

2021 年 01 月 12 日

看好

相关研究

《中国家庭清洁护理行业深度报告——前瞻视野、积极营销、线上优势巩固龙头地位》 2020/12/16

《百亚股份 (003006) 深度报告——匠心品质，打造吸收性卫生用品领域民族品牌》 2020/11/23

《2021 年轻造纸行业投资策略——危中求变，格局重塑》 2020/11/19

《2020 年三季报轻工造纸行业回顾——推荐关注边际改善的家居与包装，及造纸旺季提价逻辑》 2020/11/10

《家居行业跟踪点评——关注下半年地产竣工产业链弹性，家居布局正当时》 2020/8/11

《轻工造纸行业 2020 年中报业绩前瞻——可选消费逐步修复，竞争格局差异影响盈利能力》 2020/7/20

《2020 下半年轻工造纸行业投资策略——看好竞争格局优化，布局竣工产业链弹性 (PPT)》 2020/6/25

证券分析师

柴程森 A0230520070004
chaics@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
周迅 A0230520070001
zhouxun@swsresearch.com

联系人

柴程森
(8621)23297818×转
chaics@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

供需变化周而复始，格局优化值得期待

——造纸行业复盘报告

本期投资提示：

- **造纸行业作为典型的周期品行业，供需格局变化是影响纸企盈利的核心因素。**回溯过去 15 年，造纸行业经历三轮高景气度周期，带来造纸板块三轮行业性投资机会。造纸周期由需求驱动转向供给驱动，2010 年之前行业供需主要关注需求端的变化，2010 年之后则需重点关注供给端变化。
- **第一、二轮高景气度 2007 年和 2009 年：需求驱动型景气上行。**2007 年经济的高速增长，造纸需求旺盛，新产能投放阶段性放缓，行业盈利向上；因 2008 年经济危机，高景气周期中断，但 2009 年四万亿投资再次刺激经济，造纸重回上升周期。2009 年投资建设的新一轮产能释放高峰于 2011 年左右来临，而此时需求增速放缓，此轮造纸高景气周期在 2011 年结束。
- **第三轮高景气度 2016 年-2018 年上半年，供给驱动型景气上行。**2016 年起，随着供给侧改革及环保淘汰加速，造纸行业供给端加速收缩，供需格局优化，行业景气度不断上行，造纸企业盈利弹性显现。2018 年下半年，随着新增产能投放、需求下行，纸企盈利承压。
- **2019 至今细分板块行情分化，浆纸系供给端持续改善，景气度上行。**铜版纸与白卡纸集中度已经较高，白卡纸行业进一步整合，龙头之间协同性提升；双胶纸 2019 年上半年及 2020 年新冠肺炎疫情期间，中小纸企加速退出，龙头纸企份额进一步提升。供给端持续整合，浆纸系景气度延续。
- **上游产业链一体化延伸，未来将有效打造企业 Alpha 优势。**回溯历史发现，原材料（纸浆或废纸）价格波动并非影响纸企盈利能力的核心因素，造纸行业供需格局改善期间，纸厂可顺利将原材料成本压力传导至下游。但展望未来，实现有效的上游产业链延伸，提升原料自给率，将有效打造纸企 Alpha 优势：浆纸系纸企向上游布局林浆产业，废纸系积极布局外废替代纤维原料，都将构筑企业成本竞争力。
- **行业估值：PB 波动跟随行业景气度波动；龙头纸企持续获得估值溢价。**造纸企业 PB 波动趋势和行业景气度同频波动。2007 年、2009 年及 2016-2018 年三轮造纸行业高景气度周期中龙头纸企的 PB 水平均显著提升；2019 年浆纸系行业景气度提升过程中，太阳纸业、博汇纸业 PB 快速修复。**太阳纸业王者风范，持续获得估值溢价。**太阳纸业凭借自身优秀的治理结构与管理能力，多纸种、上下游布局，技术创新打造成本优势，盈利抗风险能力优于同行，持续获得估值溢价。
- **投资建议：依循竞争格局改善、龙头成本优势的逻辑，关注四大投资主线：**
 - **1) 供给端竞争格局改善的白卡纸博汇纸业：**行业整合推动竞争格局改善，受益消费升级限塑令及对灰底白纸板的替代，白卡需求将稳定增长。白卡纸行业盈利有望稳定向上修复。推荐博汇纸业：白卡高占比，盈利弹性最强；金光纸业管理赋能，提升整体盈利能力。
 - **2) 最具成长性的造纸管理标杆太阳纸业：**太阳纸业作为造纸行业管理标杆，打造显著成本优势。公司扩建文化纸产能，凭借成本优势提升市场份额；箱板瓦楞纸率先完成东南亚产能布局，把握东南亚美废成本红利。2020-2022 年将是公司产能扩建落地之年，继续显现公司成长属性。
 - **3) 原材料延伸上游一体化的 alpha：**外废政策逐步收紧背景下，龙头纸厂凭借成熟的海外建厂经验，投建海外废纸浆线，打造原材料成本优势，同时保证高端箱板纸外废供应。对于浆纸系企业，积极布局林浆纸一体化，提升木浆自给率。推荐：太阳纸业、山鹰国际和景兴纸业。
 - **4) 消费属性的生活用纸：**生活用纸行业空间大、人均具备提升空间，受益消费升级趋势。优质产品及强势渠道驱动中顺洁柔高效发展，市占率不断提升；拓展个护产品，打开成长空间。

投资案件

结论和投资建议

供需格局是造纸行业景气度的关键变量 我们对造纸行业过去 15 年造纸行业进行复盘，2010 年之后行业景气变化主要由供给侧驱动：落后产能淘汰，存量产能协同性增强、新增产能有序投放将推动行业景气度稳步上行。造纸企业 PB 波动趋势和行业景气度同频波动，把握行业景气度变化趋势获得板块 Beta 收益。

关注龙头企业的竞争优势，获得 Alpha 收益。1) 林浆纸一体化优势：龙头企业通过有效的上游产业链延伸，提升原料自给率，浆纸系纸企向上游布局林浆产业，废纸系积极布局外废替代纤维原料，都将构筑企业成本竞争力。2) 管理优势带来的成本优势：公司凭借自身管理优势及技术优势，通过提升纸机效率、技术更新、产品结构调整的方式，打造成本优势，提升盈利抗风险能力。

原因及逻辑

造纸行业作为典型的周期品行业，供需格局变化是影响纸企盈利的核心因素；产业整合，集中度提升是大势所趋。回溯过去 15 年，造纸行业经历三轮高景气度周期，带来造纸板块三轮行业性投资机会。造纸周期由需求驱动转向供给驱动，2010 年之前行业供需主要关注需求端的变化，2010 年之后则需重点关注供给端变化。率先完成细分纸种整合的行业，将受益于较高的盈利景气周期。

有别于大众的认识

市场认为，造纸行业后续盈利周期仍将大幅波动。我们认为，造纸行业持续整合，龙头份额提升，带来盈利稳定性。白卡纸行业率先完成整合，文化纸行业集中度依托大厂产能扩张逐步提升；2020 年新冠肺炎疫情期间加速中小产能退出，行业供给格局持续改善。格局向上后，未来造纸行业盈利波动性将显著收窄；龙头企业通过纵向一体化延伸和横向纸种多元化扩展，有效提升自身盈利稳定性；从需求端看，造纸需求主要受消费及出口影响，与其他周期品相比波动性较小。

市场认为，造纸行业成长性不足。我们认为，从行业层面，关注细分纸种的需求增长：白卡纸需求具有成长性：受益消费升级及对灰底白纸板的替代，白卡需求将稳定增长。内生需求：下游食品、日化、3C 等消费品的增速回升带动社会卡需求增长；替代需求：环保趋严、原材料紧缺及价差缩小加速白卡对灰底白的替代效应，叠加禁塑令影响，预计白卡纸需求将维持 10% 左右增速。**从公司层面，关注龙头公司的成长性：**龙头纸企凭借自身成本优势，上游布局原材料，降本增效；进一步扩建产能，提升市场份额，龙头纸企成长性将不断被验证。

风险提示

行业新增产能投放；需求增长低预期。

目录

0. 造纸：1 亿吨行业规模，总需求趋于稳定	8
1. 概览：三轮高景气度，三轮板块行情	10
2. 行业回顾：供需驱动的行业景气度周期	14
2.1 2007-2010：需求持续高增长，供给端收缩，行业迎来高景气	16
2.2 2011-2015：供需双困，长周期底部徘徊	21
2.3 2016-2018：供给侧改革，集中度提升，造纸行业盈利复苏	25
2.4 2019-2020：浆纸系与废纸系行情分化	30
2.5 浆价与纸价：浆价波动不是造纸行业盈利变化的主要因素	35
3. 行情回顾：景气度驱动的投资机遇	37
3.1 太阳纸业：管理标杆，具有成长性的造纸龙头	38
3.2 博汇纸业：资本层面整合推动行业整合，白卡行业竞争格局大幅改善	41
3.3 晨鸣纸业：融资租赁拖累当前估值水平	43
3.4 山鹰国际：投资机会与行业景气度高度匹配	45
3.5 中顺洁柔：消费品属性更强，成长性与周期性共同驱动	47
4. 展望：依循竞争格局改善及龙头原材料布局，关注四大投资主线	51
4.1 供给端竞争格局改善的白卡纸	51
4.2 最具成长性的造纸管理标杆太阳纸业	52
4.3 原材料延伸上游一体化的 Alpha	54
4.4 消费属性突出的生活用纸	56

图表目录

图 1：造纸行业产业链	8
图 2：文化纸需求平稳，包装纸与生活用纸需求稳定增长	9
图 3：供需格局是造纸行业盈利的关键变量	10
图 4：两轮造纸高景气度周期，造纸板块三段大行情	11
图 5：成品纸价格是评定行业景气度的表观指标	12
图 6：行业毛利率是最直接评定行业景气度的财务指标	12
图 7：国内成品纸消费量与 GDP 增速有一定相关性	14
图 8：景气度驱动企业投资意愿	15
图 9：2007 年固定资产增速阶段性放缓	16
图 10：2005-2008Q3 国内 GDP 保持双位数增长	17
图 11：2000-2008 年纸及纸板消费量 CAGR 为 11.5%	17
图 12：2007 年行业景气度复苏带来造纸板块相对收益	18
图 13：全球经济危机使得国内造纸需求暴跌	19
图 14：2008 年经济危机中断造纸高景气度	20
图 15：2009 年经济复苏，高景气度得以延续	21
图 16：2007-2010 年的行业利润高增长带来 2011 年固定资产扩张	22
图 17：2010-2011 年双铜纸大厂新增产能 275 万吨	22
图 18：2010-2011 年双胶纸大厂新增产能 190 万吨	22
图 19：2011 年之后国内纸及纸板消费增速逐年回落	23
图 20：2011 年后 GDP 增速逐年放缓	23

图 21：2011-2015 年纸价持续下跌，造纸板块相对收益较弱	24
图 22：2016 年起环保全国督查开始，大量中小企业被关停	25
图 23：2016 年造纸行业竞争格局已明显优于 2011 年	26
图 24：2017 年造纸行业盈利能力复苏	27
图 25：2017 年行业内重点上市公司毛利率明显提升	28
图 26：2017 年行业内重点上市公司净利率明显提升	28
图 27：2017-2018 年初造纸景气度大幅提升	28
图 28：新一轮扩产主要集中在双胶纸、白卡纸、箱板瓦楞纸	29
图 29：受龙头之间默契度被打破影响，2018 年造纸景气度回落	30
图 30：博汇纸业股权变化图	31
图 31：2019-2020 年浆纸系和废纸系走出分化行情	34
图 32：2020 年造纸企业亏损数量大幅增加	35
图 33：2011-2015 年原材料价格的阶段性回落未能带来行业盈利改善	35
图 34：原材料价格波动对纸企盈利影响较小	36
图 35：太阳纸业 ROE 持续高于行业平均，获得估值溢价（上图为 PB，下图为 ROE）	38
图 36：产品结构扩充，产能扩张推动收入增长	39
图 37：公司利润体现出成长属性	39
图 38：公司毛利率、净利率水平稳步上行	39
图 39：太阳纸业 ROE 中枢上行	39
图 40：太阳纸业：具有成长性的造纸龙头	41
图 41：收入随产能扩张逐步增长	42
图 42：公司利润跟随行业景气度波动	42
图 43：公司毛利率、净利率水平跟随周期波动	42

图 44：博汇纸业产品单一，ROE 波动较大.....	42
图 45：博汇纸业：资本推动行业整合	43
图 46：收入随产能扩张逐步增长	44
图 47：公司利润跟随行业景气度波动	44
图 48：高财务费用率拖累近年净利率	44
图 49：融资租赁业务拖累公司近年 ROE.....	44
图 50：晨鸣纸业：近年来 融资租赁压制估值.....	45
图 51：资产重组后公司收入呈现增长趋势.....	46
图 52：公司利润跟随行业景气度波动	46
图 53：资产重组后，公司毛利率中枢上行.....	46
图 54：公司 ROE 跟随行业景气度波动	46
图 55：山鹰国际：三轮大行情和行业景气度基本匹配	47
图 56：2015 年后公司收入增速迎拐点	48
图 57：公司利润稳步增长	48
图 58：受益产品结构升级和渠道优化，公司利润率稳步上行	48
图 59：公司 ROE 持续上行	48
图 60：中顺洁柔：消费品属性更强，成长性与周期性共同驱动.....	49
图 61：收购完成后，金光纸业（金光+博汇）白卡市占率接近 50%	51
图 62：公司收入构成：2019 年白卡占比 80.9%.....	52
图 63：公司毛利构成：2019 年白卡占比 87.8%.....	52
图 64：国内木浆进口依赖度维持在 65%左右	54
图 65：进口废纸比例大幅下降	54
图 66：外废持续具有成本优势	55

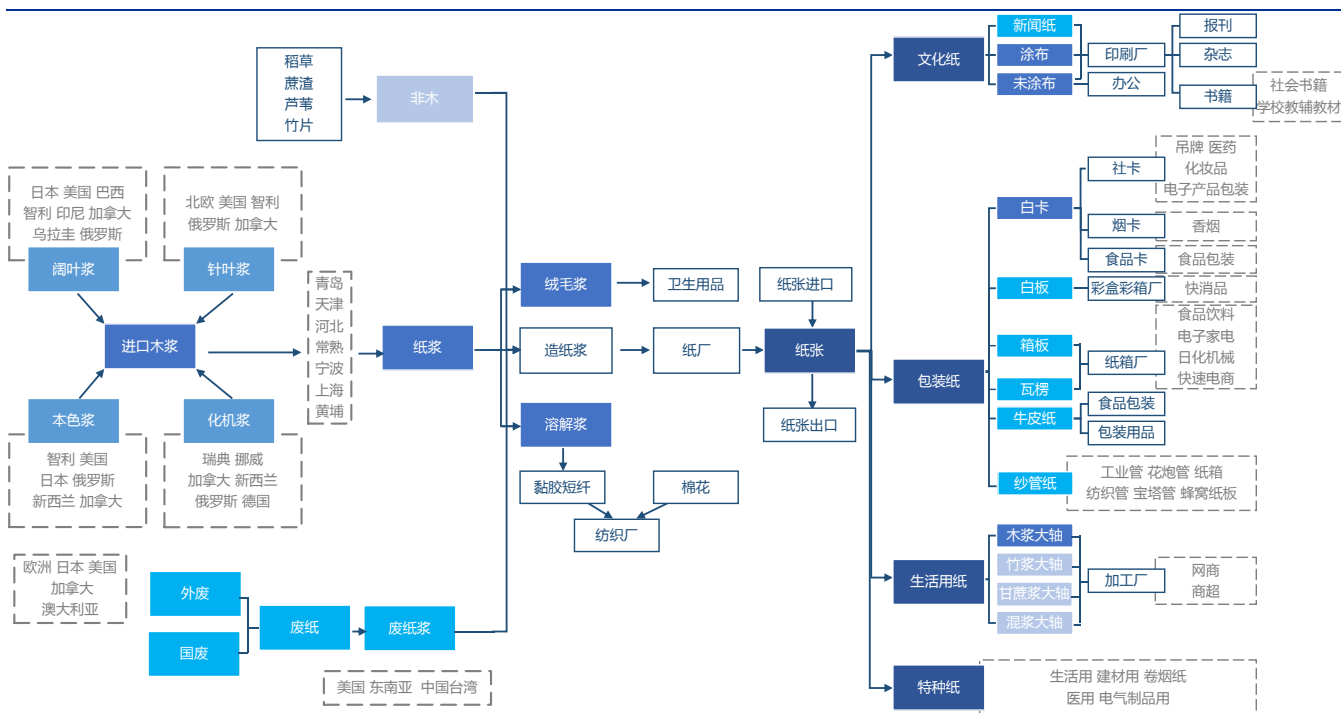
图 67：2020 年紫杉与红杉价差保持约 1000 元/吨	55
表 1：造纸企业在景气度低谷尝试转型	13
表 2：国内造纸周期梳理：近十年供给侧是重要推动力	15
表 3：新建项目对排污及节能提出更高要求	17
表 4：2008 年产业链高库存加速纸价下跌	19
表 5：2014-2017 年合计 391 万吨箱板瓦楞纸中小产能淘汰（单位：万吨）	26
表 6：2017 年底-2020 年箱板瓦楞纸行业新增产能达到 1413 万吨（单位：万吨）	32
表 7：太阳纸业非涂布文化纸吨毛利水平处行业第一梯队	53
表 8：太阳纸业铜版纸吨毛利水平处行业第一梯队	53
表 9：太阳纸业能源成本优势突出	54
表 10：金光集团布局林浆纸一体化	56
表 11：造纸板块盈利预测与估值	57

0. 造纸：1 亿吨行业规模，总需求趋于稳定

造纸行业是重要的基础原料工业，纸张消费水平为衡量社会发达程度的指标之一。造纸工业产业链长、涉及领域广，属资本密集型和资源约束型产业。纸张消费水平是衡量社会发达程度的指标之一，2019 年我国人均纸张消费为 75 千克，远落后于发达国家水平。

我国造纸行业产销量逐渐稳定。2019 年我国生产纸及纸板 10765 万吨，消费 10704 万吨，2010-2019 年产量 CAGR 1.7%，消费量 CAGR 1.7%，产销量小幅增长。在进出口方面，2019 年纸及纸板进口 625 万吨，同比增长 0.5%，出口 686 万吨，同比增长 11.0%。我国造纸产地主要集中于东部发达地区，东部地区拥有发达的交通网络和便利的运输条件，为原材料运输创造有利条件。此外，东部地区经济较为发达，纸制品消费量大，在东部地区设厂更靠近目标消费群体。广东省、山东省等为我国造纸高产地区，拥有玖龙纸业、理文造纸、晨鸣纸业、太阳纸业、山鹰国际、博汇纸业、中顺洁柔等一批大型纸厂。

图 1：造纸行业产业链



资料来源：申万宏源研究

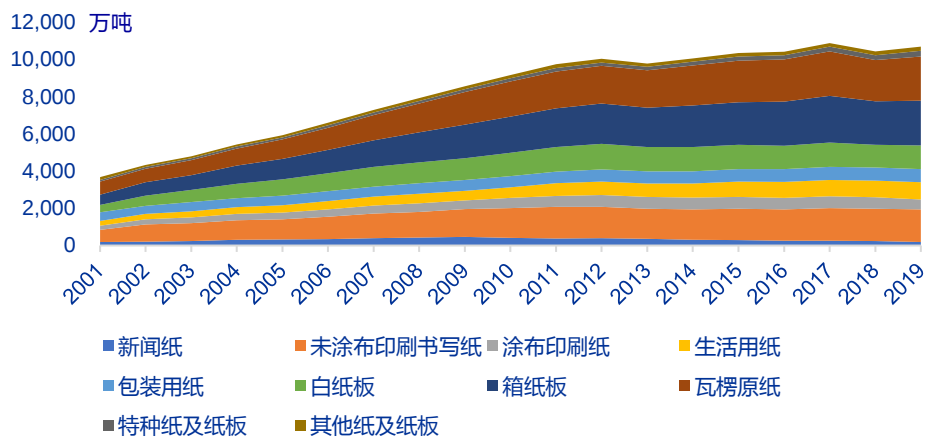
注：原材料底色与成品纸原材料底色对应

按照原材料分类，造纸可分为浆纸系和废纸系。造纸原材料主要为木浆与废纸浆，少部分采用非木浆。以化学阔叶浆、化学针叶浆和化机浆等原木浆为纤维原料的纸称之为浆纸系，包括非涂布文化纸、涂布文化纸、白卡纸、生活用纸、特种纸等；以废纸为纤维原料的纸，称之为废纸系，包括箱板纸、瓦楞纸、新闻纸、灰底白板纸等。

按照下游用途分类，造纸可分为文化纸、包装纸、生活用纸和特种纸。造纸下游主要分为四类：文化纸主要应用于印刷行业，包括非涂布文化纸、涂布文化纸、新闻纸；包装

纸主要应用于纸包装行业，包括白卡纸、箱板纸、瓦楞纸、新闻纸、灰底白板纸；生活用纸主要用于日常消费；特种纸应用于特定细分场景。

图 2：文化纸需求平稳，包装纸与生活用纸需求稳定增长



资料来源：中国造纸协会，申万宏源研究

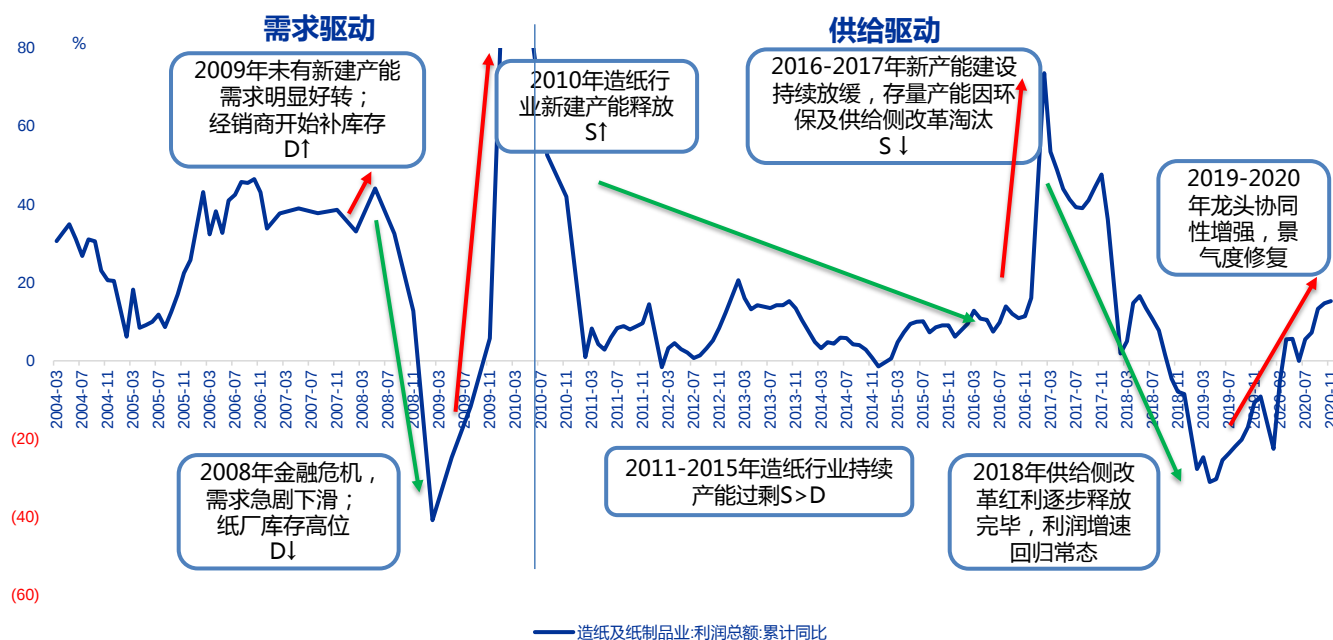
1. 概览：三轮高景气度，三轮板块行情

造纸行业作为典型的周期品行业，供需格局变化是影响纸企盈利的核心因素。回溯过去 15 年，有以下几个典型阶段：

第一、二轮高景气度 2007 年和 2009 年：2007 年经济的高速增长，造纸需求旺盛，新产能投放阶段性放缓，景气度上行；虽然高景气度因 2008 年经济危机而中断，但 2009 年四万亿投资再次刺激经济，造纸重回上升周期。2009 年投资建设的新一轮产能释放高峰于 2011 年左右来临，而此时需求增长也较为低迷，此轮造纸高景气周期在 2011 年结束，形成“供需双困”局面，造纸行业经历了 2011 年-2015 年长达五年的景气低谷。

第三轮高景气度 2016 年-2018 年上半年：2016 年起，随着供给侧改革及环保淘汰加速，造纸行业供给端加速收缩，供需格局优化，行业景气度不断上行，造纸企业盈利弹性显现。2018 年下半年，随着新增产能投放、需求下行，纸企盈利逐步下行。2019 年-2020 年文化纸、白卡纸行业供给端竞争格局大幅改善，景气度提升；箱板瓦楞纸因新产能持续投放，供给端承压，叠加原材料政策变动，盈利仍底部徘徊。

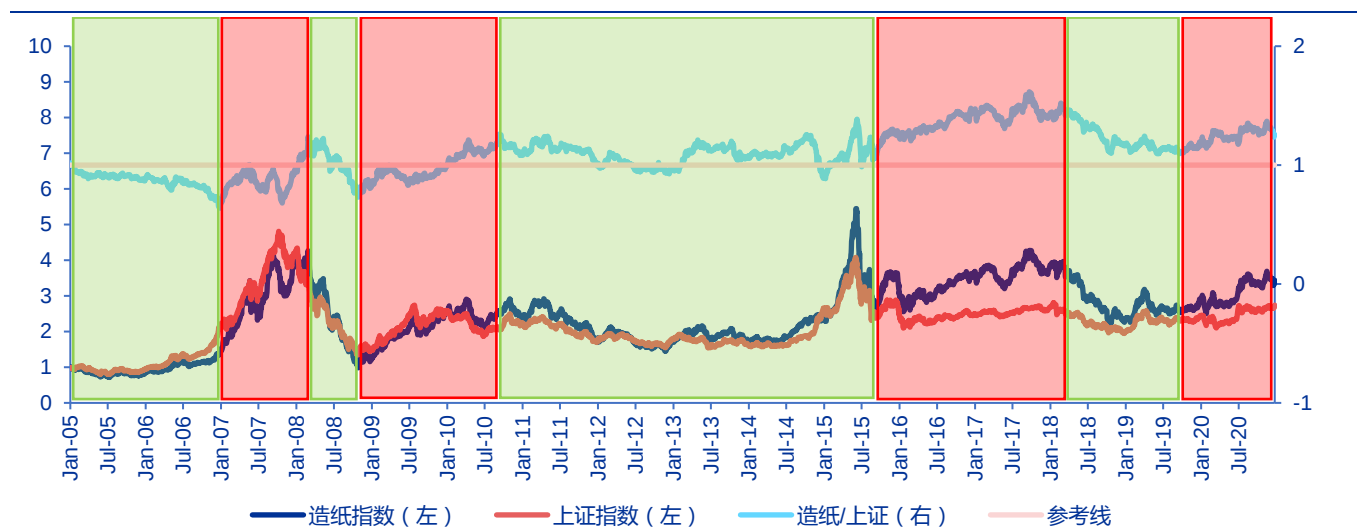
图 3：供需格局是造纸行业盈利的关键变量



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

造纸板块投资机会跟随造纸行业周期变化。2007 年至今，造纸板块经历三轮行业性投资机会，分别是 2007 年 1 月-2008 年 3 月、2008 年 11 月-2010 年 9 月、2015 年 9 月-2018 年 3 月，这三轮投资机会分别对应造纸行业的产业链的三轮高景气度周期，区间内造纸指数绝对收益为 212%、163%、52%，相较于沪深 300 分别获得相对收益 152%、111%、48%。

图 4：两轮造纸高景气度周期，造纸板块三段大行情

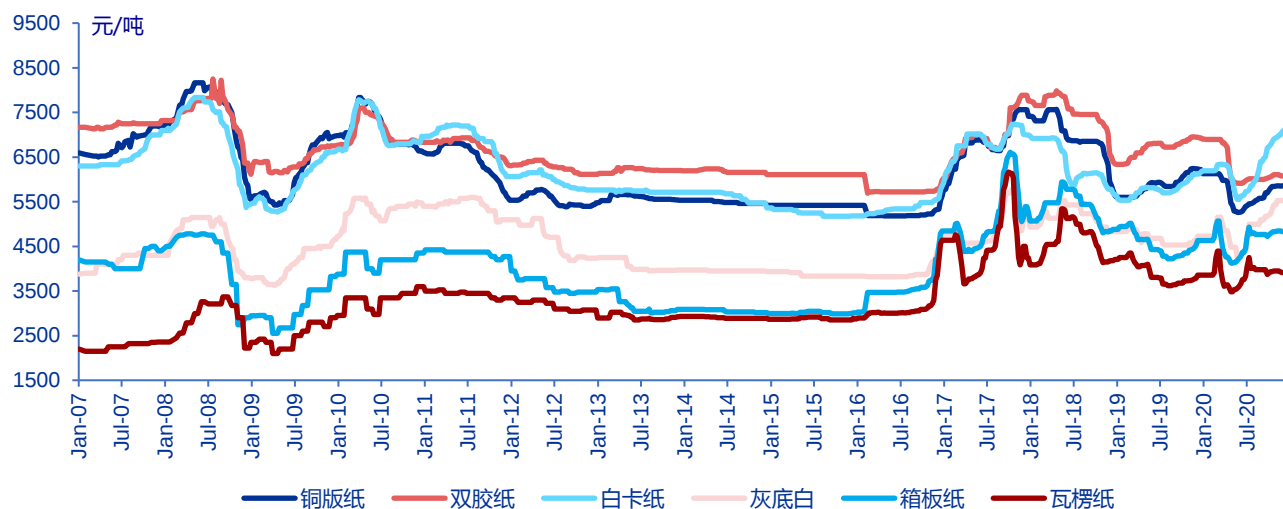


起始时间	结束时间	区间涨跌幅		相对涨跌幅
		上证综指	SW 造纸	
2005/1/1	2007/1/4	114%	37%	-78%
2007/1/5	2008/3/6	61%	212%	152%
2008/3/7	2008/11/4	-61%	-77%	-16%
2008/11/5	2010/9/16	52%	163%	111%
2010/9/17	2015/9/2	21%	0%	-21%
2015/9/3	2018/3/1	4%	52%	48%
2018/3/2	2019/9/26	-11%	-36%	-25%
2019/9/27	2020/12/31	19%	36%	17%

资料来源：Wind，申万宏源研究

成品纸价格是评定行业景气度的表现指标。成品纸价格是直接反应行业景气度的表现指标。根据对行业成品纸及行业相对收益的回溯，三轮行业投资机会都伴随着成品纸价格的持续上涨；在成品纸价格拐点时，本轮投资收益达到高点。例如 2011-2015 年成品纸价格持续底部徘徊，伴随 2016Q4 行成品纸价格持续提涨，大宗用纸标的持续上涨并获得显著相对收益，2017Q4-2018Q1 各纸种分别达到历史高点后，造纸板块相对收益同样达到高点。

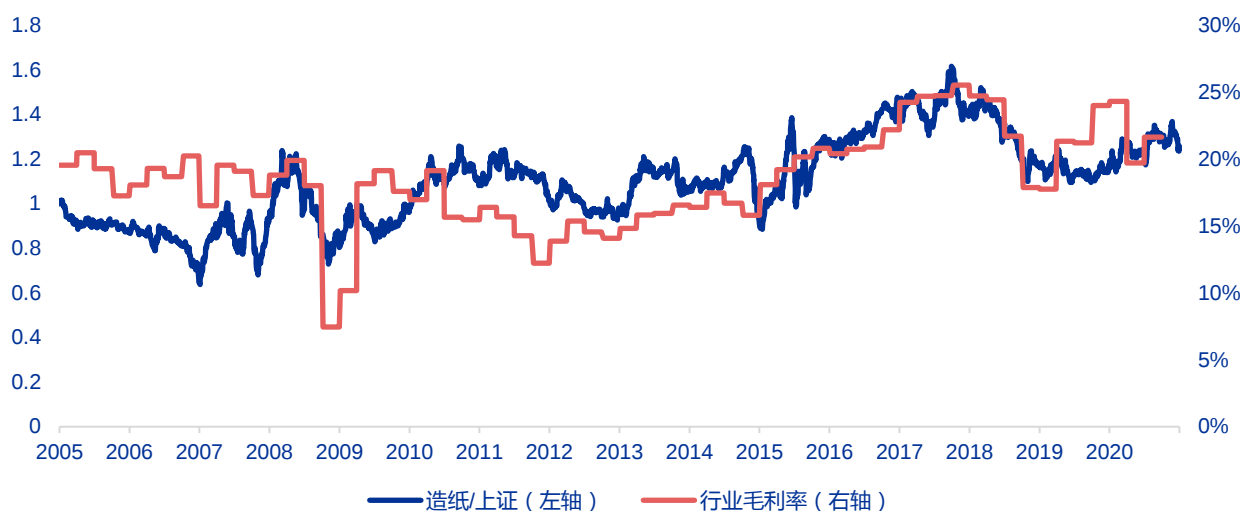
图 5：成品纸价格是评定行业景气度的表现指标



资料来源：纸业联讯，申万宏源研究

行业毛利率周期与板块行业投资收益高度匹配。 行业毛利率是反映行业景气度最直观的财务指标，根据对行业毛利率及行业相对收益的回溯，造纸行业相对收益与行业毛利率高度正相关。三轮行业投资机会都伴随着行业平均毛利率的显著回升；在行业毛利率迎拐点时，本轮投资收益达到高点。例如 2011-2015 年行业单季度毛利率持续在 15%左右低位波动，伴随 2015Q4 行业毛利率回升，造纸板块获得显著相对收益，2018Q1 行业毛利率达到高点 24.8%，造纸板块相对收益同样达到高点。

图 6：行业毛利率是最直接评定行业景气度的财务指标



资料来源：Wind，申万宏源研究

造纸三大子板块大宗用纸、生活用纸和特种纸投资逻辑显著差异。

大宗用纸：典型周期品，供需格局是核心驱动力。大宗用纸指文化用纸和包装用纸，其为典型工业品，不同纸厂之间产品差异性较小，纸厂之间充分竞争，行业盈利能力由行业供需格局驱动，公司盈利能力跟随行业景气度波动。行业研究框架采用周期品研究体系，关注行业供需格局的变化带来行业盈利水平的周期性波动。

生活用纸：偏消费品属性。生活用纸产品直接面向消费者，产品具有差异化，纸企需要搭建销售渠道、建立品牌形象，具有典型的消费品属性。生活用纸投资需按照消费品框架逻辑（渠道力、品牌力、产品力）进行评判；同时生活用纸原材料浆价周期性明显，木浆价格的周期性影响生活用纸企业的盈利弹性。

特种纸：自上而下关注公司成长性。特种纸行业需判断所处细分赛道是否具有成长性。

主题性投资机会：在造纸景气低谷时期，部分造纸公司尝试跨界转型，第二业务可能也阶段性带来主题投资机会。如 2014 年美利云布局云计算（2014 年 5 月-2015 年 6 月涨幅 773.0%）、2015 年晨鸣纸业发展融资租赁业务（2015 年-2017 年 9 月涨幅 251.9%）。

表 1：造纸企业在景气度低谷尝试转型

公司	新业务情况
晨鸣纸业	2014年通过设立融资租赁公司、财务公司，以及参股互联网金融公司 2012年投资海城海鸣矿业布局菱镁矿开采
岳阳林纸	2015年宣布拟收购凯胜园林布局园林PPP行业
美利云	2014年参与设立宁夏云创数据布局云计算

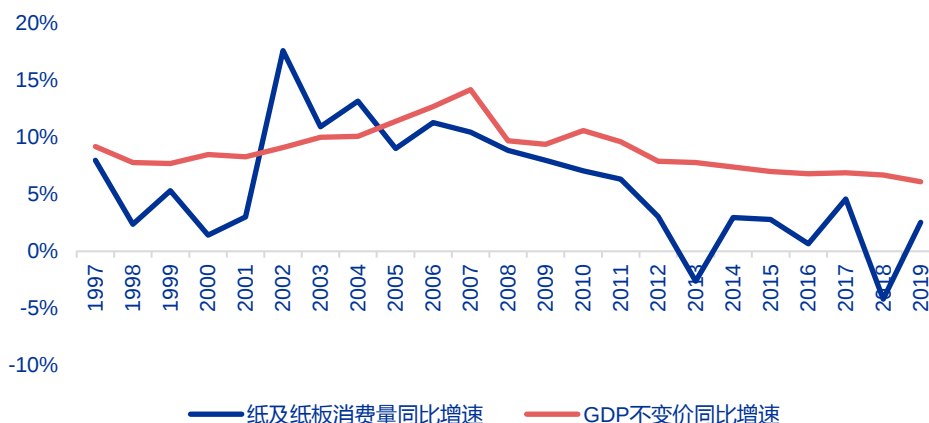
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 行业回顾：供需驱动的行业景气度周期

造纸周期由需求驱动转向供给驱动。梳理 2007 年至今造纸行业三轮景气度，供需格局是影响行业景气度的核心驱动力，但是 2010 年之前行业供需主要关注需求端的变化，2010 年之后则需重点关注供给端变化。

需求端：造纸下游为包装印刷行业，其需求更贴近消费和出口而非投资。国内成品纸主要为包装用纸和文化用纸，2019 年两者分别占国内成品纸需求的 63.1% 和 23.2%，其下游主要为包装印刷行业。文化纸下游需求多为教辅教材、书籍、说明书、办公用纸等；办公用纸下游需求为各类消费品、工业用品，造纸需求贴近消费和出口。回溯国内造纸需求量增速与 GDP 增速高度匹配。另外，部分成品纸采用经销渠道销售，渠道库存对需求周期趋势有一定放大作用。

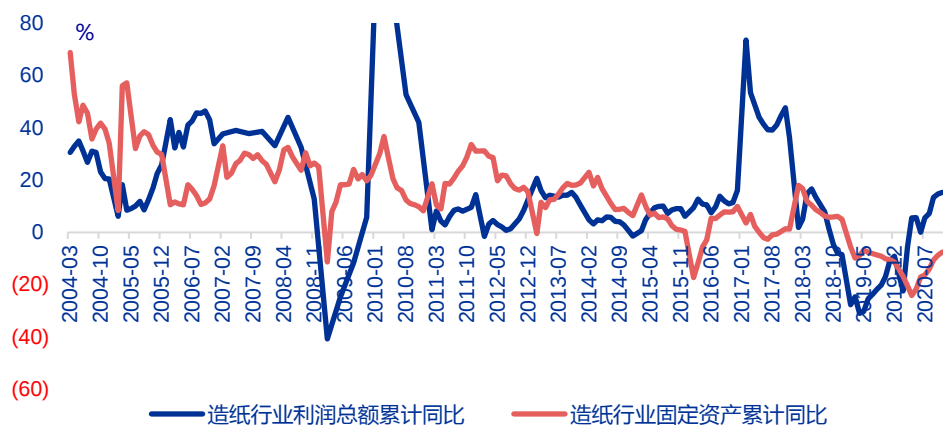
图 7：国内成品纸消费量与 GDP 增速有一定相关性



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

供给端：造纸新产能投放意愿受行业景气度影响。企业投资意愿受行业景气度影响，伴随行业盈利能力提升，基于资本逐利性，企业投资意愿提高，将带动行业固定资产投资增速回升，驱动行业供给增加；反之，行业盈利能力低位时，企业投资意愿降低，行业固定资产投资增速回落，使得行业供需逐步回归平衡。除新增产能投放外，存量产能的协同性也是影响供给端的核心因素，伴随行业集中度持续提升，龙头纸厂的话语权逐步增强后，行业盈利也将趋稳向上。

图 8：景气度驱动企业投资意愿



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

2010 年之前：国内纸及纸板消费处于高速增长阶段，需求驱动纸价上涨。2008 年经济危机造成需求短期锐减，中断造纸 2007 年的景气度；随国内推出四万亿刺激政策，需求快速回升，2009 年造纸行业盈利能力快速回升。

2010 年之后：国内经济增速换挡，造纸需求增速持续放缓，供给格局成为影响行业周期的关键因素。由于上轮盈利高点行业新产能的大量投产，2011-2015 年行业长期处新产能消化期；2016 年-2018 年供给侧改革全面推进，加速中小产能退出市场竞争，行业景气度回升。2019 年-2020 年不同纸种之间盈利能力分化，其中浆纸系龙头协同性提升带动盈利上行；包装纸新产能投放，使得行业盈利低位徘徊。

表 2：国内造纸周期梳理：近十年供给侧是重要推动力

主要驱动力	时间区间	供给	需求	景气度
需求驱动	2007年-2008年上半年	1、新增产能投产速度阶段性放缓 2、环保趋严对新产能排污及节能提出更高要求，新增产能投产难度加大	GDP持续高增长，连续四年实现双位数增长	上升
	2008年下半年-2009年初		1、全球金融危机使得需求断崖式下滑 2、产业链在提价周期内库存高企，渠道去库存加速纸厂出货压力	下降
	2009年初-2010年	行业景气度快速回落，延缓新产能投放进度	需求回暖，生产商库存呈现下降态势，而经销商开始补库存	上升
供给驱动	2011年-2015年	上轮高景气度周期，纸厂投资意愿增强，行业供给大幅扩张	国内经济增速换挡，造纸需求增速放缓	下降
	2016年-2018年初	1、供给侧改革全面推进，中小产能加速淘汰 2、前期景气度持续低迷，纸厂投资意愿降低		上升
	2018年	1、行业新产能投放 2、龙头间协同性降低		下降
	2019年	1、包装纸新产能密集投放 2、浆纸系龙头协同性大幅提升		分化
	2020年	1、白卡纸龙头完成整合 2、文化纸进口量持续高位	Q2受疫情影响需求短期受冲击，下半年需求恢复	

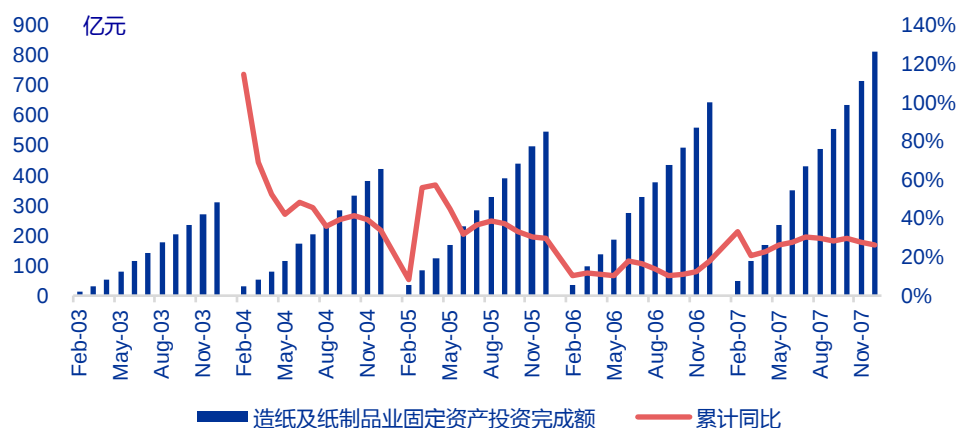
资料来源：申万宏源研究

2.1 2007-2010：需求持续高增长，供给端收缩，行业迎来高景气

2007-2008 年上半年：需求持续高增长，新产能投放放缓

供给：增量进入周期性下滑阶段。造纸行业的投资到完工及产能逐渐释放大致经历 1-1.5 年。2004-2005 年的固定资产投资增速高达 30% 以上，直接导致了新增产能供给在 2005-2006 年集中释放，行业因严重的供过于求步入低谷。而行业的景气下滑及企业整体盈利水平下降，2006 年之后行业固定资产投资增速明显放缓，因而带来 2007 年行业新增产能供给明显减少，造纸行业进入产能释放的阶段性平缓期。

图 9：2007 年固定资产增速阶段性放缓



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

趋严的环保政策，淘汰落后产能，行业供给存量因政策性因素大幅下降。由于我国造纸行业的污染问题主要与行业集中度较低（2006 年，3388 家全国规模以上造纸企业中，小型企业占比为 88.3%，而其创造的收入仅占 36.2%）、无环保设备的落后产能众多相关（我国草浆生产线有碱回收装置的产量仅占草浆总产量的 30%），治污的重点也在于淘汰污染严重的落后产能（草类制浆 COD 排放量占整个造纸工业排放量的 60% 以上）。根据 2007 年 6 月下发的《国务院关于印发节能减排综合性工作方案的通知》，造纸行业将淘汰年产 3.4 万吨以下草浆生产装置、年产 1.7 万吨以下化学制浆生产线、排放不达标的年产 1 万吨以下以废纸为原料的纸厂，并制定了严格的关停时间表。

政策落地限制中小产能扩张。《造纸产业发展政策》2007 年 10 月 31 日正式发布。

（1）适度控制纸及纸板总量。提出约束性的产能扩张计划：到 2010 年，淘汰现有落后产能 650 万吨，有效产能达到 9000 万吨。若按照 2005 年的 7000 万吨的产能计算，则意味着至 2010 这五年间的实际产能增长率约为 5.15%，供给增速大大放缓（2000-2005 年的产量增长率就达到 12.92%）。**（2）明确进入条件，使中小企业难以进行扩产。**《政策》制定可量化标准规范造纸产业的组织结构和准入制度，使行业扩产有序进行。对于新建、扩建项目，单条生产线起始规模的具体要求为：制浆——化学木浆年产 30 万吨、化学机械

木浆年产 10 万吨、化学竹浆年产 10 万吨、非木浆年产 5 万吨；造纸——新闻纸年产 30 万吨、文化用纸年产 10 万吨、箱纸板和白板纸年产 30 万吨、其他纸板项目年产 10 万吨。

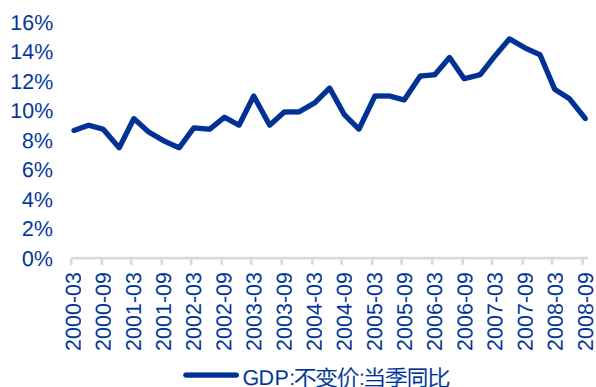
表 3：新建项目对排污及节能提出更高要求

	COD 排放量 (千克)	取水量 (立方米)	综合能耗 (标煤) (千克)
漂白化学木浆	10	45	500
漂白化学竹浆	15	60	600
化学机械木浆	9	30	1,100
新闻纸	4	20	630
印刷书写纸	4	30	680

资料来源：《2007 年造纸产业发展政策》，申万宏源研究

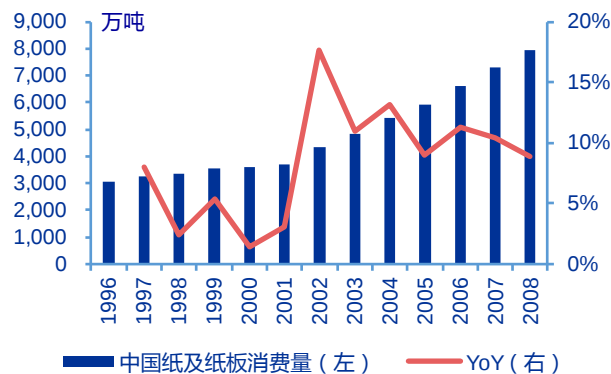
需求持续高增长。2001 年中国加入 WTO 后，出口持续高增长，人均可支配收入提升带动居民消费力快速提升，2005 年-2008Q3 我国 GDP 始终保持 10%以上快速增长，带动国内成品纸消费量稳定增长。2008 年国内纸及纸板消费量 7935 万吨，较 2000 年增长 122.0%，CAGR 为 10.5%，尽管 2008 年受全球经济危机冲击，国内纸及纸板消费量仍实现 8.0%的增长。

图 10：2005-2008Q3 国内 GDP 保持双位数增长



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

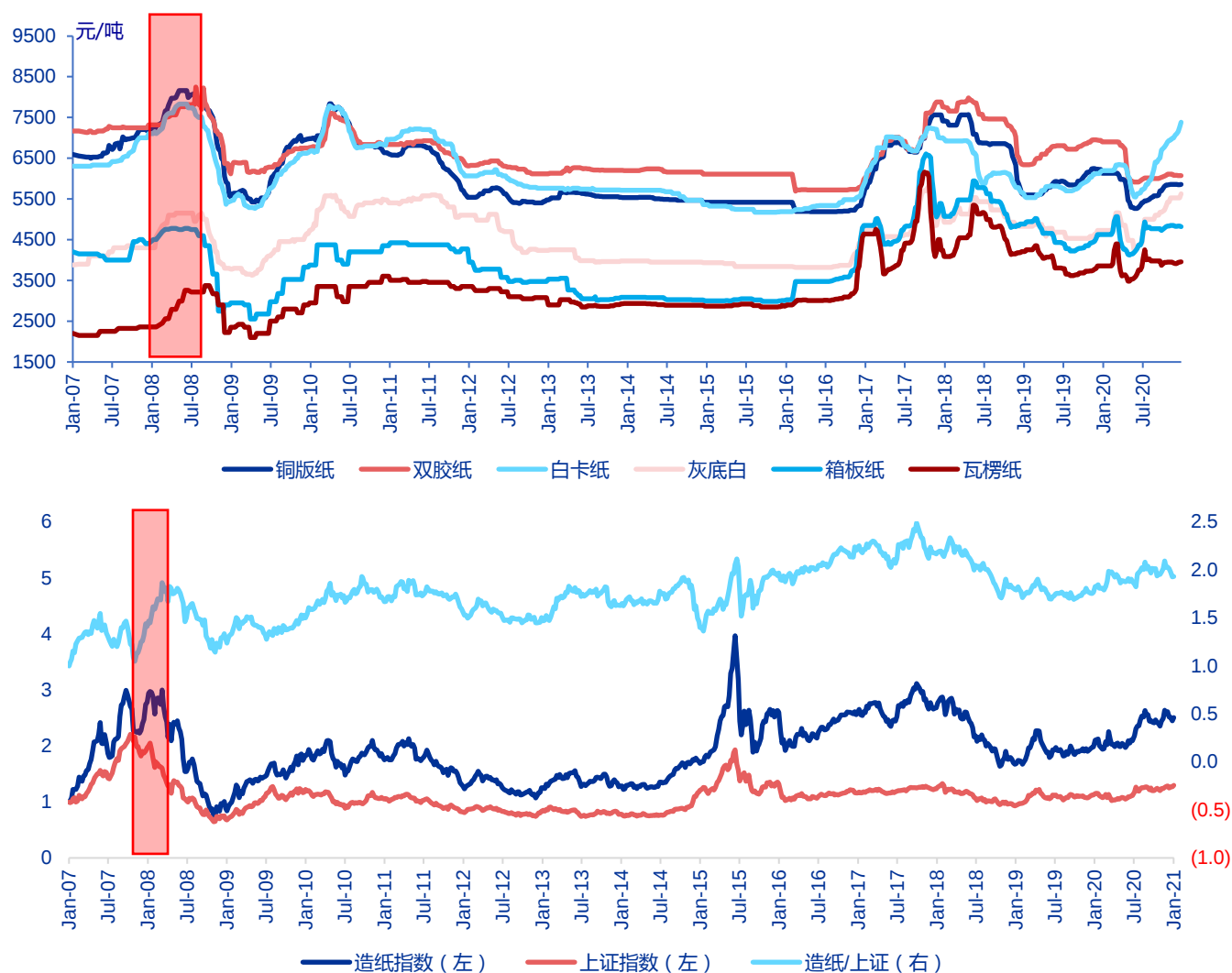
图 11：2000-2008 年纸及纸板消费量 CAGR 为 11.5%



资料来源：中国造纸协会，申万宏源研究

新增产能投放放缓，需求持续高增长，行业景气度显著提升，造纸板块迎来投资机遇。行业供给端新增产能投资增速阶段性放缓，国家出台政策清退中小产能，限制新产能投放；需求端受益宏观经济带动持续高增长，纸价自 2007Q4 起持续提涨至 2018 年 8 月，带动行业盈利能力提升，造纸板块迎来行业性投资机会。

图 12：2007 年行业景气度复苏带来造纸板块相对收益

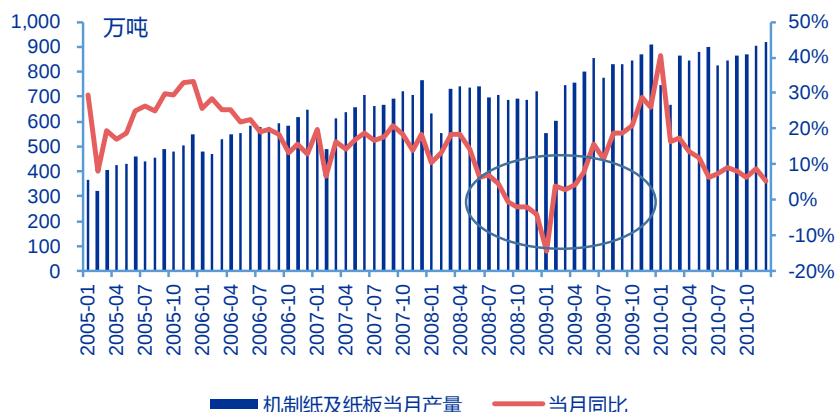


资料来源：纸业联讯，Wind，申万宏源研究

2008 年下半年-2009 年初：需求断崖式下跌，高库存加速景气度下行

全球经济危机使得需求断崖式下滑。在经历了行业“蜜月期”后，我国造纸行业景气因全球经济危机影响纸品需求大幅下滑，2008 年 5 月之前造纸行业机制纸及纸板产量均实现单月同比增长超过 10%，2008 年 6 月首次出现个位数增长（当月同比增长 6.2%，增速环比回落 8.2pct），2008 年 9 月起首次出现产量负增长（当月下滑 0.6%），2008 年 9 月-2009 年 1 月连续 5 月产量下滑，其中 2009 年 1 月产量下滑 14.4%。

图 13：全球经济危机使得国内造纸需求暴跌



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

经济危机前产业链高库存，加速景气下行。2007年-2008年上半年的行业持续高景气度，纸价持续提涨，2008年6月价格高点较2007年年初，双胶纸、铜版纸、白卡纸、箱板纸分别累计提价9.1%、23.8%、24.3%、13.8%。经销商在持续涨价过程中，保持对后续需求乐观心态，库存逐步攀升，2008年4月铜版纸经销商库存达到45-60天、双胶纸经销商库存达到30-50天（合理库存7-30天）。经济危机爆发后，终端需求断崖式下跌，经销商大幅减少对纸厂采购，消化自身库存，加速了纸厂库存的攀升。2008年10月纸厂铜版纸库存达到50-75天、双胶纸纸厂库存达到45-70天，纸厂库存的攀升，加速了纸价的下跌。

表 4：2008 年产业链高库存加速纸价下跌

产业链\纸种	单位：天	包装纸			文化纸			备注
		白板纸	白卡纸	箱板纸	铜版纸	双胶纸	新闻纸	
生产商库存	库存历史合理水平	7-30	7-30	10-30	7-30	7-30	10-30	
	08 年最高库存水平	60-75	75-90	30-60	50-75	45-70	30-60	集中在 10 月份库存处于高位
	09 年 5 月库存水平	45-55	20-45	25-40	40-50	10-55	30-60	库存略有下降
	09 年 6 月中库存水平	30-50	20-45	25-40	30-50	10-55	30-60	依单生产，库存压力减小
	库存走势判断							涨势稳定纸种库存有趋向正常水平迹象
中间商库存	库存历史合理水平	7-30	7-30		7-30	7-30		
	08 年最高库存水平	30-60	45-60		45-60	30-50		集中在 4 月份旺季库存处于高位
	09 年 5 月库存水平	7-30	7-40	/	7-35	7-30	/	备库保持谨慎
	09 年 6 月中库存水平	7-40	7-40		7-40	7-30		买涨不买跌积极备库的数量增多
	进货时机、价格判断							备货态度趋向积极
下游印厂	库存历史合理水平	0-30	0-30	30-50	0-30	0-30	10-30	
	08 年最高库存水平	30-50	30-50	30-90	30-45	30-45	30-90	集中在 4-6 月份需求旺盛期
	09 年 5 月库存水平	0-15	0-15	30-40	0-15	0-15	10-30	开工依旧不足
	09 年 6 月中库存水平	0-15	0-15	30-40	0-15	0-15	10-30	缓慢接受新价格
	库存走势、价格判断							观望，蓄势待发

资料来源：纸业联讯，申万宏源研究

经济危机使得高景气度中断。受全球经济危机影响，国内造纸需求骤降；产业链高库存加速了纸价的下跌，纸价自 2007 年 9 月起持续加速下跌，带动行业产量及盈利能力大幅下滑，此阶段造纸板块持续性下跌。

图 14：2008 年经济危机中断造纸高景气度



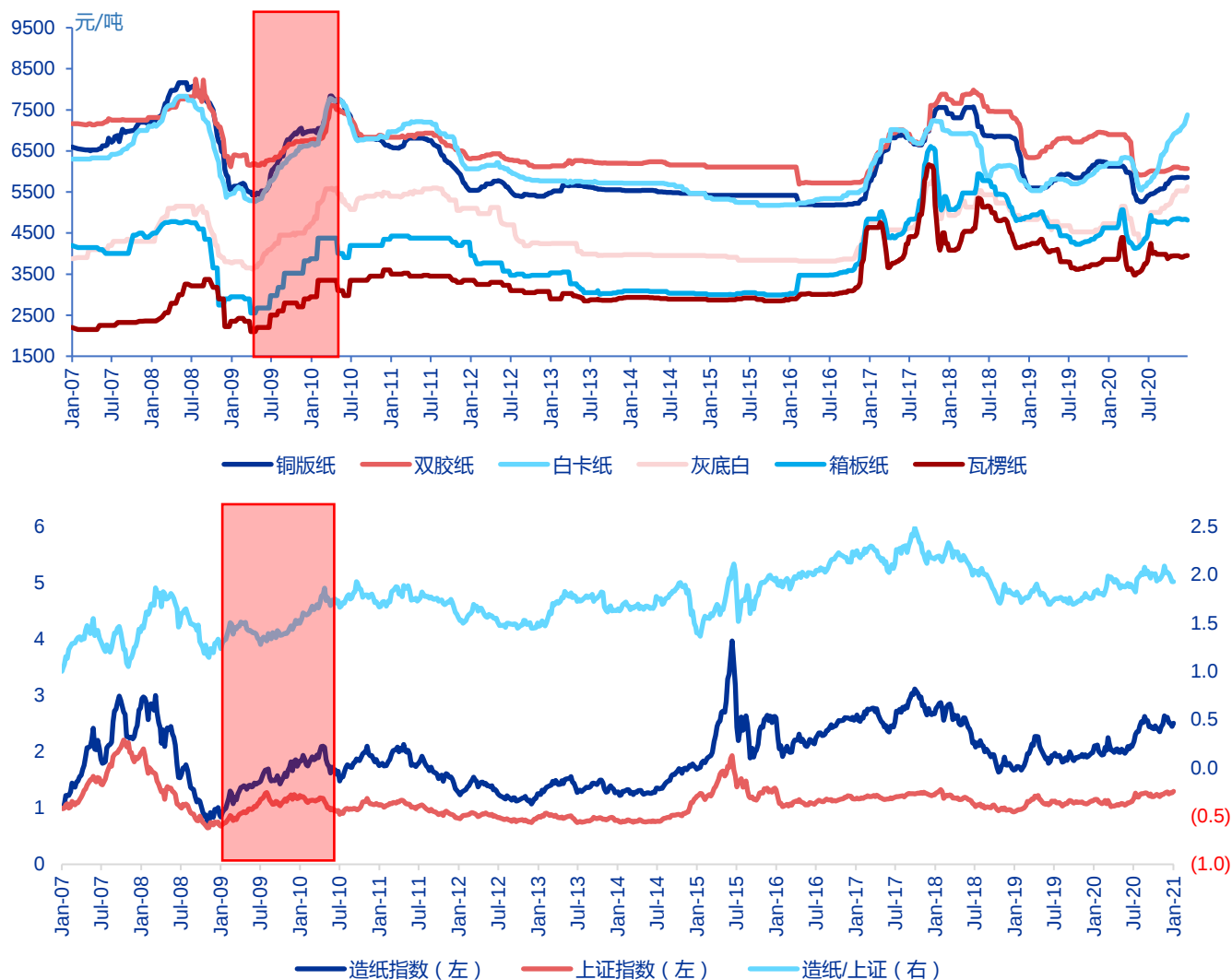
资料来源：纸业联讯，Wind，申万宏源研究

2009 年-2010 年：新产能延缓投放，需求逐步恢复；经济危机前高景气度得以延续

行业景气快速回落，延缓产能释放；2009 年供给压力缓解。经历了 2007 年的产能释放缓和期及景气度上行，2007 年行业固定资产投资的加速（从 2006 年的 16.9%回升至 2007 年的 26.5%），行业面临新一轮供给增量释放期——如 2009 年的纸浆、白卡纸、铜版纸、箱板纸和 2010 年的文化纸等。但鉴于 2008 年行业景气的快速回落，已有产能都已超越市场需求的现状，不少企业延缓了在建项目或筹建项目的进程（如金东和王子的铜版纸项目、晨鸣的纸浆项目等），这对 2009 年行业新增产能释放有一定的抑制作用。

需求回暖，生产商库存呈现下降态势，而经销商开始补库存。2008年11月国务院常务会议研究部署进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的措施，会议确定了当时进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，总投资规模约4万亿元。纸企部分纸种的库存呈现下降态势：各企业的成品纸库存较前期高点明显下降，特别体现在白卡、铜版、白板等纸种。下游及经销商库存较少，在涨价声浪中经销商如期开始增加库存，此外下游也出现部分需求回暖的迹象，纸企出货快速恢复。

图 15：2009 年经济复苏，高景气度得以延续



资料来源：纸业联讯，Wind，申万宏源研究

2.2 2011-2015：供需双困，长周期底部徘徊

2011 年：高盈利使得供给端大幅扩张

供给端：上轮高景气度周期，纸厂投资意愿增强，行业供给大幅扩张。2007年下半年以来，纸价上涨带动纸厂盈利快速上行。高景气度周期，纸厂纷纷公布新一轮扩产计划。

从宏观角度看：受行业景气度上行影响，2007 年-2010 年造纸及纸制品行业利润总额分别增长 38.6%、12.8%、5.7%、42.0%（其中 2008 年、2009 年增速回落系受全球经济危机影响）。纸厂盈利大幅上行后，纸厂投资意愿明显增强，2011 年造纸行业固定资产投资完成额同比达到 31%。

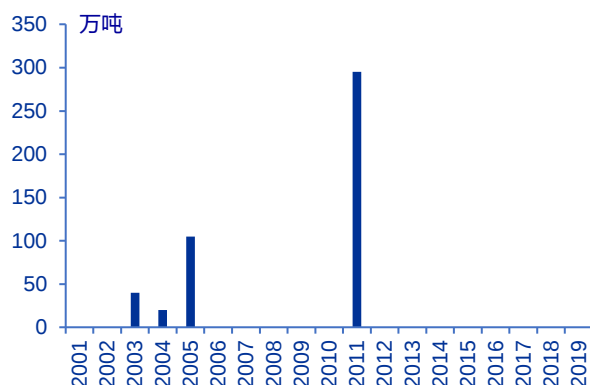
图 16：2007-2010 年的行业利润高增长带来 2011 年固定资产扩张



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

从微观角度看：2010 年-2011 年大型纸企密集投产新产能。**双胶纸行业：**太阳纸业、晨鸣纸业、华泰股份两年内分别投产双胶纸产能 35 万吨、65 万吨、40 万吨；从卓创公布的主要纸厂产能看，2010 年初双胶纸大厂产能合计 434 万吨，2010-2011 年新增产能 190 万吨，扩产 43.8%。**双铜纸行业：**华泰股份、晨鸣纸业、金光纸业、太阳纸业两年内分别投产双铜纸产能 70 万吨、80 万吨、90 万吨、35 万吨，2010 年初双铜纸大厂产能合计 330 万吨，2010-2011 年新增产能 275 万吨，扩产 83.3%。

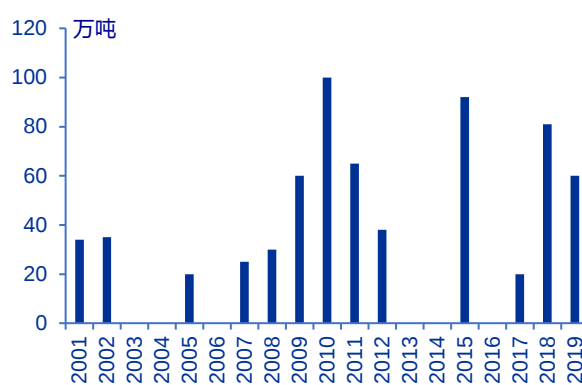
图 17：2010-2011 年双铜纸大厂新增产能 275 万吨



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

注：上述统计产能均统计仍在生产的中大型产能

图 18：2010-2011 年双胶纸大厂新增产能 190 万吨



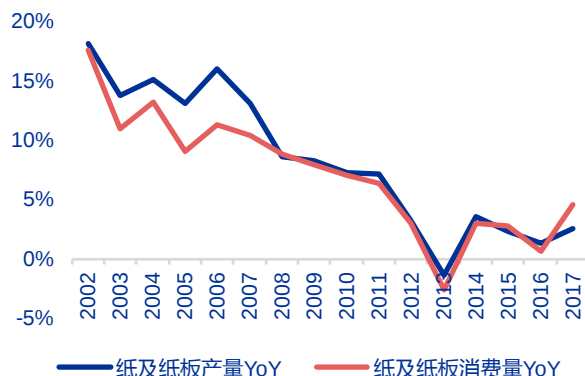
资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

注：上述统计产能均统计仍在生产的中大型产能

2011-2015 年：需求增速放缓，长周期消化新产能

需求端：造纸需求增速伴随国内经济增速放缓。2011 年以来国内经济增速逐步放缓，GDP 同比增速由两位数增长放缓至个位数增长，且增速逐年回落。受经济增速放缓影响，国内纸及纸板需求也逐年回落。“十二五”期间年均增长率仅为 2.4%，较“十一五”期间的 9.1%降低 6.7 个百分点，年均消费增长量由“十一五”649 万吨降至“十二五”236 万吨，降低 63.6%。

图 19：2011 年之后国内纸及纸板消费增速逐年回落



资料来源：中国造纸协会，申万宏源研究

图 20：2011 年后 GDP 增速逐年放缓

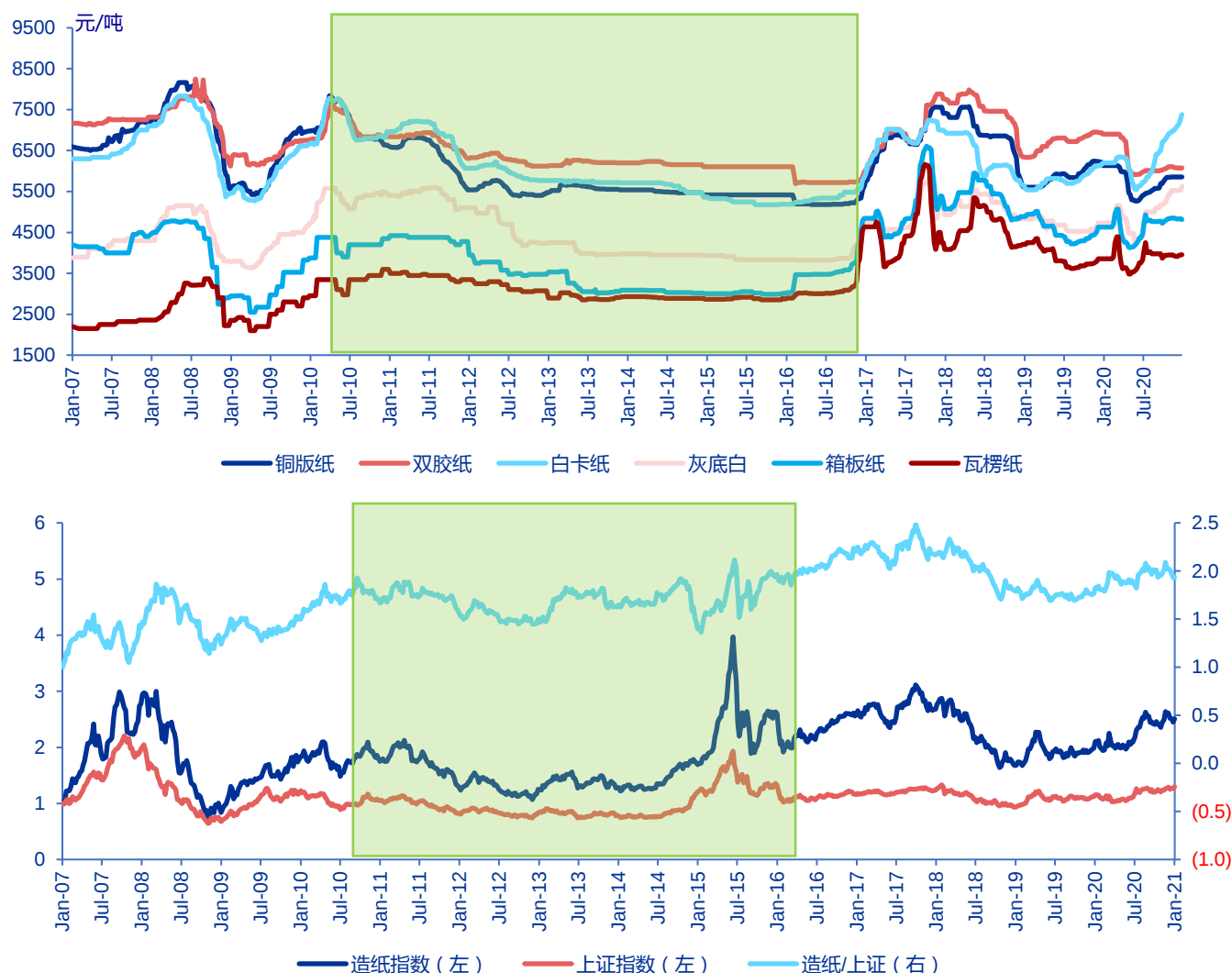


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

供需双困使得造纸行业进入长周期的去产能过程。由于大量新增产能在 2010-2011 年密集投放，而需求增长乏力。供需失衡使得造纸行业盈利水平快速下滑，造纸行业进入长周期的去产能过程中，行业盈利能力持续低位徘徊。

供给大于需求情况下，行业盈利能力大幅下滑。随着行业新增产能的密集投放，纸厂为加速出货，使得纸价快速回落。2010 年、2011 年双胶纸分别回落 9.5%、15.7%；2010 年、2011 年铜版纸分别回落 4.1%、7.0%。长周期的供给大于需求，造纸行业盈利水平持续下滑，2011 年-2015 年造纸及纸制品行业利润总额同比增速逐年下滑；2014 年首次出现负增长，行业利润总额下滑 1.4%。

图 21：2011-2015 年纸价持续下跌，造纸板块相对收益较弱



资料来源：纸业联讯，Wind，申万宏源研究

行业投资意愿下滑，新增产能增速明显放缓。受行业盈利能力下行影响，企业投资增速明显放缓，2012 年造纸行业固定资产投资增速放缓至 15.5%。从大型纸厂角度看，2012 年至今没有任何新增双铜纸项目投产，2012-2014 年双胶纸新增产能仅 83 万吨（vs 2010-2011 年 190 万吨）。从上市公司角度看，2012 年起，造纸行业六家重点上市公司固定资产与在建工程合计增速降至 4% 以下。

盈利承压，中小存量产能逐步退出市场竞争。行业盈利下行背景下，部分上市公司纸企已经出现亏损。上市公司由于拥有自给浆、自备电厂、采购规模等优势，盈利能力高于中小企业。景气度底部，上市公司处于盈亏平衡附近，中小企业连年亏损，逐步退出市场竞争。

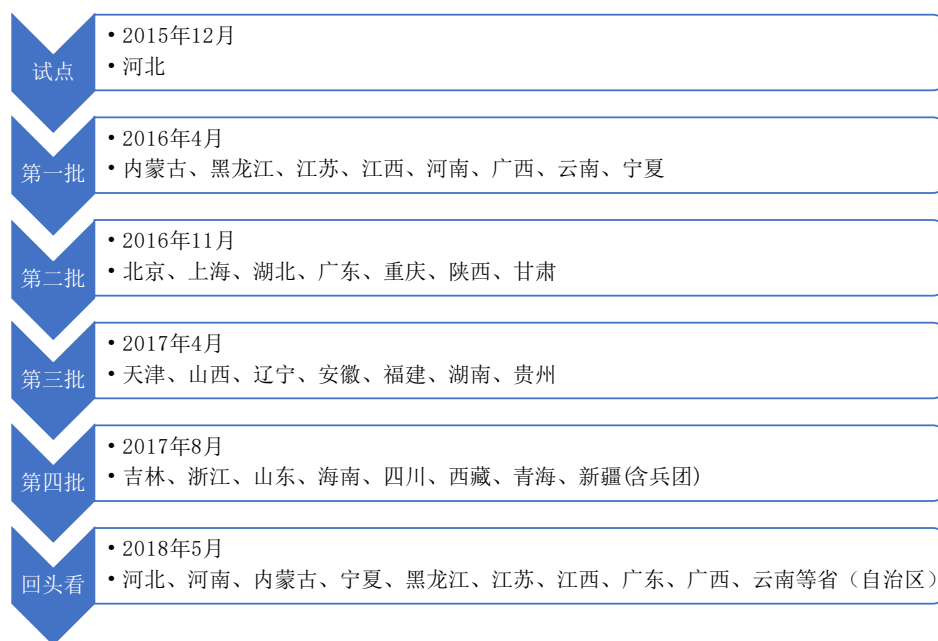
2.3 2016-2018：供给侧改革，集中度提升，造纸行业盈利复苏

2016 年供给侧改革加速存量产能淘汰

2016 年供给侧改革全面推进，中小产能加速淘汰。2015 年 11 月，中央财经领导小组提出经济结构性改革。“供给侧结构性改革”被列入 2016 年政府工作报告，将“去产能”列为“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”的首位。2016 年 2 月，工信部对炼钢、炼铁、水泥、玻璃、造纸、印染等 18 个工业行业淘汰落后产能，其中造纸行业 279 家。初步预计“十三五”期间造纸行业将淘汰纸及纸板落后产能约 800 万吨。

G20/雾霾/环保督查等事件催化区域性能抑制。2015 年 7 月 1 日，中央全面深化改革领导小组第十四次会议审议通过《环境保护督察方案（试行）》，把环境问题突出、重大环境事件频发、环境保护责任落实不力的地方作为先期督察对象，重点督察贯彻党中央决策部署、解决突出环境问题、落实环境保护主体责任的情况。中央环保督察 2016 年 1 月在河北开展试点，至 2017 年 8 月，第四批中央环保督察已完成进驻四川、吉林等 8 省份。至 2017 年 9 月，中央环保督察完成了对全国所有省份的覆盖。G20 华东纸企停产减排，订单向山东和广东转移；2016 年华北雾霾致河北等地区纸企大面积停产。

图 22：2016 年起环保全国督查开始，大量中小企业被关停



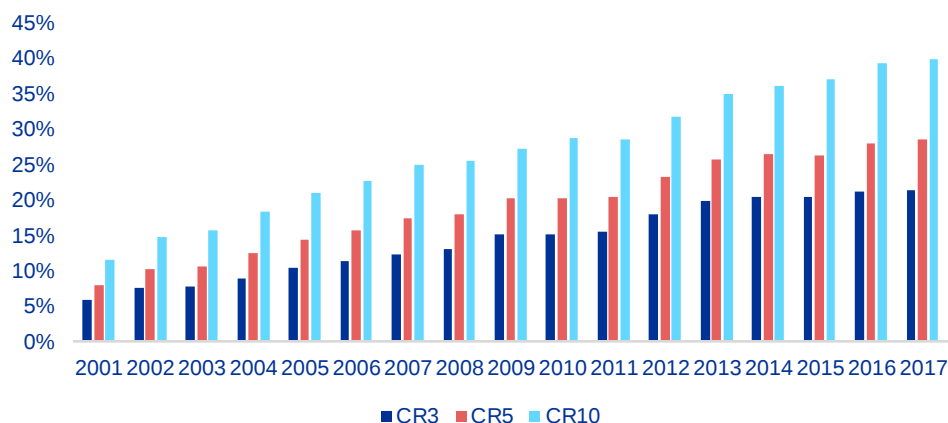
资料来源：搜狐网，申万宏源研究

注：回头看是指中央环保在多轮环保督查结束后进行重复检查

供需结构在 2016 年明显优化。2011-2015 年，受行业景气度下行影响，造纸行业新增产能投资放缓，存量产能逐步淘汰。进入 2016 年，供给侧改革与环保督查加速存量产能的清退，2016 年大量中小纸企被关停、查封、断电、取缔。**集中度明显提升，供给结构明显优化，龙头话语权提升。**受行业长期出清影响，行业集中度明显提升。2016 年造纸行业

CR10=39.3%，而整合之前的 2010 年造纸行业 CR10 仅为 28.8%。**龙头集中度的提升明显提升了龙头纸企的定价话语权。**

图 23：2016 年造纸行业竞争格局已明显优于 2011 年



资料来源：中国造纸协会，申万宏源研究

表 5：2014-2017 年合计 391 万吨箱板瓦楞纸中小产能淘汰 (单位：万吨)

纸厂名称	产品	年产能(万吨)	目前状态
江苏张家港华兴纸业	高强瓦楞纸	25	2014 年淘汰
江西抚州市四海纸业有限公司	瓦楞纸、箱板纸	4	2014 年淘汰
东莞市瑞华纸制品有限公司	仿牛卡	10	2014 年淘汰
东莞市兆丰造纸有限公司	高瓦、普瓦	10	2014 年淘汰
湖北宏发再生资源科技发展有限公司	箱板纸	30	2014 年淘汰
江苏旺达纸业有限公司	木浆挂面牛卡	10	2015 年淘汰
东莞振兴纸业有限公司	高瓦	20	2015 年淘汰
东莞市永安纸业有限公司	牛卡	15	2015 年淘汰
东莞市深联造纸有限公司	高瓦	15	2015 年淘汰
广东东莞中兴纸业有限公司	普瓦、高瓦	20	2015 年淘汰
东莞市恒伟纸业有限公司	普瓦	20	2015 年淘汰
东莞市明天纸业有限公司	高瓦	12	2015 年淘汰
东莞市伟联纸业有限公司	普瓦	10	2015 年淘汰
东莞市同力纸业有限公司	瓦楞纸	10	2015 年淘汰
东莞市东联纸业有限公司	瓦楞纸	10	2015 年淘汰
东莞市多荣造纸有限公司	高瓦	10	2015 年淘汰
东莞市汇谷纸业有限公司	高瓦	10	2015 年淘汰
东莞市湛翠联兴纸业有限公司	瓦楞纸、箱板纸	10	2015 年淘汰
广东佛山诚通纸业有限公司	红丰牛卡纸、白板纸	17	2015 年淘汰
广东廉江广林纸业有限公司	高瓦、箱板纸	10	2015 年淘汰
东莞顺盈纸业有限公司	瓦楞纸	10	2015 年淘汰
浙江三盛造纸	瓦楞纸	4	2016 年淘汰
山东淄博杰众纸业有限公司	瓦楞纸	5	2016 年淘汰
福建省南安市水头锦兴纸业	瓦楞纸	4	2016 年淘汰
福建省南安市志兴纸业	瓦楞纸	4	2016 年淘汰

湖北金赞阳纸业有限公司	高瓦	10	2016 年淘汰
杭州富阳建新纸业	瓦楞纸	5	2017 年淘汰
上海中隆纸业	箱板纸	43	2017 年淘汰
山东东明县勇越纸业	瓦楞纸	10	2017 年淘汰
山东淄博沃通纸业有限公司	瓦楞纸	2	2017 年淘汰
福建泉州联兴纸业	瓦楞纸	4	2017 年淘汰
漳州市益达纸业有限公司	瓦楞纸	4	2017 年淘汰
漳州八龙纸业	瓦楞纸	4	2017 年淘汰
四川省广汉市朝富纸业	高瓦	4	2017 年淘汰

资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

2017-2018 年：行业景气度上升，纸企盈利修复

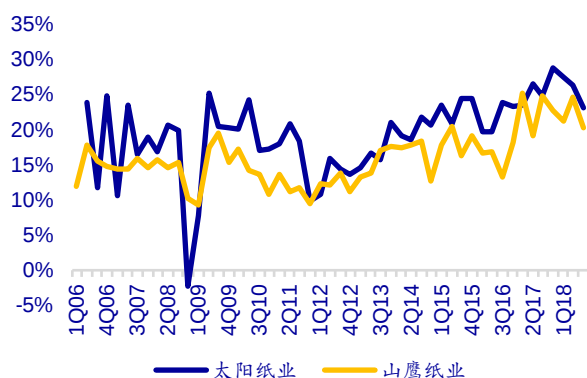
2016 年起受益供需格局优化、集中度提升，造纸行业景气度大幅提升。受环保督查和供给侧改革影响，大量中小纸企被关停，行业供给端明显收缩；加之行业集中度提升，龙头之间的定价更具默契，纸企盈利开始向上修复，2016 年底以来的涨价潮持续至 2017 年末，其中浆纸系均价上涨超过 30%，铜版纸 2017 年价格高点较 2016 年 11 月上涨 45.0%，双胶纸上涨 39.2%，白卡纸上涨 33.7%；受外废政策收紧（2017 年起逐步收紧外废进口配额）影响，废纸系价格上涨幅度更高，箱板纸价格最高上涨 86.2%，瓦楞纸最高上涨 98.8%。且原材料价格上涨滞后于成本纸价格，纸价上行先于原材料价格上行，推动全行业收入和利润增长提速，体现出行业集中度提升带来的格局优化。2017 年造纸行业实现收入 15203 亿元，同比增长 13.6%；利润总额 1029 亿元，同比增长 36.2%，利润增速达到历史高点。

图 24：2017 年造纸行业盈利能力复苏



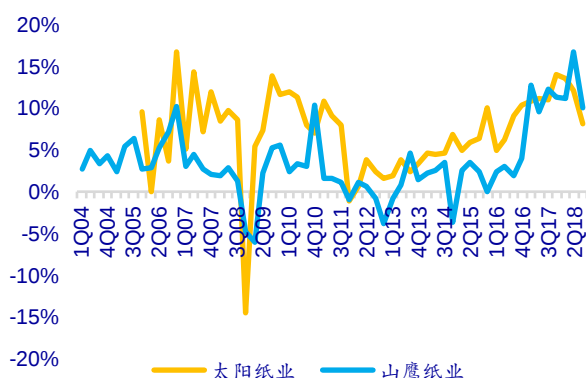
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 25：2017 年行业内重点上市公司毛利率明显提升



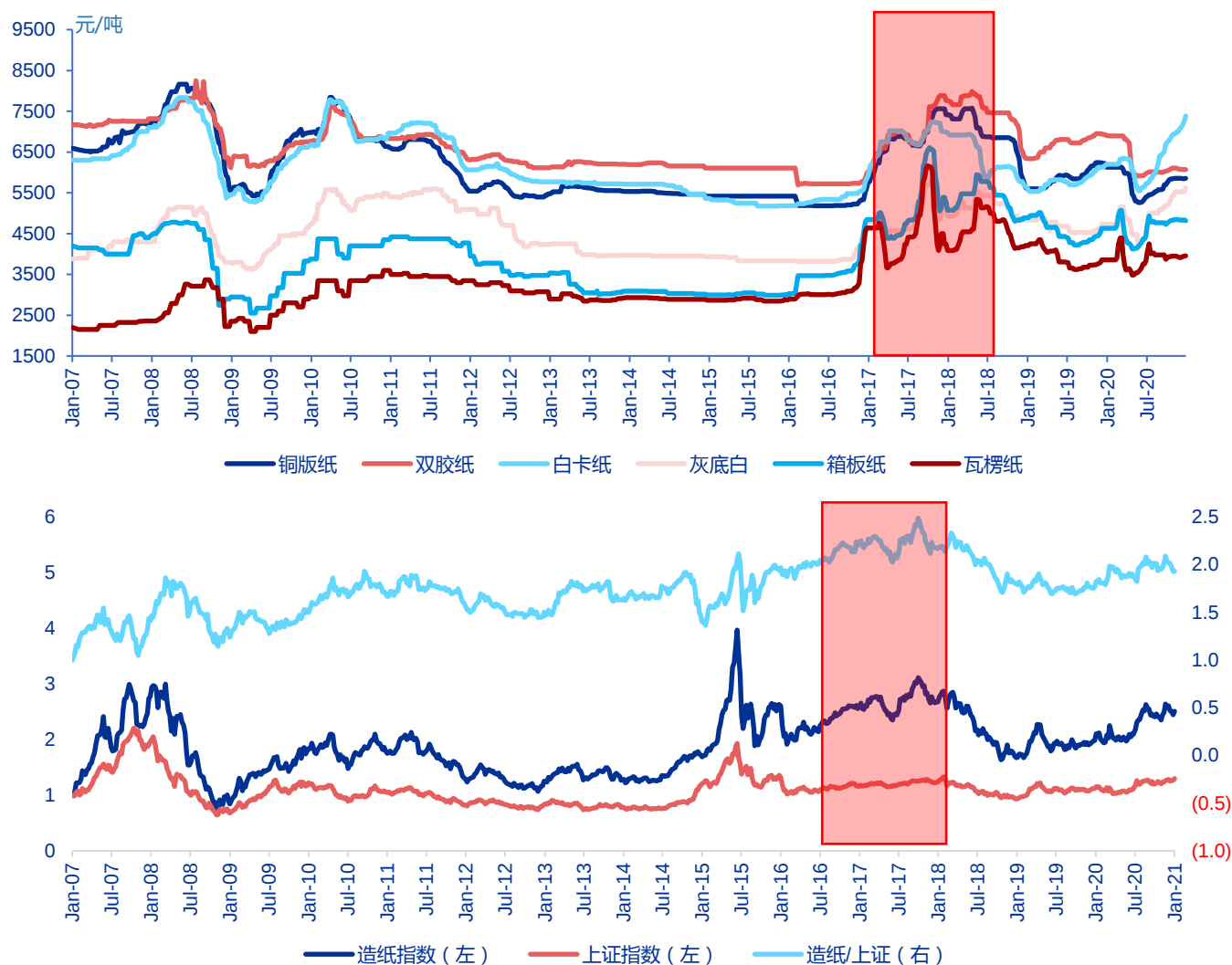
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 26：2017 年行业内重点上市公司净利率明显提升



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 27：2017-2018 年初造纸景气度大幅提升



资料来源：纸业联讯，Wind，申万宏源研究

2018 年：行业新增产能投放，龙头间协同性被打破

2016 年以来盈利能力上行，纸厂投资意愿明显提速。由于 2016 年以来纸厂吨盈利大幅上行，龙头纸企的部分纸种单吨净利在高点时超过 1000 元/吨。而我们整理最新上市公司的投资项目可以发现 单吨箱板瓦楞纸投资额在 2500 元左右 单吨白卡纸投资额约 4300 元。随着单吨盈利额提升，以线性外推模式，纸厂投资回收成本仅在 3-5 年，纸厂的投资意愿明显边际改善。新一轮产能扩建主要集中在箱板瓦楞纸、双胶纸、白卡纸行业。

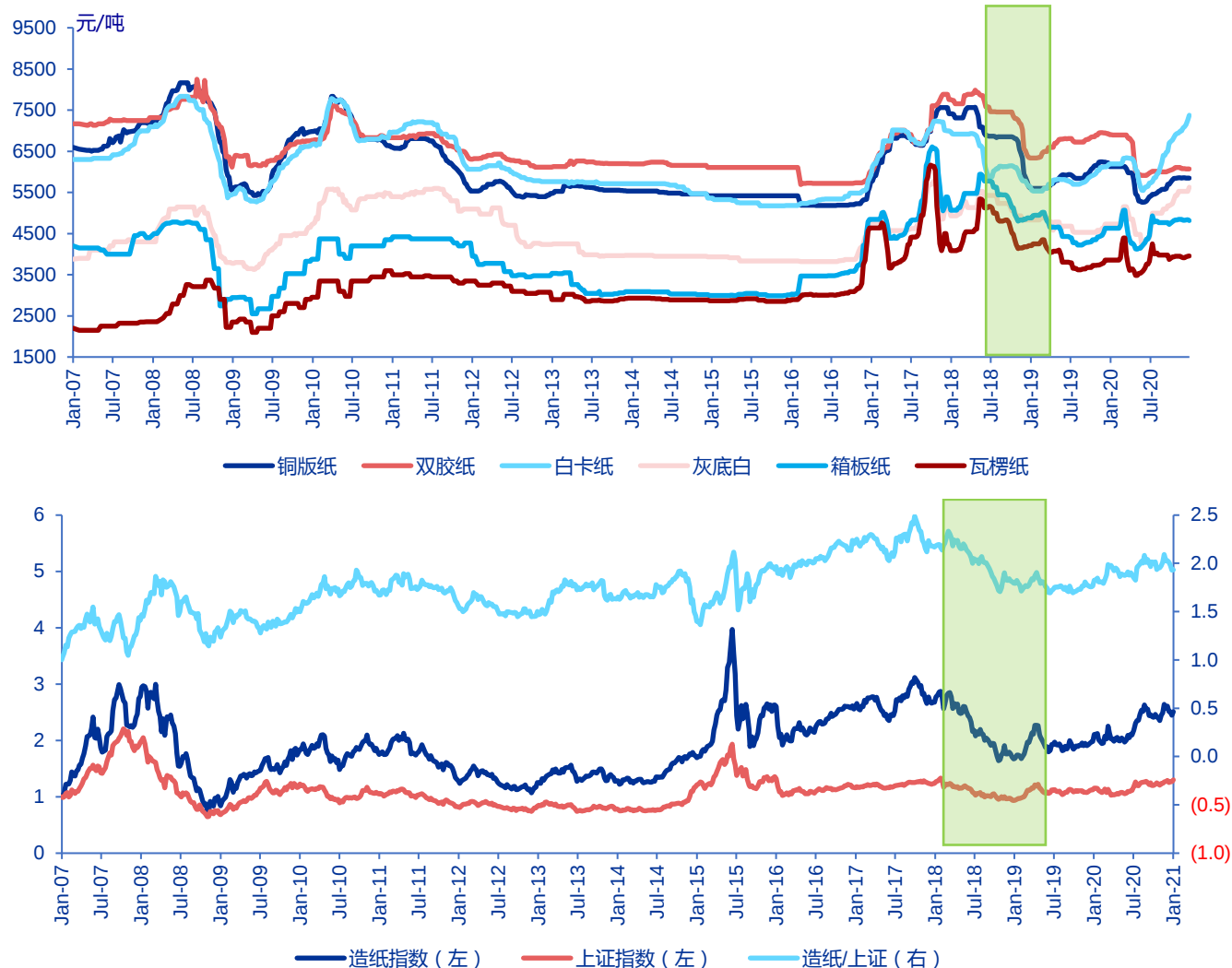
图 28：新一轮扩产主要集中在双胶纸、白卡纸、箱板瓦楞纸



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

2018 年白卡行业扩产打破龙头之间默契度。伴随行业盈利改善，博汇纸业为进一步提升白卡纸市场份额，2018 年初推进江苏 75 万吨白卡纸项目，并筹划江苏三期项目（100 万吨白卡纸）。行业龙头大幅扩产能使得龙头间协同性减弱，行业价格战爆发，龙头纸厂降价抢市场，2018 年 4 月中旬至 7 月中旬累计降价 1200-1400 元/吨。白卡纸行业的大幅降价带动铜版纸和双胶纸价格跟跌。

图 29：受龙头之间默契度被打破影响，2018 年造纸景气度回落



资料来源：纸业联讯，Wind，申万宏源研究

2.4 2019-2020：浆纸系与废纸系行情分化

浆纸系：新产能投放有限，龙头协同性增强，竞争格局大幅改善

双胶纸新增产能释放晚于预期，存量产能开机率有效控制。由于晨鸣纸业新建 50 万吨文化纸项目及 50 万吨新闻纸转产文化纸项目于 2019 年投产，但新增产能实际投放进度缓于预期，通过调节开工率，实际向市场新增供给有限。新增产能投放量低于预期，存量产能通过开机率有效控制了对市场的投放。2018 年行业总产能 1031 万吨，前四大纸厂晨鸣纸业、华泰纸业、亚太森博、太阳纸业合计市占率为 53%。

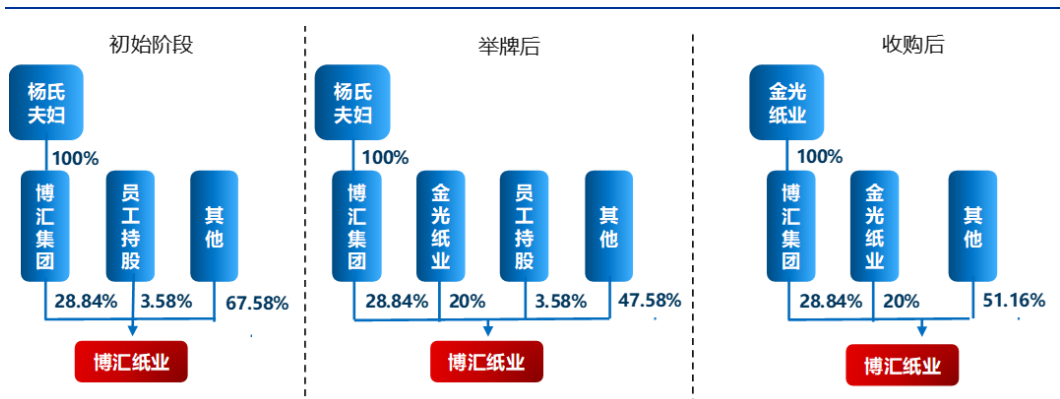
铜版纸高集中度，龙头协同性增强。铜版纸行业经历 2011-2012 年新增产能密集投放后，行业连续 7 年没有新增产能投放，落后中小产能逐步淘汰，市场集中度大幅提升。根据卓创资讯数据，2018 年双铜纸行业合计产能收缩至 660 万吨，其中金光纸业、晨鸣纸业、

太阳纸业、华泰股份合计产能达到 620 万吨，CR4 达到 94%。**龙头之间协同性明显增强，存量产能通过开机率有效控制了对市场的投放。**

2019 年下半年文化纸持续提价，行业盈利大幅改善。2018 年-2019 年上半年文化纸行业盈利底部，进一步清退中小产能；龙头纸厂之间协同性提升，2019 年下半年文化纸持续提价，叠加木浆价格大幅下跌，文化纸厂盈利能力显著扩张。

白卡纸：金光纸业收购博汇纸业，实现龙头整合。2019 年 4 月起，金光纸业逐步举牌博汇纸业，从资本层面推进行业整合，2019 年 12 月底，金光纸业凭借其管理经验、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；双方于 2020 年 1 月签订股权转让协议；**2020 年 8 月，博汇集团完成交割，博汇纸业成为金光纸业控股子公司。**此次交割完成后，金光纸业及其一致行动人将获得博汇纸业 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，成为博汇纸业实际控制人。金光纸业白卡纸业务国内市占率将接近 50%。

图 30：博汇纸业股权变化图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

白卡纸龙头整合完成，行业大幅提价。2020 年 8 月底，金光纸业收购博汇集团 100% 股权通过所有审查并完成交割，国内白卡行业龙头整合完全落地，行业竞争格局大幅改善。伴随下半年经济复苏、灰底白持续退出、白卡纸出口改善，白卡纸需求逐步恢复，白卡纸行业大幅提价，2020 年 8 月底、9 月底纸企连发 9 月和 10 月两轮 500 元/吨提价函，提价全部落地；后续纸企再发 11 月、12 月，分别再涨 300 元/吨，进一步拉涨纸价，白卡价格再度回到 7000 元以上。

箱板瓦楞纸：大量新增产能密集投放，行业面临供需压力

龙头竞相扩建产能提升市场份额，产能密集释放，行业供给压力导致盈利难以修复。目前箱板瓦楞纸行业集中度较低，前三大纸企（玖龙、理文、山鹰）2017 年合计市占率约

40%，相较于铜版纸和白卡纸行业（CR4 超过 80%）市场仍十分分散，龙头纸企纷纷扩产旨在快速提升市占率，全国布点挤出区域性中小产能；另一方面，浆纸系纸企希望把握未来箱板瓦楞纸需求增长机遇，纷纷投建箱板瓦楞纸项目，例如太阳纸业 2018 年达产 80 万吨新产能、博汇纸业在 2019 年投产 100 万吨新产能。

表 6：2017 年底-2020 年箱板瓦楞纸行业新增产能达到 1413 万吨（单位：万吨）

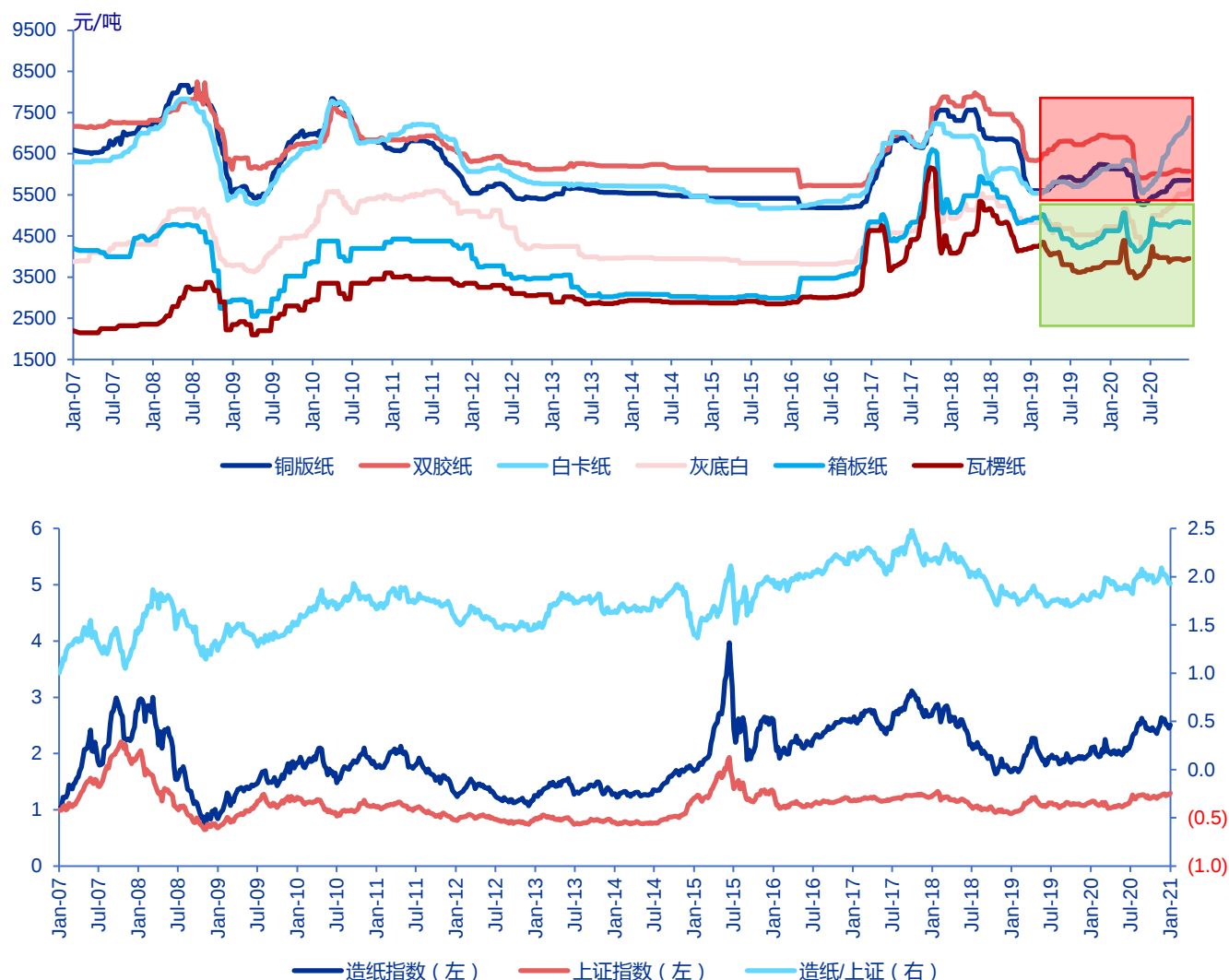
地区	省份	纸厂名称	产品	年产能	目前状态
华南地区	福建省	联盛纸业（龙海）	箱板纸	45	2017 年 12 月出纸
华中地区	湖北省	湖北金凤凰	瓦楞纸	30	2017 年 12 月投料试机
华北地区	内蒙	内蒙古天浩纸业	瓦楞纸	10	2017 年 12 月投产
西南地区	四川省	四川金田纸业	瓦楞纸	30	2017 年 12 月投产
西北地区	新疆	新疆东盛祥纸业	瓦楞纸	20	2017 年 12 月投产
华东地区	江西省	江西晶山纸业	瓦楞纸	12	2017 年年底投产
华东地区	江西省	江西于都正亿纸品纸业	瓦楞纸	20	2017 年年底投产
华中地区	湖北省	湖北金凤凰	瓦楞纸	30	2018 年 1 月投料试机
华东地区	江苏省	江苏开胜纸业	瓦楞纸	10	2018 年 5 月投产
华东地区	山东省	山东太阳纸业	箱板纸	40	2018 年 6 月试机成功
华东地区	江苏省	江苏丰凯纸业	瓦楞纸	10	2018 年 6 月投产
华中地区	湖北省	湖北金庄科技	箱板纸	20	2018 年 6 月投产
华北地区	辽宁省	辽宁兴东纸业	瓦楞纸、箱板纸	15	2018 年 7 月开始运行
华北地区	河北省	河北省柏乡县森昌纸业	瓦楞纸	12	2018 年 8 月投产
华东地区	河北省	河北柏乡县华兴纸业	箱板纸	20	2018 年 8 月投产
华南地区	山东省	山东太阳纸业	箱板纸	40	2018 年 9 月试机成功
西南地区	广东省	江门市桥裕纸业	瓦楞纸	10	2018 年 11 月投产
华北地区	重庆市	重庆玖龙纸业	瓦楞纸、箱板纸	55	2018 年 11 月投产
东北地区	河北省	河北秦皇岛金茂源纸业	瓦楞纸	20	2018 年 12 月投产
华东地区	山东省	山东美洁纸业	瓦楞纸、箱板纸	20	2019 年 2 月试产
华东地区	山东省	山东博汇纸业	瓦楞纸	50	2019 年 3 月投产
华东地区	浙江省	浙江和泓环保纸业	瓦楞纸	20	2019 年 3 月投产
华北地区	河北省	河北汉高科技新材料有限公司	瓦楞纸	20	2019 年 3 月试产
华中地区	河南省	河南龙源纸业	箱板纸	30	2019 年 3 月投产
华中地区	湖北省	湖北荣成再生科技	瓦楞纸	35	2019 年 5 月试产
西北地区	新疆	新疆东盛祥纸业	瓦楞纸	10	2019 年 5 月试机成功
华东地区	山东省	山东博汇纸业	箱板纸	50	2019 年 6 月运转
华东地区	江苏省	江苏灌云利民再生纸业	瓦楞纸	20	2019 年 6 月试产成功
华北地区	河北省	唐山顺发纸业	箱板纸	20	2019 年 6 月出纸
西南地区	重庆	重庆润民纸业	瓦楞纸	12	2019 年 8 月试产成功
华东地区	山东省	威海龙港纸业	瓦楞纸	15	2019 年 9 月投产
华南地区	福建省	泉州玖龙纸业	箱板纸	60	2019 年 11 月试产成功
华南地区	广东省	东莞金田纸业	瓦楞纸	30	2019 年 11 月投产
华东地区	浙江省	义乌市义南纸业	瓦楞纸	30	2019 年 11 月投产
华中地区	湖北省	湖北盛大纸业	瓦楞纸	20	2019 年 11 月投产
华东地区	安徽省	安徽省萧县林平纸业	箱板纸	25	2019 年 12 月投产

华中地区	湖北省	山鹰华中纸业	再生箱板纸	42	2019 年 12 月投产
东北地区	辽宁省	沈阳玖龙纸业	箱板纸	60	2019 年 12 月投产
华东地区	安徽	安徽省萧县林平纸业	箱板纸	25	2020 年 1 月试产成功
华东地区	山东省	山东华迈纸业	瓦楞纸	40	2020 年 3 月投产
华东地区	江苏省	江苏徐州中兴纸业	瓦楞纸	20	2020 年 4 月初试机投产
华中地区	湖北省	山鹰华中纸业	箱板纸	47	2020 年 5 月投产
华南地区	福建省	联盛纸业（龙海）	箱板纸	60	2020 年 8 月投产
华南地区	广东省	东莞玖龙纸业	箱板纸	60	2020 年 8 月投产
华北地区	河北省	河北永新纸业	箱板纸	50	2020 年 8 月投产
华中地区	湖北省	山鹰华中纸业	瓦楞纸	38	2020 年 9 月投产
华东地区	江西省	江西上饶芦林纸业	箱板纸	30	2020 年 11 月试机投产
西南地区	贵州省	贵州鹏昇纸业	瓦楞纸	25	2020 年 11 月投产

资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

箱板瓦楞纸新增产能逐步达产，对 2019 年包装纸行业供需格局形成持续扰动。由于造纸生产线投资约 12-18 个月，新增产能在 2018 年-2019 年逐步投放，2017 年底至 2020 年行业合计新增产能达到 1413 万吨。2019 年新增产能对行业供需结构形成冲击，行业盈利难以持续修复。受需求旺季影响，2019Q4 行业景气度小幅上行，但是盈利上行带动一批新产能的集中投放。但从长期角度看，龙头扩建产能有助于行业整合，对中小产能清退，提升行业集中度；但短期内新增产能的密集投放，对于行业短期的供需格局形成一定压力。

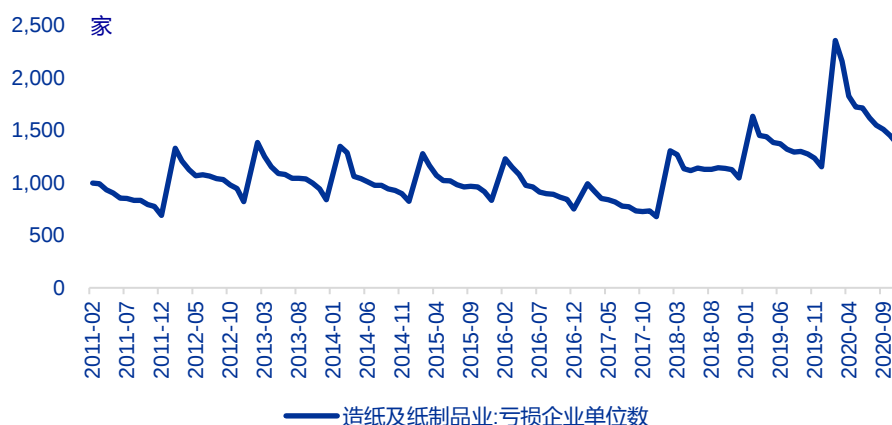
图 31：2019-2020 年浆纸系和废纸系走出分化行情



资料来源：纸业联讯，Wind，申万宏源研究

疫情冲击短期需求，行业盈利能力骤降，加速中小产能退出。受疫情影响，2020 年 3-5 月成品纸国内外需求大幅减少，产业链库存显著上行，各类成品纸价格大幅下跌，其中浆纸系价格累计下跌超过 1000 元/吨，中小纸厂盈利能力大幅下滑，叠加资金压力，加速中小纸企清退。根据统计局数据 2020 年单月亏损造纸企业数量同比显著增加，中小纸企持续性亏损，加速行业整合。

图 32：2020 年造纸企业亏损数量大幅增加



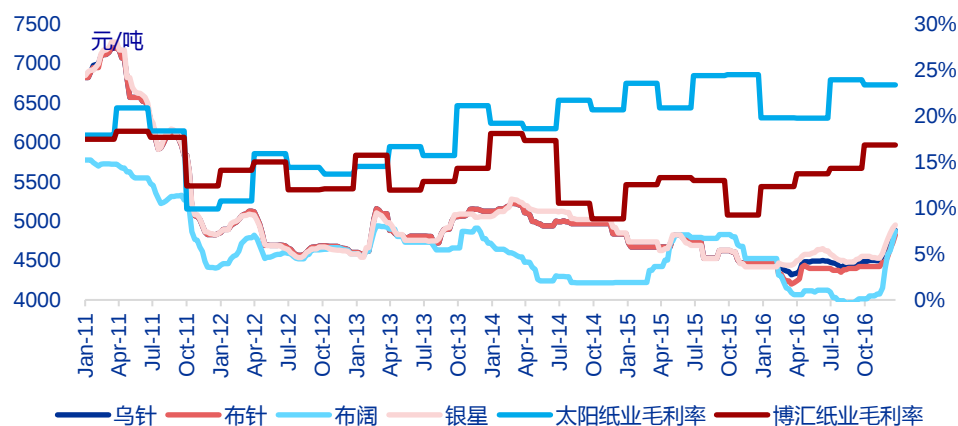
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

2.5 浆价与纸价：浆价波动不是造纸行业盈利变化的主要因素

纵向历史角度来看，造纸本身的供求关系是决定盈利变化的更主要因素，和原材料价格波动关系不大。国内商品木浆主要来自进口，木浆价格由全球木浆供给和全球木浆需求决定。原材料价格虽然在一定程度上影响成品纸价格，但纸企盈利水平取决于成品纸与木浆价格的价差，而价差的核心驱动力是国内成品纸行业的供需格局。在浆价上行期间，如果造纸行业供需改善期间，纸价涨幅超过浆价涨幅，如 2017 年；如果造纸行业供需恶化，纸价仍有下跌压力，如 2018 年下半年。

2011-2015 年原材料价格的阶段性回落未能带来行业盈利改善。2011-2015 年国内造纸行业处供需双困阶段，期间虽然 2011 年和 2014 年木浆价格均有大幅下跌，但是行业盈利能力均未能得到有效修复，浆纸系纸企毛利率仍处在底部徘徊。

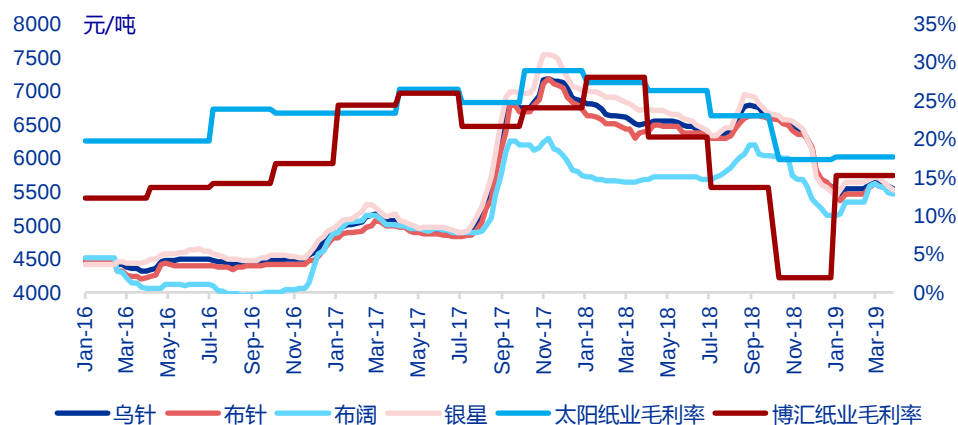
图 33：2011-2015 年原材料价格的阶段性回落未能带来行业盈利改善



资料来源：Wind，纸业联讯，申万宏源研究；浆价为左轴，毛利率为右轴

2016-2018 年原材料价格波动并未影响纸企毛利率。供需格局改善期间，原材料价格上涨可顺利传导至成品纸价格：2017 年原材料价格大幅上涨，由于行业供需格局改善，纸价上涨幅度大于木浆上涨幅度，原材料价格的大幅上涨并未拖累行业毛利率。2018 年下半年随行业景气度回落，虽然浆价回落，但纸价下跌幅度大于木浆价格下跌幅度，纸厂毛利率在浆价下跌时回落。

图 34：原材料价格波动对纸企盈利影响较小



资料来源：Wind，纸业联讯，申万宏源研究；浆价为左轴，毛利率为右轴

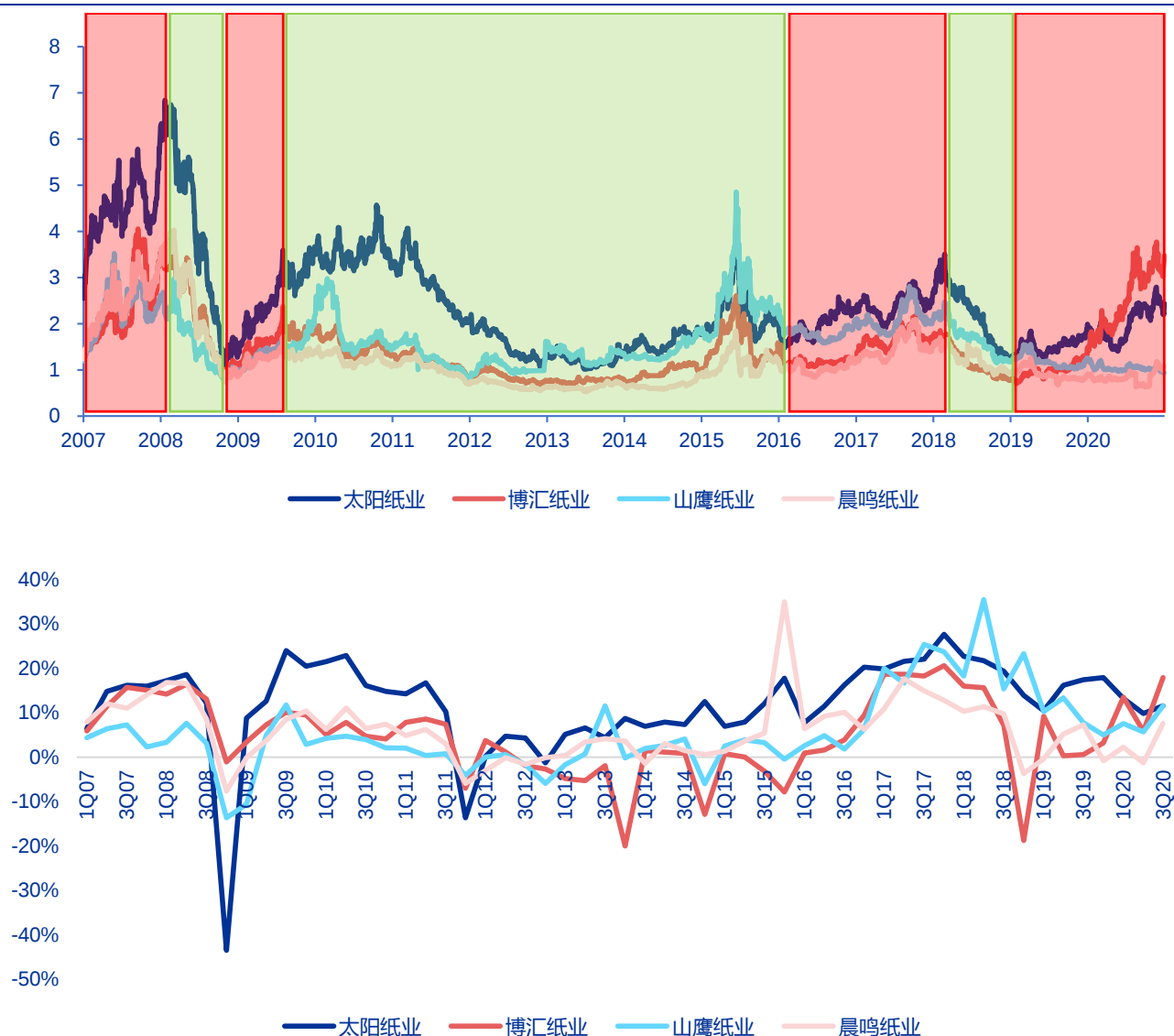
3. 行情回顾：景气度驱动的投资机遇

行业整体角度，PB 波动跟随行业景气度波动。龙头企业 PB 波动趋势和行业景气度同频波动。2007 年、2009 年及 2016-2018 年三轮造纸行业高景气度周期中，纸企 ROE 水平环比提升，龙头纸企的 PB 水平均显著提升；2019-2020 年浆纸系行业景气度提升过程中，太阳纸业、博汇纸业 PB 快速修复。

太阳纸业持续获得估值溢价。太阳纸业凭借自身优秀的管理能力，多纸种、上下游布局，技术创新打造成本优势，盈利抗风险能力优于同行，持续获得估值溢价。2007 年至 2020 年底，太阳纸业 PB 估值中位数为 2.14 倍，显著高于晨鸣纸业（1.07 倍）、博汇纸业（1.29 倍）、山鹰国际（1.50 倍）；太阳纸业历史上 ROE 水平显著高于同行，2007 年至 2020 年 Q3，太阳纸业平均 ROE（年化单季度扣非 ROE 口径）为 12.1%，显著高于博汇纸业（5.0%）、山鹰国际（5.8%）、晨鸣纸业（6.1%）。

造纸估值中枢伴随大盘整体回落。2007-2009 年两轮造纸高景气度周期中，龙头纸企 PB 估值均处于 2 倍以上，太阳纸业 PB 估值最高达到 7 倍；而 2016 年-2018 年造纸高景气度周期中造纸企业 PB 估值均处于 2 倍以下，太阳纸业最高 PB 仅为 3.36 倍。这主要由于 A 股整体估值中枢回落，2007-2010 年沪深 300 平均 PB 估值为 6.63 倍，2015-2018 年沪深 300 平均 PB 估值为 1.61 倍。

图 35：太阳纸业 ROE 持续高于行业平均，获得估值溢价（上图为 PB，下图为 ROE）



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：ROE 为年化单季度扣非 ROE，其中晨鸣纸业因融资租赁拖累整体 ROE

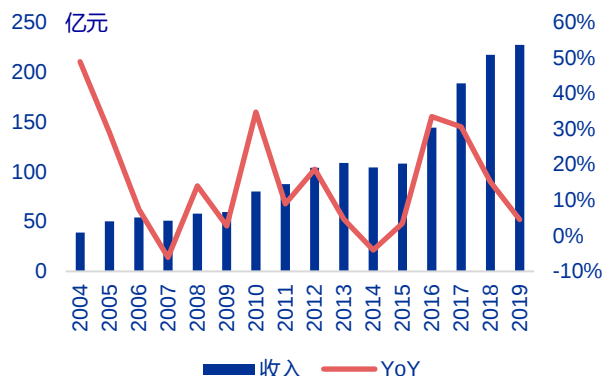
我们对造纸行业五家重点公司进行回溯复盘，个股相对收益基本与造纸板块整体行情大致匹配；但是具体公司仍有一定的差异化逻辑，我们在以下部分分别展开：

3.1 太阳纸业：管理标杆，具有成长性的造纸龙头

太阳纸业纸种布局多元化，是国内造纸行业管理标杆。太阳纸业成立于 1982 年，2000 年登陆 A 股。公司产能实现文化纸与包装纸、浆纸系与废纸系的全覆盖。截止 2019 年末，造纸业务拥有 140 万吨非涂布文化纸、80 万吨涂布文化纸、140 万吨箱板瓦楞纸产能；纸

浆业务拥有 90 万吨化机浆、80 万吨溶解浆、10 万吨化学浆产能。公司管理优势突出，构建成本优势；周期底部扩建产能，体现成长股属性。

图 36：产品结构扩充，产能扩张推动收入增长



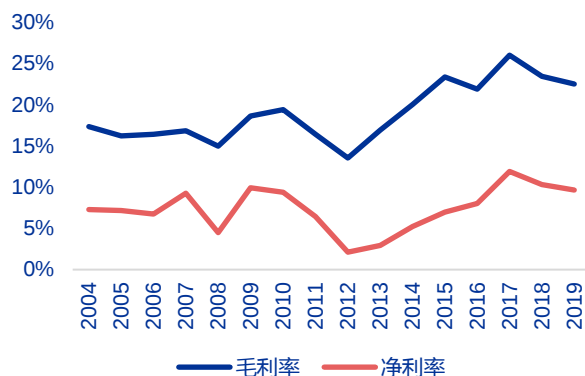
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 37：公司利润体现出成长属性



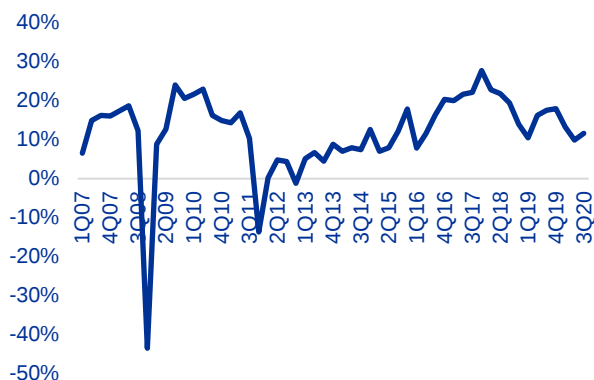
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 38：公司毛利率、净利率水平稳步上行



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 39：太阳纸业 ROE 中枢上行



资料来源：Wind，申万宏源研究

太阳纸业自 2007 年至今共有 4 轮投资机会，得益于公司优秀的治理机构与管理能力，太阳的投资机会周期及相对收益幅度均显著高于行业水平，且公司逐步平抑造纸周期对公司的影响，体现出成长股属性。

2007 年 11 月-2008 年 4 月：盈利伴随行业大幅改善。受经济危机影响，该区间内沪深 300 下跌 40%；但此期间造纸行业景气度持续回升，市场在看到造纸行业 2007Q2-2007Q3 连续两季度业绩大幅改善后，太阳纸业股价开启一轮上涨，期间公司股价累计上涨 29%，相对沪深 300 收益 70%，相对造纸指数收益 36%。

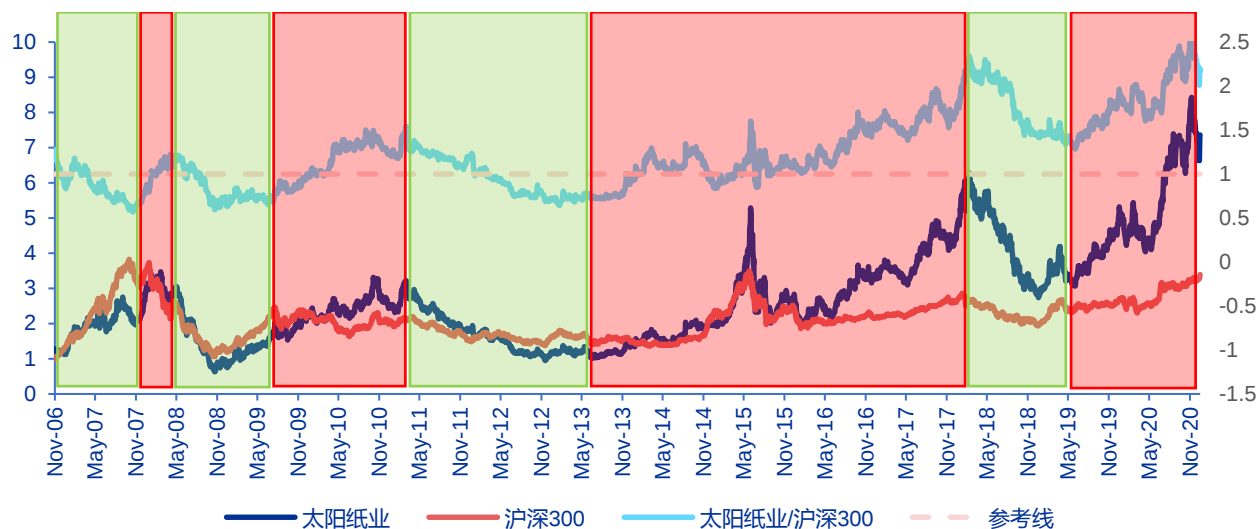
2009 年 7 月-2011 年 3 月：景气度恢复+溶解浆高景气度。公司在经济危机期间，2008 年下半年业绩基数低，伴随景气度恢复，业绩快速反弹，公司获得显著相对投资收益。2009-2010 年造纸景气度结束后，国内棉价高位，带动溶解浆景气度高企，公司宣布将化

学浆线技改为溶解浆线，溶解浆主题推动下带动股价延续前期上涨趋势，继续获得相对收益。期间公司股价累计上涨 117%，期间相对沪深 300 收益 119%，相对造纸指数收益 79%。

2013 年 5 月-2018 年 2 月：技术改进降本增效，利润先于行业实现高增长。2012 年公司毛利润仅 14.10 亿元；归母净利仅 1.76 亿元，同比下滑 64.7%。2013 年起，虽然行业景气度仍未恢复，但公司通过自身努力仍实现业绩持续高增长。2014 年公司推出股权激励计划，业绩考核条件为 2014-2016 年扣非归母净利较 2013 年分别增长 60%、130%、240%。2013 年溶解浆工艺突破（2013 年溶解浆贡献毛利同比增加 1.75 亿）、技术创新（2013 年文化纸贡献毛利同比增加 2.45 亿）、2014 年固废生物质发电投产（2014 年电及蒸汽毛利同比增加 0.54 亿）、2015 年投产 30 万吨轻型纸新产能（2015 年文化纸贡献毛利同比增加 1.71 亿）。**2013-2015 年在行业低景气度时，归母净利仍分别同比增长 61.4%、64.7%、42.2%。2016 年起伴随行业整体景气度复苏，公司盈利跟随行业上行。**上轮三年激励达成后，2017 年再推新一轮股权激励，要求 2017-2019 扣非归母净利分别较 2016 年增长 60%、80%、100%，业绩逐年兑现。2016-2017 年归母净利分别同比增长 58.5%、91.6%。2013-2017 年利润连续五年的持续高增长，体现公司穿越周期的 Alpha 能力，彰显成长性，期间公司股价累计上涨 427%，相对沪深 300 收益 368%，相对造纸指数收益 339%。

2019 年 6 月至 2020 年底：文化纸、箱板瓦楞纸行业景气度轮番提升；市场看好公司新产能投产带来的利润中枢上行。2019 年在原材料纸浆价格走弱的情况下，文化纸龙头协同性增强，文化纸价格逐步走高，吨盈利逐季改善，带动公司业绩持续环比增长。2019 年公司公布新一轮产能扩张计划，2020-2022 年将在山东、广西、老挝逐步投产文化纸、箱板瓦楞纸、纸浆等新增产能，产能建设稳步推进，公司成长属性将进一步显现。2019 年 6 月至 2020 年底，公司股价累计上涨 140%，相对沪深 300 收益 98%，相对造纸指数收益 102%。

图 40：太阳纸业：具有成长性的造纸龙头



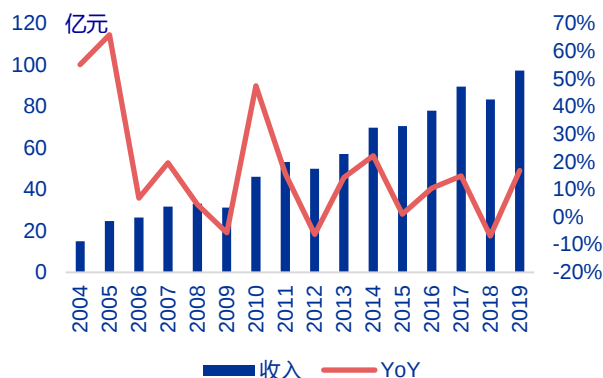
起始时间	结束时间	区间涨跌幅			相对涨跌幅	
		沪深 300	SW 造纸	太阳纸业	相对沪深 300	相对 SW 造纸
2006/11/16	2007/11/2	257%	169%	102%	-154%	-67%
2007/11/3	2008/4/21	-40%	-7%	29%	70%	36%
2008/4/22	2009/7/3	2%	-30%	-46%	-48%	-16%
2009/7/4	2011/3/11	-2%	38%	117%	119%	79%
2011/3/12	2013/5/17	-20%	-25%	-61%	-41%	-36%
2013/5/18	2018/2/26	59%	88%	427%	368%	339%
2018/2/27	2019/6/18	-11%	-36%	-51%	-40%	-15%
2019/6/19	2020/12/31	42%	37%	140%	98%	102%

资料来源：Wind，申万宏源研究

3.2 博汇纸业：资本层面整合推动行业整合，白卡行业竞争格局大幅改善

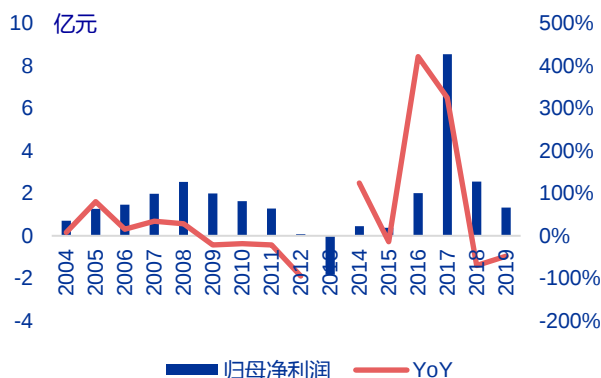
博汇纸业是国内第二大白卡纸企。博汇纸业成立于 1994 年，2004 年登陆 A 股，经过二十多年的发展，目前在国内拥有山东淄博和江苏盐城两大生产基地，产品包括白卡纸（产能 215 万吨）、箱板瓦楞纸（产能 105 万吨）、石膏护面纸（产能 15 万吨）等多品类纸品，其中白卡纸产能位列全国第二。金光纸业 2020 年 8 月受让博汇集团 100% 股权，交易完成后通过直接和间接持有博汇纸业 48.84% 股权成为博汇纸业实际控制人，新任管理层已在 10 月完成改选，新博汇正式起航。

图 41：收入随产能扩张逐步增长



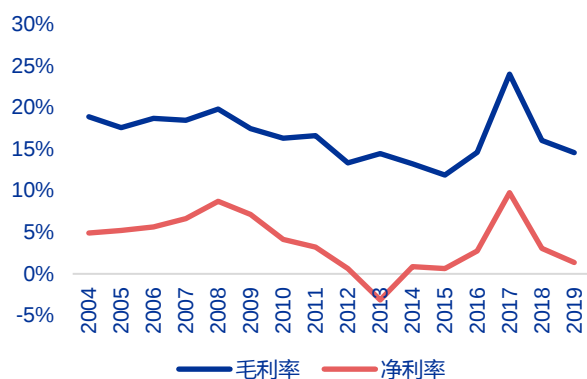
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 42：公司利润跟随行业景气度波动



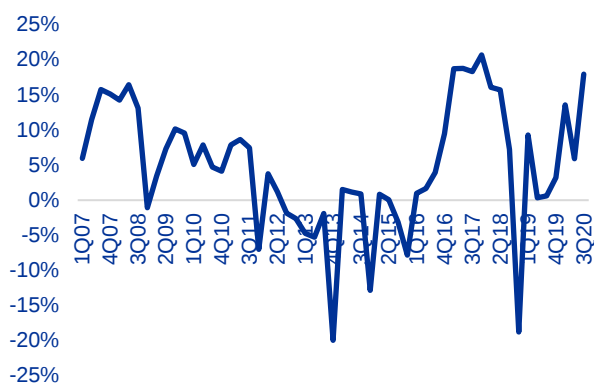
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 43：公司毛利率、净利率水平跟随周期波动



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 44：博汇纸业产品单一，ROE 波动较大



资料来源：Wind，申万宏源研究

博汇纸业自 2007 年以来三轮投资机会，与行业景气度周期高度匹配。博汇纸业是纯正白卡纸标的，公司盈利能力完全跟随白卡纸行业景气度波动。

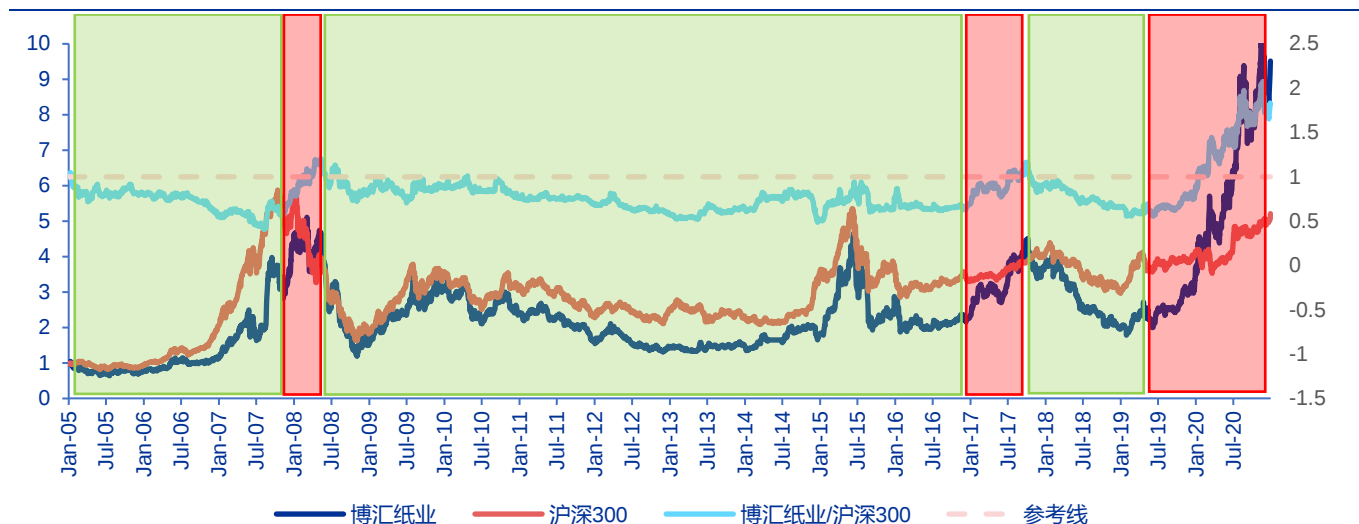
2007 年 11 月-2008 年 5 月：盈利伴随行业大幅改善，相对收益在重点公司中最强。 大盘受经济危机影响，整体下跌 19%；但此期间造纸行业景气度持续回升，市场在看到造纸行业 2007Q2-2007Q3 连续两季度业绩大幅改善后，博汇纸业开始持续上涨，累计上涨 65%（显著高于太阳、晨鸣的区间最高涨幅 26%、25%），期间相对沪深 300 收益 88%，相对造纸指数收益 51%。博汇纸业本轮表现优于其他重点公司，主要系公司业绩的弹性高于同行，2008Q1-Q2 净利润同比增长 368%、147%，显著高于同行。

2009 年-2010 年：行业景气度恢复未能获得显著相对收益：由于公司 2008 年利润基数过高，2009Q3 按行业景气度恢复时，公司利润仍同比下滑（2009Q3 净利润同比下滑 16% vs 太阳同比增长 54%），所以在 2009 年行业景气度短暂修复的周期内，博汇未能获得显著相对收益。

2016 年 12 月-2017 年 9 月：股价跟随纸价上涨。受益行业供需格局改善，白卡纸价格自 2016Q4 起持续上涨，2017 年 9 月底白卡纸行业发布年内最后一轮提价函，纸价达到年内高点。博汇纸业自 2016 年 12 月起开始上涨，截止 2017 年 9 月底累计上涨 101%，相对沪深 300 上涨 92%。

2019 年 6 月至 2020 年底：资本层面推动行业整合，竞争格局显著改善。2019 年 6 月博汇纸业首次公告金光纸业举牌至 5%，金光纸业开始从资本层面推动行业整合，至 11 月累计举牌至 20%，并在 12 月 31 日公告拟受让博汇集团 100% 股权，实现控股博汇纸业。尽管 2019 年 8 月博汇纸业江苏新产能投产对行业供给端形成一定压力，但行业竞争格局自 2019 年下半年开始改善，龙头协同性增强，推动行业景气度回升。2020 年 8 月收购案全面落地，白卡纸行业景气度大幅改善，2020 年 Q3 博汇纸业收入、净利润均创上市以来新高，2019 年 6 月至 2020 年底博汇纸业累计上涨 231%，相对沪深 300 上涨 199%。

图 45：博汇纸业：资本推动行业整合



起始时间	结束时间	区间涨跌幅			相对涨跌幅	
		沪深 300	SW 造纸	博汇纸业	相对沪深 300	相对 SW 造纸
2006/11/16	2007/11/12	398%	200%	182%	-216%	-18%
2007/11/13	2008/5/13	-23%	14%	65%	88%	51%
2008/5/14	2016/12/2	-8%	4%	-52%	-44%	-57%
2016/12/3	2017/9/29	9%	20%	101%	92%	81%
2018/2/27	2019/6/10	-6%	-42%	-55%	-49%	-13%
2019/6/11	2020/12/31	44%	39%	374%	330%	335%

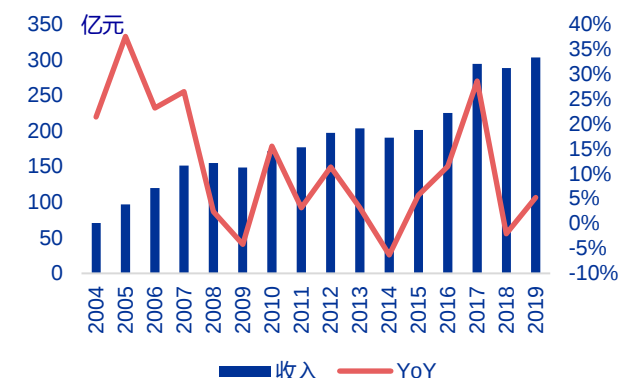
资料来源：Wind，申万宏源研究

3.3 晨鸣纸业：融资租赁拖累当前估值水平

晨鸣纸业是国内目前文化纸龙头，纸浆自给率国内领先。晨鸣纸业成立于 1994 年，1999 年、2000 年、2008 年先后登陆 B 股、A 股和 H 股。截至 2019 年末，晨鸣纸业机

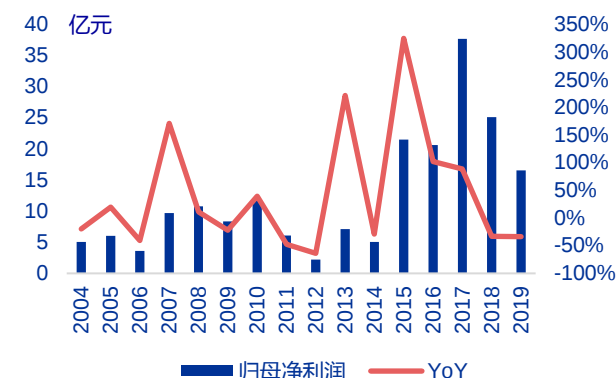
制纸的产能为 681 万吨/年，主要产品系非涂布文化纸、铜版纸、白卡纸等；2019 年末，自制浆年生产能力升至 420 万吨，公司自制浆原料自给率达 71.6%。

图 46：收入随产能扩张逐步增长



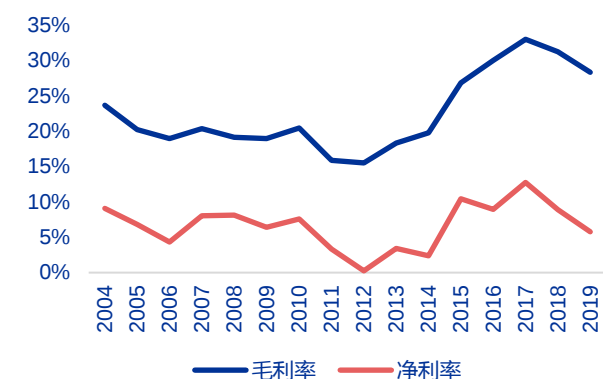
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 47：公司利润跟随行业景气度波动



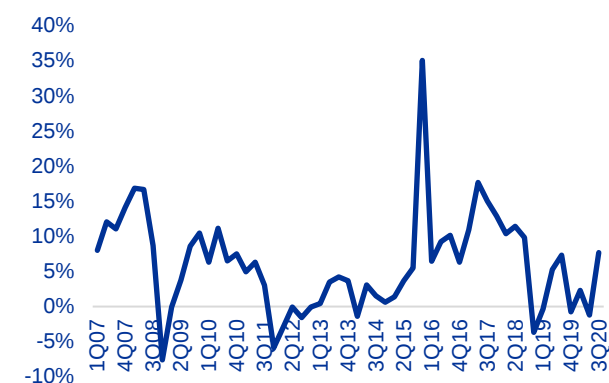
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 48：高财务费用率拖累近年净利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 49：融资租赁业务拖累公司近年 ROE



资料来源：Wind，申万宏源研究

晨鸣纸业伴随 2007 年和 2017 年行业高景气度有两轮显著的投资机会；但在 2009 年行业复苏和 2019 年文化纸景气度提升过程中，公司未能获得显著相对收益。

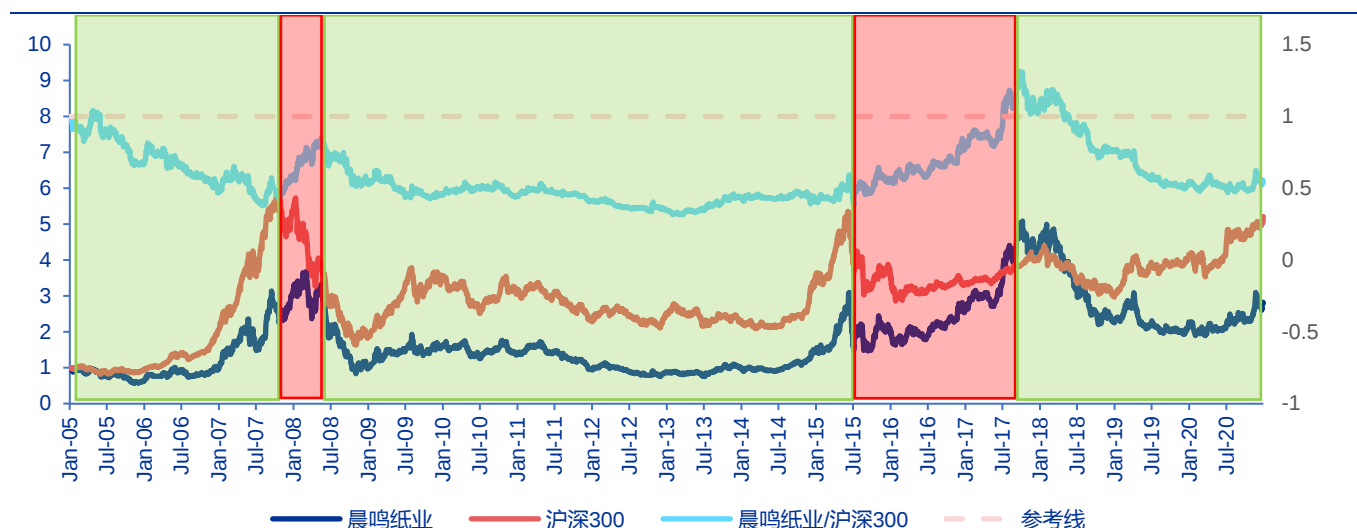
2007 年 10 月-2008 年 5 月：盈利伴随行业大幅改善。大盘受经济危机影响，整体下跌 29%；但此期间造纸行业景气度持续回升，市场在看到造纸行业 2007Q2-2007Q3 连续两季度业绩大幅改善后，晨鸣纸业股价开始表现，累计上涨 25%（接近太阳同区间上涨水平 29%），期间相对沪深 300 收益 51%，相对造纸指数收益 20%。

2009 年-2010 行业景气度恢复未能获得显著相对收益：由于公司 2008 年利润基数过高，2009Q3 按行业景气度恢复时，公司利润仍同比下滑（2009Q3 净利润同比下滑 10% vs 太阳同比增长 54%），所以在 2009 年行业景气度短暂修复的周期内，晨鸣未能获得显著相对收益。

2015 年 7 月-2017 年 9 月，融资租赁加持，相对收益显著。2015 年造纸行业低景气度时，公司积极开拓造纸+金融双主业。尽管造纸行业自 2016 年下半年起才逐步复苏，但公司融资租赁业务持续放量，贡献利润增量，2016 年融资租赁子公司实现净利润 9.19 亿元。叠加造纸行业景气度上行，区间内公司股价累计上涨 240%，期间相对沪深 300 收益 242%，相对造纸指数收益 195%，收益弹性显著高于其他造纸企业。

2017 年 9 月至今：宏观去杠杆背景下，融资租赁业务带来的财务压力持续压制估值。由于公司融资租赁持续规模扩张，伴随利率上行，银行借贷政策收紧，在金融去杠杆背景下，市场开始担忧公司融资租赁业务的经营风险，加之公司财务费用率持续高位，持续压制公司估值。尽管 2019 年文化纸行业景气度显著恢复，2020 年白卡纸行业大幅提价，但公司融资租赁业务剥离计划推迟，导致公司未能在本轮景气度恢复过程中获得相对收益。

图 50：晨鸣纸业：近年来 融资租赁压制估值



起始时间	结束时间	区间涨跌幅			相对涨跌幅	
		沪深 300	SW 造纸	晨鸣纸业	相对沪深 300	相对 SW 造纸
2005/1/1	2007/11/8	409%	214%	157%	-252%	-57%
2007/11/9	2008/5/21	-26%	5%	25%	51%	20%
2008/5/22	2015/7/7	4%	-11%	-54%	-58%	-43%
2015/7/8	2017/9/29	-2%	45%	240%	242%	195%
2017/9/30	2020/12/31	36%	-20%	-44%	-80%	-25%

资料来源：Wind，申万宏源研究

3.4 山鹰国际：投资机会与行业景气度高度匹配

山鹰国际是 A 股最大的箱板瓦楞纸企业。山鹰国际原为安徽省马鞍山市当地区域性箱板瓦楞纸企业，2013 年公司进行重大资产重组，泰盛实业将海盐吉安造纸基地注入上市公司，成为公司实控人。公司国内箱板瓦楞纸业务已实现华东、东南、华中多区域全覆盖，至 2020 年年底国内箱板瓦楞纸产能已达到 600 万吨；公司海外布局废纸回收、废纸浆，

应对外废限制进口政策风险；收购北欧纸业，布局特种纸行业，对冲单一纸种带来的经营风险。

图 51：资产重组后公司收入呈现增长趋势



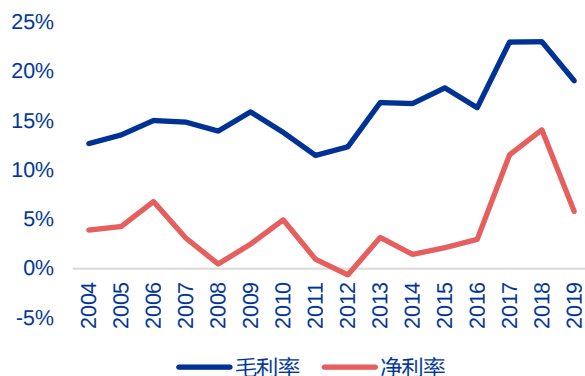
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 52：公司利润跟随行业景气度波动



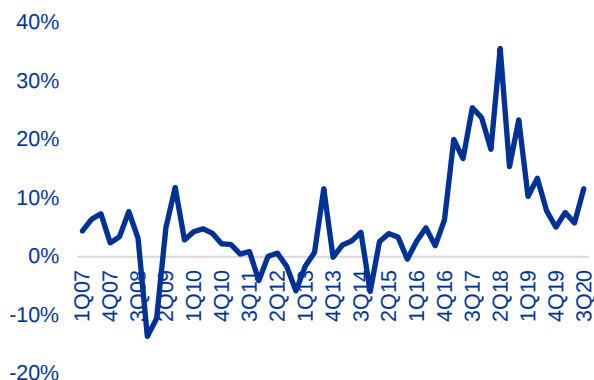
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 53：资产重组后，公司毛利率中枢上行



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 54：公司 ROE 跟随行业景气度波动



资料来源：Wind，申万宏源研究

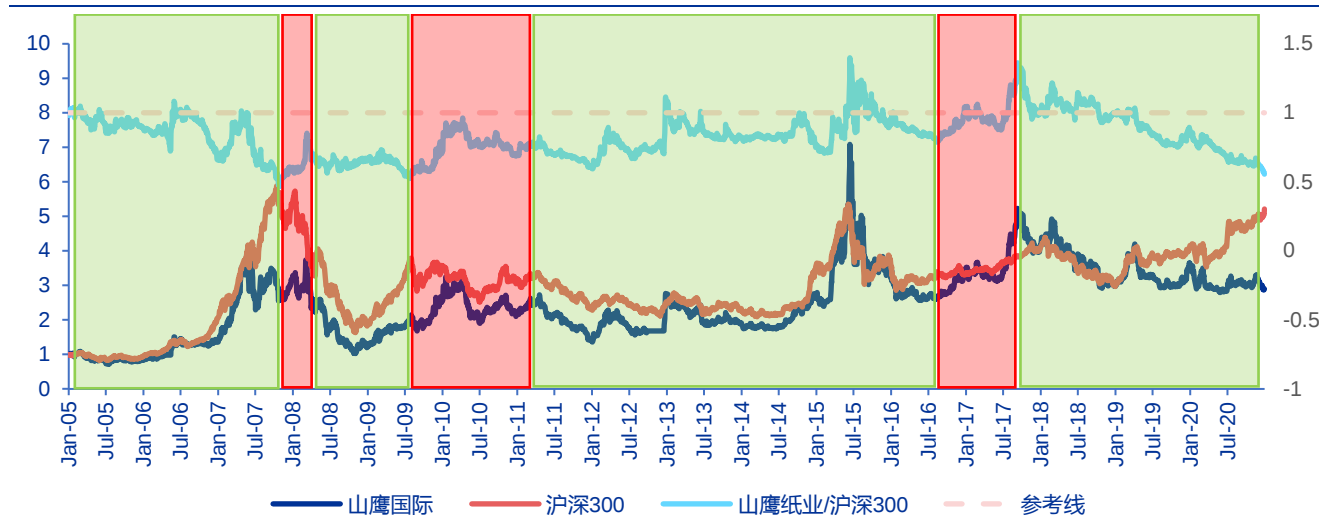
山鹰国际自 2007 年以来三轮投资机会，与行业景气度周期高度匹配。公司持续以箱板瓦楞纸业务为主业，投资机会跟随箱板瓦楞纸行业景气度波动。

2007 年 11 月-2008 年 4 月：盈利伴随行业大幅改善。受经济危机影响，A 股整体下跌 39%；但此期间造纸行业景气度持续回升，市场观察到造纸行业 2007Q2-2007Q3 连续两季度业绩大幅改善后，山鹰国际开始获得相对收益，累计上涨 43%，期间相对沪深 300 收益 65%，相对造纸指数收益 17%。

2009 年 7 月-2011 年 3 月：景气度恢复。公司在经济危机期间，业绩基数低，伴随景气度恢复，业绩快速反弹，2009Q3-2010Q1 连续三季度净利润同比增长分别达到 318%、224%、166%，公司在景气度恢复期间获得显著相对投资收益，区间内累计上涨 29%，期间相对沪深 300 收益 43%，相对造纸指数收益 9%。

2016 年 8 月-2017 年 9 月：供给侧改革叠加废纸政策调整，箱板瓦楞纸行业盈利大幅改善。2016 年供给侧改革，大量中小产能退出市场竞争，行业供需格局得到改善。与此同时废纸进口政策逐步收紧，国内废纸价格上涨推动成品纸价格上涨，使得行业盈利能力显著扩张，2016Q4-2017Q3 公司单季度净利润同比增速均超过 300%，净利率从 2015Q4 的 0.1% 提升至 2018Q4 的 17.5%，在此期间，山鹰国际获得显著相对收益，累计上涨 96%，期间相对沪深 300 收益 83%，相对造纸指数收益 65%。

图 55：山鹰国际：三轮大行情和行业景气度基本匹配



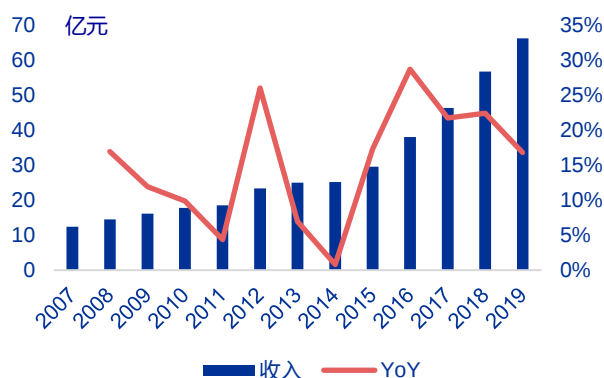
起始时间	结束时间	区间涨跌幅			相对涨跌幅	
		沪深 300	SW 造纸	山鹰国际	相对沪深 300	相对 SW 造纸
2005/1/1	2007/11/2	447%	211%	156%	-291%	-54%
2007/11/3	2008/3/12	-21%	26%	43%	65%	17%
2008/3/13	2009/7/27	-13%	-41%	-47%	-33%	-5%
2009/7/28	2011/3/21	-14%	20%	29%	43%	9%
2011/3/22	2016/8/15	6%	16%	6%	0%	-11%
2016/8/16	2017/9/12	13%	31%	96%	83%	65%
2017/9/13	2020/12/31	36%	-18%	-45%	-80%	-62%

资料来源：Wind，申万宏源研究

3.5 中顺洁柔：消费品属性更强，成长性与周期性共同驱动

中顺洁柔作为 A 股唯一生活用纸标的，更具消费品投资逻辑。由于生活用纸销售端更关注其产品力、渠道力与品牌力，投资逻辑与消费品相似，龙头品牌具有一定成长性；另一方面，由于成本端木浆价格为全球定价，木浆价格波动使得公司利润随木浆周期而波动。2015 年之前公司收入端成长性欠佳，且市值较小，市场关注度较低，我们从 2015 年公司渠道变革开始进行复盘。

图 56：2015 年后公司收入增速迎拐点



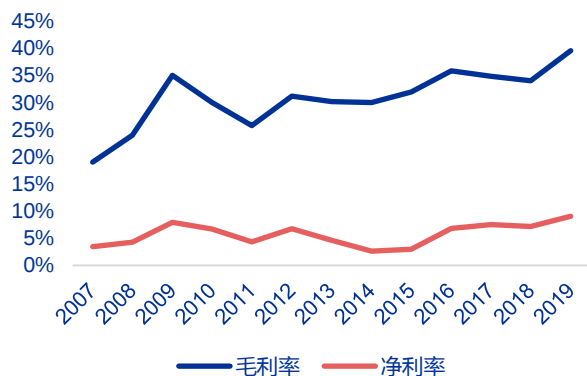
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 57：公司利润稳步增长



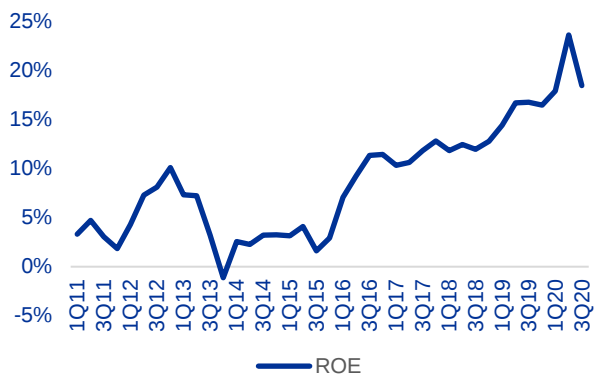
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 58：受益产品结构升级和渠道优化，公司利润率稳步上行



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 59：公司 ROE 持续上行



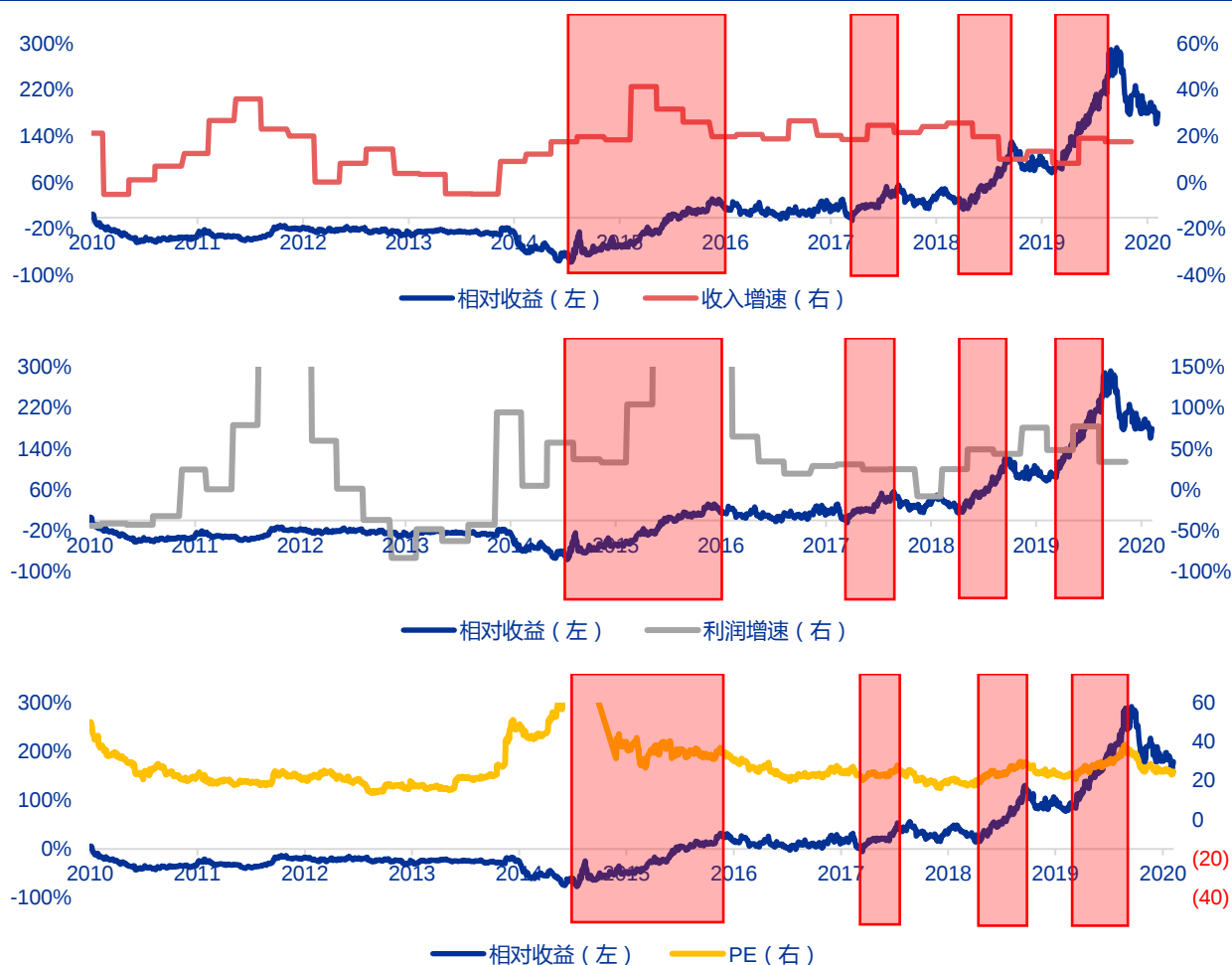
资料来源：Wind，申万宏源研究

2015-2016 年：渠道引入新管理层，收入增长提速，凸显成长性。2015 年公司引入职业经理人团队，推出股权激励，渠道端变革，积极发展经销、商超、KA 和电商四大渠道，收入增速触底回升，且显著高于行业平均增速，加快市场份额提升。公司渠道力凸显，叠加公司自身产品力，消费品成长性价值凸显。与此同时叠加浆价回落，利润弹性显现。2015 年 6 月-2016 年 10 月获得相对收益 87.0%。

2018 年：生活用纸为内需必选消费，体现出抗风险能力。受中美贸易摩擦影响，2018 年大盘回落，市场加大对内需必选消费的配置。公司收入端持续稳定增长，体现出公司内需稳定特点。得益于公司产品结构持续升级、产品提价、成本管控，尽管浆价大幅上涨，公司利润仍保持高速增长态势。2018 年 2 月-7 月沪深 300 累计下跌 16.9%，中顺洁柔累计上涨 32.2%，相对收益 49.1%。

2019 年-2020 年：浆价下跌，利润弹性显现，体现出成本端的周期属性。2019 年 4 月起木浆价格大幅回落，公司利润弹性逐步显现，2019Q2-2020Q2 连续五个季度扣非归母净利润增速超过 50%，单季度净利率由 2019Q1 的 8.0% 提升至 2020Q2 的 13.8%。利润弹性带动估值提升，业绩与估值共同推动公司在 2019 年 3 月-2019 年 8 月获得相对收益 88.2%。2019 年公司正式推出太阳子品牌，布局大众型生活用纸赛道，进一步提升市场份额；推出个护品牌朵蕾蜜，打开成长空间；2020 年疫情期间，生活用纸必选属性显现，收入韧性叠加利润弹性，2020 年 2 月-2020 年 8 月获得相对收益 90.4%。

图 60：中顺洁柔：消费品属性更强，成长性与周期性共同驱动



期间起点	期间终点	相对涨幅	收入	利润	估值
2015/6/8	2016/10/26	87.0%	渠道引入新管理层， 收入提速	浆价回落利润弹性显现	估值平稳
2016/10/27	2018/2/6	-31.1%	增速稳定	浆价上涨，利润增速承压	估值回落
2018/2/7	2018/7/17	49.1%	增速稳定	平稳增长	大盘大幅回调， 内需必选估值稳定
2018/7/18	2019/3/14	-27.4%	增速稳定	浆价持续高位，利润承压	估值回落
2019/3/15	2019/8/13	88.2%	增速稳定	浆价回落，利润弹性显现	估值提升
2019/8/14	2020/1/23	-22.8%	增速放缓	浆价回落，利润弹性显现	估值回落
2020/2/3	2020/8/10	90.4%	疫情刺激需求，增速稳定	浆价回落，利润弹性显现	估值提升

2020/8/11	2020/12/31	-32.7%	增速稳定	浆价反弹	估值回落
-----------	------------	--------	------	------	------

资料来源：Wind，申万宏源研究

4. 展望：依循竞争格局改善及龙头原材料布局，关注四大投资主线

4.1 供给端竞争格局改善的白卡纸

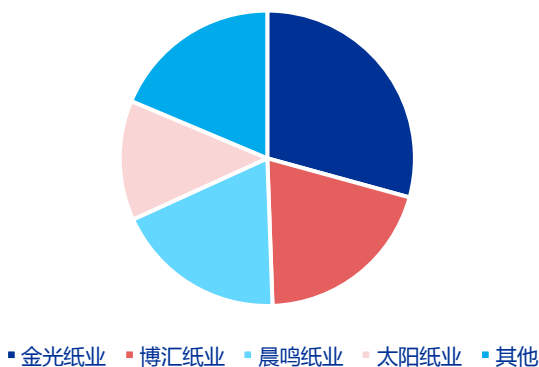
我们认为在各个纸种赛道中，白卡纸已经率先完成了头部企业的整合，供给侧红利将充分显现，未来有望构筑造纸行业的最佳赛道。白卡纸景气度上行周期，博汇纸业作为白卡龙头，盈利有望稳步抬升，估值有望逐步上修。

从行业层面：供需格局改善，行业步入景气度上行周期。

白卡纸需求：受益消费升级及对灰底白纸板的替代，白卡需求将稳定增长。**内生需求：**下游食品、日化、3C 等消费品的增速回升带动社会卡需求增长；外卖及禁塑令推动食品卡需求增长；预计白卡纸内生需求将维持 5-10% 左右增速；**替代需求：**环保趋严、原材料紧缺及价差缩小加速白卡对灰底白的替代效应。

白卡纸供给：收购完成后，白卡纸行业实现进一步整合，龙头纸企之间协同性有望提升。行业短期新增产能有限，且均为龙头纸厂扩建；存量供给整合，供给格局明显改善。

图 61：收购完成后，金光纸业（金光+博汇）白卡市占率接近 50%



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

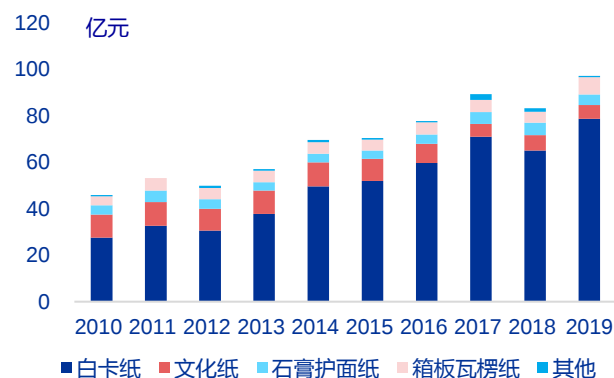
从公司层面：金光入主，管理改善，打造白卡龙头标杆

纯正白卡标的，业绩弹性最强。博汇纸业是国内白卡纸行业第二大企业，2019 年白卡纸毛利占比 88%，白卡纸行业盈利修复，公司业绩弹性最强。2019 年新增 75 万吨白卡纸及 100 万吨箱板瓦楞纸投产，产能扩张，提升公司利润中枢。

金光纸业入主，关注管理改善。金光纸业完成对博汇集团的收购后将通过直接和间接合计持有博汇纸业 48.84% 股份，成为博汇纸业实际控制人。金光纸业全球化布局，在印尼与中国均为浆纸行业绝对龙头，林浆纸一体化、多纸种多元化产业布局，有效对冲单一行

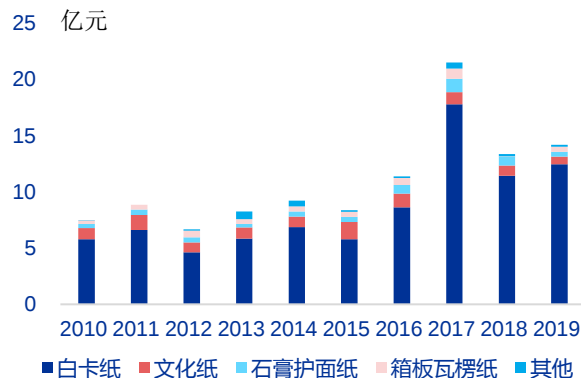
业景气度波动风险；金光成熟化职业经理管理团队，生产管理经验赋能博汇纸业，打造浆纸行业新龙头。

图 62：公司收入构成：2019 年白卡占比 80.9%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 63：公司毛利构成：2019 年白卡占比 87.8%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 最具成长性的造纸管理标杆太阳纸业

文化纸龙头太阳纸业，管理能力和激励水平为行业标杆；布局上游原材料，平滑造纸行业经营周期波动。太阳纸业是具有成长股属性的周期造纸龙头企业，同时也是造纸企业管理和激励标杆。截止 2019 年末，造纸业务拥有 140 万吨非涂布文化纸、80 万吨涂布文化纸、140 万吨箱板瓦楞纸产能；纸浆业务拥有 90 万吨化机浆、80 万吨溶解浆、10 万吨化学浆产能。

1) 纸种多元化：公司主要纸种是铜版纸、双胶纸，近年新增箱板瓦楞纸产能，造纸领域同时布局文化纸与包装纸，木浆纸与废纸浆纸，多纸种布局对冲特定纸种景气波动。

2) 海外布局：前瞻性海外布局纸浆项目，老挝林地+纸浆项目，把握制浆环节利润。公司在老挝拥有 10 万公顷林地资源，老挝纸浆项目已全部达产。若生产纸浆，大幅提升公司纸浆自给率；若转产溶解浆，可把握溶解浆高盈利行情。海外废纸浆项目，保证废纸系原材料稳定供给。林浆纸一体化发展获取全产业链利润，对冲造纸环节景气度下行风险。同时老挝 40 万吨废纸浆板项目顺利投产，显著改善公司箱板瓦楞纸盈利能力。

3) 产能扩张，进一步提升市场话语权：2020-2022 年将是公司产能扩建落地之年，2020 年公司山东 45 万吨非涂布文化纸项目、老挝 80 万吨箱板瓦楞纸项目在年底投产，2021 年公司广西一期项目（55 万吨文化纸、12 万吨生活用纸、80 万吨化学浆和 60 万吨化机浆）将逐步投产。新项目投产后，进一步提升非涂布文化纸市场份额，公司非涂布文化纸市场份额将达到国内第一，拥有更强定价权；配套木浆达产进一步提升公司纸浆自给率，对冲木浆价格波动对公司盈利的影响。

4) 文化纸成本优势突出：能源成本优势：由于公司所用能源来自自备电厂，且电厂毗邻兖州煤矿，坑口电厂构建能源成本优势；**原材料优势：**公司通过加大研发投入，在保证原纸产品质量前提下提升吨纸化机浆用量。公司吨纸毛利处行业第一梯队。

表 7：太阳纸业非涂布文化纸吨毛利水平处行业第一梯队

单位：元/吨	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
太阳文化纸								
吨售价	4725	4829	4925	4709	4614	5518	5985	5375
吨成本	4151	4010	4039	3652	3544	3970	4352	3909
吨毛利	574	819	886	1058	1070	1548	1633	1466
晨鸣双胶纸								
吨售价	4750	4717	4657	4494	4444	5543	6084	5141
吨成本	4082	3852	3706	3385	3329	4074	4466	3815
吨毛利	668	865	951	1109	1115	1469	1618	1327
博汇文化纸								
吨售价			4571	4498	4185	5025	5826	4906
吨成本			4151	3774	3569	4069	5027	4350
吨毛利			420	724	616	955	799	556
华泰文化纸								
吨售价			4519	4399	4295	5127	5716	5112
吨成本			3941	3914	3771	4369	5011	4502
吨毛利			578	485	524	757	705	609

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 8：太阳纸业铜版纸吨毛利水平处行业第一梯队

单位：元/吨	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
太阳铜版纸								
吨售价	4720	4590	4517	4304	4069	5429	5486	4863
吨成本	4245	3904	3700	3432	3193	3656	3925	3527
吨毛利	475	686	818	872	876	1773	1561	1336
晨鸣铜版纸								
吨售价	4514	4514	4407	4223	4025	5215	5295	4696
吨成本	4206	3872	3585	3151	2989	3616	3840	3382
吨毛利	308	642	822	1071	1036	1599	1454	1313
华泰铜版纸								
吨售价			4211	3971	3806	5256	5288	4341
吨成本			3813	3579	3277	4061	4359	3759
吨毛利			398	392	529	1195	929	582

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 9：太阳纸业能源成本优势突出

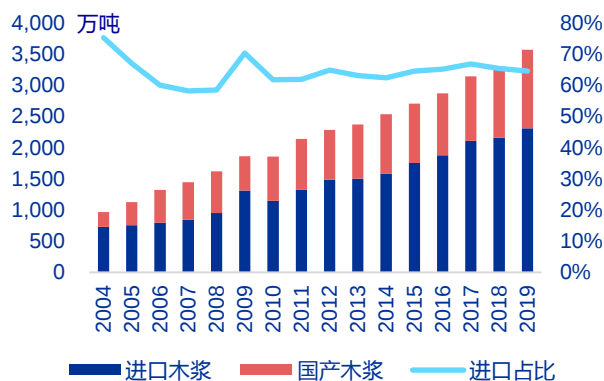
单吨能源成本/吨售价	2014	2015	2016	2017	2018	2019
太阳非涂布	9.0%	7.0%	6.8%	6.4%	6.1%	7.0%
太阳铜版	8.1%	5.7%	6.8%	5.4%	6.0%	7.1%
太阳箱板瓦楞			5.6%	6.6%	7.6%	8.4%
博汇白卡	13.1%	12.1%	11.2%	10.9%	12.1%	13.8%
博汇文化	16.2%	13.8%	14.7%	19.3%	14.6%	9.6%
晨鸣机制纸	9.5%	7.9%	7.8%	7.8%	8.1%	8.7%
景兴箱板瓦楞	17.0%	16.9%	13.8%	10.1%	10.1%	11.8%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.3 原材料延伸上游一体化的 Alpha

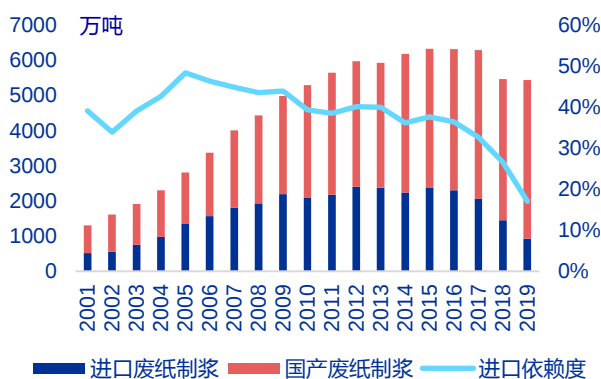
国内林木资源匮乏，造纸原材料主要依赖进口。由于国内林木资源匮乏，造纸所用木浆原材料主要依赖进口，2010 年至 2019 年国内木浆进口依赖度维持在 65% 左右；国产木浆所用木片原材料同样依赖于进口木片。废纸系原材料同样依赖进口原材料，进口废纸成本优势突出且纤维含量远高于国内废纸；2021 年起国内全面禁止废纸进口，废纸系将面临原材料不足问题。

图 64：国内木浆进口依赖度维持在 65% 左右



资料来源：中国造纸协会，申万宏源研究

图 65：进口废纸比例大幅下降



资料来源：中国造纸协会，申万宏源研究

废纸系：关注海外废纸浆建设进度

看好龙头外废浆厂贡献的成本优势。外废政策逐步收紧背景下，龙头纸厂凭借成熟的海外建厂经验，投建海外废纸浆线，打造原材料成本优势，同时保证高端箱板纸外废供应。

1) 外废提供原材料成本优势。受国内外废政策收紧影响，外废配额预计将在 2020 年底完全归零，国废供给紧张将推动国废价格大幅上涨。海外建设外废浆厂将保证纸厂低价美废原材料供应，且可免征 25% 美废关税。**2) 外废保证高端箱板纸原材料供应。**由于美废多为原生木浆制纸，而国废均为再生纤维制纸，国废所含纤维质量显著低于美废，美废为高端箱板瓦楞纸的必选原材料。例如，山鹰国际海盐基地所产克重同为 170g 的紫杉、银杉、

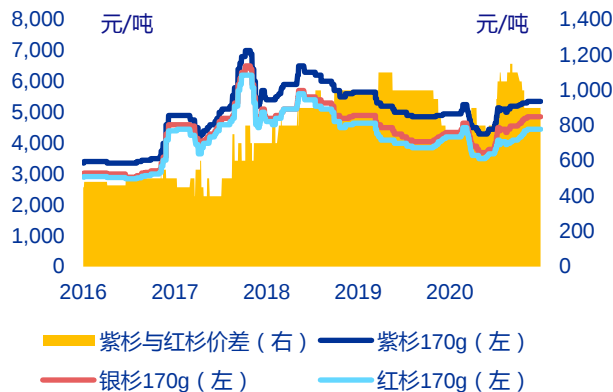
红杉原材料中美废含量分别为 66%、23%和 9%，其出厂价也依次降低，2020 年紫杉含税售价持续高于红杉含税售价约 1000 元/吨。

图 66：外废持续具有成本优势



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

图 67：2020 年紫杉与红杉价差保持约 1000 元/吨



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

太阳纸业老挝废纸浆项目投产，打造行业外废浆厂标杆；山鹰国际、景兴纸业海外废纸浆项目积极推进。

1) 太阳纸业：2018 年 7 月公告将在老挝建设 40 万吨废纸浆线，所产废纸浆版运回国内基地以满足国内箱板瓦楞纸原材料需求，该废纸浆线已于 2019 年 5 月顺利投产，2019H2 老挝公司实现净利润 1.30 亿元，2020H1 实现净利润 1.07 亿元，主要利润来自废纸浆贡献。公司国内已投产 10 万吨木屑浆、40 万吨半化学浆产能、20 万吨本色针叶浆，合计箱板瓦楞纸纤维原料产能达到 110 万吨。

2) 山鹰国际：在海外已搭建成熟的废纸回收渠道，并于收购欧洲 WPT 废纸回收商，进一步完善废纸回收渠道；2018 年收购美国凤凰纸业，改建废纸浆生产线，以保证国内外废需求；在废纸来源国建设废纸浆线即可降低运输成本，同时可降低生产基地限制外废进口的政策风险。公司已在东南亚建成废纸浆产能 70 万吨，预计到 2021 年海外废纸浆产能将达到 150 万吨。

3) 景兴纸业：前瞻性布局马来西亚市场。公司 2018 年起开始筹备马来西亚建立废纸浆及造纸项目，2019 年 1 月公告拟收购马来西亚 GREENOVATION INDUSTRIES (M) SDN. BHD. 公司，将其作为公司在马来西亚全资子公司，全面负责建设公司海外浆纸项目。公司拟投资 2.99 亿美元在马来西亚雪兰莪州建设 80 万吨再生浆及 60 万吨原纸产能（已发行可转债募集配套资金 12 亿元）。80 万吨废纸浆项目已在 2020 年 10 月获得全部批文，预计将在 2021-2022 年投产，投产后公司箱板瓦楞纸外废纸浆自给率将达到 57.1%。

浆纸系：关注纸企林浆纸一体化布局

林浆纸一体化纵向延伸产业链，提升公司盈利稳定性。从产业链长度角度考虑，制浆造纸企业以多种形式建设丰产原料林基地，造林、营林、采伐、制浆与造纸结合，实施林

浆纸一体化，形成“以纸养林、以林促纸”的良性循环的产业链。龙头纸企在国内外积极布局林地资源，并建设自备浆厂，对冲木片及木浆价格波动对造纸业务盈利带来的波动性。

太阳纸业积极推进老挝基地及广西基地建设，打造林浆纸一体化。公司将“林浆纸一体化”作为太阳纸业永续经营的重要举措。老挝“林浆纸一体化”项目：公司老挝基地已经形成 30 万吨溶解浆和 40 万吨再生纤维浆的年生产能力；在加快推进老挝造纸、制浆项目的同时，全力推动速生林建设，公司将逐步扩大在老挝的林地建设面积，短期内实现每年新增 1 万公顷左右的种植计划，并在可预见的未来逐步加大种植力度，有效提升公司生产原料的自给率。**广西北海“林浆纸一体化”项目：**公司广西一期项目产能包括 55 万吨文化用纸项目、15 万吨生活用纸项目和配套的 80 万吨化学木浆项目、60 万吨化机浆项目，继续扩张公司木浆产能，进一步提升木浆自给率。

金光纸业一体化布局林、浆、纸。金光纸业目前已建立了林浆纸上下游一体化的产业布局，其业务包括林业营造、林业产品、成品纸生产与销售，主要产品包括原木、木浆和成品纸三大系列，截止 2019 年末合计浆纸产能 1074 万吨。金光纸业管理和经营多种林地，截至 2018 年底，金光纸业在中国 8 个省份管理和经营 420 万亩林地，其中已种植面积 389 万亩，以桉树为主（栽植面积 347 万亩），2019 年末公司消耗性生物资产（自营林成本和购入林木资产的相关费用）为 28.46 亿元。

表 10：金光集团布局林浆纸一体化

产品	主要生产企业	主营产品	主要品牌
林	海南、云南、广西、广东、河南等地企业	桉树、相思、杨树	
浆	海南金海浆、广西金桂浆	化学漂白硫酸盐桉木浆、化学热磨机械浆	龙头、金钱豹
文化用纸	金东纸业、金华盛纸业、海南金海浆	铜版纸、双胶纸、轻涂纸	太空梭、东帆、长鹤
工业用纸	宁波中华、宁波亚洲浆、广西金桂浆	白板纸、瓦楞原纸	金鸥、汉威、金贝、彩蝶、环牌
生活用纸	金红叶纸业、金钰纸业	卫生纸、面巾纸、厨房用纸、湿纸巾	清风、唯洁雅、真真
办公用纸	金华盛纸业、亚龙纸制品、金鑫纸业	复印纸、工程图纸、打印纸、无碳复写纸	金彩蝶、旗舰、金旗舰

资料来源：金光纸业公告，申万宏源研究

4.4 消费属性突出的生活用纸

生活用纸行业空间大、人均具备提升空间，受益消费升级趋势。我国人均生活用纸量具备提升空间。国内人均消费量低于欧美国家，随着产业优化、消费升级，人均消费需求仍有望提升。受益消费升级及品类扩增趋势。生活用纸行业尽管传统用纸同质化较强，但是中高端产品具备品牌和产品优势，在消费升级行业趋势中，有望通过功能性细分用纸及高毛利产品形成稳定客群。市场容量大，行业集中度不断提升。根据生活用纸行业协会，

2017 年我国生活用纸行业规模为 1106 亿元，CR4 集中度为 35%，未来随着中小产能淘汰退出、以及龙头企业规模提升，行业集中度有望持续升高。

中顺洁柔：优质产品及强势渠道驱动洁柔高效发展，市占率不断提升。

优质产品力夯实生活用纸行业一流水准，高端洁柔+大众型太阳双品牌运作。中顺洁柔为国内生活用纸行业第一梯队企业，产品优势突出，多品类研发满足差异化消费者需求，主打产品系列 Face 和 Lotion 顺应消费升级趋势，奠定较高知名度和美誉度。公司推出新品牌太阳产品线，布局大众产品市场，实现渠道进一步下沉，提升市场份额。2019 年 6 月，为迎合消费升级趋势，公司打造了全新个人护理品牌朵蕾蜜，布局卫生巾领域，打开成长空间。

预判浆价走势，调节原材料库存，降低木浆价格波动对盈利扰动。公司预判木浆价格走势，在木浆价格高位降低木浆库存，在木浆价格底部积极储备原材料库存，平滑浆价波动对公司成本的影响。

渠道下沉战略将洁柔发展触角持续延伸。卓越销售团队助力线下布局+KA 合作持续推进+线上渠道拓展和重点品类占比高达约 70%，公司渠道下沉拓展稳步，营销网络覆盖全国绝大部分地/县级城市（超过 1200 个）。未来在 KA 及商销端不断开发新客户，预计持续在空白区域进行渠道下沉。

表 11：造纸板块盈利预测与估值

行业	代码	名称	股价	总股本	总市值	EPS			净利润（亿元）			增速			PE			BVPS	PB
			2021/1/11	百万股	亿元	19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E		
造纸	002078	太阳纸业	16.45	2625	432	0.83	0.74	1.16	21.78	19.46	30.34	-3%	-11%	56%	20	22	14	5.9	2.8
	600966	博汇纸业	17.20	1337	230	0.10	0.67	1.35	1.34	9.02	18.01	-48%	574%	100%	172	25	13	4.3	4.0
	000488	晨鸣纸业	7.56	2984	226	0.56	0.60	0.83	16.57	18.05	24.70	-34%	9%	37%	14	12	9	6.0	1.3
	600567	山鹰国际	3.16	4596	145	0.30	0.34	0.48	13.62	15.56	21.86	-57%	14%	40%	11	9	7	3.2	1.0
	002511	中顺洁柔	25.16	1312	330	0.46	0.68	0.82	6.04	8.98	10.71	48%	49%	19%	55	37	31	3.6	6.9

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。