

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

开源节流, 整“装”待发

报告摘要:

环保政策持续趋严, 供需格局向好, 行业集中度持续提升。我国自实施供给侧改革及淘汰落后产能的政策以来, 企业环保成本激增, 落后小产能企业逐步退出市场, 行业集中度有效提升。而随着国民经济提升及网购的快速增长, 下游纸包装需求保持稳定增长, 预计未来几年行业需求增速将维持在 5% 左右, 行业景气度持续提升。

数字化供应链管理系统建设, 促包装业务毛利率大幅改善。目前公司有 17 家包装工厂, 16 年毛利率仅 12.13% 左右, 远低于竞争对手合兴包装 16.98% 的毛利率水平。16 年下半年公司引进 SAP, MES 等数字化管理系统, 17 年一季度毛利率为 13.95%, 已有明显提升。预计随着系统的进一步应用, 包装业务毛利率将持续提升。另外, 公司设立融资租赁公司, 通过其打造供应链金融服务, 整合下游包装产业。

定增项目扩充产能, 规模效应增强公司市场竞争力。16 年 7 月定增 120 万吨募投产能项目, 建成投产后, 公司或将增加两条包装纸生产线, 此举有效缓解不同型号产品共用生产线造成的转产效率损失。此外, 新纸种渣浆纱管原纸的投放将明显优化公司产品结构。同时通过股权融资方式扩张产能, 预计新增产能吨纸净利将超过 300 元/吨。

自备电厂投建, 成本节约效果显著。公司在马鞍山与海盐生产基地均有自备热电联产电厂, 目前自备电力比例约为 60%。15 年投资的马鞍山基地热电五期项目, 目前处于试运行阶段, 正式运营后, 自备电力比例将提升至 100%, 年节约成本约 1 亿元。此外, 公司海盐基地电厂目前尚在审批中, 还未动工, 规划每年电力及蒸汽产生的总营收达 8 亿元, 净利润达 2 亿元以上。

投资建议: 我们看好公司在造纸与包装领域的布局发展, 随着公司自备电厂和 120 万吨募投项目的投产以及包装业务毛利水平的提升, 公司盈利能力将得到持续增强, 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.24 / 0.30 / 0.36 元, 对应 PE 为 15X、12X、10X, 维持“买入”评级。

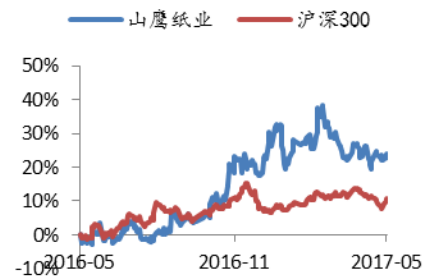
风险提示: 经济下行、原材料价格波动、募投项目不及预期等

股票数据

2017/5/19

收盘价(元)	3.52
12个月股价区间(元)	2.75~4.10
总市值(百万元)	16,020
总股本(百万股)	4,551
A股(百万股)	4,551
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	25

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-3%	-3%	19%
相对收益	1%	-3%	12%

相关报告

- 《业绩同比大幅改善, 包装龙头焕发新生机》
2017-4-18
- 《业绩符合预期, 盈利有望大幅改善》
2017-4-05
- 《2016 年业绩预增 60%-80%, 业绩高弹性》
2017-1-16
- 《山鹰纸业 (600567): 竞争优势凸显, 高速》
2016-12-27

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,787	12,135	14,456	16,077	18,670
(+/-)%	26.52%	23.99%	19.13%	11.22%	16.12%
归属母公司净利润	209	353	1,076	1,347	1,657
(+/-)%	90.15%	68.76%	204.97%	25.21%	22.99%
每股收益(元)	0.09	0.11	0.24	0.30	0.36
市盈率	41.36	32.34	14.89	11.89	9.67
市净率	1.40	1.35	1.53	1.39	1.25
净资产收益率(%)	3.46%	4.98%	10.30%	11.74%	12.98%
股息收益率(%)	0.00%	0.71%	2.00%	2.00%	2.29%
总股本(百万股)	3,766	4,551	4,551	4,551	4,551

证券分析师: 唐凯

执业证书编号: S0550516120001

Tangkai@nesc.cn

目录

1. 包装纸行业龙头稳固	5
1.1. 立足发展战略，多维度成长.....	5
1.2. 产品品类齐全，完整产业链优势显著.....	5
1.3. 主营业务发展稳定，盈利能力显著提升.....	6
1.4. 定增 120 万吨募投新产能，产品结构优化升级.....	10
1.5. 实施股权激励计划，保障利润持续增长.....	11
2. 行业基本面向好，龙头企业有望受益	12
2.1. 下游产业发展迅速，行业需求持续向好.....	12
2.2. 去产能持续推进，行业供给增速放缓.....	15
2.3. 需求向好，集中度提升，行业景气度不断提升.....	16
3. 打造数字化供应链系统，包装业务有望成为增长新引擎	17
3.1. 包装行业市场广阔，纸包装占据半壁江山.....	17
3.2. 公司包装业务毛利率欠佳，管理效率有待提升.....	20
3.3. 软硬皆施，打造数字化运营系统，推动包装业务腾飞.....	22
3.4. 合作“海尔”，包装业务有望高成长.....	25
3.5. 结论：包装业务有望成为公司业绩增长新引擎.....	26
4. 成本控制能力增强，盈利能力有望提升	26
4.1. 掌控废纸收购渠道，利于控制成本与保证质量.....	26
4.2. 自备电厂建设，成本节约效果显著.....	31
4.3. 资源综合利用退税增强公司盈利能力.....	32
4.4. 成立融资租赁公司，整合下游包装产业.....	33
4.5. 优化经营模式，提高存货周转率.....	33
5. 盈利预测与估值.....	34
6. 风险因素	34

图表目录

图 1: 山鹰纸业股权结构	5
图 2: 2016 年山鹰纸业主要产品营收占比 (%)	5
图 3: 2012-2016 营业收入情况	7
图 4: 2006-2016 山鹰纸业造纸业务产量 (万吨)	7
图 5: 造纸原材料价格走势	8
图 6: 山鹰纸业主要产品平均售价 (元/吨)	8
图 7: 山鹰纸业销售毛利 (亿元)	8
图 8: 2012-2106 年销售净利率与销售毛利率	8
图 9: 造纸企业毛利率对比 (%)	9
图 10: 造纸企业净利润率对比 (%)	9
图 11: 造纸企业财务费用率对比 (%)	9
图 12: 行权条件对应业绩及盈利预测 (百万元)	12
图 13: 2006-2015 年中国纸及纸板消费量 (百万吨) 及增速	12
图 14: 2006-2015 年纸制品生产及消费情况 (万吨)	13
图 15: 2010-2015 箱板纸生产消费量 (万吨)	13
图 16: 2010-2015 瓦楞原纸生产消费量 (万吨)	13
图 17: 中国电子商务市场规模 (万亿元) 及增速	14
图 18: 规模以上快递业务量 (亿件) 及增速	14
图 19: 中国及世界人均纸及纸板消费量 (公斤)	14
图 20: 2010-2015 年造纸行业淘汰落后产能情况	15
图 21: 2005-2016 年机制纸及纸板产量与 GDP 变动情况	15
图 22: 中国造纸及纸制品业固定资产投资完成额累计同比增速	16
图 23: 2008-2016 年造纸及纸制品业企业数量 (百家)	16
图 24: 2004-2015 年中国造纸行业产业集中度	16
图 25: 灰底白板纸国内市场均价 (元/吨)	17
图 26: 箱板纸国内市场均价 (元/吨)	17
图 27: 2015 年中国四大包装种类占比	18
图 28: 2007-2015H1 中国纸制品制造业主营业务收入 (百亿元)	18
图 29: 2006-2016H1 中国纸制品产量(百万吨)及增速	18
图 30: 2010-2016H1 年瓦楞纸箱产量 (百万吨) 及占纸制品产量比例	19
图 31: 国际纸包装行业集中度比较	20
图 32: 山鹰纸业包装业务产量 (亿平方米)	20
图 33: 山鹰纸业包装业务营收 (亿元) 及占比	21
图 34: 其他纸包装企业毛利率	22
图 35: SAP 系统主要功能模块介绍	23
图 36: MES 基本功能	24
图 37: 2001-2015 年中国纸浆与废纸浆消耗量 (百万吨)	27
图 38: 山鹰纸业木浆采购量 (万吨)	27
图 39: 2001-2015 年中国废纸回收量 (百万吨) 与回收率	28
图 40: 2008-2016 年中国废纸进口量 (百万吨)	29
图 41: 2008-2015 年中国纸及纸板产量 (百万吨)	29
图 42: 进口废纸价格走势 (美元/吨)	30

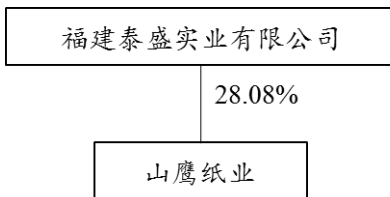
图 43: 山鹰纸业废纸采购总量 (万吨)	30
图 44: 山鹰纸业海外采购废纸量 (万吨)	30
图 45: 2016 年业务成本构成	31
图 46: 2012 年至 2016 年存货周转率	33
图 47: 2014 年至 2016 年存货周转天数	33
表 1: 部分主要产品介绍	6
表 2: 山鹰纸业产能布局	9
表 3: 2016 年主要产品产销量对比	9
表 4: 定增产能投资计划 (万元)	9
表 5: 预留部分股票期权行权安排与行权条件	10

1. 包装纸行业龙头稳固

1.1. 立足发展战略，多维度成长

安徽山鹰纸业股份有限公司成立于1999年，其前身是马鞍山市山鹰造纸有限责任公司，于2001年在上海证券交易所上市。2013年10月，公司完成重大资产重组，吉安集团成功借壳上市。兼并重组完成后，公司控股股东由马鞍山市政府变为泰盛实业。当前山鹰纸业总股本为45.51亿股，实际控制人为吴明武。目前，吴明武及其一致行动人直接或间接持有公司28.08%的股权。

图 1: 山鹰纸业股权结构



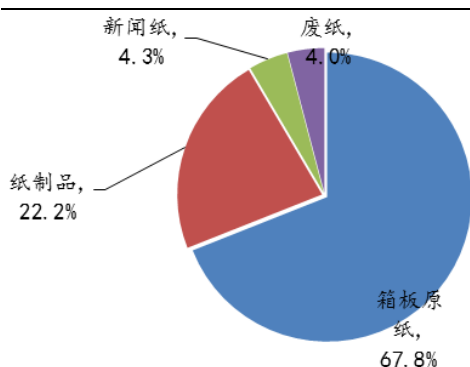
数据来源：公司公告，东北证券

公司目前是安徽省最大的包装纸板生产企业，截至2016年底公司具有年产354万吨包装纸产能，同增20%，销量363万吨，同增19%，11.61亿平方米中高档包装纸箱（瓦楞箱板纸箱）的产能，同比增长23%，销量11.59亿平方米，同比增长23%。2017年，公司将全面提升企业智能制造能力，数字化管理能力，推动企业从规模、产品驱动向技术驱动转化。在商业模式方面，公司将通过建设现有及新增废纸采购渠道，向回收及贸易物流为主的附加服务延伸，实现互动式发展，发挥上下游产业协同效应。在造纸产业方面，公司将做大做强工业用纸业务，实现规模化发展。在包装产业方面，公司将发挥纸厂、包装厂区域布局优势，实现从制造向“制造+服务”产业转型。

1.2. 产品品类齐全，完整产业链优势显著


公司分属造纸行业，产品系列丰富，品牌优势明显，公司“山鹰”商标为“中国驰名商标”，“山鹰牌”箱板纸、瓦楞原纸、纸箱被评为“中国著名品牌”，公司产品为“安徽省名牌产品”。公司主要产品包括涂布白板纸、白面牛皮纸、箱板纸、高强度瓦楞纸、新闻纸等原纸产品，各类纸箱、纸板、彩盒及商标印刷等包装业务产品等。2016年公司箱板原纸、纸制品分别占总营收的68%、22%，新闻纸占总营收的4.3%，废纸占比4%。

图 2: 2016 年山鹰纸业主要产品营收占比 (%)



数据来源：Wind，东北证券

表 1: 部分主要产品介绍

业务类型	主要产品	产品展示	产品说明
造纸业务	白面牛卡纸		制浆流程较复杂，常用于制作纸袋、唱片套、信封、卷宗和砂纸等。
	牛卡纸		一般为棕色，分为普通牛卡纸、单面牛卡纸等，常用于食品、电子等行业包装用纸。
	瓦楞原纸		瓦楞纸板主要原材料之一，具有较高的挺度、环压强度和吸水性，优良的贴合适应性。
包装业务	瓦楞纸箱		用瓦楞纸板制成的刚性纸质容器，是应用最广的包装制品，属于绿色环保产品，利于环保、装卸运输。
	瓦楞纸板		由挂面纸和通过瓦楞棍加工而形成的波形的瓦楞纸粘合而成的板状物，主要用于制作瓦楞纸箱。

数据来源：公司资料，东北证券

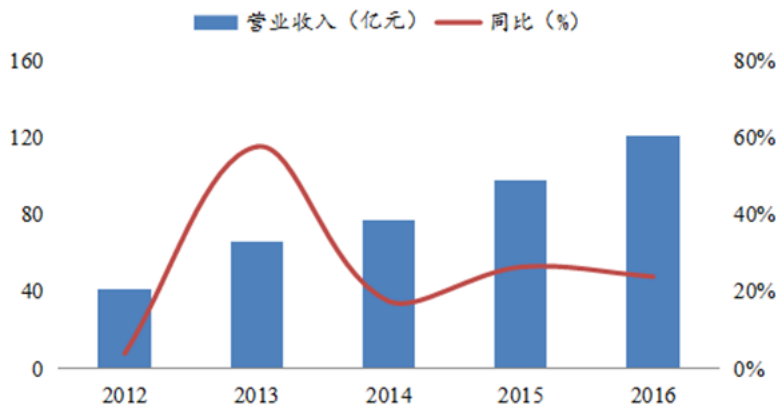
公司产业遍布国内外，国内以上海为总部，辐射福建、浙江、安徽、湖北、江苏、天津、四川等省市，国外涉足欧美、日本、香港等国家和地区。公司是少数同时拥有海内外废纸收购渠道与资质的造纸企业，形成了从废纸纤维原料采购、原纸生产到纸板纸箱制造与印刷的完整产业链。公司在产业上游连结废纸收购渠道，在产业下游全国各地布局纸箱厂，及时获取准确全面的废纸和原纸市场价格信息，进行有效的原材料、产品定价策略，合理控制成本，制定生产规划，保证生产的稳定性和连续性。

1.3. 主营业务发展稳定，盈利能力显著提升

造纸规模持续扩张，营收增长稳定。近年来，公司造纸业务产量与营业收入规模稳

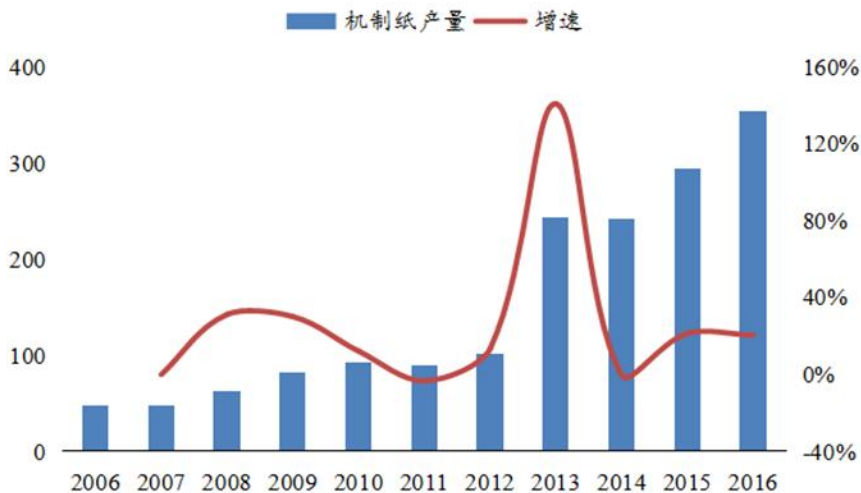
定增长，2013 年与吉安集团成功兼并重组，当年机制纸与营收规模均大幅增长，营业收入规模达 77.35 亿元，同比大幅增长 58.8%，机制纸产量达 243 万吨，同比增长 140.9%；2015 年马鞍山基地 80 万吨新产能正式投产，公司当年机制纸产量达 294 万吨，同比增长 21.49%；实现营业收入 97.9 亿元，同比增长 26.5%。得益于马鞍山 80 万吨新产能的逐步释放，以及近年来公司不断加大对生产线技术改造的投入力度，生产线的生产能力持续提升，2016 年公司共生产机制纸 354 万吨，同比增长 20%，产销比为 102.54%。

图 3: 2012-2016 营业收入情况



数据来源: Wind, 东北证券

图 4: 2006-2016 山鹰纸业造纸业务产量 (万吨)



数据来源: Wind, 东北证券

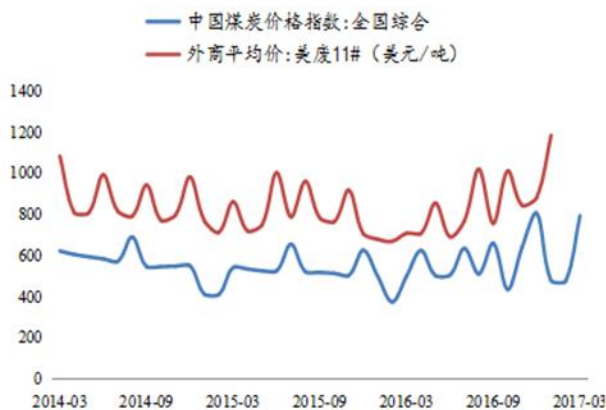
产品价格连续提升，盈利能力大幅提升。16 年初以来，废纸、煤炭等原材料价格涨幅明显，2016 年 10 月份以来，公司包装纸产品多次提价，公司 16 年 12 月签订的供货合同均价较 10 月上涨 1,000 元/吨，同期生产成本上涨仅 400 元/吨左右，纸品价格涨幅远超成本涨幅，吨纸净利润水平大幅增厚。2017 年一季度公司实现归母净利润 4.33 亿元，同增 615%，盈利能力得到明显提升。

财务成本大幅下降，业绩实现快速增长。2016 年公司改善了融资结构，利息支出由

15 年的 5.15 亿元减少至 4.41 亿元；并通过非公开发行进行股权融资，财务费用率

降至 4.52%，同比下降 1.83%，财务改善卓有成效。得益于公司财务成本大幅下降，公司在毛利率下滑的情况下实现了业绩的快速增长，16 年归属于股东的净利润为 3.53 亿元，同比增长 69%。

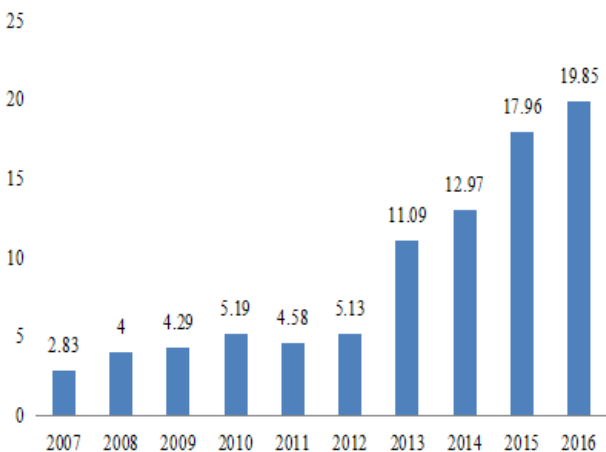
图 5: 造纸原材料价格走势



数据来源: Wind, 东北证券

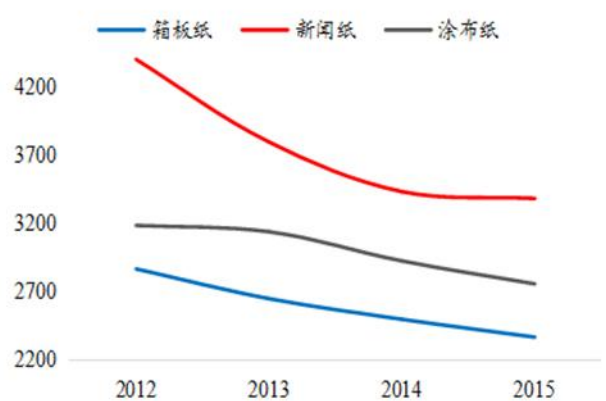
毛利率稳步提升，盈利能力增强。在众多不利因素影响下，公司的成本控制能力及规模效应开始逐渐凸显，自 2012 年起公司销售毛利率水平保持持续增长。2015 年受益于原材料价格的持续下跌以及马鞍山新增 80 万吨箱板纸产能的投产，公司销售毛利率达 18.35%，较 14 年提升 1.35%。2016 年下半年以来，包装纸价大幅上涨，推动公司营收同比增长 37.32%。公司 2017 年第一季度综合毛利率为 25.33%，远高于 16 年全年 16.36% 的毛利率水平。近期纸价虽有回落，但公司吨纸净利润水平仍较去年同期有较大改善，吨净利的显著改善将推动公司盈利能力大幅改善。

图 7: 山鹰纸业销售毛利 (亿元)



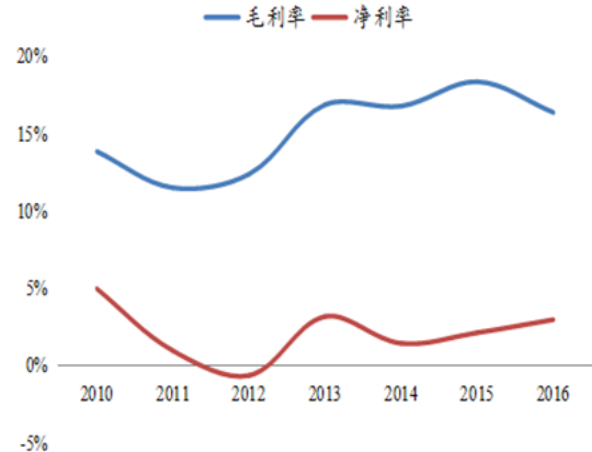
数据来源: Wind, 东北证券

图 6: 山鹰纸业主要产品平均售价 (元/吨)



数据来源: 公司公告, 东北证券

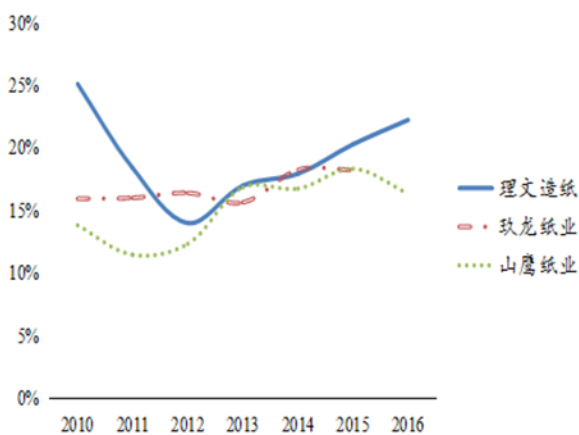
图 8: 2012-2016 年销售净利率与销售毛利率



数据来源: Wind, 东北证券

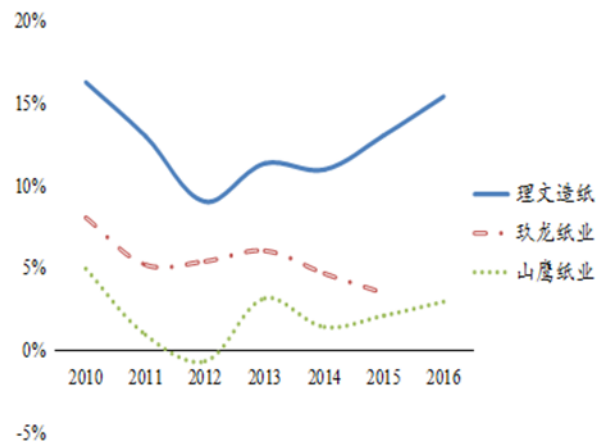
公司财务费用率较高，净利润有较大提升空间。对比山鹰纸业与国内包装纸龙头企业玖龙纸业、理文造纸的盈利指标，理文造纸的经营能力、成本控制能力相对突出，毛利率与净利润率表现优异。公司与玖龙在毛利率上差异不大，两者近三年平均毛利率保持在 17% 左右，但玖龙纸业的净利润率却远超公司，其 2013-2015 年净利润率分别为 6.16%、4.82%、3.56%，而公司 2013-2015 年净利润率分别为 3.17%、1.43%、2.12%。分析认为，公司财务费用率较高成为拖累净利润率的重要原因，玖龙 2013-2015 年财务费用率下降较明显；公司由于处于扩张期，2010-2015 年财务费用率持续上升。2016 年公司改善了融资结构，并通过非公开发行进行股权融资，财务费用得到了较好的控制，财务费用率降至 4.52%，同比下降 1.83%。

图 9: 造纸企业毛利率对比 (%)



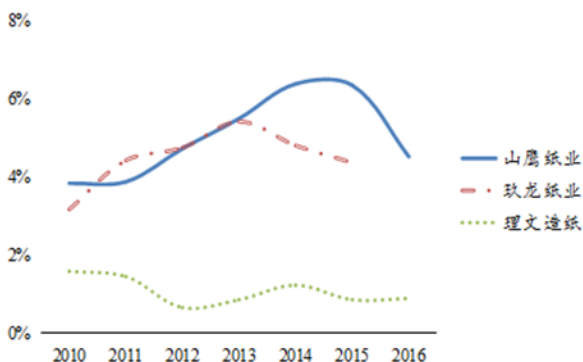
数据来源: Wind, 东北证券

图 10: 造纸企业净利润率对比 (%)



数据来源: Wind, 东北证券

图 11: 造纸企业财务费用率对比 (%)



数据来源: Wind, 东北证券

1.4. 定增 120 万吨募投新产能, 产品结构优化升级

公司目前共有两个生产基地, 分别位于安徽省马鞍山市和浙江省海盐县, 身处经济发达的长三角地区, 是我国主要的制造业基地和出口基地, 拥有丰富的原料市场, 对箱板纸、瓦楞原纸存在旺盛的需求, 具有良好的区位优势。公司在 2012 年兼并重组前产能为 90 万吨, 在 2013 年吉安集团通过兼并重组注入上市公司后, 公司总产能扩大至 225 万吨。2015 年 3 月, 马鞍山生产基地 80 万吨箱板纸产能正式投产, 包装纸总产能提升至 305 万吨。2016 年, 公司原纸产量达 354 万吨, 销量达 363 万吨。目前, 公司共拥有 9 条包装纸生产线, 产能规模仅次于玖龙和理文, 位居国内第三位。

表 2: 山鹰纸业产能布局

生产基地	产品	产能 (万吨)
马鞍山	箱板纸	105
	瓦楞纸	35
	文化纸	35
浙江海盐	箱板纸	45
	轻涂白面卡纸	60
	瓦楞纸	20
	渣浆瓦楞原纸	10
合计		305

数据来源: 公司公告, 东北证券

表 3: 2016 年主要产品产销量对比

主要产品	生产量 (万吨)	销售量 (万吨)	产销率 (%)
箱板原纸	339.75	347.69	102.34%
纸制品	11.61	11.59	99.83%
新闻纸	13.97	15.57	111.45%

数据来源: 公司年报, 东北证券

为进一步扩大公司产能规模, 公司于 2016 年 7 月非公开发行股票约 7.84 亿股、募集资金约 20 亿元, 投建 120 万吨包装纸新产能。本次募集资金投资项目建设期为 2 年, 项目达产后预计年销售收入为 32.6 亿元, 净利润达 3.7 亿元, 项目具体内容包包括年产 50 万吨低定量高强韧牛卡纸、年产 43 万吨低定量高强瓦楞纸和年产 27 万吨渣浆纱管原纸, 该募投项目建成投产后, 届时公司包装纸总产能将达 425 万吨。

表 4: 定增产能投资计划 (万元)

项目名称	生产设备	建筑工程	其他	拟使用募集资金
年产 50 万吨低定量高强韧牛卡纸项目	87,090	38,838	42,826	200,000
年产 43 万吨低定量高强瓦楞纸项目	68,034			
年产 27 万吨渣浆纱管原纸项目	40,584			

数据来源：公司公告，东北证券

目前公司主营的产品包括牛卡纸、白面牛卡纸、瓦楞纸等原纸，并根据产品的克重、强度等因素，又衍生了多个产品型号。公司为满足客户对不同型号原纸的需求，需要在一条生产线上经常切换，以生产不同型号的原纸。另外，目前国内包装用纸市场正呈现低定量、高强度、多规格的发展趋势。

本次募投项目将增加两条以低定量为特色的**强韧牛卡纸和强韧瓦楞纸生产线**。一方面可大大减少公司由于不同型号原纸共用生产线而导致的生产效率损失、提高现有生产线的生产效率，另一方面可优化公司产品结构、提高产品市场竞争力、增加客户粘性，有利于公司整体盈利能力的提升。

同时，本次募投项目在原材料方面，将**新增渣浆纱管原纸**。渣浆纱管原纸主要用于造纸用工业纸管、化纤管、纺织纱管、塑料薄膜管、纸护角等。目前国内生产纱管原纸的造纸企业少且多为小企业，为满足国内下游企业对高档纱管纸的需求，我国每年都要从国外进口高档纱管纸。同时近年来环保力度加大，部分小纸厂由于环保原因被迫停产，高档纱管纸的市场供需矛盾更加突出。由此预计，一方面该新增纸种产能投产后将为公司带来新的客户资源。另一方面，渣浆管原纸可部分使用箱板纸、牛卡纸、瓦楞纸等其他纸种生产过程中产生的不能使用的渣浆，有利于公司节约资源、降低成本，而且实现了增产减污。

我们认为，募投项目投产后，公司产品结构将实现优化，并通过向客户提供一站式的购买服务增强客户粘性，由此进一步提高市场占有率，巩固公司在本行业的领先地位。

1.5. 实施股权激励计划，保障利润持续增长

公司于 2016 年 9 月发布股票期权计划，拟向公司董事、高管、中层管理人员及业务骨干等 82 人实施股权激励，合计授予 6,543 万份股票期权，其中首次授予 5,823 万份，预留 720 万份，股票期权行权价为 2.93 元/股。首次授予的股票期权自授权日起满 12 个月之后，按照 40%、30%、30%的比例分三期分别行权。预留的股票期权，自预留期权授权日起满 12 个月后，按照 50%、50%的比例分两期行权。

表 5: 预留部分股票期权行权安排与行权条件

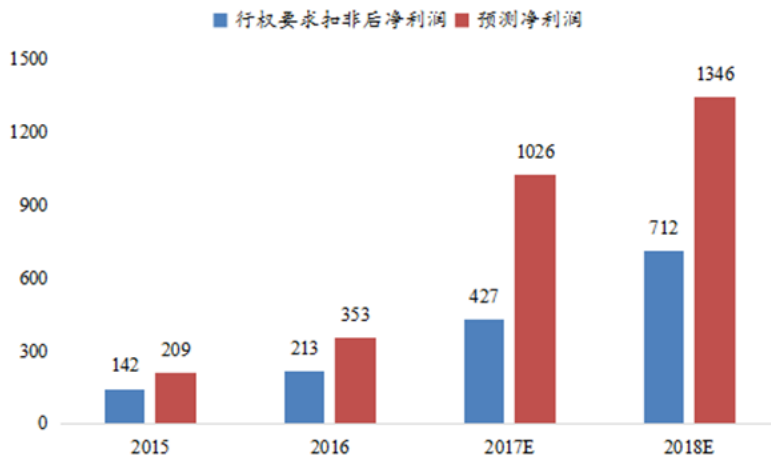
行权安排	行权条件
首次授予的股票期权第一个行权期	以 2015 扣非后年净利润为基数，2016 年净利润增长率不低于 50%
首次授予的股票期权第二个行权期	以 2015 扣非后年净利润为基数，2017 年净利润增长率不低于 200%
首次授予的股票期权第三个行权期	以 2015 扣非后年净利润为基数，2018 年净利润

润增长率不低于 400%

数据来源：公司公告，东北证券

同时，在预留股票期权行权期内的 3 个会计年度，以公司扣非后净利润增长率作为预留股票期权激励对象的行权条件，具体以 2015 年扣非后净利润为基数，2016-2018 年的净利润增长率不低于 50%、200%、400%，对应公司 2016-2018 年扣非净利润分别为 2.13、4.27 和 7.12 亿元，相应增速分别为 50%、100% 和 66.7%。我们预测公司 2017、2018 年净利润将达 10.26、13.46 亿元，远超股权激励行权条件。

图 12: 行权条件对应业绩及盈利预测 (百万元)



数据来源：Wind，东北证券

从公司的股票期权行权条件看，公司看好未来主营业务及利润的增长，并通过股权激励计划，将公司业绩与管理层利益进行捆绑，有效提升公司管理层的积极性，为公司未来发展增添坚实保障。

2. 行业基本面向好，龙头企业有望受益

2.1. 下游产业发展迅速，行业需求持续向好

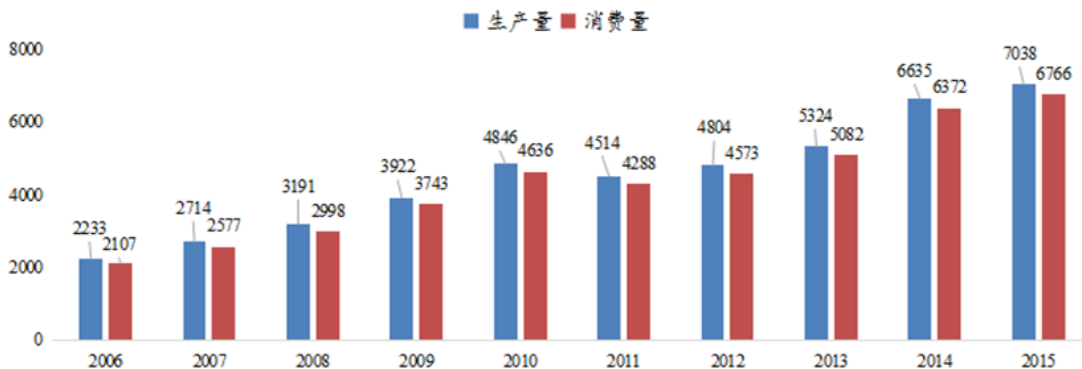
造纸行业需求保持稳定增长。造纸行业生产与消费增长与国民经济发展息息相关，受益于宏观经济的持续快速增长，2006 年至今，我国造纸及纸品制造行业规模增长迅速，消费量虽在 2013 年出现 2.65% 的负增长，但从 2014 年开始快速扭转，2015 年全国纸及纸板产量已达 10,352 万吨，2006-2015 年年均复合增长率达 5.13%。

图 13: 2006-2015 年中国纸及纸板消费量 (百万吨) 及增速



数据来源: Wind, 东北证券

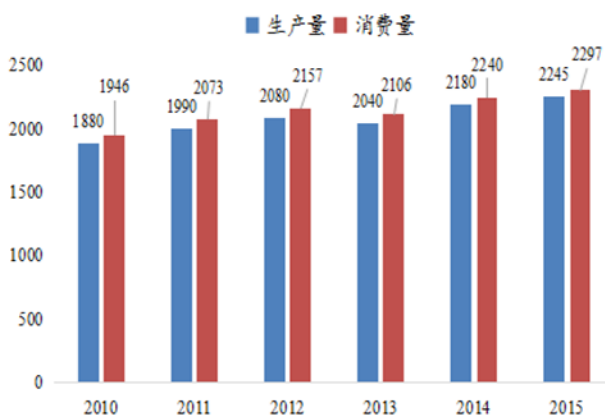
图 14: 2006-2015 年纸制品生产及消费情况 (万吨)



数据来源: Wind, 东北证券

包装用纸供不应求。包装用纸作为造纸行业的细分领域,包括箱板纸和瓦楞原纸,据中国造纸协会统计,2010年至2015年间,我国箱纸板及瓦楞原纸的年均消费增长率分别达到4.12%和4.07%,其中,箱板纸连续六年消费量大于生产量,需求持续增长。

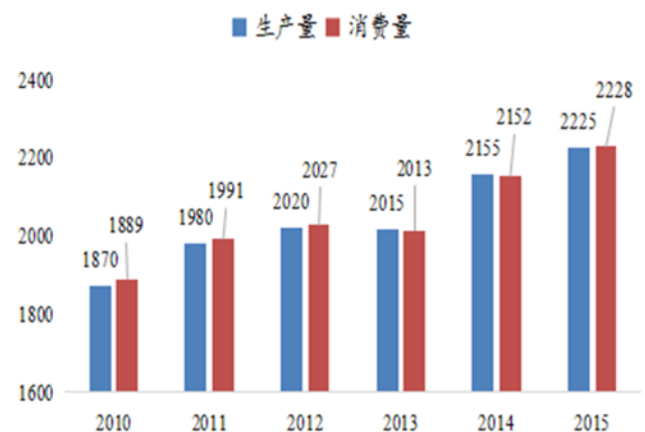
图 15: 2010-2015 箱板纸生产消费量 (万吨)



数据来源: 艾瑞咨询, 东北证券

网络购物持续繁荣,推动纸包装下游快递行业快速发展。随着电子商务和移动支付的持续快速发展,近几年我国网络购物规模呈现喷井式增长,根据艾瑞咨询的数据,2016年我国电子商务市场规模已达19.7万亿元,2009-2016年电子商务市场规模复合增长率高达27.5%。受益于电子商务的快速发展,快递和物流配送行业也迎来爆

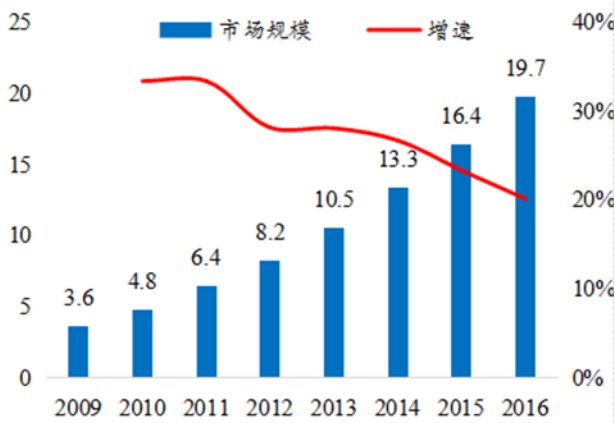
图 16: 2010-2015 瓦楞原纸生产消费量 (万吨)



数据来源: 艾瑞咨询, 东北证券

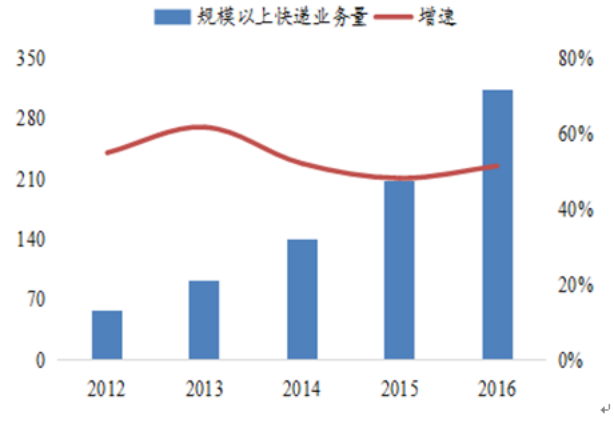
发式增长期，2007-2015 年快递业务量复合增长率高达 42.7%。根据 2017 年全国邮政工作会议的统计数据，2016 年中国快递业务量完成 313.5 亿件，同比增长 51.7%，业务收入完成 4,005 亿元，同比增长 44.6%。中国快递业已经连续 6 年每年增长超过 50%。目前，中国已成全球第一快递大国，在全球每年约 700 亿件的快递量中，中国占超过 300 亿件。

图 17: 中国电子商务市场规模 (万亿元) 及增速



数据来源: 艾瑞咨询, 东北证券

图 18: 规模以上快递业务量 (亿件) 及增速

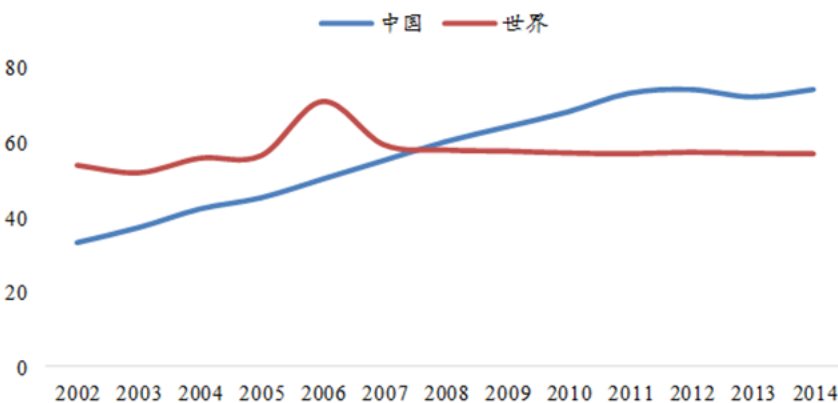


数据来源: Wind, 东北证券

快递行业增长迅速将有效提升造纸行业需求。据统计，在中国快递业务量中，网络购物快递占比高达 80%，并且其中超过 43% 的快递使用纸箱包装。纸包装行业是造纸行业最重要的子行业之一，其对原纸的需求占据造纸行业总体需求的半壁江山，2015 年瓦楞原纸及箱板纸消费量分别达 2,228 万吨、2,297 万吨，占全国纸及纸板消费量的比例高达 43.71%，消费量整体保持稳定上涨态势。随着我国国民经济的持续增长，尤其是电子商务的持续繁荣所带动的快递业务增长，预计将积极推动造纸及纸包装行业需求的进一步扩大。

行业发展空间预计将进一步扩大。从 2009 年开始，我国纸及纸板消费量跃居世界第一位，人均纸及纸板消费量在 2008 年超过世界年均水平，2015 年中国人均纸及纸板消费量达 75 公斤。虽然我国人均消费量超过世界平均水平，但与发达国家高达 200 公斤以上的人均消费量相比，仍存在较大的提升空间。纸及纸板消费水平往往是度量一个国家现代化和文明程度的重要标志之一，从长期看来，随着我国国民经济的持续稳定增长，造纸行业的发展空间仍将保持稳定扩张。

图 19: 中国及世界人均纸及纸板消费量 (公斤)



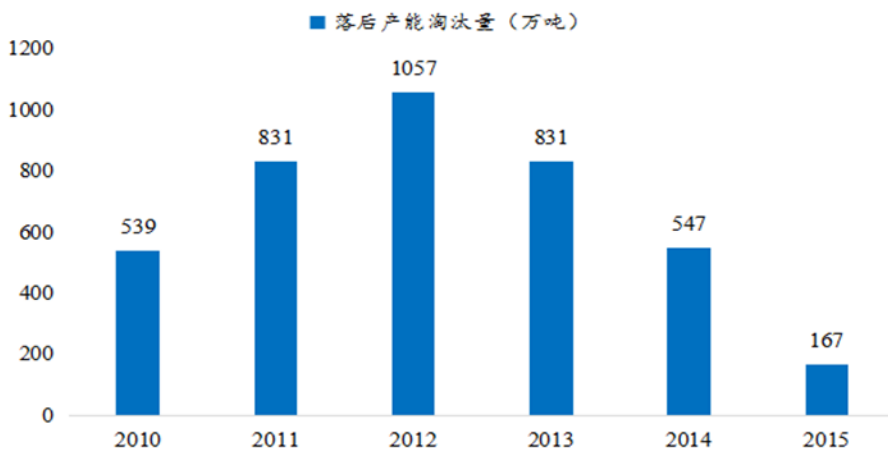
数据来源: Wind, 东北证券

2.2. 去产能持续推进，行业供给增速放缓

造纸行业去产能效果显著。近年来，国家相继出台去产能、供给侧改革、水十条、大气十条等产业政策，通过提高排放标准、严格限制企业规模与结构等措施加大对造纸行业的约束，力图加大造纸企业环保成本，迫使落后造纸产能主动退出市场。“十二五”期间，造纸行业淘汰落后产能效果显著，2010-2015 年我国造纸行业共淘汰落后产能约 4,000 万吨。

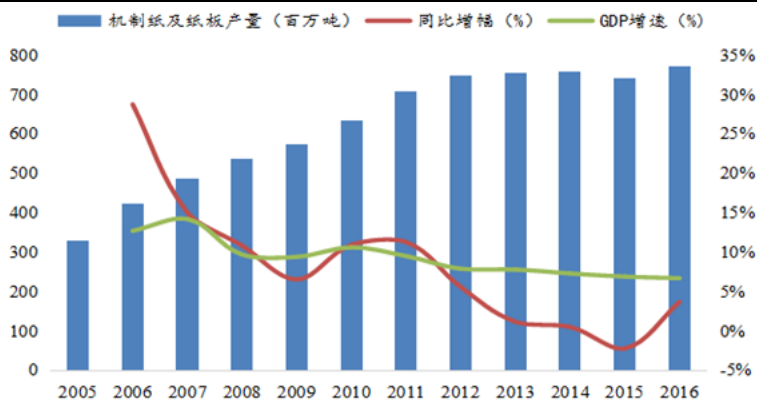
随着造纸行业淘汰产能的进程不断推进，造纸行业供给增速明显放缓，全国机制纸及纸板产量增幅则在“十二五”期间大幅下滑，2011-2015 年全国机制纸及纸板产量年复合增长率仅为 1.6%，机制纸及纸板产量在 2015 年为 7.42 亿吨，同比产量首次出现负增长，较 2014 年产量下跌 2%，行业去产能效果显著。

图 20: 2010-2015 年造纸行业淘汰落后产能情况



数据来源: Wind, 东北证券

图 21: 2005-2016 年机制纸及纸板产量与 GDP 变动情况



数据来源: Wind, 东北证券

国家统计局公布的数据显示，造纸及纸制品业固定资产投资完成额累计同比增速在近年来持续走低，并在 2016 年上半年出现负增长。另外，造纸及纸制品行业企业数量亦持续收缩，企业数量由 2010 年的 10,261 家锐减至 2011 年的 6,907 家，至今仍保持震荡微跌态势，行业集中度不断提升。

环保政策持续趋紧，集中度持续提升。2017 年 1 月 5 日，环保部印发《排污许可证管理暂行条例》，重点对污染治理设施、污染物排放浓度、排放量以及管理要求进

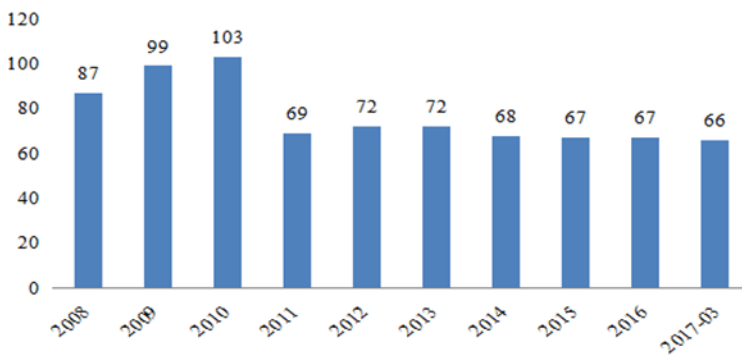
行许可，并要求从今年7月1日起，全国火电、造纸行业企业必须要持证排污。造纸行业作为传统环保监测重点行业，随着环保形势愈加严峻，各种环保政策相继出台，预计淘汰落后产能仍将是“十三五”期间造纸行业供给侧改革的重点任务。

图 22: 中国造纸及纸制品业固定资产投资完成额累计同比增速



数据来源: Wind, 东北证券

图 23: 2008-2016 年造纸及纸制品业企业数量 (百家)

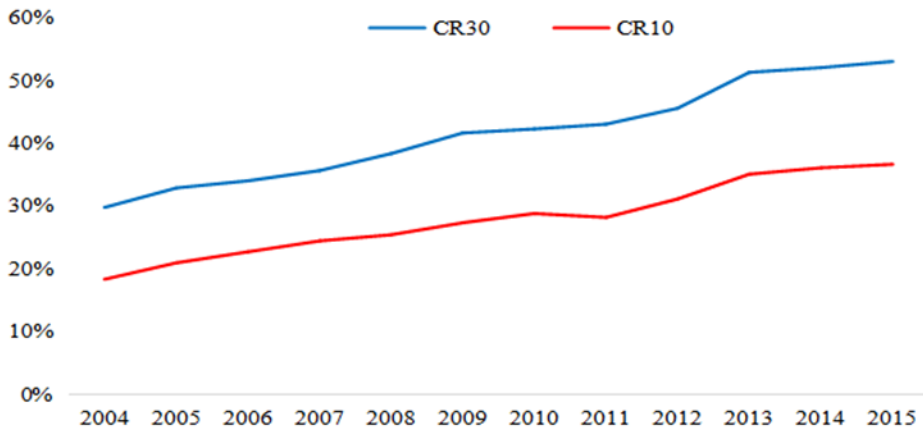


数据来源: Wind, 东北证券

2.3. 需求向好，集中度提升，行业景气度不断提升

行业集中度明显提升。随着去产能、供给侧改革等政策的不断推进，环保政策持续趋严，造纸行业淘汰落后产能进展顺利，2015 年造纸行业前 30 名企业产业集中度达到 53.03%，较 2011 年的 43.06% 大幅提升将近 10%，行业前 10 名企业产业集中度亦由 2011 年的 28.22% 提升至 2015 年的 36.67%，包装纸行业集中度 CR 3 接近 50%。预计 17 年包装纸行业新增产能在 300 万吨左右，新增产能主要来自于大厂，行业集中度有望进一步提升。

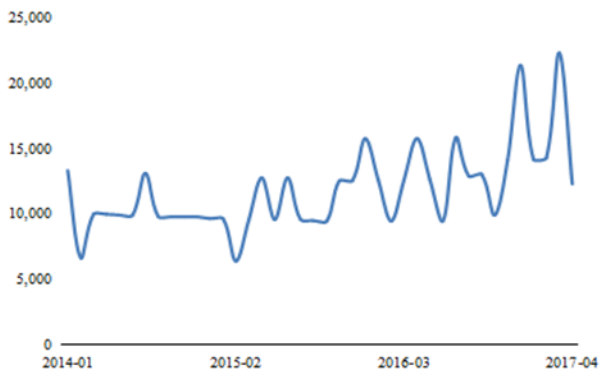
图 24: 2004-2015 年中国造纸行业产业集中度



数据来源：中国造纸工业年度报告，东北证券

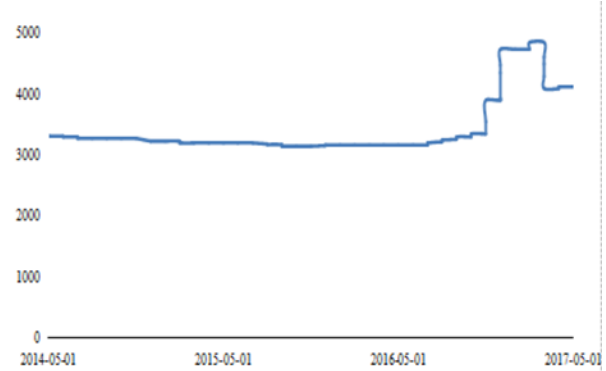
16年下半年以来产品全面提价，行业景气度持续提升。网络购物所推动的纸包装行业的持续增长，使得造纸行业需求持续向好，叠加2016年G20杭州峰会停产、大气污染限产等因素，2016年各纸种价格均打破持续了3年多的平静，包装纸、文化纸等产品呈现全面上涨态势，截止2016年12月26日，灰底白板纸和箱板纸的最新国内平均报价分别达4,837元/吨、4,726元/吨，较年初分别大涨13.3%、49.84%。行业供给格局的改善有效推动造纸行业营收规模与盈利水平的双增长，行业景气程度不断提升。

图 25: 灰底白板纸国内市场均价 (元/吨)



数据来源：Wind，东北证券

图 26: 箱板纸国内市场均价 (元/吨)



数据来源：Wind，东北证券

我们认为，造纸行业的下游行业需求将随国民经济增长持续提升，而去产能、供给侧改革等政策将加快落后小产能退出市场的进程，行业供需结构拐点逐步形成，景气度有望持续提升。山鹰纸业作为国内包装纸龙头，有能力通过规模效应来化解环保成本上升造成的成本压力，并且将受益于行业供需格局的改善以及景气度的提升，推动公司产能利用率与业绩的提升。

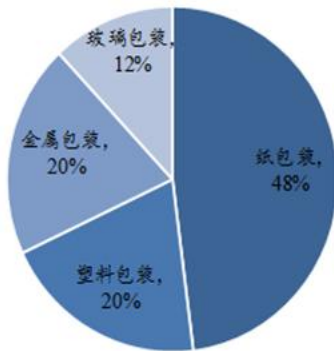
3. 打造数字化供应链系统，包装业务有望成为增长新引擎

3.1. 包装行业市场广阔，纸包装占据半壁江山

包装行业产值巨大，市场广阔。我国是世界第二包装大国，包装工业位列我国38个主要工业门类的第14位，成为中国制造体系的重要组成部分。根据中国包装联合协会的统计数据，2015年全国包装企业25万余家，行业主营业务收入达11,365.48亿元，同比增速为4.09%。包装行业作为一个与宏观经济密切相关的行业，行业发展与宏观经济景气程度高度相关。随着我国经济的持续增长，以及由电商经济火

热所带来的快递行业的快速发展，预计未来包装行业的市场将不断壮大。

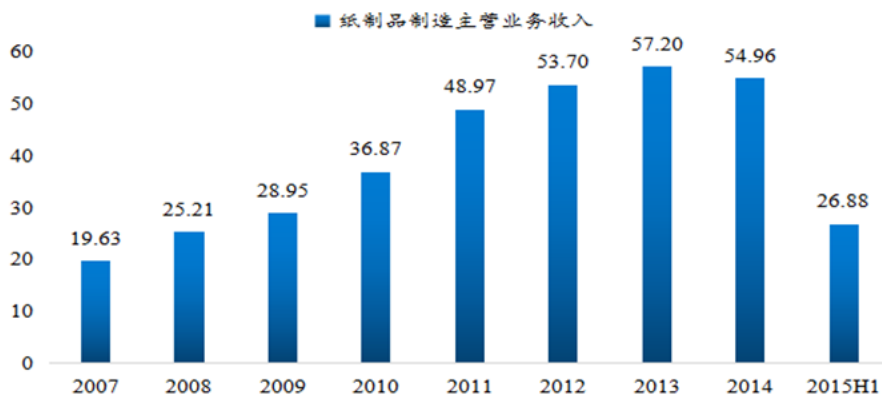
图 27: 2015 年中国四大包装种类占比



数据来源: 中国包装年鉴, 东北证券

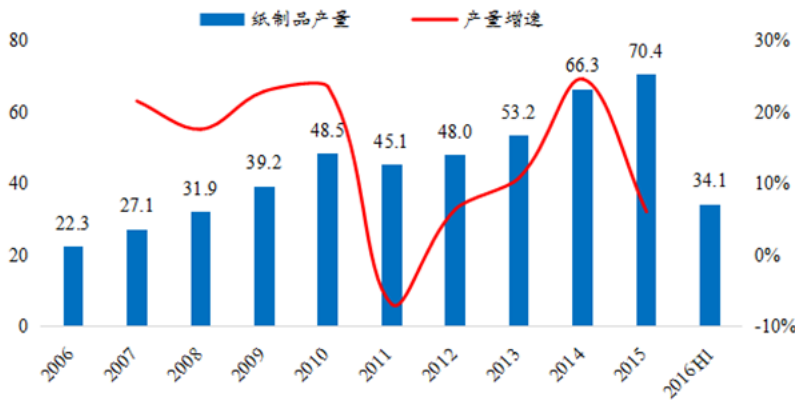
纸包装行业产值占包装行业总产值比例大幅领先。包装行业的细分行业包括纸包装、塑料包装、金属包装以及玻璃包装等。由于纸包装具有抗折耐压性强、印刷效果好、包装花色品种多、性价比高等优点，应用十分广泛，纸包装营收占比大幅领先于其他包装种类，根据中国包装年鉴 2015 年的统计数据，纸包装行业收入占包装行业总收入比例高达 48%。据国家统计局统计，2015 年上半年纸制品制造行业主营业务收入超过 2,668 亿元，利润总额超过 160 亿元，全年主营业务收入规模超过 5,000 亿元。此外，行业产量保持稳定增长，2015 年全年总产量超过 7,000 万吨，且每年保持稳定增长。

图 28: 2007-2015H1 中国纸制品制造业主营业务收入 (百亿元)



数据来源: Wind, 东北证券

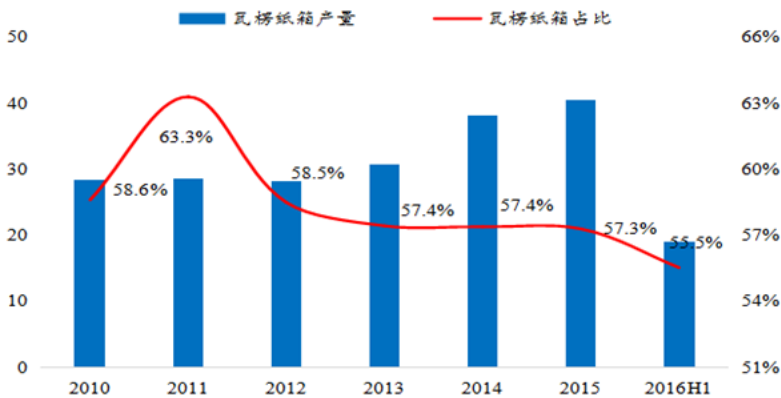
图 29: 2006-2016H1 中国纸制品产量(百万吨)及增速



数据来源：国家统计局，东北证券

纸制品制造行业产品众多，主要包括纸箱、纸盒及纸杯等，其中以瓦楞纸箱产量居首，瓦楞纸箱产量占纸制品产量比例今年来虽有下降趋势，但仍保持在较高水平，2016年上半年瓦楞纸箱占产量比达55.5%。此外，瓦楞纸箱产量增长稳定，2010-2015年瓦楞纸箱产量年复合增长率达7.6%，2015年总产量超过4,000万吨。

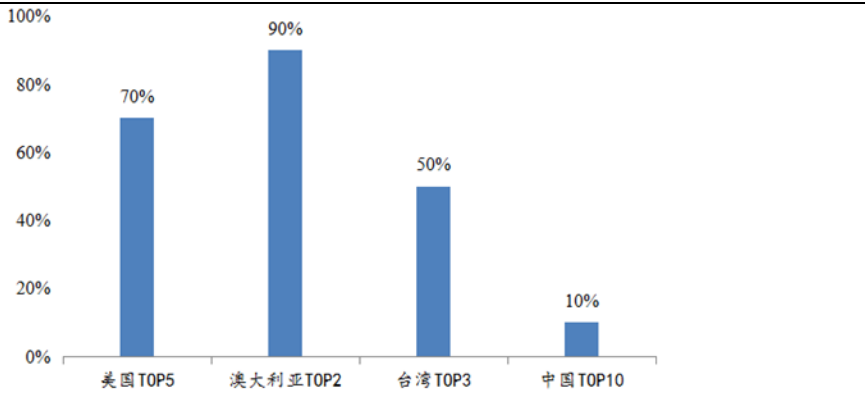
图 30: 2010-2016H1 年瓦楞纸箱产量（百万吨）及占纸制品产量比例



数据来源：国家统计局，东北证券

政策推动包装业发展转型，行业集中度有望提升。由于包装行业进入门槛较低，我国包装行业市场份额非常分散，对比美国纸包装行业市场 CR5 达 70%，国内前十大纸包装企业份额之和仅为 10% 左右，竞争格局呈现“大市场小企业”特点，行业集中度有待提升。2016 年 12 月，工信部和商务部联合出台《关于加快我国包装产业转型升级发展的指导意见》，针对行业产业结构优化、智能制造水平等方面做出明确指导，根据指导意见，到 2020 年我国包装产业年主营业务收入达 2.5 万亿元，形成 15 家以上年产值超过 50 亿元的企业或集团，上市公司和高新技术企业大幅增长。我们认为，随着后续配套政策的出台，包装行业市场份额将进一步向行业内龙头企业靠拢，行业规模和行业集中度有望迅速上升。

图 31: 国际纸包装行业集中度比较

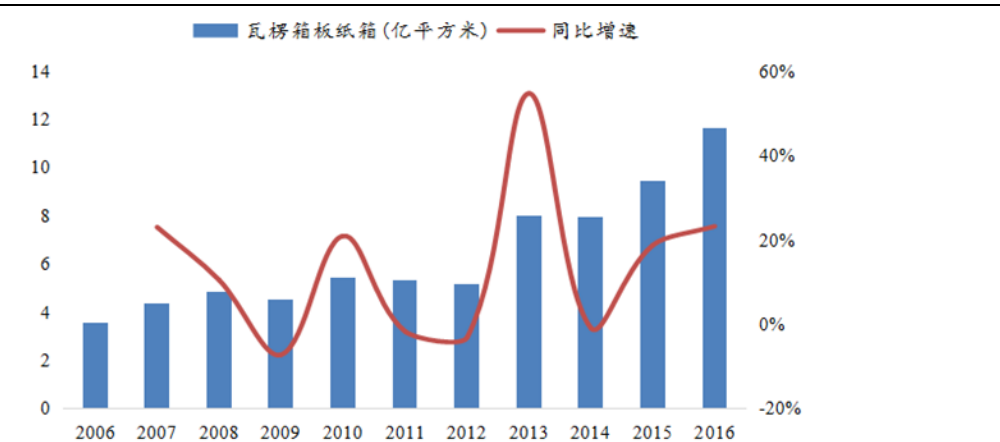


数据来源: ICCA, 东北证券

3.2. 公司包装业务毛利率欠佳, 管理效率有待提升

目前公司共有 17 家包装工厂, 主要分布在华东与华中地区, 产品主要包括瓦楞纸箱和纸板等, 产品工艺覆盖水印、胶印、预印等主流印刷方式, 可满足客户对不同档次产品的需求。产品被广泛应用于家电、电子、食品饮料、化工、医药、服装鞋帽、五金汽配等行业。

图 32: 山鹰纸业包装业务产量 (亿平方米)

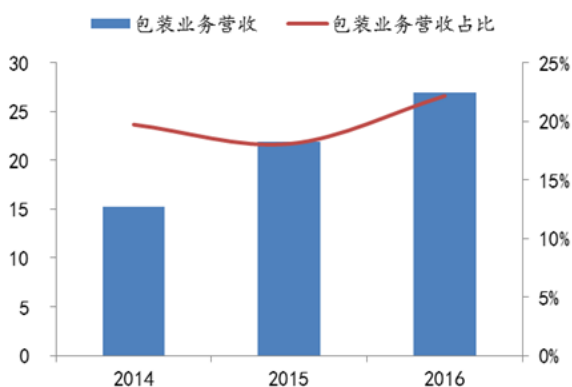


数据来源: Wind, 东北证券

包装业务发展迅速, 营收占比不断提升。近年来公司包装业务产能增长迅速, 在 2013

年兼并重组完成后，当年包装业务产量规模迅速增长至 8 亿平方米，随后公司积极投建新包装工厂、扩张包装业务规模。2015 年瓦楞箱板纸产量达 9.42 亿平方米，增幅超过 18.79%，2016 年产量达 11.61 亿平方米，营收 26.9 亿元，占公司营收比例由 2014 年的 19.71% 提升至 22.16%，营收规模位居国内纸包装行业前三。

图 33: 山鹰纸业包装业务营收（亿元）及占比



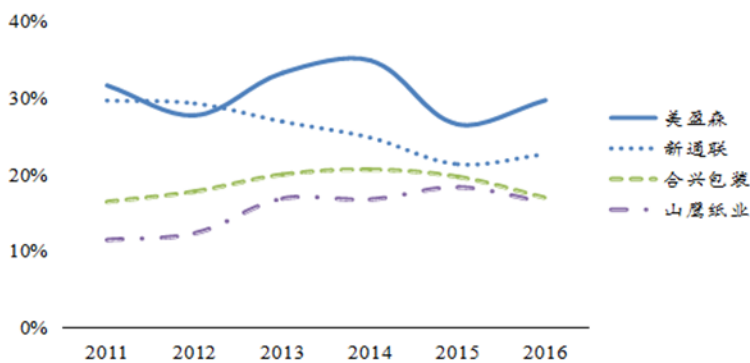
数据来源：Wind，东北证券

包装业务毛利率表现欠佳，有较大提升空间。公司包装业务用纸约 70% 来自自有造纸业务，但毛利水平一直较低，2016 年包装业务毛利率仅为 12.13%，盈利能力目前保持在盈亏平衡水平。其主要原因除了新生产线投产形成的亏损外，还在于包装业务的生产与管理效率较低。目前，总公司对各包装厂的管理尚未实现标准化，各包装厂的毛利率水平主要依赖于总经理的管理水平及其对行业的认知、客户分布以及生产过程对原始损耗的控制等。包装厂生产和管理效率参差不齐，不同工厂的毛利率差别较大。此前，公司一直通过调任总经理的方式试图提高包装厂的管理效率，但毛利率的提升只是暂时的，持续性较差。因此，提高包装业务生产和管理效率，

促进生产与管理流程实现标准化运作，成为提升包装业务毛利的重点。

2016 年新通联与下游合兴包装销售毛利率分别为 20.31%、16.98%，均高于公司包装业务毛利率，公司毛利率水平有一定提升空间。公司已对包装业务实行股权激励，未来 2 年包装业务毛利率有望每年提升 4 个百分点。

图 34: 其他纸包装企业毛利率



数据来源：Wind，东北证券

3.3. 软硬皆施，打造数字化运营系统，推动包装业务腾飞

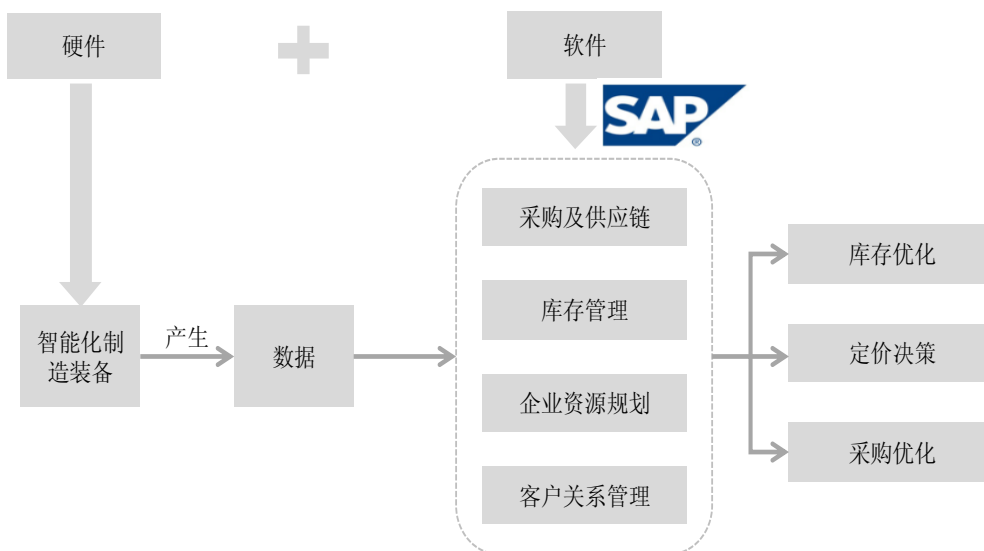
为提高公司包装业务的生产和管理效率，提升包装业务的盈利能力，公司自 2016 年下半年开始，与埃哲森等咨询行业巨头合作，引入 SAP 系统、MES 系统等，力图通过提升公司整体信息化水平，打造包装业务的数字化运营系统，生产和管理流程的标准化，提升包装业务的生产和管理效率。同时，公司加强对订单进行优化以提升毛利率水平。

引入 SAP 系统，全面提升管理决策效率。 软件方面，SAP 系统是全球领先的 ERP 软件，其功能覆盖企业的财务、后勤（工程设计、采购、库存、生产销售和质量等）和人力资源管理、客户关系管理、FreeEIM 业务工作流程系统以及因特网应用链接功能等各个方面。并且 SAP 采用模块化结构设计，可根据不同行业不同生产流程进行差别化的系统设计。同时，公司积极招揽优秀的管理人才参与公司数字化运营系统建设，力图将其杰出的管理才能融入包装业务的数字化运营系统，以提升生产流

程的效率、控制各生产环节的原始损耗。

包装产业 SAP 管理系统项目分三期进行，第一期先在三家公司五个工厂试点，第二期在第一期的基础上进行有针对性的改善，并实施在 7 家公司 7 家工厂，目前项目已完成第二期，已在 10 家包装工厂正式上线 SAP 系统。根据公司规划，2017 年将在所有包装工厂上线 SAP 系统。公司将积极探索构建开放式的 CRM 系统，增强与重点客户生产系统的对接。在未来客户可通过其自有管理系统直接向公司的 SAP 系统提交订单，并支持在系统内对订单的生产计划、提货验货计划等进行调整，实现订单的可视化生产，由此双方可极大程度的提高订单的生产和管理效率。通过包装 SAP 系统、环宇共享中心、造纸 ERP 系统等业务板块 IT 系统的持续完善，支撑业务发展与战略实现。

图 35: SAP 系统主要功能模块介绍

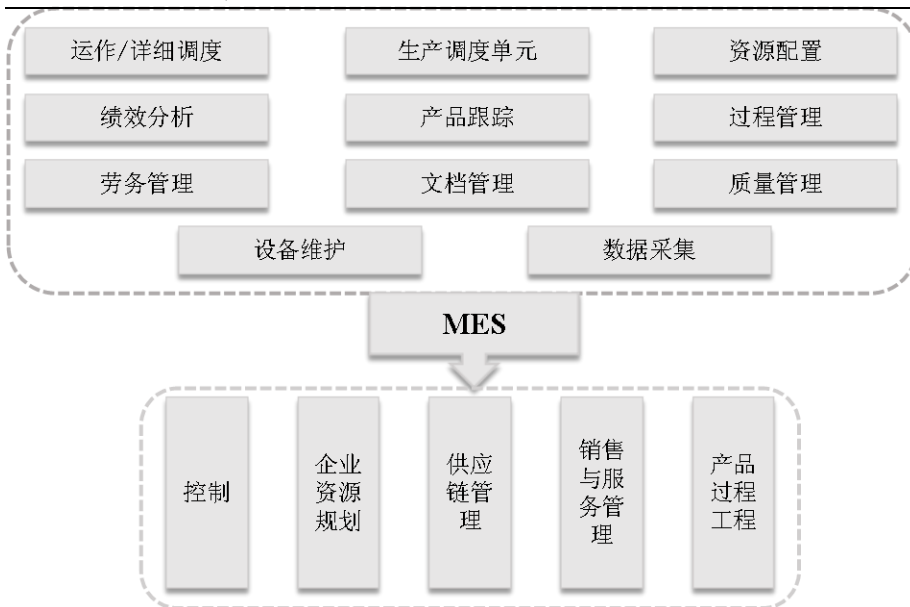


数据来源：东北证券

打造 MES 系统，提升高工厂生产效率。 MES 是一套对生产现场综合管理的集成系统，用集成思想替代原来的设备管理、质量管理、生产排程、DNC、数据采集软件等车间需要使用的孤立软件系统。MES 能通过信息传递，对从订单下达到产品完成的整个生产过程进行优化管理。当工厂里有实时事件发生时，MES 能对此及时做出

反应、报告，并利用当前的准确数据对他们进行指导和处理。这种对状态变化的迅速响应，使得 MES 能够减少内部没有附加值的活动，有效地指导工厂的生产运作过程，从而使其既能提高工厂及时交货能力、改善物料的流通性能，又能提高生产回报率。目前，已有部分机器设备完成数据化改造，多家包装厂也已启动对机器设备的数字化改造，公司预计在 2017 年内完成 MES 系统建设，力图推进包装业务生产流程的标准化运作，实现生产效率的优化。

图 36: MES 基本功能



数据来源：数字化企业网，东北证券

随着“工业 4.0”概念的兴起及其在国内产业大环境的逐步渗透，“自动化、智能化”逐渐成为我国制造业发展的新趋势，包括合兴包装、美盈森等在内的纸包装行业龙头均开始积极布局智能制造，推动生产流程的智能化、数字化。另外，在竞争和消费的双重驱动影响下，各产业的分工不断细化，产品包装作为产品价值中的非核心部分，企业将产品包装进行外包的意愿越来越强烈。由此，许多包装企业积极推动包装业务向前端设计环节、后端产品装箱环节延伸，以增加包装业务的附加值。但由于运营理念的差别，不同企业的智能制造布局存在显著差异。

对比合兴包装 IPS 服务项目。合兴包装 2016 年定增约 8.9 亿元投资智能包装集成服务建设项目（IPS）及包装产业供应链云平台建设项目（PSCP）。其中，IPS 是一种旨在通过智能包装设备完成客户在产品包装环节的自动化包装；通过包装集成服务实现客户在所有包材的设计、采购、运输、管理、品控等方面的一体化服务的新型业务模式。

具体而言，合兴包装希望改变为下游行业提供包材或部分包装设计等传统且同质性较大的业务模式，通过为客户提供量身定制的个性化包装整体服务方案，实现从提供“包装产品”向“包装服务”的转变，从而增加客户粘性、获取更高的服务收益。

合兴包装的 IPS 服务与公司的数字化供应链系统均是包装产业自动化、智能化的组成部分，但两者分别作用于包装业务的不同环节，IPS 更侧重于向客户提供更具个性化的服务，而数字化运营系统则倾向于通过提升管理和生产流程的标准化、智能化，提高业务的生产效率。另外，合兴包装的 IPS 服务项目适用于在客户集中度较高的经营模式下实施，并且需要与客户的生产线进行配合，其可复制性较低。

先做强再做大。从运营情况看，提升包装工厂的管理生产效率、促进包装业务生产流程的标准化是当前提升包装业务毛利率最有效的措施之一。另外，公司目前已成立融资租赁公司，布局供应链金融，意图整合下游包装产业。并规划在建立包装业务的数字化供应链系统后，即开展与合兴包装类似的行业商务平台建设，推动包装业务向设计环节、产品装箱服务环节扩展，增加包装业务的经济效益。

3.4. 合作“海尔”，包装业务有望高成长

2016 年 12 月 21 日，山鹰纸业与青岛海尔零部件采购有限公司签署了《战略合作框架协议》，此次合作，海尔采购同意将四个区域市场每年总额约 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。海尔采购是海尔集团的全资

采购服务公司，海尔集团作为中国大型白色家电制造商对高质量包装材料采购需求量非常大，公司将向海尔采购提供包括中高档瓦楞纸及瓦楞纸板、缓冲包装材料等的包装材料。同时公司作为目前国内少数拥有废纸收购渠道、包装原纸生产、纸板、纸箱生产制造的企业之一，具有较为完整的产业链，能为海尔采购提供从包装设计、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。

3.5. 结论：包装业务有望成为公司业绩增长新引擎

综上所述，首先，包装行业尤其是纸包装行业市场广阔，随着产业发展政策的进一步落实，行业集中度有望得到迅速提升；其次，公司包装业务营收规模较大，但毛利率较低，通过打造数字化运营系统，生产管理效率低下的现状有望顺利解决，包装业务毛利有效改善；再次，包装产业呈现智能化、自动化的发展趋势，公司高效的数字化供应链系统、较为完整的产业链布局以及造纸业务与包装业务的协同作用，将保证包装业务在市场竞争中脱颖而出。

目前，依托于包装业务数字化供应链系统的建设，公司已把包装业务毛利的提升做出具体的规划：包装业务将以 2016 年 10% 左右的毛利率为基础，2017-2018 年每年增加 4%，至 2018 年达到 18%。此外，公司还将包装业务的毛利提升作为包装工厂高管参与股票期权激励计划的行权条件，保证包装业务的毛利提升。

因此，我们认为，随着影响包装业务盈利能力的痛点被逐一破解，包装业务有望成为公司未来业绩增长的新引擎。

4. 成本控制能力增强，盈利能力有望提升

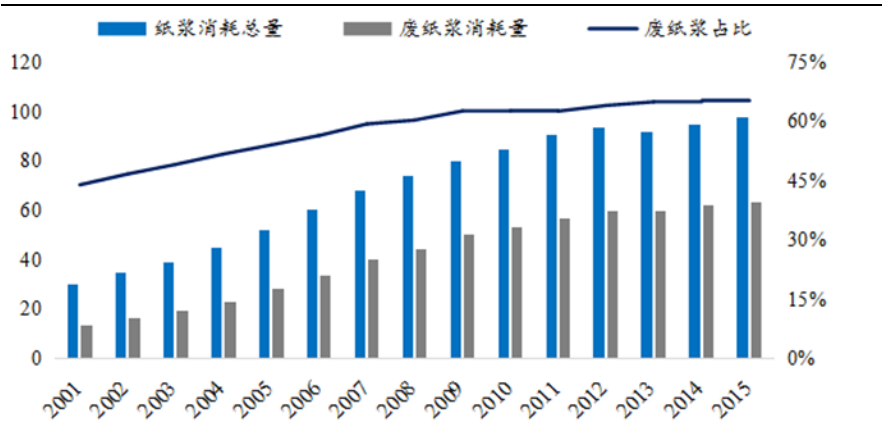
4.1. 掌控废纸收购渠道，利于控制成本与保证质量

造纸行业主要原材料为废纸、木浆和化学品及电力等辅助材料，其中废纸、木浆等

原材料占生产成本的比重在 80% 左右。由于环保、成本低等原因，废纸浆已成为最重要的造纸原材料。据中国造纸年鉴统计，自 2008 年以来，我国废纸浆消耗占纸浆消耗总量的比例均在 60% 以上，且呈逐年增长态势。2015 年我国纸浆消耗总量达 9,731 万吨，其中废纸浆消耗量 6,338 万吨，废纸浆消耗量占纸浆消耗总量比例达 65% 以上。由于中小型造纸企业缺乏稳定的废纸收购渠道或进口废纸资质与配额，其使用美废比例相对较低，而大型造纸企业的使用美废比例较高。山鹰纸业由于公司生产工艺不断改良，木浆使用比例逐年下降，目前废纸浆使用比例已达 98% 以上，2015 年公司木浆采购量仅为 1.35 万吨，而同期废纸采购总量达 361.2 万吨。

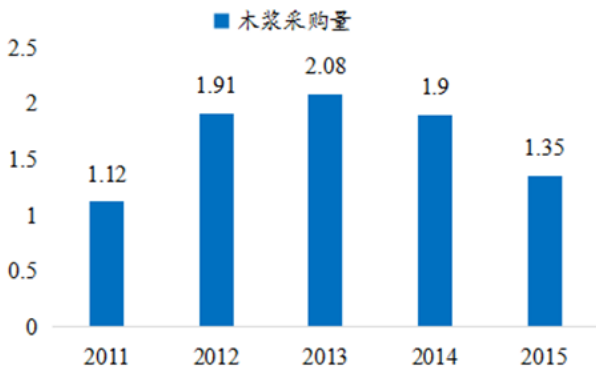
我国目前造纸行业所需废纸原料来源组成中，36% 来源于进口废纸，64% 来源于国内回收，2016 年国内废纸约 5000 万吨，进口废纸 2850 万吨。

图 37: 2001-2015 年中国纸浆与废纸浆消耗量 (百万吨)



数据来源：中国造纸年鉴，东北证券

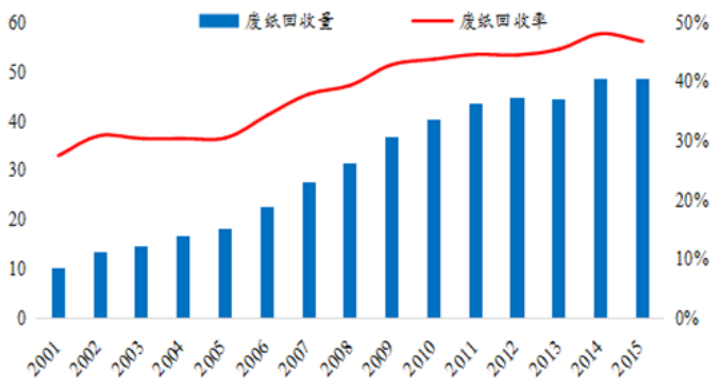
图 38: 山鹰纸业木浆采购量 (万吨)



数据来源：公司公告，东北证券

国产废纸回收率低，废纸仍然依赖进口。由于环保意识淡薄、缺乏系统的废纸回收产业体系等原因，国内废纸回收率较低，且废纸分类回收制度尚不完善，国内废纸杂质含量较高，纸纤维含量、质量均显著低于进口废纸。2015 年我国废纸回收量为 4,841 万吨，回收量呈逐年上涨态势，但 2010-2015 年废纸回收量年均复合增长率为 3.8%，增速逐渐放缓。2015 年我国废纸回收率仅为 46.8%，相比日本 81.5%、欧洲 71.5%的废纸回收率，废纸回收率仍有较大的提升空间。目前我国废纸产量无法做到自给自足，因此每年仍需从美国、日本和欧洲等地进口大量废纸，2015 年废纸进口总量接近 3,000 万吨。

图 39: 2001-2015 年中国废纸回收量（百万吨）与回收率



数据来源：中国造纸年鉴，东北证券

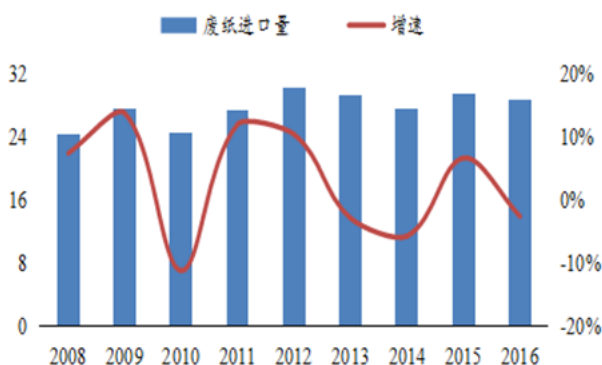
进口废物管理政策趋严。针对近年来进口废纸夹杂大量生活垃圾和违禁品的问题，出于环保、卫生等考虑，国家近年来不断加强对废纸进口的监管，并采取“绿篱行动”。2014 年将废纸调整入限制进口类可用作原料的固体废弃物目录，并且对企业进口废

纸实行进口配额管理。据统计，购买进口废纸的企业数量由 2013 年的 271 家下降到 2015 年的 193 家，缩减近 30%。根据卓创资讯的统计的 2016 年第 6 批限制进口许可证公示，共有 3 家企业申请进口废纸 45 万吨，审批后核定进口 18.65 万吨，获批率仅 41.43%。废纸进口政策持续趋严，加上国内废纸供不应求，废纸资源属性逐渐凸显。

进口量呈现见顶，废纸资源稀缺性凸显。由于近年来美国当地新闻纸及文化纸需求下滑，新闻纸及文化纸机转产包装纸，对废纸的需求量上升，出口量下滑。据统计，近年来中国每年废纸进口量均在 2,500 万吨以上，占世界废纸进口总量 50% 以上，但在 2012 年以 3,007 万吨进口量见顶，废纸进口量随后呈现微缩。而同期纸及纸板产量却保持稳定增长，2015 年中国纸及纸板产量达 10,700 万吨。全球废纸供应量逐步趋于稳定，国内废纸回收率增长放缓，造纸行业产量保持持续扩张，废纸供应量逐年紧张，废纸的稀缺性凸显。

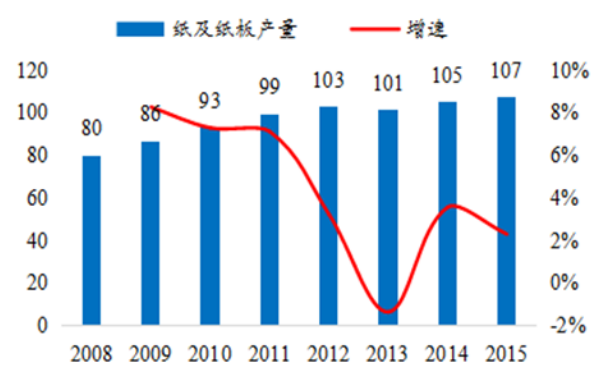
我们认为，未来废纸价格对需求波动的反应会更加敏感，废纸需求价格弹性变大，拥有稳定的废纸收购渠道尤其是海外收购渠道，将成为造纸企业扩大生产规模的关键，同时也成为公司控制成本、提高产品质量的重要保证。

图 40: 2008-2016 年中国废纸进口量 (百万吨)



数据来源: 同花顺, 东北证券

图 41: 2008-2015 年中国纸及纸板产量 (百万吨)

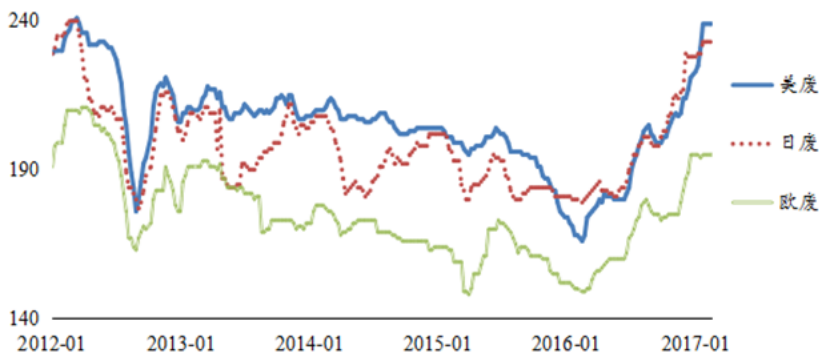


数据来源: Wind, 东北证券

废纸价格需求弹性变大。由于废纸是箱板纸的主要原材料，废纸供应不足，导致 16 年下半年以来，废纸价格大幅上涨。2016 年 12 月底，日废、欧废、美废外商平报

价较 6 月初分别上涨 23.9%、21.9%、23.3%，推动箱板纸价格大幅上涨。

图 42: 进口废纸价格走势 (美元/吨)



数据来源: Wind, 东北证券

山鹰是目前少数同时拥有国内外废纸收购渠道的企业之一。国内废纸主要由子公司浙江泰兴纸业有限公司、福建省莆田市阳光纸业有限公司和马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司，面向江苏、浙江、安徽、上海、湖北等省市废品回收站、个体户进行收购，多年来已形成较为稳定的回收网络；同时公司拥有废纸自营进口权，与国外废纸供应商建立了稳定的合作关系，并在海外布局了 6 家子公司从事废纸采购，采购网络覆盖美国、英国、澳大利亚和日本等。

公司废纸进口比例接近 60%。随着公司生产规模近年来扩张迅速，对废纸的需求持续增加，公司废纸采购规模亦不断扩大。公司废纸除自用以外，剩余部分进口废纸直接对外销售。2015 年，公司共采购废纸 361.17 万吨，较 2014 年增长 13.16%，其中国外废纸采购量为 213 万吨，废纸国外进口比例达 58.97%。

图 43: 山鹰纸业废纸采购总量 (万吨)

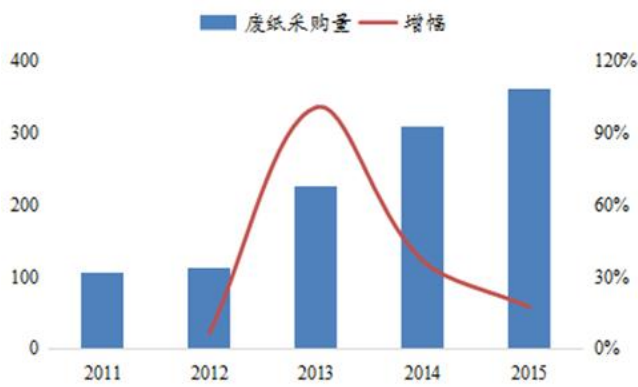
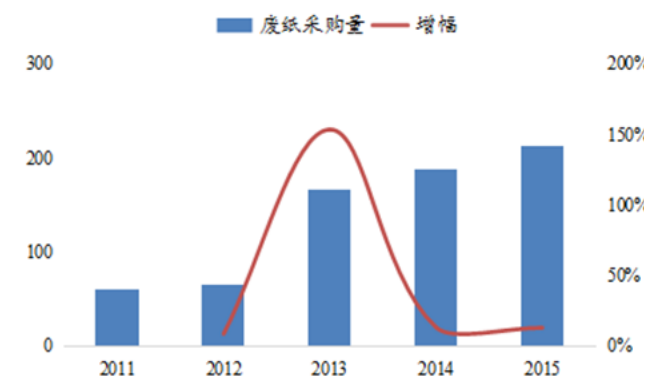


图 44: 山鹰纸业海外采购废纸量 (万吨)



数据来源：公司公告，东北证券

数据来源：公司公告，东北证券

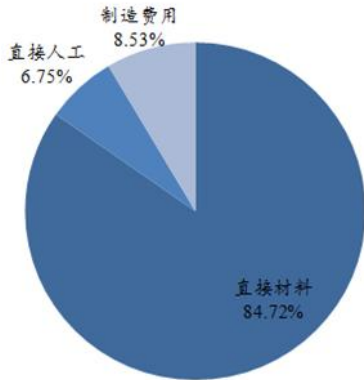
自有废纸采购渠道具备明显价格优势。公司近年来稳定布局海内外废纸收购渠道，废纸采购的价格优势不断凸显。2015 年公司国外废纸采购成本为 1168.27 元/吨，按照 2015 年全年 1 美元兑 6.2284 元人民币的平均汇率，日废、欧废、美废 2015 年不含税与境内运输成本的外商平均报价分别为 1215.41 元/吨、1040.64 元/吨、1189.38 元/吨。由于美废质量较好，并且美国废纸的产量较大，公司目前从美国进口废纸的比例较高。美废的采用提升了公司产品质量，增强了公司产品竞争力。

我们认为，废纸资源的重要性正逐渐凸显，通过对原材料收购渠道的控制，公司能有效避免原材料供应短缺与价格波动对经营造成的不利影响，对公司管控原材料成本、保证产成品质量、提升盈利能力具有重要意义。

4.2. 自备电厂建设，成本节约效果显著

公司大型造纸机器对电力的消耗较高，电力费用占制造费用比例的绝大部份，2016 年制造费用达 7.61 亿元，占公司生产成本的比例为 8%，有效控制公司的电力成本支出对提高公司毛利率意义重大。

图 45: 2016 年业务成本构成



数据来源: Wind, 东北证券

投建新电厂，电力自备比例进一步提升，成本节约效果显著。为降低生产成本，公司加大了对热电项目投入，在马鞍山生产基地与海盐生产基地均有自备热电联产电厂，目前自备电力比例为 60% 左右。为进一步提升自备电力比例，公司于 2015 年投资了马鞍山基地热电五期项目，该新电厂目前已处于试运行阶段，新电厂正式投入运营后，马鞍山基地电力供应将能做到自给自足。按照外购电力成本 0.7 元/度，在煤价 400 元/吨时，公司自备电厂发电成本仅 0.3 元/度，按吨纸耗电 500 度估计，马鞍山基地新建电厂每年可带来 1 亿元的成本节约。

此外，公司在海盐基地也规划投建新电厂，目前正在等待批文，预计将于 2017 年下半年开始建设，海盐新电厂规划每年电力及蒸汽产生的总营收达 8 亿元，净利润达 2 亿元以上。新电厂建成后，海盐基地自备电力比例亦将从目前的 60% 提升至 100%。新电厂的投产，一方面可降低电力和蒸汽对外采购的成本，另一方面在发电过程中产生的蒸汽可以用于造纸的烘干流程，多余的蒸汽可对外销售形成利润。随着公司未来电力自备比例的进一步提升，公司的盈利能力有望得到有效增强。

4.3. 资源综合利用退税增强公司盈利能力

根据财政部、国家税务总局 2015 年 6 月 15 日发布的《关于印发〈资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录〉的通知》以及《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》，使用废纸生产纸浆、秸秆浆和纸等，并且产品原料 70% 以上来自废纸的纳税

人，增值税退税比例可达到 50%。公司以废纸为原材料生产原纸，享受增值税即征即退 50% 的退税政策，自 2015 年 7 月起正式享受增值税退税优惠。2015 年公司共收到退税款 6,639.4 万元，16 年公司收到退税 1.47 亿元，公司收到的增值税退税作为营业外收入计入当年损益，将直接对公司利润水平的提升产生积极影响。我们预计，退税政策作为一项国家性政策，具有较强的可持续性，随着公司产能的扩张、废纸消耗量将持续增加，公司因该项政策产生的营业外收入将进一步提高，预计对公司未来盈利能力提升产生积极影响。

4.4. 成立融资租赁公司，整合下游包装产业

成立融资租赁公司，整合下游包装产业。2016 年 4 月，公司为通过供应链金融服务整合下游包装产业，在上海自由贸易区与全资孙公司 Cycle Link International Holdings Limited（“环宇国际”）共同出资 5 亿元设立山鹰（上海）融资租赁有限公司，开展融资租赁、租赁、售后回租、商业保理等业务。其中，公司以自有资金出资 3.75 亿元，占融资租赁公司注册资本的 75%，环宇国际出资 1.25 亿元，占融资租赁公司注册资本的 25%。目前，山鹰（上海）融资租赁有限公司已完成工商登记注册并取得营业执照。公司将通过融资租赁公司打造供应链金融，向下游客户提供融通资金服务，帮助下游包装企业盘活流动资产，扩大单次采购额，提高采购能力，做大做强，与公司共同成长。

股权融资调整资本结构，降低财务费用率。2012-2014 年公司财务费用率分别为 4.73%、5.50%、6.39%，财务费用率上涨较快，原因主要在于公司 2012 年 9 月发行了 8 亿元的公司债券，债券期限为 7 年、票面利率为 7.5%，本次发债募集的资金中，6 亿元用于偿还银行贷款，其余用于补充公司流动资金。此外，公司还于 2016 年 4 月发行了期限为 7 年、票面利率为 5.35%、规模为 10 亿元的公司债券。公司对外负债规模的扩大将不利于公司财务费用的控制。

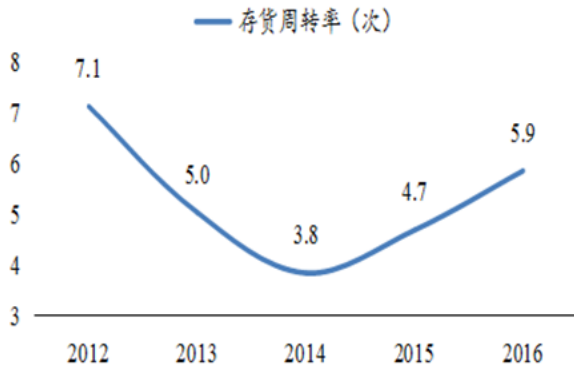
为降低公司的财务费用率，优化公司资本结构，公司 2016 年 9 月通过非公开发行方式，募集资金 20 亿元，用于投建 120 万吨包装纸新产能。以公司 2016 年债券的票面利率计算，本次股权融资可为公司每年节约财务费用约 1.06 亿元，预计在新产能正式投产后，能有效降低公司的财务费用率，对公司盈利能力的提升有积极作用。

4.5. 优化经营模式，提高存货周转率

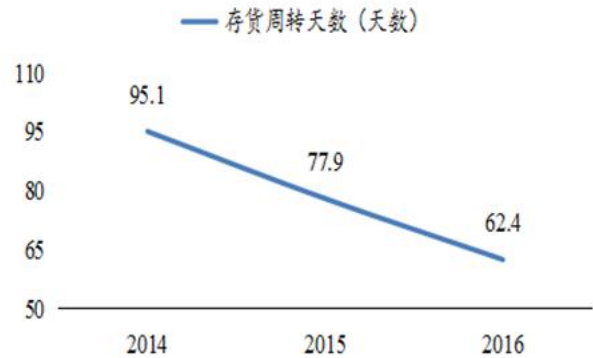
公司采取“以销定产”、“以产定销”的经营模式，以客户的需求为核心，优化按照订单情况进行生产，提高经营效率，存货周转率从 2014 年的 3.8 次提高到 2016 年的 5.9 次，存货周转天数从 2014 年 95.1 天降低到 2016 年 62.4 天。

图 46: 2012 年至 2016 年存货周转率

图 47: 2014 年至 2016 年存货周转天数



数据来源: Wind, 东北证券



数据来源: Wind, 东北证券

5. 盈利预测与估值

我们认为,在造纸方面,随着落后产能淘汰进程的持续推进,行业格局将进一步优化,公司作为包装纸龙头,120万吨募投产能投产、新建电厂使电力自备比例提升至100%等优势将促使公司造纸业务营收规模与利润迅速增长;包装方面,公司数字化供应链系统建设将全面标准化包装业务的生产管理流程,提升包装业务的毛利率,包装业务有望成为公司业绩增长的新引擎。

2013年公司兼并重组以来,营收复合增长率达22.6%,看好公司开源节流,利润迅速增长。预计公司2017-2019年EPS分别为0.24 /0.30 /0.36元,对应PE为15X、12X、10X,维持“买入”评级。

6. 风险因素

经济下行风险。造纸及包装行业与国民经济发展密切相关,若国民经济下行,下游需求下降,公司业绩增长将受到不利影响。

汇率波动风险。目前进口废纸占公司废纸采购量比例将近60%,且废纸采购占公司生产成本比例接近80%,人民币兑美元的持续贬值将使公司的废纸采购成本上升,对公司成本控制带来不利影响。

原材料价格持续上涨。包括废纸、煤炭在内的原材料价格在2016年下半年以来持续上涨,未来若产品价格不能保持同样的增长水平,将导致公司销售毛利率下跌,对公司盈利能力造成不利影响。

募投项目与包装业务数字化供应链系统建设不及预期。若募投项目建设进度缓慢或新产能未能顺利释放,将导致公司业绩增长受阻;若包装业务数字化供应链系统效果不及预期,可能导致包装业务毛利率表现持续欠佳。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,197	1,547	1,319	1,238
交易性金融资产	61	61	61	61
应收款项	1,545	2,055	2,186	2,504
存货	1,686	2,531	2,578	2,912
其他流动资产	812	812	812	812
流动资产合计	7,461	8,682	9,429	10,442
可供出售金融资产	40	45	50	55
长期投资净额	271	276	281	286
固定资产	9,636	10,431	11,298	11,711
无形资产	959	942	934	909
商誉	59	59	59	59
非流动资产合计	12,588	13,994	14,201	14,478
资产总计	20,049	22,676	23,630	24,920
短期借款	5,386	539	5,386	5,386
应付款项	1,484	1,628	1,715	1,783
预收款项	88	78	90	113
一年内到期的非流动负债	768	768	768	768
流动负债合计	8,906	9,592	9,712	9,903
长期借款	818	618	418	218
其他长期负债	6	6	6	6
长期负债合计	2,715	2,632	2,432	2,232
负债合计	11,621	12,224	12,144	12,134
归属于母公司股东权益合计	8,377	10,395	11,422	12,714
少数股东权益	51	57	64	71
负债和股东权益总计	20,049	22,676	23,630	24,920

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	12,135	14,456	16,077	18,670
营业成本	10,150	11,591	12,778	14,794
营业税金及附加	107	127	142	165
资产减值损失	37	16	-9	5
销售费用	594	694	772	896
管理费用	496	500	540	609
财务费用	549	483	458	457
公允价值变动净收益	5	0	0	0
投资净收益	-4	-1	-1	-2
营业利润	203	1,043	1,395	1,743
营业外收支净额	246	277	297	337
利润总额	450	1,320	1,692	2,080
所得税	91	238	338	416
净利润	359	1,083	1,354	1,354
归属于母公司净利润	353	1,076	1,347	1,657
少数股东损益	6	7	7	7

现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	359	1,083	1,354	1,664
资产减值准备	37	16	-9	5
折旧及摊销	849	845	920	972
公允价值变动损失	-5	0	0	0
财务费用	542	507	469	463
投资损失	4	1	1	2
运营资本变动	-876	-1,598	-88	-784
其他	0	0	0	0
经营活动净现金流量	943	576	2,350	1,984
投资活动净现金流量	-1,167	-664	-1,595	-1,083
融资活动净现金流量	1,167	-507	-987	-982
企业自由现金流	411	-104	711	881

财务与估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
每股指标				
每股收益 (元)	0.11	0.24	0.30	0.36
每股净资产 (元)	2.60	2.31	2.53	2.82
每股经营性现金流量 (元)	0.29	0.13	0.52	0.44
成长性指标				
营业收入增长率	23.99%	19.13%	11.22%	16.12%
净利润增长率	68.76%	204.97%	25.21%	22.99%
盈利能力指标				
毛利率	16.36%	19.82%	20.52%	20.76%
净利率	2.91%	7.44%	8.38%	8.88%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	45.35	51.89	49.62	48.95
存货周转天数	62.39	78.45	72.92	71.25
偿债能力指标				
资产负债率	57.97%	53.77%	51.28%	48.59%
流动比率	0.84	0.92	0.91	0.97
速动比率	0.65	0.65	0.64	0.68
费用率指标				
销售费用率	4.89%	4.80%	4.80%	4.80%
管理费用率	4.09%	3.46%	3.36%	3.26%
财务费用率	4.52%	3.34%	2.85%	2.45%
分红指标				
分红比例				
股息收益率	0.71%	1.98%	1.98%	2.27%
估值指标				
P/E (倍)	32.34	14.89	11.89	9.67
P/B (倍)	1.35	1.53	1.39	1.25
P/S (倍)	0.94	1.11	1.00	0.86
净资产收益率	4.21%	10.30%	11.74%	12.98%

资料来源：东北证券

分析师简介:

唐凯, 2年证券从业经验, 并拥有多年管理咨询行业从业经历, 现任轻工制造行业分析师

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司
中国 吉林省长春市

自由大路1138号
 邮编: 130021
 电话: 4006000686
 传真: (0431)85680032
 网址: <http://www.nesc.cn>

中国 北京市西城区

锦什坊街28号
 恒奥中心D座
 邮编: 100033
 电话: (010)63210800
 传真: (010)63210867

中国 上海市浦东新区

源深路305号
 邮编: 200135
 电话: (021)20361009
 传真: (021)20361258

中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D
 邮编: 518000

机构销售
华北地区

销售总监 李航
 电话: (010) 63210896
 手机: 136-5103-5643
 邮箱: lihang@nesc.cn

华东地区

销售总监 袁颖
 电话: (021) 20361100
 手机: 136-2169-3507
 邮箱: yuanying@nesc.cn

华南地区

销售总监 邱晓星
 手机: 186-6457-9712
 邮箱: qiuxx@nesc.cn