

# 把握高端箱板格局优化红利

浙商轻工 史凡可/马莉/傅嘉成  
2021年3月

姓名	史凡可	马莉	傅嘉成
邮箱	shifanke@stocke.com.cn	mali@stocke.com.cn	fujiacheng@stocke.com.cn
电话	18811064824	18601049122	13161688452
证书编号	S1230520080008	S1230520070002	S1230120060011

- **本轮周期关注格局优化，预期价格仍有温和提涨空间。** 复盘本轮箱板纸价格周期，我们认为核心矛盾在于原料约束下的供给侧改革，建议聚焦格局优化。在当前供需紧平衡、竞争格局优化的情况下，判断纸价仍有温和提涨空间。
- **龙头纸企底层利润抬升，中期PE/PB向上。**（1）供给：外废清零加速行业供给侧改革，龙头产能利用率预计持续优于行业，21年新增产能落地较少，中期份额集中逻辑通顺。（2）需求：箱瓦淡季不淡，预计下半年环比更佳，看好下游需求持续复苏带来的行业景气。（3）原料：外废清退支撑国废价格维持较高位置，龙头再生浆产能持续爬坡，预计短期内原料维持高位。（4）吨净利：与箱板、瓦楞景气周期匹配，龙头抗周期实力更强。长期来看，各龙头的PE、PB均处于历史中枢水平。我们认为，废纸浆布局带来的格局优势必将中期抬升箱板龙头的底部利润安全边际，看好具备原料自产优势的龙头长期投资价值。
- **本轮关注原料约束&格局优化。**（1）外废清零后以美废为代表的优质长纤维获取难度增加，推动高端箱板竞争格局向具备优质长纤维获取能力的龙头集中。根据与产业沟通，我们判断高端箱板格局集中（CR4约达80%）且产业壁垒较高，依赖高端原材料且纸机、工艺要求高。（2）限塑令催化高端包装纸需求，或将带来75-100万吨高端箱板需求增量。
- **再生浆布局是企业盈利胜负手。**（1）箱板龙头盈利逐季改善：复盘20年箱板瓦楞的价格走势。20Q1疫情下供给短缺；20Q2需求较弱、产业链去库，纸价持续下跌至谷底，对应箱板企业20Q2达本轮周期的单位盈利低点，Q3起需求修复、浆纸价格提涨，龙头盈利逐季改善。（2）盈利改善主要源于高端箱板纸：20年下半年起高端箱板纸提涨高于行业；高端箱板纸生产依赖外废浆或木浆，自给外废浆较国废和木浆相比成本优势明显，龙头拥有海外废纸浆布局，拉动盈利逐季改善。（3）高端箱板胜负手在于海外废纸浆布局：外废清零后废纸浆成为龙头替代途径，预期21年龙头公司废纸浆供给达600万吨。
- **左侧把握高端箱板景气，推荐山鹰国际。**（1）原材料布局优势：21年公司掌握150万吨再生浆产能，满足自身长纤维原料需求；且子公司具备废纸回收渠道，成本领先优势持续强化。（2）原纸产能有序扩张：国内造纸年产能已达600万吨（Q4销量达约163万吨）。随广东肇庆、浙江海盐、湖北华中基地分别新增100万吨、77万吨、30万吨箱板产能落地，至21、22年底公司产能将超700、800万吨，成长路径清晰。（3）自备电优势：当前公司自备电比例74%，2021年固废电厂投入使用后，自备电比例达到90%，吨纸电力成本降低约20-30元/吨。
- **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

# 目录

CONTENTS

- 01 箱板价格历史周期
- 02 龙头纸企历史周期
- 03 本轮关注原料约束&格局优化
- 04 再生浆布局是企业盈利胜负手
- 05 推荐全产业链布局的优质标的
- 06 风险提示

# 01

## 箱板价格历史周期

### □ (08-12年) 第一轮周期核心：全球经济向上提振

- 2008-2009年，金融危机，需求迅速回落，供给端调整滞后，产能过剩，行业被动补库存；
- 2009-2010年，多项经济刺激政策，提振下游需求，价格回升显著，行业产能建设进入高峰；
- 2011-2012年，刺激政策逐步消化，需求回归常态，而产能正处建设投放阶段，产业供大于求，价格走弱。

### □ (12-19年) 第二轮周期核心：国内供给侧改革主导

- 2012-2016年，产能进入释放阶段，行业供给过剩导致纸价低迷，小企业出清，行业处于被动去库存阶段。
- 2016-2017年，供给侧改革以及环保压力的提升，部分产能关停，行业供给下滑，而库存长期低位，导致纸价大幅上涨，进入主动补库存阶段。
- 2018-2019年，贸易战拖累下游需求不振，叠加原料成本高位，纸企盈利普遍下滑，行业被动补库存，中小企业陆续出清。

### □ (20年至今) 第三轮周期核心：供给延续出清，全球经济修复

- 2020年以来，疫情期间全球经济受挫，随后各国流动性释放，疫后中国、海外经济接连复苏，下游需求回暖。叠加全球部分中小产能疫情期间进一步出清，商品格持续攀升。

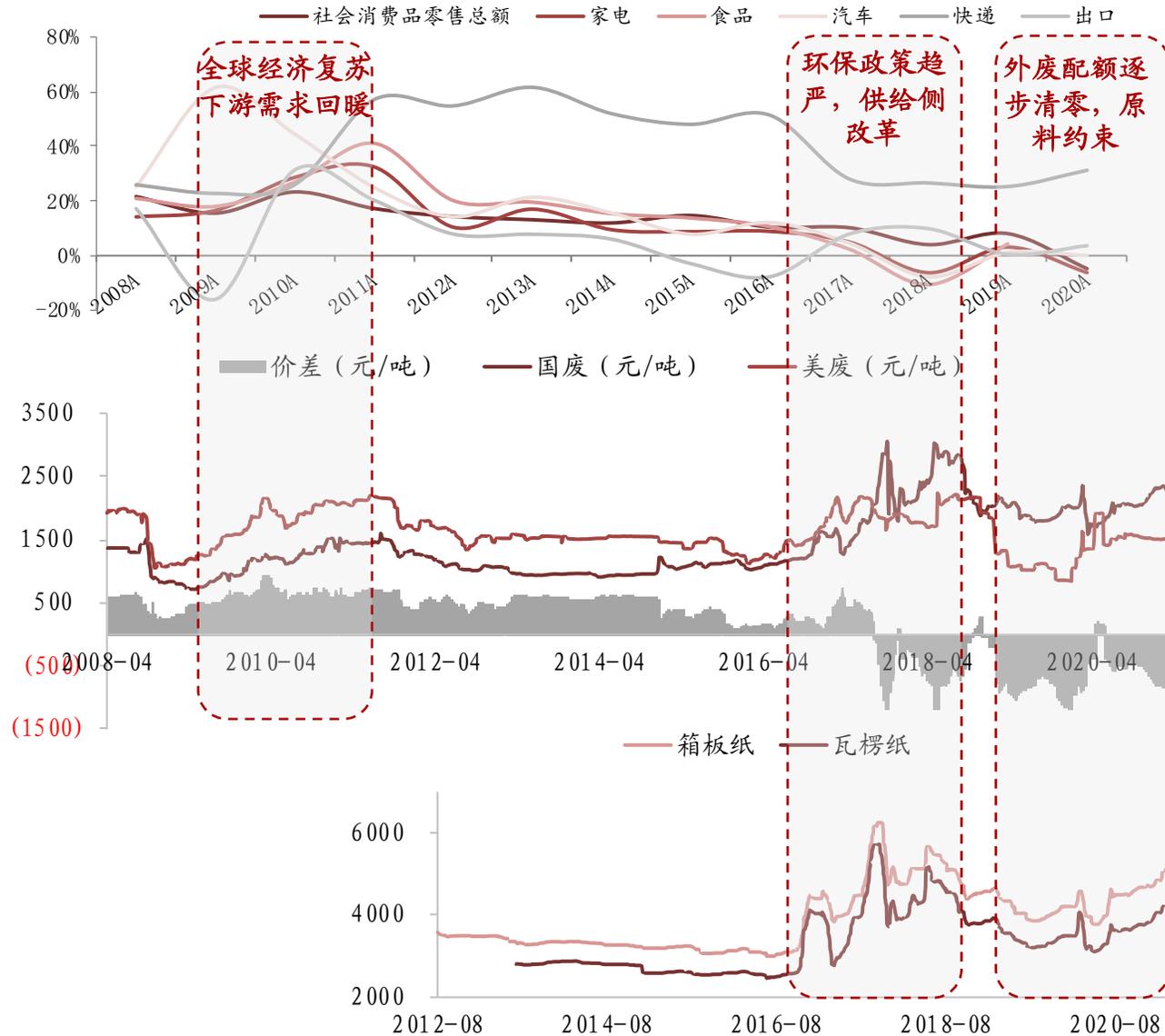
图：造纸工业PPI（上年同月=100）



图：纸及纸板库存较年初增长（%）



图：箱板、瓦楞价格复盘



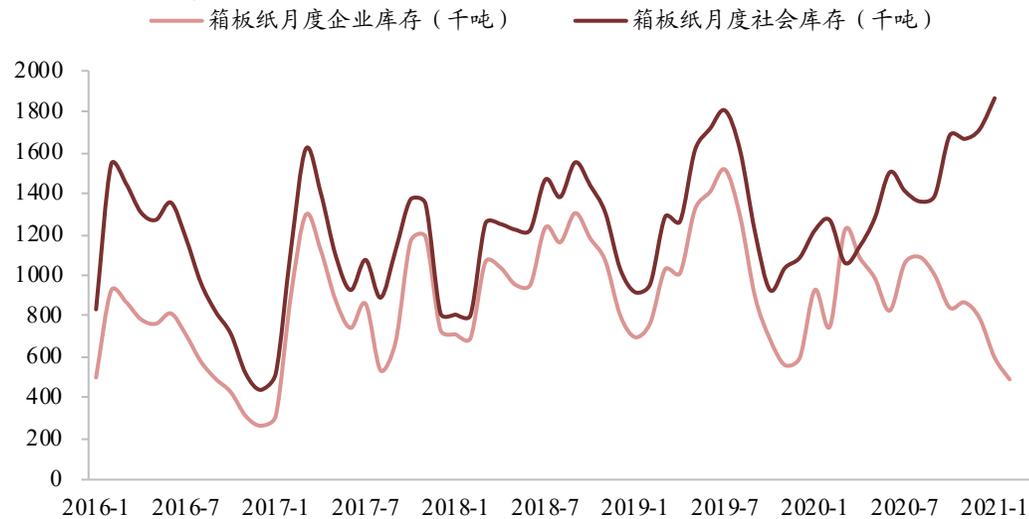
数据来源：Wind, 卓创资讯, 浙商证券研究所

复盘本轮箱板价格周期，我们认为核心矛盾在于原料约束下的供给侧改革，**建议聚焦格局优化：**

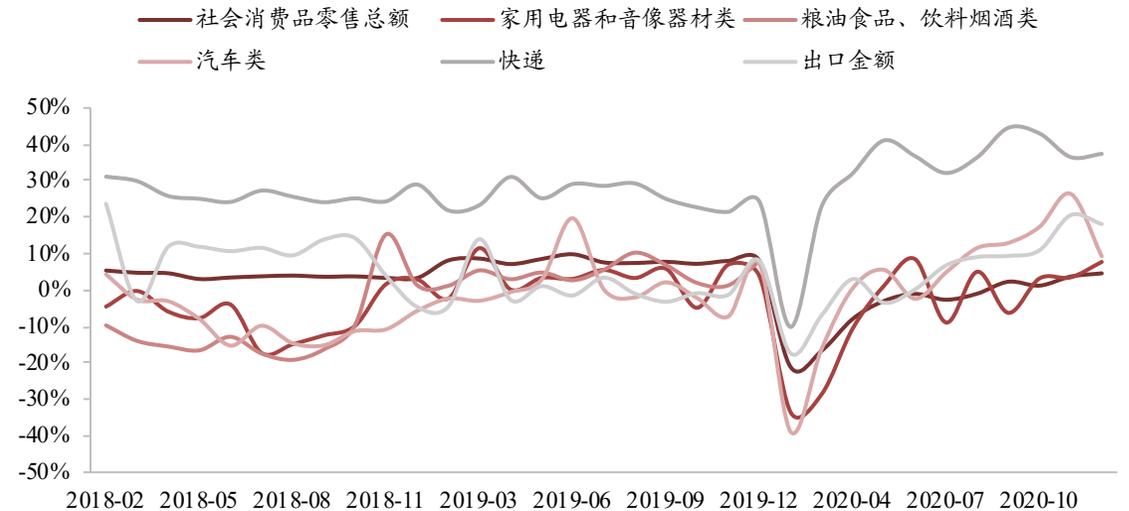
- **2017-2019年：环保政策趋严，供给侧改革。**环保政策陆续落地，排污许可证核发限制、固废进口限制等多重政策加速落后中小产能出清，供给收紧下纸价抬升。
- **2019年至今：原材料约束，行业格局向龙头集中。**外废逐步清退，原材料供给产生缺口龙头依托较早的海外废纸浆厂布局赢得成本、原材料质量双重优势，份额进一步向龙头集中，纸价进入上行区间。

- **宏观修复，需求复苏。**箱板瓦楞纸的下游需求以家电、食品、汽车、快递等社零和出口需求为主。疫后社零、出口明显修复，分别于20年的9月、7月同比转正。
- **进入主动补库周期。**20年疫情影响下，全球经历了一轮产能和库存的出清。从跟踪数据来看，20年4月起箱板纸企业、社会库存分化，企业库存逐渐走低、社会库存略有增长，企业走货通顺、下游对纸价提涨有预期。

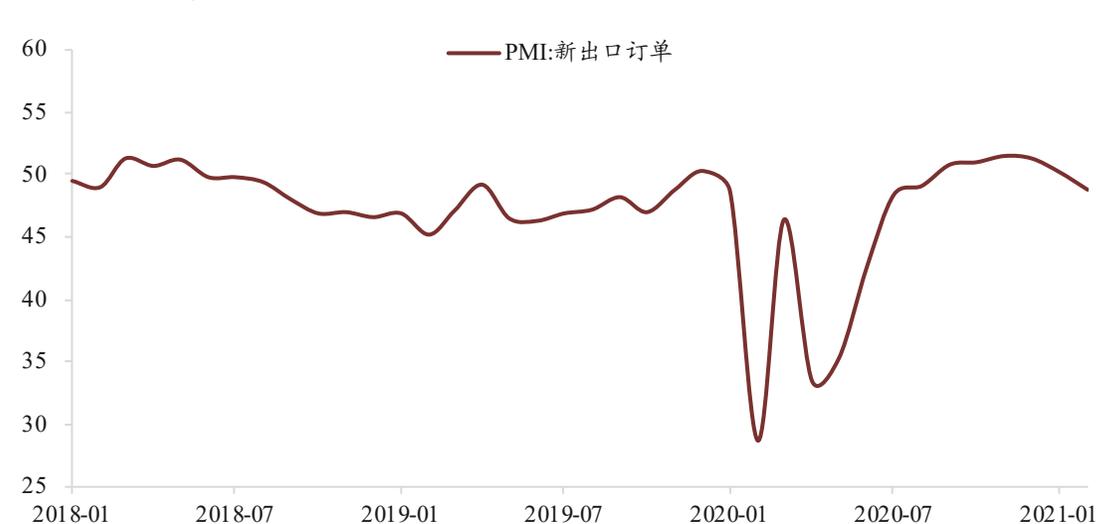
图：箱板纸库存



图：社零指标增速



图：出口订单PMI



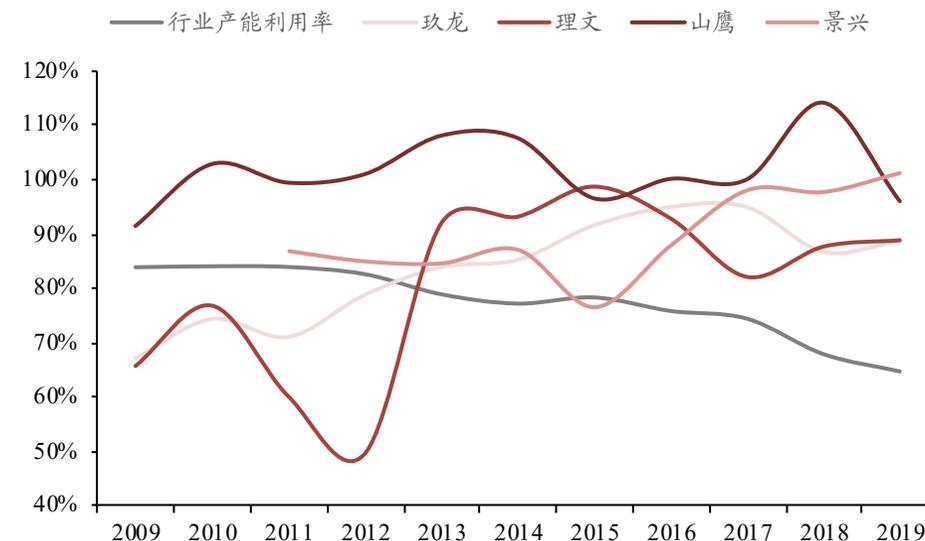
- 箱板瓦楞产销量20Q2开始向上：**20Q1受疫情影响产销均出现负增长。20Q2国内复工及需求修复，20Q2的产销量同比增长14.04%、17.67%；20Q3国内消费强势回补，产销量大幅增长16.84%、23.07%；预期21Q1起海外需求复苏或有拉动。
- 龙头企业产能利用率高于行业：**上一轮周期中龙头企业的产能利用率较行业平均基本持平。16年供给侧改革以来虽然产业的表观产能仍然客观、但产能利用率逐渐走低（中小灰色产能出清导致有效供给缩减）；龙头企业底部利润抬升、趁势洗牌，产能利用率持续提升至90%以上水平，市场份额实质加速向龙头企业集中。
- 21Q1箱板价格淡季不淡：**截止3月26日，箱板、瓦楞价格分别为5110、4108元/吨，较年初增长8.9%、6.8%，处于历史54%、45%分位。站在当前视角，我们认为下游需求超预期复苏、竞争格局优化的情况下，纸价仍有温和提涨空间。

图：箱板纸生产量、消费量（单位：万吨）



注：2019年及以前年度数据采用中国造纸业协会，2020年季度数据采用卓创资讯来源。  
 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：行业与龙头产能利用率



注：各公司产能、产量披露口径不一，其中玖龙、理文以销量代替产量计算（产销基本平衡）。

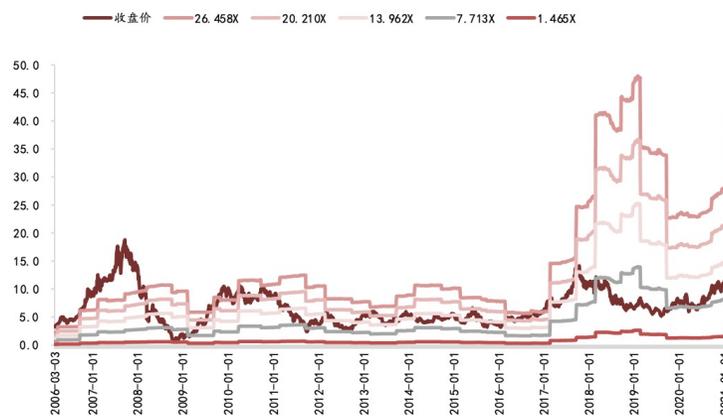
数据来源：公司公告，中国造纸协会，卓创资讯，浙商证券研究所

# 02

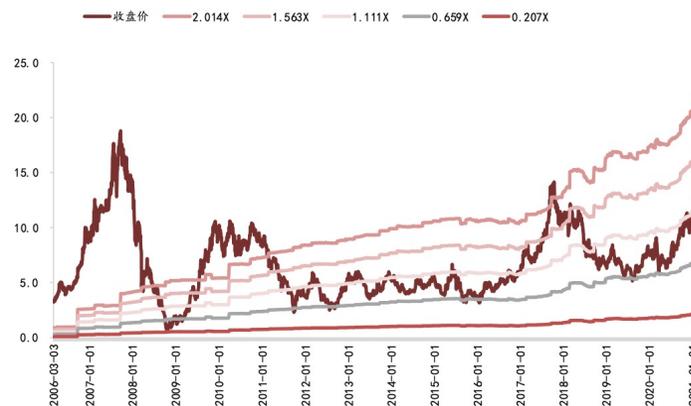
## 龙头纸企历史周期

- **供给：**外废清零加速行业供给侧改革，龙头产能利用率预计持续优于行业，21年新增产能落地较少，中期份额集中逻辑通顺。
- **需求：**箱瓦淡季不淡，预计下半年环比更佳，看好下游需求持续复苏带来的行业景气。
- **原料：**外废清退支撑国废价格维持较高位置，龙头再生浆产能持续爬坡，预计短期内原料维持高位。
- **吨净利：**与箱板、瓦楞景气周期匹配，龙头抗周期实力更强。
- 长期来看，各龙头的PE、PB均处于历史中枢水平。我们认为，废纸浆布局带来的格局优势必将中期抬升箱板龙头的底部利润安全边际，看好具备原料自产优势的龙头长期投资价值。

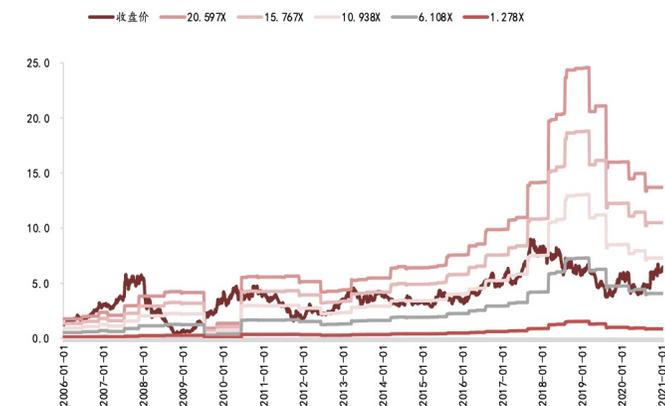
图：玖龙纸业PE-Band



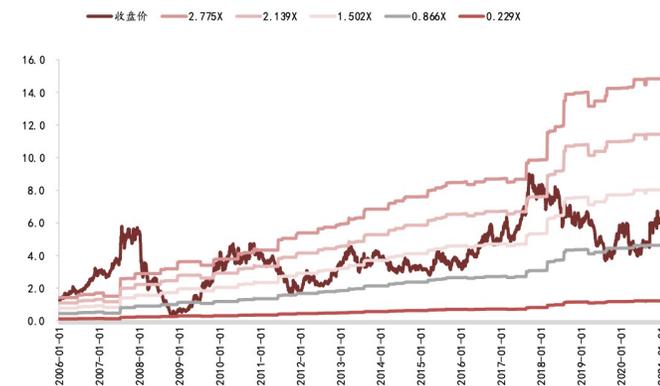
图：玖龙纸业PB-Band



图：理文造纸PE-Band



图：理文造纸PB-Band



表：龙头纸企吨净利

玖龙纸业	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021H1
产能(万吨/年)	705	785	865	1070	1130	1240	1303	1333	1370	1370	1500	1590	1730	1757
产量(万吨/年)*	430	527	643	760	890	1040	1110	1220	1300	1300	1300	1410	1530	860
产能利用率	60.99%	67.13%	74.34%	71.03%	78.76%	83.87%	85.19%	91.52%	94.89%	94.89%	86.67%	88.68%	88.44%	97.89%
销量(万吨)	430	527	643	760	890	1040	1110	1220	1300	1300	1300	1410	1530	860
吨毛利(元/吨)	668	446	609	556	487	443	432	387	447	638	925	599	590	751
吨净利(元/吨)	441	308	340	262	163	152	161	119	88	337	604	274	272	466
吨净利(不包括汇兑,元/吨)	391	313	340	243	137	132	157	116	219	359	611	285	290	452
*产量未披露以销量替代(产销基本平衡),吨净利=净利润/总销量														
理文造纸	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	
产能(万吨/年)	376	455	455	605	635	523	526	537	598	672	698	708	708	
产量(万吨)*	265	300	350	365	316	481	490	530	556	552	612	629	278	
产能利用率	70.35%	65.85%	76.92%	60.30%	49.76%	91.99%	93.23%	98.75%	92.93%	82.19%	87.74%	88.92%	78.59%	
销量(万吨)	265	300	350	365	316	481	490	530	556	552	612	629	278	
吨毛利(元/吨)	679	295	668	558	517	461	473	508	583	1056	872	588	694	
吨净利(元/吨)	486	89	457	420	347	324	307	353	440	792	672	453	427	
吨净利(不包括汇兑,元/吨)	484	89	458	256	348	230	308	569	770	548	797	635	813	
*产量未披露以销量替代(产销基本平衡),吨净利=净利润/总销量														
山鹰国际	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	
产能(万吨/年)	-	90	90	90	100	225	225	305	354	358	406	494	545	
产量(万吨)	63	82	92	89	101	243	242	294	354	358	463	474	199	
产能利用率	-	91.28%	102.73%	99.29%	100.87%	108.00%	107.56%	96.39%	100.00%	99.91%	114.09%	95.87%	73.03%	
销量(万吨)	61	82	100	88	101	236	235	142	281	354	461	476	199	
吨毛利	657	522	517	521	509	470	552	1262	706	1136	1220	733	844	
吨净利(元/吨)	7	72	185	41	-28	88	47	69	97	569	696	286	252	
吨净利(剔除包装业务,元/吨)	-56	1	155	32	-73	64	46	58	86	532	654	270	252	
景兴纸业	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	
产能(万吨/年)				109	109	117	118	145	142	142	142	142	142	
产量(万吨)				95	93	99	103	111	125	139	139	144	63	
产能(万吨/年)-包装				109	109	117	117	145	135	135	135	135	135	
产量(万吨)-包装				95	93	99	103	111	125	134	134	139	61	
产能利用率				86.82%	84.92%	84.56%	87.06%	76.40%	87.89%	98.16%	97.83%	101.35%	44.39%	
销量(万吨)				89	90	97	97	109	123	133	133	139	57	
吨毛利(元/吨)				539	450	369	370	353	415	829	563	416	370	
吨净利(元/吨)				140	17	13	12	11	260	494	252	136	193	
*吨净利=净利润/总销量														
太阳纸业						2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	
产能(万吨/年)									80	80	160	160		
产量(万吨)									21	70	82	125		
产能利用率									26.11%	87.04%	51.05%	78.06%		
销量/万吨									19.41	66.85	78.97	128.02		
毛利润(百万)									110	476	297	634		
吨毛利(元/吨)									567	712	376	495		

# 03

**本轮关注原料约束  
&格局优化**

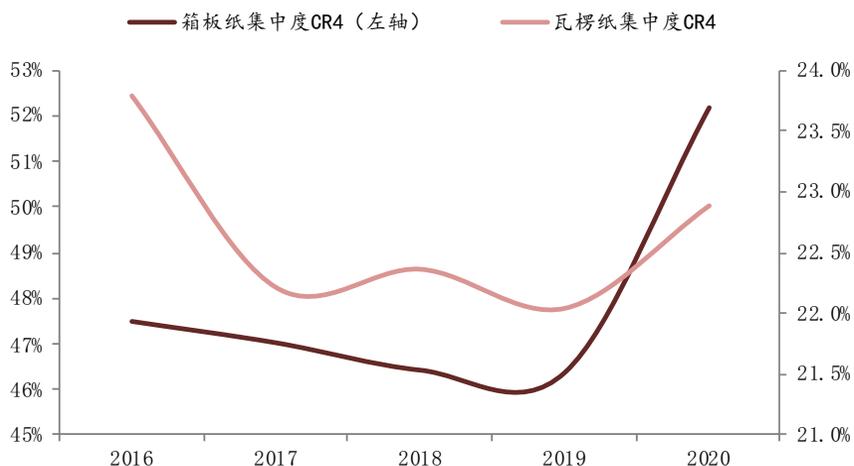
### □ 原材料约束供给，高端箱板格局更优。

- 外废尤其是美废的纤维质量优于国废，是高端箱板纸的必备原料（高端箱板在箱板的比例约为40%、面纸为主）。外废清零后以美废为代表的优质长纤维获取难度增加，推动高端箱板的竞争格局向具备长纤维获取能力的龙头进行集中。

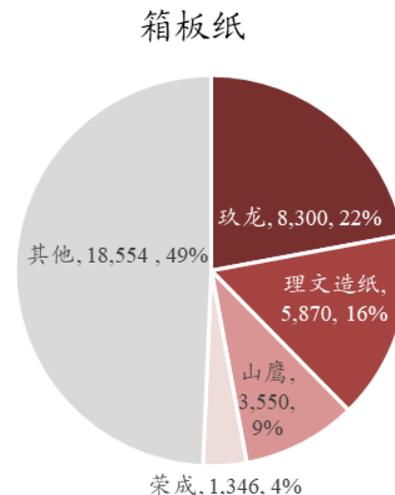
### □ 高端箱板CR4达80%，产业壁垒较高

- 箱板纸格局优化快于瓦楞纸：**根据卓创数据，2020年箱板纸、瓦楞纸产能分别为3990万吨、3317万吨，2020年箱板纸、瓦楞纸CR4分别达52.2%、22.9%，较2019年提升5.8pct、08pct；箱板纸格局更优、且优化速度明显快于瓦楞纸。
- 高端箱板CR4达80%，产业壁垒较高：**根据产业沟通，我们判断高端箱板结构集中，CR4约达80%。高端箱板纸产业壁垒较高，一方面是对高端原材料的依赖程度、另一方面是对高端纸机和工艺的要求。

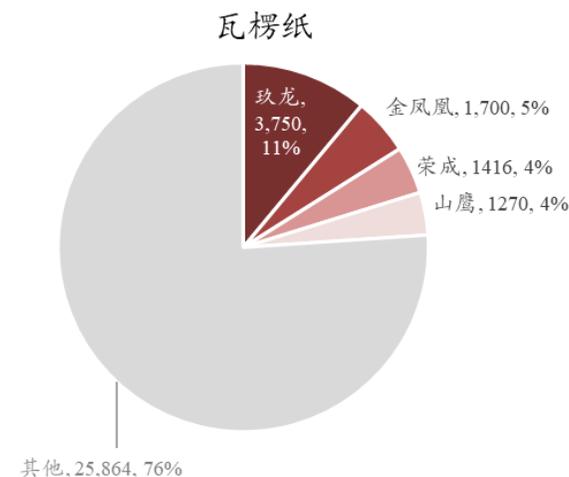
图：箱板纸、瓦楞纸CR4



图：2019年箱板纸竞争格局（单位：千吨）



图：2019年瓦楞纸竞争格局（单位：千吨）

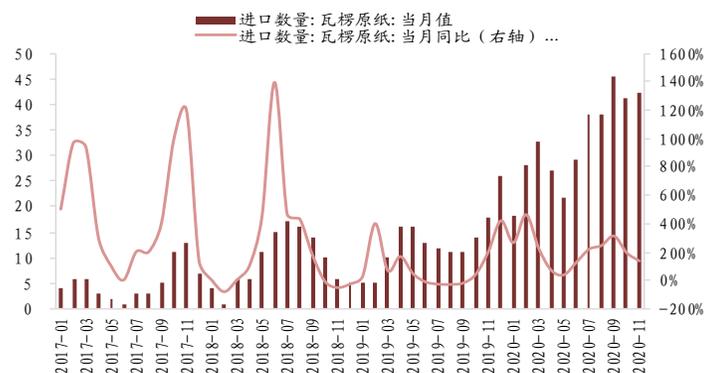


- 限塑令催化增量。**2020年1月新版限塑令发布，对禁止或限制使用的塑料制品分地区、分步骤进行明确规定。其中快递塑料包装方面，2022年底前部分一线试点城市的邮政网点禁止使用一次性塑料制品、2025年底前全国范围的邮政网点禁止使用一次性塑料制品，该部分预期部分转化为箱板需求增量，替代需求或超500万吨，并以高端包装纸需求为主。我们测算，行业高端箱板纸占箱板比例约40%（对应800万吨量级），限塑令或带来75-100万吨高端箱板增量需求。
- 进口产品以低端箱板为主。**复盘历史箱板瓦楞纸进口数量，20年箱板纸、瓦楞纸进口量达403.7、396.5万吨，同比增长83.83%、152.30%。进口数量虽处高位，但由于进口产品以低端为主，高端缺口仍然存在。

图：箱板纸进口数量



图：瓦楞原纸进口数量



图：箱板纸进口/国产价差



表：新版限塑令政策梳理

	2020年底	2022年底	2025年底
总体目标	率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用	一次性塑料制品消费量明显减少，替代产品得到推广，塑料废弃物资源化能源化利用比例大幅提升；在塑料污染问题突出领域和电商、快递、外卖等新兴领域，形成一批可复制、可推广的塑料减量和绿色物流模式。	塑料制品生产、流通、消费和回收处置等环节的管理制度基本建立，多元共治体系基本形成，替代产品开发应用水平进一步提升，重点城市塑料垃圾填埋量大幅降低，塑料污染得到有效控制。
其中：快递塑料包装	-	北京、上海、江苏、浙江、福建、广东等省市的邮政快递网点，先行禁止使用不可降解的塑料包装袋、一次性塑料编织袋等，降低不可降解的塑料胶带使用量	全国范围邮政快递网点禁止使用不可降解的塑料包装袋、塑料胶带、一次性塑料编织袋等。

# 04

再生浆布局是企业  
盈利胜负手

□ 箱板龙头盈利逐季改善：复盘20年箱板瓦楞的价格走势。20Q1疫情下供给短缺；20Q2需求较弱、产业链去库，纸价持续下跌至谷底，对应箱板企业20Q2达本轮周期的单位盈利低点。以**山鹰国际**为例，测算得到其国内箱板业务Q2的扣非单吨净利跌至159元的水平，箱板行业盈利跌至盈亏平衡线下；20Q3需求回暖，盈利呈现季度改善，20Q3、20Q4预期扣非单吨净利提高至240、286元/吨，对比2017年周期高点仍在较低水平。

表：龙头吨净利表现（单位：元/吨）

山鹰纸业	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020Q1	2020Q2	2020H1	2020Q3
归母净利润(亿元)	8.26	11.89	17.06	14.98	9.25	4.37	2.30	2.71	5.01	4.82
YOY			107%	26%	-46%	-71%	-50%	-42%	-46%	21%
扣非净利(亿元)	8.05	11.96	14.86	11.91	8.05	4.53	2.71	2.07	4.78	4.32
预计销量	169	185	228	232	221	254	69	130	199	151
吨净利(总, 元)	489	643	747	645	419	172	334	209	252	319
吨扣非净利(总, 元)	476	646	650	513	364	178	393	159	240	286

注：此吨净利包含包装业务净利润

理文造纸	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1
净利润(百万港元)	1430.4	1432.3	2193.6	2846.69	2980.38	1899.84	1680.08	1620.185	1336.12
yoy	28%	18%	53%	99%	36%	-33%	-44%	-15%	-20%
汇兑损益	36.6	61.4	-46.2	-29.3	-32.2	130.4	53.4	139.8	19.9
销量(万吨)	267	296	277	275	295	317	281	348	278
销售同比增减(万吨)	-1	20	10	-21	18	42	-14	31	-3
吨净利(包括汇兑, 港元/吨)	536	484	792	1035	1010	599	598	466	481
吨净利(不包括汇兑, 港元/吨)	522	463	809	1046	1021	558	579	425	473

玖龙纸业	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2
净利润(百万元)	2470.0	4329.3	3518.8	2259.3	1600.4	2278.7	1889.8	3850.0
yoy	205%	126%	43%	-48%	-55%	1%	18%	
经营融资活动汇兑损益(百万元)	-292.5	-21.2	12.0	-198.4	33.7	-127.6	389.2	
销量(万吨)	590	630	670	750	660	850	680	>900
销量同比增减(万吨)	-50	-80	80	120	-10	100	20	
吨净利(包括汇兑, 元)	419	687	525	301	242	268	278	
吨净利(不包括汇兑, 元)	468	691	523	328	237	283	221	>400

景兴纸业	2019Q1-Q3	2019Q4	2019A	2020H1
归母净利润(亿元)	1.52	0.37	1.89	1.11
扣非归母净利润(亿元)	1.39	0.51	1.90	0.73
销量(万吨)	99.24	34.95	134.19	55.53
吨净利(元/吨)	153.09	105.12	140.60	200.44
扣非吨净利(元/吨)	140.07	147.24	141.94	131.98

□ **高端箱板下半年提价幅度略有领先：**从20年5月以来价格提涨幅度来看，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**山鹰国际**为代表，高端箱板纸紫衫价格超5500元/吨，较5月涨幅超1300元/吨，预期紫衫吨盈利已达800元/吨。

□ **高端箱板纸生产主要依赖外废浆或木浆，自给外废浆综合生产成本较国废低约300-400元/吨，较木浆替代低约700-800元/吨，盈利情况乐观。**

- **废纸配额短缺推升国废：**预期外废配额进一步缩量纤维短缺推升国废需求（剔除不可回收的生活用纸、食物饮料包装等，实际国内废纸回收率约70%，对标日本实际回收率80%，可提升空间不大），假设21年国废单吨价格2500元/吨。
- **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，假定废纸浆外购进口成本500-510美金，自产废纸浆成本410-430美元/吨。
- **木浆替代废纸浆：**为保证高端箱板纸长纤维含量，可以木浆替代废纸浆，以针叶浆为例，替换比例为1:0.15，假设2021年全年针叶浆成本为900美元/吨。

表：山鹰国际分纸种涨价情况

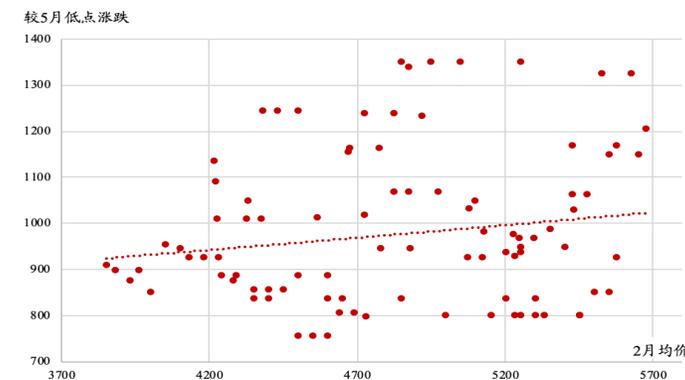
纸种	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12	2021-01	2021-02	较5月涨跌	
山鹰												
白面牛卡纸140g	4500	4500	4722	4800	4839	5031	5138	5167	5398	5650	1150	25.56%
紫衫170g	4300	4428	4965	5081	5200	5281	5338	5350	5450	5625	1325	30.81%
白面牛卡纸170g	4400	4400	4622	4700	4739	4931	5038	5067	5298	5550	1150	26.14%
紫衫200g	4200	4328	4865	4981	5100	5181	5238	5250	5350	5525	1325	31.55%
银衫120g	3900	3990	4515	4631	4750	4925	5038	5050	5138	5250	1350	34.62%
涂布牛卡纸200g	4300	4300	4489	4550	4550	4694	4788	4817	5035	5250	950	22.09%
银衫160g/170g	3700	3790	4315	4431	4550	4725	4838	4850	4938	5050	1350	36.49%
银衫200g	3600	3690	4215	4331	4450	4625	4738	4750	4838	4950	1350	37.50%
银衫250g	3500	3590	4115	4231	4350	4525	4638	4650	4738	4850	1350	38.57%
红衫140g	3610	3738	4063	4112	4184	4388	4538	4550	4650	4775	1165	32.27%
红衫170g	3510	3638	3963	4012	4084	4288	4438	4450	4550	4675	1165	33.19%

表：箱板纸原料成本对比

单位：元/吨	
国废价格	2500
外废价格	1300
内外废价差（已含税）	1200
针叶浆价格	5850
自建废纸浆价格	2730
外购废纸浆价格	3283
高端箱板纸配比1：60%自建外废浆+40%国废	2638
高端箱板纸配比2：60%外购外废浆+40%国废	2970
高端箱板纸配比3：15%针叶浆+85%国废	3003

备注：美元汇率假设为6.5；国废：废纸浆：针叶浆=1.1:1:0.15

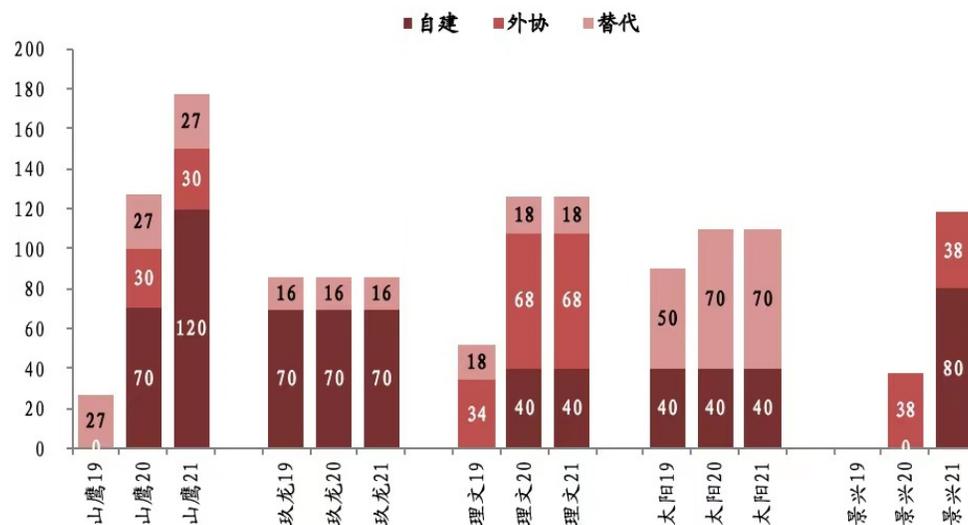
图：箱板纸纸价与较5月以来最低点涨价幅度相关性



数据来源：卓创资讯，浙商证券研究所

- **预期21年龙头公司废纸浆供给达600万吨。**目前我们统计21年废纸浆供给产能能够达到约600万吨（玖龙86万吨、太阳110万吨、理文108万吨、景兴118万吨、山鹰140万吨）、废纸浆进口约200-250万吨。根据龙头公司外废浆建设结合产业调研，我们预期高端箱板纸比例理文>太阳>山鹰>玖龙。
- **高端箱板纸市场规模约800万吨。**拆分来看，目前高端箱板占整体箱瓦纸大约15%-20%、占箱板纸约35%，量级约800万吨。根据龙头公司外废浆建设结合产业调研，得到细分产能分布：
  - 山鹰：预计高端占比30%（对应约180万吨）、次高端20%-30%（对应约150-180万吨）。
  - 玖龙：预计高端占比15%-20%（对应约150-200万吨）
  - 理文：预计高端占比约50%-60%（对应约200-300万吨）
  - 太阳：预计国内160万吨高端占比约30%-40%；老挝80万吨高端占比100%（对应合计约130-140万吨）。

图：废纸浆建设进度



表：废纸浆建设进度

公司	原供给	新增产能	投产时间
玖龙纸业	马来西亚48万吨再生浆 北美22万吨再生浆 北美16万吨木浆	湖北基地60万吨化学浆	2022Q3
		沈阳基地60万吨化学浆	2022Q3
		北海基地50万吨化学浆	2022Q4
		北海基地140万吨化机浆	2023Q4
		马来西亚60万吨再生浆	2023Q2
		东莞基地60万吨木纤维	2022Q2
		重庆基地50万吨木纤维	2022Q4
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	2020Q1
山鹰纸业	年供30万吨再生浆协议	凤凰纸业12万短吨	2021
		东南亚110万吨再生浆	20Q4已投产70万吨, 21年5月投产40万吨
理文纸业	年供68万吨再生浆协议	马来西亚年产40万吨再生浆	2020Q1
景兴纸业	-	马来西亚年产80万吨再生浆	2021

数据来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

# 05

再生浆布局是企业  
盈利胜负手

- 原材料布局：**（1）外废浆：截至9月底，公司已东南亚建成年产70万吨再生浆产能，并已实现批量生产。根据公司计划，21年公司掌握掌握年产150万吨再生浆产能，满足自身长纤维原料需求，成本领先优势持续强化。（2）废纸：国内马鞍山蓝天子公司、阳光纸业子公司具备废纸回收渠道；美国子公司Cycle Link和香港环宇，具备全球废纸回收渠道，海外废纸年采购能力达450万吨；荷兰WPT（欧洲最大废纸贸易商荷兰，2018年6月收购）加强在欧洲废纸回收能力。
- 原纸产能有序扩张：**华中基地127万吨/年产能相继于2020年上半年开始投产，目前公司国内造纸年产能已达600万吨（Q4销量达约163万吨）。随广东肇庆、浙江海盐、湖北华中基地分别新增100万吨、77万吨、30万吨箱板产能落地，至21、22年底公司产能将超700、800万吨，成长路径清晰。
- 自备电优势：**当前公司自备电比例74%，2021年固废电厂投入使用后，自备电比例达到90%，吨纸电力成本降低约20-30元/吨。

表：山鹰国际产能规划

	基地	现有产能（万吨）			规划产能（万吨）			
		品类	设计产能	实际产能	品类	设计产能	投产时间	
国内	安徽山鹰	箱瓦纸	170	200				
	浙江山鹰	箱瓦纸	165	165	77万吨绿色环保高档包装纸		2022年6月底	
	华中山鹰	箱瓦纸 (42万吨低定量瓦纸 +38万吨高定量瓦纸 +47万吨低定量T纸)	127	150	箱瓦纸	85	项目公示	
	华南山鹰	箱瓦纸	85	90				
	广东山鹰	特种纸	10	10	箱板纸	100	2022年3月	
	吉林山鹰				100万吨纸浆+100万吨工业用		2022年10月（一期）	
	造纸产能		557	617		362		
	制浆产能		0	0		100		
	国外	北欧纸业	特种纸	28				
			化学浆	25				
凤凰纸业		文化纸	30		再生浆	10	2021年初	
泰国金鹤（金龙）		再生浆（干法制浆）	70				2020年7月、9月	
泰国巴真武里府					再生浆（湿浆）	40	2021年5月	
欧洲合资工厂					再生浆	32	2021年	
造纸产能			58			0		
制浆产能			95			52		

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

- 箱板纸绝对龙头，浆纸产能有序扩张，逐步推进产业链一体化。截止20H1公司合计拥有纸、浆产能1732万吨，其中纸1647万吨、浆85万吨（海外15万吨木浆、70万吨再生浆）。
  - 纸：报告期内泉州、沈阳、河北、东莞共计205万吨造纸产能投产，目前拥有产能1757万吨；2022年湖北、北海浆纸基地分别新增120万吨、155万吨包装纸产能，预期2022年底合计造纸产能达2032万吨。
  - 浆：截至2020年底，公司拥有85万吨再生浆及木浆产能（马来西亚48万吨再生浆+北美22万吨再生浆+北美16万吨木浆）；计划2022年湖北、沈阳、北海木浆产能新增60万吨、62万吨、50万吨，预计2022年底浆产能超250万吨且2022年东莞、重庆新增木纤维产能60万吨、50万吨。

表：玖龙纸业产能规划

现有产能				
	箱板纸		1018	
	瓦楞纸		340	
	灰底白板		260	
	文化纸		112	
	特种纸		27	
	木浆		15	
	再生浆		70	
新增产能				
包装纸产能			万吨	投产时间
国内	湖北荆州	高档牛卡	60	22Q3
		再生牛卡	60	
	广西北海	高档牛卡	110	22Q4
		白面牛卡	45	
		食品白卡	120	23Q4
		文化用纸	55	
		纸袋纸	20	
辽宁沈阳	高档牛卡	65	23Q2	
海外	马来西亚	牛卡	60	23Q2
		瓦纸	30	
合计			625	
浆产能			万吨	投产时间
国内	湖北荆州	化学浆	60	22Q3
	辽宁沈阳	化学浆	62	
	广西北海	化学浆	50	22Q4
		化机浆	140	23Q4
海外	马来西亚	再生浆	60	23Q2
合计			372	
木纤维产能			万吨	投产时间
	东莞	木纤维	60	22Q2
	重庆	木纤维	50	22Q4
合计			110	

□ 中高端箱板纸为主，老挝箱板纸投产贡献增量。

- 国内：公司国内160万吨箱板纸主要以中高端为主，配套10万吨木屑浆、40万吨半化学浆及20万吨本色木浆，充分享受中高端箱板格局红利。
- 老挝：老挝80万吨高端箱板成品纸的两条产线分别于20年12月及21年1月投产，配套40万吨废纸浆，海外生产进口至国内，减少了烘干再打浆环节，成本较废纸浆进口模式更低，增强公司成本端优势。

表：太阳纸业产能规划

产能	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
双胶纸（含静电复印纸）	90.00	120.00	120.00	132.00	132.00	165.00	220.00	220.00
铜版纸	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00
工业原纸				8.00	8.00	15.00	15.00	15.00
生活用纸	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	17.00	32.00	32.00
淋膜原纸	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
牛皮箱板纸	-	80.00	80.00	160.00	160.00	200.00	240.00	240.00
<b>纸合计</b>	<b>202</b>	<b>312</b>	<b>312</b>	<b>412</b>	<b>412</b>	<b>497</b>	<b>607</b>	<b>607</b>
化机浆	70.00	70.00	70.00	90.00	90.00	110.00	170.00	170.00
化学浆	-	-	10.00	10.00	10.00	10.00	90.00	90.00
溶解浆	30.00	50.00	50.00	50.00	80.00	80.00	80.00	80.00
半化学浆、木屑浆、废纸浆	5.00	30.00	50.00	75.00	90.00	110.00	110.00	110.00
<b>浆合计</b>	<b>105</b>	<b>150</b>	<b>180</b>	<b>225</b>	<b>270</b>	<b>310</b>	<b>450</b>	<b>450</b>

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

06

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

# 行业评级与免责声明

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 联系方式

### 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>