

轻工制造

瓦楞纸包装成本之我见——长期看多合兴包装理由一

进口原纸价格将为国内箱板瓦楞纸价格的压制线。我们认为未来相当长一段时间，国内箱板瓦楞纸价格再难出现大涨大跌现象，原因在于过去两年持续高位的箱板瓦楞纸价格已经迫使国内原纸贸易商及大型纸板厂开拓了较为成熟的原纸进口渠道。进口原纸价格将成为国内箱板瓦楞纸价格的压制线。进口原纸价格的趋势也将呈中枢平稳下行的趋势。

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

原纸进口渠道已趋于成熟。由于国内原纸价格长时间高于进口纸价，国内原纸贸易商及大型纸板厂被迫开拓新的进口原纸渠道，2017年起，国内进口原纸量大幅增长，目前已形成较为成熟的渠道。

进口纸价压制叠加其他国家外废降价流回国内，致使箱板瓦楞纸价难以大幅波动。我们第一个判断，若国内原纸价格再次上涨至进口原纸价格之上，贸易商及大型纸板厂将启动进口，平抑价格上涨趋势。其二，由于进口废纸将逐步被中国挡在门外，美废和欧废等外废将大量流入东南亚及南亚国家，我们判断国内大型纸厂将会逐步启动东南亚及南亚国家原纸产能布局。当地产能将获得较为低价的原材料，以降低生产成本，使得出口到中国的原纸价格有一定的降价空间。

当前包装纸格局利好瓦楞包装龙头合兴包装。原纸价格中枢平稳或向下，虽然不见得能完成兑现到瓦楞纸包装产业的利润中，但在股权投资层面，市场对瓦楞纸包装成本端的周期性预期将会下滑，将有利于该行业上市公司估值提升。合兴包装是国内收入体量最大的瓦楞纸包装公司，在前端行业整合趋势及自身赋能型整合平台的合力下，公司收入利润高速增长的同时，成本端周期属性减弱成为我们推荐合兴包装的有利理由。

合兴包装的扩张过程将伴随ROE逐步提升，我们认为是一种良性，低风险，可持续的行业整合路径，业绩，估值双击成长可期，给予“买入”评级。我们预计公司2019-2021年归母净利润3.46/5.08/7.16亿元，同比增长48.5%/46.8%/41.0%，对应PE为18.5/12.6/8.9倍。

风险提示：原材料价格波动，平台整合不及预期。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002228	合兴包装	买入	0.13	0.20	0.30	0.43	41.92	27.25	18.17	12.67

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

相关研究

- 《轻工制造：双胶纸价格稳中看涨，烟标行业去库存拐点已现》2019-03-24
- 《轻工制造：315点名电子烟，客观看待新型烟草行业》2019-03-19
- 《轻工制造：客观看待315点名电子烟，双胶纸提价较为顺畅》2019-03-17

瓦楞纸包装成本之我见——长期看多合兴包装理由一

我们认为未来相当长一段时间，国内箱板瓦楞纸价格再难出现大涨大跌现象，原因在于过去两年持续高位的箱板瓦楞纸价格已经迫使国内原纸贸易商及大型纸板厂**开拓了较为成熟的原纸进口渠道**。进口原纸价格将成为国内箱板瓦楞纸价格的压制线，进口原纸价格的趋势也将呈中枢平稳下行的趋势。

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

图表1: 国内箱板纸价格



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表2: 国内瓦楞纸价格



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

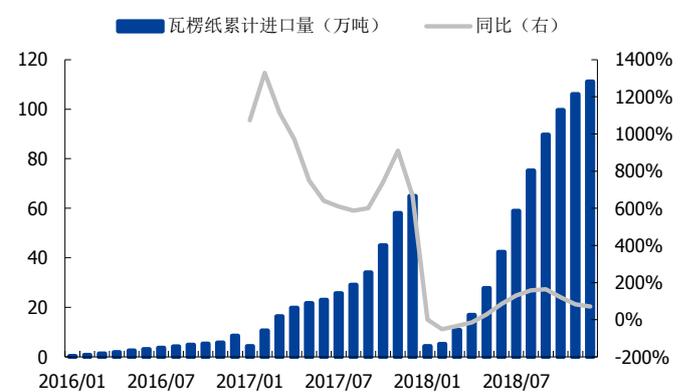
由于国内原纸价格长时间高于进口纸价，国内原纸贸易商及大型纸板厂被迫开拓新的进口原纸渠道，2017年起，国内进口原纸量大幅增长，17年全年箱板/瓦楞纸进口量累计增长37.1%/666.3%，18年分别同比增长51.0%/71.3%，目前已形成较为成熟的渠道。

图表3: 自17年箱板纸进口量大幅增长



资料来源: 纸业联讯, 国盛证券研究所

图表4: 自17年瓦楞纸进口量大幅增长



资料来源: 纸业联讯, 国盛证券研究所

我们第一个判断，若国内原纸价格再次上涨至进口原纸价格之上，贸易商及大型纸板厂将启动进口，平抑价格上涨趋势。对比进口箱板瓦楞纸价和国内售价，可以观察到进口纸价对国内纸价的压制作用。

图表 5: 进口箱板纸价与国产箱板纸纸价



资料来源: 纸业联讯, 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 6: 进口瓦楞纸价与国产瓦楞纸纸价



资料来源: 纸业联讯, 卓创资讯, 国盛证券研究所

其二，由于进口废纸将逐步被中国挡在门外，美废和欧废等外废将大量流入东南亚及南亚国家，我们判断国内大型纸厂将会逐步启动东南亚及南亚国家原纸产能布局。当地产能将获得较为低价的原材料，以降低生产成本，使得出口到中国的原纸价格有一定的降价空间。

我们认为，原纸价格中枢平稳或向下，虽然不见得能完成兑现到瓦楞纸包装产业的利润中，但在股权投资层面，市场对瓦楞纸包装成本端的周期性预期将会下滑，将有利于该行业上市公司估值提升。

合兴包装是国内收入体量最大的瓦楞纸包装公司，在前端行业整合趋势及自身赋能型整合平台的合力下，公司收入利润高速增长的同时，成本端周期属性减弱成为我们推荐合兴包装的有利理由。

合兴包装的扩张过程将伴随 ROE 逐步提升，我们认为是一种良性，低风险，可持续的行业整合路径，业绩，估值双击成长可期，给予“买入”评级。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润 3.46/5.08/7.16 亿元，同比增长 48.5%/46.8%/41.0%，对应 PE 为 18.5/12.6/8.9 倍。

图表 7: 合兴包装分业务预测 (单位: 亿元)

业务名称		2018	2019E	2020E	2021E
合众创亚	收入	24.76	26.00	28.60	32.17
	YOY	0.4%	5.0%	10.0%	12.50%
	净利润	0.54	0.60	0.80	0.97
	YOY	17.27%	11.09%	33.91%	20.54%
主体	收入	93.27	113.00	141.70	181.47
	YOY	22.5%	21.2%	25.4%	28.15
	净利润	1.90	2.77	3.97	5.44
	YOY	34.7%	45.3%	43.1%	37.2%
PSCP	收入	28.40	39.75	55.66	77.92
	YOY	149.9%	40%	40%	40%
	净利润	0.43	0.70	1.11	1.71
	YOY	-	63.3%	60.0%	54.0%
内生	收入	68.51	87.00	113.10	149.30
	YOY	33.1%	27.0%	30.0%	32.0%
	净利润	1.37	2.18	3.17	4.48
	YOY	43.05%	58.75%	45.60%	41.43%
主营	收入	121.66	152.75	197.36	259.39
	YOY	39.1%	25.6%	29.2%	31.4%
	净利润	2.33	3.47	5.08	7.16
	YOY	55.8%	48.6%	46.47%	40.89%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

原材料价格波动，平台整合不及预期。

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