

## 造纸行业 20Q3 开启量价齐升景气周期，浆纸价格同步

### 抬升趋势需关注下游需求反馈 ——2月行业动态报告

#### 核心观点

- **最新观点：**行业长期发展趋势，从需求端来看，目前我国人均用纸量尚处低位，预计未来随着经济增长及人们生活水平的提升，包装用纸与生活用纸将推动行业需求端稳步增长；从供给端来看，目前行业集中度依旧较低，预计在环保政策持续收紧与2021年1月1日开始实施的进口废纸配额清零的影响下，中小产能将会加速出清，龙头将凭规模与原料自给优势抢夺份额，提升行业集中度。

**行业短期需求端表现：**结合当前纸浆期货与现货价格仍维持涨势，我们认为纸企将继续通过提价的方式行使顺价机制，直至成品纸下游需求改善放缓造成社会库存出现积压现象，因此我们预计造纸行业“量价齐升”的高景气局面或将延续至国内宏观经济增速出现持续放缓之时。**各类纸张3月需求展望，包装用纸：**由于其下游对接的消费行业将在三月份迎来“3·8女神节”以及“3·15国际消费者权益日”两大线上线下促销节点，并且考虑到去年同期“3·15”延期的错位效应，预计包装用纸需求仍将维持较高景气度；**文化用纸：**由于去年同期未能如期开学致使教辅材料印刷需求缺失，而今年全国绝大多数学校将如期开学返校且线下课外培训机构也将有条件恢复授课，预计文化用纸需求端表现或有望同比高速增长；**生活用纸：**鉴于去年疫情期间居民对个人卫生与家庭卫生的重视程度尚处绝对高位且物流与外出活动不便造成大量囤积行为致使去年同期基数较高，但同时考虑到生活用纸需求的稳定性以及家庭外需求较去年同期大幅提升，预计3月生活用纸需求端表现或有望与去年同期持平。

**行业短期供给端表现：**对于浆纸系纸企而言，我们认为后市浆纸价格同步提升的趋势仍需观望下游顺价通道是否通畅。如若国内经济复苏趋势能够在2021年一季度年内高点后得以延续或缓慢回落至合理区间，那么浆纸价格也将有望延续当前持续攀升趋势；如若不然，届时造纸行业或将面临全球再通胀预期高企推动浆价抬升，但纸价难以抬升的难题。**至于废纸系纸企，**我们认为国废、箱板纸以及瓦楞纸价格大概率将在国内外废配配额清零政策造成的短期供给缺口影响下保持震荡上行趋势，直至落后产能退出或垃圾分类政策助推国废回收率与质量提升缓解原料供给端所面临的压力。

- **投资建议：**综合来看，我们认为在国内实体经济复苏与全球再通胀预期高企的共同作用下，造纸行业2020年三季度所呈现的景气抬升趋势短期或将延续至2021年上半年。我们推荐的投资标的包括：太阳纸业（002078.SZ）、晨鸣纸业（000488.SZ）、山鹰纸业（600567.SH）、博汇纸业（600966.SH）。

#### 核心组合

证券代码	证券简称	月涨幅(%)	市盈率PE(TTM)	市值(亿元)
002078.SZ	太阳纸业	11.57	24	463.25
000488.SZ	晨鸣纸业	53.11	20	330.35
600567.SH	山鹰纸业	24.42	17	173.25
600966.SH	博汇纸业	0.36	42	222.45

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理，截止2021年02月26日

- **风险提示：**环保政策执行不及预期的风险；行业产能扩张超预期的风险；下游需求疲软的风险。

## 轻工造纸

### 推荐 维持评级

#### 分析师

李昂

☎：(8610) 80927639

✉：liang\_zb@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130517040001

甄唯莹

✉：zhenweixuan\_yj@chinastock.com.cn

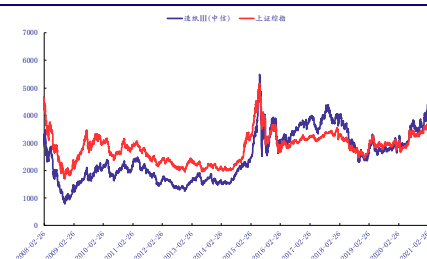
分析师登记编码：S0130520050002

特此鸣谢：

章鹏

#### 行业表现

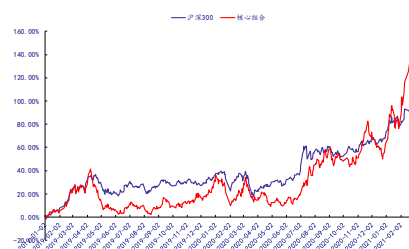
2021.02.26



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

#### 核心组合表现

2021.02.26



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

#### 相关研究

【中国银河研究院\_李昂团队】行业动态报告\_轻工造纸\_提价与库存去化助力 Q3 景气上行，看好 Q4 动销旺季下需求持续回暖\_20201023

【中国银河研究院\_李昂团队】行业动态报告\_轻工造纸\_疫情后需求边际改善但库存尚处高位，预计二季度规模与业绩改善或较为有限\_20200622

## 目 录

<b>一、造纸行业景气度望长期抬升，包装纸与生活用纸创造市场增长空间</b> .....	<b>4</b>
(一) 供给端：纸浆制造与制纸企业获排污许可数量略降，外废配额清零加速产业链整体集中度提升 .....	4
(二) 需求端：包装用纸需求增长空间巨大，可替代性较低 .....	6
(三) 需求端：生活用纸需求与人均收入水平同步提升 .....	7
<b>二、国际公司龙头多元全球化布局，中国聚焦国内造纸市场</b> .....	<b>9</b>
(一) 国际龙头拓展上下游业务，全球布局产能 .....	9
(二) 中国造纸行业成长看点：行业整体集中度偏低，文化用纸格局相对成熟 .....	11
(三) 行业财务分析：20Q3 量价齐升开启景气周期，净利率回升促 ROE 同比改善 .....	13
<b>三、造纸行业当前存在的问题及建议</b> .....	<b>16</b>
<b>四、造纸行业在资本市场中的表现</b> .....	<b>17</b>
(一) 行业 21 年至今累计涨幅跑赢大盘，估值指标略高于历史中枢水平 .....	17
(二) 市场情绪指标与风险指标：造纸行业仍处于低配状态，市值占比向历史中位数靠拢 .....	17
<b>五、投资建议</b> .....	<b>19</b>
(一) 三月配置建议 .....	19
(二) 二月核心关注组合表现回顾 .....	21
<b>六、风险提示</b> .....	<b>21</b>

## 行业导语

造纸行业在国民经济行业分类（GB/T4754-2017）中，指用纸浆或其他原料（如矿渣棉、云母、石棉等）悬浮在流体中的纤维，经过造纸机或其他设备成型，或手工操作而成的纸或纸板的制造。根据上游原材料不同，造纸企业可以分为木浆系和废纸系，木浆系原材料源自原木木片，而废纸系则是通过废纸回收重新制浆来进行生产制造。根据下游用途的不同，造纸企业的产品主要可以分为包装用纸、文化用纸、生活用纸以及特种纸。其中，包装用纸、文化用纸和特种纸主要偏向于应对企业端需求，包括食品饮料、家电、化妆品等企业对其产品的包装需求；生活用纸则主要偏向于应对居民消费端需求，包括各类面巾纸、卫生纸等。因此，生活用纸具有一定的必选消费品属性，而其余面向企业端的纸种则跟经济周期更加紧密关联。目前A股市场上市的造纸类公司有22家，涵盖了所有纸种；与之对应，美股分类为“容器和包装制造”，涉及上市公司合计52家；全球市场中主要需要关注美国上市的国际纸业（IP.N）、WestRock（WRK.N）和Packaging Corp. of America（PKG.N）。通过对比数据可以发现，截止2021年2月26日，中国造纸行业公司占比全市场市值比重仅为0.28%，扣除石油化工、金融行业高市值公司的影响之后占比为0.36%。国内上市公司与海外龙头企业相比在市值与营收规模两个方面都存在较大的差距，考虑到未来我国经济增速以及人均收入水平仍具有一定上升空间，造纸行业龙头有望凭借自身规模优势以及原材料自给优势进一步获取更大市场份额，提升行业集中度，获取更大利润空间。

图 1：造纸指数与上证综指走势变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理，截止2021年2月26日

图 2：造纸上市公司占比市场总市值走势变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理，截止2021年2月26日

图 3：中美造纸行业 CR4 市值与营收规模对比（亿人民币）

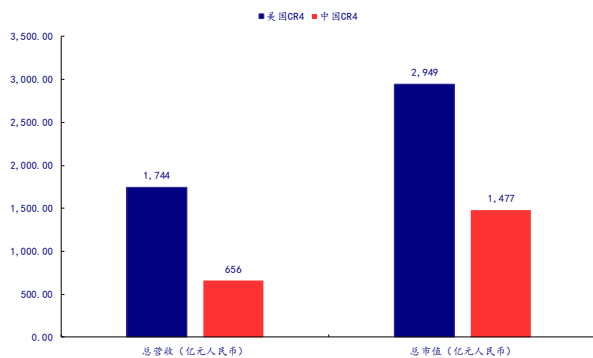
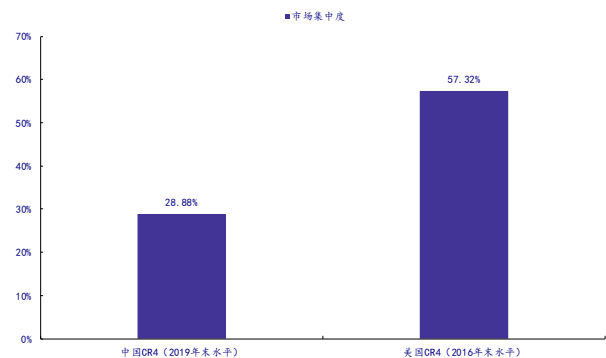


图 4：中美造纸行业 CR4 对比（按产量）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

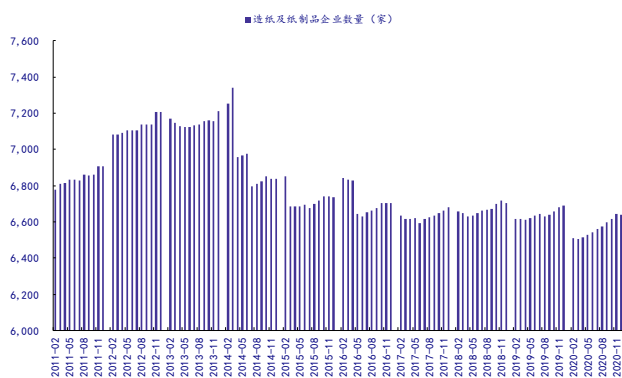
注: 美国 CR4 营收为 2020 财年半年度数据, 中国 CR4 为 2020 财年半年度实际数据; 市值为截止 2021 年 02 月 26 日数据。

## 一、造纸行业景气度望长期抬升, 包装纸与生活用纸创造市场增长空间

### (一) 供给端: 纸浆制造与制纸企业获排污许可数量略降, 外废配额清零加速产业链整体集中度提升

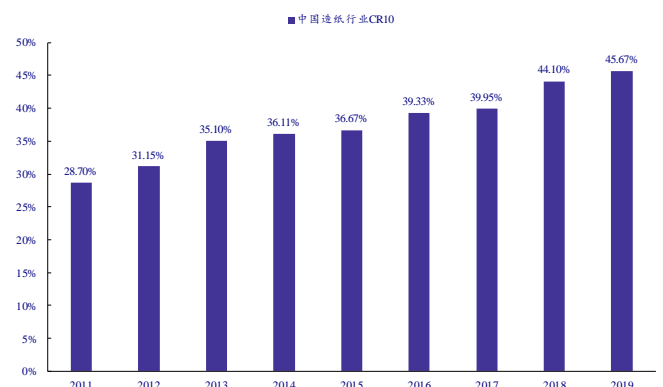
造纸行业作为一个高污染行业, 如果排放物不达标, 将会对环境造成严重影响, 并且由于造纸行业刚刚从前期产能迅速扩张时期过渡至产能与规模趋于稳定的阶段, 产能过剩问题尤为突出, 因此造纸行业顺理成章地成为供给侧改革的重点去产能行业。在前期粗放型发展方式下, 造纸行业中小企业数量多、占比大、排污不达标, 致使行业整体出现供过于求、技术水平和生产方式落后、污染严重等问题。“十二五”期间, 造纸行业共淘汰落后产能 3872 万吨, 淘汰产能占 2016 年全行业产能的 31%; “十三五”期间, 中国计划造纸行业将继续淘汰 800 多万吨落后产能。为了落实供给侧去产能的目标, 环保法规方面正在逐步趋严, 例如火电、造纸、钢铁等 15 个行业率先从 2017 年开始实行排污许可证制度。其中, 造纸和火电行业的企业更是要求在 2017 年 6 月之前取得排污许可证, 并且国家出台的《固定污染源排污许可分类管理名录(2017 年版)》中规定在 2020 年实现所有排污单位必须实行持证排污。截至 2021 年 2 月 28 日, 造纸及纸制品行业共有 11938 家企业取得排污许可证。其中, 纸浆制造企业 224 家, 造纸企业 3064 家, 纸制品制造企业 8650 家, 尽管由于包含部分许可证已到期企业导致获得许可证的造纸及纸制品制造企业总和远超国家统计局截止 2020 年 12 月份统计的规模以上造纸及纸制品企业单位 6640 家的数据, 但持证排污仅仅会是环保政策趋严的一个阶段性目标, 未来通过环保政策趋严迫使高污染高耗能行业供给格局进一步优化的发展方向并未发生改变, 预计未来环保政策仍将会是驱动行业集中度提升的核心驱动力。

图 5: 2011-2020 年 8 月份中国造纸及纸制品企业数量 (家)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6: 中国造纸行业集中度 CR8 逐渐提升 (按产量)



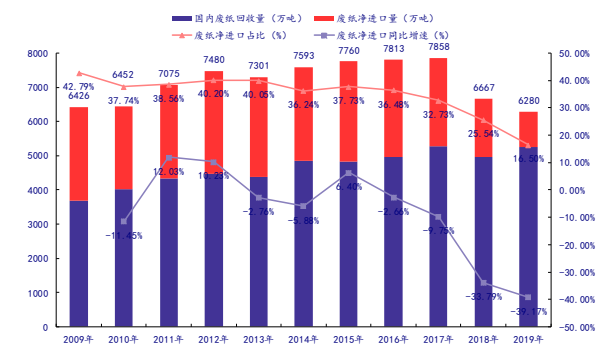
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

除此以外, 在过去的两年内, 政府相继出台了多项涉及造纸行业的制造产业政策与环境保护政策。其中, 最引人注目的便是于 2020 年 4 月 29 日修订通过的《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》已经正式于 2020 年 9 月 1 日起生效, 正式法案中的第二十四条条例提及



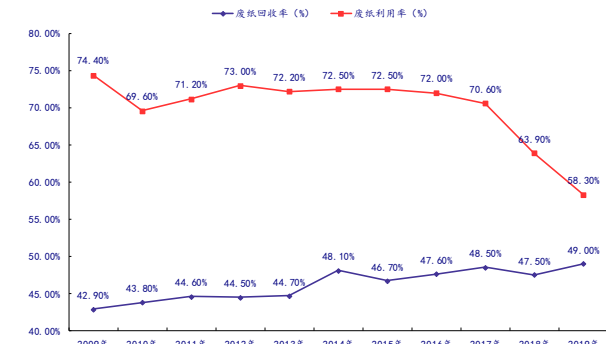
“国家逐步实现固体废物零进口，由国务院生态环境主管部门会同国务院商务、发展改革、海关等主管部门组织实施”。2020年11月30日，国家生态部会同相关部门联合发布公告，明确了2021年1月1日起，我国禁止以任何方式进口固体废物，而这也意味着2021年1月1日起进口废纸将彻底退出市场。根据我国自2009年以来的废纸产量与进口情况来看，废纸净进口量由2009年的2750万吨下降至2019年的1036万吨，CAGR达到-9.30%，截止2019年我国废纸净进口量仅为1036万吨，较去年同期下滑39.17%，与此同时我国废纸净进口量占我国废纸总产量的比重由2009年的42.79%下降至2019年的16.50%。尽管截止2019年我国废纸净进口量占我国废纸总产量的比重已不足20%，但考虑到我国废纸回收率提升较为缓慢，我们预计2021年由于进口废纸断供将导致国废价格呈现持续慢涨趋势。为了尽快弥补逐步落实禁止进口固体废物后废纸原材料的缺口，国家于2019年提出通过设立生活垃圾分类制度，并希望借此提高国废回收率。截止目前，生活垃圾分类制度已经在北京、上海等地接连出台“生活垃圾分类管理条例”提高居民垃圾分类意识，借此弥补进口废纸造成的原材料缺口。

图7：09年-19年进口废纸总量与占比持续回落（万吨，%）



资料来源：中国造纸协会，中国银河证券研究院整理

图8：国内废纸回收率提升缓慢，利用率略有下降（%）



资料来源：中国造纸协会，中国银河证券研究院整理

除了“固废零进口政策”对造纸行业供给端造成的负面影响外，国家发改委于2019年11月出台的《产业结构调整目录（2019年本）》则将会对造纸行业供给端淘汰落后产能产生正面影响。该目录中明确指出支持造纸企业新建大产能纸浆生产线、淘汰单条产能偏低的生产线，并明确指出鼓励新建生产线中不包括新闻纸与铜版纸生产线，此产业结构调整目录已于2020年1月1日起正式生效。我们认为此目录的出台能够在一定程度上缓解我国造纸行业产能过剩问题，加快造纸行业供给端产能出清的节奏，从而提升行业集中度。

表1：《产业结构调整目录（2019年本）》

调整类别	具体方案
鼓励类	1、单条化学木浆30万吨/年及以上、化学机械木浆10万吨/年及以上、化学竹浆10万吨/年及以上的林纸一体化生产线及相应配套的纸及纸板生产线（新闻纸、铜版纸除外）建设。 2、采用清洁生产工艺、以非木纤维为原料、单条10万吨/年及以上的纸浆生产线建设。 3、先进制浆、造纸设备开发与制造；无元素氯（ECF）和全无氯（TCF）化学纸浆漂白工艺开发及应用。
限制类	1、缺水地区、国家生态脆弱区纸浆原料林基地建设。
淘汰类	1、严重缺水地区建设灌溉型造纸原料林基地。 2、石灰法地池制浆设备（宣纸除外）。 3、5.1万吨/年以下的化学木浆生产线。 4、单条3.4万吨/年以下的非木浆生产线。

- 5、单条1万吨/年及以下、以废纸为原料的制浆生产线。
- 6、幅宽在1.76米及以下并且车速为120米/分以下的文化纸生产线。
- 7、幅宽在2米及以下并且车速为80米/分以下的白板纸、箱板纸及瓦楞纸生产线。

资料来源：国家发改委官网、中国银河证券研究院整理

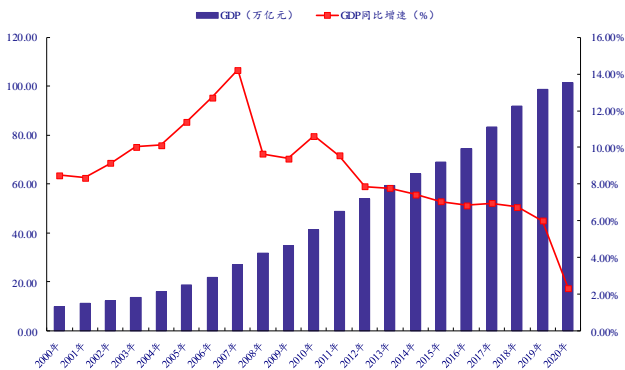
基于政府有条不紊地推进更加严苛的环保排污政策以及产业结构调整规划，我们预计未来依靠排污许可证制度、固体废物逐步实现“零进口”的政策与产业调整目录的全面实施将使得我国造纸行业供给端加速淘汰落后产能并且综合实力偏弱的纸企将主动退出市场，从而实现造纸行业集中度的快速提升。

## （二）需求端：包装用纸需求增长空间巨大，可替代性较低

纸包装是目前市场上运用最广泛的包装，主要用于下游的食品、烟酒、快递、电子电器、日化用品等终端消费行业，应用领域广泛。根据下游客户的需求，包装纸产品又可以被细分为三类：1) 易携带、较为轻薄、主要应用于日化用品与快消食品等领域的**轻型包装**；2) 强度高、缓冲性能好、主要应用于家用电器等工业领域的**重型包装**；3) 做工精致、图案精美、针对高端客户群，主要用于礼盒、奢侈品、高档烟酒等领域的**精品包装**。轻型包装和精品包装和经济发展有着密切关系，当人们生活水平提高时，对这些物品的消费会相应的增加，相应的增加包装用纸需求；重型包装的需求则可以通过电子商务的规模进行衡量。

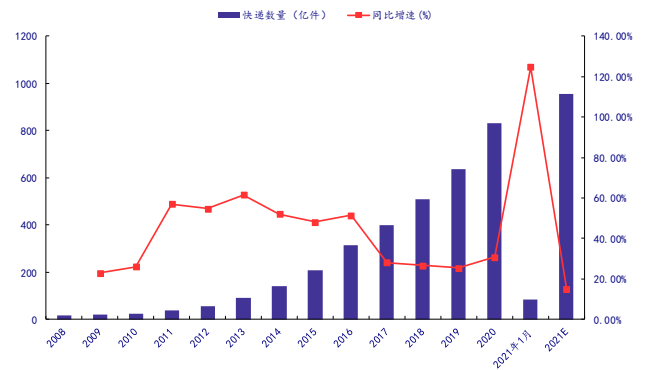
近20年来，中国经济快速增长，纸包装业务收入也快速增加。尽管近年来中国经济增速出现下滑，但在全球范围内仍然属于高速增长，经济增长对包装纸需求的拉动作用还在继续。在经济快速发展的大背景下，中国的电商快递业务从无到有，尤其是2008年以来，快递业务的收入规模和快递数量都呈现出井喷式增长，即便近年来增速有所下滑，但是也还是维持在20%以上的超高增长速度，属于行业从初期的野蛮式增长到逐渐成熟阶段的自然过渡，截止2020年12月31日，国家邮政局实时监测数据显示2020年全国快递数量共计830亿件，同比增长30.80%。电商业务的快速发展离不开与之相配的线下物流和快递配送，受电子商务、快递物流快速发展的拉动，中国的纸包装业务收入在三种主流包装形式（纸包装、塑料包装、金属包装）中一枝独秀，也呈现出井喷式增长的态势。

图9：我国经济仍处于快速发展阶段（万亿元，%）



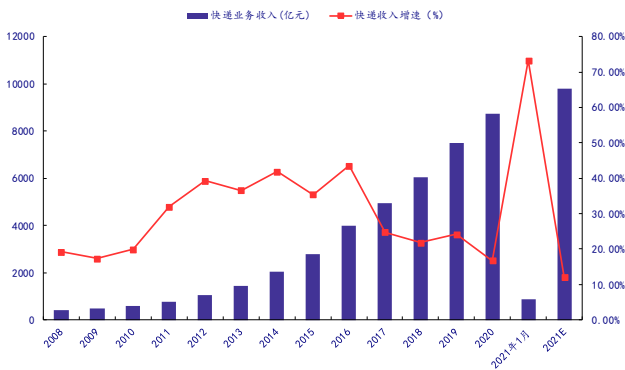
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

图10：2008年-2021E我国快递数量及增速（亿件，%）



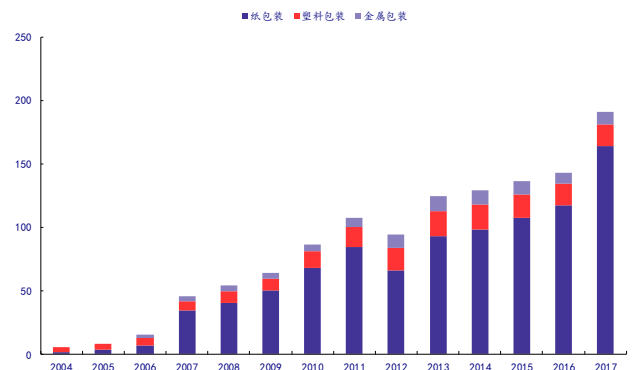
资料来源：国家邮政局，中国银河证券研究院整理

图 11：2008 年-2021E 我国快递业务收入及增速（亿元，%）



资料来源：国家邮政局，中国银河证券研究院整理

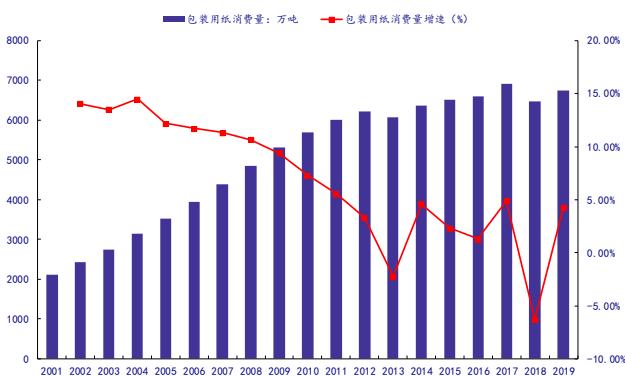
图 12：我国不同品种包装企业收入（亿美元）



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院整理

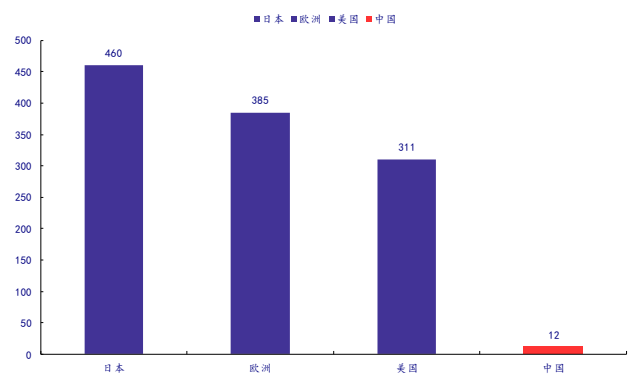
从总量的角度看，尽管中国近几年的包装纸市场发展较快，但是人均消费量仅为 12 美元/年，与全球主要国家相比仍然存在较大差距，远没有达到行业发展的“天花板”。随着人民生活水平的提高，人们对生活质量的要求也会相应的提升，包装纸行业的市场规模有望进一步扩大，并且纸包装被金属包装与塑料包装取代的可能性不高。

图 13：中国包装用纸消费量稳步提升（万吨）



资料来源：中国造纸协会，中国银河证券研究院整理

图 14：中国人均包装消费量显著低于发达国家（美元/年）



资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院整理

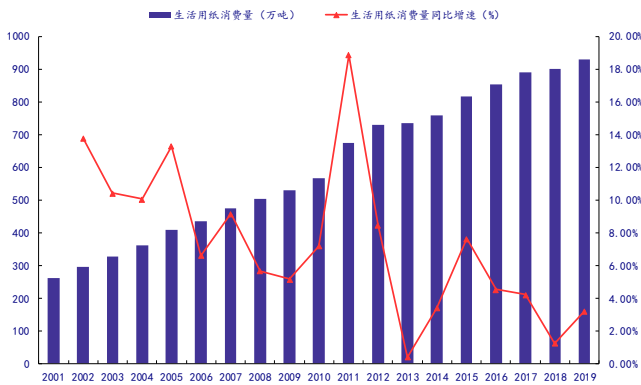
### （三）需求端：生活用纸需求与人均收入水平同步提升

得益于中国经济的快速发展和人均可支配收入的快速提升，生活用纸近年保持高速发展。人们日常生活常用的卫生纸、餐巾纸、面巾纸、婴儿用的纸尿裤以及女士用的卫生巾等生活用纸在各大商超已经随处可见。由此可见，中国的消费者们已经十分认同广泛地运用生活用纸能够极大程度上方便日常生活并提升生活质量，因此生活用纸正在逐步成为与消费者关系最为密切的必选消费品之一。

从消费总量上来看，过去 17 年（2001 年-2019 年）生活用纸行业总消费量的 CAGR 达到 7.31%，除个别年份（2011 年）因产能集中投放导致消费量增速剧增外，其余年份消费量增速总体保持稳定。生活用纸的增速发展凸显了其作为日常生活中的必需品之一具备较强的不可替

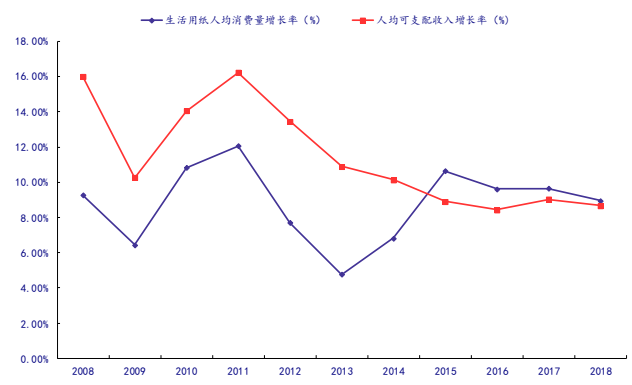
代性。放眼全球，除个别年份（2013年）中国生活用纸消费量出现低增长外，中国生活用纸消费量的增速在全球范围内均居于前列：2008年-2016年期间，国内生活用纸消费量CAGR达到6.84%，北美地区仅为1.16%，欧洲地区为1.86%，亚洲其他地区为6.15%。由此可见，中国生活用纸当前消费量的增长势头比较强劲，显著优于其他国家和地区。

图 15: 中国生活用纸消费量持续增长 (万吨, %)



资料来源：中国造纸年鉴、国家统计局、中国银河证券研究院整理

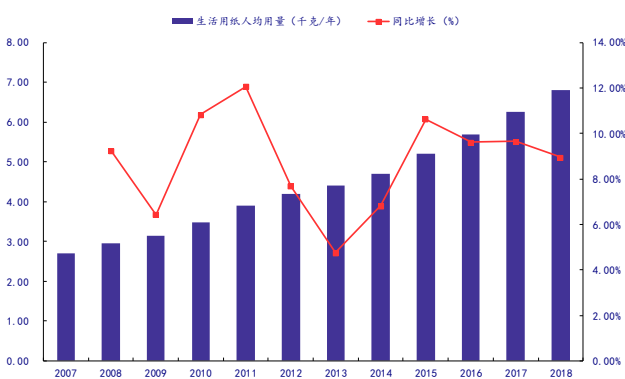
图 16: 中国生活用纸消费量与人均可支配收入增速对比 (%)



资料来源：中国造纸年鉴、国家统计局、中国银河证券研究院整理

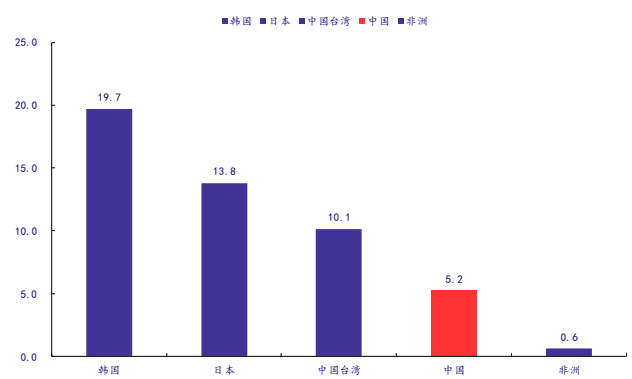
基于人均生活用纸消费量与人均可支配收入增长趋势较为相近，我们推断未来人均可支配收入的稳步增长仍将拉动中国人均生活用纸消费量逐步提升。从人均消费总量上看，以 2015 年的数据为例，中国 5.2 千克/年的人均生活用纸消费量远低于欧美成熟市场，也低于亚洲其他发达经济体，未来提升空间巨大。此外，随着人们生活水平的提高，生活用纸中细分需求可能会被市场逐渐挖掘，预计未来产品升级也将提供一定空间。综合来看，中国生活用纸消费量还有很大的增长空间，再结合生活用纸必选消费品的特质以及生活用纸被其他产品所替代的可能性极低的特征，未来将为造纸行业贡献提供可观的市场增量空间以及增速。

图 17: 中国人均生活用纸消费量 (千克/年)



资料来源：中国生活用纸年鉴、中国银河证券研究院整理

图 18: 2015 年各国或地区人均生活用纸消费量 (千克/年)



资料来源：中国生活用纸年鉴、中国银河证券研究院整理



## 二、国际公司龙头多元全球化布局，中国聚焦国内造纸市场

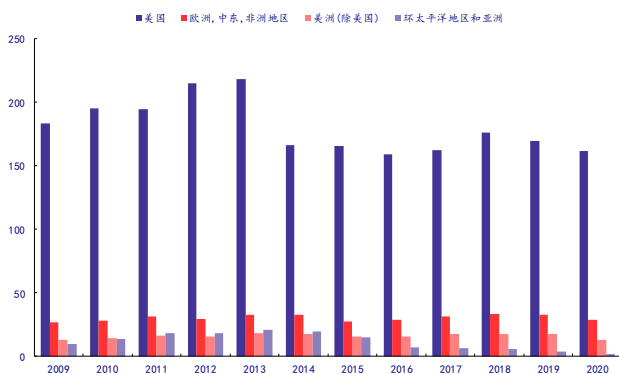
### (一) 国际龙头拓展上下游业务，全球布局产能

美国聚集了全球造纸行业的龙头企业，市场最为成熟。美国造纸行业目前在业务模式上体现出两方面的特点：1) 在产业链方面，美国的造纸行业龙头已经实现了制浆、造纸、包装一体化布局；2) 在生产布局上，美国的龙头企业实现了全球布局，制纸业务遍布全球。

从多元化业务角度来看，以美国造纸行业的绝对龙头国际纸业（IP.N）为例，国际纸业主营业务结构较为稳定，主要分为工业包装、全球纤维素纤维、印刷纸、消费品包装。其中，工业包装主要包括箱板瓦楞纸生产，其中部分业务涉及到下游的包装业务；全球纤维素纤维提供用于吸收型、非吸收型的专业纸浆、纤维，属于上游的制浆业务；消费品包装用于各种包装和食品服务终端用途的涂层纸板，也会涉及到下游的包装业务。

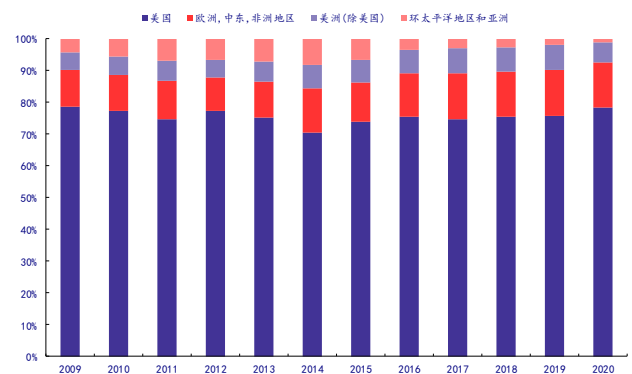
从全球业务布局角度来看，美国的造纸企业正在广泛进行全球布局，产能并不局限在美国本土。以国际纸业为例，国际纸业最初由美国东北部的 17 家纸浆造纸工厂合并而成，目前业务布局超过 20 个国家。公司的包装纸除在北美有产能外，在欧洲与巴西也广泛设厂，拥有将近 40 家大型生产厂；印刷纸方面，国际纸业有将近一半的产能分布在海外。得益于广泛的产能布局，近十年来，公司约 75% 的营业收入来自于美国本土，其他部分都来自于欧洲、美洲其他国家、亚太地区。

图 19：国际纸业分地区营收（百万美元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 20：国际纸业分地区营收占比（%）



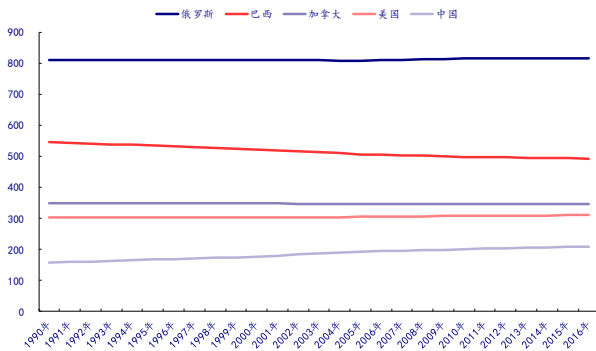
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

对比之下，中国造纸企业的多元化与全球化业务开展受限的主要原因是受国内木材与木浆等原材料的严格把控所致，基于此情况，国内造纸企业专注于中游造纸市场，并且由于缺少对上游资源的把控能力使得中国造纸企业的成本高企，以致于在全球市场中难以占得一席之地。

从多元化业务角度来看，中国的造纸企业向上游拓展较少的原因在于中国林地的匮乏和高昂的制浆成本。与世界上其他的主要造纸国家相比，中国的森林面积远远落后于这些国家，森林覆盖率比较低，仅为 22.2%，低于 31% 的世界平均水平。近几年来，受到国家对森林资源重视与保护的影响，中国的森林面积有所增长，但目前仅占美国森林面积的三分之二左右，森林面积仍比较小，林木资源比较匮乏。由于这种资源禀赋造成的木材资源相对缺乏，使得制浆

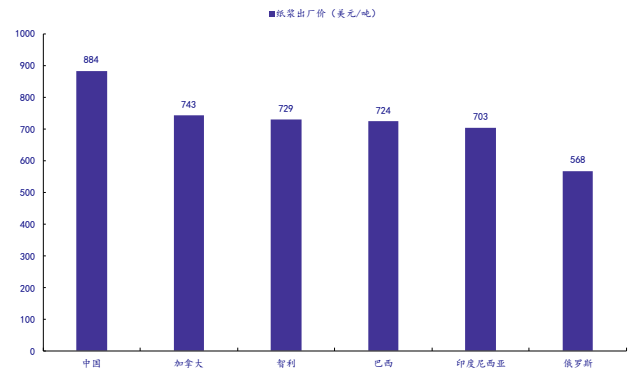
行业的发展从根源上受到限制。

图 21：世界主要造纸国家森林面积对比（万平方公里）



资料来源：World Bank，中国银河证券研究院整理

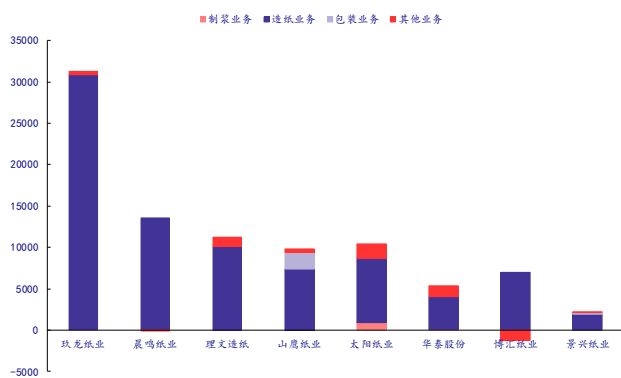
图 22：国内外纸浆出厂价比较（美元/吨）



资料来源：World Bank，中国银河证券研究院整理

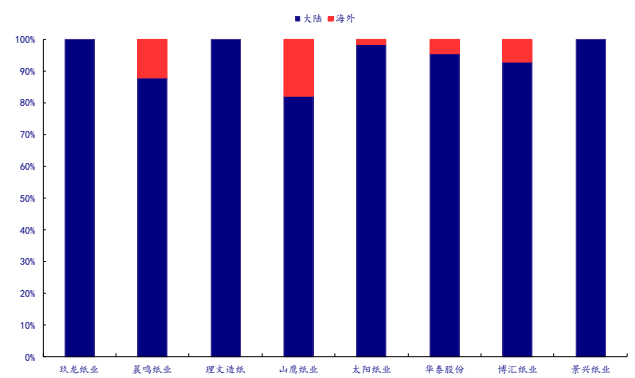
在全球产能布局上，之前虽有个别企业在海外有业务开展，但是企业的造纸厂都在国内，海外业务仅仅是涉及采购或销售业务，并不涉及生产。目前只有个别龙头企业开始尝试往造纸行业的上下游进行业务拓展，或在海外林木资源丰富的国家布局产能。如玖龙纸业在林木资源较多的越南建厂（2008年，收购越南正阳纸厂，产能10万吨；2017年，二号纸机投产，产能35万吨），并于2018年收购了美国的两家纸浆厂，标志着其业务向上游的拓展；太阳纸业在老挝设立子公司（2010年，10万公顷纸浆林项目）和布局产能（2016年投产，40万吨化学木浆项目）；山鹰纸业开始布局下游的纸包装业务等。但总体来说，国内造纸企业目前在业务上还是专注于造纸业务，较少涉及上游的制浆和下游的包装；在海外产能布局也相对较少，主要营业收入依然来自于国内。

图 23：中国龙头纸企 2020 年半年报按业务拆分情况（百万元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 24：我国龙头纸企 2020 年半年报按地区细分营收占比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

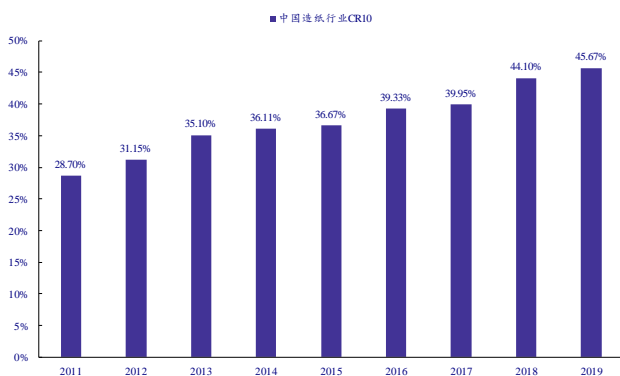
我们认为国际造纸龙头在对上下游业务拓展、上游资源把控以及全球化布局上存在明显的优势，因此中国造纸业龙头企业短时间内并不能对其地位造成撼动。然而，国内造纸企业已经意识到上游资源稀缺引发的抑制作用，并开始尝试上游资源的全球化布局，尽管短时间内难以体现出明显差异，但是长远来看，此举定将为未来实现多元化与全球化打下基础。

## （二）中国造纸行业成长看点：行业整体集中度偏低，文化用纸格局相对成熟

尽管中国造纸行业与全球其他国家造纸行业相比成熟程度偏低,但是我国目前正处于去产能与提升集中度的过程中,并且需求端仍处于稳定提升的上升通道中,因此未来推动行业成长的核心驱动因素来自于供给端,只有通过供给端的格局的优化,配合着需求端的稳定提升,行业才将逐渐迈向成熟期。

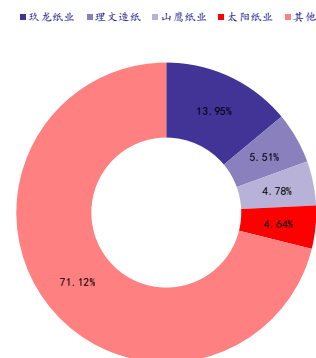
从行业整体的产销量数据来看,经过2010年以来的环保政策去产能之后,造纸行业的CR10从2011年的28.70%逐步上升到2019年的45.67%,而美国造纸行业在经历环保立法去产能及行业并购之后,CR10已经达到了90%左右。按照各公司披露的销量数据计算,玖龙纸业、理文造纸、太阳纸业、晨鸣纸业四家龙头企业于2019年的CR4已经达到28.88%较去年同期提升1.30个百分点,与美国造纸行业在1972年的CR4处于24%和经过“十年环保立法”后的1984年的CR4处于29%相比,仍有进一步提高空间。经过环保去产能,部分中小落后产能被淘汰,行业集中度有所提升,而随着行业龙头逐渐开始扩产能,我们认为造纸行业的集中度有望进一步提升。从中国造纸行业现阶段集中度及行业龙头扩产能状态来看,中国造纸行业目前正处于行业去产能的中后期——环保立法会进一步淘汰行业落后产能,符合环保标准的行业龙头开始扩产能抢占市场份额。

图 25: 按产量计算 19 年我国造纸行业 CR10 较 18 年略有提升 (%)



资料来源: Wind、中国造纸协会、中国银河证券研究院整理

图 26: 2019 年我国造纸 CR4 市场份额较 18 年略有提升 (%)



资料来源: 公司年报、中国造纸协会、中国银河证券研究院整理

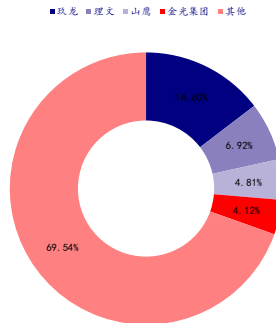
在整体行业提升集中度时,集中度尚有巨大提升空间的细分子领域将有望表现出优于行业整体的表现,因为在行业整体集中度提升的过程中,细分领域的龙头企业将迅速抢占所在市场内的份额,并巩固领先优势,在形成护城河后便可受益于马太效应。

### 1、包装用纸行业集中度相对偏低

从产能方面的数据来看,包装用纸行业产能前四的公司分别是玖龙纸业、理文造纸、博汇纸业和山鹰纸业。其中,玖龙纸业、理文造纸在港股上市,是目前国内造纸行业规模最大的两家公司;博汇纸业和山鹰纸业在 A 股上市。玖龙纸业目前有约 1400 万吨包装用纸产能,公司在广东东莞、重庆、天津等地均有设厂,产能在全国范围内布局十分广泛,牢牢占据包装用纸行业的龙头地位。而位居第二的理文造纸,也有将近 650 万吨包装用纸产能。根据 2019 年各公司的产能数据测算,包装用纸行业的 CR4 仅为 28.13%,CR8 也仅为 39.23%,行业集中度较

低。

图 27：中国包装用纸 2019 年 CR4 市场份额

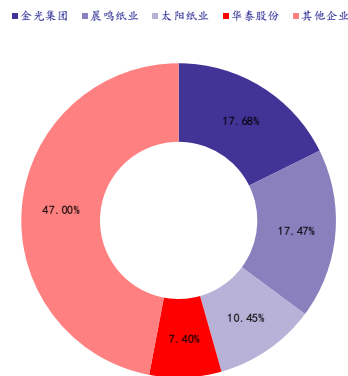


资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院整理

## 2、文化用纸行业集中度相对较高

文化用纸的市场集中度相对较高，按照 2019 年各公司的产能数据，在行业市场份额占比的较大的集团依次是金光集团、晨鸣纸业、太阳纸业、华泰股份，除金光集团外，其他三家均已上市，晨鸣纸业和太阳纸业更是国内目前浆纸系的龙头企业。晨鸣纸业目前在山东、广东、湖北、江西、吉林、武汉等地均建有生产基地，年浆纸产能达到 1100 多万吨。根据 2019 年各公司的产能数据测算，文化用纸行业的 CR4 为 53.00%，CR8 为 61.68%，CR10 为 65.38%，相较于其它细分纸种，文化用纸的市场集中度相对更高。

图 28：中国文化用纸 2019 年 CR4 市场份额



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院整理

## 3、生活用纸市场集中度较低

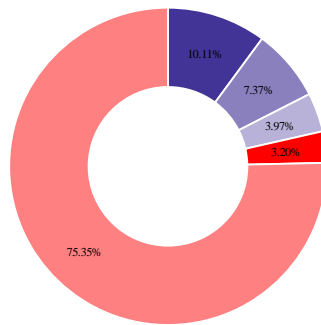
生活用纸的市场竞争比较激烈，市场集中度相对较低。根据卓创资讯的数据统计，生活用纸行业产能较大的前 52 家企业的产能之和，仅占生活用纸行业总产能的 40.44%，行业内存在着大量 10 万吨以下的小产能。按产能口径，位于前 4 的公司依次是恒安纸业、维达纸业、中顺洁柔和东顺纸业，除东顺纸业外，其他三家公司在 A 股或港股上市。行业龙头恒安纸业是恒安国际全资事业单位，从事生活用纸产品生产，拥有“心相印”、“安尔乐”等驰名商标，在



重庆、湖南、山东等地建有造纸生产加工基地，年产能达到 140 万吨以上。根据各公司 2019 年产能数据测算，生活用纸行业的 CR4 仅为 24.65%，CR8 和 CR10 也分别仅有 30.45% 和 32.13%。

图 29：中国生活用纸 2019 年 CR4 市场份额

■ 恒安纸业 ■ 维达纸业 ■ 中顺洁柔 ■ 东顺纸业 ■ 其他



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院整理

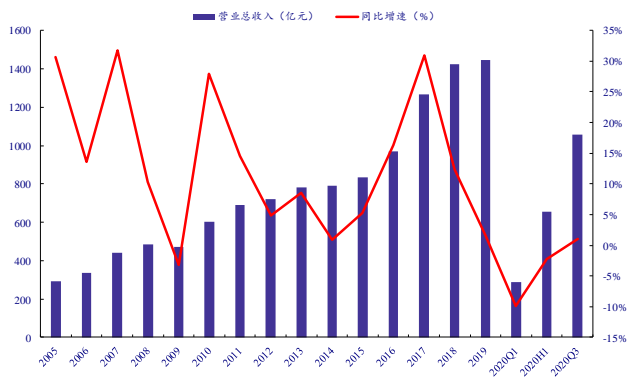
### （三）行业财务分析：20Q3 量价齐升开启景气周期，净利率回升促 ROE 同比改善

#### 1. 利润表：Q3 单季规模受益量价齐升环比加速增长，扣非净利受益提价同比高速增长

截止 2020 年前三季度，造纸行业合计实现总营业收入 1057.10 亿元，同比增速为 1.07%；行业合计实现归母扣非净利为 61.28 亿元，同比增速为 17.26%。分季度来看，2020Q1/Q2/Q3 造纸行业分别实现总营业收入 286.16/370.06/400.88 亿元，同比增速分别为 -9.87%/4.53%/7.08%，符合自二季度起国内疫情进入防控常态化阶段后国内经济在供需两端持续恢复的环比回暖趋势；2020Q1/Q2/Q3 造纸行业分别实现归母扣非净利润 16.68/17.79/26.81 亿元，同比增速分别为 46.61%/-18.58%/40.86%，三季度单季再度高增的主要原因是由于包装用纸在行业竞争格局优化、社会库存去化较快以及禁塑令逐步落地致使部分需求转移三方面因素共振的情况下实现量价齐升，拉动行业整体利润水平环比加速回暖并实现同比高增。从年度表现来看，2017 年年底造纸行业的净利润同比增速高达 203%，叠加自 2014 年起受环保政策强制去产能的正向影响，实现连续 4 年高速正增长。然而，在进入 2018 年下半年后全球纸浆价格迅速抬升叠加贸易战等多重因素致使我国经济增速放缓，下游需求疲软，使得造纸行业在收入与成本端遭受双重压力。2019 年，受中美贸易战反复拉锯以及国内经济增速惯性滑落预期的负面影响，下游需求表现疲软，全年造纸行业总营收仅录得 0.8% 的正增长。至于利润端，尽管一季度受制于原材料木浆价格尚处高位表现欠佳，但随后的三个季度内各大纸厂在木浆价格高位回落的同时开始对下游具备一定需求韧性的纸张实施提价，以此改善自身毛利率，从而拉动带动业绩边际回暖，全年归母扣非净利润录得同比大幅增长 35.96%，较 19 年一季度 61.21% 的同比降幅而言大幅收窄。2020 年，年初爆发的疫情致使上半年两季度分别出现“量减价增”与“量增价减”的不同现象，从而导致 2020 年上半年造纸行业整体单季度规模与业绩表现出现较大分化，但在三季度，随着全社会复工、复产、复商进度持续推进对下游包装及印刷企业需求端的边际改善趋势提供源源不断的强劲动力，造纸行业各类纸张的社会库存均实现不同程度的去化，而造纸企业在纷纷在库存去化的进程中根据下游需求复苏节奏逐步落实提价，从而

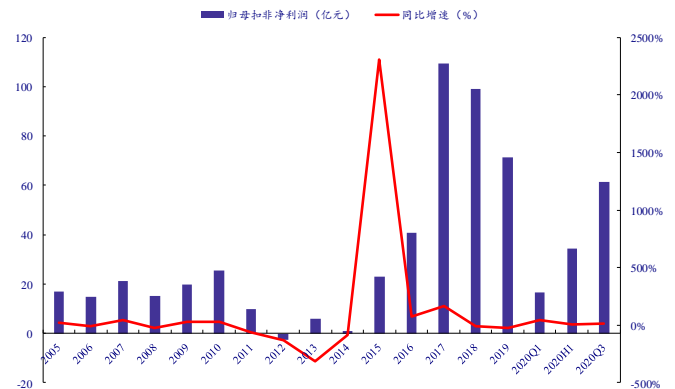
通过价格推动实现行业整体景气度回升的局面，最终促成了三季度呈现出“量价齐升”的高景气局面。考虑到2021年上半年国内经济复苏趋势将迎来高点，并在随后逐步回落至合理区间，我们预计造纸行业在三季度开启的景气周期大概率将有望延续至2021年上半年。

图 30：造纸行业公司历年营收（亿元）与同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 31：造纸行业公司历年归母扣非净利润（亿元）与同比增速（%）



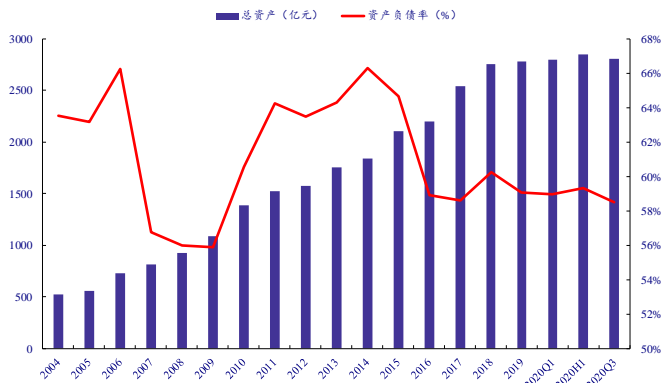
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 2. 资产负债表：资产结构重拾优化趋势，资产周转 20Q3 已超去年同期水平

截止 2020 年前三季度，造纸行业公司总资产合计为 2807.50 亿元，排除上市公司数量增加对于行业总资产数目的影响，整体保持稳定的扩张，体现了造纸行业的规模逐步扩大，生产线等固定资产日益完善稳步发展。行业总体的资产负债率从 2014 年开始逐渐呈现出下滑的趋势，截止 2020 年前三季度，造纸行业的总体资产负债率为 58.49%，较 19 年末轻微下降 0.56 个百分点，但距离 2014 年的峰值 66.28% 仍有较大空间，整体资产结构受疫情冲击影响相对较小，预计未来仍有望实现进一步优化。

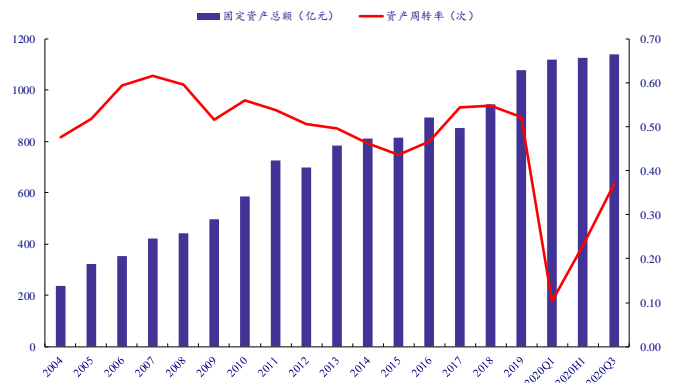
对于造纸企业而言，固定资产总额与资产周转能力体现了公司的生产能力和资产利用效率。从这两个数据来看，资产周转率在 2015 年结束了长达 8 年的持续下滑趋势，重拾上升趋势。截止 2020 年前三季度，我国造纸行业整体资产周转率达到 0.37 次，已略高于去年同期 0.36 次的水平，充分表明我国造纸行业整体在三季度行业迎来量价齐升的景气周期后已经走出疫情冲击所带来的负面影响。至于固定资产总额，近年来龙头企业对于生产线依旧有所投入，但是相较于 2004 年-2016 年间的持续增长而言，目前整体行业对于固定资产的投入出现了停滞。考虑到 2020 年疫情冲击对中小纸企造成的冲击或将迫使行业集中度再次提升，并且行业整体自 20Q3 伴随国内经济复苏趋势强劲且短期具备可延续性，头部纸企纷纷开启新一轮产能扩张周期，预计未来 2-3 年龙头纸企将凭借产能扩张带来的规模优势加速抢占市场份额。

图 32: 造纸行业公司历年总资产 (亿元) 与资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 33: 造纸行业公司历年固定资产总额 (亿元) 与资产周转率 (次)

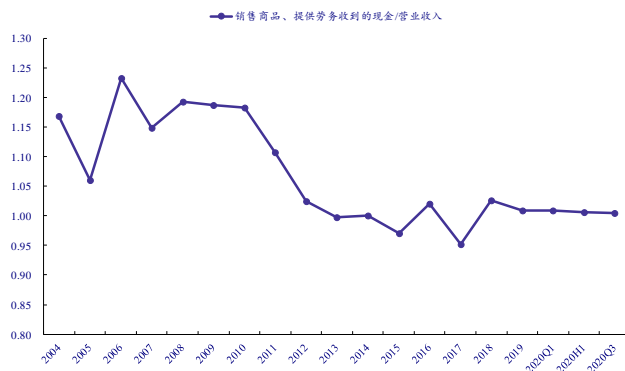


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 3. 现金流量表: 收入现金比 Q3 维持 1 倍之上, 疫情对回款效率的影响已彻底消散

自 14 年以来, 我国造纸行业的收入现金比例持续在 1.03 左右波动, 表现出造纸行业剔除了应收账款带来的风险之后, 现金流入情况与销售收入的实际情况表现基本匹配, 但 2019 年受中美贸易战以及国内经济增速放缓的悲观预期影响收入现金比略有下滑。尽管 2020 年一季度受疫情冲击影响收入现金比值回落至 0.97, 但在二季度疫情防控进入常态化阶段后回款效率明显改善, 截止 2020 年 Q3 收入现金比值为 1.00, 并预计未来仍将保持在 1.0 的安全值之上。

图 34: 造纸行业公司历年收入现金比例情况 (%)

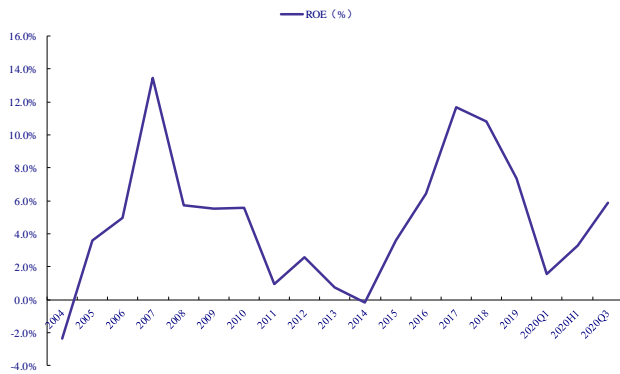


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 4. 杜邦分析: 低成本与提价助净利率持续回升, 周转与杠杆微降无碍 ROE 同比提升

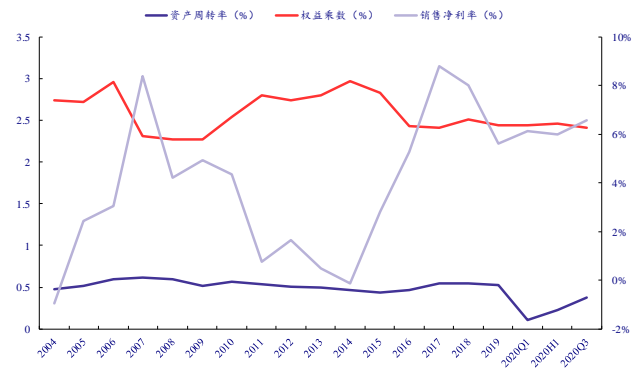
造纸行业的 ROE 整体呈现出较强的波动性, 自 2014 年开始造纸行业的 ROE 持续提升。将 ROE 进行拆分, 总资产周转率和权益乘数均表现的较为平缓; 因此, ROE 的变动更多的受到销售净利率的影响, 截止 2020 年前三季度, ROE 受益于三季度开启量价齐升的高景气周期对销售净利率改善实现 5.88%, 较去年同期增加 0.27 个百分点, 其中权益乘数微降 0.08 倍达到 2.41 倍, 总资产周转率微降至 0.01 次达到 0.37 次, 销售净利率水平回升 0.77 个百分点至 6.57%。

图 35: 造纸行业公司历年 ROE



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 36: 造纸行业公司历年 ROE 拆分



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 三、造纸行业当前存在的问题及建议

通过下表对当前造纸行业所存在面临的问题以及对应的建议进行梳理:

表 2: 造纸行业当前存在的问题及建议

问题描述	解决建议
<p><b>1. 市场集中度偏低, 竞争激烈</b></p> <p>我国造纸行业整体集中度偏低, 导致企业对上下游的议价能力偏弱, 未能形成可观的规模效应, 有效地降低成本, 增厚利润。与此同时, 企业还将在面对上下游挤压利润的同时面对竞争对手的压力, 从而加深低集中度对企业盈利能力的抑制作用, 拖累行业整体的良性发展。</p>	<p>国家政策推动淘汰落后产能, 龙头企业适时扩建产能抢占市场份额, 提升行业集中度, 形成规模效应, 提高盈利水平, 引领行业迈向良性循环发展的道理。</p>
<p><b>2. 上下游议价能力薄弱, 受成本波动影响严重</b></p> <p><b>上游:</b> 我国制浆的成本较其它国家高, 纸浆木浆等严重依赖进口。造纸行业对原材料的需求较大, 现有的木浆、废纸产量远远不能满足我国造纸行业的原材料需求: 木浆的市场饱和度甚至低于 40%, 废纸市场饱和度也只有 70%左右。因此, 原材料供不应求使得中游造纸企业利润空间受挤压。</p> <p><b>下游:</b> 作为一个需求导向型的行业, 供需关系直接决定了市场参与者在产业链中的议价能力。根据卓创资讯统计的中国造纸行业市场饱和度(产量/需求量)数据, 除包装用纸中的箱板纸外, 其他纸种的市场饱和度都在 100%以上, 市场处于供过于求的状态, 表明中国的造纸行业在与下游的议价博弈中处于相对劣势的地位, 造纸行业的议价能力较弱。</p>	<p><b>上游议价能力:</b> 积极在海外布控上游原材料供应商, 以此缓解中游造纸企业对上游原材料供应议价能力偏弱的现状。</p> <p><b>下游议价能力:</b> 从 2016 年开始, 多种纸张的市场饱和度都有所下降, 这 and 行业去产能的深入有着密切关系。我们预测, 随着行业落后中小产能的进一步被淘汰, 中国造纸行业与下游的议价能力有望在现有基础之上得到改善。</p>
<p><b>3. 境外废纸配额归零, 采购成本将有所提升</b></p> <p>境外废纸配额归零对于本身木浆以及废纸原材料严重短缺的中国造纸行业将造成一定冲击。并且, 境外废纸总配额的缺失还将带动单价上升, 因此主要依靠境外废纸生产的企业将</p>	<p>废纸系龙头企业所享受的马太效应将在此情况下变得格外重要。废纸系龙头企业必将从中获益, 尽管单价可能会有所抬升, 但是龙头企业所占</p>



受到双重打击。

据的废纸配额将越来越多，从而逼迫中小产能被迫离场或升级生产线以适应原材料供应短缺的问题，最终实现集中度快速提升的结果。

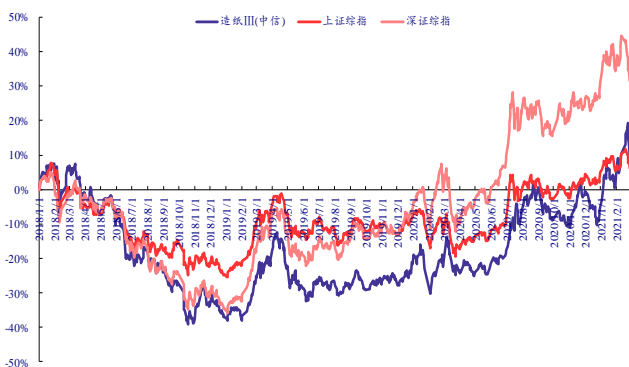
资料来源：中国银河证券研究院整理

## 四、造纸行业在资本市场中的表现

### (一) 行业 21 年至今累计涨幅跑赢大盘，估值指标略高于历史中枢水平

2018 年年初至今（2021.02.26）中信造纸指数上涨 9.74%，跑赢上证综指（6.11%），跑输深证成指（31.40%）；2021 年年初至今中信造纸指数上涨 15.37%，跑赢上证综指（1.04%）与深证成指（0.25%）。造纸行业总体表现与其 PB 变化趋势较为契合，但 PB、PS 和 PE 的近期数值均低于历史均值水平，分别对应百分位水平 67.92/65.98/55.29%，略高于历史估值中枢。

图 37：CS 造纸指数 2018 年年初至今累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 38：CS 造纸行业指数与估值指标

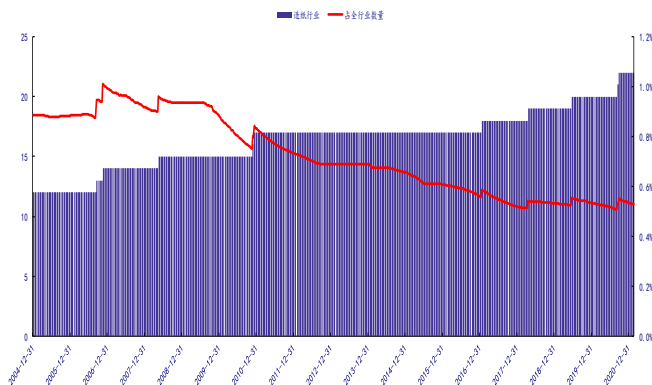


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### (二) 市场情绪指标与风险指标：造纸行业仍处于低配状态，市值占比向历史中位数靠拢

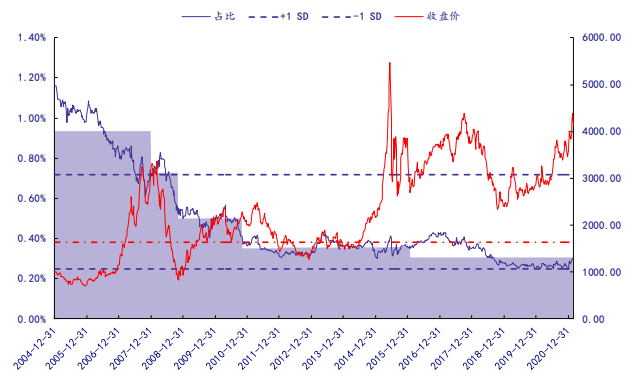
造纸行业的上市公司数量增长不及行业整体，因此造纸行业的上市公司数量占比自 2009 年开始明显处于下滑趋势，截止 2021 年 2 月，造纸行业上市公司为 22 家，占比全市场比例为 0.53%；造纸行业与全行业流通市值的比值为 0.28%，尽管目前仍处于偏低的历史百分位水平，但市值占比自 2019 年以来呈现出较为明显的波动上行趋势，未来或有望向历史中位数 0.38% 靠拢。

图 39: CS 造纸行业上市公司数量与全行业比例情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 40: CS 造纸行业流通市值与全行业流通市值比例情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

造纸行业内的上市公司贡献全 A 股的营收占比总体呈现下滑趋势,这与公司市值占比的下滑趋势基本保持一致,2020 前三季度受益于三季度开启的量价齐升景气周期造纸行业上市公司共实现营收 1027.65 亿元,贡献全市场营收比例为 0.28%。净利润的贡献占比情况自 2014 年开始出现回升趋势,考虑到 2020 年上半年新冠肺炎对全社会各行各业的负面影响以及三季度以来开启的新一轮景气周期,截止 2020 前三季度造纸行业上市公司合计贡献净利润 67.47 亿元,占全市场的 0.20%。

目前(2021.02.26)造纸行业占全行业成交金额的比值为 0.79%,换手率与全行业的比值为 3.41 倍,其中成交金额占比已触及历史中位数水平,而换手率则已触及历史中位数之一倍标准差水平。此外,我们将指数的 1/PE 处理为投资收益率,由此通过比较 1/PE 与 10 年期国债年化收益率获得差值可视作投资超额收益,当前造纸行业的风险溢价为 0.35%,呈高位回落趋势并已低于历史均值水平,预计未来造纸行业整体的下行风险偏高,该指标自 2019 年 2 月底触及峰值之后震荡回落至 2020 年 2 月初,随后一路回升并再次突破 1 倍标准差,自 5 月触及过往一年高点后回落并向历史均值靠拢,截止 2021 年 2 月 26 日已远低于历史均值 0.82%。

Beta 值衡量了造纸行业对市场的敏感程度,与全 A 的 beta 值进行对比后,如果比例大于 1,则说明系统性风险高于全市场;反之亦然。造纸行业的 beta 与全市场 beta 的比例普遍小于 1,中位数为 0.98,说明造纸行业与市场整体呈同向波动;目前(2021.02.26)造纸行业 and 全行业 beta 值的比值为 1.08,略高于历史中位数水平。

图 41: CS 造纸行业营业收入与全行业比例情况

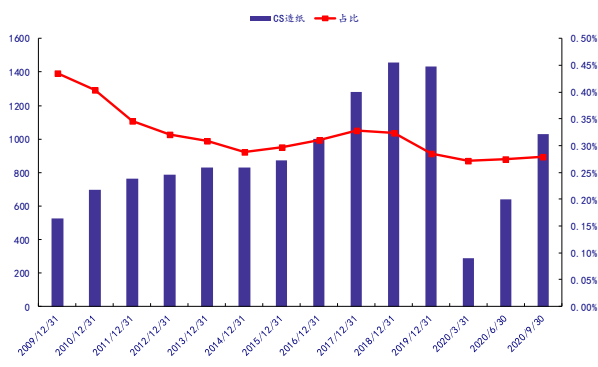
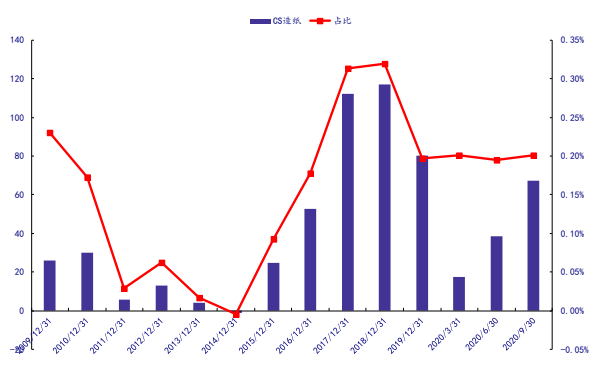
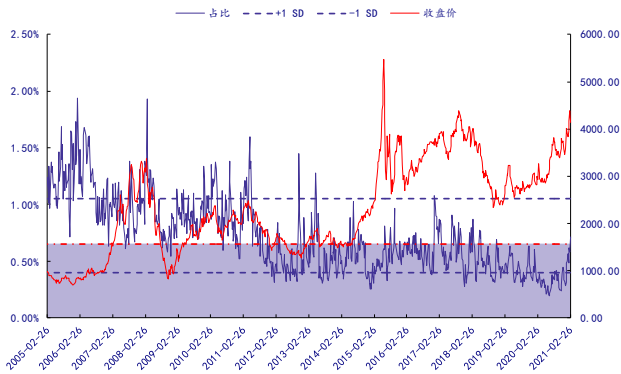


图 42: CS 造纸行业净利润与全行业比例情况



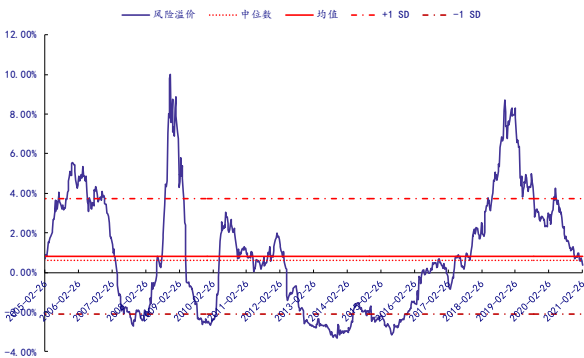
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 43: CS 造纸行业成交额与全行业比例情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

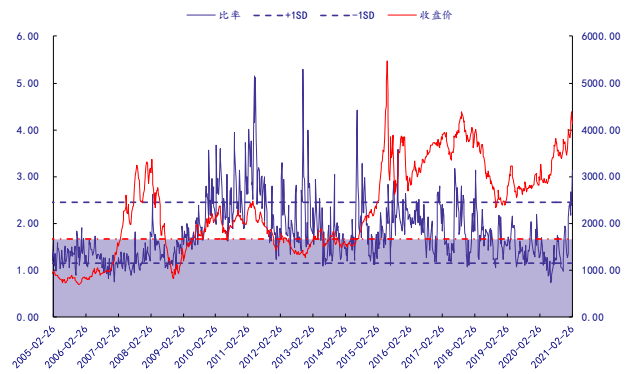
图 45: CS 造纸行业风险溢价走势情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

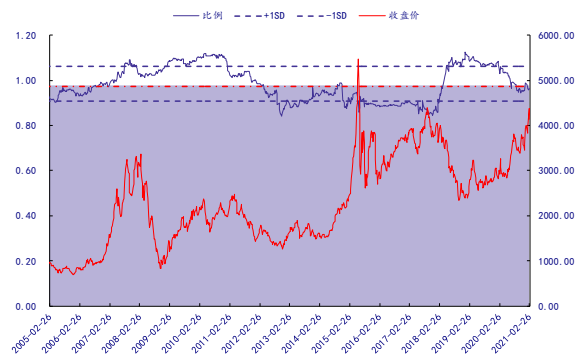
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 44: CS 造纸行业换手率与全行业比例情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 46: CS 造纸行业 beta 值与全行业比例情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 五、投资建议

### (一) 三月配置建议

长期来看,通过对标美国造纸行业的发展阶段及市场特点,我们认为我国造纸行业目前处于行业整体集中度不高、上下游议价能力较弱、对原材料依赖程度较高的状态。随着环保政策持续收紧以及进口废纸配额清零,行业内落后的中小产能将会被加速出清,对原材料的控制将成为造纸企业发展的关键,行业龙头有望凭借自身规模优势以及原材料自给优势进一步获取更大市场份额,提升行业集中度,获取更大利润空间。从全球纸张消费情况来看,中国与东亚地区的人均用纸量尚处低位,行业仍有很大增长空间,随着经济增长及人们生活水平的提升,下游消费需求有望进一步提振,利好行业发展,看好行业龙头企业。

短期来看,2020年初爆发的新冠肺炎疫情引发造纸行业于20Q1与20Q2分别出现“量减价增”与“量增价减”的分化局面,但自20Q3起伴随着国内实体经济加速回暖促使各类纸张下游需求呈现底部回升态势,推动各类纸张社会库存加速去化,与此同时再配合行业供给格局

优化与全国各省市地区开始逐步加快推进“禁塑令”进程致使部分塑料需求转移对行业需求端的刺激，各大龙头纸企纷纷开启提价以此改善自身利润空间。并且，在此过程中随着海外疫情于2020年四季度全球各大发达经济体纷纷开启疫苗接种，木浆期货价格也实现底部企稳回升，为龙头纸企持续提价的营造了合理的氛围，从而最终促成了2020年三季度以来造纸行业出现“量价齐升”的行业景气度回升局面。结合当前纸浆期货价格仍维持涨势且海外港口与国内港口木浆库存呈持续去化趋势，木浆现货价格或将维持抬升趋势，而这也使得纸企继续通过向下游提价的方式形成顺价机制，直至各成品纸下游需求改善趋势放缓造成社会库存出现积压现象。考虑到造纸行业下游需求主要于国内经济整体走势相关，我们预计造纸行业当前“量价齐升”的高景气局面或将延续至国内宏观经济增速出现持续放缓之时。

**至于各类纸张三月展望，首先从需求端来看，我国纸制品消费量占比最高的包装用纸品**由于其下游对接的消费行业将在三月份迎来“3·8女神节”以及“3·15国际消费者权益日”两大线上线下促销节点，结合春节期间全国各地消费市场呈现出的延续了去年三季度以来的持续回暖趋势，并且考虑到去年同期“3·15”的延期错位效应，我们预计三月份国内包装用纸需求端仍将维持较高景气度。**至于消费量占比位列第二的文化用纸而言**，由于去年同期未能实现线下授课致使教辅材料等印刷需求缺失，而今年全国绝大多数学校将如期开学返校，并且线下课外培训机构也将有条件恢复授课，预计三月份文化用纸需求端表现或有望实现同比高速增长。**对于纸制品消费量占比第三的生活用纸品类而言**，鉴于去年同期尚处疫情期间，居民对个人卫生与家庭卫生的重视程度尚处绝对高位，并且由于物流与外出活动不便存在大量囤积行为，致使去年同期基数较高，但同时考虑到生活用纸需求的稳定性以及线下餐饮、宾馆、旅游景点、写字楼、购物中心等家庭外需求较去年同期大幅提升，我们预计3月生活用纸需求表现或有望与去年同期持平。

**从供给端来看，对于浆纸业系企而言**，尽管受益于全球再通胀预期影响内外盘木浆期货与现货价格均呈现持续攀升的趋势，截止2021年2月26日上期所2105合约木浆期货价格已达到7574元/吨，较去年同期4462元/吨同比增长69.74%，已逼近过去5年木浆现货价格高点，但考虑到龙头纸企原料库存大多为3-6个月且社会库存尚处合理水平，预计短期内下游需求方订单与上游原料进货订单均仍较少，后市浆纸价格同步提升的趋势仍需观望下游顺价通道是否通畅，即下游需求复苏进程。我们预计如若国内经济复苏趋势能够在2021年一季度的年内高点后得以延续或缓慢回落至合理区间，那么顺价机制或将维持畅通，而浆纸价格也将有望延续当前持续攀升趋势；如若国内经济复苏趋势在2021年一季度的年内高点后迅速回落至合理区间并呈现出增长乏力迹象，那么顺价机制或将在下游需求出现疲软迹象后出现堵塞，届时造纸行业或将面临全球再通胀预期高企推动浆价抬升但纸价难以抬升的难题。**至于废纸系企**，我们认为国废、箱板纸以及瓦楞纸价格大概率将在国内外废配额清零政策造成的短期供给缺口影响下保持震荡上行趋势，直至行业内落后产能退出使得原料资源头部集中或垃圾分类政策推动力度加强提升国废回收率与质量，以此缓解原料供给端所面临的压力。

**综合来看，我们认为在国内实体经济复苏与全球再通胀预期高企的共同作用下，造纸行业2020年三季度所呈现的景气抬升趋势短期或将延续至2021年上半年。推荐投资标的包括：**太阳纸业(002078.SZ，浆纸业龙头，较早的布局上游产能，在老挝拥有丰富的林木资源)、晨鸣纸业(000488.SZ，浆纸业龙头，纸浆自给率达到70%以上，对进口原材料依赖程度较低，成本端优势明显)、山鹰纸业(600567.SH，箱板瓦楞纸龙头，受益于外废配额向行业龙头企业中以及行业集中度的提升)、博汇纸业(600966.SH，金光APP入主成就白卡纸绝对龙头地位)。



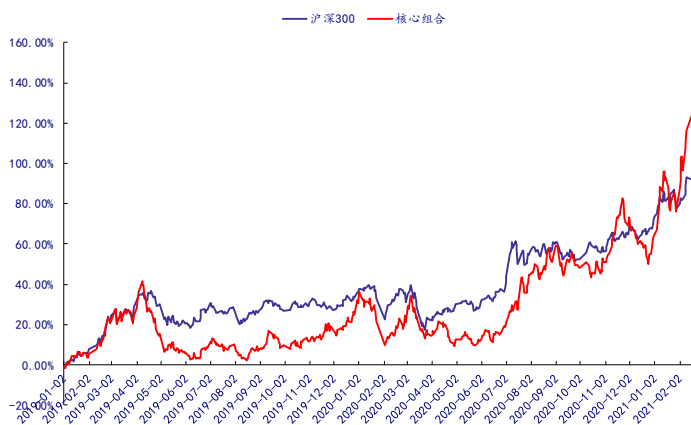
## (二) 二月核心关注组合表现回顾

表 3: 核心关注组合

证券代码	证券简称	推荐理由	权重	年初至今累计涨跌幅 (%)	月度至今涨跌幅 (%)
002078.SZ	太阳纸业	较早布局上游产能, 在老挝拥有丰富的林木资源, 预计未来有望缓解上游原材料供应商对公司的强议价的情况。	25%	22.31	11.57
000488.SZ	晨鸣纸业	公司纸浆自给率高使得对进口原材料依赖度低, 从而构建了成本优势的护城河。公司未来业绩受原材料价格波动的影响相较于竞争对手将有一定收敛。	25%	72.43	53.11
600567.SH	山鹰纸业	公司作为包装纸中箱板瓦楞纸的龙头, 未来将受益于行业集中度提升所带来的马太效应。并且, 基于公司主要依靠废纸进行生产以及海外废纸配额正逐步收紧, 公司未来将继续扩大占比, 巩固公司龙头地位。	25%	24.83	24.42
600966.SH	博汇纸业	国内白卡纸龙头金光 APP 集团顺利入主公司, 二者联手促成国内白卡纸绝对龙头, 有望尽享白卡纸定价权优势。	25%	10.71	0.36

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 47: 核心组合 2019 年至今收益率变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 六、风险提示

环保政策执行不及预期的风险; 产能扩张超预期的风险; 下游需求疲软的风险。

## 插图目录

图 1: 造纸指数与上证综指走势变化趋势 .....	3
图 2: 造纸上市公司占比市场总市值走势变化趋势 .....	3
图 3: 中美造纸行业 CR4 市值与营收规模对比 (亿人民币) .....	3
图 4: 中美造纸行业 CR4 对比 (按产量) .....	3
图 5: 2011-2020 年 8 月份中国造纸及纸制品企业数量 (家) .....	4
图 6: 中国造纸行业集中度 CR8 逐渐提升 (按产量) .....	4
图 7: 09 年-19 年进口废纸总量与占比持续回落 (万吨, %) .....	5
图 8: 国内废纸回收率提升缓慢, 利用率略有下降 (%) .....	5
图 9: 我国经济仍处于快速发展阶段 (万亿元, %) .....	6
图 10: 2008 年-2021E 我国快递数量及增速 (亿件, %) .....	6
图 11: 2008 年-2021E 我国快递业务收入及增速 (亿元, %) .....	7
图 12: 我国不同品种包装企业收入 (亿美元) .....	7
图 13: 中国包装用纸消费量稳步提升 (万吨) .....	7
图 14: 中国人均包装消费量显著低于发达国家 (美元/年) .....	7
图 15: 中国生活用纸消费量持续增长 (万吨, %) .....	8
图 16: 中国生活用纸消费量与人均可支配收入增速对比 (%) .....	8
图 17: 中国人均生活用纸消费量 (千克/年) .....	8
图 18: 2015 年各国或地区人均生活用纸消费量 (千克/年) .....	8
图 19: 国际纸业分地区营收 (百万美元) .....	9
图 20: 国际纸业分地区营收占比 (%) .....	9
图 21: 世界主要造纸国家森林面积对比 (万平方公里) .....	10
图 22: 国内外纸浆出厂价比较 (美元/吨) .....	10
图 23: 中国龙头纸企 2020 年半年报按业务拆分情况 (百万元) .....	10
图 24: 我国龙头纸企 2020 年半年报按地区细分营收占比 (%) .....	10
图 25: 按产量计算 19 年我国造纸行业 CR10 较 18 年略有提升 (%) .....	11
图 26: 2019 年我国造纸 CR4 市场份额较 18 年略有提升 (%) .....	11
图 27: 中国包装用纸 2019 年 CR4 市场份额 .....	12
图 28: 中国文化用纸 2019 年 CR4 市场份额 .....	12
图 29: 中国生活用纸 2019 年 CR4 市场份额 .....	13
图 30: 造纸行业公司历年营收 (亿元) 与同比增速 (%) .....	14
图 31: 造纸行业公司历年归母扣非净利 (亿元) 与同比增速 (%) .....	14
图 32: 造纸行业公司历年总资产 (亿元) 与资产负债率 (%) .....	15
图 33: 造纸行业公司历年固定资产总额 (亿元) 与资产周转率 (次) .....	15
图 34: 造纸行业公司历年收入现金比例情况 (%) .....	15
图 35: 造纸行业公司历年 ROE .....	16
图 36: 造纸行业公司历年 ROE 拆分 .....	16
图 37: CS 造纸指数 2018 年年初至今累计涨跌幅 .....	17
图 38: CS 造纸行业指数与估值指标 .....	17
图 39: CS 造纸行业上市公司数量与全行业比例情况 .....	18

图 40: CS 造纸行业流通市值与全行业流通市值比例情况 .....	18
图 41: CS 造纸行业营业收入与全行业比例情况 .....	18
图 42: CS 造纸行业净利润与全行业比例情况 .....	18
图 43: CS 造纸行业成交额与全行业比例情况 .....	19
图 44: CS 造纸行业换手率与全行业比例情况 .....	19
图 45: CS 造纸行业风险溢价走势情况 .....	19
图 46: CS 造纸行业 beta 值与全行业比例情况 .....	19
图 47: 核心组合 2019 年至今收益率变动 .....	21

## 表格目录

表 1: 《产业结构调整目录(2019 年本)》 .....	5
表 2: 造纸行业当前存在的问题及建议 .....	16
表 3: 核心关注组合 .....	21

## 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

李昂：现任零售及轻工行业团队负责人。曾任社服行业研究员、商业零售行业主分析师，具备消费产业跨多行业研究经验。

甄唯莹：现任零售及轻工行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，2020年起增加覆盖轻工制造，擅长深度挖掘公司基本面。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河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，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

北京地区：耿尤淼 010-66568479 [gengyouyou@ChinaStock.com.cn](mailto:gengyouyou@ChinaStock.com.cn)