

深度研究： 箱板龙头盈利底部基本确认，建议重点关注

证券分析师：史凡可

执业证书编号：S0600517070002

证券分析师：马莉

执业证书编号：S0600517050002

研究助理：傅嘉成

联系邮箱：shifk@dwzq.com.cn

联系电话：18811064824

二零一九年十二月



- 原料约束限制供给vs优化格局
- 箱板龙头19Q3单位盈利已经触底
- 关注具有纤维原料布局优势的标的
- 风险提示

- **箱板纸价易涨难跌：**通过我国2019年国废+外废+废纸浆进口消费总量测算，假设包装纸需求企稳（库存低位+社零韧性+出口回暖）、外废进口每年下滑600万吨，则考虑未来两年箱板龙头废纸浆建设进度，我们判断20-21年国废需求将每年上升200-300万吨。至2021年，国废需求有望达到5500万吨（历史高位5200万吨）；国废价格的历史高点约3000元/吨（目前2163元/吨），催生箱板纸上涨弹性。
- **19Q3盈利已经见底：**以山鹰纸业为例，测算得到其国内箱板业务Q3的扣非单吨净利已经跌至150元的水平。我们测算由于龙头企业相较行业能够获得自给电能源成本90-100元/吨的比较优势；通过原料布局在未来2年外废清零的假设下维持50元+的单吨超额收益，因此综合考虑其能源、规模、原料优势，我们判断箱板龙头盈利已达底部。
- **箱板龙头具估值优势：**估值水平来看箱板企业玖龙纸业山鹰纸业优势突出，尤其山鹰纸业处于历史PB估值的底部水平，重点关注！
- **风险提示：**原材料价格波动，产品价格下跌风险，产能投放不及预期，政策调控超预期

第一章：原料约束限制供给vs优化格局

1.1 外废严格管控，固废需求增加趋势确立

■ **我国废纸消费总量复盘：**我国是全球最大的废纸消费和进口国，2017年废纸消费总量7858万吨（占比全球约30%）、外废年度进口总量2572万吨（占比全球约50%）。2018年开始国务院、环保部对进口固废严格限制，外废进口配额因此大幅缩减，18年、19年分别下滑29.4%、40.8%达到1815万吨、1075万吨。国务院随后建议，至2020年底外废进口配额清零，预期废纸进口总量大幅缩减趋势确定。

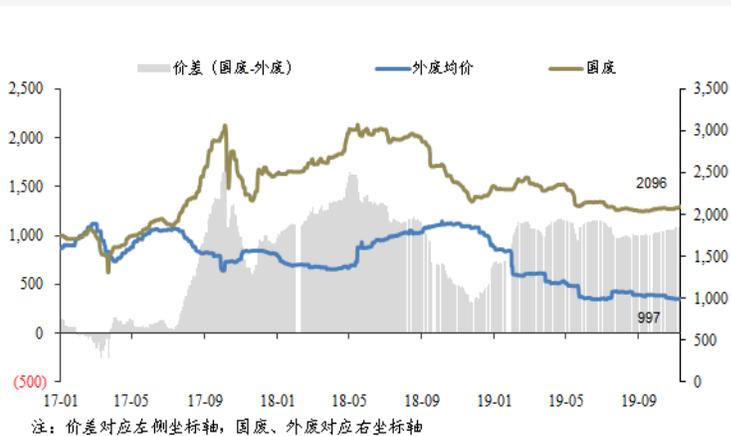
■ **外废缺口测算及推演：**废纸进口严格管控，需求维稳的情况下必将推动固废需求上升。我们推算假设20-21年包装纸的需求实现企稳，外废进口每年下滑600万吨，则考虑未来两年箱板龙头废纸浆建设进度，我们判断20-21年固废需求将每年上升200-300万吨。至2021年，固废需求有望达到5500万吨的历史高位，对应复盘固废价格历史高点约3000元/吨（目前2163元/吨），预期催生箱板纸价上涨。

图表1：内外废使用情况复盘

单位：万吨		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
外废	总量	2421	2750	2435	2728	3007	2924	2752	2928	2850	2572	1815	1075	600	0
	YOY		13.6%	-11.5%	12.0%	10.2%	-2.8%	-5.9%	6.4%	-2.7%	-9.8%	-29.4%	-40.8%	-44.2%	-100.0%
固废	总量	3128	3676	4016	4348	4473	4451	4841	4841	4964	5286	4964	4918	5100	5500
	YOY		17.5%	9.2%	8.3%	2.9%	-0.5%	8.8%	0.0%	2.5%	6.5%	-6.1%	-0.9%	3.7%	7.8%
废纸浆进口量											1	30	99	362	500+

假设：2019E的废纸浆进口量、固废进口量均由季度数据年化测算；2020E废纸浆进口量根据大厂废纸浆布局推测得到。

图表2：内外废价差复盘



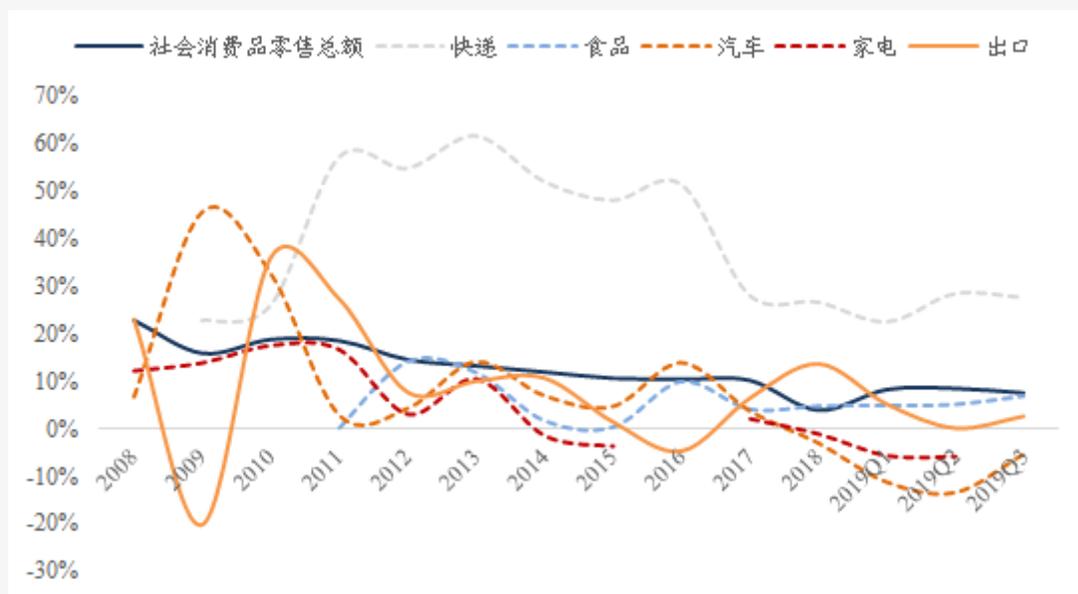
图表3：外废配额发放情况一览

单位（万吨） 企业	2019		2018		2017		2016	
	前15批次	占比	总计	占比	总计	占比	总计	占比
玖龙纸业	337	31.39%	622	34.01%	847	27.17%	1317	32.28%
理文造纸	147	13.68%	282	15.45%	398	12.77%	533	13.06%
广州造纸	73	6.79%	75	4.10%	62	1.99%	83	2.03%
山鹰纸业（含福建联盛）	143	13.33%	246	13.46%	256	8.21%	305	7.48%
联盛（龙海）	34	3.19%	64	3.51%	166	5.33%	179	4.39%
华泰纸业	84	7.81%	98	5.38%	93	2.98%	121	2.97%
东莞建晖	41	3.84%	71	3.87%	100	3.21%	101	2.48%
山东世纪阳光	22	2.07%	36	1.95%	51	1.64%	53	1.30%
景兴纸业	19	1.76%	35	1.94%	48	1.54%	68	1.67%
宁波亚洲	20	1.85%	37	2.03%	36	1.15%	41	1.00%
东莞金洲	19	1.72%	40	2.17%	55	1.76%	51	1.25%
荣成环保	22	2.07%	33	1.81%	57	1.83%	65	1.59%
其他	113	10.50%	188	10.30%	948	30.41%	1163	28.50%
总配额	1075		1828		3117		4080	

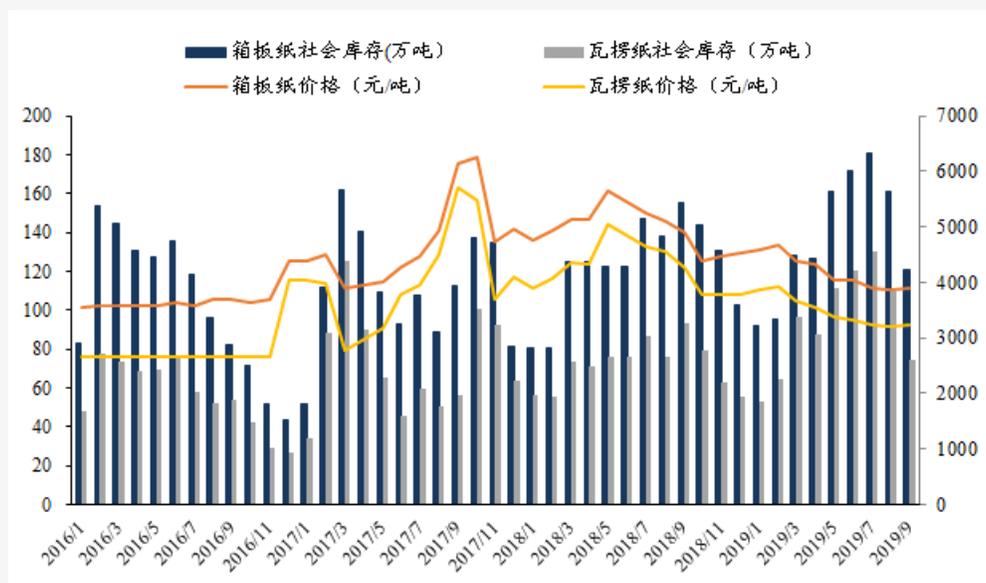
1.2 需求预期已经企稳，库存基本处于低位

- **需求：**箱板瓦楞纸下游的需求以家电、食品、汽车、快递等社零和出口需求为主，相对具有韧性。复盘历史需求演变，一方面社零增速自2018年有较为明显的下滑，2019年Q1、Q2已经出现企稳；一方面外需出口由于中美贸易战的影响2018年同比出现较大幅度下滑，2019年Q2、Q3随中美贸易关系的缓和略有上升。**综合考虑内外需趋势，我们判断目前包装纸行业下游需求已经出现边际出现企稳。**
- **库存：**19年初以来由于下游市场的需求略微低于预期，以玖龙纸业为代表的箱板瓦楞龙头带头去库存，目前库存已至低位。

图表4：包装纸下游内外需变化



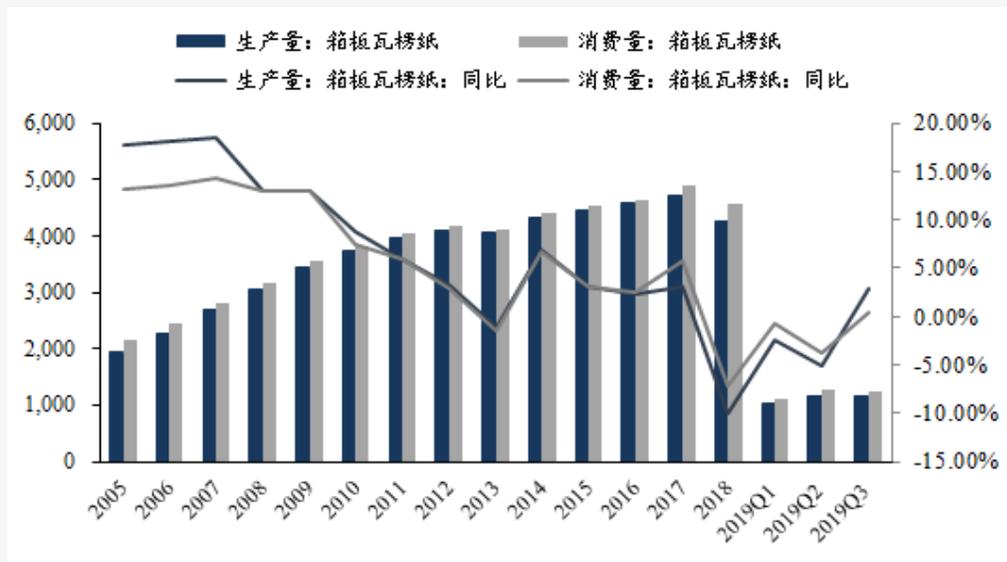
图表5：箱板瓦楞纸库存变动



1.3 原料短缺约束供给，高端箱板格局更优

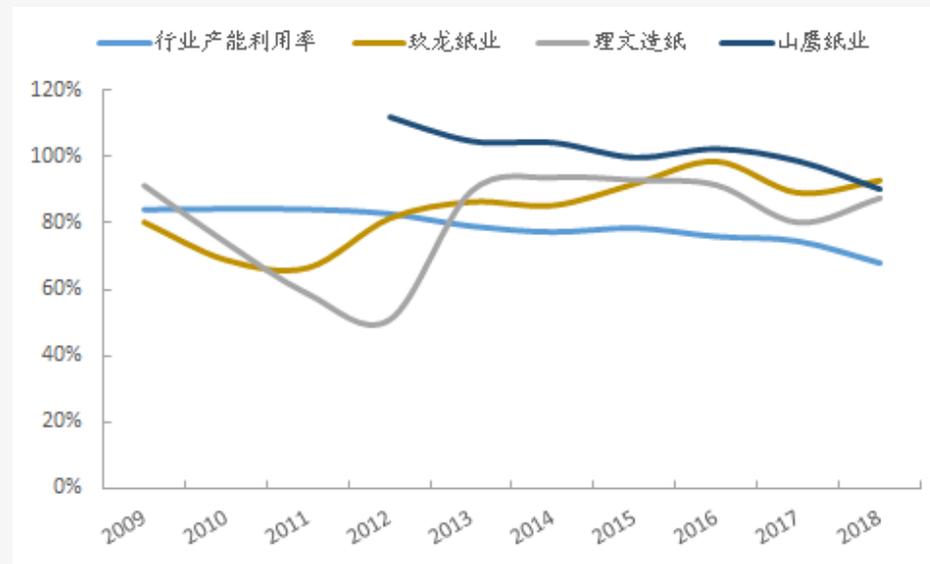
- **箱板瓦楞19年产销量转好：**造纸年鉴显示箱板瓦楞的生产量在2018年度首次出现负增长，其中箱板纸的表观生产量2145万吨（-10.06%）、瓦楞纸的表观生产量2105万吨（-9.85%），但自19Q1以来同比数据已经逐季出现转好，尤其19Q3以来出货量回升，说明下游需求出现企稳。
- **龙头企业的产能利用率高于行业：**上一轮周期中龙头企业的产能利用率较行业平均基本持平；16年供给侧改革以来龙头企业盈利优势日益巩固，虽然产业的表观产能利用率略有下降（中小灰色产能出清导致有效供给缩减）、龙头企业的产能利用率在纸种供应稳定、下游客户有粘性的背景下持续提升至90%以上水平，市场份额实质加速向龙头企业集中。

图表6：箱板瓦楞纸生产量及表观消费



注：2018年及以前年度数据采用中国造纸业协会，2019季度采用卓创资讯来源。
表观消费量：生产量+进口量-出口量，由于行业以销定产为主，产销基本持平

图表7：行业及龙头箱板瓦楞产能利用率



注：由于玖龙、理文个别年度新投产产能未充分释放，导致利用率低，实际来看与行业接近。

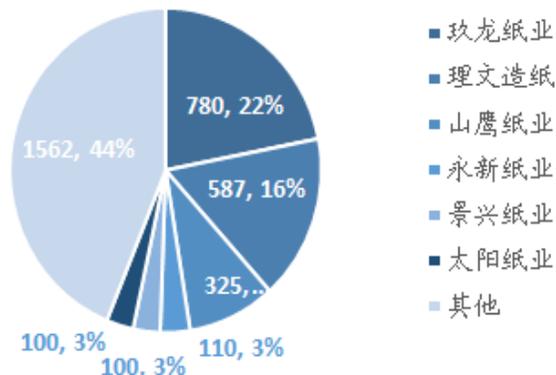
1.3 原料短缺约束供给，高端箱板格局更优

■ 产能投放低于预期，2018年表观生产量实际下滑。年鉴数据显示2018年箱板、瓦楞表观生产及消费量均有所下滑。由此我们判断虽然自18年起箱板企业持续有较大的产能投产计划，**但实际生产进度除龙头外多低于预期，19Q4-20Q1该现象大概率得到延续。**

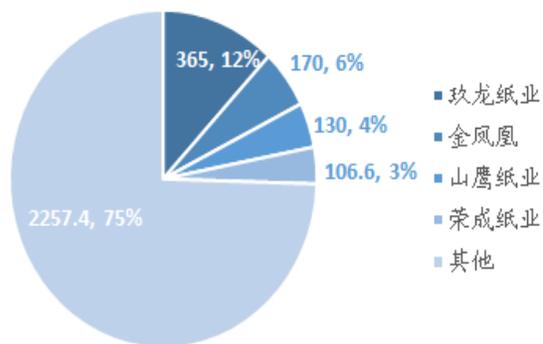
■ 固定资产投资持续走低，反应新增产能预期。此外**造纸固定资产投资完成额自2018年初见顶后持续走低**，反馈行业中小企业盈利压缩的大背景下投产动力不足，市场有效供给较为有限。

■ 箱板由于生产特性，集中度较瓦楞高。高端箱板韧性较好、生产中长纤维必不可少；低端箱板和瓦楞纸的生产可以用100%国废替代。**我们判断，由于外废进口约束、废纸浆投产壁垒，预期高端箱板的竞争格局持续较好（仅有几大箱板厂和太阳有生产）。**集中度来看箱板综合CR6达到56%，高端箱板预期更高。

图表8：箱板纸集中度（18产能计）



图表9：瓦楞纸集中度（18产能计）



图表10：箱板瓦楞纸投产情况

公司名称	产能 (万吨)	投产情况	预计投产时间
玖龙纸业	35	泉州箱板纸	2019Q4
	60	沈阳箱板纸	2019Q4
	50	河北箱板纸	2020Q1
山鹰纸业	60	东莞箱板纸	2020Q1
	220	荆州二期包装纸	2019Q4-2020Q1
博汇纸业	50	淄博箱板纸	2019Q3
理文造纸	50	淄博瓦楞原纸	2019Q3
	50	越南箱板纸	2019Q4
景兴纸业	35.5	马来西亚箱板纸	-
山东华迈	24.5	马来西亚瓦楞原纸	-
山东华迈	80	山东瓦楞原纸	2020Q1
重庆润民纸业	12	高强瓦楞纸	2019Q3
浙江华川实业	40	包装纸	2019Q4
贵州鹏昇（集团）纸业	25	贵州瓦楞纸	2020
	35	贵州牛皮箱板纸	2020
芦林纸业	30	江西高强瓦楞原纸	2020
	40	江西高档牛皮箱板纸	2020
箱板瓦楞纸总计	897		

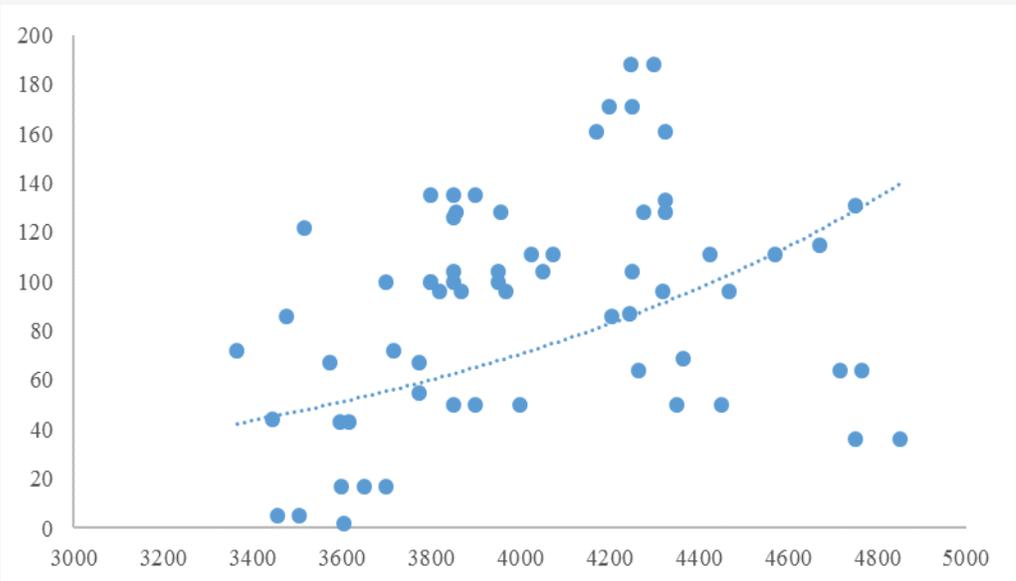
图表11：固定资产投资



1.3 原料短缺约束供给，高端箱板格局更优

- **高端箱板下半年提价幅度略为领先：**从7月以来价格提涨的幅度来看，3800-4400元价格区间的中高端箱板纸提价幅度相对较大，预期是外废限制进口后纤维不足导致供给压缩所致。以理文造纸为例，理文箱板纸产品层级依次为H级、N级、Q级，H级为最高端箱板纸，10月-11月提价情况符合高低端价差扩大的判断。
- **高端箱板预期格局持续较好：**长期来看，短期美废配额稀缺、长期废纸浆建设制约，高端箱板的竞争格局持续维持较为理想的状态，产业的进入壁垒将逐渐由美废额度转向废纸浆建设进展，龙头企业的原料优势明确。

图表12：箱板纸纸价与较7月以来最低点涨价幅度相关性



图表13：理文造纸分纸种涨价情况

	规格型号	10月均价	11月均价	10-11月涨价幅度
江西理文	H级 170g/200g	4775	4890	115
	Q级 140g	3675	3742	67
广东理文	H级 160g	4334	4505	171
	H级 200g	4284	4455	171
	N级 140g	3984	4119	135
	N级 160g/170g	3934	4069	135
重庆理文	N级 230g	3884	4019	135
	H级 175g	4782	4913	131
	N级 140g	4400	4533	133
	N级 160g/170g	4326	4413	87
	N级 200g/250g	4277	4363	86

第二章：箱板龙头19Q3单位盈利已经触底

2.1 箱板龙头单位盈利底部基本确立

- **箱板龙头盈利基本触底：**复盘19年内箱板瓦楞的价格走势，19Q1-Q3纸价由于需求较弱、产业链去库，从年初高位持续下跌至17年以来的谷底水平，期间国废保持2000元/吨左右的较高位置，对应箱板企业19Q3达到本轮周期的单位盈利低点。以山鹰纸业为例，测算得到其国内箱板业务Q3的扣非单吨净利跌至150元的水平，综合考虑其能源、规模、原料优势，我们判断箱板行业的盈利水平已至盈亏平衡线。
- **为什么箱板龙头的单吨利润不会跌回到2012-2014年的历史盈利底部？**对比2012-2014年及2019Q3两个阶段，箱板行业均处在盈亏水平线。但2012-2014年外废进口无限制、环保约束较为有限，龙头企业玖龙纸业、理文造纸较行业平均仅有自身能源及规模的相对优势；而本轮周期自2018年外废限额以来，箱板龙头除自备能源和环保优势凸显外，较行业拥有外废原料优势，后期预计原料优势将由外废向废纸浆逐渐过渡。

图表14：龙头吨净利表现（单位：元/吨）

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019H1	2019Q3
玖龙纸业		562	258	336	373	202	122	175	125	83	202	557	407	242	
理文造纸	605		101	512	528	370	418	405	376	429	508	913	797	598	
山鹰纸业	238	123	7	72	185	41	-28	88	47	69	97	569	696	418	314
景兴纸业			-	-	-	-	-	-	11	11	260	514	261	-	-

2.1 箱板龙头单位盈利底部基本确立

- 历史复盘：费用管控理文最优，三大龙头净利率均处较高水平。
- 期间费用率表现来看，箱板龙头**玖龙纸业**、**理文造纸**的三费管控良好，体现管理优势。
- ROE表现来看，**山鹰纸业**的净资产回报率从16年开始显著上升至行业领先水平（公司于13年完成资产重组、16年发布一期股权激励），**理文造纸**历年均处于较好水平。
- 净利率表现来看，**山鹰纸业**的净利润率近年受益于高端箱板格局较好、北欧纸业等外延优化纸种结构而实现提升，**理文造纸**历年的单位盈利稳定的处于较高水平。

图表15：废纸系龙头费用率&ROE一览

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019Q1-Q3
销售费用率	山鹰纸业	4.01%	4.17%	4.30%	4.76%	5.21%	4.89%	3.98%	3.96%	3.86%	4.21%
	景兴纸业	3.42%	4.15%	4.29%	4.62%	4.34%	4.00%	3.12%	2.51%	2.79%	2.98%
	玖龙纸业	2.45%	2.35%	1.81%	2.25%	2.28%	2.13%	2.11%	2.85%	2.80%	
	理文造纸	1.58%		1.82%	1.90%	1.78%	1.36%	1.66%	1.78%	2.09%	
管理费用率	山鹰纸业	3.38%	3.86%	4.47%	4.56%	4.57%	4.09%	3.56%	5.94%	7.25%	7.16%
	景兴纸业	3.46%	4.33%	4.38%	4.81%	5.48%	5.22%	4.84%	5.46%	4.98%	5.30%
	玖龙纸业	2.43%	2.78%	2.83%	3.04%	3.25%	2.91%	2.32%	3.11%	3.62%	
	理文造纸	4.05%		3.62%	4.08%	4.46%	4.71%	4.94%	4.66%	3.52%	
财务费用率	山鹰纸业	3.89%	4.73%	5.50%	6.39%	6.35%	4.52%	3.52%	3.03%	2.51%	2.23%
	景兴纸业	3.48%	3.71%	3.12%	3.72%	5.15%	3.40%	1.72%	1.74%	1.60%	1.57%
	玖龙纸业	5.29%	4.99%	5.02%	4.33%	3.40%	2.44%	1.70%	1.74%	2.00%	
	理文造纸	0.67%		0.87%	1.24%	0.87%	0.90%	0.71%	0.98%	1.18%	
净利率	山鹰纸业	0.96%	-0.65%	3.17%	1.43%	2.12%	2.96%	11.56%	14.10%	10.08%	7.58%
	景兴纸业	4.03%	0.38%	0.18%	0.11%	0.07%	8.56%	12.92%	6.02%	3.91%	4.10%
	玖龙纸业	12.36%	8.25%	5.34%	5.51%	6.16%	4.82%	3.56%	11.23%	6.31%	
	理文造纸	13.17%	9.18%	11.48%	11.14%	13.24%	15.61%	19.51%	15.15%	12.15%	
ROE	山鹰纸业	1.22%	-0.95%	3.53%	1.85%	3.42%	4.21%	19.43%	24.31%	6.68%	9.34%
	景兴纸业	4.39%	0.52%	0.45%	0.39%	0.40%	9.71%	16.55%	7.96%	2.99%	3.50%
	玖龙纸业	6.59%	6.85%	7.29%	5.60%	4.30%	14.74%	21.81%	10.27%	4.06%	
	理文造纸	10.01%		11.92%	10.90%	13.53%	17.02%	23.00%	21.09%	7.10%	

注：其中2011对应玖龙2010/6/30-2011/6/30财年数据

注：其中理文造纸2019年净利率为中报数据，玖龙为财年数据，2011自然年对应2010/6/30-2011/6/30财年数据。

2.2 优势之一：外废限额及废纸浆板原料优势

- **废纸配额短缺推升国废。**2018年内外废价差持续扩大，预期外废配额进一步缩量下纤维短缺推升国废价格，假设明/后年国废单吨价格2500/3000元，综合判断20/21E内外废价差进一步拉大。
- **废纸浆成龙头替代途径。**后期箱板龙头生产主要考虑废纸浆作为替代原料（木浆单位价格较高、废纸浆投资额也相对较低），假定废纸浆外购进口300-350美金（到岸不含税价），自产废纸浆成本200美元/吨。
- **未来行业发展：20E仍有外废红利及废纸浆红利、21E以废纸浆红利为主。**20年预期外废配额依旧集中于玖龙、理文、山鹰三家箱板龙头，21年预期三家企业的废纸浆红利逐渐释放，**综合测算箱板龙头依赖原料布局能够实现约100元/吨的超额成本节约。**

图表16：保守测算龙头近年成本优势拆分

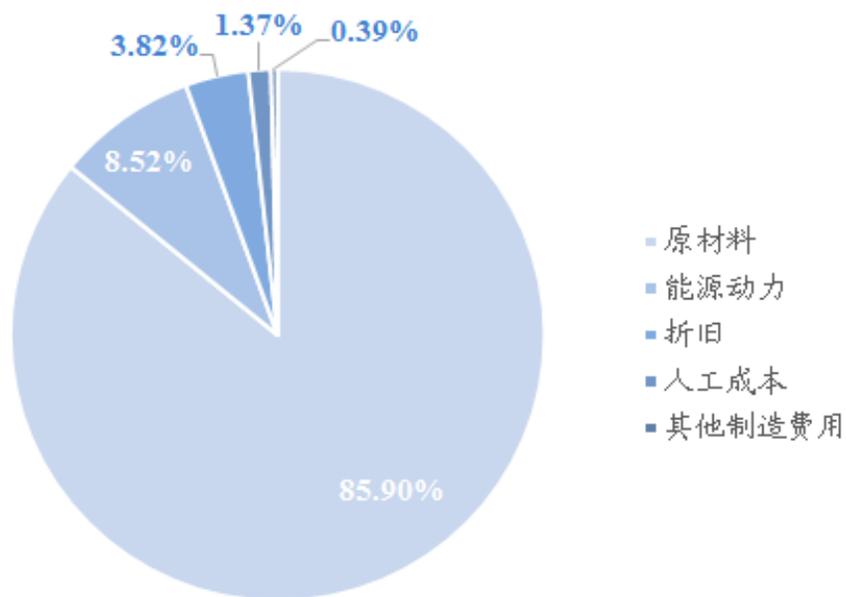
单位：元		2016	2017	2018	2019E	2020E			2021E	
公司		外废	外废	外废	外废	外废	外购废纸浆	自建废纸浆	外购废纸浆	自建废纸浆
山鹰纸业	外废/废纸浆比例	84%	73%	53%	32%	11%	4%	4%	4%	4%
	吨净利	97	577	692	374	-	-	-	-	-
	外废贡献吨成本优势	-	308	388	285	148	16	49	30	61
理文造纸	外废/废纸浆比例	98%	71%	51%	31%	14%	12%	-	12%	-
	吨净利	458	822	718	600	-	-	-	-	-
	外废贡献吨成本优势	-	297	373	277	177	49	-	87	-
玖龙纸业	外废/废纸浆比例	98%	69%	44%	24%	12%	-	5%	-	7%
	吨净利	261	582	420	237	-	-	-	-	-
	外废贡献吨成本优势	-	292	320	216	151	-	58	-	119
太阳纸业	外废/废纸浆比例					-	-	63%	-	55%
	吨净利					-	-	-	-	-
	外废贡献吨成本优势					-	-	313	-	330
国废价格		1250	2061	2652	2295	2500	2500	2500	3000	3000
外废/废纸浆价格		1250	1641	1922	1402	1200	2100	1400	2100	1400
内外废吨均价差（已含税）		-	420	730	893	1300	400	1100	700	1600

假设：20年预计进口外废配额较19年减少一半、龙头所获外废进口量同比例缩减；21年预计外废进口清零、国废相应提价至历史高位水平，我们预计国废20/21E达到2500/3000元，标红为预期龙头的成本优势（300美金外购、200美金自给）。太阳纸业废纸浆、半化学浆综合单吨成本20/21E为2000/2200元。

2.2 优势之二：能源、环保等配套设施优势

- 太阳纸业牛皮箱板纸生产中能源占比达到8.52%，是除原材料外占比最大的生产成本支出，龙头玖龙纸业、理文造纸及山鹰纸业均有配套自备电厂，单位能耗较行业实现成本节约。
- 山鹰纸业：公司2018年12月发行可转债用于湖北220万吨包装纸固废电厂建设，湖北外购电成本是0.555元/度，荆州热电联产项目自备电厂成本为0.341元/千瓦时，年供电量1034GWh，每年可节省电力成本2.26亿元。华中地区具有103元/吨成本优势，考虑公司自备电比例达80%，假定均与华中地区能耗节约相近，综合来看公司生产吨纸成本82元，今年可转债项目配套电厂完成可达90%以上，吨纸成本较行业获得93元的超额收益。
- 理文造纸：18年报告期内集团每生产一吨纸的综合能耗少于0.34吨标准煤，相比行业平均的0.60吨减少0.26吨煤，对应成本节约137元（采用当前标准煤单价526元/吨）；此外公司生产用水循环利用率达80%以上，吨纸排水量低于10立方米/吨，实现耗水量和排水量双低。同时，污水处理站通过循环流化床锅炉焚烧的废物所产生的能量用于造纸生产，不但不造成二次污染，还能节省能源消耗。能源和环保优势保障超额盈利能力。

图表17：牛皮箱板纸生产成本构成



2.3 从山鹰纸业19Q3单位盈利看龙头表现

■ 比对山鹰纸业逐季的业绩表现，19Q3公司箱板部分的扣非单吨净利基本已经降至150元/吨的水平，通过前面的分析我们认为箱板龙头的盈利已经于19Q3达到底部。

图表18：山鹰纸业盈利拆分一览

山鹰纸业	2017Q1	2017Q2	2017H1	2017Q3	2017Q4	2017H2	2017A	2018Q1	2018Q2	2018H1	2018Q3	2018Q4	2018H2	2018A	2019Q1	2019Q2	2019H1	2019Q3
归母净利(亿元)	4.33	3.93	8.26	6.06	5.83	11.89	20.15	6.05	11.01	17.06	6.11	8.87	14.98	32.04	4.58	4.67	9.25	3.99
YOY								40%	180%	107%	1%	52%	26%	59%	-24%	-58%	-46%	-35%
扣非净利(亿元)	4.30	3.75	8.05	5.99	5.97	11.96	20.00	4.89	9.97	14.86	4.53	7.38	11.91	26.77	3.45	4.61	8.05	2.74
其中:包装业务	0.23	0.23	0.46	0.27	0.60	0.87	1.79	0.21	0.19	0.40	0.20	1.30	1.50	1.90	0.05	0.35	0.40	0.10
其中:折旧政策改变带来	0.64	0.64	1.28	0.51	0.50	1.01				-								
其中:坏账准备转回带来								0.45	0.32	0.77	-0.19	-0.01	-0.20	0.57				
其中:北欧纸业					0.44	0.44	0.44	0.70	0.81	1.51	0.28	0.66	0.94	2.45	0.90	0.78	1.68	0.84
其中:凤凰纸业												3.49	3.49	3.49				
(国内箱板瓦楞纸)归母净利(剔除并表、坏账)	4.10	3.70	7.80	5.79	4.79	10.58	17.92	4.70	9.68	14.38	5.82	3.43	9.25	23.63	3.63	3.54	7.18	3.05
YOY								15%	162%	84%	1%	-28%	-13%	32%	-23%	-63%	-50%	-54%
(国内箱板瓦楞纸)扣非净利(剔除并表、坏账)	4.07	3.52	7.59	5.72	4.93	10.65	17.77	3.53	8.64	12.18	4.24	5.43	9.67	21.85	2.50	3.48	5.98	1.80
YOY								-29%	114%	38%	-39%	-72%	-9%	-17%	-36%	-65%	38%	-66%
预计总销量(万吨)	70	99	169	90	95	185	354	108	120	228	115	117	232	461	103	118	221	127
其中:国内箱板瓦楞纸销量	70	99	169	90	90	181	350	102	113	215	110	110	220	435	95	112	207	120
其中:北欧纸业销量					4.17	4.17	4.17	6	8	14	5	7	12	26	8	6	14	7
其中:凤凰纸业销量																		
吨净利(总,元)	586	374	462	643	551	596	519	541	898	729	514	645	1159	654	440	365	400	240
吨扣非净利(总,元)	582	355	449	635	565	599	514	434	811	633	377	519	895	540	330	360	346	184
吨净利(国内箱板瓦楞纸,元)	586	374	462	643	532	585	512	460	858	669	529	312	841	544	382	316	347	254
YOY								-21%	129%	45%	-18%	-41%	44%	6%	-17%	-63%	-48%	-57%
吨扣非净利(国内箱板瓦楞纸,元)	582	355	449	635	548	589	508	346	765	567	386	494	880	503	263	311	289	150
YOY								-40%	142%	36%	-36%	-70%	49%	-15%	-29%	-67%	-49%	-68%
吨净利(北欧纸业,元)					1055	1055		1167	1069	1113	560	890	1450	942	1125	1329	1211	1200
吨净利(凤凰纸业,元)																		

注：19Q3为预估数据

第三章：关注具有纤维原料布局优势的标的

3.1 原料建设：太阳纸业vs箱板龙头的纤维布局

■ 从后期长纤维原料布局的角度来看四家企业：太阳纸业最具前瞻意识，高自给率保证其成本优势，山鹰、玖龙建设紧随其后。

太阳纸业：50万吨半化学浆及木屑浆已于2018年底正常运转，老挝40万吨再生浆于19年年中投产，邹城20万吨本色浆预计于2020年中投产。

玖龙纸业：19年9月马来西亚收购48万吨再生浆产能已正常运转后加北美地区布局已有69万吨再生浆布局，预计2020年中Rumford、Biron、Fairmont50万吨再生浆投产，2021年Fairmont将有6万吨再生浆投产。

山鹰纸业：2020年初预期将有加拿大一工厂15万吨再生浆供给，北美凤凰纸业12万吨再生浆线预计20H1投产。同时与战略合作伙伴签订年供30万吨再生浆协议，预计20年初开供。

理文造纸：与缅甸企业签订2019年7月1日-2021年12月31日，年均采购68万吨再生浆产品协议。

关注上游前瞻布局标的：山鹰纸业、玖龙纸业、太阳纸业。

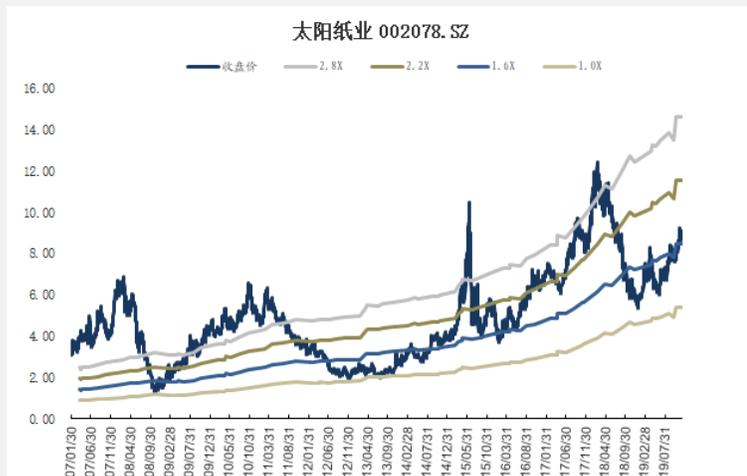
图表19：未来龙头上游投产进度一览

公司	总供给	新增产能	投产时间	2020年自给率	2021年自给率
玖龙纸业	北美、马来西亚 再生浆：69万吨	Biron再生浆24万吨	2020	5%	8%
		Fairmont再生浆6万吨	2020		
		Fairmont再生浆6万吨	2021		
		Rumford再生浆20万吨	2020		
太阳纸业	老挝40万吨再生浆 国内40万吨半化学浆 10万吨木屑浆	邹城20万吨本色浆	2020	63%	55%
山鹰纸业	年供30万吨再生浆协议	加拿大15万吨再生浆 凤凰纸业12万吨再生浆	2020 2020H1	4%	4%
理文造纸	年供68万吨再生浆协议	-	-	-	-
景兴纸业	-	马来西亚80万吨再生浆	2021	-	12%

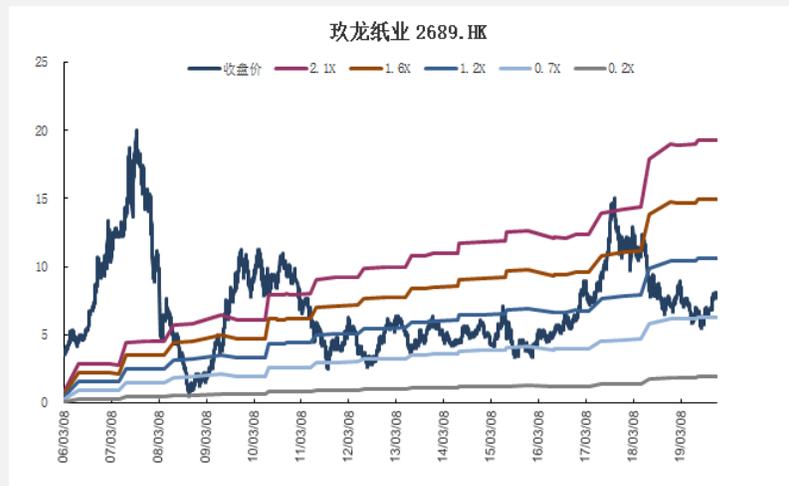
3.2 估值水平：箱板企业估值相对处于较低水平

■ 从估值水平来看，箱板企业较太阳纸业的相对优势更为明显，尤其是山鹰纸业处于历史估值的极低水平，叠加基本面预期19Q3已经触底边际出现企稳向上，重点关注。

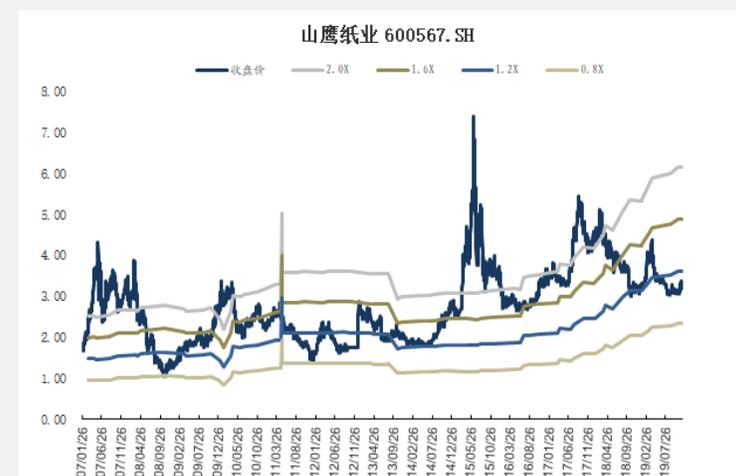
图表20：太阳纸业PB-BAND



图表21：玖龙纸业PB-BAND



图表22：山鹰纸业PB-BAND



3.3 重点关注箱板龙头山鹰纸业

- 山鹰介绍:** 山鹰纸业股份有限公司成立于1999年，2013年吉安集团借壳上市，与山鹰进行了重大资产重组，公司控股股东由马鞍山国资委变更为泰盛实业，实际控制人为吴明武先生。资产重组完成后，公司产能规模及内部管理均大幅改善，产能一举增加至225万吨，成为国内第三大箱板纸公司。目前国内唯一一家集再生纤维回收、造纸、包装、印刷、贸易、物流、投融资等为一体的国际化纸业，造纸及包装印刷规模位居全国前列。
- 国内箱板瓦楞纸:** 造纸产业为公司主营业务。公司在海内外拥有9家造纸基地，原纸年产量高达460万吨，年规划产能规模将接近600万吨，是国内工业包装用纸龙头企业。
- 北欧纸业:** 2017年10月，公司用长期贷款和自有资金出资24亿瑞典克朗现金（约合19.52亿元人民币）收购北欧纸业全部股权。有利于公司进入高盈利的特种纸细分领域，增加防油纸、特种牛皮纸、高强度纸袋纸等新纸种以完善产品结构。2019年上半年北欧纸业贡献利润1.68亿（+11.26%），表现优良。
- 凤凰纸业:** 2018年7月，公司通过全资子公司出资1600万美元购买凤凰纸业全部股权。于2019年投入4200万美元对现有部分设备进行修复，已于5月修复完成，同时日前已完成再生浆技改，合计拥有36万吨高端牛卡纸和12万吨再生浆产能。此次收购有利于公司在北美落地生产基地，打开北美包装纸市场，同时缓解外废压力，保证原料供应。
- 废纸回收:** 公司回收纤维产业的主体承载者为环宇国际，同时于2018年收购欧洲地区最大的废纸贸易商之一WPT，废纸供应较为稳定。采购废纸主要用作山鹰原材料供给和对外贸易，保障原料供给的同时进一步降低了生产成本。
- 包装业务:** 公司以客户为中心，提供包装整体解决方案。截至2018年末，公司拥有23家包装印刷企业，年产量超过12亿平方米。

图表23: 山鹰纸业财务数据一览

百万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
营业收入	3983.75	4143.45	6578.06	7735.39	9787.00	12134.81	17469.68	24366.54	11169.85
YOY	6.34%	4.01%	58.76%	17.59%	26.52%	23.99%	43.96%	39.48%	-6.56%
造纸业务						8748.42	12576.19	18593.93	8057.83
YOY						-	43.75%	47.85%	-15.10%
占比						72.09%	71.99%	76.31%	72.14%
毛利率						18.50%	26.29%	26.59%	24.32%
销量(万吨)						363.00	353.61	460.63	221.34
单价(元)						2410.03	3556.52	4,036.65	3640.48
包装业务						2689.42	3649.39	4369.17	2004.07
YOY						-	35.69%	19.72%	-4.43%
占比						22.16%	20.89%	17.93%	17.94%
毛利率						12.13%	15.21%	13.22%	12.43%
销量(亿平)						11.59	11.70	12.18	5.88
单价(元/平)						2.32	3.12	3.59	3.41
废纸业务(贸易/商品流通)						487.46	833.15	1053.88	774.91
YOY						92.71%	70.92%	26.49%	339.89%
占比						2.00%	4.77%	4.33%	6.94%
毛利率						1.19%	5.20%	3.19%	3.07%
毛利率	11.49%	12.37%	16.87%	16.77%	18.35%	16.36%	23.01%	23.05%	20.36%
销售费用率	4.01%	4.17%	4.30%	4.76%	5.21%	4.89%	3.98%	3.96%	3.87%
管理费用率	3.38%	3.86%	4.47%	4.56%	4.57%	4.09%	3.56%	5.94%	7.25%
财务费用率	3.89%	4.73%	5.50%	6.39%	6.35%	4.52%	3.52%	3.03%	2.51%
归母净利润	36.22	-27.98	207.87	109.95	209.06	352.80	2014.52	3203.86	925.16
YOY		-177.26%	-842.88%	-47.11%	90.15%	68.76%	471.00%	59.04%	-45.77%
净利率	0.91%	-0.68%	3.16%	1.42%	2.14%	2.91%	11.53%	13.15%	8.28%
应收账款	413.21	509.83	1165.19	1323.70	1446.43	1544.82	2207.76	2944.91	2851.70
短期借款	1265.55	1494.75	6065.09	6496.64	6437.43	5385.54	5038.95	9194.29	11420.45
长期借款	639.08	1608.64	2103.14	1608.75	1003.10	817.70	1959.56	3645.41	4889.48
有息负债	1904.63	3103.38	8168.23	8105.39	7440.54	6203.24	6998.51	12839.71	16309.93
经营性现金流净额	-206.12	4.95	860.37	1441.63	1383.39	942.93	2779.87	3248.00	547.90
投资性现金流净额	-470.91	-598.22	-1802.18	-1126.10	-614.23	-1764.73	-3048.48	-4457.10	-864.70
资本开支	482.75	647.53	453.28	1331.41	359.11	1021.34	794.30	1680.25	1477.59
ROE	1.22%	-0.95%	3.53%	1.85%	3.42%	4.21%	19.43%	24.31%	6.68%

3.3 重点关注箱板龙头山鹰纸业

■ **发布可转债现金流量充裕，资本开支规划、产能投放进展有序：**山鹰逆势加快各项目布局，目前公司有包括包装纸、造纸产能建设、发电、固废利用、环保等8大项目持续在建，预计19Q4-20Q1华中山鹰产能相继释放，考虑满产下20年产量总增量达200万吨；同时公司三季度收购中山中健包装公司70%股权，年均资本开支约30亿。与此对应，公司采取贷款、发债（2018年发行22.8亿可转债、2019年发行18亿可转债预案并获证监会批准）、使用自有资金等多种方式保障资金投入，资金链稳定。

图表24：山鹰纸业资产负债一览

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1-Q3
应收账款	396.40	413.21	509.83	1165.19	1323.70	1446.43	1544.82	2207.76	2944.91	2925.87
短期借款	1492.59	1265.55	1494.75	6065.09	6496.64	6437.43	5385.54	5038.95	9194.29	11884.77
长期借款	736.69	639.08	1608.64	2103.14	1608.75	1003.10	817.70	1959.56	3645.41	4251.07
有息负债	2229.28	1904.63	3103.38	8168.23	8105.39	7440.54	6203.24	6998.51	12839.71	16135.84
经营性现金流净额	322.60	-206.12	4.95	860.37	1441.63	1383.39	942.93	2779.87	3248.00	2371.26
投资性现金流净额	-55.39	-470.91	-598.22	-1802.18	-1126.10	-614.23	-1764.73	-3048.48	-4457.10	-1117.20
可转债获得的资金	-	-	888.55	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2280.65	将发行18亿可转债
资本开支	349.75	482.75	647.53	453.28	1331.41	359.11	1021.34	794.30	1680.25	2025.84

图表25：山鹰纸业可转债详情

年份	初始转股价格	募资项目名称	项目投资总额 (万元)	本次募集资金拟投入金额 (万元)
2019	3.30	爱拓环保能源(浙江)有限公司造纸废弃物资源综合利用项目	108,195	78,000
		公安县杨家厂镇工业园固废综合利用项目	56,930	40,000
		山鹰国际控股股份公司资源综合利用发电项目	77,618	68,000
		合计	242,743	186,000
2018	3.34	公安县杨家厂镇工业园热电联产项目	181,572	130,000
		年产220万吨高档包装纸项目(三期)	132,134	100,000
		合计	313,706	230,000

图表26：山鹰纸业在建工程及预期投入

	项目名称	预算数(亿元)	工程累计投入占预算比例	预计未来所需投资金额(亿元)				资金来源	
				总计	2019	2020	2021	2022	贷款
在建工程	华中纸业220万吨高档包装纸项目	78.42	72.63%	21.46	-	-	-	-	金融机构贷款和其他来源
	研发中心及运营总部办公用房	8.80	100.00%	0.00	0.00	0.00	0.00	-	金融机构贷款和其他来源
	臻祥酒店工程	1.84	47.76%	0.96	-	-	-	-	金融机构贷款和其他来源
	海盐污水处理及环保扩建安装工程	2.00	32.51%	1.35	-	-	-	-	金融机构贷款和其他来源
	海盐造纸生产线三期工程	27.74	6.13%	26.04	0.03	8.31	14.93	2.77	19.39 8.31
	凤凰纸业厂房设备改造工程	4.26	165.92%	0.00	-	-	-	-	-- 2.83
	山鹰国际控股股份公司资源综合利用发电项目	7.76	3.04%	7.53	2.80	3.95	0.78	-	0.73 拟使用可转债募
	爱拓环保能源(浙江)有限公司造纸废弃物资源综合利用项目	10.82	9.94%	9.74	1.47	4.05	2.81	1.41	1.94 拟使用可转债募
	公安县杨家厂镇工业园固废综合利用项目	5.69	/	4.00	-	-	-	-	0.00 拟使用可转债募
	合计	147.33	/	71.08					18亿可转债落地
股权投资	中山中健环保包装股份有限公司70%股权	1.31-1.87				1.31-1.87			

3.3 重点关注箱板龙头山鹰纸业

- **包装业务体量仍偏小，成长大有可为：**公司于2019年9月通过收购中山中健环保包装股份有限公司70%股权，提升消费电子等高毛利、高客户粘性行业的市场份额，同时在广东省肇庆市设立全资子公司山鹰纸业（广东）有限公司，深化公司在华南区域的协同布局，进一步扩充包装版图。山鹰纸业是目前行业内成功实现产业链下游延伸至包装的箱板瓦楞纸企业，和国际巨头发展路径相同，如国际纸业已实现80%自产箱板瓦楞原纸用于企业包装，山鹰纸业目前下游包装板块体量仍然较小，只占到自身箱板纸产量的1/5，2018年包装业务营收约40亿，未来持续推进下游纸箱的生产，成长可期。
- **控股云印赋能中小产能，建立产业互联生态平台：**公司于今年上半年控股云印技术，通过云印微供互联网开放平台的运营和整合，力推公司资源与平台合作伙伴的共享，与平台合作伙伴共同服务区域市场，以SAAS数据工具为载体赋能平台合作伙伴，目前GMV已达20亿以上，二级厂三级厂在平台上形成新的生态，实现市场份额的加速整合。
- **结合公司未来成长性及当前显著低估的市值，重点关注！**
- **风险提示：**原材料价格波动，产品价格下跌风险，产能投放不及预期，产业互联平台推进不达预期

图表27：云印公司活跃用户数量及网站成交金额（GMV）情况

时间	2017	2018	2019H1
活跃用户数（户）	约5000	约10000	约20000
GMV	约300万元/月	约4800万元/月	约18000万元/月
主营业务收入	2380万元	3323万元	2592.93万元
服务范围	主要服务于中小企业商务印刷服务	服务范围逐步拓展	主要服务于大中小企业印刷、设计、包装等一体化的解决方案，和面向纸行业参与企业及从业者提供在线交易服务及配套增值服务的智能服务平台

第四章：风险提示

- **原材料价格波动：**废纸价格超预期波动影响企业盈利水平
- **产品价格下跌风险：**需求不达预期、供给超预期，导致箱板瓦楞纸价格下滑
- **产能投放不及预期：**设备调试等风险使产能投放推迟，影响总体经营业绩
- **政策调控超预期：**废纸进口限制调控超预期，致使龙头提前失去配额缺乏优势外废原料

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>

东吴证券财富家园