

# 山鹰纸业 (600567.SH)

## 海外布局领先，积极拓展包装互联网平台

本报告与众不同的地方：我们建立吨纸净利润测算模型，看不同价格水平下公司的盈利能力。废纸系包装纸面临2020年原材料无法进口的问题，业态可能发生一些变化，纸厂盈利水平也会出现波动，因此本文在未来原材料结构变化的不同情境下，看公司的吨纸盈利水平。

**测算结果：固定当前箱板纸和国废价格，外废使用量降至0较难实现盈利，使用100万吨废纸浆替代可单吨利润可提高122元。**我们预测19年公司外废可得量降低35%，国废价格较18年下降10%，箱板纸价格降低10%~15%（持平进口包装纸价格），国外废价差在700~1200元/吨，19年公司包装纸吨净利水平在100~300元可能性较大；若外废降至0，吨净利水平为-62~-246元。若未来箱板纸价格较18年降低10%，国外废价差900元/吨左右，公司外废使用量由32%降至0，对应吨净利由258元降低至-62元；若使用100万吨废纸浆进行补充，吨净利提高122元，由384降至30元。

山鹰纸业是目前国内唯一一家集再生纤维回收、造纸、包装、印刷、贸易、物流、投融资等为一体的国际化纸业集团。公司主营造纸业务，15年以来增长迅速，经历17年造纸行业上升周期，17年和18年又收购3家纸厂实现逆行业增长，15~18年收入/归母净利润/扣非归母净利润 CAGR 分别为35.5%/148.4%/166.1%。包装业务收入16~18年平均增速27.5%，18年包装总产能达12亿平米。17~18年相继收购福建联盛、北欧纸业和美国凤凰纸业，18年公司造纸总产量超过460万吨，2016年定增建设华中造纸基地一期项目，一期总产能达127万吨，预计2019年底公司造纸总产能将达到600万吨。

箱板瓦楞纸受制于亚洲产能供给，未来价格以稳为主。16~18年供给侧改革及环保趋严，进口废纸受限叠加生产运输成本上升的背景下，包装纸价格大幅上涨，长期高于进口，箱板/瓦楞纸税后价格在4800/4000元/吨。因此国内原纸贸易商及大型纸板厂被迫开拓新的进口原纸渠道，目前已形成较为成熟的渠道。17年国内进口原纸量大幅增长，箱板/瓦楞纸进口量累计增长37.1%/666.3%，18年分别同比增长51.0%/71.3%。当前国内大厂利用东南亚低成本优势，在东南亚积极布局浆纸产能，预计未来国内箱板瓦楞纸价将主要受到亚洲产能投放的影响，并且价格将受到进口纸价压制。

公司海外布局领先，缓解原材料成本压力。18年公司收购欧洲最大的废纸贸易商WPT，增强公司对欧废渠道的掌控能力，公司45%外废为欧废，未来将通过WPT采购，有利于稳定价格；另一方面，未来国内废纸政策若进一步收紧，将有利于欧洲废纸浆的布局。18Q4收购美国凤凰纸业，该纸厂36万吨牛卡纸产线已技改完成，我们预计将于19年试产，另一条产线经公司修复后具备废纸浆生产能力。

利用自身产业链资源优势，拓展包装平台业务。包装行业市场规模接近1万亿，17年我国人均包装纸消费量50.8平米，不及美国108.5平米的一半，未来市场仍有较大扩张空间。受到区域性限制，包装行业整合进程较慢，集中度较低，我国包装行业CR5仅6.7%，CR10为9.4%，欧美、澳洲等国家CR5达到80%以上。在此背景下，包装行业平台化整合趋势显现，通过平台聚合包装产业链上下游企业，提高包装行业上下游整体经营效率。

公司合作互联网和印刷行业经验丰富的云印，共同开发包装产业互联网平台，针对长尾包装客户，为其提供SAAS系统、包装专业技术服务、订单整合采购服务、供应链金融技术等服务。云印业务模式基本确立，截止2019年3月底，平台入驻商户总计达2500余家，日订单900份，单月GMV超过人民币1亿元，初步具备快速扩张能力。18年云印已实现3323万元收入，19年月GMV翻倍增长，可能带来收入翻倍增长至6650万元。平台未来的盈利将来自于从如下三方面服务中收取的服务费：生产效率提升导致成本下降、物流效率提升导致配送费用下降和三级厂客户资金服务。

公司为包装纸行业龙头，海外布局领先，缓解成本端压力，利用产业链资源优势推进包装产业互联网平台，有望纵向整合包装行业，首次覆盖给予“增持”评级。预计公司19~21年实现归母净利润18.57/18.88/20.75亿元，同比变动-42.0%/1.6%/10.0%，对应PE 8.2X/8.1X/7.4X。

**风险提示：**原材料价格波动，下游需求不及预期，项目建设不及预期、模型假设的局限性。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	17,470	24,367	23,860	28,479	29,550
增长率 yoy (%)	44.0	39.5	-2.1	19.4	3.8
归母净利润(百万元)	2,015	3,204	1,857	1,888	2,075
增长率 yoy (%)	471.0	59.0	-42.0	1.6	10.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.44	0.70	0.41	0.41	0.45
净资产收益率(%)	19.3	25.4	11.1	10.3	10.3
P/E(倍)	7.6	4.8	8.2	8.1	7.4
P/B(倍)	1.5	1.2	1.0	0.9	0.8

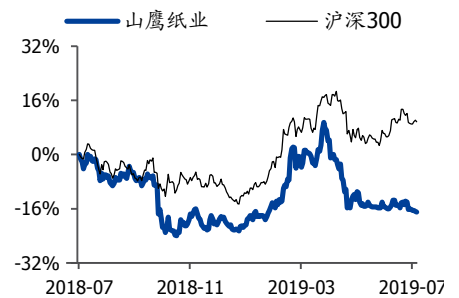
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入(首次)

#### 股票信息

行业	造纸
最新收盘价	3.32
总市值(百万元)	15,221.23
总股本(百万股)	4,584.71
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	18.31

#### 股价走势



#### 作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	9,175	12,034	14,006	14,278	12,155
现金	2,319	3,522	5,828	3,345	3,471
应收账款	2,208	2,945	2,101	3,922	2,327
其他应收款	176	0	172	33	180
预付账款	116	113	112	157	122
存货	2,328	2,475	2,388	3,570	2,587
其他流动资产	2,028	2,978	3,405	3,251	3,468
<b>非流动资产</b>	17,755	23,873	23,125	26,675	26,918
长期投资	740	1,046	1,350	1,654	1,959
固定资产投资	10,685	12,836	12,361	15,602	15,853
无形资产	1,181	1,413	1,465	1,537	1,614
其他非流动资产	5,149	8,578	7,948	7,881	7,492
<b>资产总计</b>	26,931	35,906	37,130	40,953	39,073
<b>流动负债</b>	12,331	15,114	14,728	17,595	15,356
短期借款	5,039	9,194	9,194	10,363	9,456
应付账款	2,121	2,558	2,180	3,624	2,374
其他流动负债	5,171	3,362	3,353	3,608	3,526
<b>非流动负债</b>	4,155	7,257	5,698	4,968	3,482
长期借款	3,743	6,613	5,054	4,324	2,838
其他非流动负债	412	644	644	644	644
<b>负债合计</b>	<b>16,485</b>	<b>22,371</b>	<b>20,426</b>	<b>22,563</b>	<b>18,838</b>
少数股东权益	77	354	356	358	360
股本	3,260	3,274	4,585	4,585	4,585
资本公积	4,339	4,370	4,370	4,370	4,370
留存收益	2,724	5,320	6,863	8,462	10,260
归属母公司股东收益	10,368	13,181	16,349	18,032	19,876
<b>负债和股东权益</b>	26,931	35,906	37,130	40,953	39,073

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	2,780	3,248	3,449	2,434	4,933
净利润	2,020	3,437	1,859	1,889	2,078
折旧摊销	649	859	871	1,018	1,198
财务费用	616	738	729	724	735
投资损失	29	8	7	7	7
营运资金变动	-528	-1,843	-17	-1,204	916
其他经营现金流	-7	50	-0	-0	-0
<b>投资活动净现金流</b>	-5,195	-3,827	-130	-4,575	-1,448
资本支出	794	1,680	-1,052	3,246	-62
长期投资	-695	-359	-304	-304	-304
其他投资现金流	-5,096	-2,506	-1,487	-1,633	-1,814
<b>筹资活动净现金流</b>	2,665	867	-1,013	-1,510	-2,452
短期借款	-347	4,155	0	0	0
长期借款	1,133	2,870	-1,559	-730	-1,486
普通股增加	19	14	1,310	0	0
资本公积增加	50	31	0	0	0
其他筹资现金流	1,809	-6,204	-764	-780	-967
<b>现金净增加额</b>	252	217	2,306	-3,651	1,033

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	17,470	24,367	23,860	28,479	29,550
营业成本	13,449	18,749	18,985	23,256	24,033
营业税金及附加	171	258	214	272	287
营业费用	696	965	942	1,082	1,123
管理费用	622	857	847	968	1,005
财务费用	616	738	729	724	735
资产减值损失	40	-95	48	57	59
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资净收益	-29	-8	-7	-7	-7
<b>营业利润</b>	2,291	3,339	2,088	2,113	2,301
营业外收入	13	599	50	50	70
营业外支出	74	22	20	10	4
<b>利润总额</b>	2,230	3,916	2,118	2,153	2,367
所得税	210	480	259	264	290
<b>净利润</b>	2,020	3,437	1,859	1,889	2,078
少数股东收益	6	233	2	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	2,015	3,204	1,857	1,888	2,075
EBITDA	3,362	5,663	3,599	3,781	4,182
EPS (元/股)	0.44	0.70	0.41	0.41	0.45

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	44.0	39.5	-2.1	19.4	3.8
营业利润 (%)	1027.7	45.7	-37.5	1.2	8.9
归属母公司净利润 (%)	471.0	59.0	-42.0	1.6	10.0
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	23.0	23.1	20.4	18.3	18.7
净利率 (%)	11.5	13.1	7.8	6.6	7.0
ROE (%)	19.3	25.4	11.1	10.3	10.3
ROIC (%)	12.3	13.8	7.5	7.1	7.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	61.2	62.3	55.0	55.1	48.2
净负债比率 (%)	67.2	100.8	58.3	69.7	50.9
流动比率	0.7	0.8	1.0	0.8	0.8
速动比率	0.6	0.6	0.8	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.74	0.78	0.65	0.73	0.74
应收账款周转率	9.3	9.5	9.5	9.5	9.5
应付账款周转率	7.5	8.0	8.0	8.0	8.0
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.44	0.70	0.41	0.41	0.45
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.25	0.33	0.75	0.53	1.08
每股净资产 (最新摊薄)	2.26	2.81	3.50	3.87	4.27
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	7.6	4.8	8.2	8.1	7.4
P/B	1.5	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.7	5.2	7.1	7.6	6.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

山鹰纸业：包装纸龙头企业，收购扩张延伸产业链.....	5
行业：箱板瓦楞纸价趋于平稳，包装行业平台化整合推进.....	8
箱板瓦楞纸：受制于亚洲产能供给，未来价格以稳为主.....	8
纸包装行业市场空间广阔，平台化整合趋势显现.....	9
下游需求驱动力维持，纸包装市场稳步增长.....	9
多因素推动市场向龙头集中进程，平台化整合趋势显现.....	10
公司：海外布局领先，积极拓展包装互联网平台.....	12
前瞻性海外布局，缓解原材料成本压力.....	12
吨纸净利测算模型.....	13
关键假设.....	13
基础模型：假设维持 2018 年价格不变.....	14
使用外废.....	15
使用废纸浆.....	17
总结.....	19
利用自身产业链资源优势，拓展包装平台业务.....	19
盈利预测与估值分析.....	22
盈利预测.....	22
估值分析.....	24
风险提示.....	24

## 图表目录

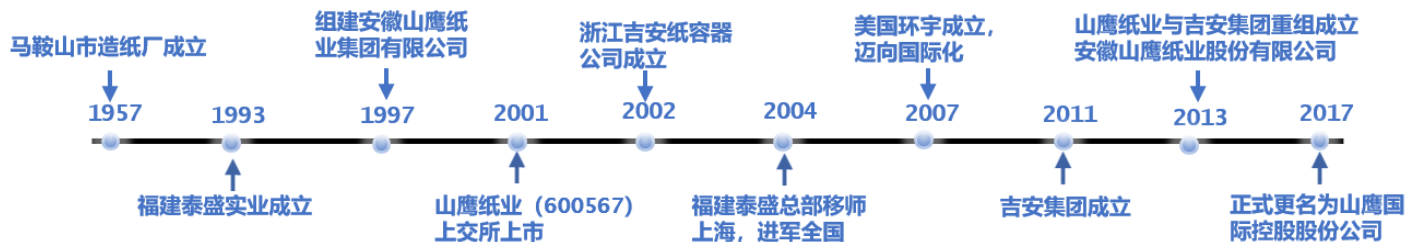
图表 1：山鹰纸业发展历程.....	5
图表 2：山鹰纸业收入及同比增速.....	5
图表 3：山鹰纸业归母净利润及同比增速.....	5
图表 4：公司各项业务收入占比.....	6
图表 5：各业务毛利率变化.....	6
图表 6：公司毛利率和净利率变动.....	6
图表 7：山鹰纸业产能分布.....	7
图表 8：公司收购情况.....	7
图表 9：公司实控人为吴明武夫妇，股权结构稳定.....	7
图表 10：国内箱板纸价格.....	8
图表 11：国内瓦楞纸价格.....	8
图表 12：自 17 年箱板纸进口量大幅增长.....	8
图表 13：自 17 年瓦楞纸进口量大幅增长.....	8
图表 14：进口箱板纸价与国产箱板纸纸价.....	9
图表 15：进口瓦楞纸价与国产瓦楞纸纸价.....	9
图表 16：瓦楞纸包装人均消耗对比（单位：平方米/人）.....	9
图表 17：瓦楞纸包装市场营业收入稳健增长.....	9
图表 18：中国线上零售额增速快，规模大.....	10
图表 19：快递业务增速稳健.....	10
图表 20：2017 年瓦楞纸包装行业 CR5 国际对比.....	10
图表 21：造纸及纸制品企业数量（家）.....	10
图表 22：三级纸厂原料、产品差异.....	11

图表 23: 18 年至今废纸进口量大幅下滑.....	12
图表 24: 国废与美废价差.....	12
图表 25: 龙头包装纸厂外废配额量高.....	13
图表 26: 模型假设.....	14
图表 27: 基础模型 (产能、使用量单位: 万吨, 单吨价格单位: 元/吨; 价格单位: 元/吨, 所有价格均为不含税价格).....	15
图表 28: 公司使用外废量下降 35% 情境下, 不同价格水平对应的吨净利.....	16
图表 29: 公司使用外废量降到 0 情境下, 不同价格水平对应的吨净利.....	17
图表 30: 外废使用量变动模型 (产能、使用量单位: 万吨, 单吨价格单位: 元/吨; 价格单位: 元/吨, 所有价格均为不含税价格).....	17
图表 31: 公司使用 65 万吨废纸浆情境下, 不同价格水平对应的吨净利 (元/吨).....	18
图表 32: 公司使用 100 万吨废纸浆情境下, 不同价格水平对应的吨净利 (元/吨).....	18
图表 33: 废纸浆使用量变动模型 (产能、使用量单位: 万吨, 单吨价格单位: 元/吨; 价格单位: 元/吨, 所有价格均为不含税价格).....	19
图表 34: 19 年 5 月山鹰增资云印, 实现对其并表.....	20
图表 35: 云印微供平台业务模式.....	21
图表 36: 云印 GMV 和收入提升迅速.....	21
图表 37: 山鹰纸业收入拆分 (单位: 百万元).....	23
图表 38: 山鹰纸业历史 PB.....	24
图表 39: 可比公司估值.....	24

## 山鹰纸业：包装纸龙头企业，收购扩张延伸产业链

山鹰纸业是目前国内唯一一家集再生纤维回收、造纸、包装、印刷、贸易、物流、投融资等为一体的国际化纸业集团。公司于1957年成立，2001年上交所上市，主营业务为箱板纸、瓦楞原纸、特种纸、纸板及纸箱的生产和销售以及国内外再生纤维贸易业务，18年末公司造纸总产能达470万吨，包装产能13亿平米。公司凭借产业链一体化的优势，实现再生纤维、造纸及包装三项业务协同发展。造纸及包装印刷规模均位居全国前列，公司包装纸产销量位居中国第三，占中国市场份额为9%，在中国最大的华东市场占据25%份额排名第一，公司特种纸在全球有领先的市场份额；公司包装板块销量位居中国第二，整体市场份额为1.6%。

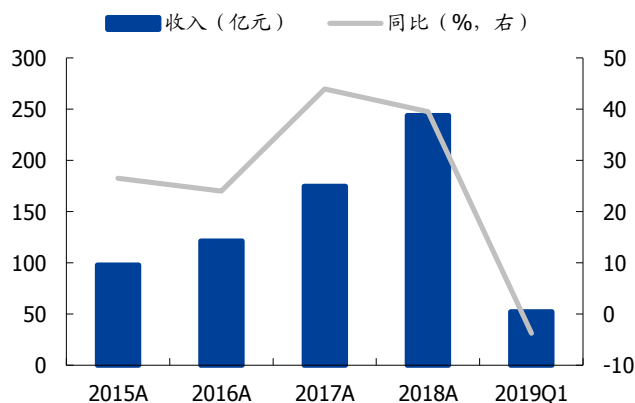
图表1：山鹰纸业发展历程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

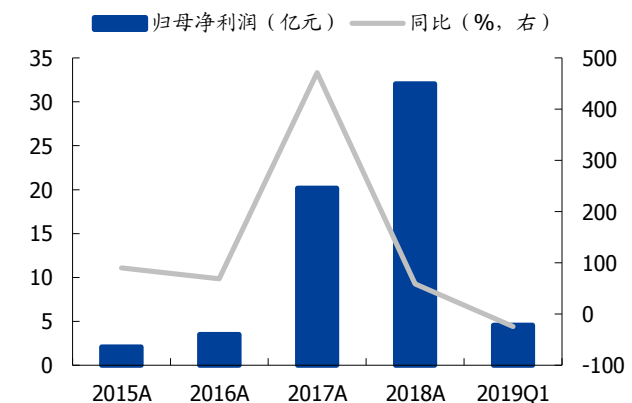
公司扩张迅速，18年实现逆行业增长。公司15年以来增长迅速，经历17年造纸行业上升周期，18年又收购3家纸厂实现逆行业增长，15~18年收入/归母净利润/扣非归母净利润 CAGR 分别为35.5%/148.4%/166.1%。18年实现收入243.67亿元，同比增长39.5%；实现归母净利润32.04亿元，同比增长59.0%；实现扣非归母净利润26.77亿元，同比增长33.8%。

图表2：山鹰纸业收入及同比增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表3：山鹰纸业归母净利润及同比增速



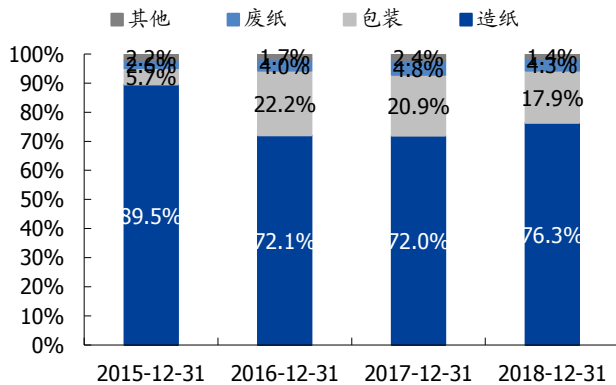
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

产业链布局逐步完善，下游布局包装业务，18年收购欧洲废纸贸易公司。公司主营造纸业务，并充分利用自身原纸生产供应优势，经营包装业务，提高产能利用率。包装业务收入16~18年平均增速27.5%，18年包装总产能超过12亿平米，包装业务贡献17.9%



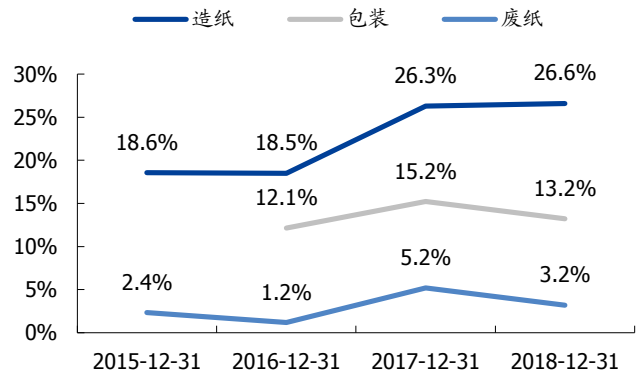
收入，贡献 10.3% 的毛利润。18 年 6 月收购欧洲最大废纸贸易商荷兰 WPT，提高公司对上游原材料废纸管控能力，有助于稳定公司废纸采购量和价格。公司产业链向上下游不断延伸，未来生产效率有望继续上升。

图表 4: 公司各项业务收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

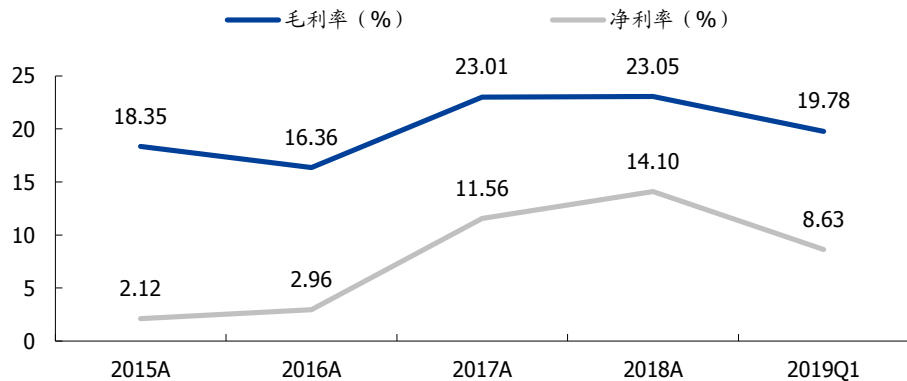
图表 5: 各业务毛利率变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**扩充产品品类, 利润率提升。**2016~2018 年公司毛利率持续上升, 净利率随之共振。2017 年毛利率/净利率分别同比提升 6.65/8.6pct 至 23.01%/11.56%, 主要是由于 2017 年造纸行业景气向上, 公司开拓利润率较高的特种纸细分市场。公司具备外废优势, 18 年国废价格上涨背景下, 公司毛利率净利率维持相对稳定。

图表 6: 公司毛利率和净利率变动



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**17~18 年相继收购 3 家纸厂, 华中造纸基地布局, 扩张造纸产能和品类。**公司两大原纸基地在安徽马鞍山和浙江海盐, 分别有箱板原纸产能 170/135 万吨。17 年底收购福建联盛, 18 年 1 月对其进行技改, 联盛产能提升 30 万吨至 105 万吨。18 年公司造纸总产量超过 460 万吨, 2016 年定增建设华中造纸基地, 并将于 19 年建设完毕, 华中地区瓦楞原纸总产能达 127 万吨, 预计 2019 年公司造纸总产能将达到 600 万吨。2017 年底公司收购挪威的北欧纸业, 主营特种纸, 产能达 26 万吨。北欧纸业特种纸毛利率达到 30% 以上, 17 年收购北欧纸业后公司造纸业务毛利率提升。北欧纸业特种纸盈利能力良好, 预计未来利润贡献将上升。18Q3 公司完成对美国凤凰纸业收购, 经技改后, 凤凰纸业具备年产 36 万吨的高端牛卡纸/木浆生产能力, 将有助于公司在北美落地生产基地, 打开北美的包装纸市场。

图表 7: 山鹰纸业产能分布

	基地	产能 (万吨)
现有产能	马鞍山 (安徽)	170
	海盐 (浙江嘉兴)	135
	联盛 (福建)	105
	北欧	26
	凤凰纸业	36
合计		472
在建产能	华中造纸 (一二期, 在建, 2019 投产)	127
	华中三期 (待建)	49
	华中四期 (待建)	44
	合计	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

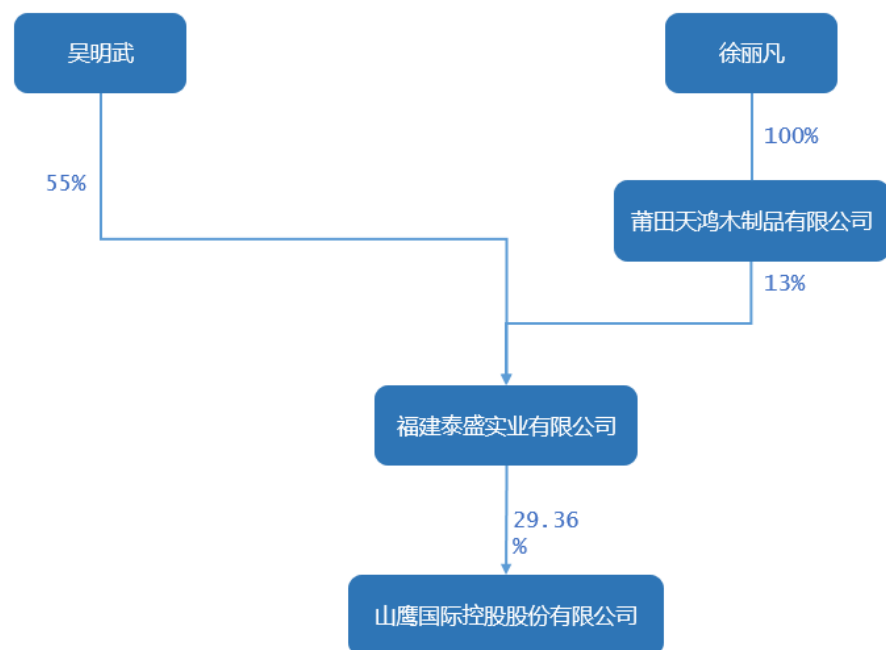
图表 8: 公司收购情况

公告日期	收购标的	收购标的产能	收购金额	并表日期
2017年7月	北欧纸业	浆纸年生产能力 50 万吨	24 亿瑞典克朗, 约合 19.52 亿元人民币	2017-10-24
2017年12月	联盛纸业	年产 75 万吨包装纸	19 亿元	2018-01-23
2018年6月	WPT	整合完成后废纸贸易量将超过 300 万吨	3828 万欧元	2018-07-31
2018年8月	凤凰纸业	年产 36 万吨的高端牛卡纸/木浆生产能力	1600 万美元	2018-09-06

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司股权结构集中, 实控人为吴明武、徐丽凡夫妇。公司实控人为吴明武、徐丽凡夫妇, 通过福建泰盛实业有限公司实际持有公司 29.36% 的股份, 对公司拥有较强掌控力, 有利于公司各项发展战略的顺利实施。

图表 9: 公司实控人为吴明武夫妇, 股权结构稳定



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 行业：箱板瓦楞纸价趋于平稳，包装行业平台化整合推进

### 箱板瓦楞纸：受制于亚洲产能供给，未来价格以稳为主

2016-2018年，箱板瓦楞纸价格在供给侧改革环保严查，进口废纸严限叠加生产运输成本上升的背景下，出现快速大幅上涨，最高价格出现在2017年10月上旬，其余大部分时间，箱板纸价格都在4800元/吨以上，瓦楞纸价格都在4000元/吨以上。而进口箱板纸税后总额价格在4800元/吨一线，瓦楞纸价格在4000元/吨一线，相对平稳。

图表 10: 国内箱板纸价格



资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

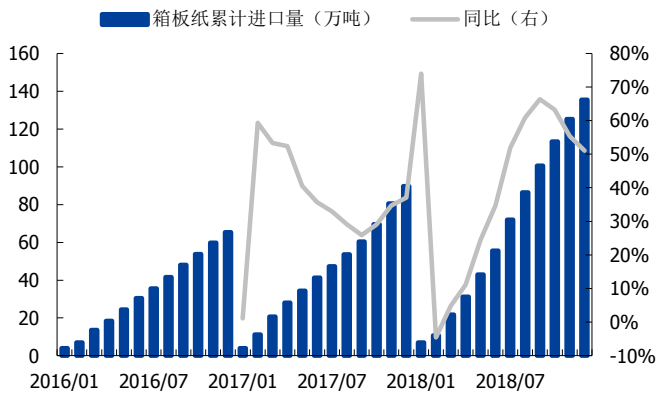
图表 11: 国内瓦楞纸价格



资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

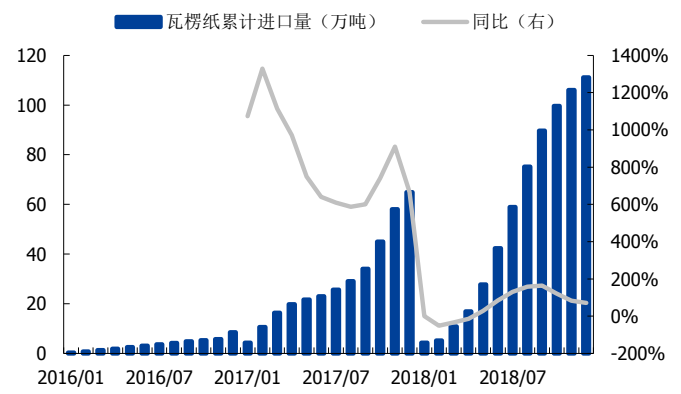
由于国内原纸价格长时间高于进口纸价，国内原纸贸易商及大型纸板厂被迫开拓新的进口原纸渠道，2017年起，国内进口原纸量大幅增长，17年全年箱板/瓦楞纸进口量累计增长37.1%/666.3%，18年分别同比增长51.0%/71.3%，目前已形成较为成熟的渠道。

图表 12: 自 17 年箱板纸进口量大幅增长



资料来源：纸业联讯，国盛证券研究所

图表 13: 自 17 年瓦楞纸进口量大幅增长

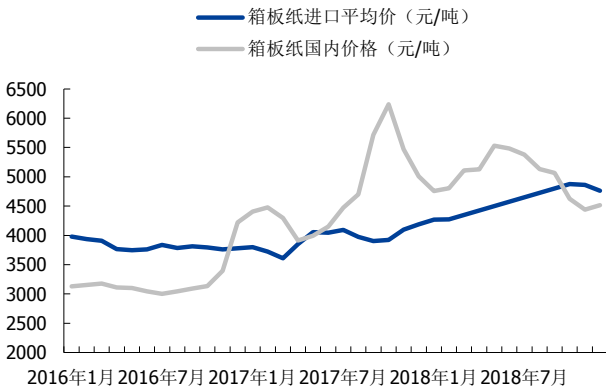


资料来源：纸业联讯，国盛证券研究所

若国内原纸价格再次上涨至进口原纸价格之上，贸易商及大型纸板厂将启动进口，平抑价格上涨趋势。对比进口箱板瓦楞纸价和国内售价，可以观察到进口纸价对国内纸价的压制作用。

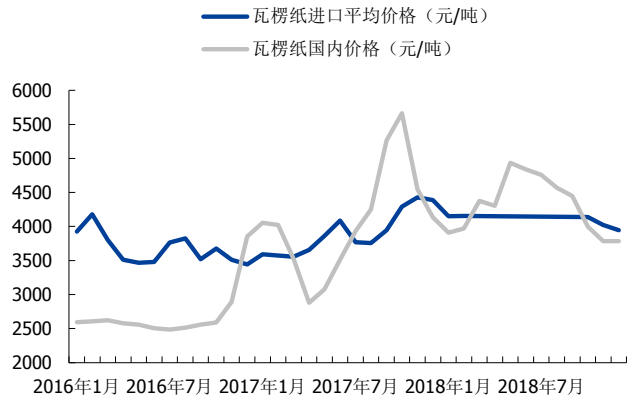


图表 14: 进口箱板纸价与国产箱板纸纸价



资料来源: 纸业联讯, 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 15: 进口瓦楞纸价与国产瓦楞纸纸价



资料来源: 纸业联讯, 卓创资讯, 国盛证券研究所

未来包装纸价将主要受制于亚洲产能供给。由于进口废纸将逐步被中国挡在门外, 美废和欧废等外废将大量流入东南亚及南亚国家, 我们判断国内大型纸厂将会逐步启动东南亚及南亚国家原纸产能布局。当地产能将获得较为低价的原材料, 以降低生产成本, 使得出口到中国的原纸价格有一定的降价空间。因此, 未来国内箱板瓦楞纸价将主要受到亚洲产能投放的影响, 并且价格将受到进口纸价压制。

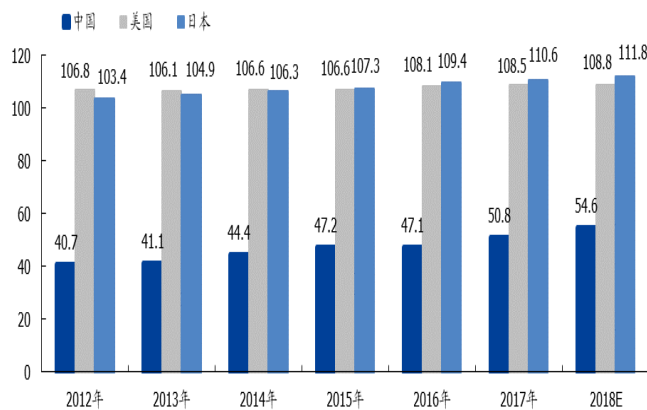
## 纸包装行业市场空间广阔, 平台化整合趋势显现

### 下游需求驱动力维持, 纸包装市场稳步增长

目前我国国内纸包装行业规模庞大, 2017年国内纸质包装业产值约9521亿元, 约占整体包装行业总产值43.7%, 仍然处于稳健增长的阶段, 2015-2017年CAGR为13.6%。其中, 公司所处瓦楞纸包装市场, 根据Frost&Sullivan数据, 2017年瓦楞纸包装行业营业收入约256.3亿元, 2012-2017年CAGR为13.2%。2017年行业营收规模增速明显主要来源于2017年Q3开始原材料成本飙升, 导致瓦楞纸包装产品平均价格上升。

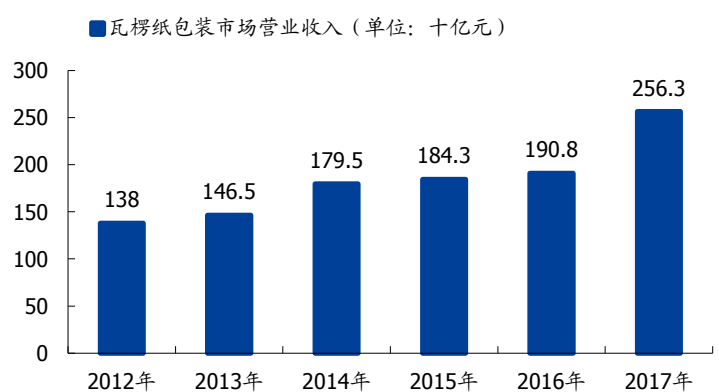
瓦楞纸包装行业规模持续扩大的主要驱动力: 宏观经济景气度、人均消耗量提升、线上购物增长及政府有利政策指引。

图表 16: 瓦楞纸包装人均消耗对比 (单位: 平方米/人)



资料来源: 国际瓦楞纸箱协会 (ICCA), 国盛证券研究所

图表 17: 瓦楞纸包装市场营业收入稳健增长

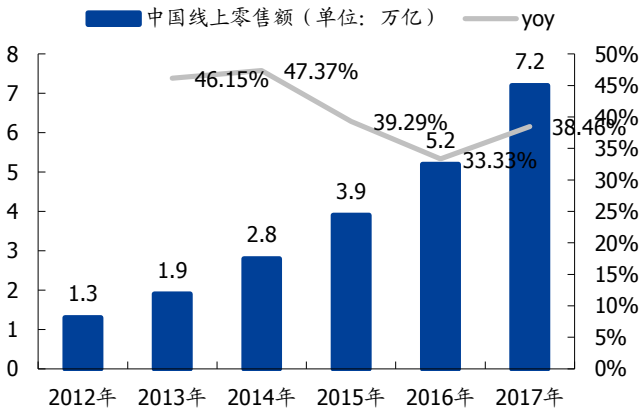


资料来源: Frost&Sullivan, 国盛证券研究所

我国瓦楞纸包装人均消费量远低于日、美等国家, 提升空间广阔。2017年我国瓦楞纸包

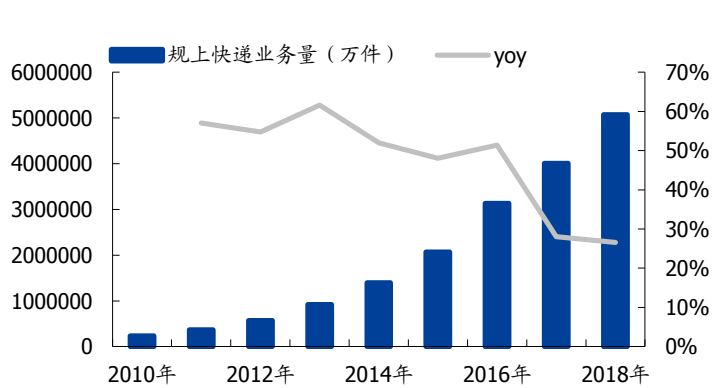
装人均消费量 50.8 平方米/人，美国同期为 108.5 平方米/人，日本为 110.6 平方米/人，提升空间几乎有一倍以上，行业规模远未触及边界。

图表 18: 中国线上零售额增速快，规模大



资料来源: CNNIC, 国盛证券研究所

图表 19: 快递业务增速稳健



资料来源: 国家邮政局, 国盛证券研究所

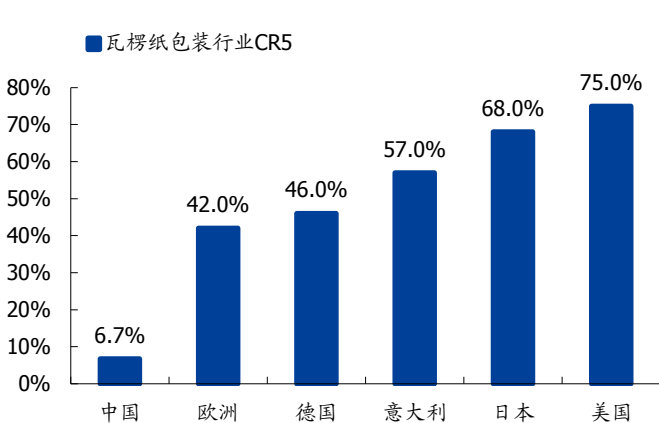
我国线上消费习惯逐步成熟，快递业务增长是为瓦楞纸包装行业重要增量。2018 年我国规模以上快递业务量 507.10 亿件，同比提升 26.60%，伴随我国线上消费习惯趋于成熟，增速趋于稳健，经历过去十年高速增长，快递业务总量规模较大，2019 年仍有望维持 20% 以上增速。根据国家邮政局披露数据显示，2016 年包装箱（瓦楞纸箱）占快递业务量比重为 27.49%，我们推算 2018 年快递产生的瓦楞纸箱需求约为 139.4 亿件。若快递业务量以中性悲观预期增速为 20%，则快递产生的瓦楞纸箱需求 2019-2020 年约为 167.3、200.7 亿件，每年约增加 30 亿件。

政府政策鼓励发展环保型及可循环利用的包装材料，瓦楞纸包装包含 93% 的可循环再用材料。瓦楞纸包装产品具有轻量化、可回收利用、易降解等特点，被认为是“绿色包装”，符合我国低碳循环经济及节能、减排的目标。

### 多因素推动市场向龙头集中进程，平台化整合趋势显现

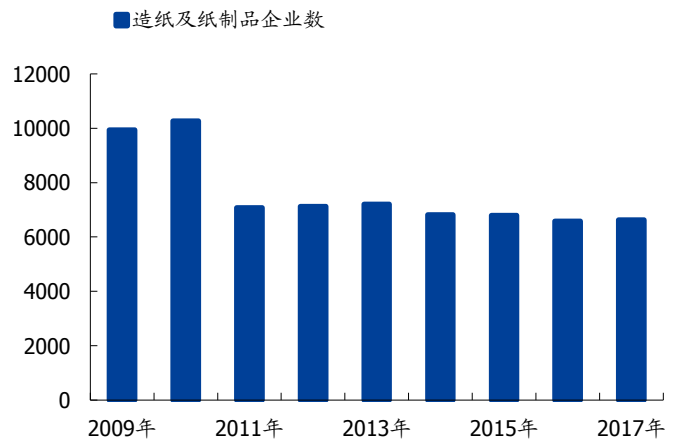
我国包装产业呈现“大而高度分散”的格局，集中度低，属于原子型市场结构。截至 2017 年，全国包装企业总数达 25.21 万家，规上企业仅 3 万余家，90% 左右为中小企业。瓦楞纸行业 CR5 占比于 2017 年仅 6.7%，CR10 为 9.4%，欧美、澳洲等国家 CR5 达到 80% 以上，我国纸包装行业集中度提升空间大。

图表 20: 2017 年瓦楞纸包装行业 CR5 国际对比



资料来源: Frost&Sullivan, 国盛证券研究所

图表 21: 造纸及纸制品企业数量 (家)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

纸包装行业集中度提升进程持续，基于以下几个原因，未来市场将向头部企业集中：

**1) 中小型包装纸厂面临代际更替问题：**中小型包装纸厂多为家族式经营企业，并且创始人 50~60 年代“创一代”，已基本接近退休年纪，并考虑家族企业继承问题，但其子女多留学海外或进入其他新兴行业，接手传统制造业的意愿较低，因此这部分中小型企业未来需要通过合适的途径退出市场。

**2) 纸价维持高位，中小企业营商环境恶化：**17 年纸价大幅上涨后，18 年虽有所回落，但包装纸价仍维持相对高位，挤出部分小型包装企业。国家对企业征税等行为进行规范，以及资金成本较高等问题导致近两年中小型企业营商环境较差，规范成本增加，加速退出市场。

**3) 下游需求高端化趋势显现：**消费升级趋势下，包装行业下游客户对其包装的要求也在不断提升，高端化趋势逐步显现，而中小型包装企业的产能难以满足下游需求，未来生存空间将逐步被压缩。

**包装行业集中度持续提升，但进程慢的原因：**

瓦楞纸包装行业，集中度提升虽为趋势，但速率实则缓慢。2013 年 CR5 约为 2.85%，2016 年为 4.86%，2017 年为 6.70%，合兴包装 2018 年市占率约为 3%。造成行业格局高度分散，集中度提升缓慢的理由我们认为有三点：

**1) 销售半径制约。**瓦楞纸包装行业具有“50-100 公里”销售半径，龙头的规模化、精细化带来的成本优势，一旦运输半径超过 100 公里则开始边际减弱，具有距离优势的中小产能相对盈利能力更强。

**2) 三级厂资本、技术准入门槛低。**由于三级厂只需外购瓦楞纸板进行加工，不生产原纸及纸板，技术及投资门槛低，中小型三级厂大量存在。环保政策趋严，主要受影响的是一级厂。

图表 22: 三级纸厂原料、产品差异

	生产原材料	出产产品
一级厂	纸浆、废纸	箱板纸、瓦楞芯纸、瓦楞纸板、瓦楞纸箱
二级厂	箱板纸、瓦楞芯纸	瓦楞纸板、瓦楞纸箱
三级厂	瓦楞纸板	瓦楞纸箱

资料来源：中国纸业网，国盛证券研究所

**3) 纸包行业已形成区域性生态，龙头跨区域新增产能容易形成地区性博弈格局，外延并购实际操作难度大。**在已有区域性生态中，中小产能在当地获取订单能力相对较强。龙头扩张通常通过新增产能、外延并购两种途径。在已有生态中新增产能，可能同当地已有中小产能发生价格竞争，形成博弈格局。并且新增产能爬坡需要一定时间，重资产扩张面临一定投资风险。外延并购实际操作难度大：其一，中小型厂控制人仍为一代创业者不愿转卖资产，谈判难度较大。其二，中小型厂规范程度不一，涉及税务、员工五险一金、环保卫生等问题，并入龙头体系内规范化改造成本高。

**包装行业平台化整合趋势显现，通过平台聚合包装产业链上下游企业。**纸包装行业市场空间接近 5000 万亿，90% 为中小型企业，虽然行业集中度在不断提升，但进程却非常缓慢。在这样的背景下包装企业和原纸厂都开始探索其他的整合路径，首先是合兴包装 2016 年 PSCP 平台建立，2018 年裕同科技 S2B 平台推出，2019 年山鹰纸业云印包装互联网产业链平台开启。包装行业平台化整合模式，通过将中小型供应商和下游订单聚合到一个平台上，进行撮合匹配，提高包装行业上下游整体经营效率。而不同的公司利用平台整合，对其自身原材料采购和订单增加形成利好，并通过收取服务费和效率提升等形成利润。

平台化整合模式具备以下优势，因此在全新的行业整合模式下，未来包装行业集中度有望加速提升：

传统模式整合阻力大，并购风险高，不适合国内纸包装行业实情，平台整合上下游供给与需求信息，优化产业链配置效率。各地包材供应伙伴企业在供应链平台发布产能信息，在公司未开设工厂的业务区域或需求旺季产能不足时，将订单分包给其他包材供应商，实现整合各地产能。

解决公司新增产能及并购痛点：

- **非博弈形式新增产能：**平台以资金支持合作伙伴新增产能，及利用大数据发现产能空白区后自建产能两种方式，实现非博弈形式的产能扩张，不破化当地生态价值链，并且降低新增产能投资风险，在产能空白点实施精确的实质性扩张。
- **筛选优质并购标的：**通过平台深度合作，平台公司可发掘内部管控严格、经营效率高的优质产能，精细化选择最优并购标的，高效率进行横向并购，提高并购成功率。

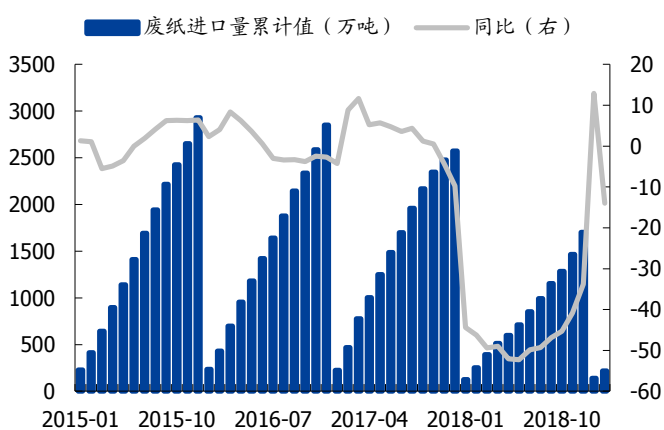
**平台整合模式可复制：**三级递进式的整合模式简洁，流程可标准化复制，合作伙伴排队入场，从曾经的“找项目”到现在的信息汇聚，提升整合效率。合作流程建立起一套筛选及递进流程，三级递进整合实现流程化、标准化。

## 公司：海外布局领先，积极拓展包装互联网平台

### 前瞻性海外布局，缓解原材料成本压力

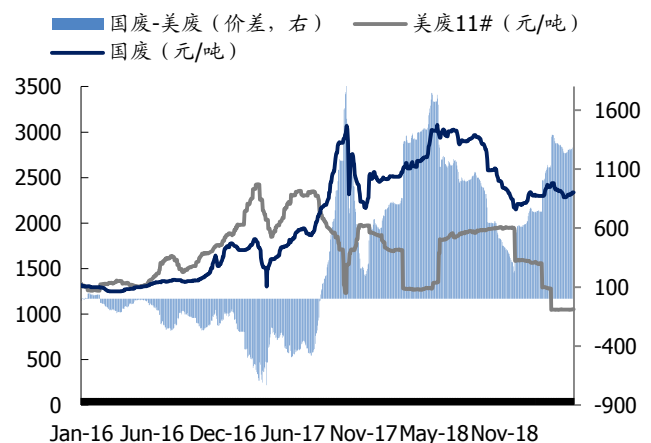
17年环保趋严，进口废纸量下降10%，18年再出“禁废令”，废纸进口量大幅降低34%，18年进口废纸配额同比下降35%至1816万吨。截至19年4月末，已发放的进口废纸配额总量798万吨，较去年同期下降26%。外废进口量大幅下滑带来国内废纸缺口，导致国废价格大涨，目前价格2300元/吨，较2016年价格上涨92%。同时外废由于国内需求下降，价格下滑，当前国废价格高出美废11#接近1300元/吨。

图表 23：18 年至今废纸进口量大幅下滑



资料来源：海关总署，国盛证券研究所

图表 24：国废与美废价差



资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

当前外废配额量行业内较高，成本端具备相对优势。龙头包装纸厂具备绝对外废配额优势，玖龙、理文、山鹰三家企业外废配额量在总量中占比接近60%。根据17/18年山鹰箱板原纸产量337/415万吨，每年对应约371/457万吨废纸需求量。2017/2018年山鹰外废配额量256/246万吨，在总废纸配额量中分别占比9.1%/13.6%。2018年外废配额量虽较17年出现下滑，由于进口废纸单价低于国废1000元/吨以上，公司包装原纸单



吨毛利在 1000 元以上，毛利率仍在 25%左右，高出太阳纸业包装纸毛利率 10pct。19 年外废配额仍将向龙头纸厂集中，当前公司相较于其他包装纸厂成本端仍具备相对优势。

图表 25: 龙头包装纸厂外废配额量高

	2019 年 5 月		2018		2017	
龙头包装纸企	获批配额 (万吨)	在总额中占比	获批配额 (万吨)	在总额中占比	获批配额 (万吨)	在总额中占比
玖龙纸业	245.70	30.8%	621.8	34.25%	841.10	29.9%
理文造纸	106.44	13.3%	269.8	14.86%	398.25	14.2%
<b>山鹰纸业</b>	<b>111.66</b>	<b>14.0%</b>	<b>246.1</b>	<b>13.55%</b>	<b>256.20</b>	<b>9.1%</b>
龙头配额量合计	463.80	58.1%	1106.11	60.9%	1495.55	53.2%
总配额量	798.35	100%	1815.57	100%	2810.76	100%

资料来源: 中国固废化学品管理网, 国盛证券研究所

**积极进行海外布局, 缓解成本端压力。**虽然公司当前具备成本端优势, 但从外废配额发放情况来看, 预计 19 年总量将下降 35%, 若山鹰配额与总量一样下降 35%, 对应 160 万吨, 仅满足公司废纸需求量的 32%。按照国废与美废 1000 元/吨的价差计算, 若包装纸不提价, 预计 19 年公司包装纸业务毛利率将下滑约 8pct 至 17%。

面对未来废纸进口量可能持续收缩的风险, 公司收购美国凤凰纸业和废纸贸易公司 WPT 进行海外前瞻性布局:

#### 1) 凤凰纸业未来可提供废纸浆:

公司 18 年收购美国凤凰纸业, 该纸厂有 2 条生产线, 公司已进行修复。其中, 36 万吨牛卡纸产线已技改完成, 我们预计将于 19 年试产。另一条产线修复后可制造废纸浆, 预计将贡献部分原材料。

#### 2) 收购 WPT 掌控欧洲废纸渠道:

WPT 为欧洲最大的废纸贸易商, 废纸年采购和销售量在 200 万吨以上, 公司通过对其收购进一步掌控欧洲废纸进出口渠道。公司使用的外废中 45%来自欧废, 18 年收购 WPT 后, 公司欧洲废纸全部从 WPT 采购, 提升公司在海外原材料废纸的采购渠道及议价能力, 有利于稳定公司废纸购买价格和供应。另一方面, 公司掌控欧废渠道, 未来国内废纸政策若进一步收紧, 将有利于欧洲废纸浆的布局。

#### 3) 未来还将布局废纸浆满足部分美废刚需:

公司生产较为高端箱板纸产品, 需要纤维质量较好的美废, 因此对应约 100 万吨的美废刚需。目前公司美国凤凰纸业已有部分废纸浆产能, 考虑到公司部分中高端包装纸产品必须使用高质量外废才可生产, 我们预计公司未来废纸浆布局将满足这部分刚需。废纸浆较直接使用外废多了二次加工成本, 约 300~400 元/吨, 但是成本仍较直接使用国废节省 600~700 元。

### 吨纸净利测算模型

公司主营箱板纸业务, 贡献 63%的收入和 82%的净利润。箱板纸业务废纸原材料成本在总生产成本中占比达到 90%以上, 废纸价格变动将影响公司盈利水平。由于未来废纸政策存在不确定性, 因此我们假设公司使用不同原材料的情况, 并计算出各个情境下公司箱板纸业务对应的吨净利。

#### 关键假设

- 1) 原材料需求比例: 1 吨箱板纸对应 1.1 吨废纸需求量, 或 1 吨废纸浆。
- 2) 2019 年公司外废额度为 160 万吨: 18 年外废配额下降 34%, 根据 19 年已公示的前七批同比情况, 预计同比下降 35%, 因此假设公司外废可使用量同比下降 35%至 160



万吨。

3) 国废减去外废价差为 1000 元/吨, 由此根据国废价格变化倒推外废价格: 18 年公司国外废价差在 1000 元左右, 废纸原材料在总成本中占比 90%左右, 根据单吨成本和国外废价差计算出公司 18 年使用国废和外废的单位成本。

4) 未来国废价格为 2626 元/吨: 18 年国废价格上涨至 3000 元/吨以上, 18H2 国废价格开始回落, 截至 19 年 5 月国废价格已较 18 年均价回调 10%以上。预期到未来外废收紧, 国废需求量仍较大, 价格仍将维持高位, 因此假设未来国废价格较 18 年均价 2889 元回落 10%至 2626 元/吨 (在后续模型假设中, 国废价格均为 2626 元/吨)。

5) 单吨费用为 450 元: 18 年公司箱板纸单吨费用接近 450 元, 因此后面假设单吨费用不变计算吨净利。

6) 废纸浆二次加工成本为 350 元/吨, 从美国进口征收 20%关税: 将美废制成废纸浆的成本在 300~400 元/吨, 因此假设为 350 元/吨。同时由于进口美废关税为 25%, 进口废纸浆为 20%, 因此废纸浆成本 = (外废价格/1.25 + 二次加工成本) \* 1.2。

7) 废纸浆可使用量: 公司美国凤凰纸业有一条 12 万吨废纸浆产线, 同时公司高端箱板纸产品必须使用纤维质量高的美废, 对应 100 万吨美废刚需量, 因此预计未来公司废纸浆产能有望达到 100 万吨以解决刚需。

图表 26: 模型假设

模型说明	已知	测算	假设
箱板纸总产能	455 万吨		
废纸需求比例			1 吨箱板纸需要 1.1 吨废纸
2018 年外废使用量	230 万吨		
2019 年外废使用量			160 万吨 (下降 35%)
2018 年国废价格		2889 元/吨	
2018 年外废价格		1889 元/吨	
国废-外废价差			1000 元/吨
未来国废价格			2626 元/吨 (较 18 年下降 10%)
2018 年箱板纸价格	3673 元/吨		
废纸在总成本中占比			90%
2018 年吨费用	450 元		
废纸浆需求比例			1 吨箱板纸需要 1 吨废纸浆
废纸浆二次加工成本			350 元/吨
关税		美废进口征收 25%关税, 废纸浆从美国进口征收 20%关税	

资料来源: 国盛证券研究所

### 基础模型: 假设维持 2018 年价格不变

我们的盈利底计算模型以 2018 年为基础, 在此基础上进行国废和箱板纸价格变动假设。2018 年公司造纸业务平均吨净利为 550 元, 根据我们计算, 剔除特种纸和新闻纸, 公司箱板纸业务吨净利为 524 元。

2018 年情况: 公司 2018 年箱板纸产能 455 万吨, 对应 501 万吨废纸需求量, 18 年公司使用外废 230 万吨, 剩余 271 万吨为国废。公司箱板纸单吨成本为 2699 元, 我们假设废纸在总成本中占比 90%, 公司 18 年国废与外废价差在 1000 元/吨左右, 由此计算 18 年公司国废成本均价 (不含税) 为 2889 元/吨, 外废 (不含税) 为 1889 元/吨。18 年箱板纸销售均价 3673 元/吨 (不含税), 单吨费用为 450 元, 因此公司吨毛利为 974 元, 吨净利为 524 元。

以 2018 年为基础, 在成本和售价不变, 国外废价差为 1000 元/吨的情况下:

1) 单吨成本变动: 外废使用量下降 1%/1 万吨, 单吨成本上升 0.2%/2.2 元; 使用 1 万吨废纸浆替代, 单吨成本下降 1.46 元。

外废使用量下降 35%/外废量降到 0/使用 12 万吨废纸浆/使用 100 万吨废纸浆情况下, 单吨成本分别为 2854/3209/3192/3061 元, 较 18 年基准水平 2699 元增加 155/511/493/362 元。

2) 单吨净利变动: 外废使用量下降 1%/1 万吨, 吨净利下降 0.8%/2.2 元; 使用 1 万吨废纸浆替代, 吨净利上升 1.46 元。

外废使用量下降 30%/外废量降到 0/使用 12 万吨废纸浆/使用 100 万吨废纸浆情况下, 吨净利分别为 369/14/31/162 元, 较 18 年基准水平 524 元下降 155/511/493/362 元, 下降幅度为 30%/97%/94%/69%。

图表 27: 基础模型 (产能、使用量单位: 万吨, 单吨价格单位: 元/吨; 价格单位: 元/吨, 所有价格均为不含税价格)

使用外废	2018 年	外废量下降 35%	外废量降到 0	废纸浆替代	12 万吨废纸浆投产	100 万吨刚需满足
箱板纸产能	455	455	455	箱板纸产能	455	455
废纸需求量	501	501	501	废纸需求量	501	501
外废使用量	230	160	0	废纸浆使用量	12	100
国废使用量	271	341	501	国废使用量	487	391
国废使用比例	54%	68%	100%	国废使用比例	98%	80%
外废价格	1889	1889	1889	废纸浆成本	2233	2233
国废价格	2889	2889	2889	国废价格	2889	2889
(国废-外废) 价差	1000	1000	1000	(国废-废纸浆) 价差	656	656
单吨原材料成本	2429	2569	2889	单吨原材料成本	2873	2755
单吨总成本	2699	2854	3209	单吨总成本	3192	3061
箱板纸价格	3673	3673	3673	箱板纸价格	3673	3673
吨毛利	974	819	464	吨毛利	481	612
吨费用	450	450	450	吨费用	450	450
吨净利	524	369	14	吨净利	31	162

资料来源: 国盛证券研究所

### 使用外废

17H2~18H1 造纸行业经历景气上行周期, 各纸种价格均大幅上升, 导致 18 年公司箱板纸平均吨净利达到 500 元以上, 并非行业正常盈利水平。18H2 造纸行业进入下行周期, 纸价下行, 19Q1 公司箱板纸平均吨净利在 260 元左右, 盈利能力随之下降。

原材料废纸和箱板纸销售价格对公司盈利水平产生影响, 并且预计 19 年价格将较 18 年全年平均出现下滑。国废价格 17H2~18H1 大幅上涨至 3000 元/吨, 18H2 开始持续回落, 但是考虑到未来外废供应紧张, 国废需求加大, 预计国废价格仍将维持高位。由于 19 年国废价格已较 18 年回调 10%以上, 在后续假设中, 我们固定国废价格较 18 年均价下降 10%至 2626 元/吨。

考虑到主要是国外废价差影响公司成本变动, 并且未来外废收紧可能会导致国废需求进一步上升, 外废需求量下降, 进而加大国外废价差。因此我们假设国废价格较 18 年均价下降 10%并维持, 但国外废价差在 100~1400 元范围变动, 箱板纸单价在 -30%~30%范围内波动时, 公司使用不同原材料对应的吨净利变动。

模型 1: 公司使用外废量下降 35%

- 1) 若国外废价差持续拉大, 即便箱板纸价格下降, 若公司拥有一定外废配额, 未来吨净利水平仍有望抬升。
- 2) 截至 19 年 5 月, 箱板纸平均价格较 18 年均价下降 10%, 国外废价差在 700~1000 元/吨, 对应公司箱板纸吨净利 260 元左右。
- 3) 由于国废价格下降, 19 年国外废价差小于 18 年可能性较大。19 年 4 月国外废价差在 700~900 元左右, 但外废持续收紧, 外废价格呈现下降趋势, 预计未来国外废价差仍将保持高位。同时, 由于 18 年国内包装纸价格大幅抬升, 进口包装纸开始流入国内, 因此国内包装纸价格受到进口纸价压制。19 年箱板纸价格较 18 年均价已下降 10%, 基本持平进口箱板纸价格, 预计未来国内包装纸价格变动幅度在-10%~-15%。  
自 16 年来, 历史上国外废价差最大值达到 1500 元/吨, 因此当箱板纸价格在-10%~-15%范围变动时, 国外价差在 500~1500 元/吨变动时, 公司吨净利水平将在-68~471 元/吨变动 (加粗部分)。
- 4) 19 年吨净利预测: 19 年公司外废使用量降低 35%的可能性较大, 19Q1 公司吨净利水平在 260 元左右, 后期箱板纸仍可能降价, 预计变动幅度在-10%~-15%, 国外废价差在 700~1200 元/吨变动, 预计 19 年公司包装纸吨净利水平在 100~300 元。

图表 28: 公司使用外废量下降 35%情境下, 不同价格水平对应的吨净利

吨净利 (元/吨)	国外废价差 (元/吨)							
	100	300	500	700	900	1000	1200	1500
-30%	-761	-690	-619	-548	-477	-441	-370	-264
-20%	-394	-323	-252	-181	-110	-74	-3	104
-15%	-210	-139	<b>-68</b>	<b>3</b>	<b>74</b>	<b>110</b>	<b>181</b>	<b>287</b>
-10%	-26	45	<b>116</b>	<b>187</b>	<b>258</b>	<b>293</b>	<b>364</b>	<b>471</b>
-5%	157	228	299	370	441	477	548	655
0%	341	412	483	554	625	661	732	838
5%	525	596	667	738	809	844	915	1022
10%	708	779	850	921	992	1028	1099	1206
15%	892	963	1034	1105	1176	1212	1283	1389
20%	1076	1147	1218	1289	1360	1395	1466	1573
30%	1443	1514	1585	1656	1727	1763	1834	1940

资料来源: 国盛证券研究所

### 模型 2: 公司外废使用量降至 0

当外废使用量降低至 0 时, 国外废价差变化无法影响吨净利水平, 若国废价格较 18 年均价下降 10%, 当箱板纸价格在-30%~30%变动时, 公司吨净利水平在-797~1407 元/吨变动。由于我们预测未来国内箱板纸价格受到进口包装纸压制, 预计箱板纸价格变动范围在-10%~-15%, 因此若没有外废, 且国废不降价, 则公司包装纸可能无法盈利。

图表 29: 公司使用外废量降到 0 情境下, 不同价格水平对应的吨净利

箱板纸价格变动幅度	吨净利 (元/吨)
-30%	-797
-20%	-429
-15%	<b>-246</b>
-10%	<b>-62</b>
-5%	122
0%	305
5%	489
10%	673
15%	856
20%	1040
30%	1407

资料来源: 国盛证券研究所

**模型 3: 箱板纸降价 10%, 国外废价差 900 元/吨, 不同外废使用量下对应的吨净利**  
19 年公司箱板纸售价已较 18 年均价降低 10%, 接近进口包装纸价格, 国外废价差在 900 元/吨左右。因此在假定国废价格较 18 年下降 10%, 箱板纸价格下降 10%, 国外废价差 900 元/吨的情况下, 当外废使用量不断下降, 即国废使用量不断抬升时, 公司吨净利变化将如下, 国废使用比例每提高 10%, 对应吨净利降低 100 元。

公司 18 年国废使用比例为 54%, 我们预计公司 19 年外废可得量下降 35%, 则对应 68% 的国废使用比例, 若公司外废使用量进一步下降, 则吨净利可能进一步降低, **预计公司吨净利会在 -62~258 元/吨变动。**

图表 30: 外废使用量变动模型 (产能、使用量单位: 万吨, 单吨价格单位: 元/吨; 价格单位: 元/吨, 所有价格均为不含税价格)

国废使用比例	50%	60%	68%	70%	80%	90%	100%
废纸需求量	501	501	501	501	501	501	501
外废使用量	250	200	160	150	100	50	0
国废使用量	250	300	341	350	400	450	501
国废价格	2626	2626	2626	2626	2626	2626	2626
国废-外废	900	900	900	900	900	900	900
单吨原材料成本	2176	2266	2338	2356	2446	2536	2626
单吨总成本	2418	2518	2598	2618	2718	2818	2918
箱板纸价格	3306	3306	3306	3306	3306	3306	3306
吨毛利	888	788	708	688	588	488	388
吨费用	450	450	450	450	450	450	450
吨净利	438	338	<b>258</b>	<b>238</b>	<b>138</b>	<b>38</b>	<b>-62</b>

资料来源: 国盛证券研究所

### 使用废纸浆

#### 模型 1: 使用 12 万吨废纸浆

1) 当国废价格持平 18 年, 且国外废价差低于 300 元时, 使用废纸浆成本将会高于直接使用国废, 只有国外废价差达到 300 元以上, 使用废纸浆才能节省成本。

2) 若箱板纸价格降低 10%~15% 基本持平进口包装纸价格时, 公司仅使用 12 万吨废纸

浆进行替代，吨纸能以实现盈利。

图表 31: 公司使用 65 万吨废纸浆情境下，不同价格水平对应的吨净利 (元/吨)

吨 净 利	国废-外废	100	300	500	700	900	1000	1200	1400
		国废-废纸浆	-219	-27	165	357	549	645	837
箱 板 纸 价 格 变 动	-30%	-802	-797	-792	-787	-782	-779	-774	-769
	-20%	-435	-430	-425	-420	-415	-412	-407	-402
	-15%	-251	-246	-241	-236	-231	-228	-223	-218
	-10%	-68	-63	-58	-52	-47	-45	-40	-34
	-5%	116	121	126	131	136	139	144	149
	0%	300	305	310	315	320	323	328	333
	5%	483	488	493	499	504	506	511	517
	10%	667	672	677	682	687	690	695	700
	15%	851	856	861	866	871	874	879	884
	20%	1034	1039	1044	1050	1055	1057	1062	1068
30%	1401	1407	1412	1417	1422	1425	1430	1435	

资料来源: 国盛证券研究所

### 模型 2: 使用 100 万吨废纸浆

公司加大废纸浆使用量, 可在箱板纸降价 10%, 国外废价差超过 700 元时实现吨纸盈利。

图表 32: 公司使用 100 万吨废纸浆情境下，不同价格水平对应的吨净利 (元/吨)

吨 净 利	国废-外废	100	300	500	700	900	1000	1200	1400
		国废-废纸浆	-219	-27	165	357	549	645	837
箱 板 纸 价 格 变 动	-30%	-846	-803	-759	-716	-672	-650	-607	-563
	-20%	-479	-435	-392	-348	-305	-283	-240	-196
	-15%	-295	-252	-208	-165	-121	-99	-56	-12
	-10%	-112	-68	-25	19	62	84	128	171
	-5%	72	116	159	203	246	268	311	355
	0%	256	299	343	386	430	452	495	539
	5%	439	483	526	570	613	635	679	722
	10%	623	667	710	754	797	819	862	906
	15%	807	850	894	937	981	1002	1046	1089
	20%	990	1034	1077	1121	1164	1186	1230	1273
30%	1358	1401	1445	1488	1532	1553	1597	1640	

资料来源: 国盛证券研究所

### 模型 3: 箱板纸降价 10%, 国外废价差 900 元/吨, 不同废纸浆使用量下对应的吨净利

假设箱板纸降价 10%, 国外废价差为 900 元/吨, 则对应国废与废纸浆价差 549 元/吨。公司每使用 100 万吨废纸浆替代国废, 吨净利将上升 122 元。



图表 33: 废纸浆用量变动模型 (产能、使用量单位: 万吨, 单吨价格单位: 元/吨; 价格单位: 元/吨, 所有价格均为不含税价格)

国废使用比例	100%	90%	80%	70%	60%	40%	20%	0%
废纸需求量	501	501	501	501	501	501	501	501
废纸浆使用量	0	50	100	150	200	300	400	501
国废使用量	501	450	400	350	300	200	100	0
国废-外废	900	900	900	900	900	900	900	900
国废-废纸浆	549	549	549	549	549	549	549	549
废纸浆成本	2077	2077	2077	2077	2077	2077	2077	2077
外废价格	1726	1726	1726	1726	1726	1726	1726	1726
国废价格	2626	2626	2626	2626	2626	2626	2626	2626
单吨原材料成本	2626	2571	2516	2461	2406	2297	2187	2077
单吨总成本	2918	2857	2796	2735	2674	2552	2430	2308
箱板纸价格	3306	3306	3306	3306	3306	3306	3306	3306
吨毛利	388	449	510	571	632	754	876	998
吨费用	450	450	450	450	450	450	450	450
吨净利	-62	-1	60	121	182	304	426	548

资料来源: 国盛证券研究所

### 总结

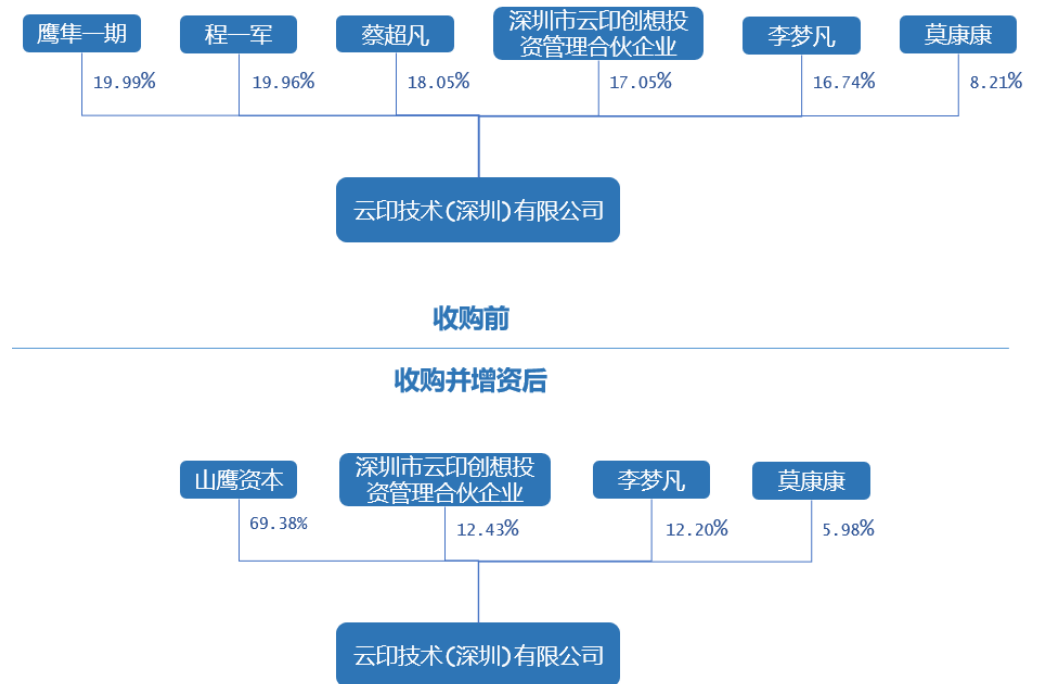
- 1) 19年吨净利预测: 我们预测19年公司外废可得量降低35%, 国废价格较18年下降10%, 箱板纸价格较18年均价降低10%~15% (持平进口包装纸价格), 国外废价差在700~1200元/吨, 19年公司包装纸吨净利水平在100~300元可能性较大。
- 2) 外废降到0的极端情况: 若箱板纸价格降至基本持平进口纸价, 则当外废降至0, 公司吨纸无法实现盈利, 吨净利水平为-62~-246元。
- 3) 未来情况预测: 未来箱板纸价格降低较18年均价降低10%, 基本持平进口包装纸价格, 国外废价差900元/吨左右可能性较大。当固定箱板纸价格和国外废价差时, 公司外废使用量由32%降至0, 对应吨净利由258元降低至-62元。
- 4) 使用废纸浆替代: 若国废价格持平18年, 国外废价差需达到300元以上, 使用废纸浆才能较直接使用国废节约成本。并且当箱板纸价格较18年均价降低10%~15%持平进口包装纸价格时, 公司使用12~100万吨废纸浆较难实现吨纸盈利。
- 5) 未来使用废纸浆的成本节约: 若未来箱板纸较18年均价降低10%, 国外废价差900元/吨, 则对应国废与废纸浆价差549元/吨, 公司每使用100万吨废纸浆将节约122元/吨成本。若在这种假设情况下, 公司使用部分外废、100万吨废纸浆和国废共同生产包装纸, 外废使用量从35%降至0时, 对应吨净利由380降至60元。  
若未来没有外废, 公司全部使用废纸浆, 并且达到和目前外废相同的使用比例40%~60%, 则公司吨净利为182~304元。

### 利用自身产业链资源优势, 拓展包装平台业务

合作云印, 开发包装产业互联网平台。17年9月山鹰与互联网印刷公司云印技术(深圳)有限公司达成战略合作协议, 19年5月山鹰增资云印公司, 成为控股股东, 云印成为山鹰子公司。云印创办于2013年8月, 为用户提供互联网印刷包装设计服务, 曾在2017

年3月获得来自普思资本的数千万A+轮融资，云印核心团队来自于华为、腾讯、阿里、雅昌、当纳利等知名企业，团队成员具有多年的互联网和印刷行业经验，目前已经服务超16万家企业，在获取互联网流量资源方面有很大优势。公司依托云印开发包装产业互联网平台，让互联网+切实落地，从而涉足更广阔的包装行业。

图表 34: 19年5月山鹰增资云印，实现对其并表



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司包装互联网产业平台服务长尾客户，提升包装产业链效率。公司控股云印后，云印平台将借助公司的产业链优势，以数以万计的中小包装客户需求切入，通过生产效率、物流效率以及资金效率的提升三个方面全面提升产业链效率。与此同时，云印平台将通过 SAAS 系统、包装专业技术服务、订单整合采购服务、供应链金融技术服务等方式帮助相关包装企业为客户创造价值。

图表 35: 云印微供平台业务模式



资料来源: 云印微供官网, 国盛证券研究所

云印业务模式基本确立, 初步具备快速扩张基础。2017年10月公司参股云印公司后, 利用自身产业优势与云印公司原有积累的技术优势相结合, 不断摸索各类商业模式。2018年3月, 云印公司与山鹰共同推出微供平台, 专注于服务印包企业, 产品推出后, 行业反响好, 业务发展迅速。2018年云印平台GMV超过5.8亿元。截止2019年3月底, 其现有的云印电子商务平台和云印微供交易服务平台入驻商户总计达2500余家, 服务中小包装客户达1万余家, 日订单900份, 日均GMV300万元, 单月GMV超过人民币1亿元。17年以来云印业务快速增长, 业务模式已确立, 初步具备快速扩张能力。

图表 36: 云印 GMV 和收入提升迅速

	2017A	2018A	2019Q1
活跃用户数 (户)	约 5000	约 10000	约 125000
GMV (网站成交金额)	约 300 万元/月	约 4800 万元/月	约 10000 万元/月
主营业务收入	2380 万元/年	3323 万元/年	-

服务范围 主要服务于中小企业商务印刷服务 服务范围逐步拓展 主要服务于大中小企业印刷、设计、包装等一体化的解决方案, 和面向纸行业参与企业及从业者提供在线交易服务及配套增值服务的智能服务平台

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

并表云印贡献收入, 未来协同效率提升后平台将实现盈利。18年云印已实现3323万元

收入，19年月GMV翻倍增长，可能带来收入翻倍增长至6650万元。但云印平台还未实现盈利，主要因成立初期业务量有限，且公司需要投入研发和市场开发费用。由于山鹰从原纸生产制造到回收形成闭环，原纸供应稳定并且抵抗原材料价格波动的能力较强，产业链资源丰富，因此公司开发平台服务具备优势，能够实现原材料低成本、稳定、准确按时供应，保证包装供应链稳定性。

平台未来的盈利将来自于：**1）生产效率提升带来的成本节省**，通过平台做大业务规模量，带来生产效率的提高从而降低生产成本；**2）物流配送费用下降**，当前公司云印平台并未负责物流配送仍由二级厂完成，若公司未来包揽物流配送服务，运输效率有望提高，对于小厂来说物流费用在收入占比达到2.5%~3%，我们预计未来公司有望实现费用的节约。**2）资金周转效率提升**，假设公司一年平台收入为48亿元，平均4亿元/月收入，由于二级厂囤货周期为20天，这部分由公司直接提供原纸，则节省20天账期，一年可释放近3亿元资金。若这部分资金对应10%的利率，一年可释放利润3000万元。未来伴随业务量上升，协同效应显现，公司将通过运营、配送和资金周转效率提升实现盈利。

## 盈利预测与估值分析

### 盈利预测

#### 收入端

**造纸业务：**公司造纸业务由箱板纸、新闻纸和特种纸三部分构成，其中箱板纸华中箱板纸产能逐步释放，19~21年销量分别假设为450/570/570万吨；19年包装纸行业景气度下滑，预计销售单价同比降15%。新闻纸和特种纸销量和单价持平18年。

**包装业务：**19年销量增长6%，20~21年均增长10%；19~21年包装每平方米单价持平18年。

#### 成本端

19~21年箱板纸吨毛利向700元回归，新闻纸和特种纸吨毛利持平18年水平。包装板块，由于箱板纸价格降价，但成本向下游传导存在滞后，因此假设19~21年包装业务毛利率较18年小幅下滑。

#### 费用端

由于公司经营层面没有发生大的变化，因此假设19~21年期间费用率持平18年。

根据我们的收入拆分和假设，预计公司19~21年实现收入238.60/284.79/295.50亿元，同比变动-2.1%/19.4%/3.8%；实现归母净利润18.57/18.88/20.75亿元，同比变动-42.0%/1.6%/10.0%。

图表 37: 山鹰纸业收入拆分 (单位: 百万元)

一、造纸	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总收入	8748.41	12576.19	18593.93	17492.08	21238.66	21238.66
总成本	7130.39	9270.41	13649.90	13267.13	16768.43	16597.43
<b>总利润</b>	<b>223.66</b>	<b>1810.15</b>	<b>2536.12</b>	<b>1641.62</b>	<b>1350.62</b>	<b>1521.62</b>
销量	363	354	461	497	617	617
单价	2408	3556	4037	3522	3444	3444
毛利率	18.5%	26.3%	26.6%	24.2%	21.0%	21.9%
单吨毛利	445	935	1073	851	725	753
净利率	2.6%	14.4%	13.6%	9.4%	6.4%	7.2%
<b>单吨净利</b>	<b>62</b>	<b>512</b>	<b>551</b>	<b>331</b>	<b>219</b>	<b>247</b>
二、包装	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	2689.42	3649.39	4369.17	4631.32	5094.45	5603.90
yoy		35.7%	19.7%	6.0%	10.0%	10.0%
收入占比	22.2%	20.9%	17.9%	19.4%	17.9%	19.0%
销量, 万平米	115944	116961	121845	129156	142071	156278
yoy		0.9%	4.2%	6%	10%	10%
单价, 元/平米	2.3	3.1	3.6	3.6	3.6	3.6
yoy		34.5%	14.9%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	2363.12	3094.27	3791.60	4075.56	4457.65	4875.39
yoy		30.9%	22.5%	7.5%	9.4%	9.4%
毛利率	12.1%	15.2%	13.2%	12.00%	12.50%	13.00%
费用率	10%	10%	10%	10.00%	10.00%	10.00%
净利润	57.36	190.18	140.65	92.63	127.36	168.12
三、废纸	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	487.46	833.15	1053.88	1317.35	1646.69	2058.36
yoy	92.7%	70.9%	26.5%	25%	25%	25%
收入占比	4.0%	4.8%	4.3%	5.2%	5.9%	6.8%
成本	481.68	789.83	1020.26	1264.66	1580.82	1976.03
yoy	95.0%	64.0%	29.2%	24.0%	25.0%	25.0%
毛利率	1.2%	5.2%	3.2%	4%	4%	4%
四、其他主营	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	57.15	174.72	349.56	419.56	499.56	649.56
平台收入				70	150	300
yoy	17.1%	205.7%	100.1%	20.0%	19.1%	30.0%
收入占比	0.5%	1.0%	1.4%	1.7%	1.8%	2.1%
成本	29.45	90.67	287.52	377.60	449.60	584.60
yoy	6.9%	207.9%	217.1%	31.3%	19.1%	30.0%
毛利率	48.5%	48.1%	17.7%	10%	10%	10%
合计	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	12134.81	17469.68	24366.54	23860.31	28479.36	29550.48
yoy	24.0%	44.0%	39.5%	-2.1%	19.4%	3.8%
综合毛利率	16.4%	23.0%	23.1%	20.4%	18.3%	18.7%
归母净利润	352.80	2014.52	3203.86	1857.15	1887.52	2075.44
yoy		471.0%	59.0%	-42.0%	1.6%	10.0%
净利率	2.9%	11.5%	13.1%	7.8%	6.6%	7.0%

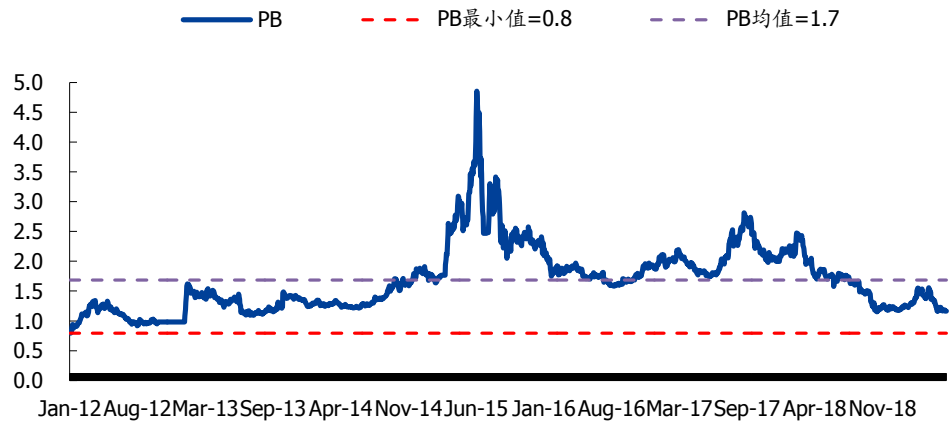
资料来源: 国盛证券研究所



## 估值分析

公司历史 PB 最小值为 0.8 倍，平均值为 1.7 倍。当前 PB 为 1.2 倍，处于历史较低位置，具备一定的安全边际。

图表 38: 山鹰纸业历史 PB



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: 可比公司估值 (截至收盘日 2019/07/12)

公司代码	公司简称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
000488.SZ	晨鸣纸业	5.43	130.93	24.20	26.91	30.00	5.41	4.87	4.36	0.89
002078.SZ	太阳纸业	7.08	183.48	18.47	23.40	28.03	9.93	7.84	6.55	1.45
600308.SH	华泰股份	4.39	51.26	9.65	12.89	14.61	5.31	3.98	3.51	0.68
行业平均							6.88	5.56	4.81	1.01
600567.SH	山鹰纸业	3.34	153.13	18.57	18.88	20.75	8.25	8.11	7.38	1.15

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司为包装纸行业龙头，海外布局领先，缓解成本端压力，利用产业链资源优势推进包装产业互联网平台，有望纵向整合包装行业，首次覆盖给予“增持”评级。预计公司 19~21 年实现归母净利润 18.57/18.88/20.75 亿元，同比变动-42.0%/1.6%/10.0%，对应 PE 8.2X/8.1X/7.4X。

## 风险提示

**原材料价格波动。**公司包装纸成本中 90%由原材料废纸构成，受到国内环保政策影响，废纸价格未来可能波动较大，对公司成本端产生影响，从而影响公司盈利水平。

**下游需求不及预期。**成品纸价格受到原材料成本影响同时，也受到供求关系影响，18 年因下游需求疲软，成品纸价格走低，成本端压力无法向下游传导，导致 18 年造纸行业整体偏弱。19 年宏观经济环境存在不确定性，从而下游需求回暖支撑纸价上行存在不确定性，由此影响成本值销售价格和公司盈利状况。

**项目建设不及预期。**公司 18 年收购美国凤凰纸业，并改造其中 65 万吨废纸浆产线，若建设不及预期，公司将使用固废生产箱板纸，带来成本端压力。

**模型假设的局限性。**吨净利测算模型的假设以当前时点观察到的情况为基础，有一定的局限性，未来行业动态变化，可能会使得当前假设下计算的结果失效。但假设主要针对价格，可依据未来价格进行调整，模型仍具备指导意义。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com