, 消费量

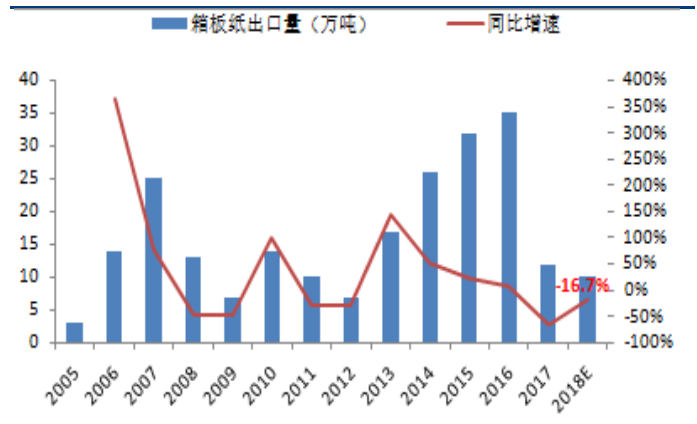
约为 2270 万吨，下降约 10%。进口量约 180 万吨，增长约 30%，出口量不会超过 10 万吨，下降约 20%。

图表 27: 预计 2018 年箱板纸进口量约为 180 万吨



资料来源: 中国造纸协会官网, 华创证券

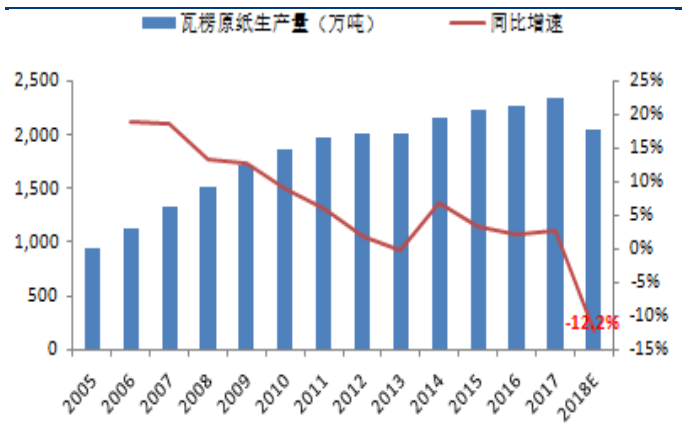
图表 28: 预计 2018 年箱板纸出口量小于 10 万吨



资料来源: 中国造纸协会官网, 华创证券

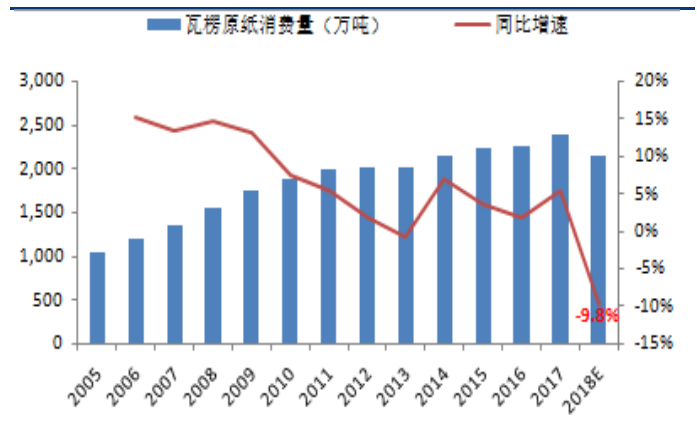
2018 年瓦楞原纸产量约为 2050 万吨左右，同比下降约 12%，全年消费量预计在 2160 万吨，同比下降约 10%。

图表 29: 预计 2018 年瓦楞纸产量约下降 12%



资料来源: 中国造纸协会官网, 华创证券

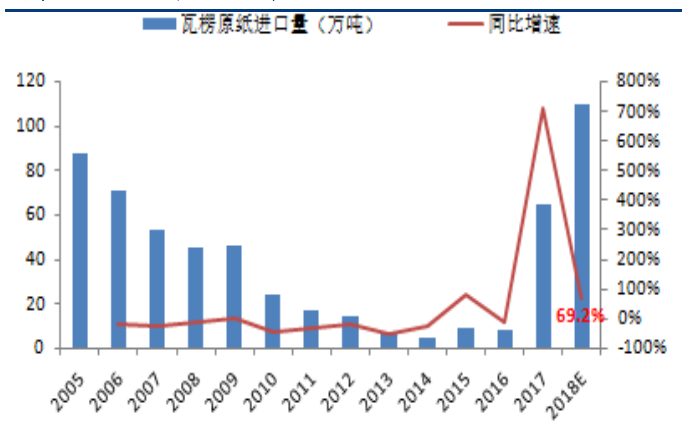
图表 30: 预计 2018 年瓦楞纸销量约下降 10%



资料来源: 中国造纸协会官网, 华创证券

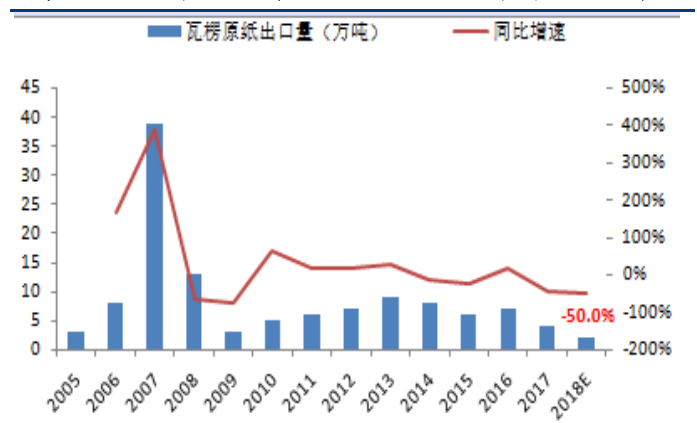
进口量约为 110 万吨，增长约 70%，出口量极少。

图表 31: 预计 2018 年瓦楞纸进口量约为 110 万吨



资料来源: 中国造纸协会官网, 华创证券

图表 32: 预计 2018 年瓦楞纸出口量仍维持极低水平



资料来源: 中国造纸协会官网, 华创证券

三、造纸行业新常态：新增产能并未大规模出现，原材料成为关键

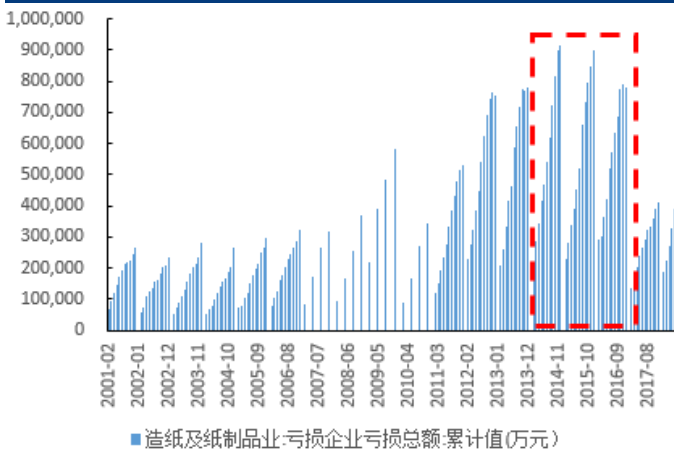
2017年下半年以来造纸行业出现新的变化，2016年下半年-2017年上半年造纸原材料充足可得，纸价上涨主因系供给侧改革和行业经济化去产能，带来全行业受益。2017年下半年以来进口废纸、环保政策趋严，行业供需紧平衡延续，纸价高位主因系原材料紧缺，成本上涨推动纸价跟涨。

（一）2016年下半年-2017年上半年：原材料充足，供给侧改革和环保推动供需结构改善是行业主线

2016年下半年开始的本轮造纸业行情主因为行业产能出清，供需结构改善拉动：（1）2011-2016年长期产能严重过剩造纸经济性低迷，亏损纸企不断退出，经济性原因致使产能出清；（2）持续供给侧改革和环保整治，关闭高污染、落后产能纸企，行业到达供需紧平衡状态。

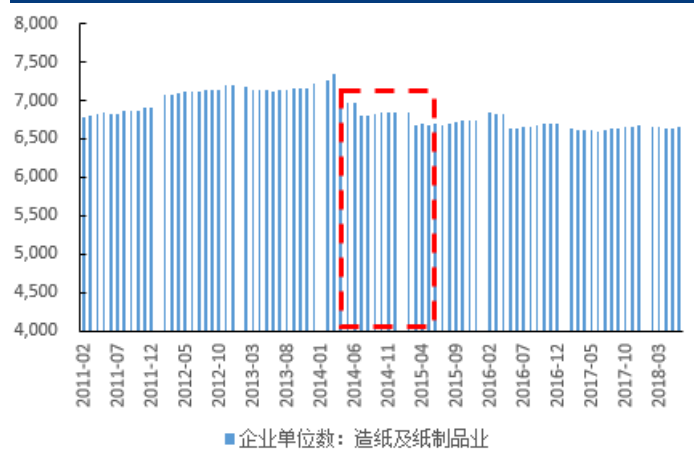
供给端：我国纸企经历了2011年-2015年长期低迷期，造成纸企亏损情况严重，2011年-2014年我国纸企亏损总额不断增长，2014年-2015年纸企亏损总额达到历史峰值，行业经济化逐步去库存。叠加2015年11月国家推出供给侧改革，淘汰造纸业落后产能，我国纸企数量自2014年以后逐渐减少，2015年底造纸单位剩余6737家。

图表 33: 2014年-2015年纸企亏损总额处于历史峰值



资料来源: Wind, 华创证券

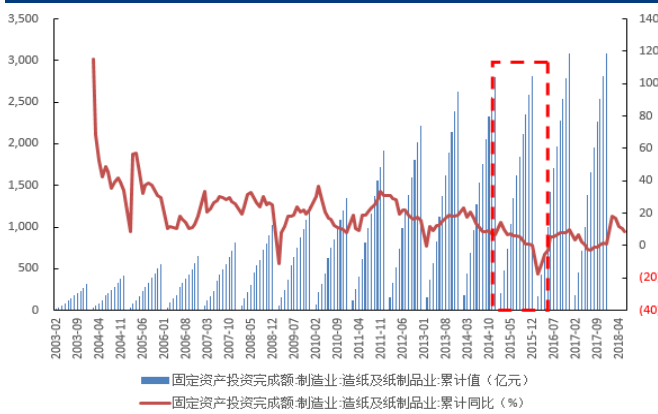
图表 34: 纸企数量自 2014 年逐渐减少



资料来源: Wind, 华创证券

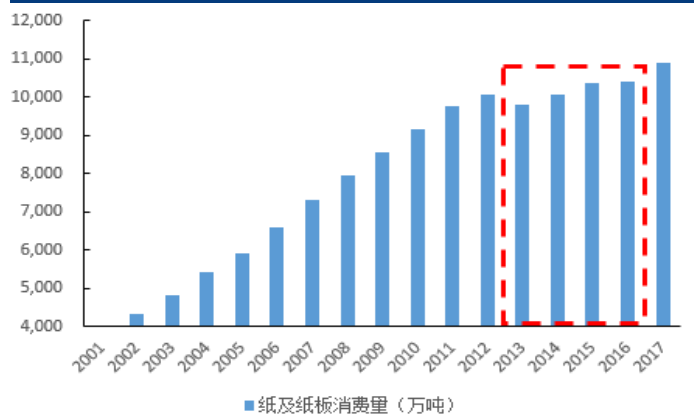
纸企固定资产投资增速放缓，特别是2014年-2016年上半年固定资产投资增速为负值。行业新增产能总体情况得到抑制并逐渐出清。

图表 35: 2014年-2016年上半年纸企固定资产投资停滞



资料来源: Wind, 华创证券

图表 36: 纸及纸板消费量自 2012 年以后缓幅上升

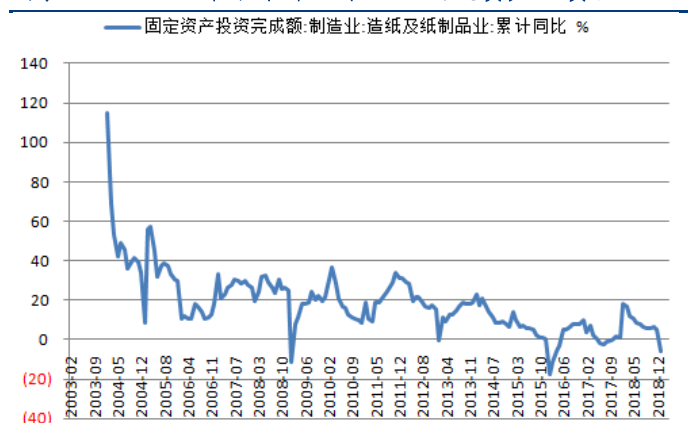


资料来源: Wind, 华创证券

（二）环保导致大规模产能扩张并未出现，行业固定资产投资低迷

政策限制导致供给扩张缓慢：随着环保排污许可证制度、自备电厂趋严、落后产能淘汰、持续环保督察等一系列政策收紧，行业产能扩张动力受到抑制。2017年，造纸行业固定资产投资额为3090.96亿元，同比增加1.2%，增长幅度小；新增产能集中于大型纸企，计划双胶纸、铜版纸、白卡纸、箱板瓦楞纸新增产能分别为81万吨、20万吨、75万吨和725万吨，考虑行业退出产能和投产时间，行业整体新增产能并不大。2018年下半年以来全行业固定资产投资低迷，由于环保限制行业并未出现大幅度的固定资产投资驱动新增产能投产。

图表 37: 2018 年下半年以来造纸固定资产投资低迷



资料来源: Wind, 华创证券

图表 38: 大纸企各纸种新增产能统计

纸种	公司名称	新增产能 (万吨)	地点
铜版纸	太阳纸业	20	山东
白卡纸	博汇纸业	75	山东
双胶纸	晨鸣纸业	51	山东
	晨鸣纸业	30	新闻纸转产
箱板瓦楞纸	玖龙纸业	200	泉州 35 万吨, 重庆 55 万吨, 河北永新 50 万吨, 溧阳 60 万吨
	山鹰纸业	127	湖北
	山鹰纸业	88	联盛纸业位于官山工业区的老基地
	阳光纸业	60	-
	意通能达	50	湖北老河口市
	金庄科技	15	利用金庄公司原有厂区及新征 78 亩土地进行建设。
	一帆纸业	60	-
	外贸平遥包装印刷	15	-
	新嘉源纸业	10	-
	茂丰纸业	10	潮州市潮安区铁铺镇工业园区
龙兴纸业	50	目前已完成建设用地的收购和设备订购, 建筑面积 4 万平方米的高档箱板纸生产车间已开工建设, 旧厂房改造工作已全面启动	
太阳纸业	40	山东省邹城市太平工业园区造纸产业园	

资料来源: 各公司公告, 各公司官网, 华创证券

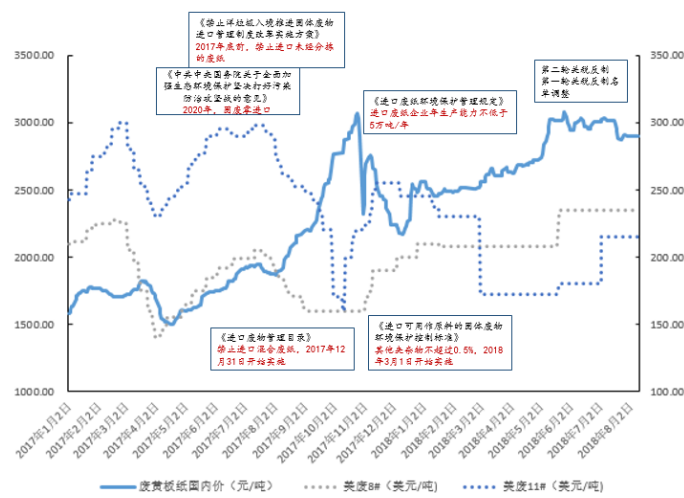
（三）废纸新政推动，原料持续紧缺，对纸品价格构成支撑

2017年下半年伊始，随着国内环保持续趋严、自备电厂审批受限的背景下，造纸行业新增产能受限，需求稳定，供需维持紧平衡状态。行业的边际变量在于废纸进口政策趋严导致废纸原材料紧缺，木浆供需紧平衡，原材料价格持续上涨，在行业供需维持紧平衡背景下，旺季纸价推涨。在此背景下，拥有原材料生产能力和海外布局的企业具备产能和成本优势，太阳纸业在老挝的木浆和废纸浆的布局价值持续凸显。

1、2017 年下半年以来废纸进口限制政策动作频频

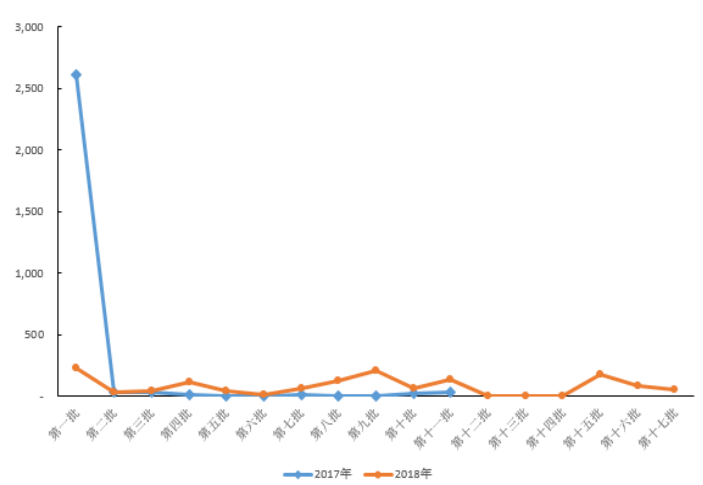
2017年下半年以来废纸政策持续严格，出台新规不断，主要包括：（1）2017年年底禁止进口混合废纸；（2）限制进口废纸企业资质；（3）2018年3月规定进口废纸其他夹杂物含量不超过0.5%；（4）2018年8月应对中美贸易战宣布对废纸浆加征关税20%、所有进口废纸加征关税25%。废纸原料受政策影响持续紧张。就废纸审批而言，在环保部2017年12月公布的首批2018年废纸审批量（历年首批为全年最大审批量的批次）大大缩减，为227万吨，而2017年首批废纸审批量为2613万吨，废纸政策执行严格，导致国废价格飙升，内外废价差持续扩大。

图表 39: 废纸新规出台, 国废价格一路上涨



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 40: 2017 年下半年以来废纸审批量大幅下滑



资料来源: 固废管理中心, 华创证券

2、废纸进口限制严格, 加剧原材料紧张形势

废纸进口限制造成废纸紧缺: 2017 年, 我国废纸进口量大幅下滑, 为 2571.94 万吨, 同比减少 9.8%, 进口依赖度逐年下滑, 2017 年为 35.6%, 预计 2018 年实际进口废纸量在 1550 万吨左右。同时, 由于废纸需求量转为国内, 而国内专业废纸回收体系尚未健全, 短期内国内尚无法大量回收废纸补充原料缺口, 造成造纸行业所需废纸整体原料持续紧缺, 国内外废纸价差扩大。

图表 41: 预计 2018 年进口废纸量大幅降低

	国产废纸量 (万吨)	进口废纸量 (万吨)	预计废纸消耗量 (万吨)
2006	2263	1962	4225
2007	2765	2256	5021
2008	3128	2421	5549
2009	3676	2750	6426
2010	4016	2435	6451
2011	4348	2728	7076
2012	4473	3007	7480
2013	4451	2924	7375
2014	4841	2752	7593
2015	4841	2928	7769
2016	4964	2850	7814
2017	5286	2572	7858
2018E	5150	1550	6700

资料来源: 中国造纸协会官网, Wind, 华创证券

木浆替代效应凸显: 供给方面, 国内环保趋严, 我国国内木浆产能扩张受限, 2017 年国内木浆产能 1041.00 万吨, 同比下降 7.8%, 对外依存度从 2016 年的 65.1% 上升至 67.1%。需求端, 由于废纸进口限制, 木浆对废纸的替代效应凸显, 废纸系对木浆的需求量提升。其中 2017 年, 箱板瓦楞纸耗用木浆量 280 万吨, 较 2016 年增加 140 万吨。同

时,环保限制使草浆类非木浆原料也逐渐被木浆替代以及下游纸需求量缓幅增长,2017年以来木浆需求量大幅增长。木浆持续供需紧平衡局面出现,2017年产能利用率到极限位置99%,预计2018年剔除溶解浆后木浆进口量在2220万吨。

图表 42: 预计 2018 年木浆进口量仍维持稳定增长

	纸浆进口量 (万吨) (含溶解浆)	同比变化	溶解浆进口量 (万吨)	纸浆进口量 (万吨) (剔除溶解浆)	同比变化
2009	1368	44%	110	1258	32.1%
2010	1137	-17%	96	1041	-17.2%
2011	1445	27%	115	1330	27.8%
2012	1646	14%	158	1488	11.9%
2013	1685	2%	180	1505	1.1%
2014	1796	7%	209	1587	5.5%
2015	1984	10%	227	1757	10.7%
2016	2107	6.2%	225	1882	7.1%
2017	2372	12.6%	260	2112	12.2%
2018E	2500	5.4%	280	2220	5.1%

资料来源: 中国造纸协会官网, Wind, 华创证券

(四) 原材料紧俏背景下, 自主造浆+海外布局价值凸显

2017年之前中国大型造纸企业的发展依赖的是中国的巨大纸品消费市场, 原材料端依赖进口废纸和木浆供给。2017年下半年以来,

在原材料价格强势的条件下, 拥有自主造浆能力、提前进行海外布局的大纸企将拥有产能和成本优势。一方面, 原材料紧张一定程度上限制了纸厂的扩产能力, 自给率高的纸厂受限制程度较小; 另一方面, 原材料持续紧缺加剧成本上行, 缺少自主造浆能力的纸企利润受挫, 大纸企可通过在海外收购废纸制浆或自主造浆, 享受纸价上涨带来的吨毛利扩大收益。

图表 43: 太阳纸业、晨鸣纸业新建浆纸产能

公司名称	项目名称	投资金额	预计投产时间
太阳纸业	20万吨高档特种纸	6亿元	2018Q1
	80万吨高档板纸改建及配套工程项目	21亿元	2018Q3
	老挝50万吨化学浆项目	12.7亿元	2018Q2
	老挝40万吨废纸浆项目和80万吨包装纸项目	63,664.40万美元	2019Q2末、2020年
晨鸣纸业	黄冈晨鸣林浆一体化项目	34.85亿元	2018H2
	寿光40万吨化学浆项目	43亿元	2018H2
	寿光美伦51万吨高档文化纸项目	21.2亿元	2018H2

资料来源: 公司公告, 华创证券整理

图表 44: 太阳纸业老挝基地布局



资料来源: 谷歌地图, 公司公告, 华创证券

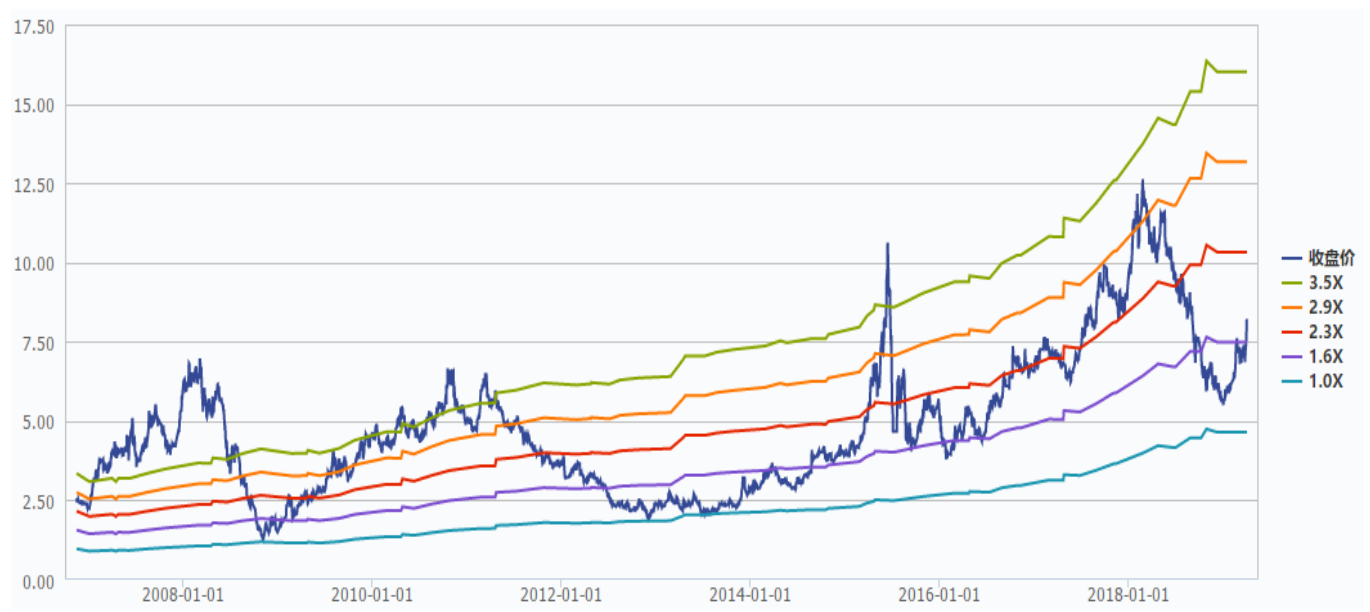
木浆产能方面, 目前晨鸣纸业拥有自主木浆产能 155 万吨, 太阳纸业于今年上半年投产 50 万吨废木浆。在进口废纸 2020 年归零预期下, 太阳老挝布局凸显成本优势: 该项目主要以进口美国废纸和欧洲废纸为原料, 建设 40 万吨再生纤维浆板生产线(以浆板形式运回国内作为生产箱板纸原材料)和 80 万吨高档包装纸生产线(在老挝以美废和欧废为原材料生产), 公司以老挝项目提供战略支点, 持续在低成本区域进行扩张。

四、从 PB 角度看估值：短期安全边际明显，长期参照 08 年 H1 及 15 年 H1

2018 年下半年以来随着全行业需求疲弱和纸价调整，造纸板块估值持续调整，我们认为目前从 PB 角度看造纸股仍处于历史上较低位置，为造纸股提供安全边际。短期行业受益宏观经济复苏带来需求转暖，长期看造纸中的优质资产静待花开。

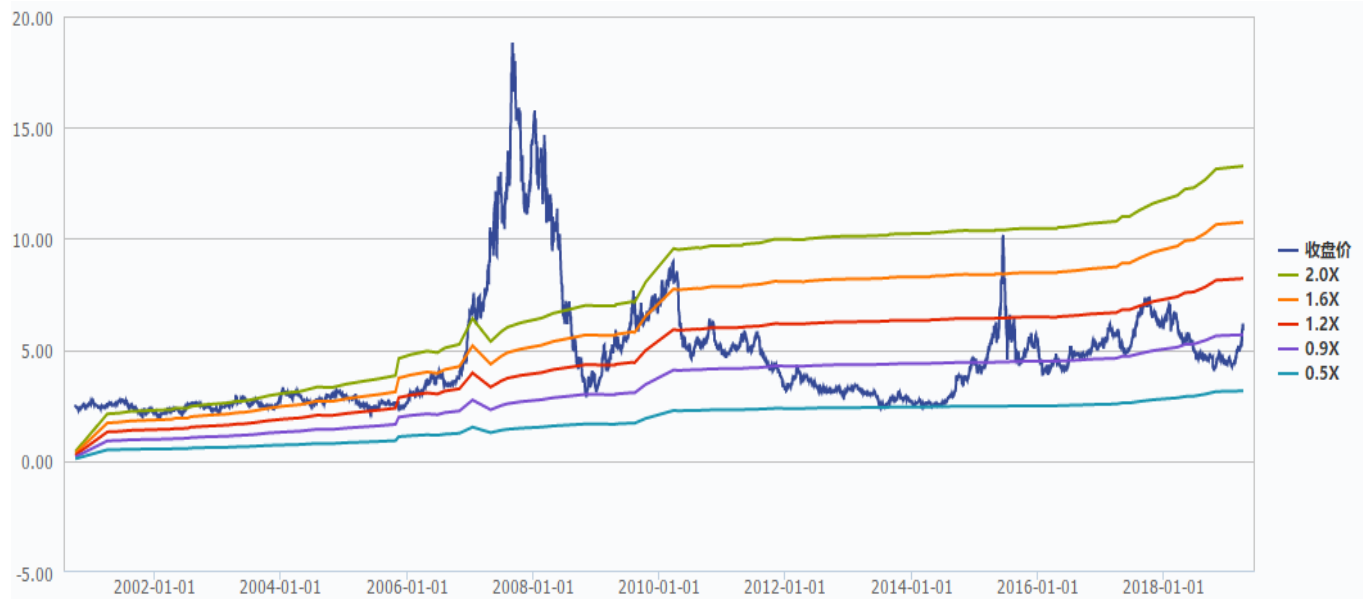
以行业龙头太阳纸业为例：PB 为市场对于太阳纸业低景气周期的“防御底线”，淡季时期 PB 估值相应较低。2012 年行业景气周期结束，进入淡季，PB 从 3.2x 持续降至 1.0x。其中 2012 年-2013 年期间 PB 处于 1.0x 水平形成支撑；2014 年-2016 年，PB 围绕 1.7x 水平波动，1.7xPB 构成淡季周期“防御底线”。历史上太阳纸业经历过 07-08 年和 15 年的估值高点，建议静待花开关注造纸行业核心资产。

图表 45：太阳纸业 1.6 倍 PB 为历史较低 PB 位置，08 年和 15 年均突破 3.5 倍



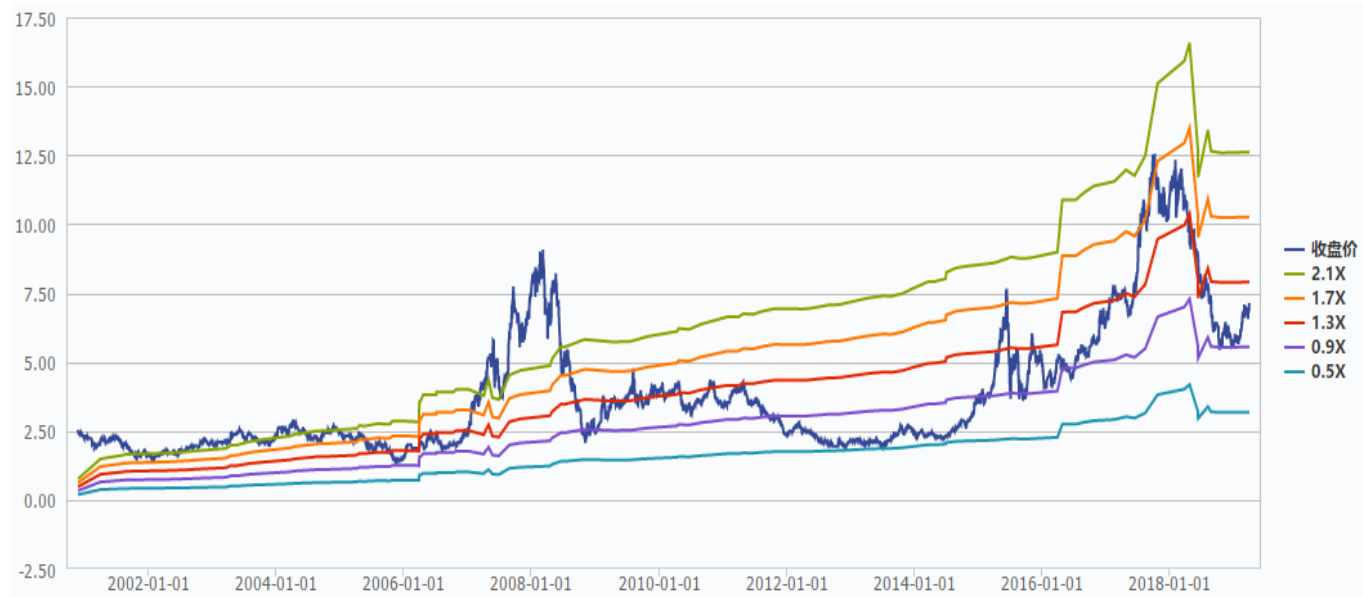
资料来源：Wind，华创证券

图表 46: 华泰股份 0.9 倍 PB 为历史较低 PB 位置, 08 年和 15 年均达到 2 倍



资料来源: Wind, 华创证券

图表 47: 晨鸣纸业 1.1 倍 PB 为历史较低 PB 位置, 08 年和 15 年均突破 1.7 倍



资料来源: Wind, 华创证券

五、风险提示

宏观经济大幅下行致需求大幅下滑, 造纸行业格局发生重大变化。

轻工组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500