

2018 年全球纸制品行业信用风险 展望

大公信用研究院有限公司

二〇一八年二月十一日

2018 年全球纸制品行业信用风险展望

分类 行业研究

日期 2018年2月11日

主要观点

- 受经济复苏不确定性和互联网媒体冲击，纸制品行业供需矛盾犹在，且仍将处于结构调整期。
- 环保成本上升将加剧行业内企业生存竞争压力，进一步敦促企业转型升级，行业集中度将进一步上升。
- 全球纸制品行业盈利能力将有所好转且主要动力来自亚洲地区，欧美地区较强的成本控制能力继续稳定其盈利能力，但细分产品盈利差异使部分传统纸制品企业盈利能力明显承压。
- 2018 年中国市场龙头企业盈利能力有望持续增强，但面临债务风险扩大的可能，欧美纸制品企业整体信用风险变化较小。

联系方式

地方政府研究部

李星、王璜

lixing@dagongcredit.com

wanghuang@dagongcredit.com

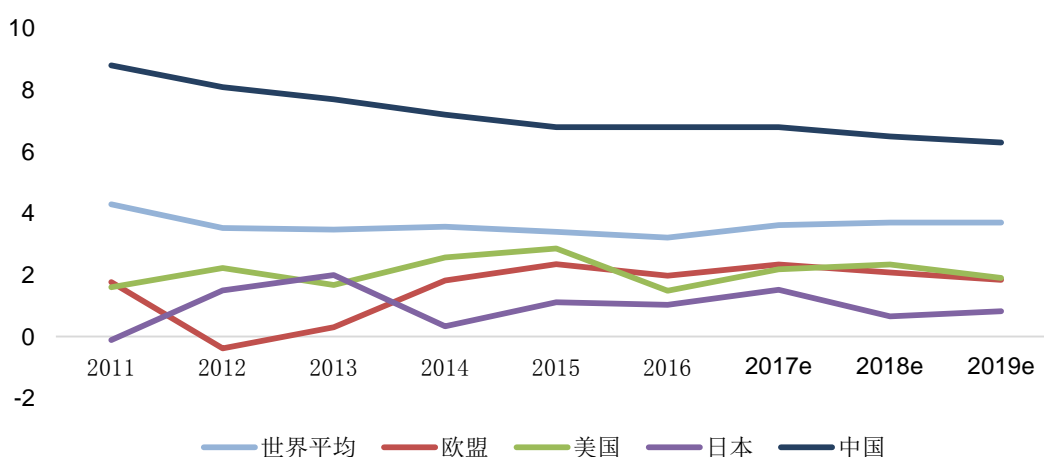
联系电话：(8610) 51087768

地址：中国北京市朝阳区霄云路
26号鹏润大厦A座29层

2018 年，全球纸制品行业仍将处于恢复发展期，盈利能力有所好转，消费结构转型背景下新闻纸和印刷书写纸需求量持续萎缩，包装用纸行业景气度提升，生活用纸行业维持稳定发展。受此影响，全球纸制品行业将面临产品结构调整和环保成本上升的双重压力，大部分企业因产品多元化发展盈利能力保持稳定，少部分企业因产品结构未能及时调整 2018 年信用风险较为突出。与此同时，随着环保治理和落后产能出清，中国龙头企业盈利优势突出，大量中小企业可能陆续退出市场；欧美行业竞争格局较为稳定，行业信用风险则继续维持稳定。

一、受经济复苏不确定性和互联网媒体冲击，纸制品行业供需矛盾犹在，且仍将处于结构调整期。

图 1-1：全球主要地区经济增速（%）

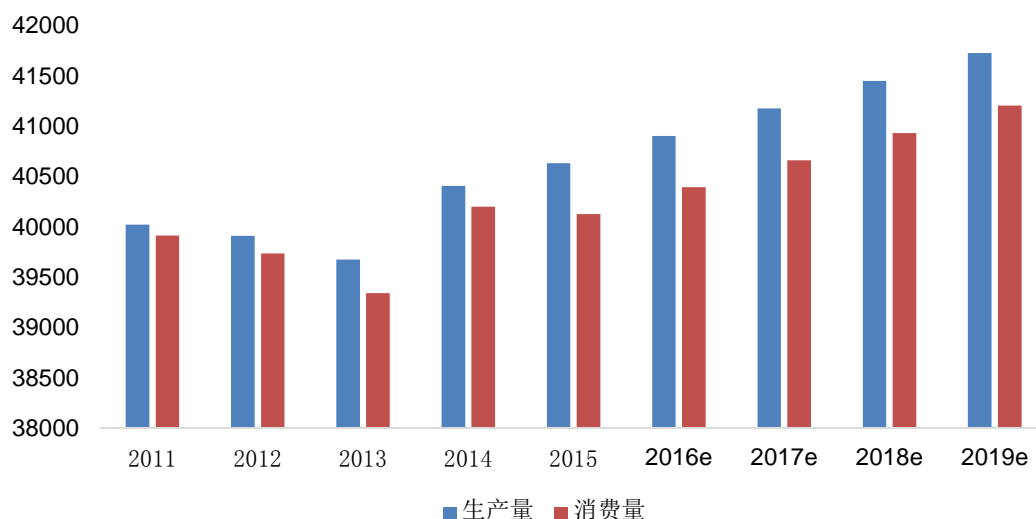


数据来源：国际货币基金组织、大公

全球经济复苏仍存在不确定性将继续抑制纸制品行业市场需求。作为中游产业，纸制品行业上游衔接林业、木业、农业、水、煤炭等原材料和能源供应相关产业，下游对接包装，印刷等行业，行业发展与宏观经济波动息息相关。2017 年全球经济增速有所回升，预计 2018 年在中国经济相对平稳，美国、欧洲经济持续回暖(图 1-1)，但由于全球宏观经济发展仍面临诸多不确定性，发展中国家经济增速放缓，预计纸制品行业市场需求依然

较弱，行业景气度存在下行压力。受此影响，全球纸制品总产量和消费量虽然呈现上升趋势，但将持续呈现供过于求的状态（图 1-2）。

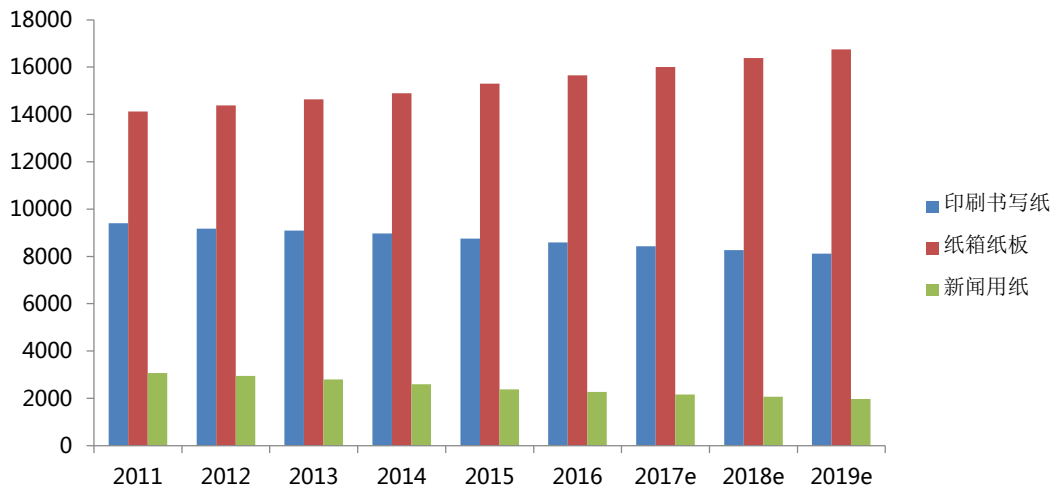
图 1-2：全球纸制品生产量和消费量（万吨）



数据来源：联合国粮农组织、大公

在互联网和新媒体蓬勃发展的冲击下，纸制品行业产品结构将面临深度调整压力。纸制品行业主要产品为包装用纸、生活用纸、文化用纸等。新媒体和无纸化阅读的广泛普及导致印刷书写纸和新闻纸需求萎缩，估计 2017 年印刷书写纸和新闻纸的需求量较上年分别下降了 1.88% 和 4.48%；与之相对，互联网与电商模式高速发展带动快递业务蓬勃发展，2017 年包装用纸需求量则以 2.29% 的增幅稳步上升（图 1-3）。在互联网经济时代背景下，随着传媒行业向新媒体转型，线上消费快速发展，纸制品行业产品结构也将面临巨大调整压力，产品上将继续向包装用纸倾斜，需求低迷纸种的产能过剩问题将更加突出。其中，部分综合实力较弱的中小企业极有可能因这一趋势调整被迫退出市场，大型企业则将通过加快调整产品结构缓解需求减少的风险。

图 1-3：全球三类纸制品需求量（万吨）



数据来源：彭博、大公

二、环保成本上升将加剧行业内企业生存竞争压力，进一步敦促企业转型升级，行业集中度将进一步上升。

随着绿色经济、生态环保深入人心，全球各个国家和地区纷纷采取加强环保治理、去除落后产能的方式改善行业供需弱平衡情况。环保政策趋严下，大型纸制品企业凭借自身规模优势分担环保成本增加的风险，并以雄厚的资金实力，通过改进或优化生产流程满足政策需要；而中小型纸制品企业因综合实力较弱，融资较为困难，难以投入足够资本进行技术革新和升级，环保支出负担大并进一步抬高中小型造纸企业的生产成本，压缩其微薄的利润空间，迫使中小产能进一步出清。目前，由于各国行业发展程度存在差异，环保治理推进程度不同，欧美纸制品企业已开始着手通过技术突破解决高额环保支出压力，而中国环保门槛也正在逐渐建立。

欧洲纸制品行业处于深化可持续发展时期，企业环保生产机制较为完善，环保支出作为企业一部分资本支出已经常态化，可持续发展模式优化升级将有利于企业长期盈利能力提升。继 2011 年欧盟委员会确定到 2050 年减少二氧化碳排放 80%、行业增值 50% 的目标后，欧洲造纸企业在创新产品生产工艺和降低环境污

染等领域不断探索。2013 年欧洲造纸工业联合会公布 8 项突破性的技术概念，致力于推动企业改良生产技术，降低生产成本和污染物排放，为欧洲纸制品产业未来发展提供解决方案。同时，欧洲提出“造纸工业 4.0”，未来将利用大数据资源推进智能化生产和价值链整合，从根本上改变企业运行方式。因此，环保投入虽在短期内影响纸制品企业收益，但长期对全行业生产模式的变革将有利于企业尤其是大型纸制品企业提高成本控制能力和物流效率、优化客户服务体系。

美国在全程监管体制下企业非合规的污染行为将直接影响其后续经营。美国较早开始实行排污许可证制度，此后不断完善环保政策，引入污水和大气排污许可证，目前企业每项污染物排放都需认领排污许可证，政策对有毒污染物的控制也由最初 65 个增加到 126 个。政府对于企业申报的污染排放量进行严格审核，企业经营过程和申报材料一旦出现违法行为，将直接取缔其许可证，对企业后续经营带来重大影响。因此，这项“违约成本”长久并且持续影响美国纸制品企业的盈利水平。

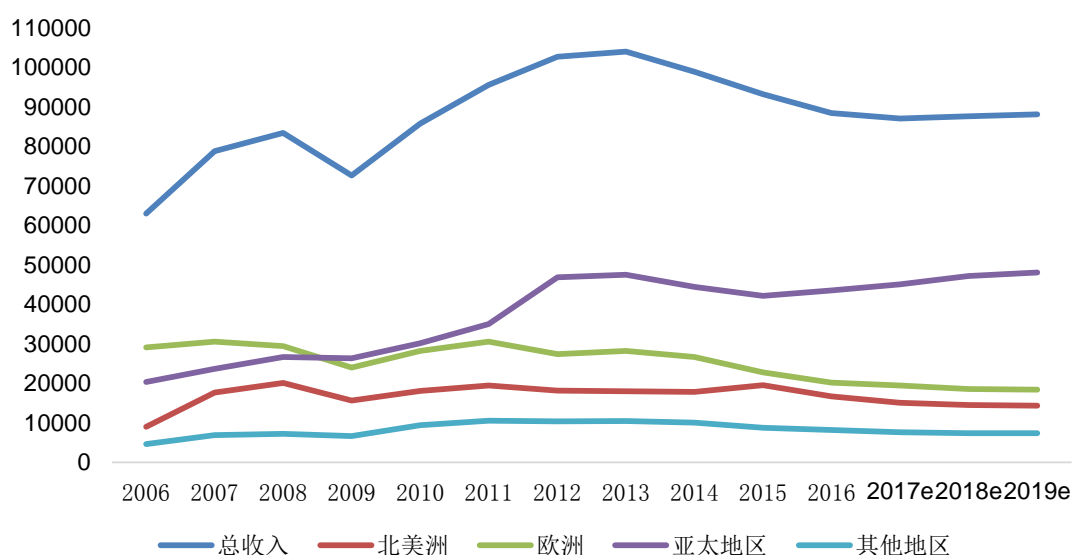
中国环保治理的强制性大范围推进将使得行业龙头企业的地位得到进一步巩固。近年，中国市场开始着力解决落后产能给环境带来的危害，开征环保税直接取代排污费并纳入地方政府征税体系，违规企业将面临更为严厉的监管，而单吨排污量具备优势的大型纸制品企业通过减税待遇，盈利优势将愈加显著。2010~2015 年，中国政府通过强制取缔落后生产线与生产工艺、严格控制新增扩产项目的数量和规模等手段，全行业共淘汰落后产能 3,972.23 万吨，大批落后中小产能被清除出市场。

在多重因素影响下，纸制品行业集中度将进一步提升。2016 年美国纸制品市场前 6 家龙头企业纸产量占全美产量的 65%，企业数量约为 160 多家；欧洲纸制品前 7 家企业集中度超过 51%，企业数量由 2005 年的 831 家降到 623 家；中国纸制品前 10 大企业集中度由 2006 年的 18.1%提升至 2016 年的 39.3%，规模以上

纸制品企业由 3388 家减少为 2757 家。总体来看，在产品结构深度调整、环保成本上升的背景下，纸制品行业集中度将进一步提高，其中欧美国家纸制品行业竞争格局和集中度基本稳定，中国等发展中国家仍处于行业结构调整中，未来行业集中度有很大提升空间。

三、全球纸制品行业盈利能力将有所好转且主要动力来自亚洲地区，欧美地区较强的成本控制能力继续稳定其盈利能力，但细分产品盈利差异使部分传统纸制品企业盈利能力明显承压。

图 3-1：全球纸制品行业总收入及地区收入变化情况（百万美元）

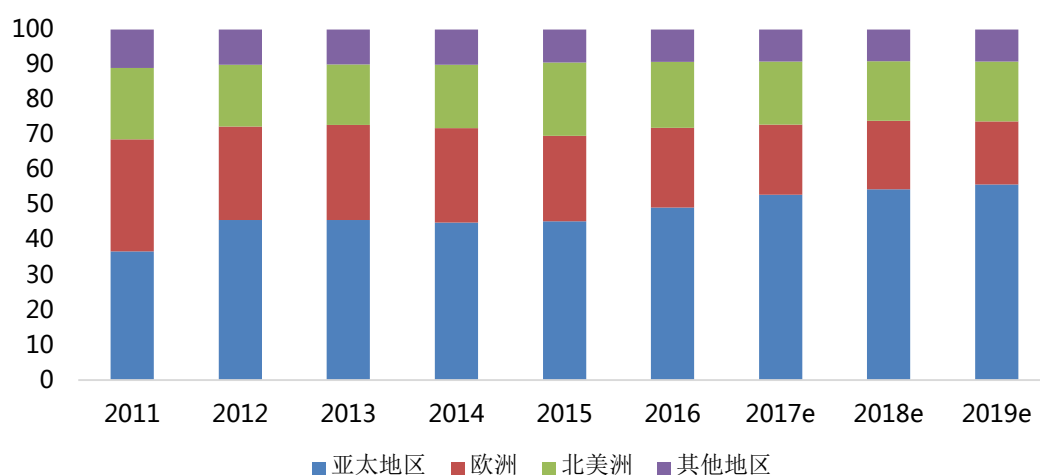


数据来源：彭博、大公

短期内，以中国为主的亚洲地区仍将是全球纸制品行业营业收入稳定增长的主要动力，其中包装用纸与生活用纸企业发展前景较好。受经济周期和下游需求低迷的影响，2013 年以来全球纸制品市场总收入呈下行趋势（图 3-1），2017 年随着全球经济的周期性复苏纸制品市场出现好转迹象，市场主要发展动力来自于亚太地区，估计 2017 年亚太地区对全球营业收入贡献达到约 50%。大公对全球 48 家主要纸制品企业进行对比研究：中国 31 家样本企业中有 10 家企业总收入规模已经超过 100 亿人民币，

由于行业去产能及环保治理的持续推进，纸品价格提升，样本企业平均营业收入整体呈现上行态势，2017年上半年营业收入较上年同期平均增长了约27%；在宏观经济放缓以及下游需求不振的背景下，17家欧美纸制品样本企业2011-2016年营业收入均值小幅波动且呈微弱下行趋势，2017年上半年因宏观经济复苏营业收入略有好转，较上年同期平均增长1.1%，其中国际纸业和WestRock公司受益于包装用纸市场的蓬勃收入分别增长8%和10%，而欧洲老牌龙头企业UPM营业收入则减少了1.9%。2018年，以中国为主的亚洲地区仍将是全球纸制品行业的主要增长动力，预计2018年该地区收入占比将超过50%（图3-2），北美、欧洲等地区收入占比虽继续保持缓慢下行的态势，但收入规模总体将保持稳定增长。

图3-2：全球各区域纸业收入占比（%）



数据来源：彭博、大公

由于欧美主要纸制品企业对原材料成本控制能力较强，主要纸制品企业盈利能力的地域差异性较小；中国市场龙头企业成本控制能力较强，中小企业生存空间不断被挤压。欧美主要纸制品企业林浆纸一体化发展较早，原材料供应借助自有林地或现有成熟的纸浆供应通道，原材料价格波动对企业盈利影响较小。中国仅个别龙头企业配备较为成熟的原材料一体化生产模式，大部分

纸企原材料依赖于市场采购，原材料供给仍很大程度直接影响中国纸企营业收入。出于成本控制需求以及国内林木资源有限，中国纸制品企业废纸浆使用量占比高达 60%左右，且全行业对进口纸浆依赖度很高，中国已经成为全球最大的废纸进口国。2017 年以来，中国外废进口政策控制趋严，2018 年第一批进口废纸总量核定数额同比减少 91.3%至 2386.28 万吨，企业获批数同比减少 115 家，获得外废进口配额的主要为龙头企业。废纸进口量大幅收紧推高国废价格（图 3-3），企业盈利空间不断被压缩，大量中小企业陆续退出市场，龙头企业则通过规模化优势来化解原材料价格变动风险。总体来看，随着行业产能供给调控深入和近期产品价格回升，2017 年上半年中国 31 家样本企业毛利率基本处于 20%至 33%之间，预计 2018 年行业盈利能力继续呈现向好发展态势；而欧美纸制品行业处于成熟期，2017 年上半年欧美样本企业毛利率基本处于 20%至 30%左右，企业自身毛利率水平波动变化较小，预计 2018 年也将维持这一现状。

图 3-3：中国废纸价格变化（元/吨）

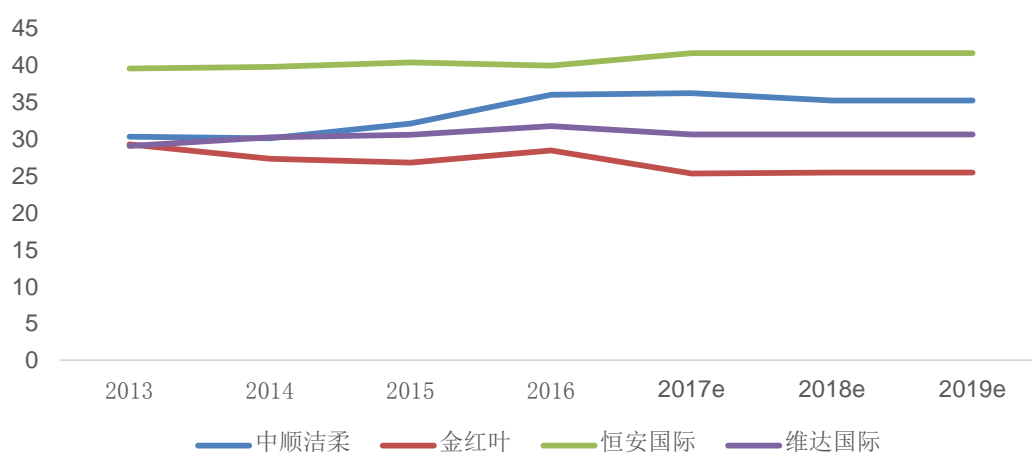


数据来源：万得、大公

由于产品结构调整转型，2018 年主要纸制品企业盈利能力因主营产品不同仍存在显著差异。中国生活用纸类企业被 4 大纸企垄断，加之下游需求刚性，企业毛利率一直维持在较高水平（图

3-4); 包装用纸样本企业因需求旺盛 2017 年上半年毛利率平均同比增长约 28%，预计 2018 年将延续较快增长趋势；而传统新闻纸龙头广州造纸股份有限公司 2017 年上半年毛利率仅为 4.4%，2018 年将继续承压。在欧美主要纸制品企业中，以国际纸业为代表的大型包装用纸企业，通过上下游产业延伸发展、下游纸包装业务拓展等多元化经营较好缓解了纸品需求波动的负面影响，盈利波动较小且盈利能力较强；美国印刷书写纸龙头 Verso 公司则因下游需求长期萎缩，一度关停数个生产线及造纸厂，并曾因亏损和债务负担过重而申请破产重组，2017 年第二季度仅为 2.39%。总体来看，预计 2018 年包装用纸和生活用纸企业仍将维持较高毛利水平，而受市场需求影响较大的印刷书写纸企业未来可能毛利波动幅度较大。

图 3-4：中国生活用纸龙头企业毛利率变化情况 (%)



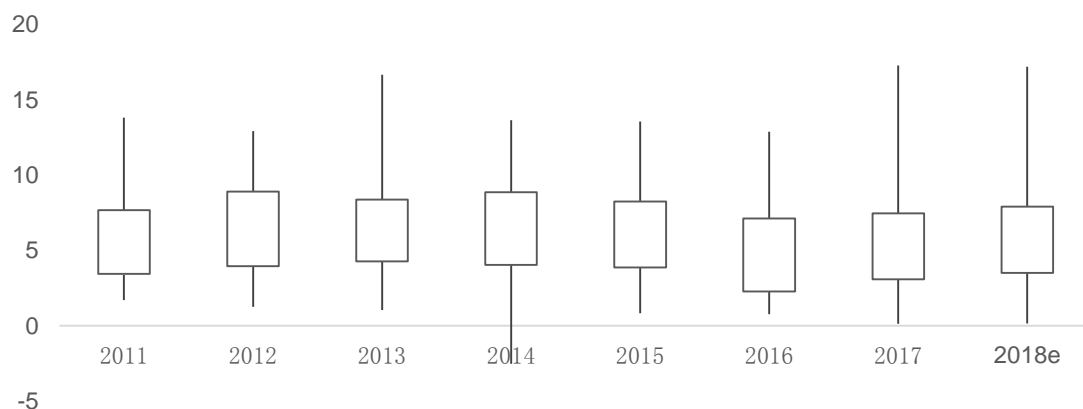
数据来源：万得、大公

四、2018 年中国市场龙头企业盈利能力有望持续增强，但面临债务风险扩大的可能，欧美纸制品企业整体信用风险变化较小。

供给侧改革下产能控制和产品结构调整将使中国纸制品行业企业偿债能力分化愈加明显。大公重点对中国 31 家主要样本企业进行分析，2017 年中国纸制品市场在经历长时间去产能和

环保治理后，行业供过于求的状况有所改善，同时原材料及环保成本上涨的叠加作用推高纸品价格，纸制品企业的盈利能力有所改善，市场落后产能出清，龙头企业的规模优势与生产能力凸显，龙头企业 2017 年上半年息税折旧摊销前利润增长幅度较去年同期均超过 20%。预计 2018 年中国纸制品龙头企业盈利能力仍将保持较高水平。从债务规模上看，2017 年上半年 59%的造纸企业总债务规模均较上年有一定增长，但企业资产负债率波动不大，较上年平均小幅减少了约 2%，年产能超过 100 万吨的龙头企业资产负债率基本保持在 60%左右，维持较高的财务杠杆。从偿债来源对债务的保障能力来看，2017 年上半年总债务的增长幅度高于息税折旧摊销前利润增长幅度，债务与息税折旧摊销前利润的比值较上年略有上升（图 4-1）；不过受益于盈利情况改善，企业息税折旧摊销前利润利息覆盖倍数 2017 年上半年上升，盈利对利息支出的保障能力增强；2018 年行业景气度看涨的环境下，预计企业盈利对利息的保障力度将进一步增强；2017 年上半年中国纸制品企业债务资本比率有小幅提高，大型纸制品龙头企业债务资本比率常年偏高，企业对债务融资的依赖性较大；此外，由于 2017 年上半年原材料采购价格上扬导致企业经营性现金流减少、一年内到期债务规模扩大，约 90%的样本企业现金与到期债务比值在 2017 年上半年呈现下滑趋势，经营性现金流对到期债务的覆盖能力有所削弱，短期偿债压力上升。

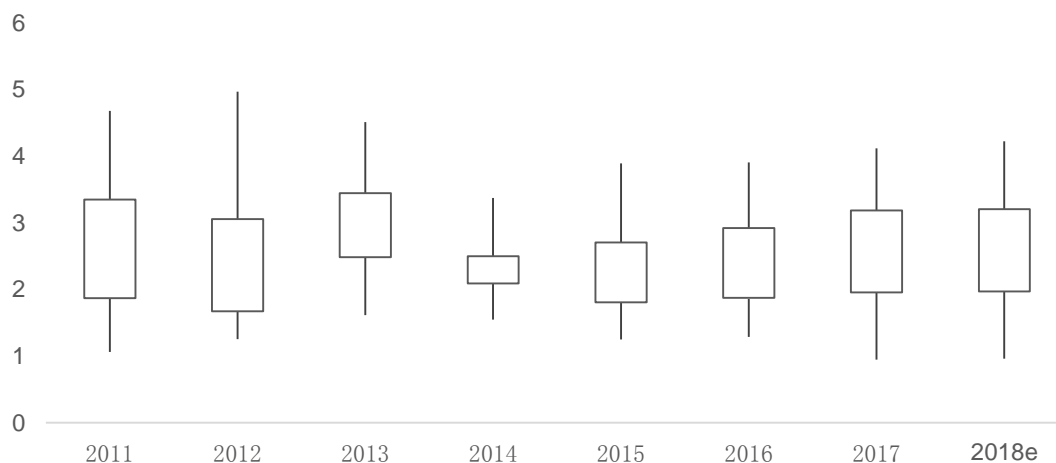
图 4-1：中国纸制品样本企业债务/息税折旧摊销前利润



数据来源：万得、大公

总体来看，2018 年原材料价格保持高位、产品结构持续调整、环保技术和资本投入提高等将增加中国市场纸制品企业债务融资需求和偿债压力，中小企业由于盈利能力和融资能力薄弱，信用风险继续上升；龙头企业短期内债务规模将维持较高水平，盈利保持高速增长，但随着产品结构调整到位、清洁生产线布局完成以及行业竞争格局稳态化，龙头企业中期偿债压力将有所缓解。

图 4-2：欧洲和美国纸制品样本企业债务/息税折旧摊销前利润

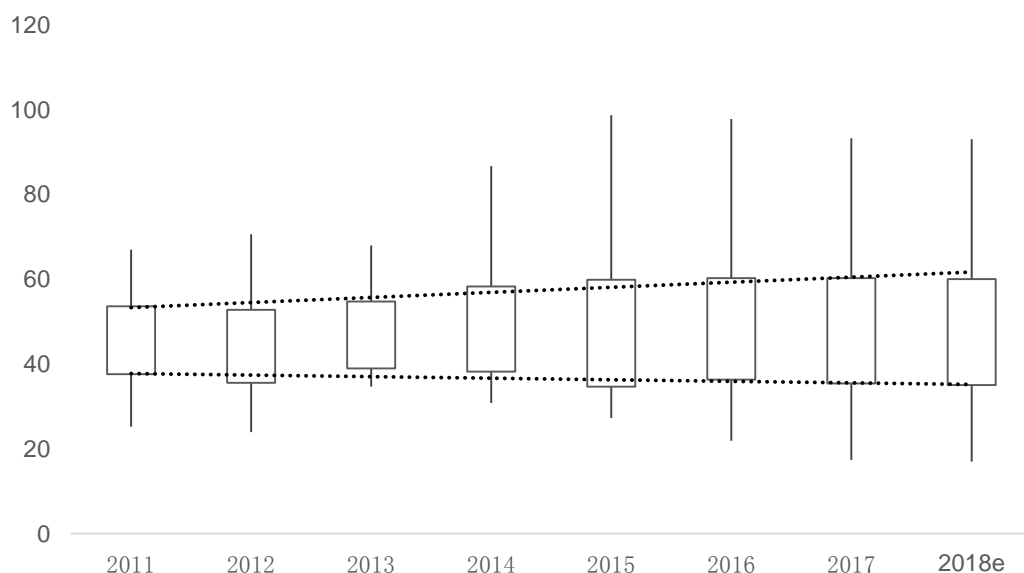


数据来源：彭博、大公

欧美企业盈利稳定将继续保障其偿债能力。对成本较强的控制能力使欧美大部分纸制品企业盈利保持稳定。由于债务规模增长快于盈利，2017 年欧美样本企业债务/息税折旧摊销前利润总

体呈现上行态势，企业盈利对债务的覆盖程度有小幅下降（图 4-2）。但近年来样本企业息税折旧摊销前利润利息覆盖倍数呈现逐渐缓慢上升趋势，企业偿付借款利息的能力较强，预计 2018 年欧美纸制品企业盈利水平波动较小，盈利对债务的覆盖程度变化不大。截至 2017 年第三季度，金佰利因自身债务规模扩大导致债务资本比率上升，Verso 公司因印刷书写纸下游需求萎缩长期债务负担过重，其他样本企业债务资本比率波动较小（图 4-3）。预计 2018 年欧美纸制品企业自有资本对债务的保障程度变化不大。此外，欧美纸制品企业速动资产对流动负债的比值波动较小，截至 2017 年第三季度样本企业速动比率平均较上年小幅下降约 0.9%。预计 2018 年企业的流动性风险将整体可控。总体来看，欧美纸制品行业 2018 年信用风险变化不大，较强的成本控制能力继续稳定其盈利并为债务偿付提供根本保障，主要风险将集中于以印刷书写纸为主营产品且债务负担过重的少部分企业。

图 4-3：欧洲和美国样本纸制品企业债务资本比率（%）



数据来源：彭博、大公