

轻工制造

2016年12月30日

山鹰纸业 (600567)

——箱板瓦楞+包装全产业链龙头，业绩进入快速释放期，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 5.00 元

报告原因：首次覆盖

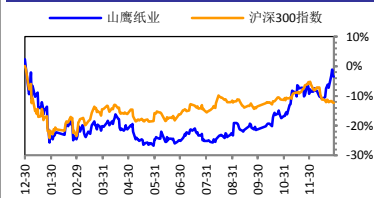
买入 (首次评级)

市场数据:	2016年12月29日
收盘价(元)	3.65
一年内最高/最低(元)	3.8/2.75
市净率	2.0
息率(分红/股价)	0.55
流通A股市值(百万元)	13749
上证指数/深证成指	3096.10/10159.45

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2016年09月30日
每股净资产(元)	1.81
资产负债率%	58.68
总股本/流通A股(百万)	4551/3767
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《把握消费趋势，追踪盈利改善——2017年轻工行业投资策略报告》2016/11/23

证券分析师

周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
范张翔 A0230516080003
fanzx@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818×7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- **行业供给收缩和新增需求拓展，公司内生增长+产业链拓展驱动确定增长，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 5.00 元。**公司所在箱板瓦楞原纸行业供给收缩+下游电商/冷链物流提供新增需求，短期低库存+成本上涨推动快速涨价，提供业绩弹性，中长期看好行业集中度提升。公司箱板瓦楞原纸+包装双轮驱动，多重改善有望快速提升盈利水平。预计 2016-2018 年实现归母净利润 3.22 亿元、8.88 亿元、11.85 亿元，三年 CAGR 为 78.3%；对应 EPS 分别为 0.07 元、0.20 元、0.26 元，PE 为 52、18 和 14 倍。公司完成重组上市后的内部整合，2017 年开始进入业绩快速释放期，募投产能释放后箱板瓦楞原纸产能约 500 万吨，接近理文造纸；盈利能力方面，预计 2017-2018 年毛利率分别为 22.0% 和 22.9%，净利率分别为 5.8% 和 6.7%，向业内标杆理文持续靠拢。基于公司未来两年快速发展预期，以及行业持续整合预期，我们认为公司产能、盈利水平等方面和行业龙头比肩，市值亦有望持续靠拢，公司高成长性享有一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级，第一目标价 5.00 元，对应 17 年 25 倍，对应市值 228 亿元。
- **行业兼具需求增长和供给收缩逻辑。**需求端箱板瓦楞纸应用功能更加多样化，消费升级促进包装用纸领域维持 3% 左右的稳定增长。电商 2016 年预计规模达到 5 万亿元，2015 年占社零比例升至 22%，并维持上升趋势；冷链包装有望成为另一增长极，我国冷链物流率水平很低，最高的水产品也仅 23%，其中在冷链包装中纸包装占比仅约 8%，而美国已经达到 20% 水平，提升空间巨大。供给端主动投资减少+落后产能被动淘汰，原纸行业供给收缩。供需格局改善，行业整体产能利用率稳步上升，15 年达到 77%，十三五期间将持续提升。
- **短期看好成本快速传导和持续涨价，中长期看好市场集中度提升。**16 年以来，废纸价格持续上涨，美废率先提价，并间接带动国废涨价；煤炭和运价提涨亦影响成本，原纸厂低库存、下游包装行业分散 (CR10=8%) 使龙头议价能力强，成本通过持续涨价快速传导，目前含税价约 4500 元/吨，静态吨利水平持续提升。目前行业前三大玖龙、理文、山鹰市场占有率 15 年达到 35.4%，中长期行业集中度将持续提升。
- **公司箱板瓦楞原纸+包装双轮驱动，看好确定增长，持续改善比肩玖龙理文水平。**公司推出股权激励，行权价格 2.93 元/股，考核标准以 2015 年扣非净利润为基数，16-18 年增长率不低于 50%、200%、400%，彰显公司信心。包装板块通过供应链和运营管理盈利水平持续提升，预计毛利率提升 4pct/年，对应增加经营利润 1 亿元以上；横向整合空间大，纵向拓展包装产业链，提供云包装一体化服务。自备电厂热电联产降低用电成本，同时为造纸提供蒸汽，两个基地自建电厂扩建项目拥有近 2 亿元能源成本节省空间。产能募投年产 120 万吨新生产线/湖北基地筹建等将持续布局产能，提供增量。公司有望从产能布局、盈利水平提升、减少美元外债、废纸渠道布局、山鹰资本拓展产业布局等领域，不断缩小和玖龙、理文差距。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	9,787	8,467	12,488	15,350	17,570
同比增长率(%)	26.52	16.50	27.60	22.92	14.46
净利润(百万元)	209	207	322	888	1,185
同比增长率(%)	90.14	0.40	54.02	175.78	33.45
每股收益(元/股)	0.06	0.05	0.07	0.20	0.26
毛利率(%)	18.4	15.6	19.3	22.0	22.9
ROE(%)	3.4	2.5	3.8	9.5	11.3
市盈率	66		52	18	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

行业供给收缩和新增需求拓展，公司内生增长+产业链拓展驱动确定增长，给予“买入”评级，目标价 5.00 元。公司所在箱板瓦楞原纸行业供给收缩+下游电商/冷链物流提供新增需求，短期低库存+成本上涨推动快速涨价，提供业绩弹性，中长期看好行业集中度提升。公司箱板瓦楞原纸+包装双轮驱动，多重改善有望快速提升盈利水平。预计 2016-2018 年实现归母净利 3.22 亿元、8.88 亿元、11.85 亿元，三年 CAGR 为 78.3%；对应 EPS 分别为 0.07 元、0.20 元、0.26 元，PE 为 52、18 和 14 倍。公司完成重组上市后的内部整合，2017 年开始进入业绩快速释放期，预计到 2018 年，公司募投产能释放后箱板瓦楞原纸产能约 500 万吨，接近行业第二名理文造纸（523 万吨），同时公司拥有 10 亿平方米的包装产能；盈利能力方面，预计 2017-2018 年毛利率分别为 22.0%和 22.9%，净利率分别为 5.8%和 6.7%，比肩玖龙纸业，并向业内标杆理文持续靠拢。公司现阶段 PE 高于港股对标公司，一方面是因目前盈利水平处于快速提升初期，前期重点完成马鞍山基地的生产线升级改造和重组后内部磨合，另一方面 A 股估值体系存在一定溢价（以 A+H 的晨鸣纸业为例，A 股 PE 9 倍，PB 1.4 倍；H 股 PE 6.6 倍，PB 0.94 倍）。基于公司未来两年进入快速发展期，到 2018 年山鹰从产能、利润率、利润体量等核心指标和行业龙头相当，叠加行业持续整合预期，我们认为公司有望向现阶段的玖龙和理文市值持续靠拢，高成长性享有一定估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级，第一目标价 5.00 元，对应 17 年 25 倍，对应市值 228 亿元。

关键假设点

假设募投 120 万吨产能 2018 年正式投产，箱板瓦楞原纸 2016-2018 年销量分别为 350 万吨、370 万吨、430 万吨；年均不含税吨售价分别为 2890 元、3500 元、3500 元；年均吨成本分别为 2250 元、2650 元、2650 元。

假设包装业务通过外延收购和自建等方式持续扩充产能，2016-2018 年销量分别为 10 亿平米、11 亿平米、12.5 亿平米；通过供应链管理和运营能力提升，毛利率持续提高，分别为 11.3%、16.0%、20.0%。

有别于大众的认识

1) 市场认为成本快速上涨影响公司盈利水平，16 年以来，废纸、煤炭和运价的确快速上涨，但原纸厂低库存、下游包装行业分散（CR10=8%）使龙头议价能力强，成本通过持续涨价快速传导，最新吨售价约 4500 元/吨，已远超成本上涨幅度。

2) 市场认为股权激励考核目标高，我们认为公司箱板瓦楞原纸+包装双轮驱动，内生高增长确定，包装板块毛利率持续提升，横向整合空间大，纵向拓展包装产业链。自备电厂扩建项目拥有近 2 亿元能源成本节省空间。募投年产 120 万吨新生产线/湖北基

地筹建等将持续布局产能，提供增量。公司有望从产能布局、盈利水平提升、减少美元外债、废纸渠道布局、山鹰资本拓展等方面强化盈利能力，完成甚至超过业绩考核标准是大概率事件。

股价表现的催化剂

原纸价格年后维持高位；公司业绩持续高增长

核心假设风险

业绩增长不达预期

目录

1. 山鹰纸业：箱板瓦楞原纸及纸箱全产业链布局的行业龙头	7
2. 行业：消费升级打开行业增长空间，产能收缩促供需格局优化	10
2.1 需求：消费升级，电商和冷链包装等新领域拓展增长空间	10
2.2 供给：主动投资减少+落后产能被动淘汰，原纸行业供给收缩	13
2.3 供需格局优化，行业产能利用率稳步提升	15
3. 短期看好成本快速传导和持续涨价，中长期看好市场集中度提升	17
3.1 废纸、煤炭和运价提升，加速落后产能淘汰	17
3.2 短期：龙头企业具有议价优势，通过涨价快速传导成本至下游，同时提供业绩弹性	19
3.3 中长期：行业集中度持续提升	21
4. 公司：箱板瓦楞原纸+包装双轮驱动，看好确定增长	22
4.1 股权激励高考核标准彰显信心	22
4.2 包装+自备电厂+募投产能，保障确定高增长	22
4.3 未来多方面改善，公司有望比肩玖龙理文水平	25
5. 盈利预测：16-18年归母净利 CAGR 78%	28
6. 投资建议：给予买入评级，目标价 5.00 元	30

图表目录

图 1: 公司拥有废纸回收、原纸生产、纸箱制造的全产业链布局	7
图 2: 吴明武、徐丽凡夫妇为公司实际控制人	9
图 3: 包装用纸将维持 3%左右的稳定增速	10
图 4: 预计社会消费品零售额增速仍能保持 10%左右	11
图 5: 2009-2015 年电商市场规模 CAGR 为 56%	11
图 6: 网络购物占社会零售额比例快速上升	11
图 7: 电商推动快递物流行业对包材的需求	12
图 8: 我国冷链物流率处于较低水平	12
图 9: 近几年造纸及纸制品业固定资产投资增速锐减	13
图 10: 箱板瓦楞纸行业主动投资收缩	14
图 11: “十二五”期间 (2011-2015) 共淘汰造纸行业落后产能 3260 万吨	15
图 12: 2015 年造纸分纸种产量及消费量	15
图 13: 包装用纸行业产能利用率有望稳步提升	16
图 14: 2016 年美废价格趋势性上涨	18
图 15: 2016 年至今动力煤价格持续上涨	19
图 16: 成本上涨已经能够快速传导至产品价格方面	20
图 17: “十二五”期间包装用纸产量增速持续下降	21
图 18: 包装用纸行业集中度持续提升	21
图 19: 公司在全国范围内布局 14 家包装厂	23
图 20: 1989 年美国瓦楞包装行业 CR10=56%	23
图 21: 2011 年美国瓦楞包装行业 CR8=92%	23
图 22: 玖龙理文已完成全国布局, 山鹰逐步完善布局	26
图 23: 山鹰盈利能力有较大改善空间	26
表 1: 公司主要产品为箱板纸、瓦楞原纸、纸板及纸箱	8
表 2: 实施股权激励, 彰显发展信心	22
表 3: 自建电厂替代外购电节省能源成本	25

表 4: 山鹰以往折旧政策与其他造纸企业相比年折旧率较高.....	27
表 5: 收入成本拆分表.....	28
表 6: 行业同比分析表.....	31
表 7: 盈利预测表	31

1. 山鹰纸业：箱板瓦楞原纸及纸箱全产业链布局的行业龙头

山鹰纸业是箱板瓦楞原纸行业第三大企业，亦是国内全产业链布局的龙头企业。公司主要产品为箱板纸、瓦楞原纸、纸板及纸箱，具有从上游废纸收购、中游原纸生产及纸板纸箱制造与印刷完整的产业链。目前实际年产能为 350 万吨包装用纸（仅次于玖龙和理文，行业第三大）和 10 亿平方米中高档包装纸箱，拥有马鞍山和海盐两个原纸生产基地，14 家布局全国的包装生产厂。产品销售区域主要覆盖华东和华中地区，下游客户涵盖家电、食品饮料、玩具轻工等多个领域。

图 1：公司拥有废纸回收、原纸生产、纸箱制造的全产业链布局



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：公司主要产品为箱板纸、瓦楞原纸、纸板及纸箱

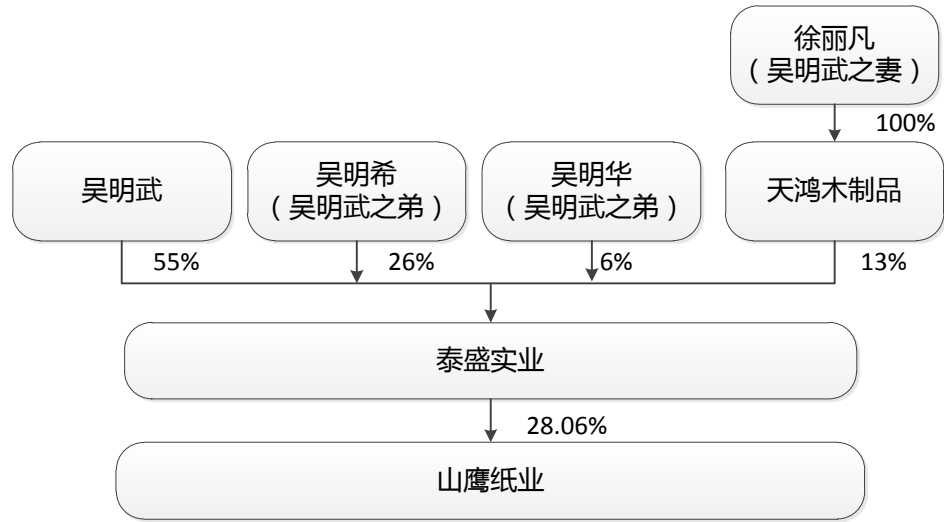
业务类型	产品名称		产品图示	产品说明
原纸	箱板纸	牛卡纸		主要以废纸、木浆原料制成，用于包装纸箱外层，主要是用于轻工、家电等产品运输包装，是木材、金属等系列包装的替代产品。
		白面牛卡纸		主要用于食品等精美商品销售的包装，它既有牛卡纸的强度，又有白纸板印刷的效果，是介于运输包装和消费包装之间的新型包装材料。
	瓦楞原纸			瓦楞原纸是生产瓦楞纸板的重要组成材料之一。瓦楞原纸要求纤维结合强度好，纸面平整，有较好的紧度和挺度，有一定的弹性，以保证制成的纸箱具有防震和耐压能力。
纸制品	纸板			由箱板纸和瓦楞原纸制作而成，箱板纸主要用作纸板的面和底，瓦楞原纸主要用作纸板的瓦楞芯层。
	纸箱			瓦楞纸箱主要用于各种产品的包装，既起到保护产品的作用，又可用于产品的印刷、标识、广告宣传等。

资料来源：公司资料，申万宏源研究

2013 年通过重大资产重组与吉安集团合并，新山鹰历经三年磨合踏上发展新台阶。山鹰纸业原属于国有企业，于 2001 年登陆 A 股市场，2013 年与泰盛实业旗下的吉安集团通过重大资产重组合并，实际控制人由马鞍山国资委转为泰盛实业。两家企业主营业务均为包装纸及纸板、纸箱的生产和销售，因此借壳上市后，对山鹰纸业原有产能保留并进行优化调整，与吉安集团产能协同发展，通过三年时间的磨合，目前在产能、团队等方面都取得明显效果，形成两大原纸生产基地。立足 2016 年，公司开始全面规划 2016-2020 年五年发展规划，发展由韬光养晦转为全面跨越式发展。

公司实际控制人为吴明武与徐丽凡夫妇。2016 年 7 月公司完成非公开发行后，控股股东泰盛实业持有公司 28.06% 股份。

图 2：吴明武、徐丽凡夫妇为公司实际控制人



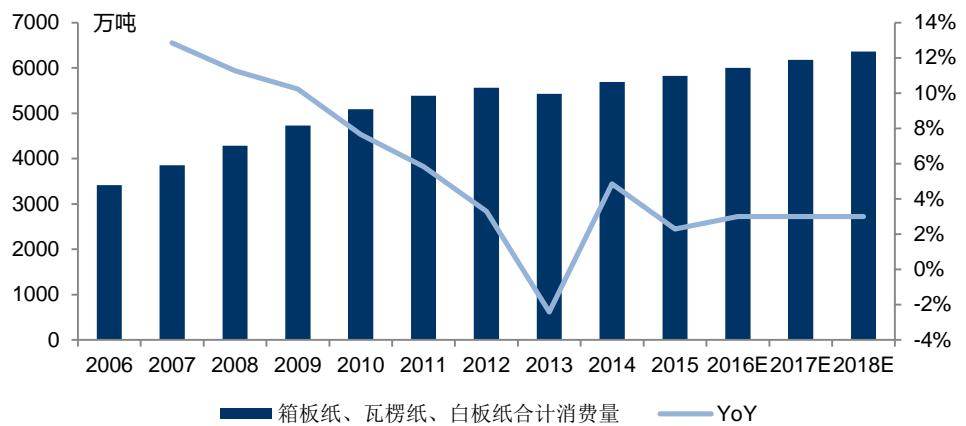
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 行业：消费升级打开行业增长空间，产能收缩促供需格局优化

2.1 需求：消费升级，电商和冷链包装等新领域拓展增长空间

箱板瓦楞纸应用功能更加多样化，消费升级促进行业稳定增长。箱板瓦楞纸下游为纸包装企业，纸包装功能主要分为物流需求、销售展示需求、冷链包装需求等。传统的箱板瓦楞纸箱主要承载物流防护和缓冲的作用，伴随电商、冷链等领域的快速发展，纸包装开始承载更多展示、宣传品牌等功能，以及在冷链领域防水防潮等功能。基于社会消费升级转型和电子商务及冷链产业发展带来的行业增量，我们认为未来箱板瓦楞纸需求仍将维持3%左右的稳定增长空间。

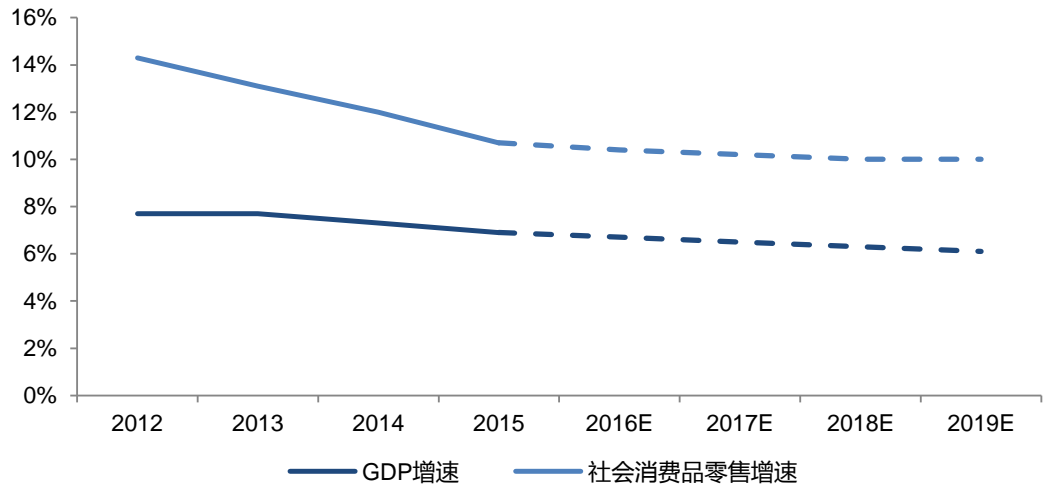
图 3：包装用纸将维持 3%左右的稳定增速



资料来源：中国纸业协会，申万宏源研究

消费驱动型发展模式带动社零消费较快增长，推动消费纸包装发展。箱板瓦楞纸包装覆盖消费领域诸多板块，包括家用电器、消费电子、服装、家具、食品饮料等。消费升级在国民经济发展中发挥越来越大作用，商务部发布的《2015年消费市场发展报告》指出，我国消费驱动型发展模式将基本确立；麦肯锡测算2020年我国城镇居民储蓄率将由当前的42%下降至36%，消费将在2020年以前成为GDP增长的最重要驱动因素。过去数年社会消费品零售额增速持续高于GDP增速，预计未来仍能保持10%左右的增速，将有效推动消费纸包装发展。

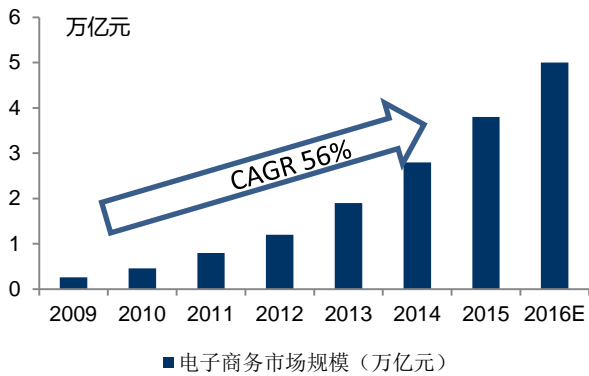
图 4：预计社会消费品零售额增速仍能保持 10%左右



资料来源：WIND，申万宏源研究

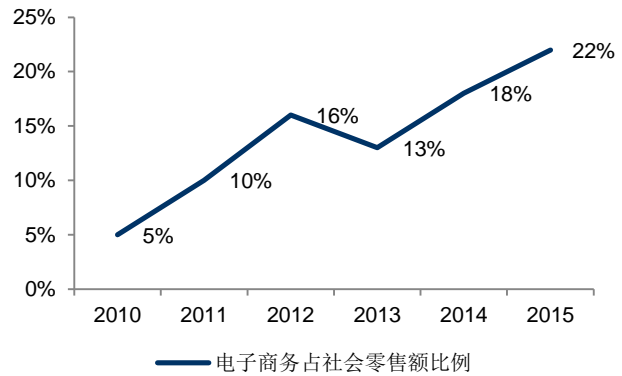
电子商务 09-15 年 CAGR 达 56%，占社零总额比例持续提升。伴随互联网的普及和电商平台服务的完善，我国网络购物持续数年维持高速增长状态，根据艾瑞咨询统计，2009-2015 年电子商务市场规模 CAGR 达到 56%，2016 年预计规模达到 5 万亿元。2015 年电子商务零售占总社会零售比例已经从 2010 年的 5% 上升至 22%，预计后期随着网络购物的法律和经营规范化，占比将持续上升。

图 5：2009-2015 年电商市场规模 CAGR 为 56%



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

图 6：网络购物占社会零售额比例快速上升

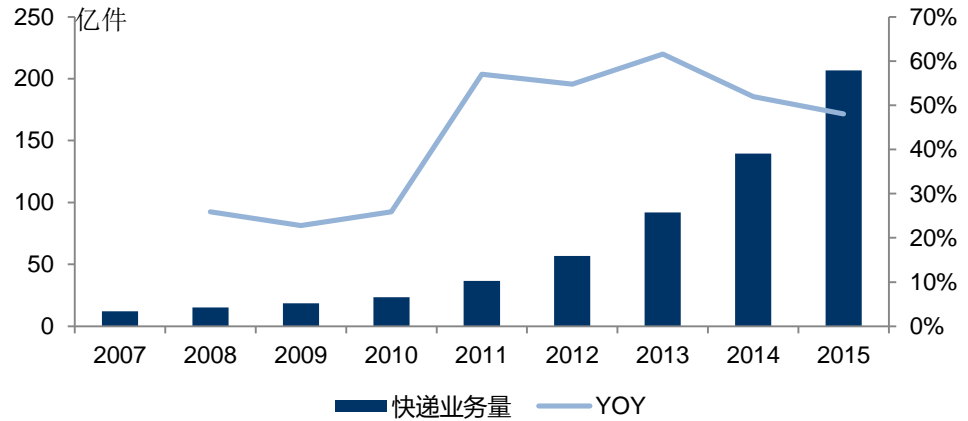


资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

电商快速发展带动快递物流行业对包装材料的需求增长。网络购物兴起之后的 2009-2015 年我国快递业务量 CAGR 达到 49.4%。根据行业数据统计，2015 年我国快递业务量 206 亿件，初步核算消耗编织袋 29.6 亿条、塑料袋 82.6 亿个、包装箱 99 亿个、胶带 169.5

亿米、缓冲物 29.7 亿个。电商快速发展为快递物流行业带来前所未有增速，也扩大了对包材的旺盛需求。

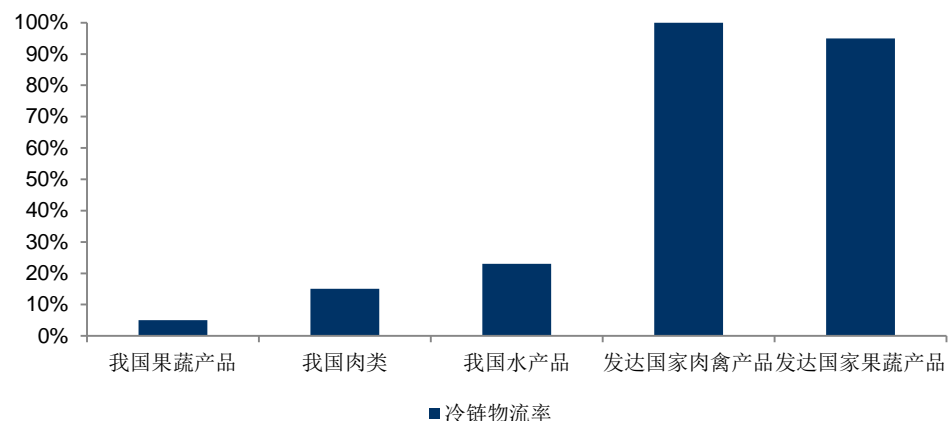
图 7：电商推动快递物流行业对包材的需求



资料来源：国家邮政局，申万宏源研究

冷链包装有望成为纸包装需求端另一增长极。农产品、加工食品、医药产品是冷链物流的重要物流货品，目前我国冷链物流市场与其他国家相比处于较弱水平，冷链物流率水平最高的水产品也仅为 23%，未来提升空间巨大。据统计，在冷链包装中，我国纸包装占比仅约 8%，而美国已经达到 20% 水平。2015 年国家质检总局发布《冷链运输包装用低温瓦楞纸箱》标准，该标准的制定为该领域的标准化、规范化提供了生产、使用与检验依据，完善了包装标准体系。随着冷链包装市场的扩大和冷链包装中瓦楞纸包装的比例提升，冷链包装也将为瓦楞纸提供足够市场需求。

图 8：我国冷链物流率处于较低水平



资料来源：根据公开资料整理，申万宏源研究

2.2 供给：主动投资减少+落后产能被动淘汰，原纸行业供给收缩

造纸行业步入供给收缩阶段，行业筑底弱复苏。造纸行业经历 2010 年前大规模纸机投资后，进入产能出清阶段，2014--2015 年，造纸行业的固定资产投资增速锐减，15 年造纸及纸制品业固定资产投资完成额为 2812.55 亿元，同比仅增长 0.56%，行业整体步入筑底弱复苏阶段。行业产能进入供给收缩阶段的主要原因有：1) 造纸行业净资产收益率明显低于其他行业，新资本进入动力不强；2) 环境政策收紧，对造纸企业三废排放要求趋严，尤其是小规模企业污染处理成本高；3) 银行对造纸行业的贷款审查收紧，造纸作为重资产行业，小规模企业融资更难；4) 政策阻力，工信部与发改委联合发布《造纸产业发展政策》对新建、扩建造纸项目单批生产线设置了起始规模限制，要求箱板纸年产 30 万吨以上。

图 9：近几年造纸及纸制品业固定资产投资增速锐减



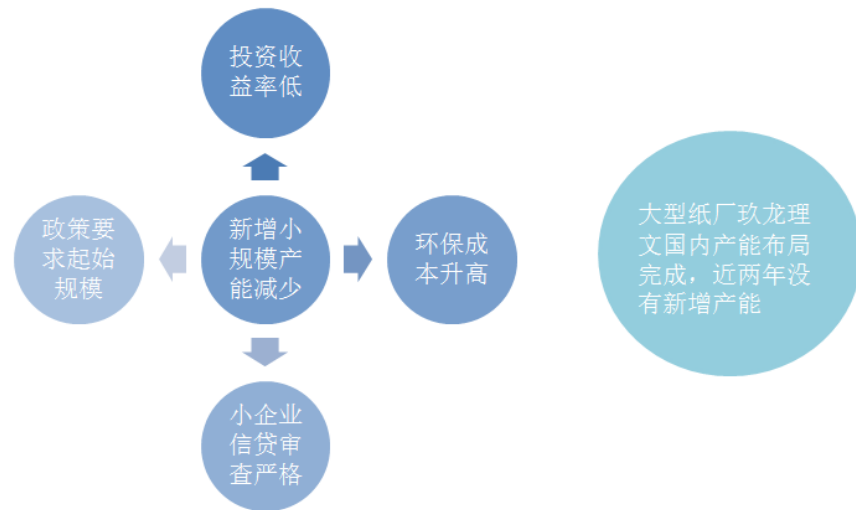
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

箱板瓦楞行业龙头企业主动减少投资，小型企业部分缺乏经济效益主动退出。作为箱板瓦楞纸行业龙头的玖龙纸业和理文造纸在国内产能布局已基本完成，根据公告信息 2015-2016 年在国内均为投放新增产能。部分小型箱板瓦楞厂商因经济效益低下主动退出。

1) 小厂接单能力不足。纸箱厂对上游原材料供应的产品稳定性、供货周期有较严格的要求，大厂因规模效应能保障稳定的产品质量和供货周期，相反小型纸企只能在低端市场依托低价策略竞争，导致其接单能力明显短板，且处于微利或亏损状态而退出。2) 环保成本具有规模效应。环保政策的加严，纸厂环保设备的投入具有规模效应，小厂在固定设备投入能力和单吨处理成本均处于劣势，以山鹰纸业为例，公司环保处理成本为 50 元/吨左右，而小厂成本在 150 元/吨。3) 小规模纸厂用电来自外购，成本高。造纸企业为高耗电制造业，箱板瓦楞原纸平均吨纸耗电 500 度左右，用电成本在总成本中占比较高。大型企业拥有自备电厂优势，一方面自发电成本大幅节省（山鹰自发电占比 60%，每度电平均成本比外购

电节省 0.2-0.3 元左右)，另一方面发电产生的蒸汽可直接用于烘干车间，热电联产优势明显。

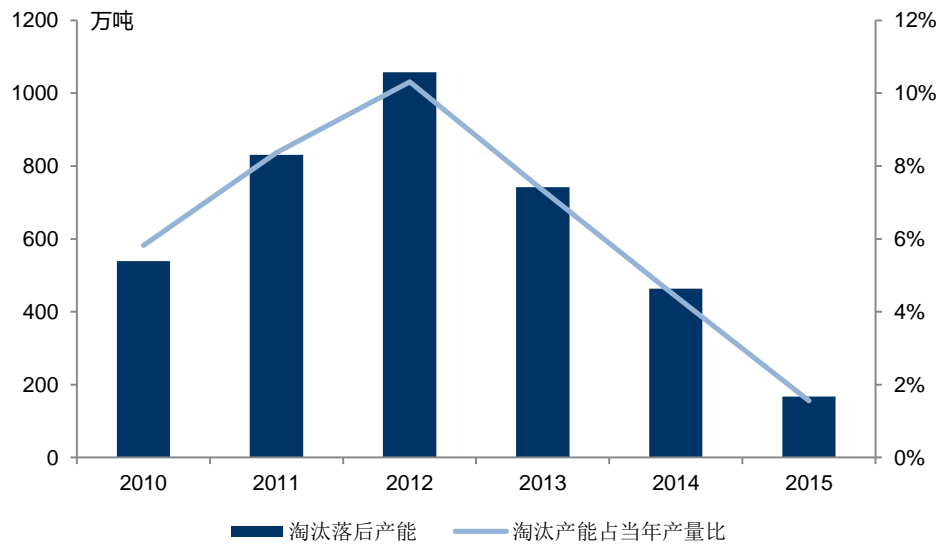
图 10：箱板瓦楞纸行业主动投资收缩



资料来源：申万宏源研究

自然出清+政策加码，落后产能加速淘汰。“十二五”以来为了减少环境指标不达标造纸企业造成的污染，全国不断淘汰落后产能，效果初显，据统计，“十二五”期间（2011-2015年）我国合计淘汰的造纸落后产能达到 3260 万吨，相对于 2015 年全国纸及纸板 10710 万吨产量，淘汰的产能约占 30.4%。目前造纸行业的企业单位数有 6839 家，CR10 约占 30% 左右，前 100 位的纸企产能占全国总产能的 60% 左右。除行业自然出清外，政策加码为产能收缩助力，14 年 9 月至 16 年 5 月，东莞政府成立专项基金，对“两高一低”造纸企业进行全面整治与引导退出，年产 20 万吨以下生产线全部淘汰，截至 16 年 5 月纸企由 95 家减少至 23 家，淘汰落后产能 530 万吨；浙江富阳亦通过加码环保标准，通过淘汰落后产能和中型产能合并，合计减少纸企 100 余家。自 2016 年 10 月 21 日起，环保部组织 10 个督察组对天津、河北、山西、山东、河南、湖北、湖南、广东等 20 个省(市、区)落实环境执法监管重点工作情况进行督察，造纸行业亦为重点考察行业之一。

图 11：“十二五”期间（2011-2015）共淘汰造纸行业落后产能 3260 万吨

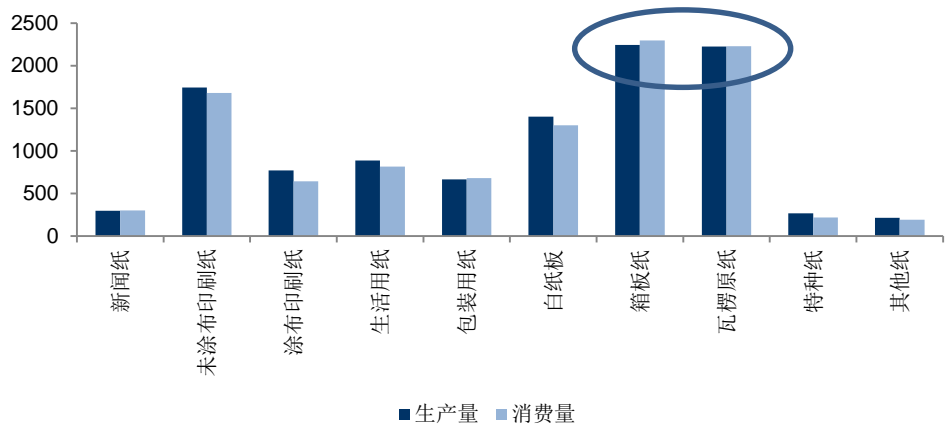


资料来源：工信部，中国造纸协会，申万宏源研究

2.3 供需格局优化，行业产能利用率稳步提升

包装工业用纸产量略低于消费量，供需结构均衡。2015 年我国所有纸种合计产量达到 10710 万吨，消费量 10325 万吨，其中箱板纸、瓦楞原纸、白板三类包装工业用纸合计产量 5824 万吨，消费量 5870 万吨，生产量略小于消费量。造纸行业供需基本平衡，文化纸及生活纸产品结构性过剩，包装工业纸整体供需结构更加均衡。

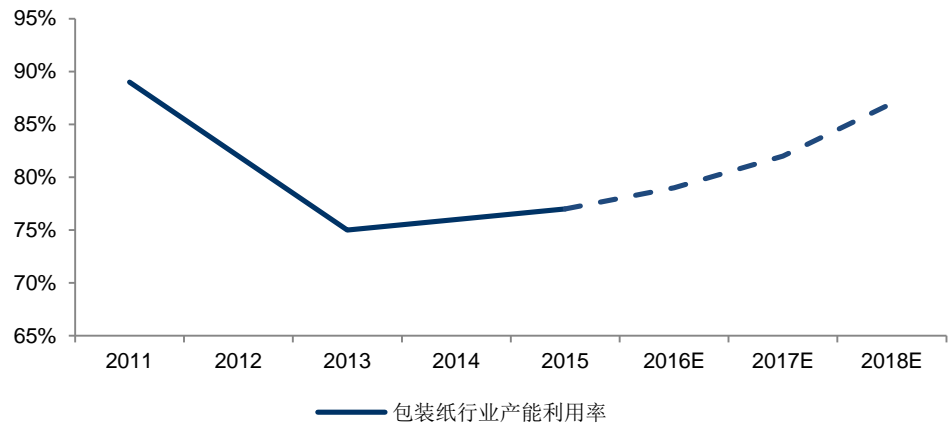
图 2：2015 年造纸分纸种产量及消费量



资料来源：中国纸业协会，申万宏源研究

产能收缩和新增需求释放促行业整体产能利用率稳步上升。随着产能存量的逐步减少和市场需求量的增加，造纸行业有望逐步挖掘现有产能潜力，增强原有产能利用率。提高产能利用率在提高造纸企业的盈利水平的同时，龙头企业依托规模优势和议价能力能有效提升市场份额。2013年包装纸产能利用率达到最低值75%，随后以每年1个百分点的速度逐步提升，15年已达77%的水平。预计随着十三五期间产能收缩和新增需求释放，包装用纸产能利用率有望持续稳步提升。

图 13：包装用纸行业产能利用率有望稳步提升



资料来源：SASAC，申万宏源研究

3. 短期看好成本快速传导和持续涨价，中长期看好市场集中度提升

3.1 废纸、煤炭和运价提升，加速落后产能淘汰

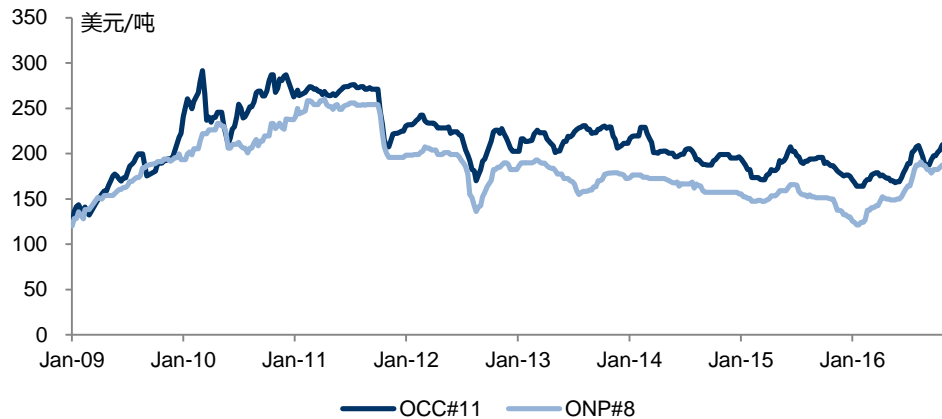
3.1.1 废纸：美废率先提价，大厂调整区域采购比例应对

废纸来源主要分美废、欧废、国废和日废，美废引领废纸行业。国内纸厂所用废纸主要来源于美国、欧洲、日本和国内本身，废纸在成品纸生产过程中扮演着提供纤维的角色，能否完成这一角色主要依赖于废纸回收的分拣和处理。美国在废纸回收方面具有丰富经验，早在 1973 年颁布《军用包装材料废弃处理标准》，九十年代初制订《资源保护与回收利用法》，在部分州制定《废纸利用法》，规范的法律环境为美国废纸行业分拣和处理提供了环境基础。美国的废纸分类标准已经高达 50 种。国际上标准化的商品打包废纸已经成为大宗贸易商品。与之相比，国内仅简单地将废纸分为书刊杂志、报纸、纸板、纸袋、白纸边等有限的几种，缺乏统一标准，而且以散装的形式从废旧物资集散市场向外运输，同时原料为草浆、木浆混杂，废纸回收系统和品质有待提升，美废因最受纸厂青睐而引领废纸行业。

16 年以来，美废率先提价，12 月底 OCC#11 已达 220 美元/吨，兼具周期旺季和美国造纸结构变化影响，下游纸厂调整区域采购比例应对。受美废影响，国废价格亦呈上涨趋势，10 月中旬后国废黄板纸到厂价从 1220 元/吨上涨至 1680 元/吨，累计涨幅达 38%。

- 国内废纸每年年底是需求旺季，造成周期性的美废价格上涨。国内进口废纸采用许可证制度，纸厂根据自身产能每年进行额度申报，申报量在当年使用次年失效。为保证生产需要，申报额度一般略高于实际用量，在年末国内纸厂会利用当年剩余的许可额度采购废纸，因此每年 10 月至年底，纸厂许可证即将到期加上后期节假日通关不便，以及废纸订货周期为 3 个月左右，为使货物能在年底前到港，废纸采购出现阶段性旺季。
- 美国自用废纸量的增加，导致美废对外供给减少。近年来跨国企业开始在美国西部地区建设以废纸为原材料的造纸厂，当地纸厂对废纸用量上升，出口废纸相应减少。目前美国 7000 万造纸产能中仅有 1500 万吨木浆造纸，其他均使用废纸造纸。美国林业及纸业协会公布的统计数据显示，由于过去 3 年间多条以废纸为原材料的纸板和纸巾等生产线投入运行，2015 年美国的废纸消费量达到 3780 万吨，创 2010 年以来的纪录。

图 3：2016 年美废价格趋势性上涨



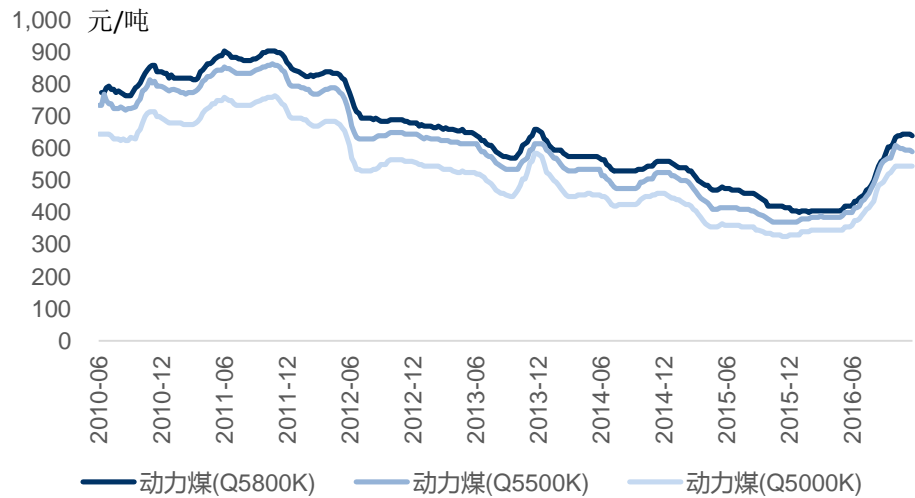
资料来源：纸业联讯，申万宏源研究

龙头企业发挥全球采购布局优势，调整区域采购比例应对。美废价格上升，虽然逐渐向欧废和国废传递，但区域性价格变动具有时间差和独特波动性，龙头企业在全球拥有完善的废纸采购渠道布局，通过预判不同区域价格的变化，通过调整废纸区域采购比例缓解废纸涨价的影响，如山鹰纸业在美国和打包厂具有多年合作经验，同时在欧洲拥有收购渠道，公司 Q3 及时调整欧废占比，有效缓解四季度美废较快上涨的影响；而小型企业收购渠道单一，受废纸涨价影响更大。

3.1.2 煤炭和物流：去产能叠加政策因素，成本提升

去产能及政策原因促使年内煤炭价格反弹。由于产能严重过剩，下游需求低迷，进口煤价格下滑等多类原因导致国内动力煤价格从 13 年开始下滑，煤炭价格甚至接近成本价。15 年以来去产能、276 限产政策、山西等主产地矿难整顿、交通运输政策调整、天气灾害多种原因导致煤炭价格在 2016 年大幅回升。天津港动力煤（Q5800K）价格从年初 405 元/吨不断上涨，截止 12 月底价格已达到 640 元/吨。

图 15: 2016 年至今动力煤价格持续上涨



资料来源：海运煤炭网，申万宏源研究

汽运超限新规提高物流成本。箱板瓦楞纸运输半径在 200KM 左右，低成本公路运输方式成为其最优的运输选择。2016 年 10 月起施行新修订的《超限运输车辆行驶公路管理规定》，允许装载量进一步减少，对超载超限的违规处罚力度空前，13 米长货车可装载量从 42 吨废纸下降至 30 吨，致使全行业物流成本呈上升趋势，根据草根调研，**新规施行后汽运运输费在之前基础上上调了 30%-50%**，100 公里以内不用上高速的运输路径价格变化不明显，但随着运输距离越远，运费涨幅就越大。除载重减少，包车费用亦提升 5% 左右。

3.2 短期：龙头企业具有议价优势，通过涨价快速传导成本至下游，同时提供业绩弹性

低库存+成本上升，伴随年末纸箱需求旺季，推动原纸厂提价。目前，行业内整体库存维持低位，主要企业如山鹰纸业库存维持在 5-7 天。不少原纸企业除发提价函外，对客户账期的要求也进一步筛选，大客户和信誉良好的客户优先发货。成本端废纸、煤炭、运费年末持续上涨，原纸企业需要迅速转移成本维持盈利水平。**山鹰纸业 16 年 1-11 月累积提价 400 多元，综合成本累积上涨约 400 元，因此盈利水平并未受到成本影响。**需求端年末纸箱进入需求旺季亦推动整体行情，在今年双 11 当日阿里巴巴销售额达到 1207 亿元，同比增长 29%，线下亦进入需求旺季。

下游包装行业分散，原纸厂议价能力高。我国瓦楞纸箱行业规模约 4000 万吨，产值 2000 亿元，行业极度分散，包装企业多为小规模经营（规模较大的合兴包装 15 年收入 28.5 亿元），行业 CR10=8%，而目前箱板瓦楞原纸市场集中度较高，CR3=35%，CR8=70%，集中

度有进一步提升趋势，因此相对下游纸箱厂，原纸厂议价能力高，原材料价格上涨传导到下游纸箱厂的周期大幅缩短。

四季度招标旺季，下游包装厂对原纸厂涨价接受度高。包装厂每年年末与下游客户签订下年合同，招标确定主要客户的供货价格，因此，年末原纸价格的上涨也有利于包装厂及时传递成本至下游终端客户，争取下年较高的合同价格，因此四季度包装厂对原纸涨价接受度高。

箱板瓦楞原纸提价传导成本，同时提供业绩弹性。受制于原材料废纸价格、煤炭价格及运输成本的增加，纸厂方面不断提涨箱板纸出厂价格。15年年末由于美国废纸价格上涨，箱板纸价格出现了一波价格上涨。由于年内动力煤价格不断上涨，纸厂成本承压，6月20日山鹰纸业发布提价函箱板纸瓦楞纸分别提价80元/吨。7月18日，10月20日再次发布提价函提价100元/吨，受交运新规影响，运输价格上涨，11月起，华南与华北地区大型纸厂再次提涨箱板纸价格。根据纸业联讯统计，部分地区供应偏紧，纸厂提价意向坚定，下游谈判余地有限，价格提涨有望持续落实。目前提价主要对冲成本上涨，但同时提供一定业绩弹性。

图 16: 成本上涨已经能够快速传导至产品价格方面

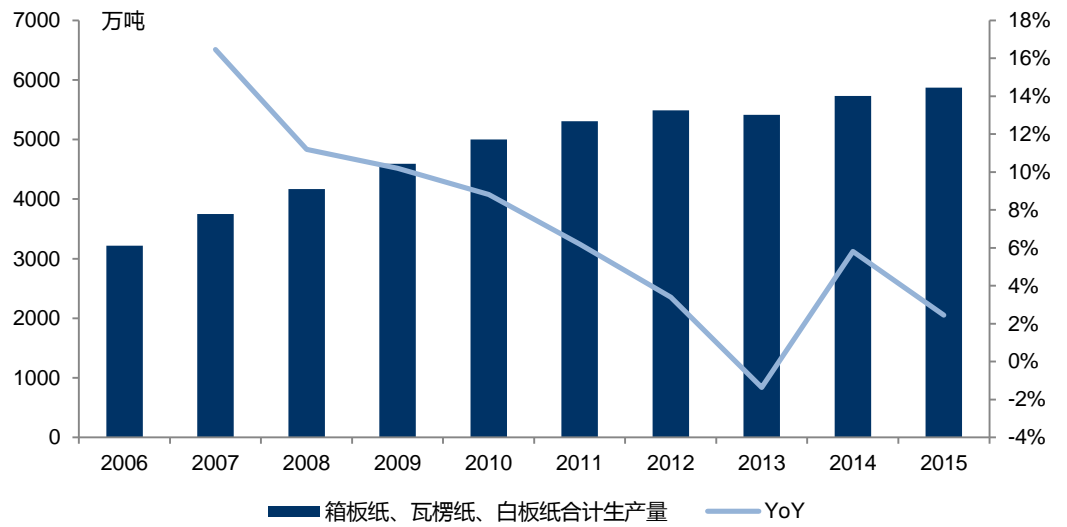


资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

3.3 中长期：行业集中度持续提升

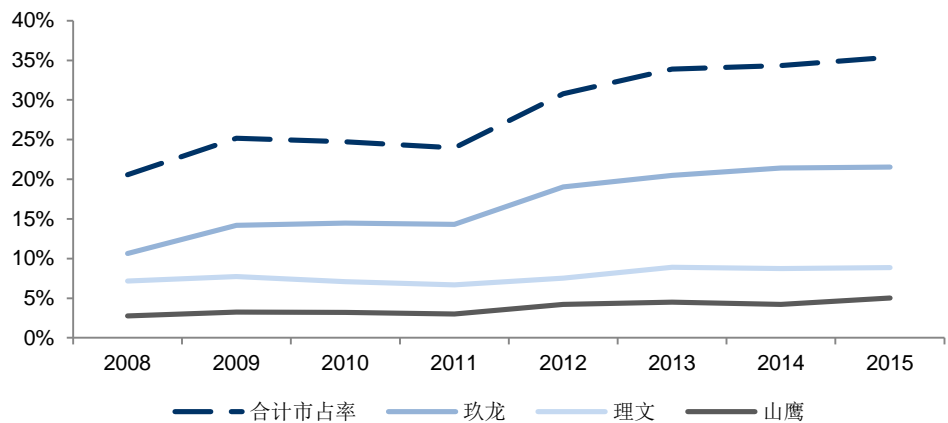
行业加速出清，龙头集中度有望持续提升。得益于近年来严格的环保标准，倒逼企业转型升级，造纸产能增长高峰已过，更加重“质”而非“量”，2015年包装工业用纸产量5870万吨，同比仅增长2.4%。行业出清给龙头企业拓展市场份额提供机遇，箱板瓦楞原纸行业前三大玖龙、理文、山鹰（13年之前按照和吉安合并口径计算）市场占有率逐步提升，2015年达到35.4%。伴随市场份额的提升，行业内龙头公司拥有更多议价权和资源整合能力。

图 17：“十二五”期间包装用纸产量增速持续下降



资料来源：中国纸业协会，申万宏源研究

图 18：包装用纸行业集中度持续提升



资料来源：中国纸业协会，申万宏源研究

4. 公司：箱板瓦楞原纸+包装双轮驱动，看好确定增长

4.1 股权激励高考核标准彰显信心

股权激励高考核标准，彰显公司发展信心。公司于11月1日正式完成股票期权激励计划的授予，以2.93元/股的行权价格向共计82名激励对象授予合计6543万份股票期权（其中首次授予5823万份，预留720万份）。考核标准为：以2015年的扣非净利润为基数，2016-2018年扣非净利润增长率不低于50%、200%、400%，分三期行权。

表 2：实施股权激励，彰显发展信心

行权期	行权条件	可行权数量占首次授予期权数量比例	行权价格
17/11/1-18/10/31	以15年的扣非归母净利润为基数，16年增长率不低于50%	40%	2.93元/股
18/11/1-19/10/31	以15年的扣非归母净利润为基数，17年增长率不低于200%	30%	
19/11/1-20/10/31	以15年的扣非归母净利润为基数，18年增长率不低于400%	30%	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

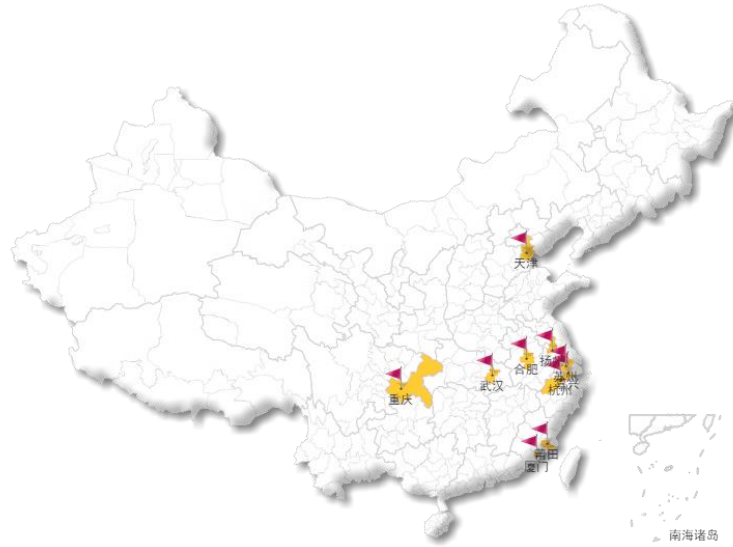
4.2 包装+自备电厂+募投产能，保障确定高增长

4.2.1 包装业务盈利水平提升，行业整合+包装一体化服务拓展

包装全国跟进式布局，形成产业链闭环。公司目前在湖北、浙江、福建、江苏、天津、安徽等地拥有14家包装厂，形成10亿平方米中高档包装纸箱的生产能力，位居全国前三名。对标美国包装纸巨头国际纸业，在开展造纸业务的同时积极开展包装业务，旗下212家包装厂，自产包装纸约有70%-80%用于自身包装公司（山鹰纸业目前该比例不到10%），在美国瓦楞纸包装行业市场份额占比达到30%。公司采用贴近式服务拓展家电、食品饮料等客户，客户包括青岛青啤、百威英博、海尔、戴尔等。

大客户整体解决方案服务积极开拓。2016年12月公司和海尔采购签订《战略合作框架协议》，为海尔提供从包装设计、材料研发、物流优化，以及高档瓦楞纸板、纸箱、缓冲包装材料等制造的整体包装解决方案。海尔采购同意将四个区域市场每年总额约人民币4亿元（不含税）的采购份额提供给公司或其子公司，合作期限为六年。预计未来公司和大客户共同探讨包装一体化服务会持续推进。

图 4: 公司在全国范围内布局 14 家包装厂



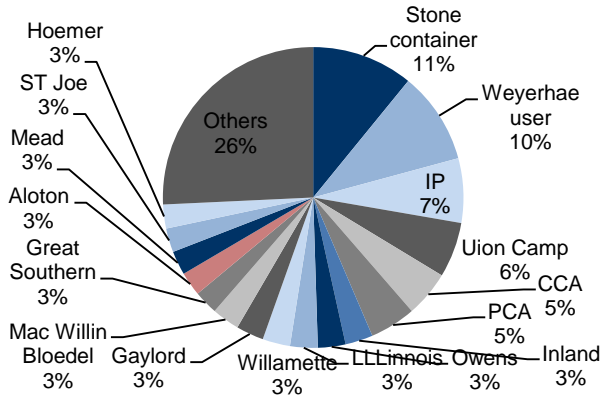
资料来源：公司公告，申万宏源研究

包装 16 年有望扭亏为盈，毛利率持续提升。公司 14 个包装厂中有 4 个新建厂处于亏损状态，拖累短期业绩，16 年前三季度包装板块基本盈亏平衡，包装业务整体盈利持续改善。15 年包装毛利率仅 10.4%，对标业内公司（合兴包装 15 年毛利率 20%，裕同科技 15 年毛利率 31%），公司盈利水平有很大改善空间，根据公司战略目标，我们预计未来通过内生管理和经营水平的提升，供应链效率的管理，后续 2-3 年毛利率有望提升 4pct/年，对应增加经营利润 1 亿元以上。

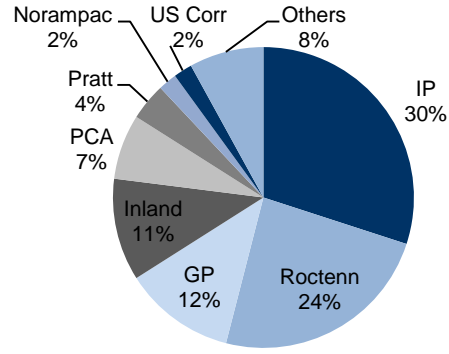
包装行业分散度高，整合空间大。我国包装行业分散，行业规模 2000 亿，最大包装厂合兴包装年收入在 28 亿左右，市场份额不足 2%。参考美国瓦楞纸包装行业，1989 年 CR10 仅为 56%，经过 20 年发展美国瓦楞纸行业通过行业整合企业并购、淘汰小型包装厂等多种方式，集中度逐步提高，2011 年 CR8 已经达到 92%。我国从事纸包装制造的企业数量已经从 2010 年的 4200 家左右减少到 2014 年的 2400 余家，未来我国纸包装行业也将沿着集中度不断提升的行业趋势，行业整合空间巨大。

图 5: 1989 年美国瓦楞包装行业 CR10=56%

图 21: 2011 年美国瓦楞包装行业 CR8=92%



资料来源：AICC，申万宏源研究



资料来源：AICC，申万宏源研究

拓展包装产业链，提供云包装一体化服务。公司 2016 年 7 月公告拟出资人民币 5000 万元设立祥恒创意包装有限公司，投资 5000 万元设立中印科技股份有限公司（公司出资 3000 万元，占 60%；滨海置业占 20%；北京绿色印刷包装产业研究院以非专利技术无形资产“纳微米尺度导电浆料制备技术”作价出资 1000 万元）。公司一方面**发展包装一体化服务**，从设计到生产到供应环节为客户提供无缝连接的包装服务，有利于提升客户在产品包装供应的体验和价值，为集团型客户提供一站式整体解决方案。另一方面**积极拓展智能包装、互联网包装等领域**。

4.2.2 自备电厂扩建项目推进，热电联产节省能源成本

热电联产降低用电成本，同时为造纸提供蒸汽。造纸属于高耗能行业，吨纸耗电平均 500 度，公司在马鞍山基地和海盐基地均自建电厂，一方面减少电力和蒸汽的对外采购，另一方面发电过程中产生的热蒸气可以传输至造纸车间设备烘干部进行烘干，多余的蒸气对外供应产生利润。热电联产有效降低能源成本，提高公司的盈利能力。公司目前马鞍山热电五期项目计划在 2016 年底投入使用，海盐电厂扩建项目完成环评和土地储备，审批顺利推进，预计明年开始建设，17 年底有望投入使用。

两个基地自建电厂扩建项目拥有近 2 亿元能源成本节省空间。目前公司造纸用电自用电占比 60%，外购电占比 40%，按照自用电成本 0.3 元/度，外部工业用电 0.56 元/度测算，吨纸预计节省成本 100 元。预计年底试运行的马鞍山热电厂五期项目将每年减少成本 1 亿元左右。如果马鞍山和海盐自备电厂扩建均完成后，40%外购电将全部转成自用电，节省成本约 1.82 亿元（以现有 350 万吨产能计算，未来扩产将进一步节省成本）。

表 3：自建电厂替代外购电节省能源成本

指标	参数
V.现有产能(万吨)	350
m.吨纸耗电(度/吨)	500
p.外购电占比	40%
n.每度电节省成本(元/度)	0.26
能源成本节省空间(万元) = V*m*p*n	18,200

资料来源：申万宏源研究

4.2.3 产能持续布局，募投项目贡献增量

非公募建设年产 120 万吨新生产线，提高公司业务量，扩充低克重高强度包装纸产品。2016 年 7 月公司完成非募资 20 亿，在海盐县现有土地建设年产 120 万吨包装原纸生产项目，包含 50 万吨低定量强韧牛卡纸、43 万吨低定量高强瓦楞纸、27 万吨渣浆纱管原纸生产线建设项目。从市场方面来看，包装板纸正在向低定量、高强度、全规格方向发展，低定量、高强度纸制品市场形势良好。本次新增产能将扩充公司包装纸生产能力，并尝试拓展华中等区域市场，对应公司现有 350 万吨产能，此次扩建项目将公司产能比肩理文，提升公司营收与盈利水平。

4.2.4 增值税即征即退补贴提供业绩增量

作为再生资源类企业从 15 年 7 月起获得稳定的政府补贴。为进一步推动资源综合利用和节能减排，2015 年 7 月 1 日正式实施新的《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》，按照此目录规定，由于公司利用废纸造纸，可享受增值税即征即退政策，退税比例 50%。2015H2 公司收到再生能源企业增值税即征即退税收返还 6639.40 万元，16 年海盐基地和马鞍山基地均将获得退税补贴，16H1 获得该项补贴 5897.88 万元，将持续贡献业绩增量。

4.3 未来多方面改善，公司有望比肩玖龙理文水平

产能：积极完善产能布局，进一步扩大市场份额。公司相比玖龙、理文布局空间较大，玖龙和理文已基本完成产能在全国的布局，玖龙在东北-沈阳、西南-重庆、华北-天津、华东-太仓、东南-泉州、华南-东莞等地均有布局；理文在华东-常熟、华中-九江、西南-重庆、华南-东莞均有布局，并逐渐在越南等国外地区布局。山鹰纸业目前仅有浙江海盐和安徽马鞍山两个原纸生产基地，在华东和华中市场份额较高，通过新增募投产能将有效提升公司市场份额。此外 15 年 7 月设立山鹰纸业（湖北）有限公司，有望拓展国内第三个原纸生产基地。

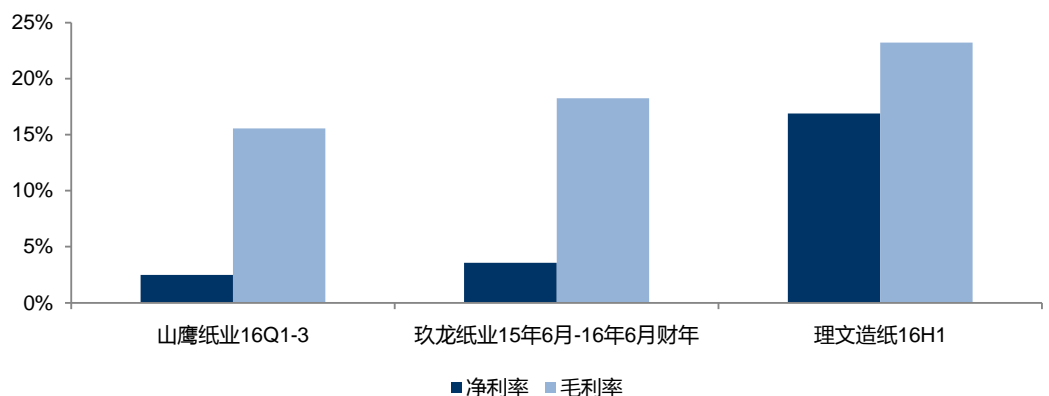
图 22：玖龙理文已完成全国布局，山鹰逐步完善布局



资料来源：申万宏源研究

盈利水平：运营与供应链管理有足够改善空间，折旧政策更改至行业平均水平。公司目前在毛利率和净利率水平上均和行业标杆理文造纸有明显差异，16Q1-3 公司净利率为 2.5%，毛利率为 15.6%，远低于理文造纸 16H1 的 16.9%/23.2%，接近玖龙纸业 16 财年水平（净利率 3.56%，毛利率 18.3%）。一方面是因为理文造纸拥有全球领先的运营管理水平 and 供应链管理优势，公司已制定战略在供应链管理和运营水平进行改善，以期提升盈利能力。另一方面是因为山鹰在固定资产折旧计提方面较为激进导致成本差异。公司设备一般按照 15 年进行折旧，厂房按照 30-40 年折旧，与同细分行业的玖龙、理文相比，公司综合折旧率较高。16 年 12 月公司公告将更改折旧政策，基于生产设备现状变更折旧年限，对其中 5 条先进生产线折旧年限从 15 年调整为 25 年，其他生产设备从 13-15 年调整至 20 年，预计影响 17 年归母净利 2.3 亿元（不计入前期股权激励考核）。国内造纸行业平均折旧年限 15-20 年，港股玖龙理文 25-30 年，公司海盐基地设备先进，民企普遍偏好较为激进的折旧政策，此次调整设备折旧年限符合实际情况，也有利于公司持续做大业绩和市值。

图 23：山鹰盈利能力有较大改善空间



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 4：山鹰以往折旧政策与其他造纸企业相比年折旧率较高

纸厂	房屋及建筑物			机器设备		
	折旧年限	残值率	年折旧率	折旧年限	残值率	年折旧率
山鹰纸业	5-45	3%或5%	2.1%-19.4%	5-15	3%或5%	6.3%-19.4%
理文造纸	-	-	5%	-	-	3.3%-20%
玖龙纸业	24	-	-	15-35	-	-
太阳纸业	20-50	5%-10%	1.8%-4.8%	10-15	5%-10%	6.0%-9.5%
晨鸣纸业	20-40	5%-10%	2.3%-4.8%	8-20	5%-10%	4.5%-11.9%
博汇纸业	20-35	5%	2.7%-4.8%	8-20	5%	4.8%-6.3%
华泰股份	20-35	3%-5%	2.7%-4.8%	10-20	3%-5%	4.8%-9.7%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

减少美元外债：多币种结算与改变融资渠道，降低汇率风险对财务费用的影响。公司现有美元外债 1.5 亿美元，汇兑损失主要来自经常贸易结算产生的应付账款和设备筹建外币负债。公司每年在国外采购大量废纸，产生应付账款，由于人民币贬值造成较多汇兑损失增加财务费用。目前公司在外币结算方面，已经开始由单一美元结算换成多币种结算，并在部分结算中使用人民币信用证结算，通过风险分担的形式减少汇率变化对公司财务费用的影响。同时从国内获得贷款的利率逐步降低，接近海外贷款利率，逐渐减少外币负债对应的汇兑损失；与此同时尝试增多外币资产。

废纸渠道：国外尝试和打包厂合作，国内布局中转站。公司从全产业链“原材料-工厂-客户”各方面进行协调，预判需求走势规划原材料采购，减少内耗，降低成本。在废纸采购方面，公司布局欧洲、美国、日本、国内多个渠道，在国外尝试和专业打包厂以合作或合资等形式建立稳定废纸回收渠道，国内已在湖北建设中转站，未来有望在上海等区域继续布局，针对需求和预判价格变化，灵活转换采购渠道，使采购废纸总体成本下降。

山鹰资本拓展：15 年 2 月公司在深圳前海投资成立投资管理公司，未来以山鹰资本为载体，有望持续进行造纸产业链横向和纵向整合，以及跨行业投资机会的探索。

5. 盈利预测：16-18 年归母净利 CAGR 78%

核心假设：

假设募投 120 万吨产能 2018 年正式投产（土地海盐基地已有储备，环评等工作均已完成）。

假设箱板瓦楞原纸 2016-2018 年销量分别为 350 万吨、370 万吨、430 万吨；年均不含税吨售价分别为 2890 元、3500 元、3500 元；年均吨成本分别为 2250 元、2650 元、2650 元。

假设包装业务通过外延收购和自建等方式持续扩充产能，2016-2018 年销量分别为 10 亿平米、11 亿平米、12.5 亿平米；通过供应链管理和运营能力提升，毛利率持续提高，分别为 11.3%、16.0%、20.0%。

盈利预测：

预计 2016-2018 年实现营业收入分别为 124.88 亿元、153.50 亿元、175.70 亿元，三年 CAGR 为 21.5%；实现归母净利润 3.22 亿元、8.88 亿元、11.85 亿元，三年 CAGR 为 78.3%；对应 EPS 分别为 0.07 元、0.20 元、0.26 元，PE 分别为 52、18 和 14 倍。

表 5：收入成本拆分表

百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
1. 箱板瓦楞原纸						
营业收入		4547.70	6547.86	9056.77	11595.17	13475.47
营业成本		3562.46	5119.24	7051.12	8779.20	10202.86
销量（万吨）		216.43	288.61	350	370	430
对内销售（万吨）		24.00	28.38	36.62	38.71	44.99
对外销售（万吨）		192.43	260.23	313.38	331.29	385.01
吨售价(元/吨)		2363.30	2516.23	2890	3500	3500
吨成本(元/吨)		1851.30	1967.23	2250	2650	2650
吨毛利(元/吨)		512	549	640	850	850
毛利率		21.7%	21.8%	22.1%	24.3%	24.3%
2. 包装业务						
营业收入		1750.12	2211.75	2400	2750	3125
营业成本		1571.80	1981.80	2130	2310	2500
销量（万平米）		80800	93919	100000	110000	125000
每平米售价(元/平米)		2.17	2.35	2.4	2.5	2.5
每平米成本(元/平米)		1.95	2.11	2.13	2.1	2
毛利率		10.2%	10.4%	11.3%	16.0%	20.0%

营业收入						
营业收入	6578.06	7735.39	9787.00	12488.26	15349.63	17569.93
	<i>YOY</i>	<i>17.6%</i>	<i>26.5%</i>	<i>27.6%</i>	<i>22.9%</i>	<i>14.5%</i>
营业成本	5468.65	6438.35	7990.79	10079.55	11969.89	13552.39
	<i>YOY</i>	<i>17.7%</i>	<i>24.1%</i>	<i>26.1%</i>	<i>18.8%</i>	<i>13.2%</i>
综合毛利率	<i>16.9%</i>	<i>16.8%</i>	<i>18.4%</i>	<i>19.3%</i>	<i>22.0%</i>	<i>22.9%</i>

资料来源：申万宏源研究

6. 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 5.00 元

行业兼具需求增长和供给收缩逻辑。需求端箱板瓦楞纸应用功能更加多样化，消费升级促进包装用纸领域维持 3%左右的稳定增长。电商 2016 年预计规模达到 5 万亿元，2015 年占社零比例升至 22%，并维持上升趋势；冷链包装有望成为另一增长极，我国冷链物流率水平很低，最高的水产品也仅 23%，其中在冷链包装中纸包装占比仅约 8%，而美国已经达到 20%水平，提升空间巨大。供给端主动投资减少+落后产能被动淘汰，原纸行业供给收缩。供需格局改善，行业整体产能利用率稳步上升，15 年达到 77%，十三五期间将持续提升。

短期看好成本快速传导和持续涨价，中长期看好市场集中度提升。16 年以来，废纸价格持续上涨，美废率先提价，并间接带动国废涨价；煤炭和运价提涨亦影响成本，原纸厂低库存、下游包装行业分散（CR10=8%）使龙头议价能力强，成本通过持续涨价快速传导，同时吨纸盈利水平扩大。目前行业前三大玖龙、理文、山鹰市场占有率 15 年达到 35.4%，中长期行业集中度将持续提升。

公司箱板瓦楞原纸+包装双轮驱动，看好确定增长，持续改善比肩玖龙理文水平。公司推出股权激励，行权价格 2.93 元/股，考核标准以 2015 年扣非净利润为基数，16-18 年增长率不低于 50%、200%、400%，彰显公司信心。包装板块通过供应链和运营管理盈利水平持续提升，预计毛利率提升 4pct/年，对应增加经营利润 1 亿元以上；横向整合空间大，纵向拓展包装产业链，提供云包装一体化服务。自备电厂热电联产降低用电成本，同时为造纸提供蒸汽，两个基地自建电厂扩建项目拥有近 2 亿元能源成本节省空间。产能募投年产 120 万吨新生产线/湖北基地筹建等将持续布局产能，提供增量。公司有望从产能布局、盈利水平提升、减少美元外债、废纸渠道布局、山鹰资本拓展产业布局等领域，不断缩小和玖龙、理文差距。

行业供给收缩和新增需求拓展，公司内生增长+产业链拓展驱动确定增长，给予“买入”评级，目标价 5.00 元。公司所在箱板瓦楞原纸行业供给收缩+下游电商/冷链物流提供新增需求，短期低库存+成本上涨推动快速涨价，提供业绩弹性，中长期看好行业集中度提升。公司箱板瓦楞原纸+包装双轮驱动，多重改善有望快速提升盈利水平。预计 2016-2018 年实现归母净利 3.22 亿元、8.88 亿元、11.85 亿元，三年 CAGR 为 78.3%；对应 EPS 分别为 0.07 元、0.20 元、0.26 元，PE 为 52、18 和 14 倍。公司完成重组上市后的内部整合，2017 年开始进入业绩快速释放期，预计到 2018 年，公司募投产能释放后箱板瓦楞原纸产能约 500 万吨，接近行业第二名理文造纸（523 万吨），同时公司拥有 10 亿平方米的包装产能；盈利能力方面，预计 2017-2018 年毛利率分别为 22.0%和 22.9%，净利率分别为 5.8%和 6.7%，比肩玖龙纸业，并向业内标杆理文持续靠拢。公司现阶段 PE 高于港股对标公司，一方面是因目前盈利水平处于快速提升初期，前期重点完成马鞍山基地的生产线升级改造和重组后内部磨合，另一方面 A 股估值体系存在一定溢价（以 A+H 的晨鸣纸业为例，A 股 PE 9 倍，PB 1.4 倍；H 股 PE 6.6 倍，PB 0.94 倍）。基于公司未来两年进入快速发展期，到 2018 年山鹰

从产能、利润率、利润体量等核心指标和行业龙头相当，叠加行业持续整合预期，我们认为公司有望向现阶段的玖龙和理文市值持续靠拢，高成长性享有一定估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级，第一目标价 5.00 元，对应 17 年 25 倍，对应市值 228 亿元。

表 6：行业同比分析表

	山鹰纸业		玖龙纸业	理文造纸	景兴纸业
	2015A	2017E			
市值 (亿元)	166.1	-	293.0	245.9	73.0
最新财年净利润 (亿元RMB)	2.1	8.9	11.2	19.5	0.1
产能 (万吨)	350 (募投完成近500万吨) +10亿平方米包装		1373	523	150
毛利率-MRQ (%)	18.4	22.0	18.3	23.2	11.7
净利率-MRQ (%)	2.1	5.8	3.6	16.9	6.7

注：市值以 2016 年 12 月 29 日收盘价计

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 7：盈利预测表

单位：百万元，元，百万股

	2014A	2015A	16Q1-3	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	7,735	9,787	8,467	12,488	15,350	17,570
二、营业总成本	7,727	9,660	8,384	12,211	14,321	16,119
其中：营业成本	6,438	7,991	7,149	10,080	11,970	13,552
营业税金及附加	40	65	43	87	107	123
销售费用	368	509	406	687	844	966
管理费用	353	447	347	571	702	803
财务费用	494	621	408	786	697	674
资产减值损失	33	26	31	0	0	0
加：公允价值变动收益	8	(5)	5	5	0	0
投资收益	1	2	(6)	(5)	0	0
三、营业利润	17	124	83	277	1,029	1,450
加：营业外收入	116	195	168	200	250	250
减：营业外支出	18	25	5	10	10	10
四、利润总额	115	294	246	467	1,269	1,690
减：所得税	5	86	36	140	375	500
五、净利润	111	208	210	328	894	1,191
少数股东损益	1	(2)	3	6	6	6
归属于母公司所有者的净利润	110	209	207	322	888	1,185
六、全面摊薄每股收益	0.02	0.05	0.05	0.07	0.20	0.26
发行后总股本 (百万)	4,551	4,551	4,551	4,551	4,551	4,551

资料来源：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，资格证书编号为：ZX0065。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

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@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。