

箱板纸行业

涨价潮一触即发，底部推荐玖龙/山鹰

——行业点评报告

✍️ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008
 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
 ☎️ 联系人：傅嘉成
 ✉️ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

箱板行业淡季表现略超预期，旺季预期更优，底部推荐全产业链布局的玖龙纸业、山鹰国际！

投资要点

□ 行业加速整合阶段，箱板/瓦楞温和提涨

由于外废进口限制，高端箱板的原料供给受到约束，高端箱板纸的份额实质向具有废纸浆布局的产业龙头集中，CR4 预期达到 80%，龙头企业定价权增强。另一方面，中低端箱板纸虽然持续处于洗牌阶段，但龙头纸企有望通过较好的价格策略实现小厂清退。本轮行业整合阶段，箱板/瓦楞价格呈现温和上涨趋势，箱板纸/瓦楞纸价格 20 年 6 月起至 20 年底分别提涨 867、675 元/吨至 4677、3833 元/吨，21 年初至今温和提涨 316、137 元/吨至 4993、3970 元/吨，当前价格处于历史 50%、41%分位。

□ 淡季不淡，涨价略超预期

每年春节后至 6 月份属于箱板纸/瓦楞纸传统淡季，三月起各纸厂采取降价、优惠等措施去库存，效果显著。根据产业调研，当前造纸厂废纸到货量不足 50%，原料缺口出现，各龙头纸企提前取消优惠开始涨价，其他纸企跟涨：4 月 5 日至 4 月 6 日期间，玖龙清明优惠提前取消，东莞玖龙涨价 50 元/吨、泉州玖龙两连涨合计 60 元/吨，福建联盛三连涨累计涨幅达 110 元/吨。与此同时，几家龙头纸企部分纸机发布停机消息（4 月 5 日起，安徽山鹰 1 台纸机停机 6 天，华南山鹰 4 台纸机停机 7-24 天不等；4 月 6 日起，天津玖龙 5 台纸机停机 6-20 天不等）。站在当前视角，我们认为去库存结束、原料缺口出现、龙头停机等多因素影响下，本轮淡季涨价情况或将超预期。

□ 涨价潮一触即发，底部推荐玖龙、山鹰

一方面，21 年起外废清零，原材料出现短缺，纸企布局海外废纸浆、木浆/竹浆替代导致成本上行明显；另一方面，高端箱板纸景气上行，龙头掌握必备原材料长纤获取实力且格局加速集中（CR4 达 80%）。站在当前视角，我们认为本轮涨价潮一触即发，本轮淡季不淡略超预期、下半年旺季来临表现预期更优，极端情况下不排除 2017 年箱板周期高点再现（当前箱板、瓦楞价格仅处于历史 50%、41%分位）。目前龙头纸企均处于估值底部，**玖龙纸业** 21-23 财年归母净利润预计分别为 74.86/ 81.93/ 87.10 亿元，当前市值对应 21-23 财年 PE 分别为 6.00X/ 5.48X/ 5.16X；**山鹰国际** 20-22 年归母净利润预计分别为 14.07/20.32/25.13 亿元，当前市值对应 20-22 年 PE 分别为 11.88X/ 8.22X/ 6.65X，底部持续推荐！

□ 风险提示

纸价上涨不及预期，原材料涨价不及预期，行业格局优化不及预期

行业评级

买入

上次评级

买入

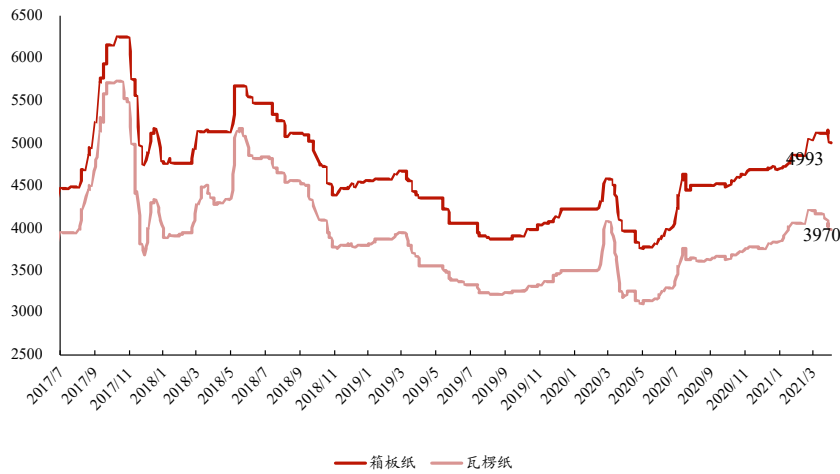
相关报告

1、《【浙商轻工】把握高端箱板格局优化红利 210328》

报告撰写人：史凡可、马莉

联系人：傅嘉成

图 1：箱板纸/瓦楞纸价格走势



资料来源：卓创咨询，浙商证券研究所

图 2：玖龙纸业现有产能及投产计划

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	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 3：山鹰国际现有产能及投产计划

	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	2022/3/1
	吉林山鹰				100万吨纸浆+100万吨工业用纸		022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(金尧)	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	2021/5/1
	欧洲合资工厂				再生浆	32	2021年
	造纸产能		58			0	
制浆产能		95			52		

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

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。

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：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>