

需求边际企稳，把握原材料供给侧改革

行业深度研究

赵汐雯（分析师）

zhaoxiwen@xsdzq.cn

证书编号：S0280520020001

● 行业格局优化，中长期人均用纸量向发达国家看齐带动市场规模提升

2015年开始至今，我国造纸业加速出清，淘汰落后产能效果明显，行业格局持续优化。2019年下半年，造纸行业库存跌至历史周期底部，叠加需求边际企稳，预计产业链补库行情或将开启，带动行业景气度进一步回升。从市场潜力来看，我国人均纸制品消费量与全球发达国家主要地区有较大差距，未来增量空间大。

● 成本端：全球木浆产能放缓，外废进口收紧，固废缺口量大

全球木浆新增产能在2018年创三年新高后逐步放缓，而我国上游原材料木浆依赖进口程度高，木浆全球港口库存水平在高位区间，预计浆价仍底部震荡；外废政策收紧导致固废占比提升，我国废纸回收量缺口大，预计固废价格高位震荡。从龙头公司新增产能计划看供给侧改革仍在进行中，2020年文化纸新增产能较少，主要集中在包装纸领域。

● 需求端：文化纸价格上涨，包装纸加速洗牌，生活用纸需求空间大

从细分成品纸来看，文化纸需求相对平稳，库存水平偏低，补库行情下价格有望小幅上涨。包装纸受宏观经济与下游需求影响较大，预计在疫情明确好转下，需求企稳，价格将上涨。生活用纸消费刚性且需求大，人均用纸量将稳步提升，向发达国家趋同，带动市场空间进一步增长。

● 投资策略：把握原材料主线，掘金细分龙头

造纸行业的核心变量在于原材料成本端，在外废政策清零的进程中，原材料等资源成本优势是关键因素；原材料等主要成本结构的分化将直接影响企业的盈利能力。我们判断，龙头企业在原材料布局上相较于中小型造纸企业更具有先发优势与成本优势：1）龙头公司享受政策红利，拥有更多的外废配额；2）龙头企业率先布局海外业务，林浆纸一体化带来成本优势，盈利弹性有望充分凸显；3）海外产能布局相对门槛较高，龙头企业率先布局具有先发优势，在此过程中有望进一步整合产业链、提升市占率，未来规模效益下强者恒强。建议重点关注太阳纸业、山鹰纸业、晨鸣纸业、博汇纸业、华泰股份、中顺洁柔。

● 风险提示：原材料价格上涨风险；政策不确定性风险；宏观经济下行风险

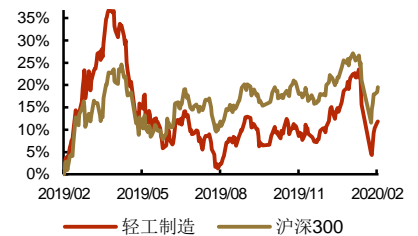
重点推荐标的业绩和评级

证券代码	股票名称	02-17 股价	EPS				PE				投资评级
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	
002078.SZ	太阳纸业	9.30	0.86	0.81	0.94	1.11	6.60	11.48	9.89	8.38	未评级
600567.SH	山鹰纸业	3.25	0.70	0.39	0.47	0.54	4.45	8.33	6.91	6.02	未评级
000488.SZ	晨鸣纸业	4.69	0.86	0.59	0.71	0.83	6.49	7.95	6.61	5.65	未评级
600966.SH	博汇纸业	7.10	0.19	0.11	0.66	1.18	16.40	64.55	10.76	6.02	未评级
600308.SH	华泰股份	4.49	0.62	0.83	0.90	1.05	7.06	5.41	4.99	4.28	未评级
002511.SZ	中顺洁柔	14.16	0.32	0.46	0.57	0.69	26.94	30.78	24.84	20.52	未评级

资料来源：新时代证券研究所

推荐（首次评级）

行业指数走势图



相关报告

《新冠疫情下聚焦必选消费，关注优质龙头配置价值》2020-02-11

目 录

1、造纸产业链研究框架：周期属性显著，价格是核心变量	5
2、行业基本面：2019Q3 业绩放缓，但资产负债率改善	7
3、造纸行业：2019 年景气度回升	8
3.1、工业用纸	8
3.1.1、基本面：供需紧平衡，格局持续优化	8
3.1.2、原材料：木浆进口依存度高，外废政策收紧，国废洗牌	10
3.1.3、成本端：木浆新增产能放缓，价格维持低位，外废收紧缺乏上涨动力	15
3.1.4、需求端：包装纸库存与价格背离，文化纸价格上涨	19
3.2、生活用纸	22
3.2.1、根本逻辑在于人均消费量提升带动市场规模保持中高速增长	22
3.2.2、消费属性偏强，毛利率整体偏低	23
3.2.3、对标海外，我国生活用纸行业集中度有进一步提升的空间	24
3.2.4、品类向多元化、高端化拓展，电商渠道占比持续提升	24
4、投资策略与重点上市公司	25
4.1、周期底部叠加政策变化，看好龙头公司原材料优势	25
4.2、太阳纸业（002078）	25
4.3、山鹰纸业（600567）	26
4.4、晨鸣纸业（000488）	27
4.5、博汇纸业（600966）	28
4.6、华泰股份（600308）	28
4.7、中顺洁柔（002511）	29
5、风险提示	30

图表目录

图 1：造纸产业链一览	5
图 2：价格是造纸行业的核心变量，同时受供需格局影响	5
图 3：造纸 PPI 随周期变动情况	6
图 4：造纸与纸制品产成品库存同比增长变化	6
图 5：从先行指标固定资产投资增速看造纸行业周期变化	6
图 6：2019Q3 造纸板块收入与归母净利润增速双双放缓	7
图 7：造纸板块毛利率与净利率自 17Q3 开始放缓	7
图 8：2019Q3 造纸 ROE 下滑，资产负债率有改善	7
图 9：包装纸主要标的山鹰纸业收入与净利润增速逐步企稳	8
图 10：文化纸太阳纸业 2019Q3 净利润增速率先企稳	8
图 11：生活用纸中顺洁柔净利润增速持续增长	8
图 12：历年纸浆产量与消费量增长	8
图 13：历年纸与纸板产量与消费量增长	8
图 14：我国纸制品人均消费量增速波动较大	9
图 15：2017 年全球主要地区纸制品人均消费量	9
图 16：2018 年包装用纸占比需求最大超过 60%	9
图 17：去产能之后，企业数量逐步企稳	10
图 18：2018-2019 年，亏损企业数量显著上升	10
图 19：铜版纸与白卡纸集中度 CR4 较高	10
图 20：箱板纸与瓦楞纸近年来集中度下滑趋势明显	10

图 21: 我国木浆供需紧平衡.....	11
图 22: 2015 年开始我国木浆产量大幅上升.....	11
图 23: 我国木浆进口量保持平稳增长.....	11
图 24: 我国主要进口阔叶浆与针叶浆.....	11
图 25: 木浆产业链框架图.....	12
图 26: 商品阔叶浆主要供应商市场份额.....	12
图 27: 商品木浆主要供应商市场份额.....	12
图 28: 废纸产业链一览.....	12
图 29: 废纸进口政策收紧限制了进口量.....	13
图 30: 废纸消费总量保持低速平稳增长.....	13
图 31: 2010-2018 年中国废纸原料消耗结构.....	13
图 32: 政策影响下, 外废审批额度大幅下滑.....	14
图 33: 龙头企业外废分配占比持续扩大.....	14
图 34: 我国废纸回收量波动较大, 2018 年增速有明显下滑.....	14
图 35: 2018 年废纸回收率略有下降.....	15
图 36: 2018 年废纸利用率大幅下滑.....	15
图 37: 2018 年中国木浆产能持续增长.....	15
图 38: 2017-2019 年全球新增木浆产能.....	15
图 39: 常熟港木浆库存有所下降但仍处于历史中部区间.....	16
图 40: 全球针叶浆与阔叶浆库存天数.....	16
图 41: 全球纸浆月度库存天数开始下降.....	16
图 42: 外盘漂白阔叶浆价格.....	16
图 43: 外盘漂白针叶浆价格.....	16
图 44: 中国纸厂废旧黄板纸月度库存天数.....	18
图 45: 2019 年开始外废价格显著降低.....	18
图 46: 外废政策收紧, 国废价格上升.....	18
图 47: 箱板纸库存与价格变化.....	20
图 48: 瓦楞纸库存与价格变化.....	20
图 49: 铜版纸库存与价格变化.....	20
图 50: 白卡纸库存与价格变化.....	20
图 51: 2019 年双胶纸进口量与进口额双双下滑.....	20
图 52: 2019 年双铜纸进口量与进口额继续下滑.....	20
图 53: 书籍课本用纸量稳步缓慢增长.....	21
图 54: 双胶纸下游需求以图书印刷为主.....	21
图 55: 双铜纸下游需求以期刊与画册为主.....	21
图 56: 近年来瓦楞纸进口规模大幅增长.....	21
图 57: 近年来箱板纸进口规模稳步增长.....	21
图 58: 2018 年包装需求占比中, 食品饮料高达 46%.....	22
图 59: 白卡纸需求占比最大的为纸盒制作.....	22
图 60: 2016 年开始瓦楞纸纸箱需求占比有所减少.....	22
图 61: 生活用纸产量保持平稳增长.....	23
图 62: 生活用纸作为必选消费品, 需求稳定.....	23
图 63: 生活用纸市场规模稳健增长.....	23
图 64: 中国大陆生活用纸人均消费量稳步提升.....	23
图 65: 生活用纸主要以木浆原材料为主, 下游卫生纸占比需求最大.....	23
图 66: 我国生活用纸 CR4 偏低.....	24
图 67: 美国纸巾 CR3=61.2%.....	24

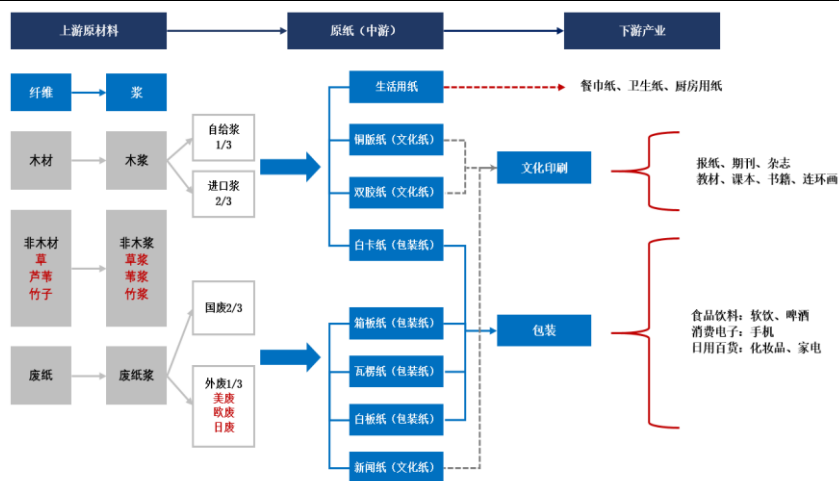
图 68: 生活用纸消费结构向高端化转变	25
图 69: 传统渠道占比下降, 电商崛起	25
表 1: 近十年来, 造纸行业经历了完整的周期变化	6
表 2: 历年来外废进口获批额度持续大幅减少	14
表 3: 近年来, 我国废纸进口相关政策与重点内容	17
表 4: 龙头造纸企业新增产能一览	19
表 5: 中顺洁柔不断拓展产品矩阵, 向高端化发展	24
表 6: 太阳纸业历年经营数据	26
表 7: 山鹰纸业历年经营数据	27
表 8: 晨鸣纸业历年经营数据	27
表 9: 博汇纸业历年经营数据	28
表 10: 华泰股份历年经营数据	29
表 11: 中顺洁柔历年经营数据	29
表 12: 造纸行业重点上市公司盈利预测与估值 (收盘价为 2020.2.17)	30

1、造纸产业链研究框架：周期属性显著，价格是核心变量

造纸产业链比较长，从植物纤维到终端消费品，最大的特点是可循环发展。从产业链来看，上游是纤维、纸浆等原材料，下游是文化印刷与包装，而造纸是典型的中游制造行业。按原材料不同，可分为纸浆系和废纸系。纸浆系以木浆为主，我国木浆主要依赖进口，约占 2/3；废纸系以废纸为原料，其中 2/3 是国废，外废占比 1/3，主要包括美废、欧废与日废。

纸与纸板主要分为四大类，即文化纸、包装纸、特种纸与生活用纸，前三种为工业用纸，用来制作纸箱、纸盒，因需要再次加工称为工业用纸；而生活用纸则偏消费属性，因此归于非工业用纸。木浆系纸品包括生活用纸、文化纸、白卡纸；废纸系纸品主要以包装纸为主。下游需求中，箱板纸、瓦楞纸多用于食品饮料、日用百货品的包装，因此直接受零售端需求影响；文化纸主要分为铜版纸与双胶纸，主要用于报刊杂志、教材课本印刷。

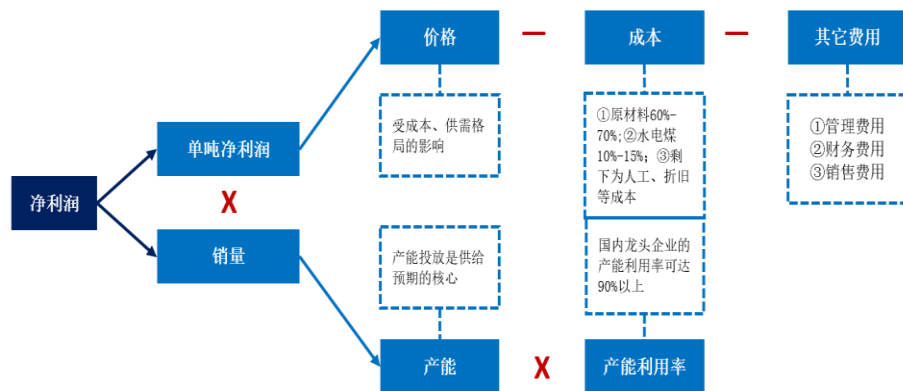
图1：造纸产业链一览



资料来源：新时代证券研究所整理

纸价是造纸行业的关键变量，且同时受上游原材料价格与供需格局影响。造纸企业的成本结构中，原材料占比高达 60%-70%，其次为水电煤等能源类占比约为 10%-15%，其余为人工、折旧摊销等其它成本。供需关系方面，产能规划是供给预期的核心指标，中长期将直接影响价格走势变化，而产能利用率受价格、开工率等变化将影响企业的产量与盈利；需求端一般受到经济周期波动而变化。

图2：价格是造纸行业的核心变量，同时受供需格局影响



资料来源：新时代证券研究所整理

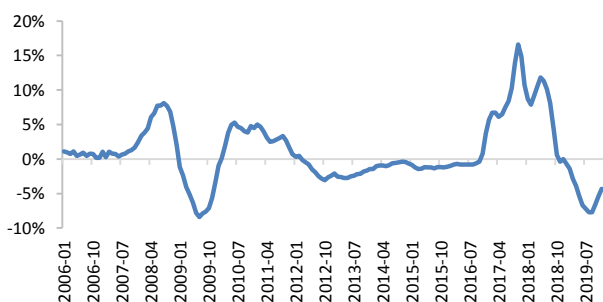
造纸行业周期性特征显著，补库行情或将开启。从2007年开始至今，我国造纸行业经历了一轮完整的周期变化。2008年四万亿计划出台后，刺激了下游需求导致价格上升，同时行业进入产能扩张期；随即2012年受经济与需求放缓影响，行业开始淘汰落后产能。而2018年受到中美贸易战的外部冲击，需求减少，成本上升，行业加速出清。2019年下半年以来，造纸PPI指数与纸制品产成品库存均跌至历史周期的底部，由此预计产业链的补库存行情或已开启。

表1：近十年来，造纸行业经历了完整的周期变化

阶段	时间	表现特征	库存变化
第一阶段	2007-2008年	经济繁荣，下游需求旺盛，价格上涨	主动补库存
第二阶段	2008-2009年	金融危机导致下游需求减少，产能过剩	被动补库存
第三阶段	2009-2010年	四万亿计划刺激了下游需求，价格上涨，产能扩张期	被动补库存
第四阶段	2010-2012年	产能供给预期升温，价格下滑	主动去库存
第五阶段	2012-2016年	产能释放，供给过剩，行业出清	被动去库存
第六阶段	2016-2017年	供给侧改革叠加环保限产，供给受限，价格上涨，盈利改善	被动去库存
第七阶段	2018年至今	中美贸易战导致供给受限，需求减少，成本增加，盈利下滑	主动补库存

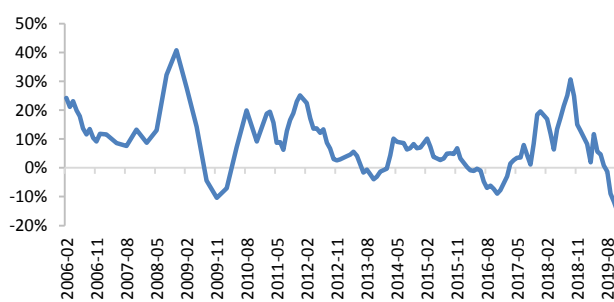
资料来源：新时代证券研究所整理

图3：造纸PPI随周期变动情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

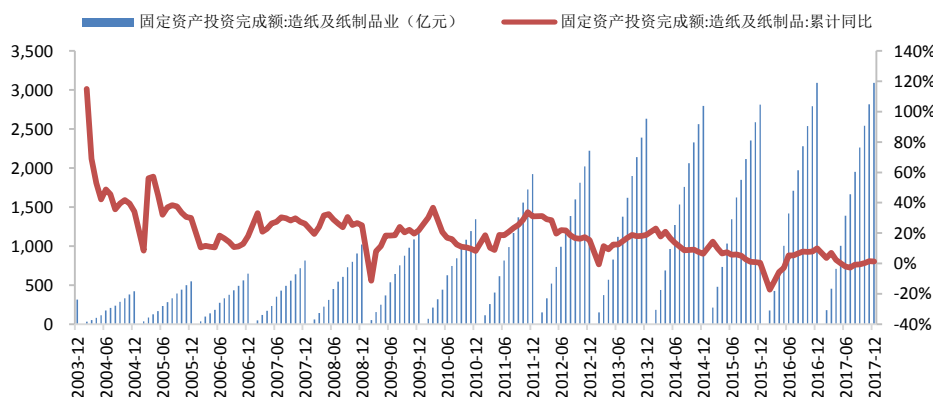
图4：造纸与纸制品产成品库存同比增长变化



资料来源：wind，新时代证券研究所

从先行指标固定资产投资增速来看，行业扩张趋于理性化。根据中国产业信息数据，2018年全年造纸与纸制品行业固定资产投资完成额同比增长5.1%，2019年1~5月同比下降6.8%。2018年上半年延续了2017年的景气度，固定资产投资增速较高；2018年下半年需求预期较弱，增速快速下降。目前，造纸行业产能扩张趋于理性，一方面环保和经营压力大难以支撑行业大量扩建产能。同时，产能扩张集中在大型纸厂，主要为包装纸，文化纸2020年基本没有新增产能。

图5：从先行指标固定资产投资增速看造纸行业周期变化

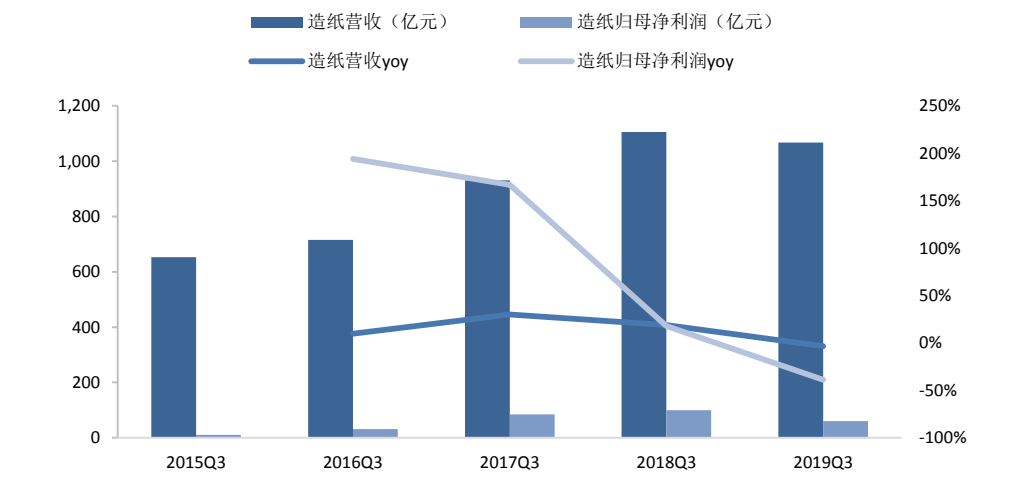


资料来源：新时代证券研究所整理

2、行业基本面：2019Q3 业绩放缓，但资产负债率改善

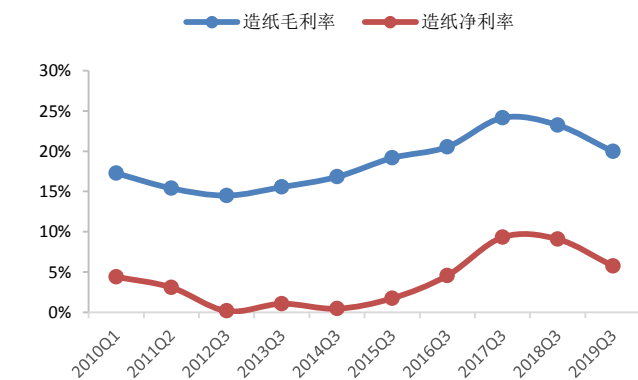
2019 年前三季度，造纸板块营业收入 1067 亿元，同比下滑 3.51%；归母净利润 60.94 亿元，同比大幅减少 38.80%，营收与业绩双双放缓，也是导致 ROE 近年来首次下降的主要因素。造纸是轻工板块的重要细分子行业，其利润延续下滑态势，是拖累 2019 年整个轻工板块业绩增速下降的重要原因。盈利能力方面，自 2017Q3 开始，毛利率与净利率出现明显放缓，2019 年三季度分别为 19.95%、5.74%，比上年同期均减少 4 个百分点左右。资本结构上，造纸行业在长周期去杠杆的背景下，负债率有明显改善，维持在 59% 左右，但仍然超过轻工行业平均资产负债率近 8 个百分点。

图6： 2019Q3 造纸板块收入与归母净利润增速双双放缓



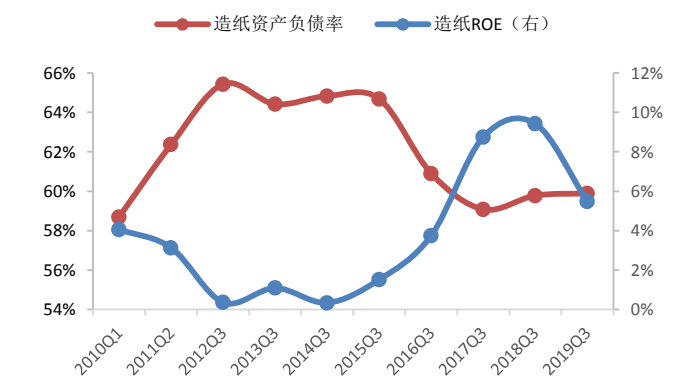
资料来源：wind，新时代证券研究所

图7： 造纸板块毛利率与净利率自 17Q3 开始放缓



资料来源：wind，新时代证券研究所

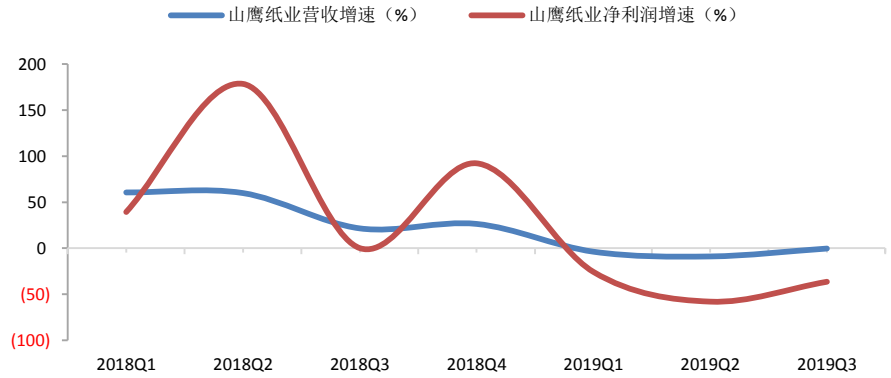
图8： 2019Q3 造纸 ROE 下滑，资产负债率有改善



资料来源：wind，新时代证券研究所

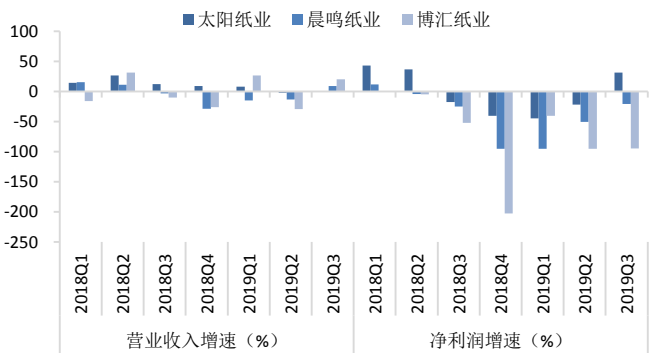
具体来看，包装纸与文化纸收入与业绩增速企稳回升，生活用纸增速趋缓。根据 2019 年公司季报数据，包装纸与文化纸在 2019Q2 收入与业绩增速触底后开始回升；其中，文化纸龙头太阳纸业净利润增速率先于 2019Q2 转正，主要是旺季纸价提升带动收入增速回升的逻辑，预计 2019Q4 将延续这一趋势。2019Q2 开始，受原材料木浆价格下降导致竞争激烈，生活用纸收入增速环比略有放缓，但另一方面，净利润增速受成本压缩而显著提升，预计未来木浆价格将继续保持低位，净利润增速有望稳步提升。

图9: 包装纸主要标的山鹰纸业收入与净利润增速逐步企稳



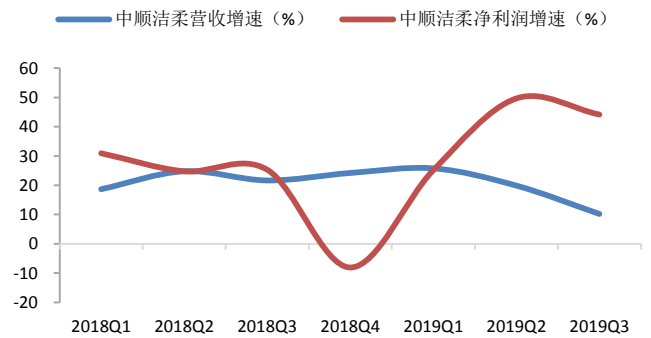
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图10: 文化纸太阳纸业 2019Q3 净利润增速率先企稳



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图11: 生活用纸中顺洁柔净利润增速持续增长



资料来源: wind, 新时代证券研究所

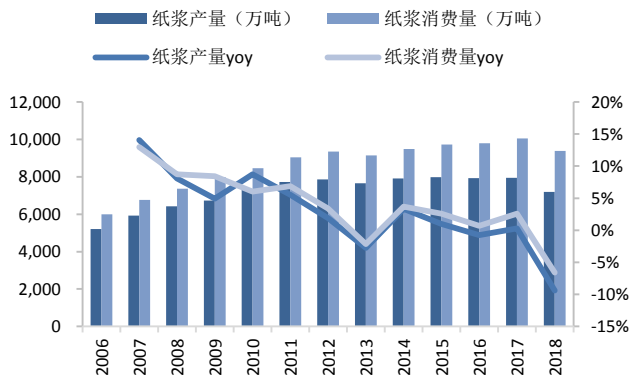
3、造纸行业: 2019 年景气度回升

3.1、工业用纸

3.1.1、基本面: 供需紧平衡, 格局持续优化

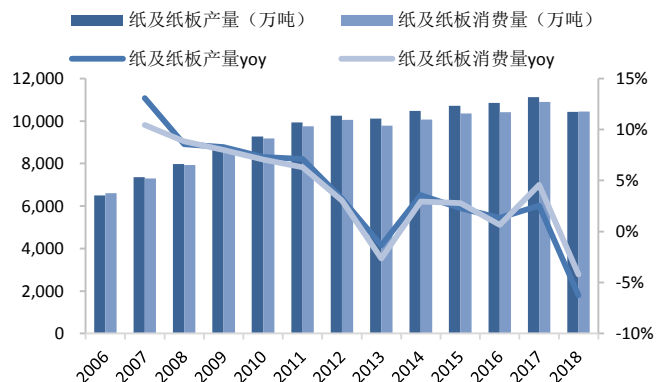
2018 年我国纸浆产量与消费量分别为 7201 万吨、9387 万吨, 同比下滑 9.41%、6.61%。全国纸及纸板生产量 10435 万吨, 较上年同期放缓 6.24%, 消费量 10439 万吨, 较上年同期减少 4.20%, 行业基本面下滑主要是受到中美贸易战的阶段性冲击, 供给与下游需求受挫。

图12: 历年纸浆产量与消费量增长



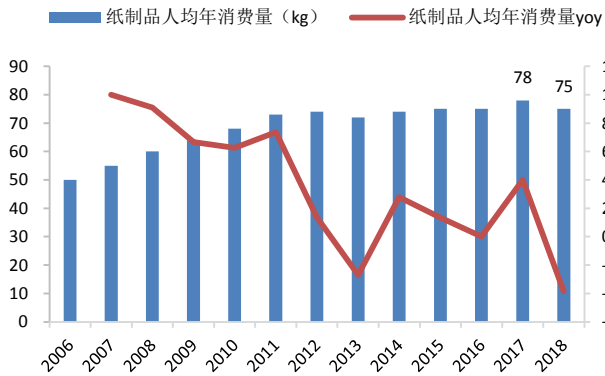
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图13: 历年纸与纸板产量与消费量增长

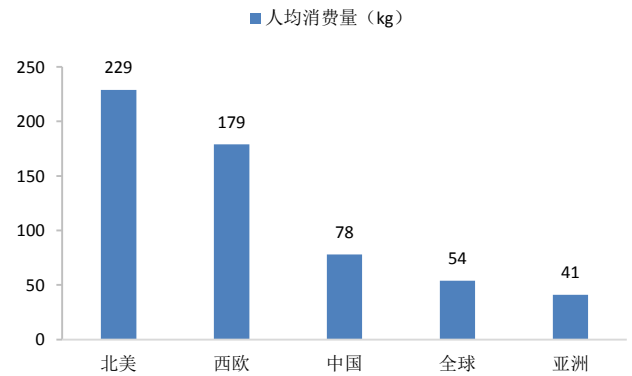


资料来源: wind, 新时代证券研究所

2018年我国人均纸制品年消费量75kg，较上年同期下滑3.85%。横向对比，北美与西欧人均纸制品消费量分别为229kg、179kg，我国未来仍有很大提升空间。人均纸张消费量和各地区的经济发展情况有密切联系，在经济更为发达的地区，居民对生活质量的要求也相对更高，这往往体现在产品的包装更为精美、生活用纸的使用量增加、新的细分用纸需求不断涌现，导致纸张消费量也更高。

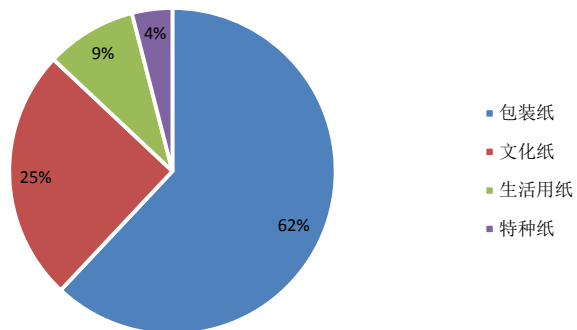
图14: 我国纸制品人均消费量增速波动较大


资料来源: wind, 新时代证券研究所

图15: 2017年全球主要地区纸制品人均消费量


资料来源: 新时代证券研究所整理

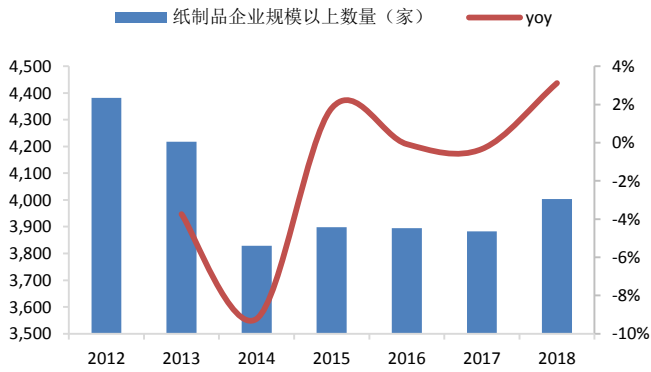
我国整体需求量虽受宏观经济波动而略有下滑，但趋势上稳定。若分品类看，包装用纸需求占比最大为62%，文化用纸次之，占比25%，生活用纸占比需求9%，而特种纸占比仅4%。

图16: 2018年包装用纸占比需求最大超过60%


资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

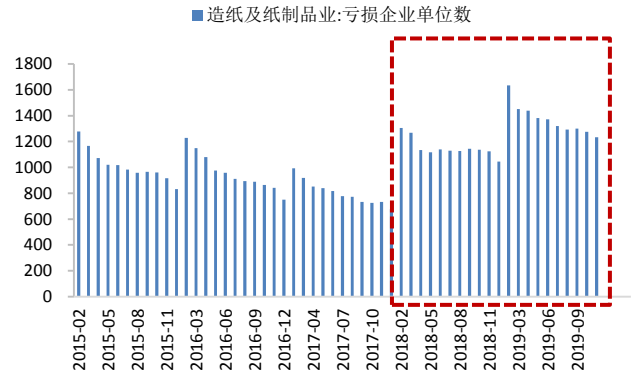
2018年纸制品规模以上企业数量4003家，较2017年增长3.12%，在2015年行业加速出清，淘汰过剩产能后企业数量开始逐步恢复。但近2年来，受到成本上升、下游需求疲软与经济低迷等诸多因素影响，亏损企业数量也日益增长，竞争仍然激烈，未来规模效应与成本红利将集中在有资金与资源优势的龙头企业。

图17: 去产能之后, 企业数量逐步企稳



资料来源: wind, 新时代证券研究所

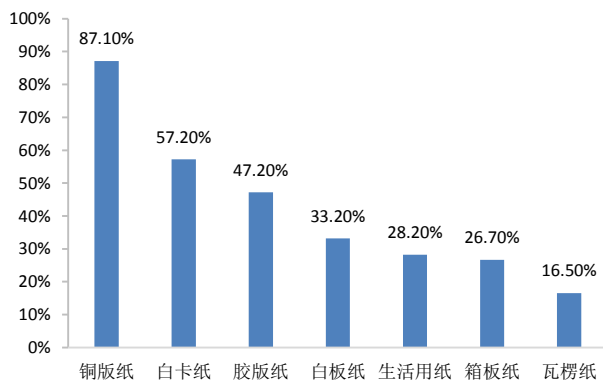
图18: 2018-2019年, 亏损企业数量显著上升



资料来源: wind, 新时代证券研究所

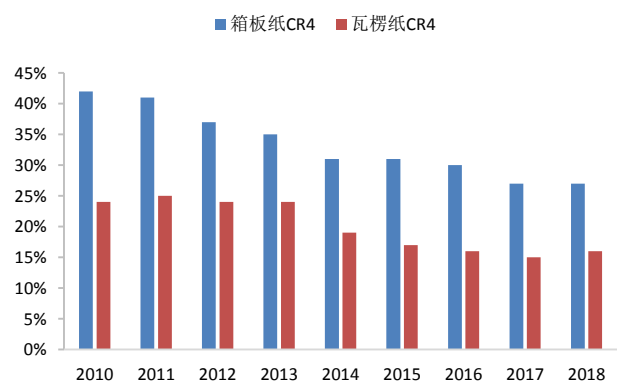
文化纸集中度较高, 包装纸行业在加速洗牌中。根据卓创资讯的数据, 铜版纸与白卡纸的CR4集中度比较高, 其中铜版纸高达87.10%, 白卡纸57.2%。而箱板纸与瓦楞纸近十年来的CR4集中度在逐年显著降低, 2018年两者的集中度分别为26.70%与16.50%, 一方面是因为包装纸近年来新增产能加速投放导致行业竞争格局呈分散化趋势; 另一方面, 龙头企业的成本优势是长期盈利的核心, 行业壁垒提升下也将进一步优化市场格局。而文化纸新增产能相对较少, 所以格局也趋于稳定。

图19: 铜版纸与白卡纸集中度CR4较高



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

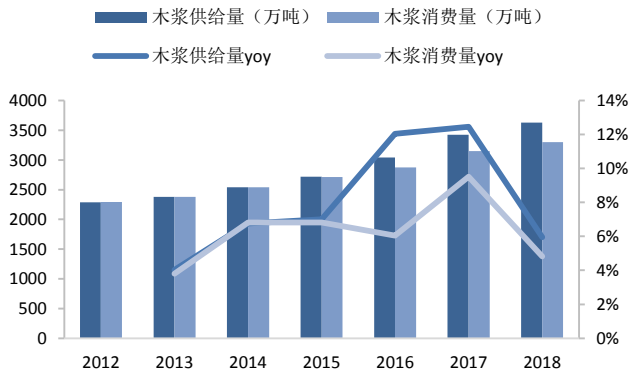
图20: 箱板纸与瓦楞纸近年来集中度下滑趋势明显



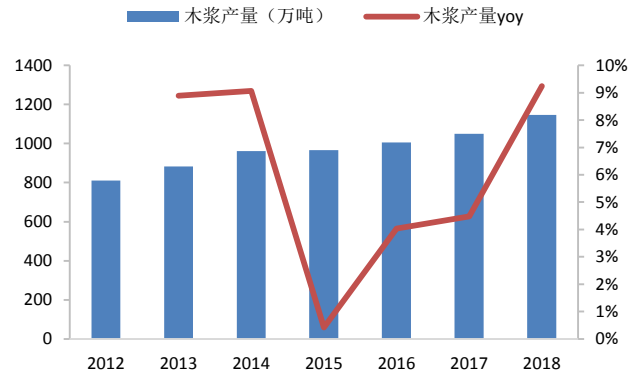
资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

3.1.2、原材料: 木浆进口依存度高, 外废政策收紧, 固废洗牌

木浆: 2018年我国木浆消费量达到3303万吨, 同比增长4.82%, 产量3627万吨, 同比增长5.96%, 整体保持紧平衡关系。木浆的市场需求在很大程度上取决于宏观经济, 一方面由于下游主要是造纸行业, 产品用途十分广泛, 涉及到宏观经济与居民生活的各个领域, 因此造纸业的需求往往随经济周期变动, 社会对纸的需求量会进一步影响对木浆的需求。另一方面, 由于我国木浆的进口体量大, 对外依存度高, 进出口市场同样受人民币与美元的汇率波动影响。我国的宏观经济走势在很大程度上会影响汇率变动, 进而影响造纸企业进口木浆的成本与需求。

图21: 我国木浆供需紧平衡

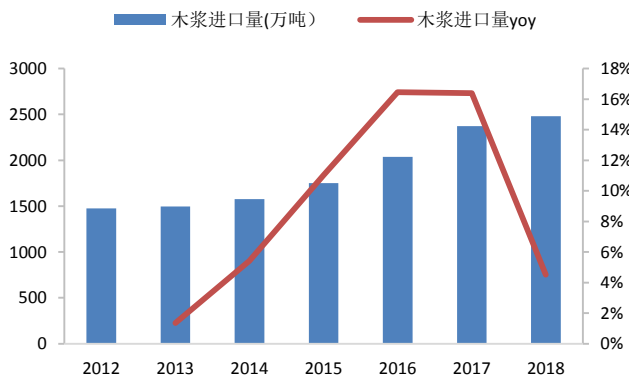
资料来源: 造纸工业协会, 中国海关, 新时代证券研究所

图22: 2015年开始我国木浆产量大幅上升

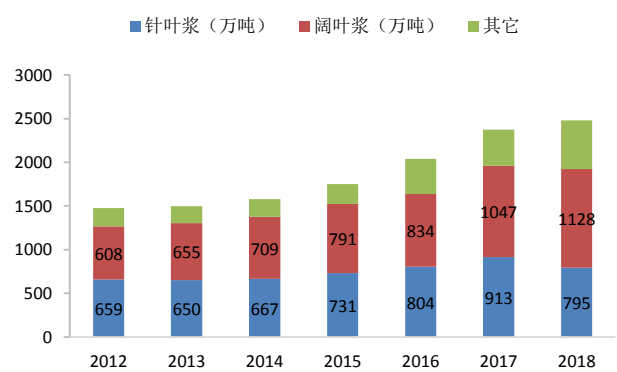
资料来源: 造纸工业协会, 中国海关, 新时代证券研究所

国内的供给量由产量与进口量构成, 其中进口量是最大的构成项, 进口量的迅速增长也是国内木浆供给量增速上升的主要原因。中国木浆的进口量相对较大主要是由于国内木材的供给量相对有限, 人均森林拥有面积和木材拥有量都相对较小。同时, 近几年国内在环保以及森林方面严苛的政策抑制了国内木浆产量的增长。2018年我国木浆产量仅为1147万吨, 而进口量达到了2480万吨。

分品种来看, 阔叶木浆是最主要的进口产品, 增长也比较显著。而2018年针叶木浆进口量大幅下滑, 不及之前迅速增长的态势, 主要是由于高纬度地区国家环保政策更加严苛, 针叶木浆供给量相对紧张, 针叶浆现货价格大幅上升, 叠加人民币贬值因素, 导致针叶浆进口量迅速下降。

图23: 我国木浆进口量保持平稳增长

资料来源: 造纸工业协会, 中国海关, 新时代证券研究所

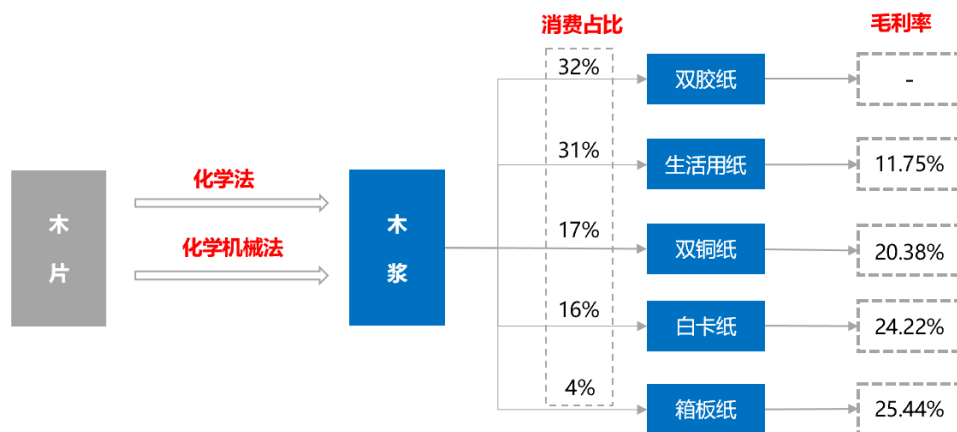
图24: 我国主要进口阔叶浆与针叶浆

资料来源: 造纸工业协会, 中国海关, 新时代证券研究所

2018年全球商品浆供应集中度提高。国际巨头 Suzano 与 Fibria 合并完成后, Suzano 占全球商品木浆市场的份额提升至14%, 占全球商品阔叶浆的份额升至29%。APP 收购 Eldorado 完成后, 前4大商品阔叶浆供应商的全球商品阔叶浆市场份额提升至56%, 前5大商品木浆供应商的全球商品木浆市场份额提升至35%。行业集中度提高和议价能力增强或将带来上游行业利润维持相对较高水平。

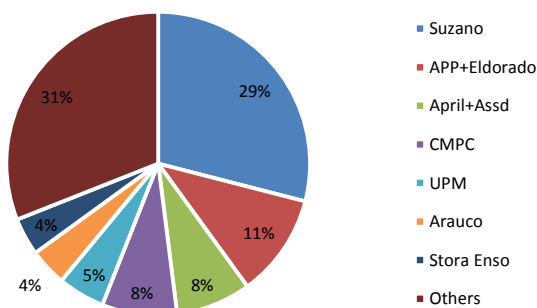
在木浆消费结构中, 双胶纸与生活用纸占比均为32%, 其次是双铜纸与白卡纸占比分别为17%、16%, 箱板纸多以废纸为原材料, 木浆消费占比仅为4%。在下游纸种中, 2018年箱板纸与白卡纸的毛利率相对较高, 达到25%左右, 生活用纸毛利率最低, 只有11.75%左右。

图25: 木浆产业链框架图



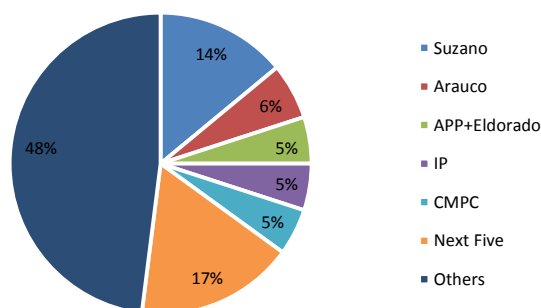
资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所整理

图26: 商品阔叶浆主要供应商市场份额



资料来源: RISI, 新时代证券研究所

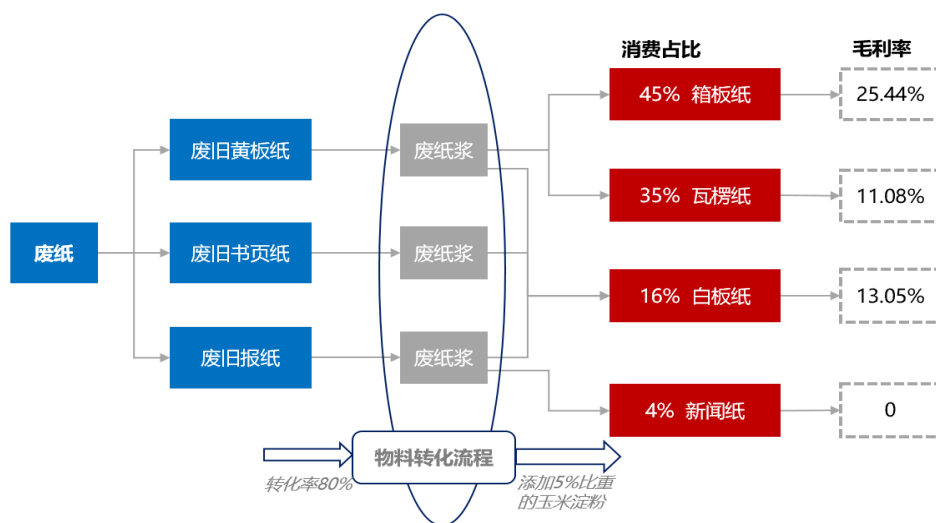
图27: 商品木浆主要供应商市场份额



资料来源: RISI, 新时代证券研究所

废纸: 废纸主要分为废旧黄板纸、废旧书页纸、废旧报纸三类。目前, 我国废纸转化率约为 80%, 废纸主要作为箱板纸、瓦楞纸的原材料, 两者分别占比 45%、35%, 白板纸占到 16%, 新闻纸占比最少仅 4%。毛利率方面, 箱板纸、瓦楞纸相对较高, 分别为 25.44%, 新闻纸的毛利率最低。

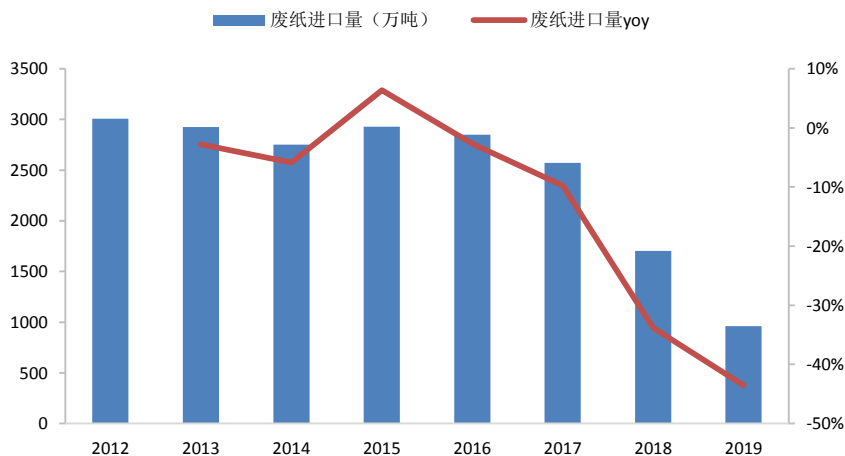
图28: 废纸产业链一览



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所整理

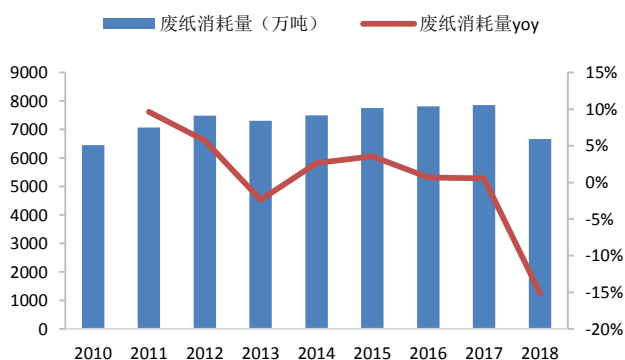
外废进口政策趋严，国废占比提升。从实际进口量来看，2017年起外废进口量开始出现明显下跌，主要是相关政策开始收紧。作为废纸进口大国，我国废纸进口量的降低对外废价格有较大影响。根据中国纸业协会统计，2018年我国废纸消费量6667万吨，其中外进口废纸约1703万吨，国产废纸约5053万吨，分别占比26%和74%。废纸消费总量保持低速稳增长，在外废进口趋严的进程中，国产废纸占比将不断提升。

图29： 废纸进口政策收紧限制了进口量



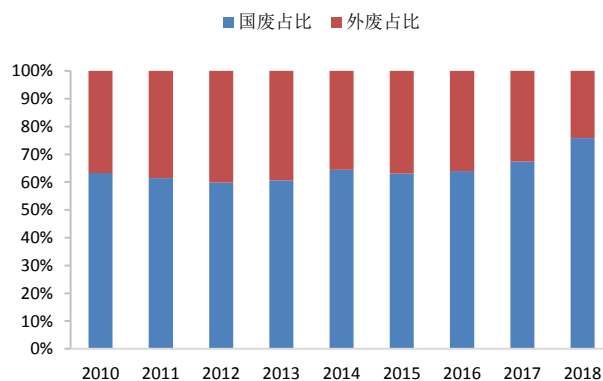
资料来源：中国造纸年鉴，新时代证券研究所

图30： 废纸消费总量保持低速平稳增长



资料来源：中国造纸协会，新时代证券研究所

图31： 2010-2018年中国废纸原料消耗结构



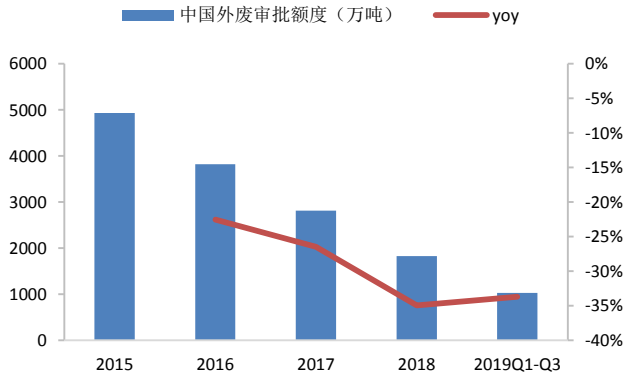
资料来源：中国造纸年鉴，新时代证券研究所

外废配额多集中在头部企业。2014年底环保部、商务部联合调整限制进口固废目录，将主要进口废纸从自动许可进口调整为限制进口；2015年起实行全品类废纸申报配额制度，并设立申请资格门槛。

具体来看，环保部固废与化学品管理中心每年12月根据当年申请企业生产、经营情况对造纸企业下一年度的外废进口配额进行审批，头批约占次年全年核定批次的70%，后续每月批补2次，全年共计23批补充配额。2017年5月补充批量取消，2018年头批大幅减少，均表明外废收缩信号。

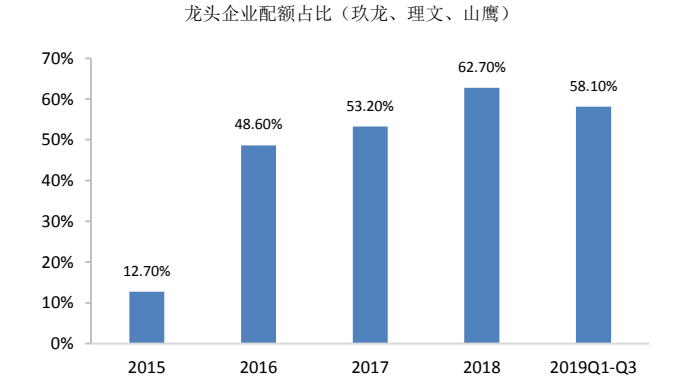
外废配额总量逐年缩减显著，2018年全年核定量仅1828万吨，同比减少41.4%；2019年外废审批额度1075.1万吨，较2018年同期下降41.19%。2020年前三批外废配额总计321万吨，较2019年同期大幅减少70%，龙头企业（玖龙、理文、山鹰）配额占比36%。外废配额总量持续减少，进口集中度持续提升，龙头公司成本优势进一步扩大。

图32: 政策影响下, 外废审批额度大幅下滑



资料来源: 前瞻产业研究院, 新时代证券研究所

图33: 龙头企业外废分配占比持续扩大



资料来源: 前瞻产业研究院, 新时代证券研究所

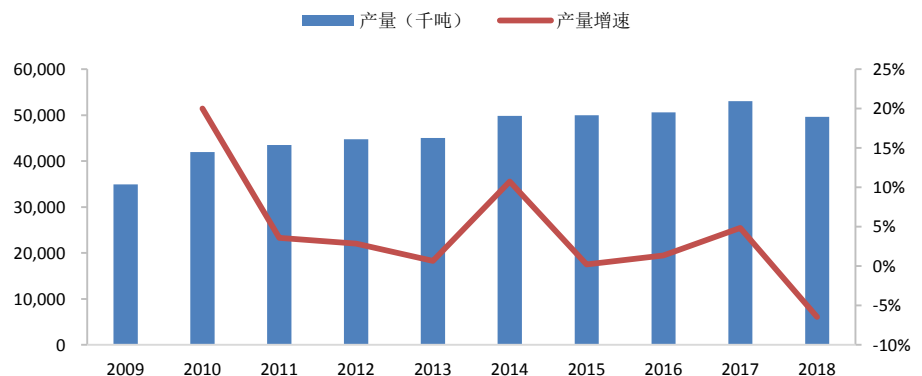
表2: 历年来外废进口获批额度持续大幅减少

	2020年		2019年		2018年		2017年	
	第1-3批外废获批额度 (万吨)	占比	外废获批额度 (万吨)	占比	外废获批额度 (万吨)	占比	外废获批额度 (万吨)	占比
玖龙纸业	73	23%	339	32%	631	35%	847	30%
山鹰纸业	9	3%	143	13%	232	13%	256	9%
理文造纸	34	10%	147	14%	270	15%	398	14%
广州造纸	55	17%	73	7%	75	4%	62	2%
华泰纸业	57	18%	84	8%	98	5%	93	3%
联盛纸业	7	2%	34	3%	79	4%	166	6%
东莞建晖	10	3%	41	4%	71	4%	100	4%
东莞金洲	5	2%	23	2%	40	2%	55	2%
荣成环保	5	1%	22	2%	33	2%	57	2%
其他企业	67	21%	168	16%	287	16%	777	28%
合计	321	100%	1075	100%	1816	100%	2811	100%

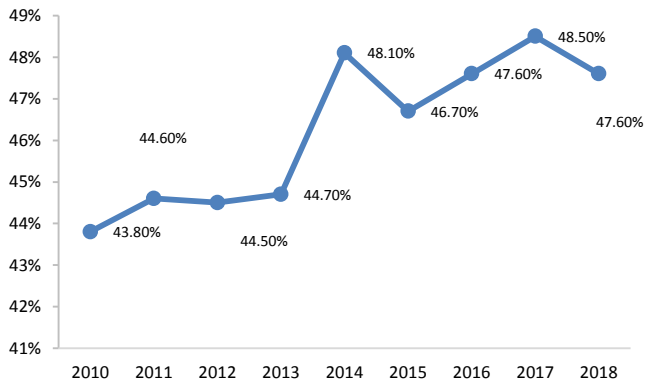
资料来源: 新时代证券研究所整理

废纸回收率有望呈缓慢增长态势。废纸回收量和回收率从2012年起步入缓慢增长时代, 2018年废纸回收量4964万吨, 回收率47.6%, 比2017年略有下降。“绿色发展”理念在行业已形成共识, 随着环保政策和制度更加严格、系统、完善, 倒逼企业加大环保投入、增加废纸用量, 废纸回收行业总体保持上升态势。政策目标2020年国内废纸回收利用率要达到50%, 与发达国家80%的水平仍有较大差距。

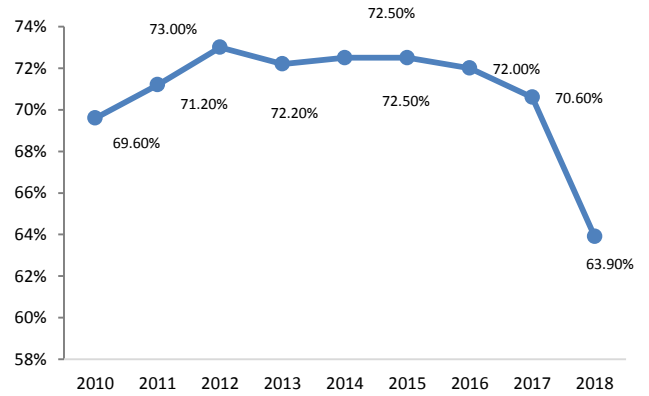
图34: 我国废纸回收量波动较大, 2018年增速有明显下滑



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

图35: 2018年度纸回收率略有下降

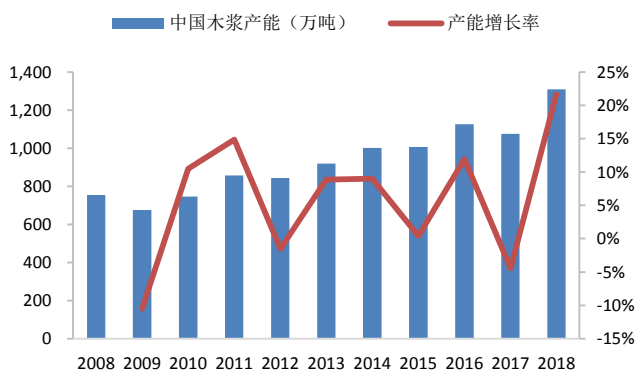
资料来源: 中国造纸协会, 新时代证券研究所

图36: 2018年度纸利用率大幅下滑

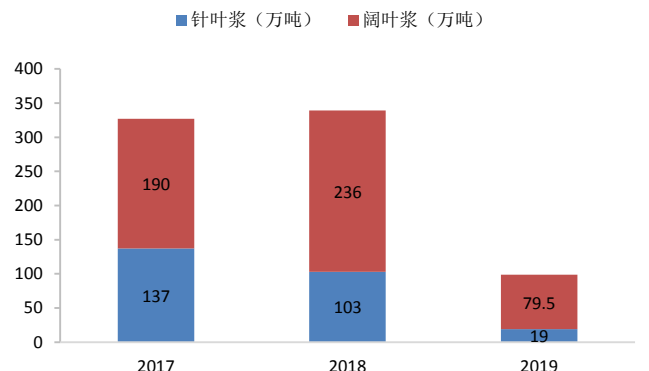
资料来源: 中国造纸协会, 新时代证券研究所

3.1.3、成本端: 木浆新增产能放缓, 价格维持低位, 外废收紧缺乏上涨动力

木浆: 全球新增产能整体放缓。2018年全球木浆新增产能339万吨, 为近三年新高; 其中, 针叶浆新增102.5万吨; 阔叶浆新增236.5万吨, 分别占新增产能30%、70%。2019年全球新增木浆98.5万吨, 较2018年大幅下降, 全球产能投产趋缓。此外, 因人员、设备老化等因素, 木浆产能会因非计划停机带来产能损失。以2017年为例, 全球木浆产能因生产事故、火灾、罢工等不可控停机造成约140万吨产能损失; 欧美木浆生产设备已进入老化阶段, 非计划产能损失在未来或难以改善, 所以实际净增产能会更低。

图37: 2018年中国木浆产能持续增长

资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

图38: 2017-2019年全球新增木浆产能

资料来源: 中国纸业网, 新时代证券研究所

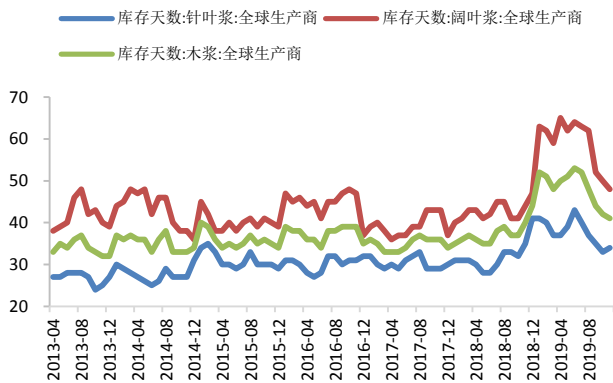
全球库存开始高位回落, 浆价预计维持底部运行。随着新增产能陆续投放, 且不断有新增产能开始建设, 供给将逐步增加; 目前, 全球木浆库存天数仍较高但开始回落, 叠加国际政治经济与我国经济下行压力大等因素, 纸品需求乏力。在2018年下半年需求偏弱的宏观背景下, 浆价已经开始出现下滑, 2020年全球经济环境仍有诸多不确定因素且需求并未明显复苏, 预计浆价大概率继续低位运行。

图39: 常熟港木浆库存有所下降但仍处于历史中部区间



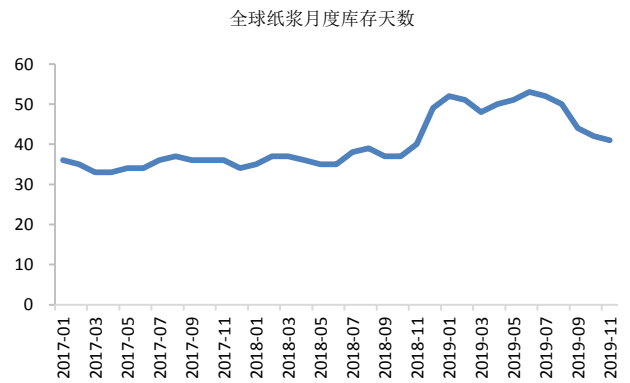
资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

图40: 全球针叶浆与阔叶浆库存天数



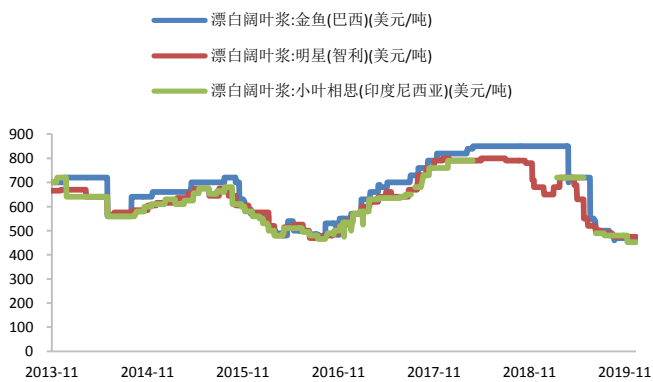
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图41: 全球纸浆月度库存天数开始下降



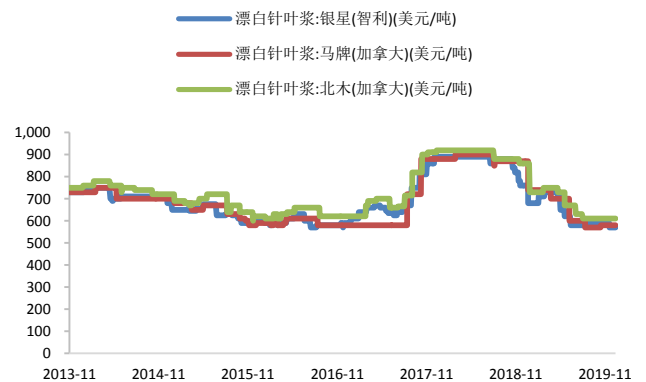
资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

图42: 外盘漂白阔叶浆价格



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图43: 外盘漂白针叶浆价格



资料来源: wind, 新时代证券研究所

废纸: 外废政策趋严, 供给减少。中国废纸供应主要分为国废和外废, 国废是从国内工厂以及居民通过废纸回收—打包站—纸厂实现回收, 目前废纸回收率不足50%, 仍有很大提升空间; 外废主要通过我国审批配额从全球进口实现。2018年6月, 国务院颁布条文明确提出要“强化固体废物污染防治”, 大幅减少固体废物进口种类和数量, 力争2020年年底基本实现固体废物零进口。2018年全年, 废纸进口量1816万吨, 同比大幅减少35.40%。

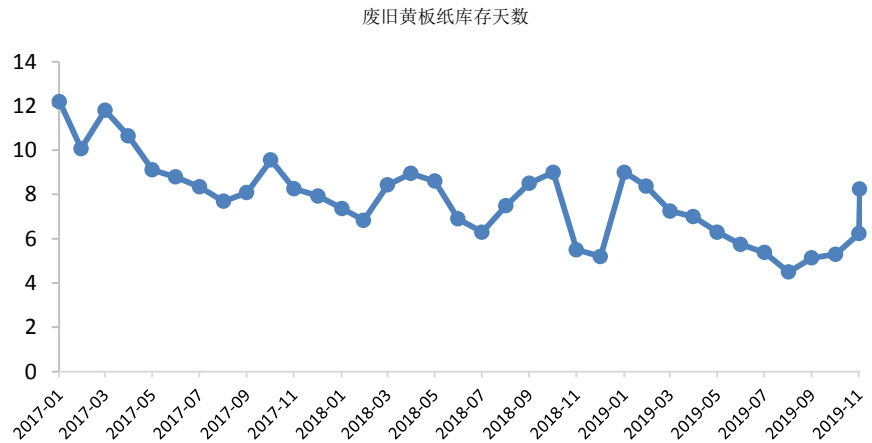
表3: 近年来,我国废纸进口相关政策与重点内容

日期	出台机构	文件名称	政策要点
2013/9/29	环保部	《进口废纸环境保护管理规定》(征求意见稿)	规定进口废纸加工利用企业应当符合: 1) 经所在地省级环境保护行政主管部门确定的应当实施清洁生产审核的, 应符合清洁生产审核有关要求; 2) 列入污染源自动监控计划的应当按照规定的时限建设、安装自动监控设备及其配套设施, 配合自动监控系统的联网; 制定自行监测方案, 开展自行监测, 公布自行监测信息等要求。
2017/7/27	国务院	禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管制改革实施方案	严格进行固体废物进口管理, 2017 年年底, 全面禁止进口环境危害大、群众反映强烈的固体废物; 2019 年年底, 逐步停止进口国内资源可以替代的固体废物。通过持续加强对固体废物进口、运输、利用等各环节的监管, 确保生态环境安全。保持打击洋垃圾走私高压态势, 彻底堵住洋垃圾入境。强化资源节约集约利用, 全面提升国内固体废物无害化、资源化利用水平, 逐步补齐国内资源缺口。
2017/8/10	环保部、海关、质检总局等	限制进口类可用作原料的固体废物目录	对以下品种废纸进口进行限制: 1) 回收(废碎)的未漂白牛皮、瓦楞纸或纸板; 2) 回收(废碎)的漂白化学木浆制的纸和纸板(未经本体染色); 3) 回收(废碎)的机械木浆制的纸或纸板(例如, 废报纸、杂志及类似印刷品)
2017/10/23	环保部	《进口废纸环境保护管理规定(征求意见稿)》	规定申请进口废纸许可的加工利用企业(以下简称废纸企业)应为以废纸为原料的生产企业, 企业生产能力应不小于 30 万吨/年, 并具有与加工利用能力相适应的制浆、造纸等生产加工设备。
2017/12/15	环保部	限制进口类可用作原料的固体废物环保管理规定	规定申请进口限制进口类固体废物许可应当具备的条件: 1) 申请进口限制进口类固体废物的企业应当为实际从事加工利用的企业, 且属于依法成立的具有固体废物加工利用经营范围的企业法人; 2) 具有加工利用所申请进口固体废物的场地、设施、设备及配套的污染防治设施和措施(不包括租赁、承包等项目开展生产经营的情况), 并符合国家或者地方环境保护标准规范的要求; 3) 依法依规应当取得排污许可证的, 应在规定时限内申领排污许可证, 并严格按证排放污染物等。
2017/12/15	环保部	关于发布《进口废纸环境保护管理规定》的公告	规定进口废纸的企业除符合《限制进口类可用作原料的固体废物环境保护管理规定》要求外, 还应符合下列许可条件: 1) 生产能力应不小于 5 万吨/年, 并具有与加工利用能力相适应的制浆、造纸等生产加工设备; 2) 符合《造纸产业发展政策》和《产业结构调整指导目录》等相关产业政策的要求, 废纸企业或相关生产线未被列入《工业行业淘汰落后产能企业名单》; 3) 依法依规取得排污许可证, 并符合排污许可证相关规定等。
2017/12/29	环保部	进口可作原料的固体废物环境保护控制标准——废纸或纸板	规定进口废纸中应严格限制下列夹杂物的混入, 总重量不应超过进口废纸重量的 0.01%: 1) 被焚烧或部分焚烧的废纸, 被灭火剂污染的废纸; 2) 密闭容器; 3) 《国家危险废物名录》中的废物; 4) 依据 GB5085.1-GB5085.6 鉴别标准进行鉴别。除上述各条所列废物外, 进口废纸中应限制其他夹杂物的混入, 总重量不应超过废纸重量的 0.5%。
2018/6/24	国务院	《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》	强化固体废物污染防治。全面禁止洋垃圾入境, 严厉打击走私, 大幅减少固体废物进口种类和数量, 力争 2020 年年底基本实现固体废物零进口。

资料来源: 环保部, 国务院, 新时代证券研究所

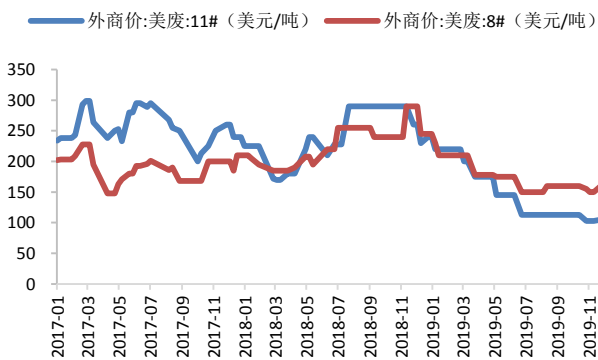
外废价格缺乏上涨动力，国废价格维持高位。国废黄板纸价格在2018年下半年后持续走低，2019年下半年有所抬升，外废价格整体显著下降，内外废价差有所收敛。受贸易战以及外废进口政策影响，外废价格波动较为明显，随着2020年“外废清零”的明确与落实，外废价格缺乏上涨空间。另一方面，我国废纸回收的难度依然比较大，紧平衡下国废价格预计仍将高位震荡。

图44: 中国纸厂废旧黄板纸月度库存天数



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

图45: 2019年开始外废价格显著降低



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图46: 外废政策收紧, 国废价格上升



资料来源: wind, 新时代证券研究所

根据造纸行业龙头公司新增产能计划看供给侧, 相比于2018-2019年多家大型纸企集中释放产能, 2020年整体新增产能较少, 主要是前期产能处于过剩状态, 产能利用率低, 而需求端相对稳定。2020年, 文化纸新增产能很少仅有45万吨(太阳纸业兖州本部文化纸项目), 包装纸新增产能约为160万吨(玖龙110万吨产能投放+理文越南50万吨包装纸项目)。

表4: 龙头造纸企业新增产能一览

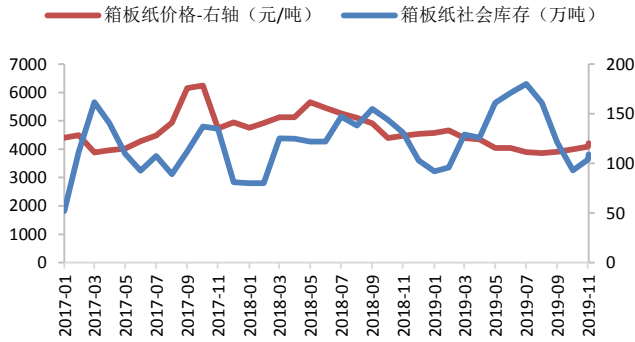
企业	原纸类型	(预计) 投产时间	项目与具体新增产能情况
太阳纸业	文化纸(铜板、溶解浆)	2019Q4	邹城基地 20 万吨本色高得率生物质纤维项目
		/	北海制浆造纸项目一期(80 万吨漂白化学阔叶浆, 55 万吨文化用纸生产线)
		/	北海制浆造纸项目二期(60 万吨化机浆, 50 万吨特种纸, 15 万吨生活用纸, 90 万吨白卡纸)
		/	新材料产业园一期项目(45 万吨特色文化用纸, 7 万吨特种纸、18 万吨化机浆)
		2020Q4	兖州本部 45 万吨文化用纸项目
		2019Q2	老挝 40 万吨再生纤维浆板生产线项目
山鹰纸业	包装纸	2021Q2	老挝 80 吨高档包装纸生产线项目
		2019Q4	华中纸业项目一期(55 万吨高档包装纸)
玖龙纸业	包装纸	2020Q1	华中纸业项目第二条生产线(45 万吨高档包装纸)
		2019Q4	泉州(二期) 35 万吨卡纸
		2019Q1	重庆(三期) 55 万吨卡纸
		2020Q1	河北(二期) 50 万吨卡纸
		2019Q4	沈阳(二期) 60 万吨卡纸
		2020Q1	东莞 60 万吨卡纸
		/	泉州(三期) 50 万吨卡纸
		2021	马来西亚 55 万吨卡纸
		2020	美国 Biron 再生浆 24 万吨
		2020	美国 Fairmont 再生浆 6 万吨
		2021	美国 Fairmont 再生浆 6 万吨
		2020	美国 Rumford 再生浆 20 万吨
2020	美国 Rumford 木浆 8 万吨		
2021	美国 Old Town 木浆 11.5 万吨		
理文纸业	包装纸、生活用纸	2019Q4	江西 10 万吨卫生纸生产线
		2020Q4	越南 50 万吨包装纸
博汇纸业	白卡纸	2019Q2	年产 50 万吨高档牛皮箱板纸项目和年产 50 万吨高强瓦楞纸项目
		2019Q3	年产 75 万吨卡纸项目
		/	年产 45 万吨高档信息用纸项目

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

3.1.4、需求端: 包装纸库存与价格背离, 文化纸价格上涨

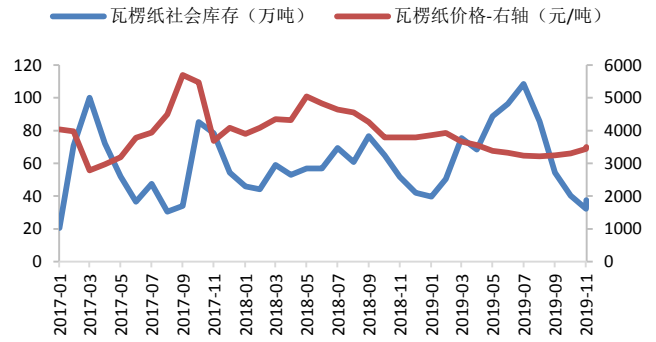
库存是短期支撑需求的核心变量, 包装纸库存与价格走势背离, 文化纸库存接近底部。2019 年下半年, 包装纸库存出现止跌回升态势, 但价格并未随之企稳, 主要是新增产能投放导致供给增加; 文化纸库存接近历史底部, 价格与库存关联性较强, 下半年虽然需求处于淡季, 但在补库预期下, 文化纸价格并未随原材料木浆下跌而下滑; 而白卡纸价格与库存止跌回升, 预计被动补库存的趋势下, 对纸价形成一定支撑。

图47: 箱板纸库存与价格变化



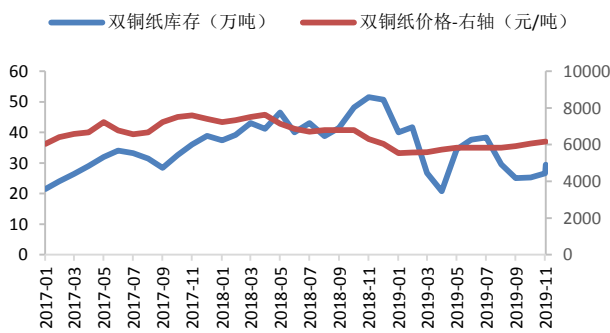
资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

图48: 瓦楞纸库存与价格变化



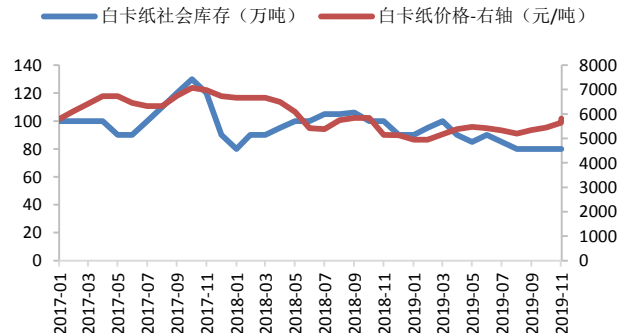
资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

图49: 铜版纸库存与价格变化



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

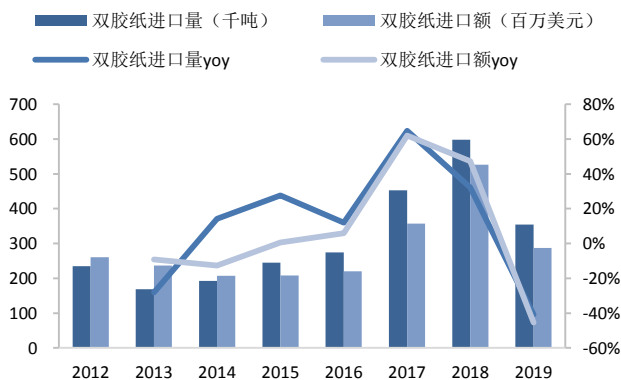
图50: 白卡纸库存与价格变化



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

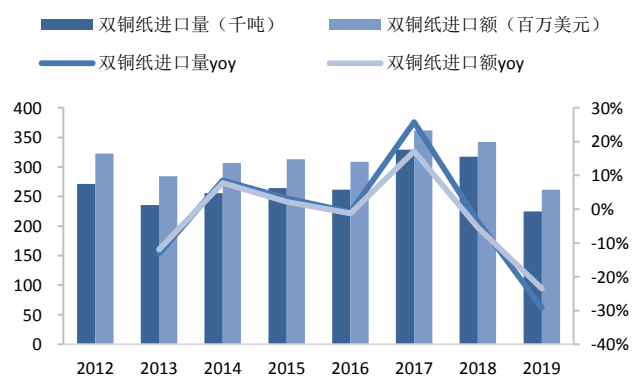
从成品纸进口指标来侧面看我国下游用纸需求,文化纸稳中略降,包装纸需求增长规模快。具体来看,文化纸相对于包装纸来说,历史上的进口量与进口额相对平稳,但近年来的趋势是自2017年开始,出现了连续三年的增速下行。下游需求中,双胶纸多以图书、教材等的印刷为主,两者占比高达90%的水平;双铜纸以期刊与画册的印刷为主,两者合计占比超过90%,且趋势上整体很稳定。综合考虑,我们判断文化纸需求增速趋缓与报纸、杂志等此类纸媒需求减缓有直接关系,但图书与教材等出版需求相对稳定且保持缓慢上行的趋势。

图51: 2019年双胶纸进口量与进口额双双下滑



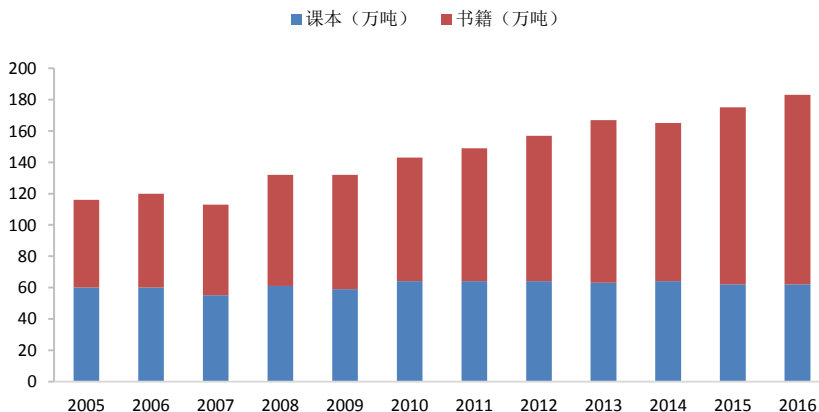
资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

图52: 2019年双铜纸进口量与进口额继续下滑



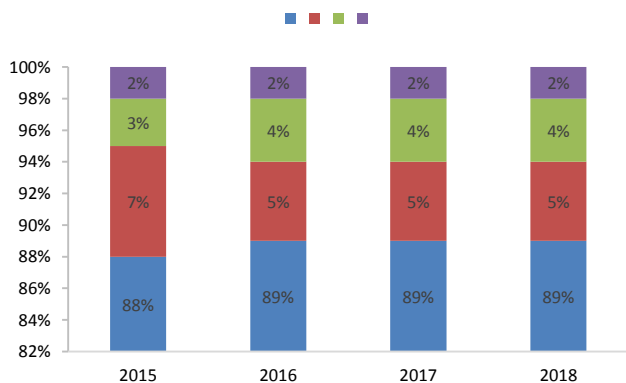
资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

图53: 书籍课本用纸量稳步缓慢增长



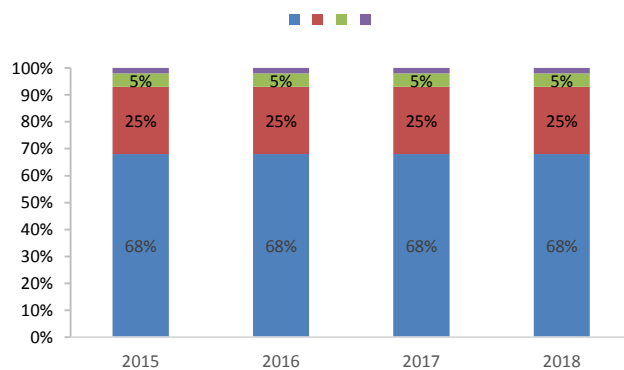
资料来源: 中国报告网, 新时代证券研究所

图54: 双胶纸下游需求以图书印刷为主



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

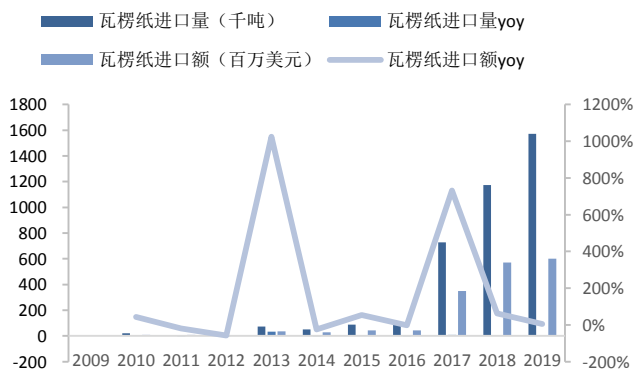
图55: 双铜纸下游需求以期刊与画册为主



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

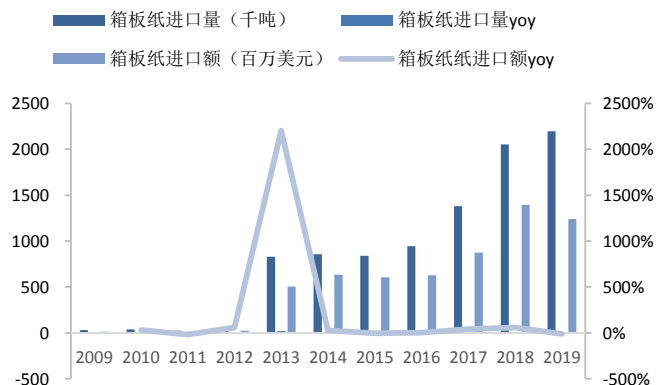
包装纸主要以箱板纸、瓦楞纸与白卡纸为主; 箱板纸与瓦楞纸进口规模增长波动变化比较明显, 这与下游需求、进口政策、来源地等都有关系。近年来, 国内限制外废政策, 推高国产废纸价格, 从而将国产瓦楞纸与箱板纸价格也推到高位。在这样的情况下, 进口就具有一定的价格优势, 2017年两者均有明显上升。但2018年下半年, 尤其是第三季度末开始, 进口规模增速又出现明显下降。原因主要有两方面, 一是中美贸易战爆发, 导致国内包装纸市场需求下降; 二是国产包装纸价格开始回落, 进口纸价格优势不明显。

图56: 近年来瓦楞纸进口规模大幅增长



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

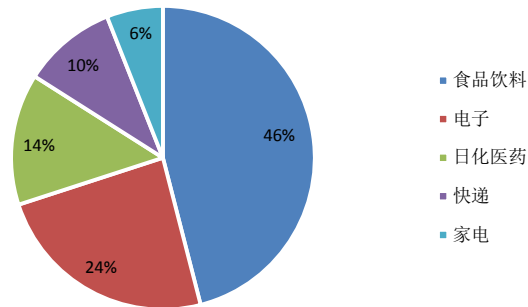
图57: 近年来箱板纸进口规模稳步增长



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

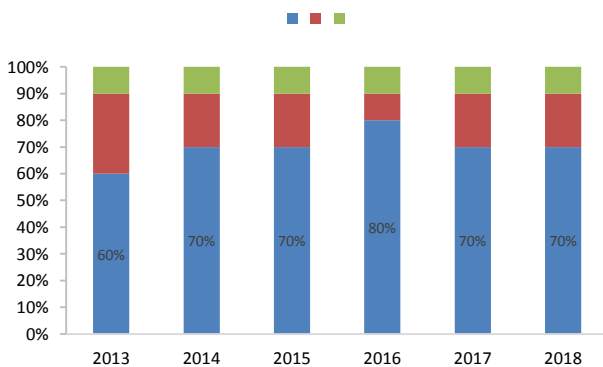
下游需求中，食品饮料包装需求最大，接近50%；其次为电子、日化医药类、快递与家电等外包装需求，占比分别为24%、14%、10%与6%。具体来看，箱板纸与瓦楞纸基本上以外包装纸箱为主要用途，2016年开始使用瓦楞纸做包装箱的需求占比有所下降，取而代之的是蜂窝纸、纸托的需求占比在明显提升。此外，近年来白卡纸的包装需求逐渐增多，对白板纸有明显的替代性，主要用来制作食品等包装所需的纸盒、纸袋。

图58： 2018年包装需求占比中，食品饮料高达46%



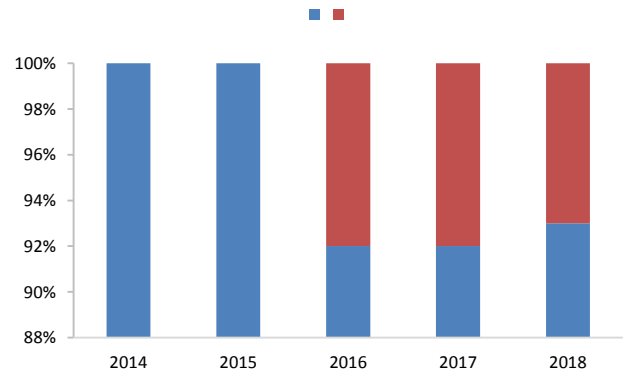
资料来源：中华纸业，新时代证券研究所

图59： 白卡纸需求占比最大的为纸盒制作



资料来源：卓创资讯，新时代证券研究所

图60： 2016年开始瓦楞纸纸箱需求占比有所减少



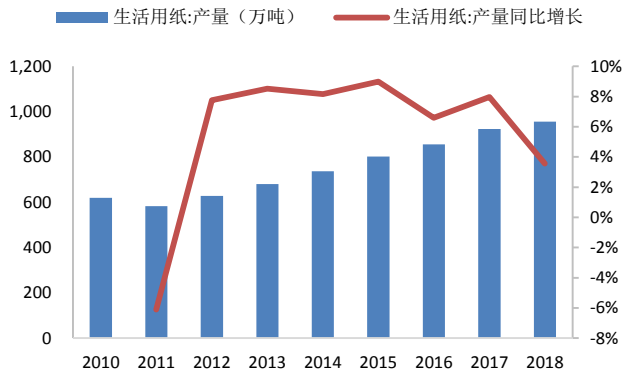
资料来源：卓创资讯，新时代证券研究所

3.2、生活用纸

3.2.1、根本逻辑在于人均消费量提升带动市场规模保持中高速增长

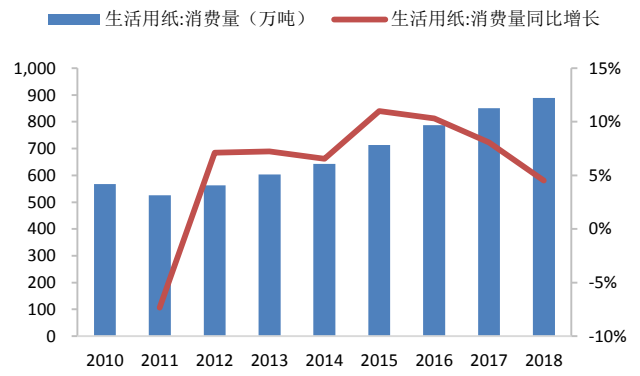
我国生活用纸人均消费低于发达国家，未来提升空间大。2009年至2018年，生活用纸市场规模复合增速达到11.6%，而过去几年经济下滑保持10%左右的增速，说明了生活用纸需求偏刚性，消费属性较强；在经济下行通道中呈现逆周期特征。2018年我国生活用纸市场规模达到1168亿元，同比小幅增长5.57%；中国大陆生活用纸人均消费量6.40kg/人，对比日本16kg/人，美国22kg/人，未来会稳步提升，而生活用纸市场规模增长的根本逻辑在于人均消费量的提升。

图61: 生活用纸产量保持平稳增长



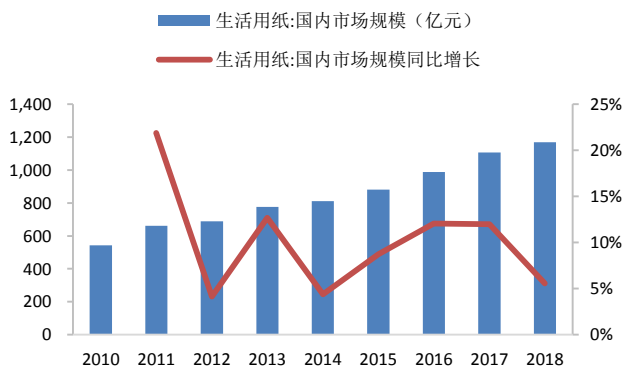
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图62: 生活用纸作为必选消费品, 需求稳定



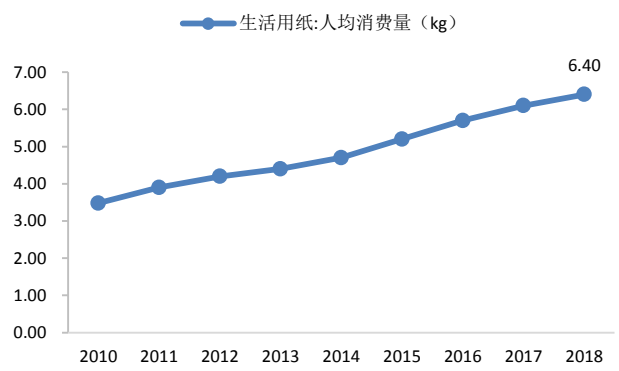
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图63: 生活用纸市场规模稳健增长



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图64: 中国大陆生活用纸人均消费量稳步提升

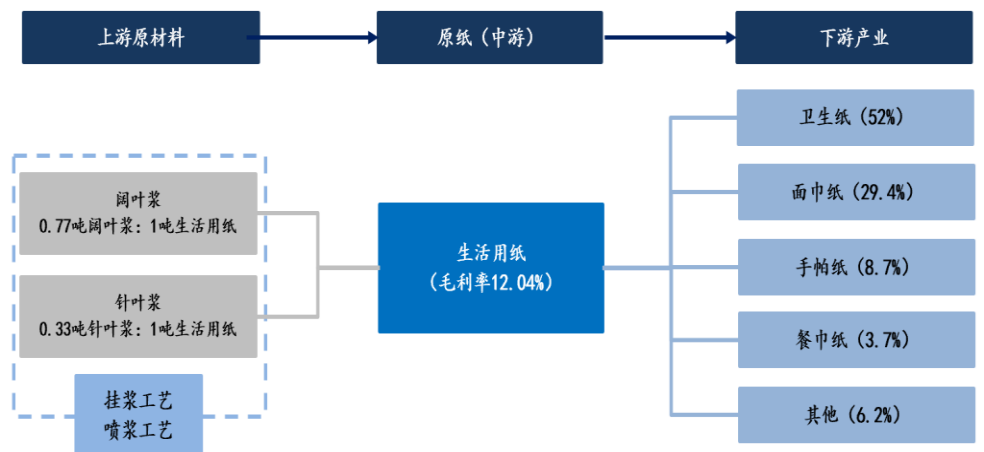


资料来源: wind, 新时代证券研究所

3.2.2、消费属性偏强, 毛利率整体偏低

我国生活用纸行业使用的纸浆主要木浆、竹浆、草浆和再生浆, 其中生产高档生活用纸所使用的纸浆以木浆为主, 包括针叶浆与阔叶浆。生活用纸产品属于终端消费品直接用于人们的日常生活, 因此消费属性强, 与工业用纸有所区别。

图65: 生活用纸主要以木浆原材料为主, 下游卫生纸占比需求最大

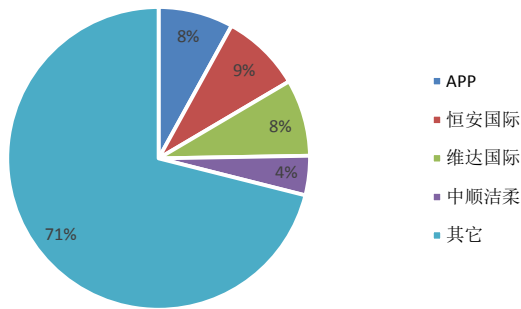


资料来源: 新时代证券研究所整理

3.2.3、对标海外，我国生活用纸行业集中度有进一步提升的空间

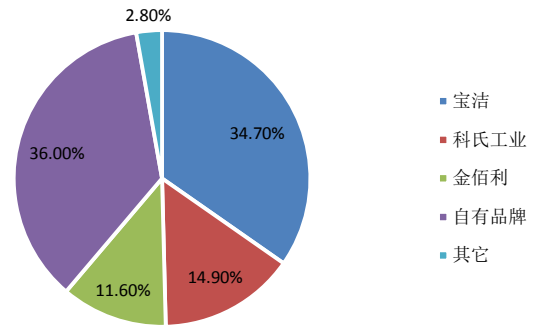
行业集中度有待进一步提升。按照产能口径统计，目前CR4（APP、恒安、维达、中顺洁柔）占比合计约33%，横向对比海外（CR4基本维持在60%以上）集中度仍有较大提升空间。具体来看，美国生活用纸龙头企业的市占率远高于国内市场，金佰利、宝洁、科氏工业三家在厕纸市场占据59%的市场份额，在纸巾市场占有率超过60%。

图66：我国生活用纸 CR4 偏低



资料来源：Euromonitor，新时代证券研究所

图67：美国纸巾 CR3=61.2%



资料来源：Euromonitor，新时代证券研究所

3.2.4、品类向多元化、高端化拓展，电商渠道占比持续提升

随着我国人均消费水平的提高，生活用纸市场的消费趋势也发生了根本的转变，我们归纳为以下两方面：**第一，消费结构升级下带动高端纸品占比明显提升。**我国生活用纸品类繁多，其中卫生纸是市场份额占比最大的品类，2018年其市场占比为54%。在我国居民消费结构变迁下，卫生纸的市场占比呈逐年下降趋势，市场上面巾纸、手帕纸、餐巾纸等其他用纸品类消费占比开始攀升。2010-2018年，我国面巾纸、手帕纸、餐巾纸的复合增速分别为16%、10%、16%，而卫生纸的复合增速仅为7%。我国生活用纸市场需求呈多元化与高端化发展趋势。以生活用纸龙头企业中顺洁柔为例，在近年来不断拓展产品矩阵，产品结构的持续优化也为良好的销售奠定基础。2018年7月公司推出新棉初白棉花柔巾定位母婴高端产品，2019年6月推出朵蕾蜜卫生巾开拓女性护理市场，2019年7月启用太阳品牌竹浆纸下沉低端市场。

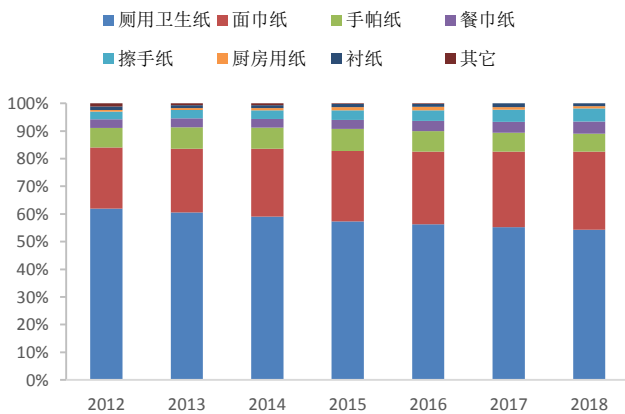
表5：中顺洁柔不断拓展产品矩阵，向高端化发展

时间	产品系列	产品特点
2010	Lotion	锁水柔滑，适合娇嫩肌肤
2012	Face	可湿水面巾，柔韧性好
2017	自然木	符合欧美食品接触检测标准，母婴适用
2018	新棉初白	天然棉花，适用于卸妆洁面
2019	朵蕾蜜	卫生巾领域首发，定位年轻女性

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

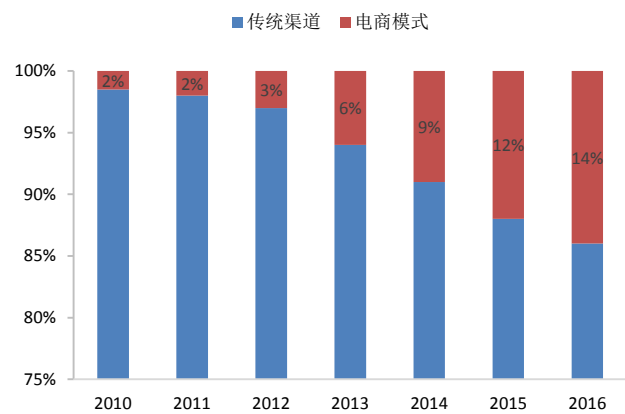
第二，渠道模式的转变，电商渠道强势崛起。目前，生活用纸的营销仍然以传统经销商、现代超市为主要渠道，电商份额总体占比还相对较少，但电商渠道份额在快速增长。2010年，生活用纸电商平台销售占比仅为2%，到2016年占比迅速提高至14%，而传统渠道模式也由98.5%降至86%。此外，从上市公司年报也可明显看出，维达2018年上半年电商份额占22%，与2017年上半年相比提高2个百分点；恒安2018年上半年电商渠道营业额（包括零售通及微商销售）超过约12亿元，同比上升60%，电商对整体销售额贡献亦上升至约12.7%。

图68：生活用纸消费结构向高端化转变



资料来源：wind，新时代证券研究所

图69：传统渠道占比下降，电商崛起



资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

4、投资策略与重点上市公司

4.1、周期底部叠加政策变化，看好龙头公司原材料优势

造纸行业的核心变量在于原材料成本端，在外废政策清零的进程中，原材料等资源成本优势愈发重要；原材料等主要成本结构的分化将直接影响企业盈利。我们判断，龙头企业在原材料布局上相较于中小造纸企业更具有先发优势与成本优势：1)龙头公司享受政策红利，拥有更多的外废配额；2)龙头企业率先布局海外业务，林浆纸一体化带来成本优势，盈利弹性有望充分凸显；3)海外产能布局相对门槛较高，龙头企业率先布局具有先发优势，未来规模效益下强者恒强。

4.2、太阳纸业（002078）

产品结构丰富，多元化抵御风险。公司在基础造纸产业发展成熟的条件下，积极拓展生物质新材料（溶解浆、绒毛浆等）和快消品（生活用纸、纸尿裤等）领域，并由此提出“四三三”发展战略，即形成三者收入占比40%、30%、30%的新格局。截至2019年3月，公司双胶纸产能130万吨/年，铜版纸90万吨/年，牛皮箱板纸160万吨/年；生物质新材料溶解浆产能80万吨/年，位居世界第二，营收占比16.94%；生活用纸产能12万吨/年，营收占比3.67%。多元化产品布局明显提升公司营收能力，使公司在造纸行业周期波动时领先市场。

产业链向上游延伸，林浆纸一体化龙头。公司原料自给率不断提升，成本优势相较竞争者十分明显。老挝项目一期30万吨化学浆已于2018年建成投产，二期120万吨包装纸项目也将于2021年投产。广西350万吨林浆纸项目已于2019年10月启动投产，一期计划建设年产80万吨漂白化学阔叶浆和55万吨文化用纸项目。自建林打浆成本相比从第三方采购每吨低1300-2000元，同时老挝距广西北海港口的距离优势可节省仓储和运输成本。

外废紧缩国废上涨，前瞻性布局受益明显。外废进口配额降低，废纸系企业成本提高，积极研发外废替代品并提前海外布局的太阳纸业受益明显。公司造纸原料自给程度高，外废和国废替代品充足；国内木屑浆、半化学浆生产线稳定，老挝再生纤维浆已投产。公司提前布局老挝和广西的业务，国内废纸价格一旦上涨，必然带动港口木浆进口去化库存，价格反弹，公司文化纸盈利也将收益。

表6：太阳纸业历年经营数据

项目	单位	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	百万元	10,457.88	10,825.12	14,455.49	18,894.29	21,768.40
YOY	%	-4.01	3.51	33.54	30.71	15.21
净利润	百万元	546.95	755.10	1,158.20	2,250.13	2,242.19
YOY	%	72.02	38.06	53.38	94.28	-0.35
毛利率	%	20.05	23.39	21.92	26.03	23.45
净利率	%	5.23	6.98	8.01	11.91	10.30
资产负债率	%	64.25	62.50	58.70	58.46	57.23
ROE (摊薄)	%	8.65	9.54	13.27	19.61	17.80

资料来源：wind，新时代证券研究所

4.3、山鹰纸业（600567）

2019年造纸销量超预期。2019年公司国内造纸销量449.29万吨，同比增加3.29%；国外造纸销量26.42万吨，同比增加3.07%。公司作为包装纸龙头，在行业周期低点维持了高生产率，进一步增加了销量。从利润上看，2019年预计实现归母净利润14.42-17.62亿元，同比减少45%-55%；扣非后净利润为12.97-15.57亿元，同比减少41.85%-51.55%。销量上升而利润下降的原因，国外主要受中美贸易摩擦的影响，外废价格上升且物流成本增加；国内主要受2019年4月实行减税政策的影响，公司退税收益减少。

产能进一步扩张，不断完善国内外布局。2019年6月，为深化公司在华南的区域布局，公司在广东省肇庆市设立全资子公司山鹰纸业（广东）有限公司，主营工业包装纸的生产与销售。在此之前，公司产能集中在华东和华中，已布局三个百万吨产能以上的基地，而华南地区作为包装纸需求旺盛的地区，本次布局有望带来新一轮增长。除此之外，公司海外基地美国凤凰纸业于2019年5月23日顺利开工，拓展了国外再生纤维及木浆资源渠道，公司同时在东南亚地区完成战略合作布署，有望进一步构筑新的原材料低成本竞争优势。

利用云印互联网平台，整合下游客户需求。2019年公司为解决由于下游客户零散、信息难以整合导致成本过高的问题，收购了互联网印刷公司云印。通过利用互联网和数据化技术手段，提升下游中小微客户生产、信息互通、资源优化、物流共享的能力水平。2019年全年二级包装厂在该平台上的成交金额达到28.8元，同比增加396.55%，在行业竞争加剧的环境下不断整合下游渠道，为中长期客户资源与市场份额奠定良好基础。

表7: 山鹰纸业历年经营数据

项目	单位	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	百万元	7,735.39	9,787.00	12,134.81	17,469.68	24,366.54
YOY	%	17.59	26.52	23.99	43.96	39.48
净利润	百万元	110.69	207.51	358.89	2,020.23	3,436.70
YOY	%	-46.85	87.47	72.95	462.91	70.11
毛利率	%	16.77	18.35	16.36	23.01	23.05
净利率	%	1.43	2.12	2.96	11.56	14.10
资产负债率	%	67.61	66.47	57.97	61.21	62.30
ROE (摊薄)	%	1.85	3.42	4.21	19.43	24.31

资料来源: wind, 新时代证券研究所

4.4、晨鸣纸业 (000488)

造纸业景气度回升, 业绩环比向好。2018 年受宏观经济影响, 公司收入业绩有所下滑, 造纸行业需求端减弱, 供给端受环保限制原材料价格提升, 在成本提高的情况下成品纸纸价下降导致收入下滑。19 年受益于双胶纸、铜版纸纸价回升, 办公、出版印刷等文化纸需求上涨, 公司 Q3 收入同比转正。根据公司 19 年三季度报, Q1-Q3 实现营收 220.14 亿 (-6.29%), 归母净利 10.68 亿 (-56.97%), 扣非归母净利 7.51 亿 (-65.62%)。其中 Q3 单季实现营收 86.66 亿 (+9.12%), 归母净利 5.58 亿 (-19.89%), 扣非归母净利 4.48 亿 (-30.70%)。

19 年浆纸项目产能增加, 长期成本优势凸显。公司作为国内林浆纸一体化龙头企业, 在业内具有较高的木浆自给率。公司投建寿光美伦 51 万吨文化纸、寿光本部文化纸改造、寿光美伦 100 万吨化学浆、黄冈晨鸣化学浆项目等四大项目已全部完成投产并正常运转。19 年造纸产能预计新增 111 万吨至 688 万吨, 其中新增双胶纸产能约 101 万吨至 216 万吨, 新增木浆产能约 70 万吨至 398 万吨, 原料自给率进一步上升。

融资租赁业务收缩, 降低经营风险。公司于 2014 年造纸行业景气度低迷时设立山东晨鸣融资租赁公司开展融资租赁业务, 以多元化调整公司经营战略。融资租赁业务利润率虽高, 但公司经营活动现金流支出短期增加, 债务负担加重, 现金流状况恶化。2019 年 1 月公司与长城国瑞签署协议, 剥离公司融资租赁业务, 公司长期应收款大幅减少, 19 年 Q1-3 较年初下降 51.85%, 现金流好转, 资产结构改善。

表8: 晨鸣纸业历年经营数据

项目	单位	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	百万元	19,101.68	20,192.64	22,566.92	29,472.45	28,875.76
YOY	%	-6.31	5.71	11.49	28.66	-2.02
净利润	百万元	453.31	2,104.86	2,022.61	3,758.96	2,564.74
YOY	%	-34.34	364.33	-3.91	85.85	-31.77
毛利率	%	19.78	26.88	30.04	33.06	31.27
净利率	%	2.37	10.42	8.96	12.75	8.88
资产负债率	%	74.75	77.86	72.58	71.34	75.43
ROE (摊薄)	%	0.94	10.95	7.25	12.33	7.80

资料来源: wind, 新时代证券研究所

4.5、博汇纸业（600966）

APP 中国拟收购博汇纸业。博汇与 APP 之争由价格战转为股权之争，2018 年 APP 凭借低木浆成本和集团规模优势压低白卡纸价格，导致白卡纸价格下跌超过 1000 元/吨，全白卡纸行业亏损。2019 年 4 月，APP 首次在二级市场购买公司股票，之后连续四次举牌至持股 20%。11 月，博汇集团由于债务水平不断提高，资金压力不断增大，主动寻求控制权转让机会。12 月底，APP 凭借其管理经验、产业规模和资金实力获得博汇集团认可，受让博汇集团 100% 股权。此次股权转让交割完成后，APP 将获得博汇纸业 28.84% 股权，加上前期举牌获得的 20% 股份，合计持有博汇纸业 48.84% 股份。

行业格局转变，白卡纸行业集中度高。APP 中国白卡纸产能占全行业的 30%，再加上即将接手的博汇纸业 18% 份额，APP 中国将集中全白卡纸行业 48% 的产能。市场份额集中后将改善行业格局，稳定供需结构，白卡纸吨净利有较大修复空间。博汇以白卡纸为主，白卡纸营收占比近 80%，2019 年扩产后，公司白卡纸产能达到 215 万吨，行业格局转变后，白卡纸盈利弹性增强。

表9：博汇纸业历年经营数据

项目	单位	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	百万元	6,981.16	7,057.76	7,796.26	8,954.81	8,339.44
YOY	%	22.15	1.10	10.46	14.86	-6.87
净利润	百万元	60.96	43.12	214.38	874.02	256.00
YOY	%	-133.73	-29.27	397.17	307.70	-70.71
毛利率	%	13.22	11.88	14.62	24.03	16.04
净利率	%	0.87	0.61	2.75	9.76	3.07
资产负债率	%	67.08	64.90	62.88	62.81	72.21
ROE（摊薄）	%	1.16	0.98	4.89	17.24	4.98

资料来源：wind，新时代证券研究所

4.6、华泰股份（600308）

受纸价下行影响，业绩增速放缓。公司连续五年业绩高速增长，自 18 年起受造纸行业周期下行影响增速放缓，公司 2019 年前三季度营业收入 100.5 亿元，同比减少 9.70%；净利润 4.83 亿元，同比减少 25.69%。从业务分类来看，公司维持造纸和化工双主业格局，公司 2018 年造纸营收 110.82 亿元，占总收入占比 75.06%；化工业务营收 26 亿元，占比 19.58%，占总体营收增量 42.75%。

公司外废配额充足，新闻纸逆流而上。2019 年新闻纸去产能力度明显，市场集中度提高，公司新闻纸市场份额超过 30%，占据供给端优势。近年来，新闻纸主要原材料外废供应下降，2019 年第一季度公司获得 74 万吨外废配额，占 2018 年全年外废配额 82%，在外废配额收紧、国废价格上行的情况下，较为充足的外废配额保证公司的成本优势。同时，公司拓宽新闻纸国际市场，与欧美、东南亚、韩国、印度等多地建立合作伙伴关系。

化工景气度回升，公司相关业务受益。公司拥有全国最大的氯碱盐化工基地，下游需求烧碱广泛应用于轻工、化工、纺织等部门，消费量逐年增加。2016 年公司非公开募集资金 6.29 亿元，用于精细化工有机合成中间体及配套项目，建设周期 24 个月，预计实现年产 2 万吨对氨基苯酚和 1 万吨间苯二胺。间苯二胺下游需求广泛，包括碱性染料、毛发燃料、方向胺类固化剂等。间苯二胺存在供需失衡的

状态，产能缺口推升价格，公司间苯二胺项目为化工主业带来可观收益。

表10: 华泰股份历年经营数据

项目	单位	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	百万元	9,261.78	9,416.78	10,809.91	13,658.92	14,763.35
YOY	%	-4.94	1.67	14.79	26.36	8.09
净利润	百万元	51.75	47.01	179.98	683.24	720.43
YOY	%	-4.34	-9.16	282.85	279.62	5.44
毛利率	%	13.74	13.10	13.22	16.06	14.74
净利率	%	0.56	0.50	1.67	5.00	4.88
资产负债率	%	61.80	59.14	54.88	48.42	43.90
ROE (摊薄)	%	0.96	1.02	2.79	9.43	9.37

资料来源: wind, 新时代证券研究所

4.7、中顺洁柔 (002511)

利润持续向好, 产能释放加速。公司 2019Q1-Q3 毛利率分别为 34.01%、39.23%、41.37%，环比改善明显，主要受益于原料浆价下行，公司成本优势显现。公司在四川 30 万吨竹浆纸一体化项目于 19 年计划投产，预计竹浆产能释放 31.8 万吨/年，生活用纸产能释放 30 万吨/年，公司竹浆自给率进一步提升。目前，公司已经形成华东、华南、华西、华北和华中的生产格局，2019 年合计总产能预计达到 80 万吨，未来五年计划新增产能 10 万吨。

产品结构不断优化, 占据中高端市场。公司目前再生活用纸行业排名第四，市占率为 5 再，不仅拥有覆盖中高端群体的洁柔系列产品，也有符合大众需求的 C&S 国际版和太阳。高端产品中主推的 Face 系列“可湿水面纸”一经推出销量直线攀升，占据了中高端生活用品市场。Lotion 和自然木系列也分别满足鼻炎患者和纯天然制品爱好者的消费需求，通过产品差异化吸引消费者。2019 年 6 月 6 日，公司高端卫生巾“朵蕾蜜”投放市场，拓展了个护用品领域，进一步优化了产品结构。

营销管理完善, 渠道建设成效高。公司于 2015 年引入曾成功将清风市占率推向华中第一的刘金锋销售团队，将市场布局细分为华南、云南、云贵广、华中、华北、西北、东北加上 EC 和港澳地区，即“8+2”模式，提升了管理效率。除公司已经发展成熟的经销商 GT 渠道和直营卖场 KA 渠道，团队着重发展了尚为薄弱的电商 EC 和商销 AFH 渠道，17 年至今营销效果明显，收入扩张迅速。

表11: 中顺洁柔历年经营数据

项目	单位	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	百万元	2,521.78	2,958.98	3,809.35	4,638.35	5,678.52
YOY	%	0.80	17.34	28.74	21.76	22.43
净利润	百万元	67.50	88.20	260.42	349.07	406.99
YOY	%	-41.79	30.67	195.26	34.04	16.59
毛利率	%	30.04	32.03	35.92	34.92	34.07
净利率	%	2.68	2.98	6.84	7.53	7.17
资产负债率	%	48.36	46.44	40.25	47.44	35.65
ROE (摊薄)	%	2.78	2.88	9.30	10.72	11.85

资料来源: wind, 新时代证券研究所

表12: 造纸行业重点上市公司盈利预测与估值(收盘价为2020.2.17)

公司代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)				PE				投资评级
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	
002078.SZ	太阳纸业	9.30	0.86	0.81	0.94	1.11	6.60	11.48	9.89	8.38	未评级
600567.SH	山鹰纸业	3.25	0.70	0.39	0.47	0.54	4.45	8.33	6.91	6.02	未评级
000488.SZ	晨鸣纸业	4.69	0.86	0.59	0.71	0.83	6.49	7.95	6.61	5.65	未评级
600966.SH	博汇纸业	7.10	0.19	0.11	0.66	1.18	16.40	64.55	10.76	6.02	未评级
600308.SH	华泰股份	4.49	0.62	0.83	0.90	1.05	7.06	5.41	4.99	4.28	未评级
002511.SZ	中顺洁柔	14.16	0.32	0.46	0.57	0.69	26.94	30.78	24.84	20.52	未评级

资料来源: wind, 新时代证券研究所

5、风险提示

- 1) **原材料价格上涨风险:** 上游纸浆等主要原材料价格大幅上涨可能给造纸企业盈利水平带来负面影响;
- 2) **政策不确定性风险:** 造纸行业对政策敏感性较高, 若未来相关政策发生变化, 会进一步影响行业格局和公司业绩;
- 3) **宏观经济下行风险:** 造纸与经济周期波动关联性较高, 经济下行周期可能对行业造成一定程度负面影响。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

赵汐雯，加拿大圣玛丽大学，金融学硕士。2015年开始从事行业研究工作，曾先后供职于民生证券研究院、方正证券研究所担任社会服务行业分析师。2020年1月加盟新时代证券研究所，从事轻工制造领域研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>