

轻工制造

包装虽好，也莫贪杯，造纸暂弱，后劲十足

核心观点：表现上看，本轮包装行业股价上涨核心逻辑是收入快速增长，市占率提升，其次是利润回归；但实际上，上半年包装行业内生销量增长并未加速。涨的其实是利润回归预期；造纸产业链中，纸环节大厂的盈利提升趋势确定性更强。

包装虽好，也莫贪杯。近期包装行业龙头公司合兴包装股价逆市快速上涨，30个交易日累计涨幅达到48%。经过分析，我们认为本轮包装龙头公司合兴包装股价大幅上涨，既非纸价下跌预期，也非市占率提升预期，而是对空间有限的毛利率回归及不确定性较强的供应链服务业务空间预期较好所致。

逻辑上来讲，本轮纸价上涨，包装行业小厂逐步出清，订单应向大厂集中，但实际还是要看数据，各大龙头包装公司的动作都会体现在报表上，如果大厂市占率真要加速提升，一定会加大资本开支，若资本开支没有配合，我们对于公司内生销量增长不应有太乐观的估计。

造纸暂弱，后劲十足。近期造纸行业龙头公司太阳纸业、玖龙纸业股价出现大幅下跌，30个交易日累计分别跌幅13%、32%。原因一是由于造纸行业的调整离不开市场周期情绪的下滑，二是二季度终端淡季纸价出现回落。

行业处在上升周期趋势中的下轨，趋势向下拐点基础不存在；未来行业的核心资源是原材料，具备进口替代能力的大厂将拉开与竞争对手的盈利差距。行业未来将进入市场化优胜劣汰的不可逆发展趋势，国内会出现几家在深度掌握原材料资源的寡头型企业，我们看好太阳纸业、玖龙纸业、山鹰纸业、理文造纸、华泰股份。

如果用发动机的类型来形容，其他周期行业公司的盈利提升是六缸涡轮增压型小钢炮，而造纸行业是V型八缸自然吸气，虽加速一般，但后劲十足。

风险提示：原材料价格大幅上涨；产能扩建进展低于预期；假设数据可能存在误差。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 丁琮

执业证书编号：S0680513050001

邮箱：dingqiong@gszq.com

相关研究

1、《轻工制造：造纸逐步回归季节性需求波动，包装将朝合理利润空间回归》2018-07-15

2、《轻工制造：造纸行业库存低位，看好下半年盈利回升，包装行业基本面回归，龙头公司扩张加速》

2018-07-09

重点标的

股票代码	股票名称	EPS (元)				PE			
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600308	华泰股份	0.58	0.7	0.83	0.99	10.88	6.78	5.72	4.8
02314	理文造纸	--	1.22	1.21	1.74	8.26	5.42	5.45	3.78
600567	山鹰纸业	0.44	0.58	0.69	0.79	9.81	6.92	5.82	5.05
02689	玖龙纸业	0.94	1.58	1.71	--	9.62	4.56	4.21	--
002078	太阳纸业	0.78	1.03	1.22	1.38	11.89	8.74	7.4	6.5

资料来源：Wind 一致预期，贝格数据，国盛证券研究所



内容目录

一、包装虽好，也莫贪杯.....	3
关键假设	3
包装行业现象.....	3
寻找原因	3
一、是纸价下跌预期吗？不是！	3
二、是收入增长、市占率提升预期吗？表面上是，但实际还不确定。	4
三、是毛利率回归预期吗？弹性没那么大。	4
我们理解的包装行业.....	5
二、造纸暂弱，后劲十足.....	7
造纸行业现象.....	7
寻找原因	7
我们理解的造纸行业.....	7
一：未来行业供需趋紧的确定性增强.....	7
二、二季度需求淡季纸价下跌属正常现象，三季度中叶各纸种需求旺季将带动纸价重回上升通道.....	9
三、原材料的进口替代将带动造纸行业龙头公司新一轮的快速成长期.....	9
风险提示	9

图表目录

图表 1: 各纸种价格数据.....	3
图表 2: 合兴包装营业收入及增速.....	4
图表 3: 合兴包装毛利率.....	5
图表 4: 合兴包装在建工程增速以及收入增速.....	6
图表 5: 美盈森在建工程增速以及收入增速.....	6
图表 6: 裕同科技在建工程增速以及收入增速.....	7
图表 7: 出版印刷业营收及同比增速.....	8
图表 8: 规模以上快递业务量及同比增速.....	8
图表 9: 2016-2018 年上半年进口废纸额度呈下滑趋势.....	9
图表 10: 2017 年开始废纸进口量呈快速下滑趋势.....	9

一、包装虽好，也莫贪杯

关键假设：

- 1、合兴包装 2018 年上半年综合净利率水平同比持平。
- 2、合兴包装 2018 年上半年供应链服务业务实现收入 10 亿。
- 3、合兴包装并购标的合众创亚（亚洲）上半年并入一个月收入与利润至上市公司。

包装行业现象：

近期包装行业龙头公司合兴包装股价逆市快速上涨，30 个交易日累计涨幅达到 48%。

寻找原因：

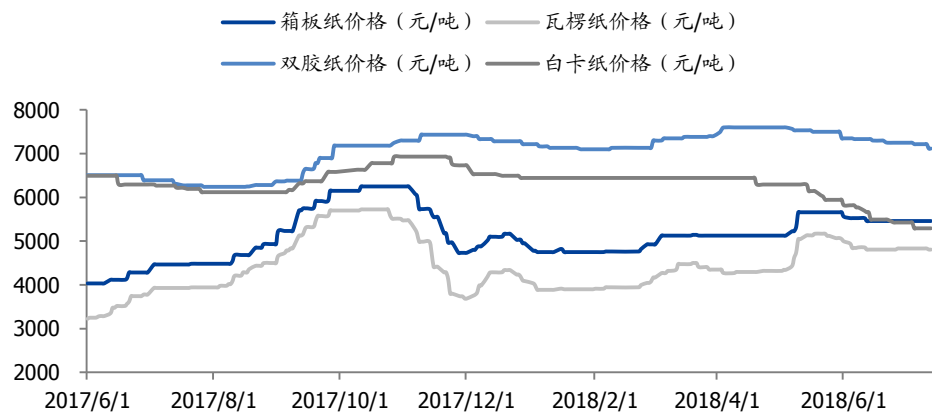
经过分析，我们认为本轮包装龙头公司合兴包装股价大幅上涨，既非纸价下跌预期，也非市占率提升预期，而是对空间有限的毛利率回归及不确定性较强的供应链服务业务空间预期较好所致。

一、是纸价下跌预期吗？不是！

合兴包装的主要业务是瓦楞纸运输包装，箱板瓦楞纸是其主要原材料，近期箱瓦纸价格是所有纸种中表现最为坚挺的，并且在进口废纸政策日渐趋严的当下，箱瓦纸行业成本中樞上抬，供应趋紧的确定性较强，我们认为箱瓦纸价格下跌的可能性是所有纸种中最低的。

相反，近期双胶纸与白卡纸价格均出现一定幅度的下跌，白卡纸跌幅最大达到 30%；裕同科技原材料中，双胶与白卡占比 50%，美盈森原材料中也有近 30%是双胶与白卡。虽然我们认为双胶与白卡后期价格趋势不会向下，但总体来看，这两个纸种近期在价格端是弱于箱瓦纸的。如果这轮上涨是纸价下跌预期造成的，应更有利于裕同科技和美盈森。

图表 1: 各纸种价格数据



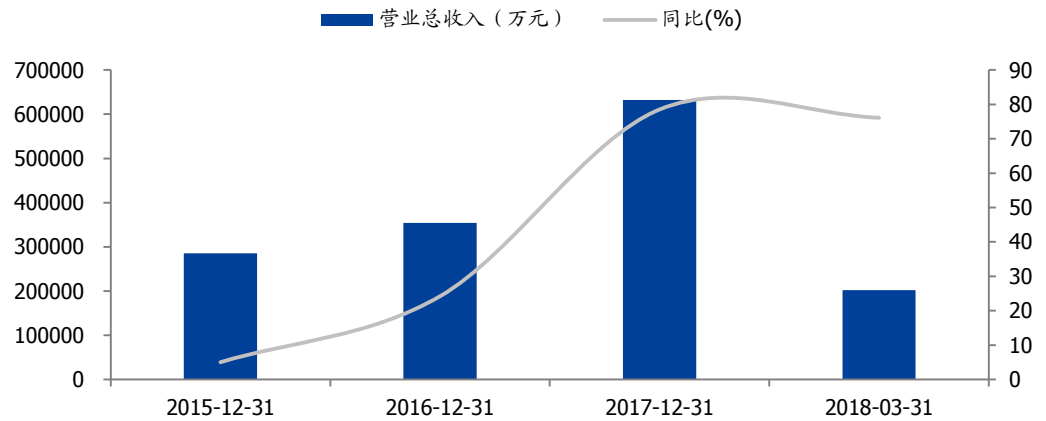
资料来源：纸业联讯，国盛证券研究所

二、是收入增长、市占率提升预期吗？表面上看，是，但实际还不确定。

包装行业的投资逻辑一直是销量提升逻辑。行业集中度低，龙头市占率提升空间大，如果龙头公司销量增速加快，说明行业正在整合加速，逻辑验证，应有一涨。表面上看，合兴包装 2017 年及 2018 年一季度收入增速惊人，分别达到 78.5%、76.1%，实现了跨年度高增长，并且公司 2018 年半年报预告显示，净利润同比增长幅度为 450%-500%，也使得市场对于公司半年报收入增长的预期上升。

我们对合兴包装出色的业绩表现表示喜闻乐见，但面对数据应更加理性看待，因此我们对合兴包装的收入进行了我们认为较为合理的拆分。

图表 2: 合兴包装营业收入及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2017 年: 我们发现合兴包装 2017 年年报披露公司供应链服务收入 11.3 亿, 如果剔除这部分收入, 公司的内生收入增速为 46.6%, 内生业务毛利率为 16.22%, 对比 2016 年的 16.98%, 2017 年毛利率同比下滑 4.5%。2017 年箱板瓦楞纸均价平均上涨幅度为 46% 左右, 对于合兴包装这种大厂而言, 议价能力较强, 预估其纸张平均成本上涨 35%, 又由于纸张成本占营业成本的 70% 左右, 那么因纸价上涨带来的成本增长幅度为 25%。然而, 公司内生业务毛利率只下滑了 4.5%, 我们推测, 公司 2017 年纸张价格应只上涨了 20% 左右, 那么公司 2017 年销量增长比例应为 26.6% 左右。

2018 年上半年: 据公告披露, 公司 2018 年上半年利润增长 450%-500% 至 3.9-4.2 亿, 我们按照最乐观的 4.2 亿计算, 剔除并购创亚的投资收益 2.9 亿后, 上半年内生净利润为 1.3 亿元, 同比增长 69%。由于 2018 年上半年利润率较低的供应链服务业务有望进一步起量、净利率较高的国际纸业并表以及纸价趋稳等因素综合假设, 公司 2018 年上半年净利率水平较去年同期持平, 那么 2018 年上半年公司收入增速亦为 69% 左右, 绝对值约为 42.9 亿。并购的合众创亚 (亚洲) 2017 年总收入 21 亿左右, 假设合众创亚 2018 年全年没有增长, 上半年有一个月的收入并入上市公司, 即 1.8 亿, 供应链服务上半年预计收入在 10 亿左右, 那么公司上半年内生收入在 30 亿左右, 同比增长 18.1%。包装公司目前处在提价通道中, 预计上半年价格对收入仍有一定量的贡献, 那么内生销量增长可能更低, 若关键假设成立, 则内生增速实际一般。

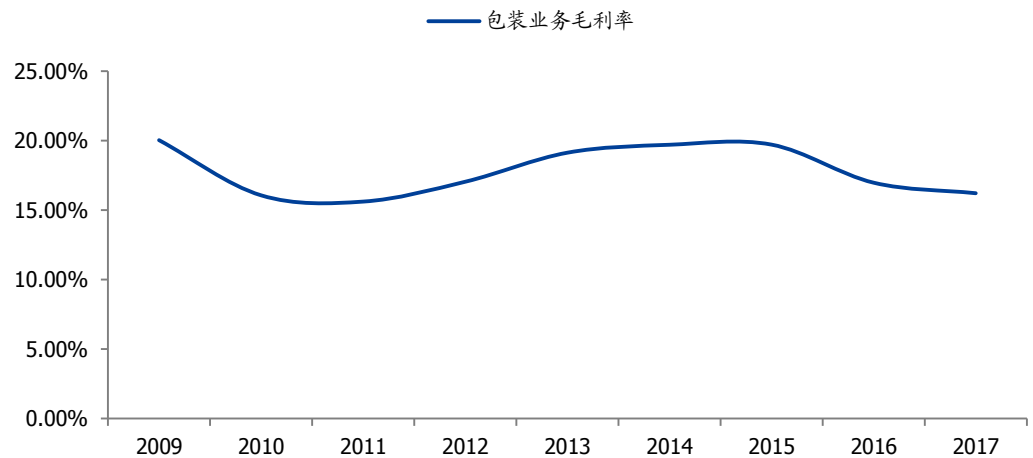
(关键假设不确定因素在于, 公司 2018 年上半年净利率水平是否与去年持平, 若净利率水平同比有上升, 则公司内生收入增长低于 18.1%, 若净利率水平同比有下滑, 则公司内生收入增长将高于 18.1%。)

三、是毛利率回归预期吗？弹性没那么大。

从合兴包装 2009 年到 2017 年内生业务毛利率来看, 中枢在 18% 的位置, 最高点在 20%。2010-2011 年和 2016-2017 年毛利率低点都分别对应纸价高点, 最乐观的假设是箱板瓦

楞纸价格在 2018-2019 年大幅回落，那么公司内生业务毛利率也较难突破 20%，况且我们认为箱板瓦楞纸价格未来两到三年中枢还将上抬，因此公司毛利提升空间较为有限，当前涨幅已较为充分的体现毛利提升预期。

图表 3: 合兴包装毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综合来看，最有可能驱动公司股价上涨的因素就是供应链服务业务的市场空间及利润率的提升。但 PSCP 业务仍在探索期，盈利模式及用户粘性等平台壁垒尚存在一定不确定性，仍需观察。

我们理解的包装行业:

包装行业有其周期性特征，也有其成长性特征。当纸价波动的时候，其周期性逻辑占主导地位，当纸价快速上涨导致行业利润率被压到低位时，应该对应较高估值水平，当纸价快速下跌使得行业利润率到达高位时，应该对应较低估值，当纸价平稳时，行业利润率回到正常水平，其成长性逻辑则占据主导地位。我们认为估值应根据成长型公司估值方法来定，有效的方法是内生稳定销量增速与合理利润率水平下的 PE 估值对应，因此判断利润回归时点及内生销量增速是给包装公司定价的核心关键点。

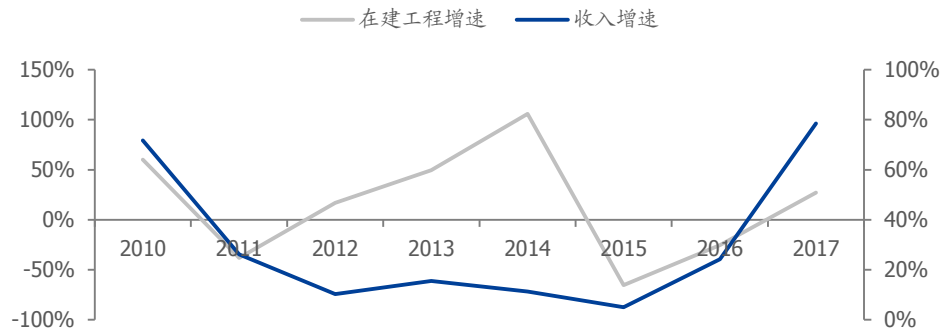
1、合理利润回归怎么预测: 2016-2017 年，包装行业上游造纸环节价格的快速上升，使得包装环节利润水平大幅下滑，但我们相信这种极端情况不会永远存在，一定会有一个均值回归的过程。在什么时点回归？我们认为，由于包装公司原材料库存周期普遍在 1-3 个月，我们认为纸张价格趋缓后的三个月左右是包装公司利润率回暖的时点，具体幅度根据各个包装公司向下游的议价能力不同而不同。当前各品类纸价已高位趋稳 3-6 个月时间，包装行业盈利回归时点已现。

2、销量增速提升怎么预测: 销量本身应和产量相关，因此销量就和两个关键指标有比较大的关系，其一是生产产能，其二是产能利用率。

a、产能利用率: 包装龙头公司的产能利用率一般成季节性波动、与下游客户的季节性需求波动相关，龙头企业高峰期产能利用率一般都被打满，而低谷期可能会有大面积停工现象。龙头企业提升产能利用率的方法是扩充与主流客户需求旺季错峰的新客户，来提升原有低谷期的产能利用率。

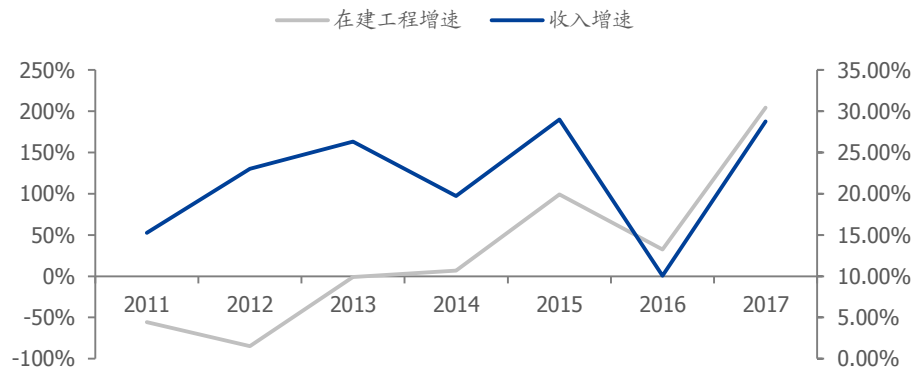
b、产能: 产能提升需要公司资本开支，从在建产能指标可见一斑。但包装行业新建产能决策和大宗商品不同，一般是有新增客户攻关，才会投入资本，在建产能的增长与收入提升基本同时进行。

图表 4: 合兴包装在建工程增速以及收入增速



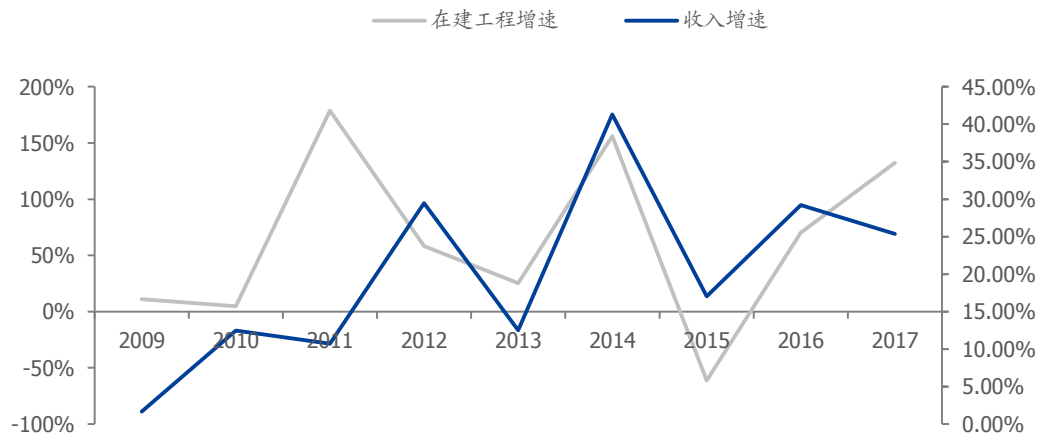
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 美盈森在建工程增速以及收入增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 裕同科技在建工程增速以及收入增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

因此包装行业的产销量预测框架应该是，现有产能的产能利用率以及在建产能增速。

- 1、若公司高峰期产能利用率打满，看公司是否有错峰需求的新增客户；
- 2、公司在建产能增速高峰年，则有可能是公司收入增速大年。

逻辑上来讲，本轮纸价上涨，包装行业小厂逐步出清，订单应向大厂集中，但实际要看数据来说，各大龙头包装公司的动作都会体现在报表上，如果大厂市占率真要加速提升，一定会加大资本开支，若资本开支没有配合，我们对于公司内生销量增长不应有太乐观的估计。

二、造纸暂弱，后劲十足

造纸行业现象：

近期造纸行业龙头公司太阳纸业，玖龙纸业股价出现大幅下跌，30个交易日累计分别跌幅13%、32%。

寻找原因：

- 1、造纸行业每次调整都离不开市场周期情绪的下滑。
- 2、二季度终端淡季纸价出现回落。

我们理解的造纸行业：

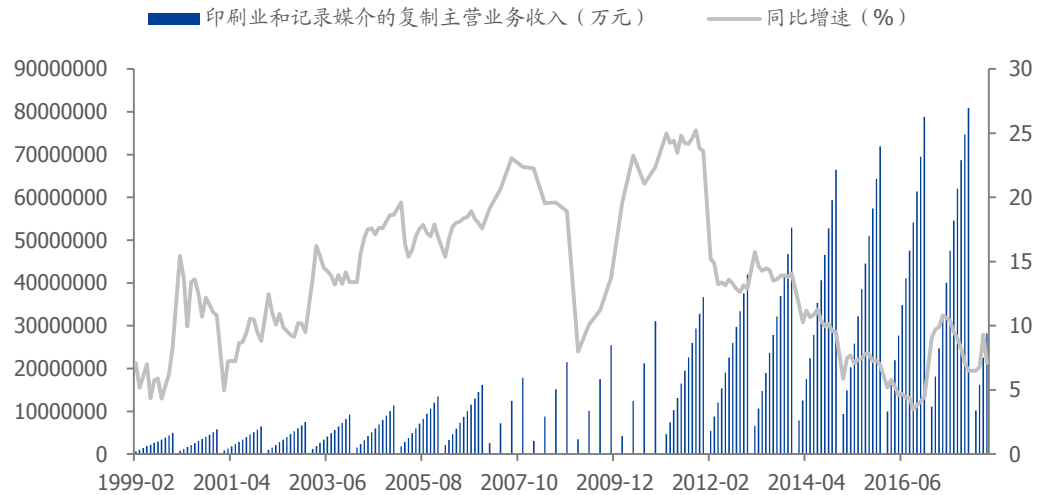
行业处在上升周期趋势中的下轨，趋势向下拐点基础不存在；未来行业的核心资源是原材料，具备进口替代能力的大厂将拉开与竞争对手的盈利差距。行业未来将进入市场化优胜劣汰的不可逆发展趋势，国内会出现几家在深度掌握原材料资源的寡头型企业，我们看好太阳纸业、玖龙纸业、山鹰纸业、理文造纸、华泰股份。

一：未来行业供需趋紧的确定性增强

1、需求端：造纸行业下游偏消费，需求增长稳定，受经济周期波动影响较小，造纸行业增长确定性较强。

a、文化纸下游是出版印刷业，受到电子阅读行业兴起的影响，2011年出版印刷业收入增速出现回落，但增速一直为正，2016年增速见底回升，2017年全年国内印刷业营收同比增长9.5%，2018年1-5月同比增长7.1%，印刷业回暖拉动文化纸行业需求平稳增长。

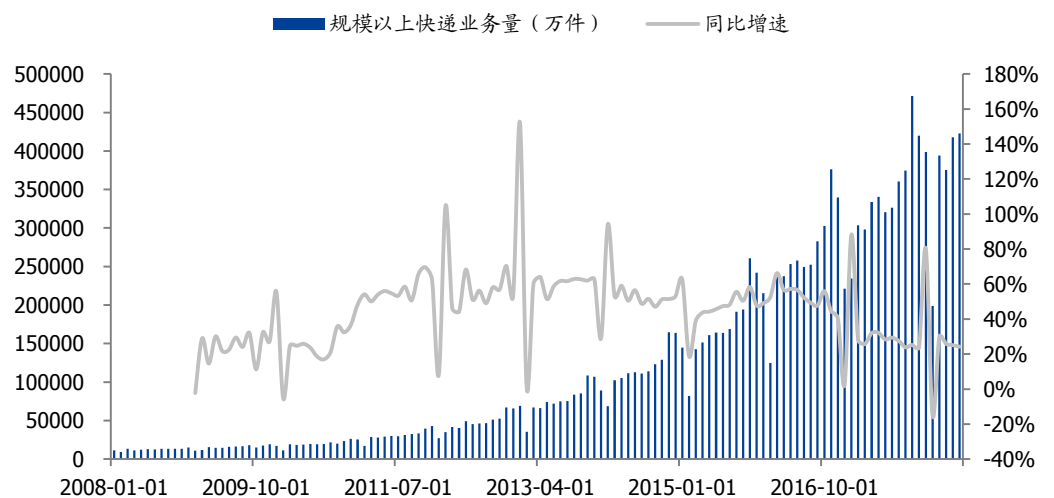
图表 7: 出版印刷业营收及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

b、包装行业是包装纸的下游行业，包装纸的需求三驾马车是快递、出口和消费。截止 18 年 1-5 月，社会零售总额同比增长 9.5%；2018 年 1-6 月，出口总额呈现复苏的趋势，同比增长 12.8%；快递业务量由于电子商务的迅速发展呈现出高速增长的态势，同比增长 25.8%。在下游需求增长的拉动下，包装纸的需求扩张明显。

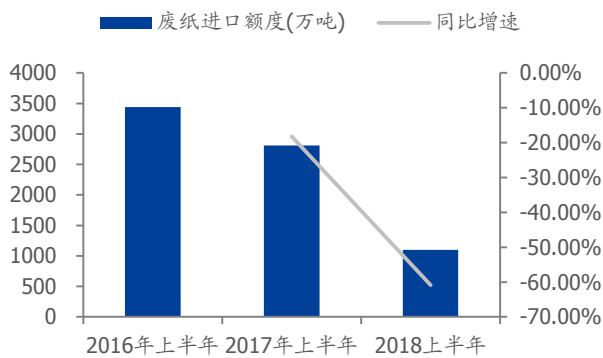
图表 8: 规模以上快递业务量及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

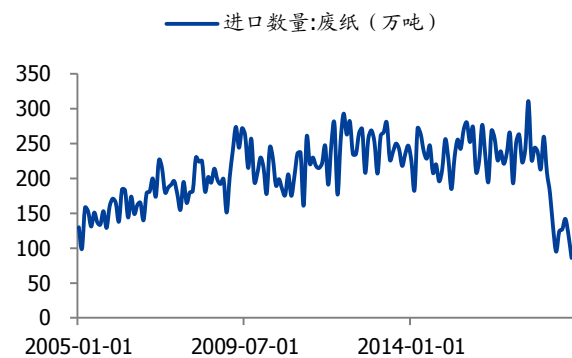
2、供给端：除排污许可证及自备电厂受限等环保政策外，未来两到三年造纸行业特有的进口废纸原材料逐步减少的趋势，将极大程度的抑制造纸行业的供应释放。我们认为，市场轻视了未来废纸原材料短缺对行业造成的影响。市场看到更多的是箱板瓦楞纸大厂，如玖龙纸业、理文造纸、山鹰纸业可能出现的短期外废比例降低造成的短期利润下滑影响，却鲜有重视原材料短缺造成的行业整体产量出现的下滑趋势，未来造纸行业新增产能的固定资产投资对供应的影响将有可能失效，影响供应的关键要素变成了原材料。在原材料供应趋势性下滑的当下，造纸行业供给端的不确定性在减弱。

图表 9: 2016-2018 年上半年进口废纸额度呈下滑趋势



资料来源: 纸业联讯, 国盛证券研究所

图表 10: 2017 年开始废纸进口量呈快速下滑趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二、二季度需求淡季纸价下跌属正常现象, 三季度中叶各纸种需求旺季将带动纸价重回上升通道

2017 年纸张受成本价格上涨及突发性环保限产影响, 价格出现非季节性上涨现象。涨价预期带动的行业备货节奏与终端的季节性需求波动节奏出现错配现象, 造成了去年二季度“淡季不淡”, 四季度“旺季不旺”的现象。今年所有纸张价格快速上涨预期回落, 行业回到季节性备货节奏中, 2018 年二季度的纸厂需求回落造成的纸价下跌, 主要原因有两点, 一是消化 2017 年行业因为涨价补的库存, 二是纸价上涨预期回落叠加终端需求淡季, 纸厂下游购买力不足。可以看出, 行业整体预期是悲观的。

悲观预期下的产业现实是什么?

- a、海外需求强劲, 国际木浆原材料价格连续 10 个月稳步攀升, 成本端支撑纸价较难出现趋势性下跌。
- b、进口废纸受限, 废纸原材料短缺带来行业总体产能较难充分释放。
- c、除了纸厂, 产业链其他环节库存都较低, 纸厂目前也在主动停产检修控供。

我们判断, 纸厂下游环节预期的价格趋势性下跌基础可能不存在。三季度中叶, 终端需求旺季带来的纸价上涨预期, 将使得下游开始补库, 造纸环节利润水平将回归, 由于原材料价格中枢上移, 因此我们判断, 所有纸张价格都有望创历史新高。

三、原材料的进口替代将带动造纸行业龙头公司新一轮的快速成长期

造纸行业上一轮的快速发展, 是纸张的进口替代, 未来几年, 行业将迎来造纸行业新一轮的快速发展期, 即原材料的进口替代, 这是大多数其他周期行业公司没有的特征。这里所指的“进口替代”是未来中国造纸龙头企业将逐步通过自身的投资, 研发开拓, 逐步放弃对进口原材料的依赖, 未来大型木浆系造纸公司在海外开拓有用优质林地资源的木浆产能, 大型箱板瓦楞纸企业, 将整合优化国内废纸回收渠道, 建立海外废纸浆加工产能。行业大厂与没有原材料渠道和资源的中小竞争对手整体利润水平将拉大, 未来行业一定会出现深度掌握原材料资源的寡头企业。

如果用发动机的类型来形容, 其他周期行业公司的盈利提升是六缸涡轮增压型小钢炮, 而造纸行业是 V 型八缸自然吸气, 虽加速一般, 但后劲十足。

风险提示

原材料价格大幅上涨; 产能扩建进展低于预期; 假设数据可能存在误差。

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