

包装印刷行业研究报告

包装行业投资逻辑：按海外巨头发展之图，索国内龙头成长之骥 增持（首次）

2018年09月12日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002

021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

投资要点

- **纸包装为包装行业优质赛道，目前尚处发展初期：**我国包装行业市场空间较大，16年总产值约1.9万亿，其中纸包装行业为优质成长赛道，约占包装行业总产值44%，05-15年CAGR=17.3%，快于包装行业总体增速。我国纸包装CR5集中度17年仅6.61%，相比成熟市场有较大提升空间。
- **看国际纸包龙头发展路径：**美国纸包装行业发展较为成熟，17年市场规模达486亿美元，CR4集中度可达82%。其中WRK、PCA、IP为特点鲜明的纸包龙头企业。WRK通过消费品包装和工业包装双轮驱动，依靠横向并购进行扩张，明确各阶段的业务核心；PCA前期专注工业包装，通过横向整合进行产能全国化布局，后期纵向收购造纸企业切入上游，完成上下游一体化布局；IP则由造纸起家，通过向下整合包装企业尝试一体化。
- **探中国纸包企业成长经验：**和北美纸包产业的阶段对比，我国纸包产业还处于成长初期，发展表现波动、议价能力不强且资本积累相对薄弱，主要通过以下两种模式提升市场份额：一类通过并购、供应链新模式多方位整合下游客户；一类则是不断完善一体化包装服务，重心由制造向服务转型，以提高新客户开拓能力。我们认为，**合兴包装**供应链新模式将加速对行业内小产能的整合，促进市场集中度的提升，从而增强对产业链的议价能力；而**裕同科技**、**劲嘉股份**在一体化服务、产品设计能力、贴近式产能布局等多方面均具有比较优势，在大客户绑定深厚的基础上开拓优质客户能力较强。
- **优选服务关注整合，纸包龙头各具潜力：**通过分析总结，我们认为国内各纸包龙头具有各自的发展潜力。**裕同科技**在消费类电子客户方面积淀深厚，并逐步拓展烟酒包业务，前期受客户出货不及预期等影响深度调整，后续有望修复；**合兴包装**通过外延整合扩张版图，并利用PSCP和IPS进行上下游资源的整合，提升服务质量；**劲嘉股份**受益于新型烟草政策放宽，前期积累深厚，并且酒包业务拓展顺利；**美盈森**注重一体化服务，并着力打造4.0智慧工厂，有望形成新壁垒。
- **风险提示：**原材料价格大幅上涨，新客户拓展不及预期，环保力度加大。

行业走势



相关研究

无

表 1：重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
002831	裕同科技	179.28	44.82	2.33	2.33	3.12	19.24	19.24	14.37	买入
002228	合兴包装	80.70	6.90	0.13	0.43	0.33	53.08	16.05	20.91	—
002191	劲嘉股份	124.07	8.30	0.38	0.50	0.60	21.84	16.60	13.83	买入
002303	美盈森	81.90	5.31	0.23	0.29	0.38	23.09	18.31	13.97	—

资料来源：Wind，东吴证券研究所（美盈森、合兴包装为Wind一致预期，收盘价为180911数据）

内容目录

1. 写在前面：聚焦成长赛道纸包装	5
2. 管中窥豹看国际纸包龙头的发展路径	6
2.1. WRK：双轮驱动，野蛮扩张	6
2.2. PCA：深耕工业品包装	9
2.3. IP：打通全产业链的一体化龙头	11
3. 他山之石看中国纸包的成长阶段	13
3.1. 产业尚处初期，探索成长模式	13
3.2. 模式一：多方位加速下游客户整合	14
3.3. 模式二：深度绑定大客户，提高新客户开拓能力	17
4. 优选长期服务壁垒，关注整合新模式	21
4.1. 裕同科技：消费电子包装王者，盈利或现拐点	21
4.2. 合兴包装：行业承压提供整合契机，供应链模式具看点	22
4.3. 劲嘉股份：业务多点开花，新型业务值得期待	23
4.4. 美盈森：整体解决方案及工业 4.0 共驱增长	23
5. 风险提示	25

图表目录

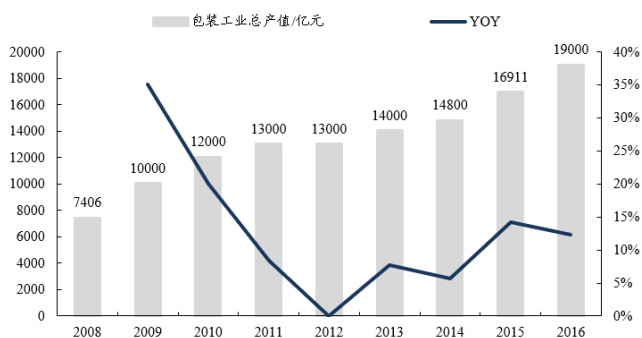
图 1: 08-16 年中国包装工业总产值 (亿元)	5
图 2: 纸包装领域的市场份额 (%)	5
图 3: 2006-2017 年美国细分包装份额 (%)	6
图 4: 2003-2017 北美纸包装市场规模 (亿美元)	6
图 5: WRK 主要包装产品	7
图 6: WRK 发展历程 (2014 年以前为 RKT)	7
图 7: WRK 股价及估值复盘 (2015 年 7 月 2 日前为 RKT)	8
图 8: WRK 工业包装产能布局	9
图 9: WRK 消费品包装产能布局	9
图 10: PCA 主要产品	9
图 11: PCA 发展史	9
图 12: 2000-2017 年 PCA 股价走势复盘	11
图 13: PCA 产能布局一览	11
图 14: 包装和纸品客户及地区开拓	11
图 15: 工业包装部分包装产品示意图	11
图 16: 国际纸业发展历程	11
图 17: 1991-2018 年国际纸业股价走势复盘	13
图 18: 国际纸业瓦楞纸箱厂布局一览	13
图 19: 上游原材料价格走势 (%)	15
图 20: 下游消费品行业主营收入同比增速 (%)	15
图 21: 2012-2017 年各纸包装企业收入同比 (%)	15
图 22: 2012-2017 年各纸包装企业归母净利同比 (%)	15
图 23: 玖龙纸业、山鹰纸业一体化布局	17
图 24: 龙头纸及纸包企业海外布局	17
图 25: 合兴包装 2018 年战略规划	17
图 26: IPS 模式业务逻辑	17
图 27: 裕同科技客户合作稳定	18
图 28: 龙头客户开拓情况一览	18
图 29: 裕同科技整体解决方案	19
图 30: 美盈森一体化服务	19
图 31: 2012-2017 年各纸包装企业毛利率 (%)	20
图 32: 2012-2017 年各纸包装企业研发费用率 (%)	20
图 33: 裕同科技数据一览	21
图 34: 裕同科技 PE-Band	21
图 35: 合兴包装数据一览	22
图 36: 合兴包装 PE-Band	22
图 37: 劲嘉股份收入拆分	23
图 38: 劲嘉股份 PE-Band	23
图 39: 美盈森收入拆分	24
图 40: 美盈森 PE-Band	24
图 41: 美盈森工业 4.0 新产能布局	24

表 1: 重点公司估值	1
表 2: 我国纸包装 CR5 市占率 (亿元、%)	5
表 3: 北美纸包装 CR4 市占率 (亿美元、%)	6
表 4: WRK 重点财务数据一览	8
表 5: WRK 前十大客户收入占比	9
表 6: PCA 重点财务数据一览	10
表 7: 国际纸业重点财务数据一览	12
表 8: 国际包装龙头模式梳理	14
表 9: 各企业新型包装服务开展情况	14
表 10: 近年主要包装企业横向并购一览	16
表 11: 近年主要包装企业纵向整合一览	16
表 12: 各公司合作客户一览	18
表 13: 各包装企业前五大客户收入占比	18
表 14: 主要包装企业人均生产效率	20
表 15: 主要包装企业外部研发合作一览	20
表 16: 主要包装企业生产基地布局和建设	21
表 17: 智能手机出货量 (百万台)	22

1. 写在前面：聚焦成长赛道纸包装

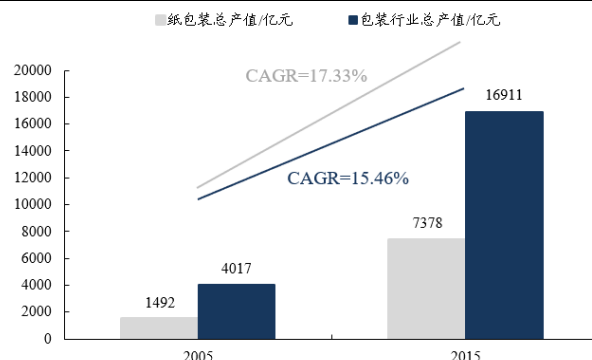
我国纸包装行业发展空间广阔。据中国包装联合会数据显示，2002-2016年中国包装行业总产值从2500亿上升至19000亿，CAGR达15.6%。其中纸包装是占比最高的细分领域，2015年总产值7378亿元，占比包装行业总产值约44%的市场份额。由于下游对接食品饮料、消费电子、家用电器等消费领域，纸包装长期具有扩容空间，增速高于行业平均，属于包装中的成长赛道。

图1：08-16年中国包装工业总产值（亿元）



数据来源：中国包装联合会，东吴证券研究所

图2：纸包装领域的市场份额（%）



数据来源：中国包装联合会，东吴证券研究所

行业格局分散，集中度有望提升。作为典型的中游加工行业，包装企业普遍通过其产品工艺、服务品质获取下游品牌客户的供应商资质，并采用“以销定产”的模式进行配套的生产和销售。我国包装行业的发展尚处初期，2016年规模以上的包装企业主营业务收入为11744亿（市场份额约62%）；对应规模以上纸包企业来看，2014年因环保压力较大淘汰较多企业后，龙头市占率逐步提升：2014年5家上市公司主营业务收入的市占率仅为3.71%，2017年达6.61%（裕同科技、合兴包装占比分别达到2.10%、1.91%），较成熟市场的集中度仍有较大提升空间。

表2：我国纸包装CR5市占率（亿元、%）

(亿元)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
纸包行业主营业务收入	2538.18	3272.48	3485.39	3608.05	3303.38	3420.11	3376.05	3310.87
YOY	-	28.93%	6.51%	3.52%	-8.44%	3.53%	-1.29%	-1.93%
裕同科技	16.09	17.81	23.06	25.94	36.65	42.90	55.42	69.48
占比	0.63%	0.54%	0.66%	0.72%	1.11%	1.25%	1.64%	2.10%
合兴包装	15.21	19.18	21.15	24.42	27.16	28.52	35.42	63.23
占比	0.60%	0.59%	0.61%	0.68%	0.82%	0.83%	1.05%	1.91%
劲嘉股份	20.24	23.00	21.52	21.37	23.23	27.20	27.77	29.45
占比	0.80%	0.70%	0.62%	0.59%	0.70%	0.80%	0.82%	0.89%
东风股份	13.57	15.35	17.65	18.02	20.02	22.19	23.42	28.02
占比	0.53%	0.47%	0.51%	0.50%	0.61%	0.65%	0.69%	0.85%
美盈森	7.29	8.40	10.34	13.06	15.63	20.16	22.19	28.57
占比	0.29%	0.26%	0.30%	0.36%	0.47%	0.59%	0.66%	0.86%
CR5	2.85%	2.56%	2.69%	2.85%	3.71%	4.12%	4.86%	6.61%

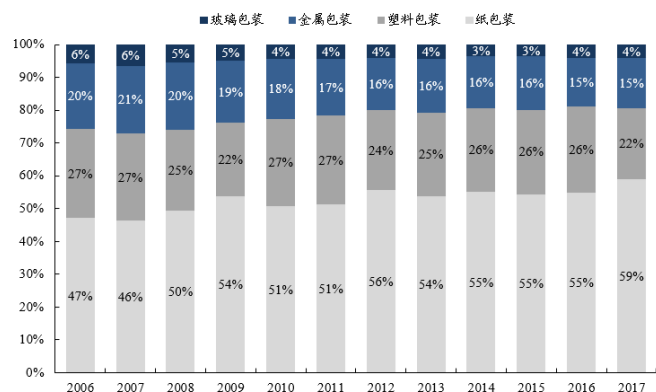
数据来源：Wind，中国包装联合会，东吴证券研究所

我们梳理本篇报告意在通过研究美国成熟市场纸包龙头的发展脉络，挖掘其产业整合、客户拓展的核心竞争力，并以此对标国内，寻找具有成长潜力的纸包龙头。

2. 管中窥豹看国际纸包龙头的发展路径

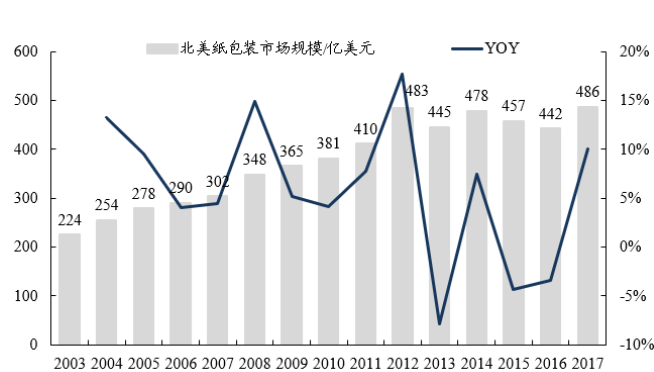
北美包装行业发展相对成熟。据中商情报网数据显示，2012-2016 年全球包装行业市场规模由 7412 亿美元增至 8693 亿美元，CAGR 为 4.1%，纸包装份额至 16 年对应包装总规模近 36%。其中，北美的纸包行业发展尤为成熟，17 年占比其包装市场总规模的 59%。根据我们的测算，2003-2017 年北美纸包市场规模从 224 亿美元扩至 486 亿美元，CAGR 为 5.7%，至 17 年 4 家上市龙头纸包企业的市占率高达 82%。

图 3：2006-2017 年美国细分包装份额（%）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 4：2003-2017 北美纸包装市场规模（亿美元）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

表 3：北美纸包装 CR4 市占率（亿美元、%）

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
北美纸包市场规模/亿美元	365	381	410	483	445	478	457	442	486
YOY	-	4.13%	7.73%	17.70%	-7.86%	7.45%	-4.30%	-3.41%	9.99%
IP (国际纸业)	196	210	210	231	181	184	181	159	180
占比	53.76%	55.08%	51.33%	47.83%	40.75%	38.50%	39.57%	36.10%	37.03%
WestRock	26	27	48	80	83	87	96	117	122
占比	7.04%	7.18%	11.61%	16.51%	18.60%	18.22%	21.04%	26.59%	25.20%
Packaging Corp of America	21	24	26	28	35	55	56	55	61
占比	5.88%	6.40%	6.39%	5.89%	7.88%	11.46%	12.17%	12.43%	12.46%
Graphic Packaging	39	39	40	41	40	33	35	36	36
占比	10.57%	10.14%	9.71%	8.49%	8.94%	6.99%	7.64%	8.16%	7.50%
CR4	77.25%	78.81%	79.03%	78.72%	76.16%	75.16%	80.41%	83.28%	82.20%

注：WestRock2015 年以前数据为 Rock-Tenn 收入

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

2.1. WRK：双轮驱动，野蛮扩张

包装行业霸主，业务双轮驱动。Westrock 成立于 2015 年 3 月 6 日，由美国两大包装公司 Rock-Tenn（简称 RKT）和 MeadWestvaco（简称 MWV）合并而来。公司目前拥有 926 万吨瓦楞包装以及 417 万吨消费品包装产能，是美国的第二大包装公司。生产的产品品类具体涵盖：（1）**消费品包装**：食品、饮料、医药健康、烟草等折叠纸盒。（2）**瓦楞纸包装**：纸板、箱板、瓦楞纸箱等。

图 5：WRK 主要包装产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

外延并购快中有序，发展思路清晰。会计上的收购方 RKT 自 1973 年成立以来通过数十次并购整合不断发展壮大：（1）2007 年以前的收购以消费品包装为主线；（2）2008 年以后管理层看准美国工业包装发展潜力，先后通过收购 Southern Container 和 Smurfit Stone 两大巨头及小产能快速扩充瓦楞包装业务体量，瓦楞包装收入占比接近 70%；（3）2015 年以来，通过与 MWV（2014 年收入 56.31 亿美元，消费品包装占比 70%）合并、收购特色消费品包装商 MPS，2018 年中报消费品包装业务收入占比已经提升至 45%，与瓦楞包装共振驱动收入增长。

图 6：WRK 发展历程（2014 年以前为 RKT）



数据来源：公司年报，维基百科，东吴证券研究所

业内整合驱动业绩高速增长，现金流充裕铺垫收购。2006-2017 年受到外延并购增长驱动，公司营收由 21.38 亿美元增至 148.60 亿美元（CAGR 为 19.27%），净利润由 0.29 亿美元增至 7.08 亿美元（CAGR 为 33.8%），大幅领先行业。2016 年公司在发生养老金风险转移费用 3.7 亿美元、重组费用 3.66 亿美元、剥离盈利能力较强的特种化学制品业务（EBIT 利润率约 23%）等多重因素影响下，净利润短暂出现负增长；2017 年美国税改后企业税率由 35% 下调至 21%，公司利润大幅改善。公司历年经营性现金流稳定增长、举债能力强，是业内整合的领头羊。

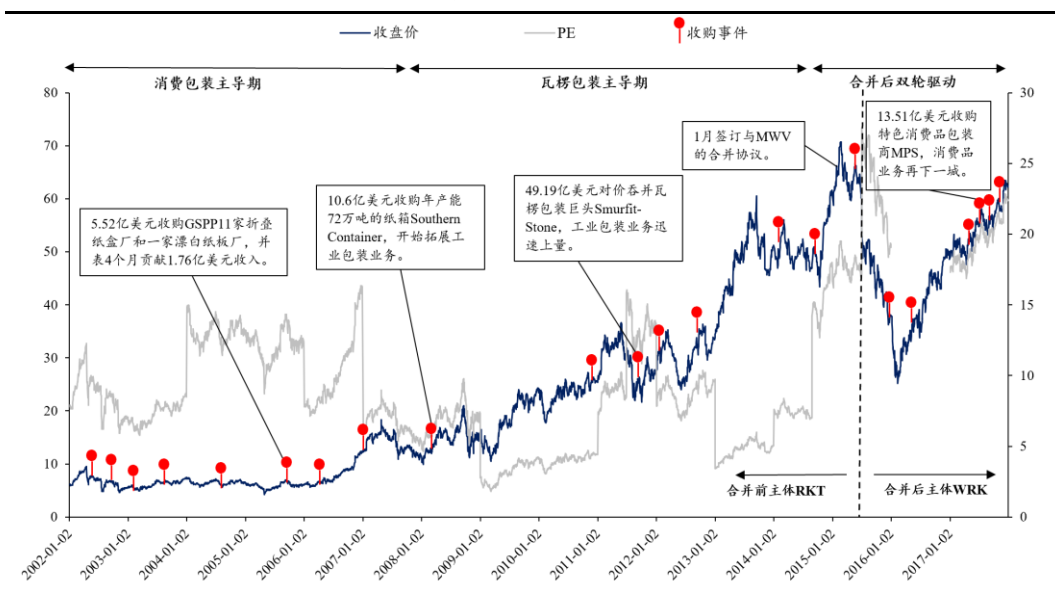
表 4: WRK 重点财务数据一览

(美元)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
营业收入/百万	2138.1	2315.8	2838.9	2812.3	3001.4	5399.6	9207.6	9545.4	9895.1	11381.3	14171.8	14859.7	7911
YOY	-	8.31%	22.59%	-0.94%	6.72%	79.90%	70.52%	3.67%	3.66%	15.02%	24.52%	4.85%	11.37%
其中: 瓦楞包装	185.9	214	576.4	715.6	763.3	2687	6049.6	6548.7	6766.2	7386.3	7732.3	8252.5	4346.6
YOY	-	15.12%	169.35%	24.15%	6.67%	252.02%	125.14%	8.25%	3.32%	9.16%	4.68%	6.73%	-
占比	8.69%	9.24%	20.30%	25.45%	25.43%	49.76%	65.70%	68.61%	68.38%	64.90%	54.56%	55.54%	54.94%
销量(万吨)	18.16	18.29	61	85	96	340	752	759	765	815	904	902	447
单价(美元/吨)	1024	1170	946	843	799	791	805	863	885	906	855	915	972
其中: 消费品包装	1404.4	1444.6	1533.3	2026.5	2119.9	2336.3	2532.3	2528.5	2786.2	3693.5	6319.7	6363.4	3526.3
YOY	-	2.86%	6.14%	32.17%	4.61%	10.21%	8.39%	-0.15%	10.19%	32.56%	71.10%	0.69%	-
占比	65.68%	62.38%	54.01%	72.06%	70.63%	43.27%	27.50%	26.49%	28.16%	32.45%	44.59%	42.82%	44.57%
销量(万吨)	128.83	132.4	135	128	137	137	138	141	157	218	391	384	198
单价(美元/吨)	1090	1091	1134	1577	1553	1705	1837	1789	1778	1693	1617	1655	1785
毛利率	16.33%	19.24%	19.10%	27.12%	23.99%	18.37%	16.65%	19.34%	19.54%	19.22%	20.64%	18.44%	19.96%
销售、行政及一般费用率	11.42%	11.19%	10.94%	11.76%	11.32%	10.02%	10.07%	10.00%	9.86%	9.12%	9.59%	9.42%	9.45%
营业利润/百万	104.9	186.5	231.6	431.9	380.2	450.7	605.2	892.2	910.0	1026.9	796.7	1078.4	683.9
所得税	9.9	45.3	44.3	91.6	64.7	69.5	136.9	-21.8	286.5	250.5	89.8	159.0	-1054.4
税后利润/百万	28.7	81.7	81.8	222.3	225.6	141.1	249.1	727.3	479.7	507.1	148.4	708.2	1358.3
非经常性损益/百万	-7.80	-4.70	-15.60	-17.80	-10.20	-132.80	-101.10	-78.30	-55.60	-150.00	-363.70	-194.90	-228.90
归母净利润/百万	28.70	81.70	81.80	222.30	225.60	141.10	249.10	727.30	479.70	507.10	-396.30	708.20	1358.30
YOY	-	184.67%	0.12%	171.76%	1.48%	-37.46%	76.54%	191.97%	-34.04%	5.71%	-178.15%	278.70%	638.21%
归母净利率	1.34%	3.53%	2.88%	7.90%	7.52%	2.61%	2.71%	7.62%	4.85%	4.46%	-2.80%	4.77%	17.17%
总资产/百万	1784.0	1800.7	3013.1	2884.4	2914.9	10566.0	10687.1	10733.4	11039.7	25356.8	23038.2	25089.0	25439.7
净资产/百万	527.4	598.9	658.1	794.6	1024.7	3378.6	3417.6	4326.1	4321.1	11798.1	9843.7	10390.8	11587.0
有息负债/百万	806.1	722.3	1698.9	1349.4	1128.9	3445.8	3412.5	2844.8	2984.7	5632.4	5789.2	6554.8	6726.5
资产负债率	70.44%	66.74%	78.16%	72.45%	64.85%	68.02%	68.02%	59.69%	60.86%	53.47%	57.27%	58.58%	54.45%
应收款项/百万	230.8	230.6	304.3	305.5	333.5	1109.6	1075.6	1134.9	1118.7	1690.0	1592.2	1886.8	1950.2
经营性现金流量净额/百万	153.5	238.3	240.9	389.7	377.3	461.7	656.7	1032.5	1151.8	1203.6	1688.4	1900.5	735.1
投资性现金流量净额/百万	-67.0	-109.1	-895.2	-75.4	-126.0	-1491.4	-544.2	-403.6	-967.4	-282.7	-1351.4	-1285.8	-702.5
资本性支出/百万	64.6	78.0	84.2	84.0	106.2	199.4	469.4	440.4	534.2	585.5	796.7	778.6	426.7
收购所支付的现金/百万	7.8	32.1	817.9	-4.0	23.9	1300.1	125.6	6.3	474.4	-3.7	376.4	1588.5	185.2
股利支付率	47.27%	18.13%	18.69%	6.96%	10.35%	39.95%	22.76%	10.40%	20.43%	60.82%	-95.00%	57.50%	16.23%
ROE	-	14.89%	13.31%	31.37%	25.23%	6.44%	7.35%	18.85%	11.13%	6.36%	-3.71%	7.06%	12.41%
最高PE	16.36	8.97	9.79	4.24	4.69	16.05	10.36	5.99	17.99	27.02	-32.03	22.84	-
最低PE	7.13	5.02	4.62	1.81	3.05	7.26	6.81	3.41	6.92	18.38	-16.14	16.87	-

注: (1)2015年之前为RKT公司数据;
 (2)RKT和WRK的会计报告期均为9月30日到次年9月30日;
 (3)2015年年报前9个月为RKT的业绩,后3个月为RKT和WMV的合并业绩;
 (4)2016年因剥离特种化学品业务扣除了5.45亿美元的终止经营利润;
 (5)2018H1因税率下调,产生递延所得税调整利得10.5亿美元。

数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所

图 7: WRK 股价及估值复盘 (2015 年 7 月 2 日前为 RKT)



数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所

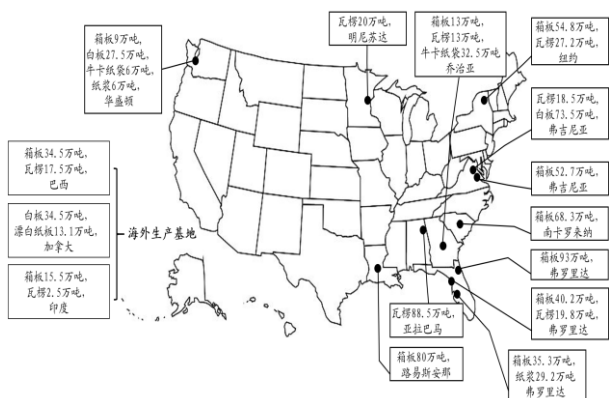
产能布局齐全，客户分散度较高。公司的产能及生产半径随着收购进程加速扩张，截至2017年末，WRK共拥有289家工厂（自有工厂170+家、其余为租用），合计产能达1300多万吨，主要集中分布在美国东部近海地区，方便产品销往全球各地，另在巴西、加拿大、印度布局基地，以开拓南美、亚洲区业务。随着公司规模不断扩大、业务结构逐渐全球化，客户集中度逐年下降，对大客户的依赖程度降低。

表 5: WRK 前十大客户收入占比

Top10	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
全部业务	17%	16%	15%	15%	13%	12%	11%
瓦楞包装	19%	17%	17%	17%	17%	15%	16%
消费品包装	27%	29%	29%	24%	22%	19%	18%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 8: WRK 工业包装产能布局



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 9: WRK 消费品包装产能布局



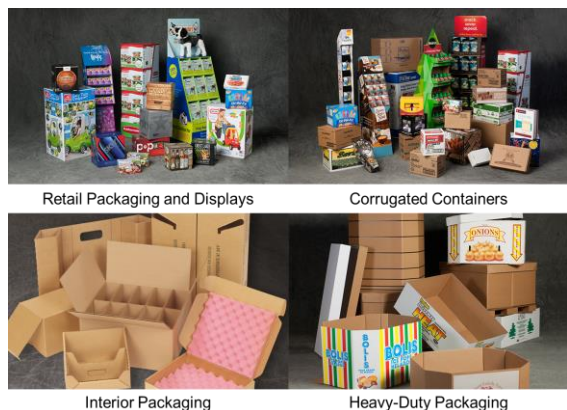
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2.2. PCA: 深耕工业品包装

专注箱板包装，纵向延伸产业链。美国包装公司（Packaging Corp of America）的前身 Central Fiber Products 初创于 1867 年，其后于 1959 年合并另两家箱板瓦楞纸箱厂 American Box Board 和 Ohio Boxboard 进行横向整合；1959-1999 年，公司逐渐拓展业务至塑料包装、金属包装等，后由于经营不善，于 1999 年将箱板瓦楞包装业务重新独立出来，其后十余年间专营箱板瓦楞包装业务；2013 年，PCA 通过并购 Boise，切入浆纸生产业务，产业链向上游延伸。

图 10: PCA 主要产品

图 11: PCA 发展史



1956-1999

业务拓展阶段

- 成立初期PCA只进行纸包装产品生产，后通过不断并购拓展业务范围，从单一的箱板瓦楞包装生产拓展到塑料包装、金属包装、泡沫包装、玻璃容器等
- 1956年，Central Fibre、American Boxboard以及Ohio Boxboard合并成立了PCA
- 1965年，Tenneco收购PCA，此后34年间Tenneco不断进行并购，包括1995年并购Mobil Plastics Company以及1996年并购Amoco Foam Products Company
- 1995年，PCA更名为Tenneco Packaging Inc.
- 1999年，Tenneco Packaging更名为Pactiv Corporation

1999-2013

横向整合阶段

- 1999年，Pactiv剥离出箱板瓦楞包装业务，成立目前意义上的PCA，专营纸包装业务。
- 2000年1月，PCA上市。
- 2000-2013年，PCA通过陆续并购十余家小型箱板瓦楞包装企业和工厂进行业务拓展，扩大箱板瓦楞包装产能规模，并逐步完成全国化布局，为各地的客户拓展奠定基础。

2013-2018

纵向整合阶段

- 2013年，公司以21亿美元收购Boise，扩大箱板纸产能108万吨，并切入浆纸业务，白纸产能113.5万吨，纸浆产能10万吨。
- 14-18年，逐步剥离浆纸业务，并于16年8月、17年10月分别以3.86亿、2.65亿收购TimBar和Sacramento Container，加速收购包装产能。
- 目前PCA是北美第四大箱板瓦楞包装产品生产商，也是第三大非涂布浆纸生产商。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

稳健成长的细分赛道龙头。公司是北美第四大工业品包装、第三大非涂布浆纸生产商。目前PCA合计拥有包装纸板产能达411.1万吨，浆纸产能达99万吨。2006-2017年公司专攻工业品包装，业务扩展情况良好，营业收入由21.87亿美元增至64.45亿美元(CAGR为10.32%)，净利润由1.25亿美元增至6.63亿美元(CAGR为16.38%);2013年PCA收购Boise扩大箱板产能的同时纵向切入浆纸业务。发展过程中公司管理精细、负债率控制在合理区间，ROE维持在20%上下的较高水平。

表 6: PCA 重点财务数据一览

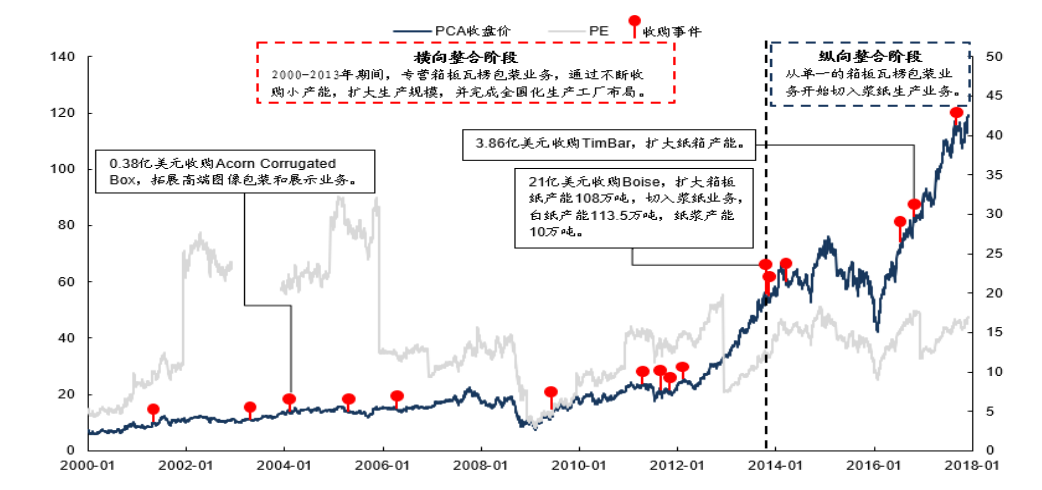
(美元)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入/百万	2187.05	2316.01	2360.49	2147.59	2435.61	2620.11	2843.88	3665.31	5852.60	5741.70	5779.00	6444.90
YOY	-	5.90%	1.92%	-9.02%	13.41%	7.58%	8.54%	28.88%	59.68%	-1.89%	0.65%	11.52%
其中：包装业务	2187.05	2316.01	2360.49	2147.59	2435.61	2620.11	2843.88	3431.70	4540.30	4477.30	4584.80	5312.30
YOY	-	5.90%	1.92%	-9.02%	13.41%	7.58%	8.54%	20.67%	32.30%	-1.39%	2.40%	15.87%
占比	-	-	-	-	-	-	-	93.63%	77.58%	77.98%	79.34%	82.43%
纸板产量(万吨)	240	245	235	226	244	250	260	275	345	366	374	388
其中：纸品业务	-	-	-	-	-	-	-	216.90	1201.40	1143.10	1093.90	1051.80
YOY	-	-	-	-	-	-	-	-	453.90%	-4.85%	-4.30%	-3.85%
占比	-	-	-	-	-	-	-	5.92%	20.53%	19.91%	18.93%	16.32%
纸产量/万吨	-	-	-	-	-	-	-	25.2	130.6	111.7	112.7	111.8
毛利率	20.30%	22.67%	20.82%	19.86%	21.85%	20.68%	22.49%	23.44%	21.01%	21.04%	22.07%	22.84%
销售、行政及一般费用率	7.26%	7.32%	7.34%	8.08%	7.49%	7.40%	7.41%	8.91%	8.02%	7.86%	8.15%	8.11%
营业利润	234.46	300.52	257.07	198.55	291.61	283.47	359.75	532.59	760.00	756.70	804.60	949.60
非经常性损益	0.00	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-34.88	-47.20	-2.20	-14.20	-4.00
所得税	69.69	97.80	74.53	51.08	-52.33	85.48	216.74	-20.95	221.70	227.70	238.90	160.00
税后利润	125.03	170.07	135.61	265.90	205.44	158.03	163.82	436.28	392.60	436.80	449.60	668.60
归母净利润/百万	125.03	170.07	135.61	265.90	205.44	158.03	163.82	436.28	386.90	431.60	445.20	663.00
YOY	-	36.02%	-20.26%	96.08%	-22.74%	-23.08%	3.66%	166.32%	-11.32%	11.55%	3.15%	48.92%
归母净利率	5.72%	7.34%	5.74%	12.38%	8.43%	6.03%	5.76%	11.90%	6.61%	7.52%	7.70%	10.29%
总资产/百万	1986.98	2035.86	1939.74	2152.84	2224.27	2412.5	2453.77	5199.97	5348.50	5284.60	5777.00	6197.50
净资产/百万	691.77	760.86	683.95	898.85	1009	928.91	969.46	1313.02	1521.40	1633.30	1759.80	2182.60
有息负债/百万	686.92	677.25	681.14	680.88	680.6	830.28	819.49	2572.75	2379.30	2332.00	2667.40	2650.70
资产负债率	65.18%	62.63%	64.74%	58.25%	54.64%	61.50%	60.49%	74.75%	71.55%	69.09%	69.54%	64.78%
应收款项/百万	269.63	282.62	261.58	388.97	310.11	338.29	438.55	698.14	713.10	693.50	733.40	935.70
经营性现金流量净额/百万	246.63	300.15	269.32	306.13	349.92	345.51	404.21	608.20	736.10	762.60	801.20	856.10
投资性现金流量净额/百万	-93.96	-113.19	-134.54	-119.32	-321.31	-350.17	-107.51	-1411.41	-451.1	-298.1	-769.6	-609.1
资本性支出/百万	88.22	113.45	132.97	114.20	320.20	280.21	128.52	234.42	420.20	314.50	274.30	343.00
股利支付率	83.67%	64.84%	90.61%	23.25%	29.88%	49.78%	59.91%	33.98%	40.69%	48.99%	49.94%	35.84%
ROE	-	23.41%	18.77%	33.60%	21.54%	16.31%	17.26%	38.23%	27.70%	27.69%	26.50%	33.92%
最高PE	13.50	13.92	15.66	7.25	10.79	15.81	19.79	12.70	18.32	17.35	17.75	17.01
最低PE	11.35	9.37	6.39	2.87	8.18	11.19	12.48	7.42	13.40	12.43	8.92	11.66

数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

横向积累扩张版图，纵向延伸夯实经营。发展初期公司大举横向收购，吸收产能的同时使得客户版图得到有效扩张。截至2017年末，公司在纸包装及上游原纸环节均已

拥有分散且稳定的客户源：(1) 工业包装领域，PCA 合计共拥有 120 余家工厂（含 1 家箱纸板、9 家造纸、以及 94 家纸箱产品生产工厂）及设计中心，客户数量从 2010 年的 9200 家增至 18000 家，并通过全国化产能布局对下游客户进行快速有效的服务反馈；(2) 纸品销售环节，公司 2013 年收购 Boise 后确立集中服务大客户的经营策略，13-17 年公司纸品板块的第一大客户欧迪贡献纸品业务收入占比由 38% 上升至 43%。

图 12：2000-2017 年 PCA 股价走势复盘



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

图 13：PCA 产能布局一览



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 14：包装和纸品客户及地区开拓

	2013	2014	2015	2016	2017
包装客户数	15000	19000	17000	17000	18000
地区数	25000	30000	33000	34000	35000
本国收入比	2/3	3/4	3/4	3/4	3/4
纸品客户数	600	200	200	200	180
地区数	-	500	500	500	500
欧迪收入比	38%	44%	45%	42%	43%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2.3. IP：打通全产业链的一体化龙头

造纸业务起家，产能实现全布局。国际纸业成立于 1898 年，最初由美国东北部的 17 家纸浆造纸公司合并而成，随后扩张业务范围至工业和消费品包装、纤维素纤维及打印纸生产。自 2014 年起由于公司的消费品包装经营承压，公司于 2017 年将该部分业务进行剥离，聚焦造纸及工业品包装的一体化经营。截至 2017 年年末，公司合计拥有工业品包装产能 1390 万吨、纤维素纤维产能 400 万吨、打印纸产能 400 万吨，是全球最大的造纸及工业品包装企业，业务布局覆盖 20 余国。

图 15：工业包装部分包装产品示意图

图 16：国际纸业发展历程



1898-1996	野蛮扩张阶段
	<ul style="list-style-type: none"> 1898年，由17家造纸企业合并成立，1941年进行机构合并与重组 50年代，跨领域（收购木材公司）、跨区域（于多国开设分公司或联合投资）拓展业务，1959年营收达10亿美元 60年代，兼并多家海外集装箱生产厂家但运营不善，70年代公司产量下滑陷入困境 80年代，重组整合业务，此后规模营收进入快速发展阶段 1996年，以27亿美元对价收购Federal Paper Board，林木和纸制品业务进一步拓展
1997-2003	业务多元化阶段
	<ul style="list-style-type: none"> 1998年，以66亿美元对价收购瓦楞纸公司Union Camp Corporation，深化林业制品生产布局 1999-2001年，相继收购收购Union Camp Corporation、智利造纸企业Copec股权和IPPM集团100%股权，产品线触及化学品、木制品、涂布纸、包装、林地、房地产等 2001年，与国际济丰有限公司合资成立国际济丰纸业集团
2003-至今	回归发展包装造纸主业
	<ul style="list-style-type: none"> 2003年，John Faraci出任CEO和董事会主席 2005年，先后出售2.4万km2的林地及子公司Arizona Chemical和Carter Holt Harvey 2008年，以60亿美元对价收购Weyerhaeuser的箱板纸、包装业务以及废纸回收系统 2012年，以45亿美元对价收购瓦楞纸和建筑包装材料制造商Temple-Inland 2016年，以22亿美元对价收购Weyerhaeuser纸浆制造业务，实现纸浆一体化 2017年，将北美消费品包装业务转移至Graphic Packaging Holding Company的子公司以专注于核心业务

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

外延高举高进，完善产业链配套一体化经营。IP 在发展的过程中资产负债率始终处于较高水平，持续通过大幅举债外延扩张，除了产业横向整合，还对多个领域进行了充分布局。从历史财务表现来看，公司的收入整体在 2013 年达到了 290 亿美金规模的顶点（2013 年同期的净利润也增至 14 亿美金），此后公司逐渐对旗下的不良资产进行剥离（具体包括对 XPEDX 分销业务拆分重组、关闭部分乔治亚州亏损的造纸工厂、剥离消费品包装等）。2017 年，国际纸业的总营收达到 217.43 亿美元，受税改影响净利润达 21.44 亿美元，净利率达 9.86%。

表 7：国际纸业重点财务数据一览

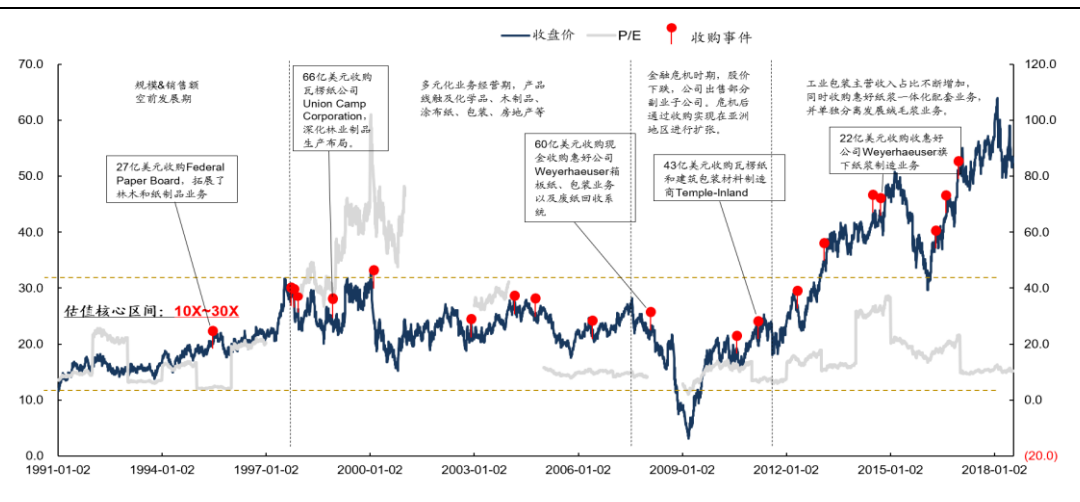
(美元)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入/百万	21995	21890	24829	23366	25179	26034	27833	29080	23617	22365	21079	21743
YOY	-	-0.48%	13.43%	-5.89%	7.76%	3.40%	6.91%	4.48%	-18.79%	-5.30%	-5.75%	3.15%
其中：工业包装业务	7380	8260	7690	8890	9840	10430	13280	14810	14944	14484	14191	15077
YOY	-	11.92%	-6.90%	15.60%	10.69%	6.00%	27.33%	11.52%	0.90%	-3.08%	-2.02%	6.24%
占比	33.55%	37.73%	30.97%	38.05%	39.08%	40.06%	47.71%	50.93%	63.28%	64.76%	67.32%	69.34%
销量(万吨)	938	983	1051	1371	1444	1398	1796	1857	1833	1820	1833	1867
单价(美元/吨)	787	841	732	648	682	746	740	798	815	796	774	807
其中：消费品包装业务	-	-	3195	3060	3400	3710	3170	3435	3403	2940	1955	-
YOY	-	-	-	-4.23%	11.11%	9.12%	-14.56%	8.36%	-0.93%	-13.61%	-33.50%	-
占比	-	-	12.87%	13.10%	13.50%	14.25%	11.39%	11.81%	14.41%	13.15%	9.27%	-
销量(万吨)	-	-	263	262	279	289	294	334	320	276	158	-
单价(美元/吨)	-	-	1215	1166	1217	1284	1079	1028	1064	1064	1236	-
其中：纸品业务(含纸浆)	6930	6530	6810	5680	5940	6215	6230	6205	5720	5031	5150	6708
YOY	-	-5.77%	4.29%	-16.59%	4.58%	4.63%	0.24%	-0.40%	-7.82%	-12.05%	2.37%	30.25%
占比	31.51%	29.83%	27.43%	24.31%	23.59%	23.87%	22.38%	21.34%	24.22%	22.49%	24.43%	30.85%
纸销量/万吨	709	605	574	531	511	502	531	530	487	474	476	482
浆销量/万吨	112	140	160	152	142	141	159	171	178	174	187	371
单价(美元/吨)	867	910	970	870	951	1010	946	930	909	821	823	862
毛利率	26.13%	26.63%	24.52%	34.86%	26.60%	27.17%	26.03%	27.02%	31.18%	30.84%	28.12%	29.63%
销售及管理费用率	8.40%	8.36%	7.84%	8.69%	7.67%	7.25%	6.01%	6.18%	7.59%	6.88%	7.04%	7.60%
税前利润	3188	1654	-1104	1150	886	1617	1085	810	672	1383	1154	1025
所得税	1889	415	162	469	221	311	331	-523	123	466	247	-1085
非经常性损益	2258	241	-1986	-1412	-371	-320	-195	-727	-984	-563	-124	-424
归母净利润/百万	1050	1168	-1282	663	644	1341	794	1395	555	938	904	2144
YOY	-	11.24%	-209.76%	-151.72%	-2.87%	108.23%	-40.79%	75.69%	-60.22%	69.01%	-3.62%	137.17%
归母净利率	4.77%	5.34%	-5.16%	2.84%	2.56%	5.15%	2.85%	4.80%	2.35%	4.19%	4.29%	9.86%
总资产/百万	24034	24159	26913	25548	25368	26993	32153	31528	28684	30587	33345	33903
净资产/百万	8176	8900	4401	6255	7084	6960	6636	8447	5263	3909	4359	6541
有息负债/百万	7223	6620	12074	9033	8671	9908	10140	9488	9373	9326	11314	11157
资产负债率	65.98%	63.16%	83.65%	75.52%	72.08%	74.22%	79.36%	73.21%	81.65%	87.22%	86.93%	80.71%
应收款项/百万	2704	3152	3288	2695	3039	3486	3562	3756	3083	2675	3001	3287
经营性现金流量净额/百万	1223	1887	2669	4655	1631	2675	2967	3028	3077	2580	2478	1757
投资性现金流量净额/百万	1034	-446	-7197	-593	-834	-1487	-4858	-827	-860	-1739	-3498	-1391
资本性支出/百万	1073	1292	1002	534	775	1159	1383	1198	1366	1487	1348	1391
股利支付率	43.19%	36.40%	-33.35%	21.23%	27.18%	31.77%	60.25%	39.10%	109.77%	72.06%	81.09%	35.87%
ROE	12.87%	14.04%	-19.97%	13.01%	10.02%	19.93%	12.29%	19.36%	8.40%	20.85%	21.98%	39.47%
最高PE	11.60	10.53	-7.74	13.58	14.59	8.24	18.06	13.29	37.07	22.99	23.44	11.01
最低PE	9.23	8.02	-2.50	1.98	10.26	5.79	12.33	10.33	29.68	14.79	13.50	9.15

注：纸浆销量按 80% 折算单价

数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

聚焦核心主营，工业包装王者。箱板生产及工业包装是IP的核心主营，至2017年收入占比达到近70%。回归造纸包装产业链一体化经营后，公司对产业上下游加速布局，分别于2008年收购Weyerhaeuser箱板业务，利用其在西部地区的资源及销售渠道实现全美覆盖；于2012年收购瓦楞纸和建筑包装材料制造商Temple-Inland，同年工业包装规模增长27.3%；其后公司于2016年收购Weyerhaeuser纸浆业务，产业链充分配套。

图 17：1991-2018 年国际纸业股价走势复盘



数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

产能全国化分布，沿海布局利于全球化运输。截至2017年末，公司在全美合计拥有瓦楞纸箱厂172家、纸厂（含牛皮纸）16家，并在海外设有纸箱厂41家、纸厂6家。为了方便运输，公司的工厂多布局在美国的东部及沿海地区，其中80%的纸板在国内加工成纸箱，其余部分通过航运等方式运输至国外销售。

图 18：国际纸业瓦楞纸箱厂布局一览



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3. 他山之石看中国纸包的成长阶段

3.1. 产业尚处初期，探索成长模式

对标全球，探索成长通路。通过国际优秀纸包企业的发展路径来看，规模扩张依赖于持续的客户开拓，几点共性主要包括：（1）依赖原始资本积累，大举进行横向整合，通过外延扩大服务范围；（2）上下游纵向延伸，实现配套产业链的一体化布局，增加对上游成本波动的抵御能力；（3）完成生产和运输的全球化布局，压缩物流成本；（4）持续升级整体方案模式，提供高附加值的配套服务。通过龙头成长之路的探讨，旨在挖掘中国纸包产业具有整合实力的潜在选手。

表 8：国际包装龙头模式梳理

	包装产品及包装服务	产能布局	客户结构	并购整合
WestRock	消费品包装设计精美，附加值较高	美国东部沿海区域	客户集中度逐年下降，积极布局海外基地以获取海外客户	包装起家，横向整合为主，消费品包装与工业包装外延并购齐头并进
美国包装公司	专注工业品包装，同时提供包装设计、商品展示等服务	美国东西部沿海地区	客户相对分散，集中度逐年下降	专注工业包装起家，横向整合小产能，后纵向收购浆纸业务
国际纸业	提供包装产品解决方案和多样化包装产品	全球化布局，美国东西部海岸基地数量多	食品饮料、电子商务、耐用消费品等多领域	造纸起家，纵向整合包装业务，后管理不善部分剥离

数据来源：东吴证券研究所整理

我国纸包龙头开启差异化成长模式。和北美纸包产业的阶段对比，我国纸包产业还处于成长初期，发展表现波动、议价能力不强且资本积累相对薄弱，因而开辟贴合公司实际情况的成长模式。当前阶段我国纸包龙头主要通过以下两种模式提升市场份额：一类通过并购、供应链新模式多方位整合下游客户，如**合兴包装**；一类则是不断完善一体化包装服务，重心由制造向服务转型，以提高新客户开拓能力，如**裕同科技**、**劲嘉股份**、**美盈森**。

表 9：各企业新型包装服务开展情况

	新型包装服务	特色/目的
裕同科技	电商云包装	具备数码化、防伪及可抗压缓冲的功能，能够循环使用，推动包装材料减量化
合兴包装	PSCP云平台	服务包装产业供应链上下游主体，在流量导入的基础上，实现行业资源整合与共享，进而为其自身带来增量业务机会
	智能包装集成业务IPS	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包材的设计、采购、运输等方面的一体化服务
劲嘉股份	RFID智能物联项目	在现有新型包装产业基础上，促使公司的产品技术和业务模式向智能化纵深拓展
美盈森	互联网包装印刷产业云平台及生态系统	打造互联网包装印刷生态系统，实现各方主体的迅速对接，提高产业运营效率
	智能包装物联网平台	通过智能包装解决方案，增加包装产品的附加值，提升客户粘性

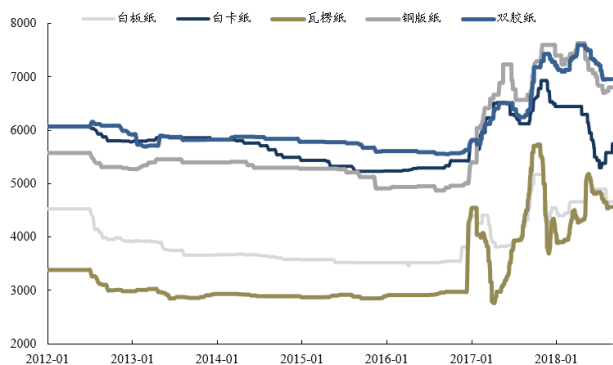
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.2. 模式一：多方位加速下游客户整合

产业链话语权较弱，行业承压提供整合契机。对比上下游来看，我国纸包行业的集中度相对较为分散，因而话语权较弱，对上游原材料的涨价只能被动接受，传导至下游

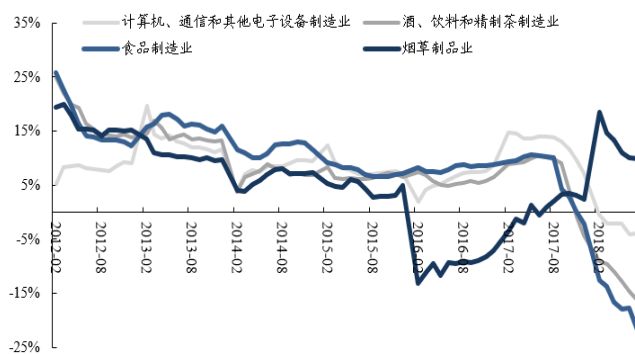
客户的滞后期较长。2016年年底至今，产业上游的包装纸价大幅上涨，尤其是箱板纸等在废纸原料进口限制的背景下预期价格或持续处于高位，叠加下游对接的消费电子、食品制造等行业增速放缓，拖累了中下游箱板包装纸企尤其是中小企业的盈利能力，客观推动行业洗牌；同时，消费升级下客户对包装产品的品质要求也持续提升，为龙头提供了整合契机。

图 19：上游原材料价格走势（%）



数据来源：Wind，卓创咨询，东吴证券研究所

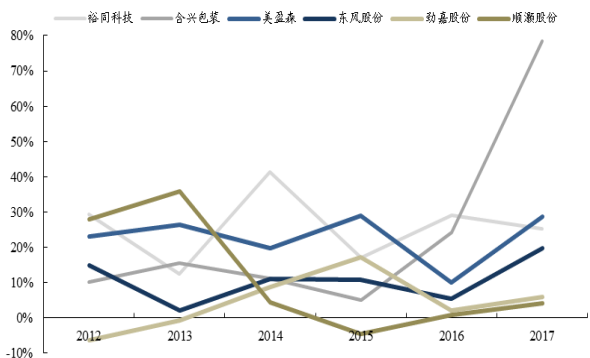
图 20：下游消费品行业主营收入同比增速（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

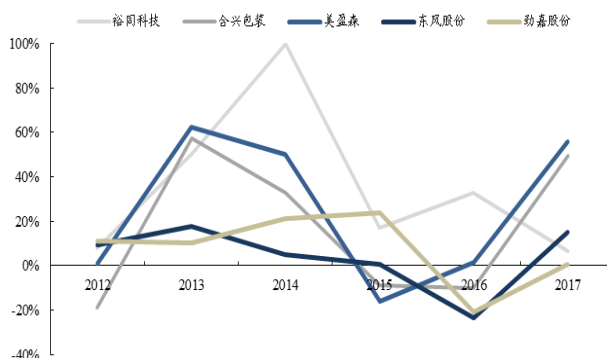
市场份额持续向服务能力强且供货稳定的龙头包企进行集中。从 17 年收入体量排序，纸包产业内规模较大的龙头企业主要包括裕同科技（69.48 亿）、合兴包装（63.23 亿）、劲嘉股份（29.45 亿）、美盈森（28.57 亿）、东风股份（28.02 亿）、顺灏股份（19.49 亿）。整体看过去两年六家公司的表现：（1）收入端，在小产能退出的情况下，纸包龙头凭借稳定的供应链体系快速吸收新客户、新订单，收入增速持续向好；（2）利润端，在成本上行的背景下一定程度下滑，但随着对下游的传导渐进有效以及收入规模的快速提高，龙头盈利状况逐步改善。

图 21：2012-2017 年各纸包装企业收入同比（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 22：2012-2017 年各纸包装企业归母净利润同比（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

横向扩张加密布局，持续吸收客户、产能。纵观我国包企，近年上市公司横向整合的动作频繁并呈加速之势。例如，合兴包装于 2018 年 6 月以 7.18 亿对价完成对合众创

亚的收购（此前在产业基金孵化），实现客户和产能的跨区域覆盖；裕同科技通过收购上海嘉艺 90% 的股权巩固业务领域至高端箱板包装，并外延优质烟标公司武汉艾特拓展客户范围至消费类电子以外的烟标领域；劲嘉股份、东风股份等烟标龙头则通过持续的横向并购实现版图扩张。上市企业的并购整合客观推动了产业份额持续集中。

表 10：近年主要包装企业横向/跨界并购一览

公司名称	公告日	交易标的	标的方所在行业	对价(百万元)	收购类型
裕同科技	2018-03-21	艾特纸塑31%股权	纸包装	167	横向
	2017-12-02	艾特纸塑20%股权	纸包装	58	横向
	2017-12-02	上海嘉艺90%股权	纸包装	188	横向
合兴包装	2018-06-07	合众创亚东南亚四家公司100%股权	纸包装	6	横向
	2018-03-27	合众创亚100%股权	多领域控股	718	横向
	2015-02-06	北京金鹰61.60%股权	纸包装	-	横向
	2013-04-09	天津市兴汇聚100%股权	纸包装	34	横向
	2016-09-26	大庆华洋70%股权;包头华洋70%股权	建筑产品	92	跨界
	2015-08-14	维康科技19.64%股权	互联网软件与服务	2	跨界
劲嘉股份	2017-12-25	申仁包装29%股权;香港润伟30%股权;上海丽兴100%股权	商业印刷,纸包装	376	横向
	2018-03-28	申仁包装6%股权	商业印刷	83	横向
	2016-04-25	吉星印务70%股权	商业印刷	224	横向
	2015-12-02	宏劲印务33%股权	纸制品	175	横向
	2014-12-17	江苏顺泰51%股权	商业印刷	325	横向
	2018-03-12	劲嘉健康49%股权	管理型保健护理	15	跨界
	2014-12-23	贵州瑞源60%股权	基础化工	53	跨界
	2014-03-15	宏声印务9%股权	广告	66	跨界
	2013-06-18	中丰田光电40%股权	化工	68	跨界
东风股份	2018-07-18	广东凯文25%股权	商业印刷	113	横向
	2016-06-16	金沙利100%股权	商业印刷	449	横向
	2016-06-14	金光实业75%股权	商业印刷	338	横向
	2014-09-23	EPRINT集团12.375%股权	商业印刷	68(HKD)	横向
	2013-12-31	福牌彩印69%股权	商业印刷	173	横向
	2014-07-31	可逸塑胶30%股权	多元化工	68	跨界
	2014-07-31	可逸塑胶70%股权	多元化工	158	跨界
美盈森	2014-12-16	汇天云网51%股权	商业印刷	33	横向
	2013-10-26	金之彩70%股权	商业印刷	287	横向
创新股份	2017-05-03	上海恩捷90.08%股权	电子制造服务	4999	跨界

数据来源：Wind，东吴证券研究所

资本积累是核心痛点，纵向延伸节奏缓慢。纵向产业延伸是抵御上游周期风险的有效手段，但相对于上游的造纸及纸浆产业，我国纸包产业的资本积累相对薄弱，因此对上游纸厂的布局并不充分。长期来看，上市包企依赖于多种融资平台及规模优势，有望强者恒强，建议持续关注合兴包装等行业龙头对上游的布局进度。此外值得注意的是，上游的纸企龙头玖龙纸业、山鹰纸业在废纸原料供应紧缺的情况下，依赖于资金优势加速海内外布局和产业链延伸，目前基本形成“废纸及纸浆-箱板纸-纸箱包装”的一体化布局，也有望在纸包产业的发展中扮演整合者的角色。

表 11：近年主要包装企业纵向整合一览

公司名称	公告日	交易标的	标的方所在行业	对价(百万元)	收购类型
合兴包装	2015-04-30	千层纸40%股权	纸制品	14	纵向
	2015-04-30	佳信明华100%股权	商业印刷	2	纵向
	2014-04-01	雄峰印刷100%股权	纸制品	19	纵向
	2014-04-01	千层纸品60%股权	纸制品	12	纵向

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 23: 玖龙纸业、山鹰纸业一体化布局

龙头企业	产业链环节	子公司/被投资公司/项目	设立/投资时间	注册资金/亿		
玖龙纸业	废纸购销	环宇国际	2008	0.60		
		固废治理	爱拓环保能源(浙江)有限公司	2017	8.32	
	山鹰纸业	包装	扬州祥恒包装有限公司	1995	0.70	
			苏州山鹰纸业品有限公司	2001	0.60	
			祥恒(杭州)包装有限公司	2002	0.55	
			马鞍山祥恒包装有限公司	2006	0.60	
			祥恒(常州)包装有限公司	2006	0.15	
			祥恒(嘉善)包装有限公司	2007	0.60	
			合肥华东包装有限公司	2010	0.18	
			祥恒(莆田)包装有限公司	2010	0.60	
浙江祥恒包装有限公司			2010	0.60		
祥恒(天津)包装有限公司			2010	1.40		
玖龙纸业	包装	合肥祥恒包装有限公司	2010	0.40		
		武汉祥恒包装有限公司	2011	0.60		
		祥恒(厦门)包装有限公司	2012	1.00		
		南昌恒祥包装有限公司(暂定)	2018	0.30		
		物流服务	马鞍山天顺港口有限责任公司	2006	1.50	
		供应链管理	上海山鹰供应链管理有限公司	2011	0.10	
		融资租赁	山鹰(上海)融资租赁有限公司	2016	5.00	
		废纸购销	废纸交易中心(预计年产值约500亿元)	2018	1.00	
		玖龙纸业	包装	东莞弘龙包装有限公司	2010	0.58
		玖龙纸业(太仓)造纸基地扩建年产1.8亿平米瓦楞纸/纸箱项目	2017	-		
玖龙智能包装(天津)有限公司	2018	1.20				

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

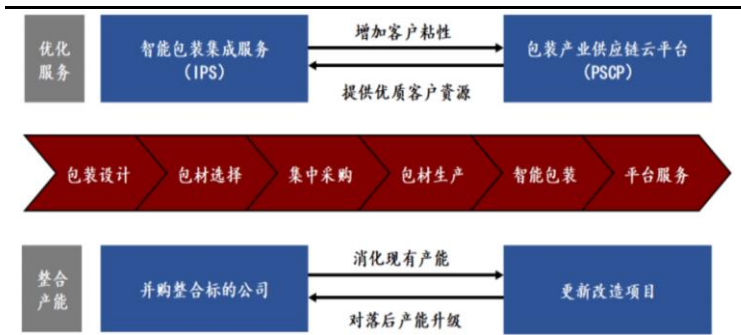
图 24: 龙头纸及纸包企业海外布局

公司	地点	产能	投入资金	自建/收购
造纸企业				
玖龙纸业	美国	纸89万吨, 浆52万吨	1.75亿美元	收购
	越南	卡纸79.28万吨	2.06亿美元	自建
理文造纸	缅甸	仍处协商过程中	34亿美元	自建
	越南	包装纸40万吨	16亿港元	自建
太阳纸业	越南	包装纸40万吨(预计19年底投产)	12-13亿元	自建
	老挝	化学浆30万吨项目(产能50万吨)	4.33亿美元	自建
山鹰纸业	老挝	再生纤维浆板40万吨, 高档包装纸80万吨	6.37亿美元	自建
	芬兰	针叶浆40万吨	9.5亿欧元	收购
恒安国际	瑞典	特种纸50万吨(北欧纸业)	19.52亿元	收购
	荷兰	废纸回收企业WPT, 年销废纸100万吨	-	收购
APP	芬兰	针叶浆60万吨	1166万欧元	收购
	巴西	阔叶浆170万吨	40亿欧元	收购
亚太森博	巴西	阔叶浆25万吨	4.65亿欧元	收购
中国纸业	俄罗斯	针叶浆50万吨	10亿+美元	自建
正隆纸业	越南	包装纸30万吨	2.4亿美元	自建
纸包企业				
裕同科技	越南	3个工厂	-	自建
	印度	设立子公司	200万美元	自建
合兴包装	中国、马来西亚、泰国、印尼	国际纸业东南亚的18个瓦楞包装生产基地	6.25亿人民币	收购
美盈森	柔佛、吉隆坡、印尼、泰国	合众创亚4家东南亚公司	560万人民币	收购
中国纸业	越南	设立子公司	500万美元	自建
正隆纸业	越南	2家瓦楞包装企业	-	自建

数据来源: 公司公告, 中国纸网, 东吴证券研究所

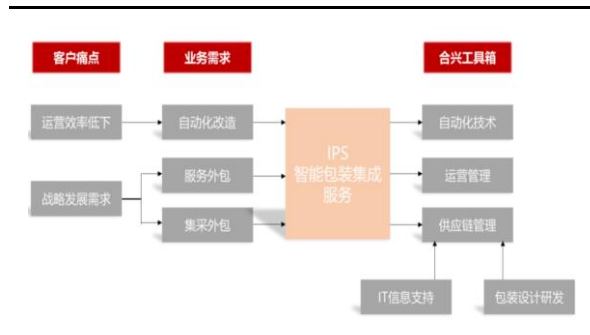
持续关注合兴包装供应链新模式的整合潜力。并购驱动的扩张模式对公司的资金实力要求较高, 与北美龙头相比我国包企由于处于初级阶段现金流普遍较差, 尚难驾驭譬如 WRK 的野蛮外延扩张方式。合兴包装率先推出 PSCP (包装产业供应链云平台) 和 IPS (智能包装集成服务), 为客户提供性价比较高的集成服务的同时对下游客户需求、上游包材及第三方包装供应商进行整合。根据 18 年中报, 公司供应链运营业务合作客户已达 1200 多家, 实现交易额 11.95 亿元 (同比+289.32%), 轻资产运营模式下持续放量。我们认为, 合兴包装供应链新模式将加速对行业内小产能的整合, 促进市场集中度的提升, 从而增强对产业链的议价能力。

图 25: 合兴包装 2018 年战略规划



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 26: IPS 模式业务逻辑



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3. 模式二: 深度绑定大客户, 提高新客户开拓能力

立足大包装战略，致力于客户拓展。基于订单式的生产模式，我们认为包装企业发展的核心脉络在于公司客户开拓的思路和节奏。从四家龙头纸包企业终端客户的所属类别来看，裕同科技和劲嘉股份的产品品类相对集中在电子消费类及烟标类产品，且与核心客户绑定深厚、合作长久。近年来，裕同和劲嘉大力进行跨行业的客户拓展，在延伸服务领域的同时降低经营风险。例如裕同科技近年在获取消费类电子品质较好的大客户的基础上，积极发展烟酒、食品、大健康、化妆品等消费领域，成功拓展东阿阿胶、迪奥等优质客户，一定程度上能够抵御消费电子行业波动的压力。劲嘉股份在立足烟标主业的基础上，切入高端电子精品包装和酒包装等业务，预期彩盒收入增长提速。从客户结构来看，裕同科技和劲嘉股份近年来前五大客户的比例下降明显，客户拓展成效显著。

表 12：各公司合作客户一览

公司	电子通讯终端类	电子制造服务类	家居家电类	食品饮料类	香烟	其他
裕同科技	华为、小米、三星、摩托罗拉、联想、戴尔、惠普、索尼、任天堂、网件	富士康、和硕、广达、仁宝、捷普、纬创、资通	哈曼	喜之郎、雀巢、泸州老窖、古井贡、贵州茅台、洋河、东阿阿胶	红塔、贵州中烟、福建中烟、江西中烟	玫琳凯、施华洛世奇
合兴包装	惠普、戴尔、联想、飞利浦、冠捷、小米、厦华电子	富士康	海尔、美的、格力、海信	伊利、蒙牛、雀巢银鹭、康师傅、达利、旺旺、百威英博、青啤、华润、三只松鼠	-	宝洁、京东商城、当当网、唯品会、蓝月亮、立白、好孩子、顺丰速运
美盈森	步步高、HTC、欣锐、Lowe's、中兴、三星、卡西欧、惠普、戴尔、佳能、BOSE、Harman、联想	纬创、佳世达、中兴移动、京东方、海康威视	牧田、Sonos、麦克维尔、家得宝、宜家、美的、远超实业	蒙牛、双汇、统一、郎酒、海天、Diageo、剑南春、泸州老窖、洋河、华润怡宝	吉瑞科技	BOBST、BHS、卡莱医疗、优必选、中石化、海康威视、壳牌、Scotts、艾默生、亚马逊、安利、顺丰速运、福耀玻璃、网易严选
劲嘉股份	VIVO、飞毛腿	-	-	茅台	安徽中烟、云南中烟、贵州中烟、川渝中烟、江西中烟、江苏中烟、山东中烟等	-

数据来源：公司年报，招股说明书，公司官网，东吴证券研究所

图 27：裕同科技客户合作稳定

序号	主要客户	合作起始时间	合作时长
1	富士康	2001	超过十年
2	和硕	2004	超过十年
3	华为	2004	超过十年
4	联想	2010	超过五年
5	广达	2008	超过五年
6	泸州老窖	2013	新开发客户，五年以下
7	惠普	2011	超过五年
8	仁宝集团	2010	超过五年
9	三星	2003	超过十年
10	海尔集团	2010	超过五年

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 28：龙头客户开拓情况一览

公司	时间	新客户
裕同科技	2017	小米、哈曼、洋河、东阿阿胶、施华洛世奇等
合兴包装	2016	斯威克、顾家家居、新华医疗、泰普森、好孩子、三只松鼠、
美盈森	2018	步步高、远超实业、蒙牛
	2017	BOBST、BHS
	2016	卡莱医疗、双汇、统一、HTC、新锐、郎酒、优必选、牧田、福耀
劲嘉股份	2015	中石化、顺丰、海康威视、海天、Sonos、Diageo
	2017	贵州茅台
	2016	宏声实业、复星安泰、魅族、“茅台醇”、吉林烟草、黑龙江烟草、河南中烟
	2015	顺丰速递、西南集成、中移物联网、步步高VIVO

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 13：各包装企业前五大客户收入占比

表 13：各包装企业前五大客户收入占比	
---------------------	--

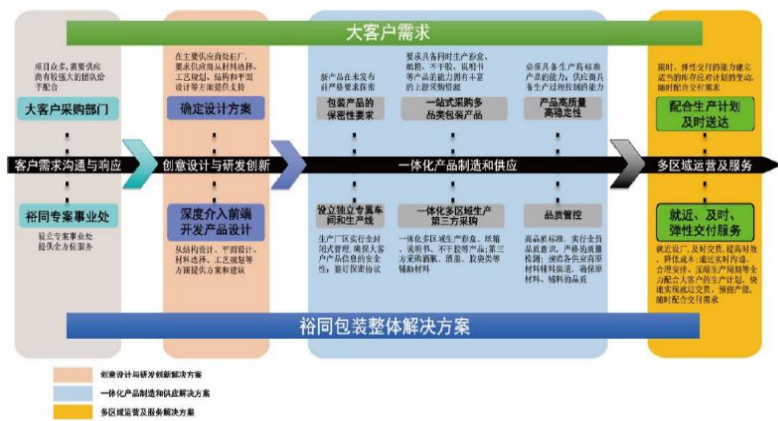
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
裕同科技	58.67%	63.20%	66.45%	70.09%	62.93%	63.41%	54.00%
合兴包装	26.09%	36.00%	38.22%	41.45%	38.10%	30.99%	25.08%
美盈森	42.73%	38.49%	30.60%	27.66%	28.85%	23.82%	22.09%
劲嘉股份	59.79%	68.16%	65.33%	61.76%	65.60%	57.57%	56.23%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

借鉴北美龙头发展经验，我们认为提供一体化服务、增强产品设计能力、贴近式产能布局是提高包装企业客户开拓能力的三大要素。

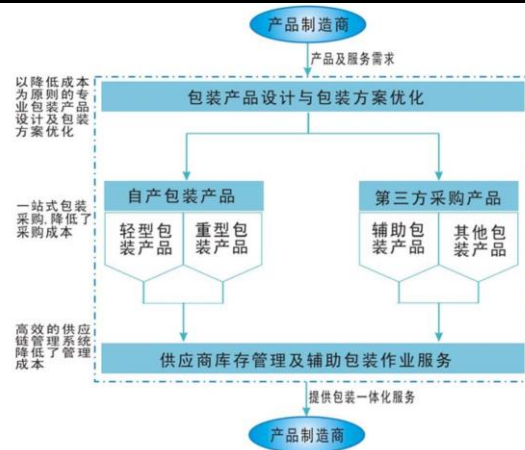
要素一：提供一体化服务，全面解决客户需求。随着产业规模化发展进程，目前国内纸包龙头已经普遍从单一的生产制造商向涵盖采购、设计、生产、仓储、物流等一体化的服务商进行升级。我们认为一体化服务能够回应客户的多方面需求，有效提高优质客户的黏度，并加速客户开拓。裕同科技、美盈森、劲嘉股份、东风股份均已建立起一体化整体解决方案优势，以裕同科技为例，公司致力于为高端品牌客户提供包装整体解决方案，其中包括创意设计与研发创新解决方案、一体化产品制造和供应解决方案、及多区域运营及服务解决方案，从创意设计、研发创新、生产到交付各环节均紧密围绕客户实际需求，优化供应链效率并降低成本，从而为客户创造最大价值。

图 29：裕同科技整体解决方案



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 30：美盈森一体化服务



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

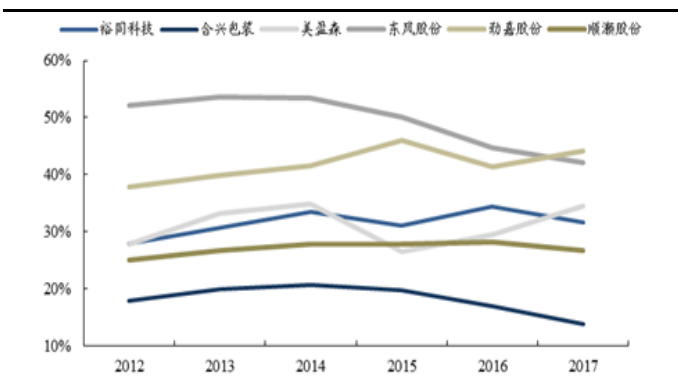
要素二：重设计高研发，专注于提升包装单品附加值。从终端电子、烟酒、食品等行业消费者的需求出发，兼具设计感及性价比的纸包装产品相对获得较好的客户口碑，因此龙头包企多致力于通过技术升级提高产品附加单值及人均生产效率。其中，劲嘉股份、裕同科技等胶印彩盒类产品样式精美，加价率也相对较高；且裕同科技的手工彩盒工艺相对壁垒较高，从单品价值的角度建议给予重点关注。此外部分纸包的龙头企业在精细化制造的同时，也专注于增加彩盒及纸箱单品的其他性能，例如凭借智能包装物联网等新型技术的开发保证物流可回溯性以及降低分拣成本。

表 14：主要包装企业人均生产效率

人民币		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
裕同科技	营业收入/亿	16.09	17.81	23.06	25.94	36.65	42.90	55.42	69.48
	员工人数	-	9136	8926	7887	11743	13986	16913	20440
	人均产值/万	-	19.49	25.83	32.89	31.21	30.67	32.77	10.00
合兴包装	营业收入/亿	15.21	19.18	21.15	24.42	27.16	28.52	35.42	63.23
	员工人数	5251	5342	6294	5857	5893	5478	5145	5384
	人均产值/万	28.97	35.91	33.60	41.70	46.10	52.07	68.85	117.45
劲嘉股份	营业收入/亿	20.24	23.00	21.52	21.37	23.23	27.20	27.77	29.45
	员工人数	2951	2703	2615	2634	2583	3062	4213	4103
	人均产值/万	68.58	85.10	82.30	81.11	89.94	88.83	65.91	71.78
美盈森	营业收入/亿	7.29	8.40	10.34	13.06	15.63	20.16	22.19	28.57
	员工人数	1476	927	2031	3582	3537	3670	4881	5593
	人均产值/万	49.37	90.63	50.89	36.45	44.20	54.94	45.47	51.09
东风股份	营业收入/亿	13.57	15.35	17.65	18.02	20.02	22.19	23.42	28.02
	员工人数	-	1112	1223	1419	1861	1962	2750	2850
	人均产值/万	-	138.06	144.33	126.96	107.58	113.12	85.15	98.33
顺灏股份	营业收入/亿	8.24	10.72	13.71	18.62	19.45	18.56	18.72	19.49
	员工人数	757	538	557	498	479	2319	1707	2121
	人均产值/万	108.83	199.34	246.21	373.89	406.11	80.02	109.69	91.87

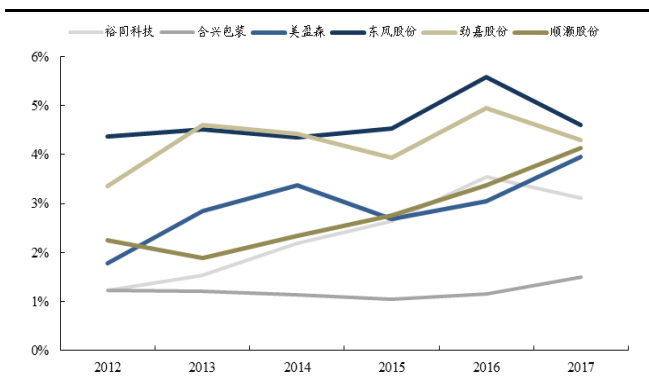
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 31：2012-2017 年各纸包装企业毛利率 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 32：2012-2017 年各纸包装企业研发费用率 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 15：主要包装企业外部研发合作一览

主要产品类型	产品收入占比 (2017)	专利数量 (2017)	与高科技公司/科研院所合作
裕同科技	彩盒	74.50%	208 华南理工、北大深圳等
	瓦楞纸箱	9.54%	
合兴包装	瓦楞纸箱/瓦楞纸板	89.21%	未披露 泰普森《智能包装集成服务 (IPS) 合作协议》
劲嘉股份	烟标	80.64%	501 华大北斗、贵州茅台技术开发公司
美盈森	轻型瓦楞包装	73.66%	275 前海农基优盟、惠州鉴真科技、浙江甲骨文超级码、四川华邑检测认证、重庆猪八戒网络等多个公司展开物联网、中药材智能化装、互联网包装的合作
	重型瓦楞包装	4.66%	

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

要素三：贴近式产能布局，提升服务的反馈效率。考虑到运输半径有限，为了更好地对接客户，纸包企业的生产基地大多实现跨区域布局，通过对下游客户实现贴近式服务提升客户服务的反馈效率。从几家纸包龙头的产能基地布局的分布情况来看，裕同科技、合兴包装在全国多地均有建厂，服务范围充分覆盖华中、华南、华东、西南等多个区域乃至辐射东南亚地区，且其生产基地建设持续处于快速扩张阶段；劲嘉股份围绕各

中烟公司客户进行产能布局，提升服务效率。其中裕同科技整体解决方案之一的多区域运营及服务解决方案就采取跟随布点战略，多点布局且就近供货，能够对客户进行全球服务支持。

表 16：主要包装企业生产基地布局和建设

公司	现有基地	现有产能	在建基地	建设进度	预计产能情况
裕同科技 (截至17年年底)	龙岗高端包装生产基地	22.75亿印张彩盒、13.21亿印张说明书、4.64亿个纸箱，21.87亿个不干胶	苏州昆迅包装公司包装生产项目	0.00%	5500万个彩盒，3600万本说明书，4000万个纸箱
	华南：深圳/东莞/惠州		裕同（武汉）高档印刷	16.96%	25000万个彩盒，10000万本说明书，4000万个纸箱
	华中：武汉/九江/许昌		亳州裕同印刷公司高档印刷包装项目	27.85%	2000万个彩盒，5000万本说明书，3000万个纸箱
	华东：上海/苏州/烟台/合肥/亳州		裕同（武汉）高档印刷	16.96%	-
	华北：三河		九江裕同工业园	77.94%	-
	西南：重庆/成都/泸州		亳州裕同工业园	94.12%	-
	西北：西安		大岭山工业园	76.42%	-
	越南：北宁/平阳		裕风产业园项目	78.28%	-
	印度：班加罗尔				
合兴包装 (截至17年Q1)	湖北合兴	2亿平米纸箱/纸板	湖北汉川4.0智能工厂项目	约2020年建设完毕	2亿平方米包装制品
	合肥合兴	1.3亿平米纸箱/纸板			
	福建合兴	2亿平方米纸板			
	佛山合信	1.5亿平米纸箱/预印			
	湖北华艺	1亿平米/预印			
	厦门世凯威	1.3亿平米纸板			
	成都合兴	1亿平米纸箱/预印			
	天津世凯威	1亿平米纸箱/预印			
	福建长信	1亿平米预印			
	其他基地	17.2亿平米纸箱/纸板			
劲嘉股份 (截至17年年底)	广东、安徽、云南、贵州、重庆、江西、江苏、山东、吉林、香港等	327万大箱烟标、1.24亿平米镭射膜、2.86万吨镭射纸	深圳精品包装基地	-	-
			劲嘉新材料精品包装项目	77.50%	-
			安徽新材料包装及智能化升级项目	4.78%	-
			贵州新材料包装及智能化升级项目	50.67%	-
			江苏新材料包装及智能化改造项目	30.96%	-
美盈森 (截至17年年底)	深圳生产基地 东莞生产基地 苏州生产基地 重庆生产基地	-	4.0智慧型工厂（东莞）项目	20.74%	-
			4.0智慧型工厂（长沙）项目	8.56%	-
			4.0智慧型工厂（成都）项目	7.79%	-
			4.0智慧型工厂（六安）项目	6.28%	-
			战略性包装工业4.0项目	2.54%	-
			越南美盈森	-	-

注：劲嘉股份现有基地产能数据以17年销量数据近似替代

数据来源：公司年报，债券评级报告，东吴证券研究所

4. 优选长期服务壁垒，关注整合新模式

4.1. 裕同科技：消费电子包装王者，盈利或现拐点

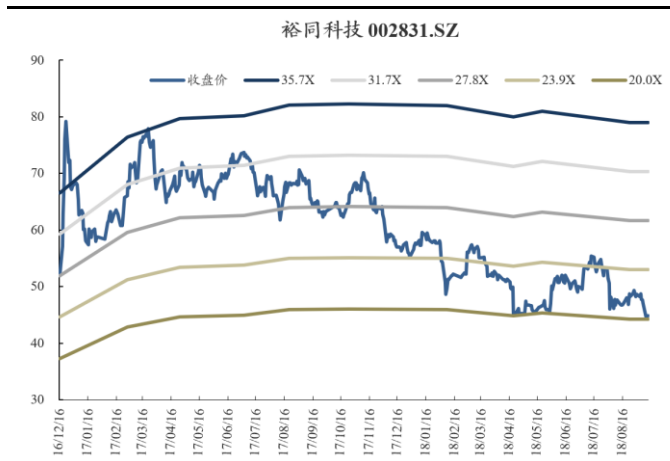
利空逐渐释放，盈利或现拐点，长期看好。17年下半年开始，受制于大客户出货不及预期、上游纸价上涨等多重因素影响，公司股价经历了深度调整。预期随着下游新进客户小米出货量大幅增长、华为苹果预期表现向好，上游纸价高位盘整，公司利空逐渐释放，盈利或现拐点。近期公司公告投建宜宾环保纸塑项目（产线主产餐盒和纸托），预计2020年全面达产后将实现年产值12亿人民币，未来盈利再添亮点。除了3C类电子产品，裕同科技通过并购上海嘉艺、武汉艾特等优质标的切入烟酒等新领域并持续开拓非电子类客户，抵御单一客户风险能力持续提升。伴随近期公司股价大幅调整，逐渐进入布局区域，建议重点关注！

图 33：裕同科技数据一览

图 34：裕同科技 PE-Band（截止 2018/9/12）

(百万元)	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
营业收入	2594.20	3665.44	4289.63	5542.36	6947.74	3286.34
YOY	12.52%	41.29%	17.03%	29.20%	25.36%	23.48%
归母净利润	281.34	562.03	658.20	874.82	931.90	266.20
YOY	50.50%	99.77%	17.11%	32.91%	6.53%	-14.49%
毛利率	30.73%	33.53%	31.02%	34.35%	31.54%	24.59%
期间费用率	17.02%	13.37%	12.14%	14.20%	15.89%	17.25%
归母净利率	10.84%	15.33%	15.34%	15.78%	13.41%	8.10%
ROE	24.33%	34.07%	30.34%	20.48%	18.64%	5.30%
YOY(±)	4.12%	9.74%	-3.73%	-9.86%	-1.84%	-1.78%
资产负债率	52.40%	50.28%	50.64%	42.61%	44.11%	45.39%
YOY(±)	-7.79%	-2.12%	0.36%	-8.02%	1.49%	5.25%
存货周转天数	42.95	30.91	30.93	34.87	43.13	54.98
YOY(±)	-10.23	-12.05	0.02	3.94	8.26	12.41
应收账款周转天数	123.63	116.71	132.61	150.51	158.35	153.02
YOY(±)	6.15	-6.93	15.90	17.90	7.85	-10.08
经营性现金流净额	267.27	461.54	423.19	264.84	583.60	796.42
较上年同期增减	-41.87	194.27	-38.35	-158.35	318.76	-191.61
筹资性现金流净额	-193.90	47.50	177.51	1714.09	199.60	-13.57
较上年同期增减	-210.21	241.40	130.02	1,536.58	-1,514.49	90.34

数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 17: 智能手机出货量 (百万台)

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	17A	18Q1	18Q2	18Q3 E	18Q4 E	18E
苹果	50.8	41.0	46.7	77.3	215.8	52.2	40.5	44.5	75.0	212.2
yoy	-	-	-	-	-	2.76%	-1.22%	-4.71%	-2.98%	-1.67%
小米	13.3	23.2	27.5	24.7	88.7	27	36.7	39.3	40.8	143.8
yoy	-	-	-	-	-	103.01%	58.19%	42.91%	65.18%	62.12%
华为	34.6	38.5	39.0	41.0	153.1	40.0	47.9	50.0	55.3	193.2
yoy	-	-	-	-	-	15.61%	24.42%	28.21%	34.88%	26.19%

数据来源: GFK, 东吴证券研究所

风险提示: 大客户出货量低于预期, 非电子类业务拓展不达预期。

4.2. 合兴包装: 行业承压提供整合契机, 供应链模式具看点

外延持续拓展, 供应链新模式初显成效, 业绩高速增长。16 年起, 公司收购国际纸业东南亚业务, 加速国内生产服务网点布局, 填补布局的空白。2017 年, 公司优质新客户开拓力度较大 (客户集中度由 31% 下降至 25%), 供应链服务收入同增 397.31% 至 11.36 亿元, 同时传统包装业务也发力同增 56.52% 迎来业绩高速增长。2018 年 6 月又再次收购合众创亚 4 家公司, 逐步开拓东南亚市场, 拓展客户群。同时, 公司率先尝试开展供应链云平台 PSCP 项目, 结合公司智能包装集成服务 (IPS), 进行上下游资源的整合, 提升服务质量, 力争 5 年完成“百亿制造、千亿服务的包装产业资源整合及共享平台”战略。我们认为, 合兴包装具备与国际优质龙头企业相似的整合能力, 看好公司未来市场份额的快速提高。

图 35: 合兴包装数据一览

图 36: 合兴包装 PE-Band (截止 2018/9/12)

(人民币)	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
营业收入/百万	2442.08	2716.47	2852.47	3542.37	6323.38	4820.16
YOY	15.47%	11.24%	5.01%	24.19%	78.51%	89.53%
其中：纸箱	2072.51	2230.43	2237.54	2559.49	3985.16	2715.03
YOY	20.36%	7.62%	0.32%	14.39%	55.70%	53.47%
占比	84.87%	82.11%	78.44%	72.25%	63.02%	56.33%
毛利率	20.38%	21.27%	20.23%	17.89%	14.80%	13.61%
其中：纸板	182.19	300.98	444.69	767.65	1656.03	1136.67
YOY	-4.28%	65.20%	47.75%	72.63%	115.73%	98.10%
占比	7.46%	11.08%	15.59%	21.67%	26.19%	23.58%
毛利率	8.80%	9.20%	9.53%	8.63%	8.46%	5.86%
其中：缓冲包材	129.89	110.34	84.26	77.54	168.53	147.64
YOY	-12.00%	-15.05%	-23.64%	-7.97%	117.34%	150.75%
占比	5.32%	4.06%	2.95%	2.19%	2.67%	3.06%
毛利率	14.69%	17.37%	17.67%	9.26%	9.03%	7.44%
毛利率	20.01%	20.66%	19.72%	16.98%	13.80%	11.68%
归母净利润/百万	94.65	125.56	114.74	102.94	153.90	409.63
YOY	57.30%	32.65%	-8.62%	-10.29%	49.51%	476.37%
归母净利率	3.88%	4.62%	4.02%	2.91%	2.43%	8.50%
有息负债/百万	558.23	634.81	522.95	468.24	734.70	1687.41
资产负债率	55.10%	55.56%	46.00%	53.85%	48.44%	58.88%
应收款项/百万	647.58	675.95	799.07	999.86	1712.62	2779.75
经营性现金流量净额/百万	124.33	319.89	160.31	391.25	-275.04	45.30
投资性现金流量净额/百万	-148.80	-254.61	-261.80	-179.85	-126.55	-488.40
资本性支出/百万	143.47	169.31	248.79	108.10	136.90	63.18

数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

风险提示：供应链新模式拓展不达预期，原材料价格大幅上涨。

4.3. 劲嘉股份：业务多点开花，新型业务值得期待

新型烟草政策宽松利好，非烟标业务持续拓展。此前劲嘉股份发布半年度报告，上半年收入略超预期(18H1 实现收入 16.09 亿元(+13.14%); 归母净利润 3.79 亿元(+25.06%))，传统烟标业务和彩盒业务均有靓丽表现。而此前公司收购申仁包装 29% 的股权(增资后直接、间接持股合计达 40.6%) 并与贵州茅台技开司协议达成战略合作，酒包业务后续发展可期。近期中烟局召开新型烟草制品发展座谈会，提出要积极稳妥地推进新型烟草制品与传统卷烟的协调发展。劲嘉股份在新型烟草产品上铺垫深厚，研发持续投入，随着政策环境的逐步宽松，预计未来这一业务将为公司业绩打开上升空间。我们持续看好公司业务多点开花，业绩持续稳步增长。

图 37：劲嘉股份收入拆分

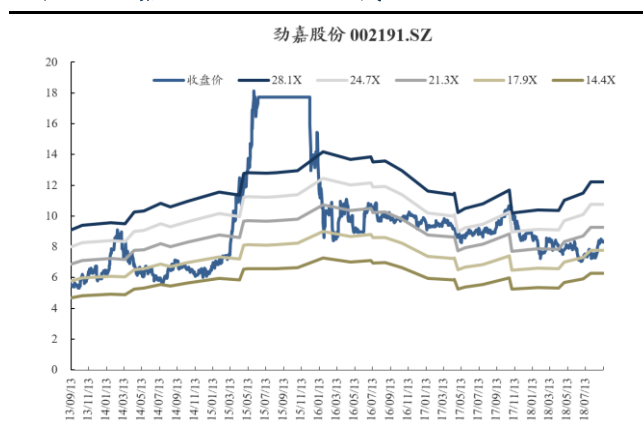
单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	2323.24	2720.05	2776.95	2945.29	3442.62	4007.60	4682.32
YOY	8.74%	17.08%	2.09%	6.06%	16.89%	16.41%	16.84%
烟标业务收入	2002.63	2390.94	2342.07	2375.02	2568.83	2738.50	2905.27
占比	86.20%	87.90%	84.34%	80.64%	74.62%	68.33%	62.05%
YOY	7.10%	19.39%	-2.04%	1.41%	8.16%	6.60%	6.09%
毛利率	42.31%	45.16%	39.35%	44.93%	44.40%	45.21%	45.74%
彩盒业务收入	75.59	140.34	187.26	267.13	535.00	875.00	1330.00
占比	3.25%	5.16%	6.74%	9.07%	15.54%	21.83%	28.40%
YOY	-13.12%	85.65%	33.44%	42.65%	100.28%	63.55%	52.00%
毛利率	6.90%	10.88%	-	-	18.00%	25.00%	30.00%
镭射包装材料收入	458.10	497.68	468.54	581.58	628.11	678.36	732.63
占比	19.72%	18.30%	16.87%	19.75%	18.25%	16.93%	15.65%
YOY	78.74%	8.64%	-5.86%	24.13%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利率	17.14%	22.83%	25.20%	23.08%	23.00%	22.50%	22.00%

注：(1)16 年以前年报口径为精品包装，17 年改为彩盒；

(2)因存在内部抵消，收入占比之和大于 1。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 38：劲嘉股份 PE-Band (截止 2018/9/12)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

风险提示：烟草行业调控超预期，酒包业务拓展不达预期。

4.4. 美盈森：整体解决方案及工业 4.0 共驱增长

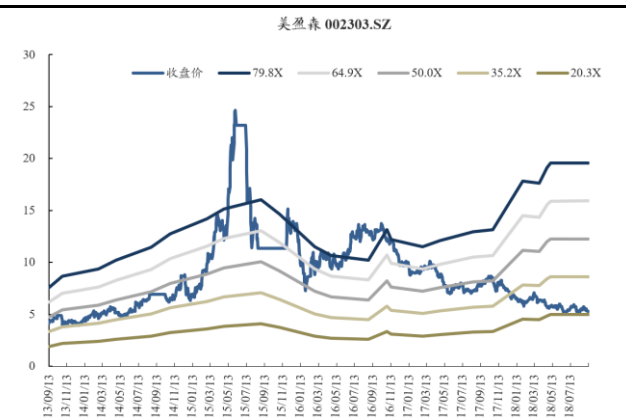
一体化服务先行，智慧工厂构筑核心壁垒。凭借行业领先的包装一体化服务和全国化的服务网点布局，公司重心不断由制造向服务倾斜，持续提高产品附加值，毛利率近年上升趋势明显；下游客户聚焦定位偏高端的苹果、亚马逊、华为等消费电子类客户，同时发力拓展酒包、军用包装（准入门槛最高）等客户；生产工艺采取高网线数彩色纸箱柔印技术，具有色彩饱和度高逼近胶印而印刷成本相对较低的优势。2015年定增募资拟打造互联网包装印刷产业云平台，以整合产业上下游资源；同时在东莞、程度等重点区域兴建工业4.0智慧型工厂，满足客户的个性化定制需求，并提升精品包装制造和服务能力。截止2017年底，公司东莞智慧工厂项目累计已投资近1.3亿元。未来随着新拓客户发力、各大智慧工厂新产能释放，公司业绩有望进入快速增长期。

图 39：美盈森收入拆分

(人民币)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
营业收入/百万	1033.50	1305.64	1563.22	2016.42	2219.28	2857.42	1423.19
YOY	23.02%	26.33%	19.73%	28.99%	10.06%	28.75%	14.56%
其中：轻型包装	680.48	912.57	1144.97	1308.12	1560.24	2104.78	986.98
YOY	55.35%	34.11%	25.47%	14.25%	19.27%	34.90%	16.94%
占比	65.84%	69.89%	73.24%	64.87%	70.30%	73.66%	69.35%
毛利率	26.06%	31.35%	34.70%	30.41%	31.93%	34.59%	33.49%
其中：重型包装	117.67	98.60	94.80	124.03	106.81	133.25	69.25
YOY	-38.61%	-16.20%	-3.86%	30.84%	-13.89%	24.76%	5.74%
占比	11.39%	7.55%	6.06%	6.15%	4.81%	4.66%	4.87%
毛利率	39.16%	42.08%	46.36%	27.57%	28.17%	38.61%	34.86%
其中：第三方采购	207.99	272.36	305.89	546.37	508.66	530.60	313.16
YOY	3.87%	30.95%	12.31%	78.62%	-6.90%	4.31%	4.37%
占比	20.12%	20.86%	19.57%	27.10%	22.92%	18.57%	22.00%
毛利率	25.34%	35.73%	29.19%	12.43%	16.85%	23.84%	23.98%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 40：美盈森 PE-Band（截止 2018/9/12）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 41：美盈森工业 4.0 新产能布局



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

风险提示：原材料价格大幅上涨，新客户拓展不达预期。

5. 风险提示

原材料价格大幅上涨。纸包装上游为集中度较高的造纸行业，2016 年底以来纸价大幅上涨且当前维持在高位，未来若纸价进一步上涨，将对纸包企业的盈利产生不利影响。

新客户拓展不及预期。纸包企业是典型的订单驱动型企业，未来成长依赖于对下游优质客户的不断开拓，若新客户拓展低于预期，将影响其收入增速。

环保力度加大。包装行业生产过程中排放较多污染物，若未来环保力度进一步加大，则可能增加包装企业的环保成本甚至面临关厂风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>