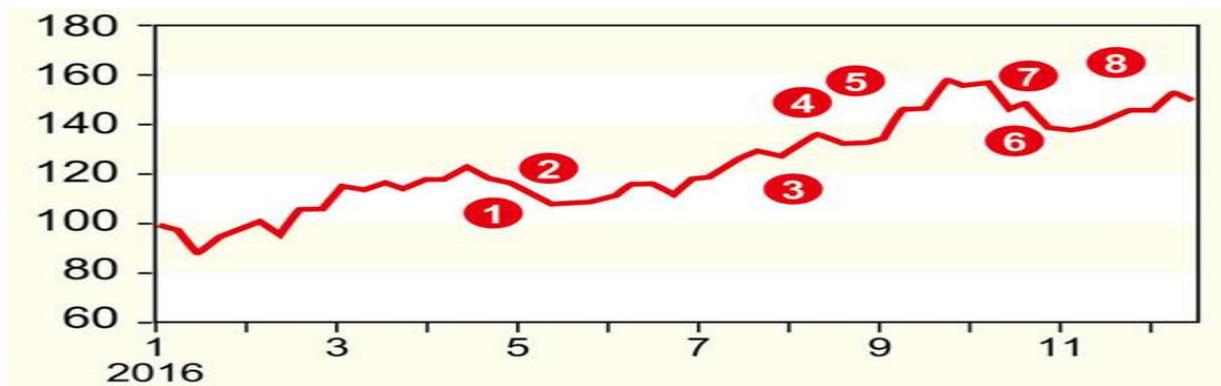




富舜资产投研随笔第十四期

港股：纸业投资机会值得看好

纸业股指数是今年来升幅显著，主因是受到造纸企业年初跟随股市回升，以及其后在多项因素推动下的涨价潮，所以刺激股价进一步上扬。加上预期造纸行业供需明年趋稳，纸业股其实值得择优趁低吸纳。



事件	日期	事項
1	2016年4月29日	國務院印發《貫徹實施質量發展綱要2016年行動計劃》。
2	5月19日	工業及信息化部印發《國家鼓勵的工業節水工藝、技術和裝備目錄（第二批）》。
3	8月	多部門推進重點流域水污染治理。
4	8月8日	工業和信息化部編製發布《輕工業發展規劃（2016-2020年）》，明確造紙產業未來五年的發展方向。
5	8月19日	國家郵政局推出《推進快遞業綠色包裝工作實施方案》。
6	10月19日	世貿組織（WTO）公布美國對華銅版紙反傾銷措施違規。
7	10月26日	國務院日前印發《關於開展第二次全國污染源普查的通知》。
8	11月22日	國務院發布《控制污染物排放許可制實施方案》。

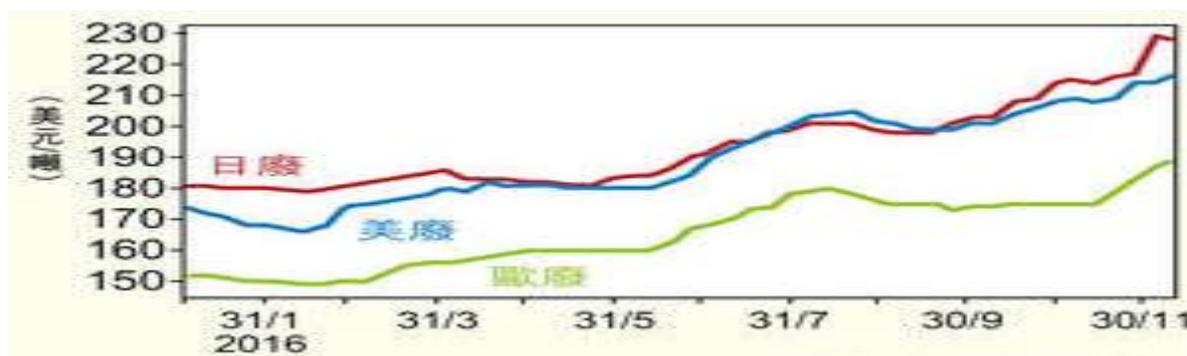
图：纸业股板块指数走势

成本上涨推升纸价

纸价今年出现了数次提价。提价主要受到两方面的因素影响，一方面是受到成本上涨推动，另一方面则是受到供应趋紧，库存处低位所刺激。估计在2016年8月至10月，计入废纸、能源及运输环节，制纸的总成本每吨增加52元人民币。由10月至11月底，计入废纸、能源及运输，总成本每吨增加250元人民币。

造纸业成本上升大致源于两方面，一、煤价上升，煤价在今年下半年开始上升，环渤海动力煤价在 6 月仍处每吨 400 元人民币，但之后持续上涨，在 11 月初高见每吨 607 元人民币，升幅逾五成。

二、废纸价格上升，进口废纸的价格在需求改善下受支持上升，而且因为韩国大型航运公司韩进海运倒闭，令到航运价上升，运输成本增加使进口废纸价涨。此外，国内废纸价格在进口废纸量低、中国实施新条例限制货车大小及重量令运输成本增加，以及恐慌性囤货及投机等因素迭加下，价格在 11 月亦见上涨。根据原材料纸浆的不同，以废纸为原料的企业，废纸成本占总生产成本的 50%至 60%。而在考虑到环保趋严背景下，废纸进口渠道受限，废纸价格未来有望持续上涨。



图：废纸外商平均价

造纸业新增产能放缓

在供应方面，早年中国已提高行业准入门坎，据《造纸产业发展政策》中的造纸行业准入条件指出，新建、扩建造纸项目单条生产线起始规模要达到：新闻纸年产 30 万吨、文化用纸年产 10 万吨、纸箱板和白板纸年产 30 万吨、其他纸板项目年产 10 万吨。另外，新建、扩建制浆项目单条生产线起始规模均要达到：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。

由于门坎提高，只有大企业有扩产实力和动力。此外，基于环保及淘汰落后产能政策，制纸业一直存在去产能情况，2015 年全国淘汰落后和过剩造纸产能 167 万吨。于 2016 年，工信部亦发布对 18 个工业行业淘汰落后产能，其中就包括造纸企业 279 家，约占行业总数的 10%，并首次提出要追究项目审批责任，防止产能过剩重新出现。预计 2016 年纸与纸板生产总量约为 1.08 亿吨，按年增长 1%，新增产能增速明显放缓。

包装用纸将保持增长

至于需求方面，2016 年纸与纸板消费量 1.04 亿吨，按年增长 0.5%。其中，在无纸化背景下，传统印刷类纸需求会下滑，网购和新兴物流则能够拉动包装用纸继续增长。预计包装纸需求增长在 16 年将达到 3%。事实上，受网购需求畅旺刺激，中国规模以上快递业务收入近年持续大幅攀升，而且按年增长均保持在 40% 的较高速度。

此外，若按包装纸的细分纸种来看，白纸板、箱板纸和瓦楞原纸的产量及消费量增速均在 2013 年后出现回升。其中，箱板纸市场维持供不应求，瓦楞原纸近几年保持供需平衡。外包装纸（箱板纸及瓦楞原纸）需求年增速达 7%，而且行业集中度高，玖纸、理文及山鹰纸业占市场份额超过 70%，在环保压力下，中小纸企被倒逼退出市场。

行业盈利增速高于收入

根据国家统计局数据，截至 16 年 9 月底，前三季度纸及纸板产量 9,018 万吨，同比增长 2.68%；销量 8,800 万吨，同比增长 1.77%。全行业生产整体情况基本稳定，经济指标完成情况明显好于去年。此外，16 年前三季度规模以上制浆造纸及纸制品业完成主营收入 10,574 亿元，同比增长 5.6%；利润总额 536.4 亿元，同比增长 12%。其中造纸业完成主营收入 6,206 亿元，同比增长 5.5%；利润总额 276.7 亿元，同比增长 16.3%。利润总额增速显著高于收入增速，盈利水平提升。同时全行业产成品库存下降超过 6%，尤其造纸业产成品库存下降幅度超过 10%，造纸业产销格局得到明显改善。

总结而言，包装纸需求续有增长，而且行业集中度高，参与者均有提价情况，并相信能将成本传导至客户，再加下半年为销售旺季，所以估计盈利增长较销售增长高。

免责声明

本报告由富舜资产向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于富舜资产。未经富舜资产事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。

