

市场价格(人民币): 3.44元  
目标价格(人民币): 5.58-5.58元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	46.16
已上市流通A股(亿股)	46.16
总市值(亿元)	158.79
年内股价最高最低(元)	4.05/2.91
沪深300指数	5123
上证指数	3447



## 盈利底&amp;估值底, 动力充足, 蓄势腾飞

## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,241	24,969	29,024	33,582	37,783
营业收入增长率	-4.62%	7.44%	16.24%	15.70%	12.51%
归母净利润(百万元)	1,362	1,381	1,980	2,166	2,444
归母净利润增长率	-57.48%	1.39%	43.36%	9.40%	12.82%
摊薄每股收益(元)	0.297	0.301	0.429	0.469	0.529
每股经营性现金流净额	0.27	0.24	1.72	1.42	1.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.45%	8.86%	9.84%	10.11%	10.67%
P/E	12.69	10.05	8.07	7.37	6.54
P/B	1.20	0.89	0.79	0.75	0.70

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **短期受益于行业需求转暖, 禁废令下中长期格局优化。**短期伴随国内&全球消费边际需求修复加速, 当前行业开工率已不足 55%, 开工率有望触底反弹。中期角度, 产业链高附加值环节集中于: 上游稀缺优质原料纤维资源掌控、中高端产品结构优化, 龙头企业得益于在产业链一体化的率先布局与二线企业毛利率拉大至 5-10pct, 投放速度快于中小企业, 催化格局集中。
  - ①**优质纤维掌控驱动:** 中长期伴随国废价格中枢上行, 内外废价差有望从过去两年的 500-1000 元进一步拉大, 龙头借外废浆布局深化成本优势。
  - ②**产品结构驱动:** 箱板纸内部盈利结构分化, 外废紧缺趋势下, 高低端箱板纸价差已由过去的 400-600 元拉升至 1000 元以上, 龙头布局高端产品盈利弹性更优。
- **自建浆产能&自供电突破成本下限, 吨净利底部有望不断抬升。**一方面, 公司完善回收体系+自建再生浆基地, 预计 21 年起 180 万吨废纸浆产能落地, 可为企业带来 200-500 元/吨的成本节约。另一方面, 公司自发供电比例有望从 74% 提升至 97%, 较中小纸企节约成本近 150 元/吨。2020 年箱瓦纸吨净利 234 元/吨, 2016 年起吨净利底部不断抬升。
- **“量”的弹性: 持续扩大产能规模, 高杠杆推动扩张。**公司当前造纸产能 613 万吨, 2012-2020 年产能复合增长率 27%, 与前两名玖龙、理文规模差距不断缩小。公司 2021、2022、2023 年造纸产能有望超 600、700、800 万吨, 构建全国布局生产体系, 出海步伐提速, 不断提升市场份额。
- **横纵双向延展, 包装业务是中长期的第二成长曲线。**横向切入特种纸行业, 成为逆周期调节因子, 优化盈利结构。纵向发展包装+云印业务, 2020 年公司包装板块营业收入已达 48.6 亿元, 待公司箱瓦纸拓展完成后, 包装业务有望成为中长期的第二成长曲线。

## 投资建议与估值

- 我们预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 0.43、0.47 和 0.53 元, 当前股价对应 PE 为 8.1/7.4/6.5 倍, 考虑到公司产能稳步扩张, 上游自建浆产能打造成本优势, 下游积极拓展包装纸产业链, 我们采用市盈率相对估值法, 给予公司 2021 年 13X 估值, 对应目标价 5.58 元, 给予“买入评级”。

## 风险提示

- 原料价格大幅波动的风险; 产能投放不及预期的风险; 下游需求不及预期导致纸品提价不及预期的风险; 股权质押的风险; 商誉减值风险

姜浩 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003  
jianghao@gjzq.com.cn

尹新悦 联系人  
yinxinyue@gjzq.com.cn

## 投资要件

### ■ 关键假设

#### 1. 收入端

##### 1) 箱瓦原纸业务:

随着新冠疫苗接种率的提高，海内外宏观经济修复持续向好，箱板纸行业消费有望加速回暖。考虑到箱板纸供需关系有望向好，我们预测公司箱板纸业务 2021/2022/2023 年均价同比+440/+30/-10 元，考虑到公司产能的陆续投放，预计销售量分别为 540/631/716 万吨，2021/2022/2023 年营收同比+22.8%/+17.7%/+13.2%。

##### 2) 包装业务:

考虑公司收购云印，积极布局产业互联网平台，包装市场份额有望持续提升，我们预测包装纸制品 2021/2022/2023 年均价同比+1500/0/0 元，预计 2021/2022/2023 年营收同比+6%/+3.3%/+3.2%。

##### 3) 废纸贸易业务:

考虑我国废纸进口政策收紧，废纸供需情况紧张，公司积极收购美国、欧洲等地浆纸厂以获得高质量的外废原料，龙头海外原料布局优势进一步凸显，我们预计 2021/2022/2023 年融资租赁业务营收同比+25%/+25%/+25%。

#### 2. 毛利率

伴随外废清零，中长期外废缺口逐渐显现，龙头企业凭借海外废纸浆布局构建成本优势，与中小企业的差距扩大，格局逐步优化，公司盈利中枢有望逐步上行。预计 2021/2022/2023 年公司箱板瓦楞纸业务毛利率为 21%/20.3%/20.1%；包装业务毛利率为 9.9%/10.8%/10.8%；废纸贸易业务毛利率为 5%/5%/5%。

#### 3. 费用预测:

1) 2021-2023 年销售费用率预测：考虑到公司已经将运输成本列入营业成本，我们预计 2021/2022/2023 年销售费用率为：1.54%/1.54%/1.54%。

2) 2021-2023 年管理费用率预测：随着融资租赁业务的剥离，公司聚焦主业，预计 2021/2022/2023 年管理费用率为 5.2%/5.2%/5.2%。

3) 2021-2023 年研发费用率预测：2%/2%/2%，研发费用绝对值分别为 5.8/6.7/7.5 亿元。

#### 估值和目标价格

我们选取相对估值法，考虑到公司产能稳步扩张，上游自建浆产能打造成本优势，下游积极拓展包装纸产业链，认为 2021 年公司合理的市盈率为 13 倍，对应目标价 5.58 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 内容目录

投资要件 .....	2
1、全产业链布局，穿越周期砥砺前行 .....	6
2、短期受益于行业需求转暖，中长期格局优化 .....	8
2.1、短期：需求旺季驱动景气度回升，开工率有望触底回升 .....	8
2.2、优质原料纤维掌控+产品结构优化，龙头壁垒强化 .....	12
2.2.1、中长期国废价格中枢上行，龙头外废浆布局深化成本优势 .....	12
2.2.2、箱板纸盈利现分层，龙头布局高端产品盈利更优 .....	15
2.3、后续产能投放集中于龙头，格局优化可期 .....	18
3、突破成本下限，吨净利底部不断抬升 .....	19
3.1、完善回收体系+自建再生浆，巩固上游资源&成本优势 .....	19
3.2、自备电厂提高能源自给率，降低能耗成本 .....	22
4、持续扩大产能规模，高杠杆推动扩张 .....	24
4.1、自建&收购并举，全面加快产能扩张进程 .....	24
4.2、构建全国布局生产体系，出海步伐提速 .....	26
4.3、资本开支投入积极，高杠杆推动扩张 .....	28
5、横纵双向延展，中长期开启第二成长曲线 .....	29
5.1、横向：切入特种纸行业，优化盈利结构 .....	29
5.2、纵向：包装+云印业务，开拓长期发展空间 .....	31
盈利预测和投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级 .....	33
盈利预测 .....	33
投资建议 .....	34
风险提示 .....	35

## 图表目录

图表 1：山鹰国际发展历程 .....	6
图表 2：2010-2020 山鹰国际营收及增速 .....	6
图表 3：2010-2020 山鹰国际净利润及增速 .....	6
图表 4：山鹰国际纵向延伸产业链 .....	7
图表 5：2020 山鹰国际各业务营收占比 .....	7
图表 6：2016-2020 山鹰国际各业务营收增速 .....	7
图表 7：山鹰业绩考核目标设置 .....	8
图表 8：中国箱板纸产量、消费量平稳增长 .....	8
图表 9：下游需求集中于电子通讯、食品饮料、日化用品领域 .....	8
图表 10：中国国内社零恢复明显 .....	9
图表 11：海外 PMI 边际修复逐月向好 .....	9
图表 12：一般情况下，2H 是箱板纸的消费旺季 .....	9
图表 13：一般情况下，2H 是瓦楞纸的消费旺季 .....	9

图表 14: 箱板纸价格和库存天数的关系 .....	10
图表 15: 箱板纸价格与企业库存、社会库存的关系 .....	10
图表 16: 2Q2020 起箱板瓦楞纸表观消费逐步复苏 .....	11
图表 17: 山鹰自 20 年 8 月起月度销量增速加快 .....	11
图表 18: 山鹰自 20 年 8 月起出厂均价逐步抬升 .....	11
图表 19: 开工率已在底部, 伴随旺季到来将逐渐回升 .....	12
图表 20: 废纸价格复盘 .....	13
图表 21: 以废纸为原料的产业链 .....	13
图表 22: 当前废黄板纸处于累库期 .....	14
图表 23: 废纸供需缺口测算 .....	14
图表 24: 废纸浆进口量及增速 .....	15
图表 25: 内外废和废纸浆价差 .....	15
图表 26: 箱板、瓦楞纸的进口依存度提升 .....	16
图表 27: 牛皮箱板纸与再生箱板纸进口量 .....	16
图表 28: 北美为中高端牛皮箱板纸主要进口来源地 .....	16
图表 29: 亚洲是低端再生箱板纸主要进口来源地 .....	16
图表 30: 箱板纸各等级划分标准 .....	17
图表 31: 各纸厂分级别箱板纸品牌 .....	17
图表 32: 中高端箱板纸与低价箱板纸价呈走阔趋势 .....	17
图表 33: 山鹰等头部企业毛利率底部较中小规模公司更高, 波动性更小 .....	18
图表 34: 箱板纸供给端竞争格局 .....	18
图表 35: 瓦楞纸供给端竞争格局 .....	18
图表 36: 龙头企业产能利用率水平高于行业平均 .....	19
图表 37: 未来三年箱瓦纸新增产能分布 .....	19
图表 38: 部分企业未来三年新增投产规模 .....	19
图表 39: 山鹰已经形成全球化原材料供应链 .....	20
图表 40: 2018 年开始公司固废采购量超过外废采购量 .....	20
图表 41: 山鹰 2021 年废纸浆产能突破 180 万吨 .....	21
图表 42: 海外自建/收购浆厂资金门槛较高 .....	21
图表 43: 太阳老挝项目 10 年内投资超 10 亿元 .....	22
图表 44: 海外自产浆可为企业节约 200-500 元/吨 .....	22
图表 45: 原材料和能源成本在总成本中占比超 90% .....	23
图表 46: 自备电厂可为企业节约单吨能源成本近 150 元/吨 .....	23
图表 47: 自备电厂相关政策持续收紧 .....	23
图表 48: 山鹰箱瓦纸单吨净利底部不断抬升 .....	24
图表 49: 近年来山鹰造纸产能的扩张步伐快于玖龙&理文 .....	24
图表 50: 2013 年来山鹰国际造纸产能扩张历程 .....	25
图表 51: 2020 年山鹰箱瓦纸市占率 8.4% .....	25
图表 52: 2022/2023 年公司造纸产能将分别超 750/800 万吨 .....	26

图表 53: 截至 2020 年山鹰国际造纸产能来源 .....	26
图表 54: 山鹰国际分区域产能布局.....	26
图表 55: 玖龙纸业造纸产能扩张历程.....	27
图表 56: 截至 2020 年玖龙纸业造纸产能来源 .....	27
图表 57: 玖龙纸业造纸产能分布 .....	27
图表 58: 理文纸业造纸产能分布 .....	27
图表 59: 近年来山鹰资本开支/固定资产比值高于其他企业 .....	28
图表 60: 龙头企业的资产负债率 .....	28
图表 61: 2010 年来企业的直接融资规模 (除 IPO) .....	28
图表 62: 山鹰国际现金流净额 (亿元) .....	29
图表 63: 特种纸产品种类介绍 .....	29
图表 64: 北欧纸业四大生产基地与产能 .....	30
图表 65: 北欧纸业净利率水平高且稳定性强 .....	30
图表 66: 北欧纸业营收及增速 .....	30
图表 67: 北欧纸业净利润及增速 .....	30
图表 68: 山鹰国际包装板块主要产品 .....	31
图表 69: 瓦楞箱板纸箱产销情况 .....	31
图表 70: 山鹰国际包装板块营收及增速 .....	32
图表 71: 山鹰国际包装板块毛利率水平 .....	32
图表 72: 云印平台推动构建产业联盟 .....	32
图表 73: 云印平台业务发展情况 .....	33
图表 74: 公司主要业务营收及毛利率预测.....	34
图表 75: 可比公司估值.....	35

## 1、全产业链布局，穿越周期砥砺前行

山鹰国际成立于1957年，历经六十年，现已成为再生浆、箱板瓦楞及特种纸制造、包装产品定制等为一体的国际化纸业集团。公司拥有五大造纸基地，当前产能超600万吨；包装板块年产量超过12亿平方米。2010年到2020年，公司营收规模从37.5亿元提升至249.7亿元，复合增速20.9%；净利润从1.9亿元增长至13.9亿元，复合增速22.3%。

图表1：山鹰国际发展历程

<b>战略管理</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>发展生产，扩大产业规模</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>大力发展纸制品，延长下游产业链</li> <li>资产重组，扩大产业规模</li> <li>进军国际化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>并购国内外企业，纵向延伸产业链</li> <li>扩展包装互联网平台业务</li> <li>剥离融资租赁业务，持续聚焦主业</li> </ul>
<b>产品线/产业链开拓</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>环宇国际成立，开展外废贸易</li> <li>牛皮箱板纸、牛皮卡纸火炬计划</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2017：收购北欧纸业，进军特种纸领域</li> <li>2017：收购联盛纸业，提升华东地区产能</li> <li>2018：收购废纸贸易商WPT</li> <li>2019：收购凤凰纸业，发展美国生产基地</li> <li>2019：收购云印，布局包装互联网平台</li> <li>2019：广东肇庆生产基地</li> </ul>
<b>发展/筹资历程</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1957：公司前身马鞍山市造纸厂创立</li> <li>1993：福建泰盛实业成立</li> <li>1997：组建安徽纸业集团有限公司</li> <li>2001：山鹰纸业在上交所上市，发行6000万A股</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2003：发行2.5亿可转债</li> <li>2004：增发近1亿元A股</li> <li>2007：发行4.7亿元可转债</li> <li>2011：非公开发行10.2亿元</li> <li>2013：山鹰纸业与吉安集团重组成立安徽山鹰纸业股份有限公司</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2016：非公开发行19.7亿元</li> <li>2017：更名为山鹰国际控股股份公司</li> <li>2018：发行22.7亿元可转债</li> <li>2019：发行18.6亿元可转债</li> </ul>
<b>人才引进/技术突破</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>2013：在马鞍山成立了“南京林业大学轻工技术与工程博士后科研流动站”</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>目前公司拥有2所博士后科研工作站、3家国家级高新技术企业、4个环保资源综合利用项目，创建工业4.0智能化工厂。</li> </ul>
		<p>公司初创期 (1957-2001)</p>	<p>稳步扩张期 (2002-2013)</p>
		<p>高速成长期 (2014-2020)</p>	

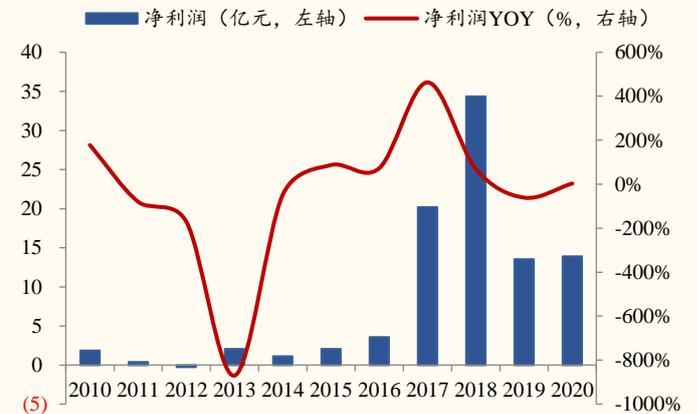
来源：公司官网，国金证券研究所

图表2：2010-2020 山鹰国际营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

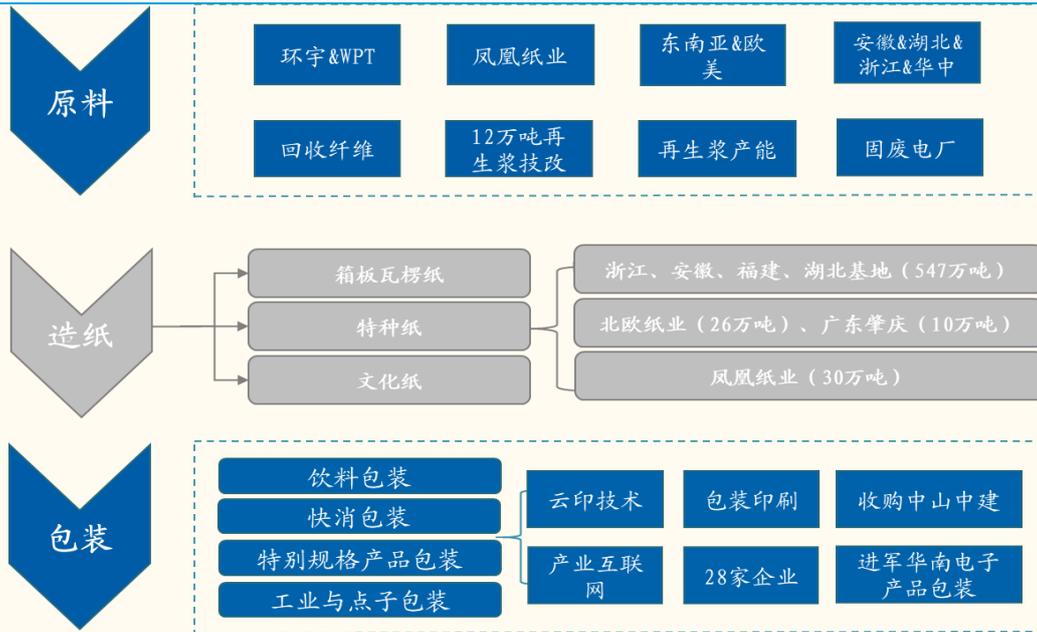
图表3：2010-2020 山鹰国际净利润及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

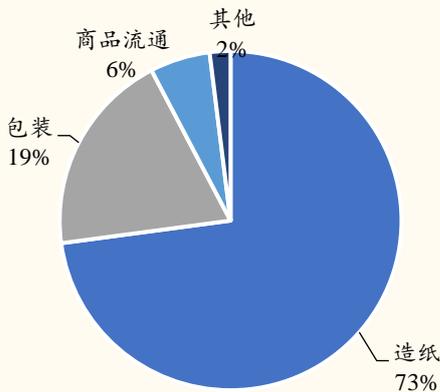
**纵向推进产业链一体化，深入多元产品布局。**公司凭借产业链一体化优势，实现造纸、包装及回收纤维三项业务协同发展。2020年造纸业务、包装业务、废纸贸易流通营收分别为181.94亿元、48.62亿元、14.23亿元，营收占比分别达到72.87%、19.47%、5.7%。

图表 4: 山鹰国际纵向延伸产业链



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5: 2020 山鹰国际各业务营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6: 2016-2020 山鹰国际各业务营收增速



来源：公司公告，国金证券研究所

**五年战略规划清晰，坚定长期成长信心。**根据公司公告，设置 2021-2025 年责任考核利润目标归母净利润不低于 18/20.7/23.8/27.4/31.5 亿元，即每年 15% 增长；若实际利润不及责任利润目标，控股股东和核心管理层将按差额的 95% 增持公司股票，核心管理层按差额的 5% 认购员工持股计划份额；若实际利润超过责任利润目标，超过责任目标部分的 5% 用于公司员工奖励；同时设定 2021-2025 年激励利润目标为 21.6/24.8/28.6/32.9/37.8 亿元，即较责任利润高 20%，若实际利润高于激励利润，实际利润与激励利润差额的 20%+ 激励利润与责任利润差额的 10% 用于公司员工奖励。

图表 7: 山鹰业绩考核目标设置

考核年度	责任利润值 (亿元)	激励利润目标值 (亿元)
2021 年	18.00	21.60
2022 年	20.70	24.84
2023 年	23.81	28.57
2024 年	27.38	32.85
2025 年	31.48	37.78

来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 2、短期受益于行业需求转暖，中长期格局优化

短期伴随国内&全球消费边际需求修复加速，当前行业开工率已不足 55%，开工率有望触底反弹。中期角度，产业链高附加值环节集中于：上游稀缺优质原料纤维资源掌控、中高端产品结构优化，龙头企业得益于在产业链一体化的率先布局与二线企业毛利率拉大至 5-10pct，投放速度快于中小企业，催化格局集中。

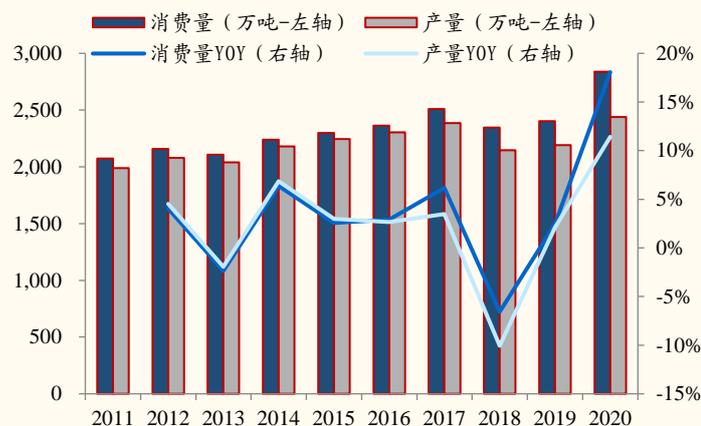
①优质纤维掌控驱动：中长期伴随国废价格中枢上行，内外废价差有望从过去两年的 500-1000 元进一步拉大，龙头借外废浆布局深化成本优势。

②产品结构驱动：箱板纸内部盈利结构分化，外废紧缺趋势下，高低端箱板纸价差已由过去的 400-600 元拉升至 1000 元以上，龙头布局高端产品盈利弹性更优。

### 2.1、短期：需求旺季驱动景气度回升，开工率有望触底回升

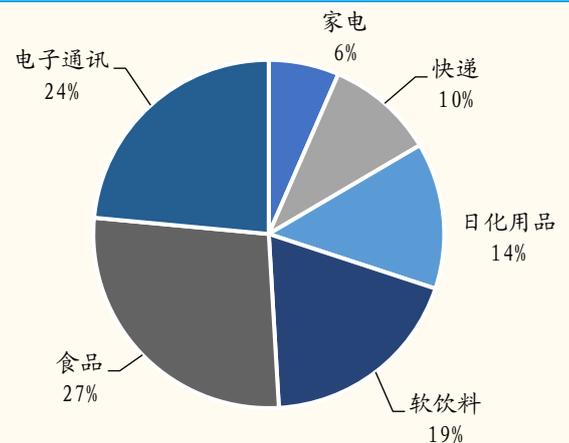
箱板瓦楞行业下游聚焦消费领域，近年保持平稳增长。2020 年箱板纸消费量 2837 万吨，同比+18.1%，近五年复合增长率 4.3%；2013-2019 年，除 2018 年受贸易战影响有所下滑，消费量同比下降 39 万吨，箱板纸消费量整体保持平稳增长，增速稳定在在 0-6% 区间内。从下游需求分布来看，主要聚焦于各类消费领域，其中电子、食品和软饮料需求占比分别为 27%，24%和 19%，合计占比达到 60%。

图表 8: 中国箱板纸产量、消费量平稳增长



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 9: 下游需求集中于电子通讯、食品饮料、日化用品领域



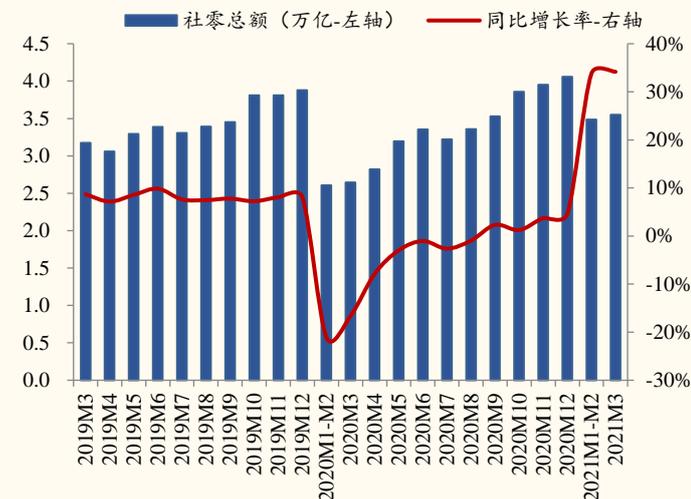
来源: 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

国内&全球边际需求修复，下半年修复加速，景气度拐点即将到来。2021 年 3 月国内社零消费 3.5 万亿元，同比+34.2%，较 19 年+11.8%。21 年 1 月以来美国、欧元区 PMI 逐月环比向上，3 月美国/欧元区制造业 PMI 为 59.1/62.5，环

比+1%/8%，伴随疫苗的接种，预计全球宏观经济修复较好，消费品出口有望加速。

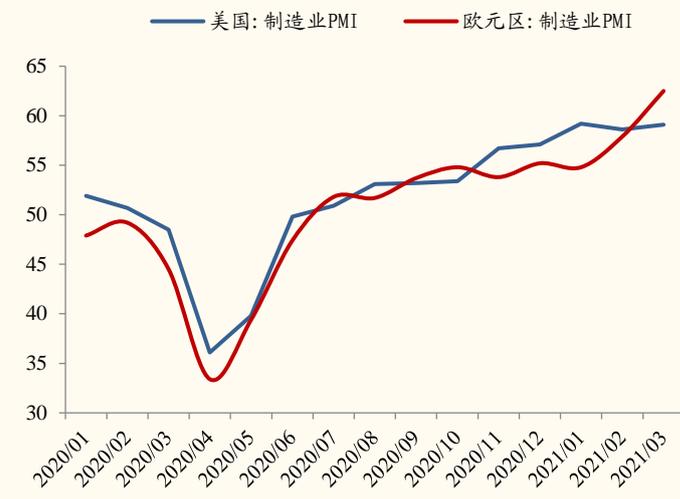
从全年需求的时间分布来看，下半年一般是箱板瓦楞纸消费旺季，根据卓创数据统计，箱板瓦楞纸 2H 消费量占全年比重为 52%-56%。因此，我们预计，伴随下半年需求旺季的到来，箱板瓦楞行业需求端向好，支撑景气度抬升。

图表 10: 中国国内社零恢复明显



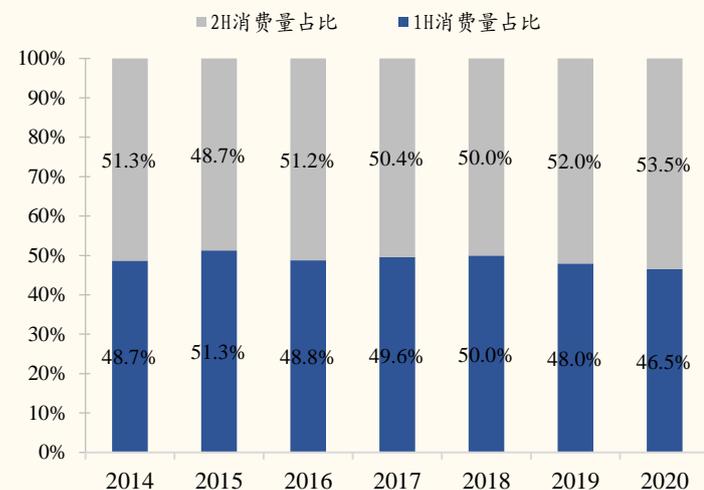
来源: WIND, 国金证券研究所

图表 11: 海外 PMI 边际修复逐月向好



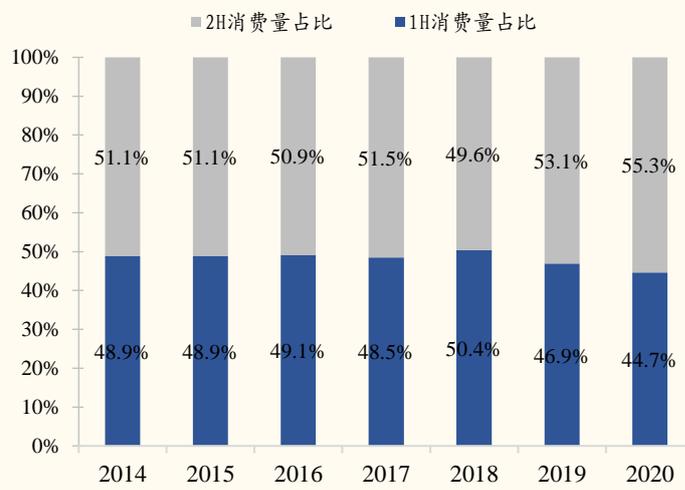
来源: WIND, 国金证券研究所

图表 12: 一般情况下, 2H 是箱板纸的消费旺季



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

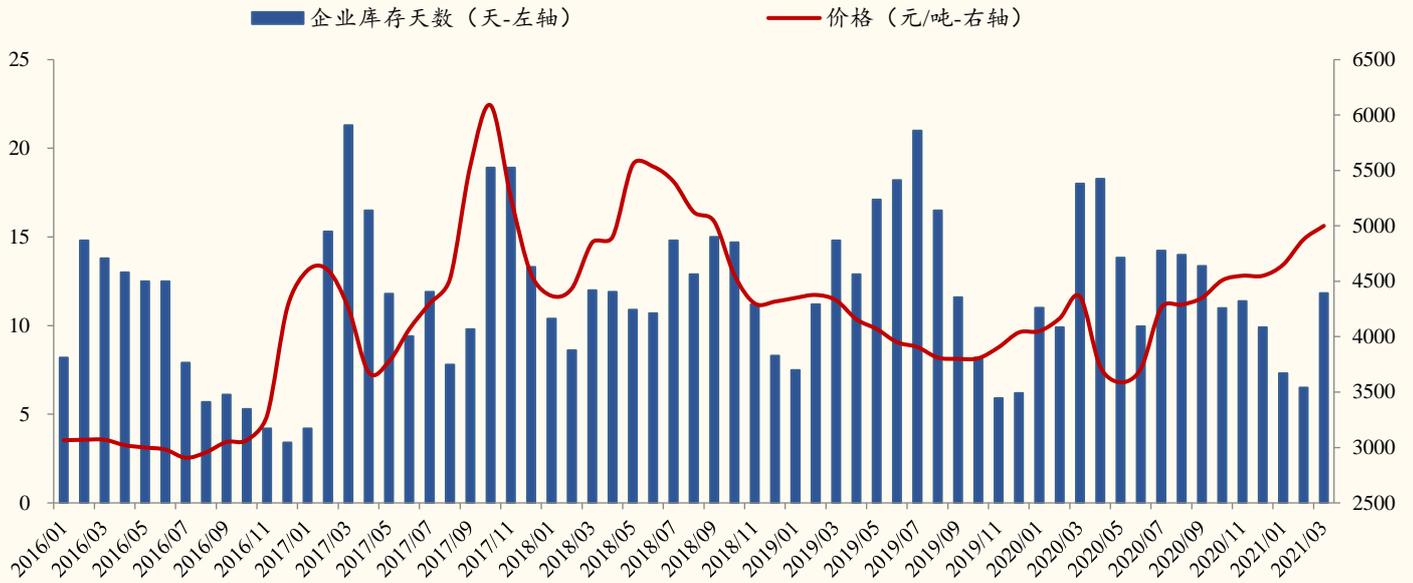
图表 13: 一般情况下, 2H 是瓦楞纸的消费旺季



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

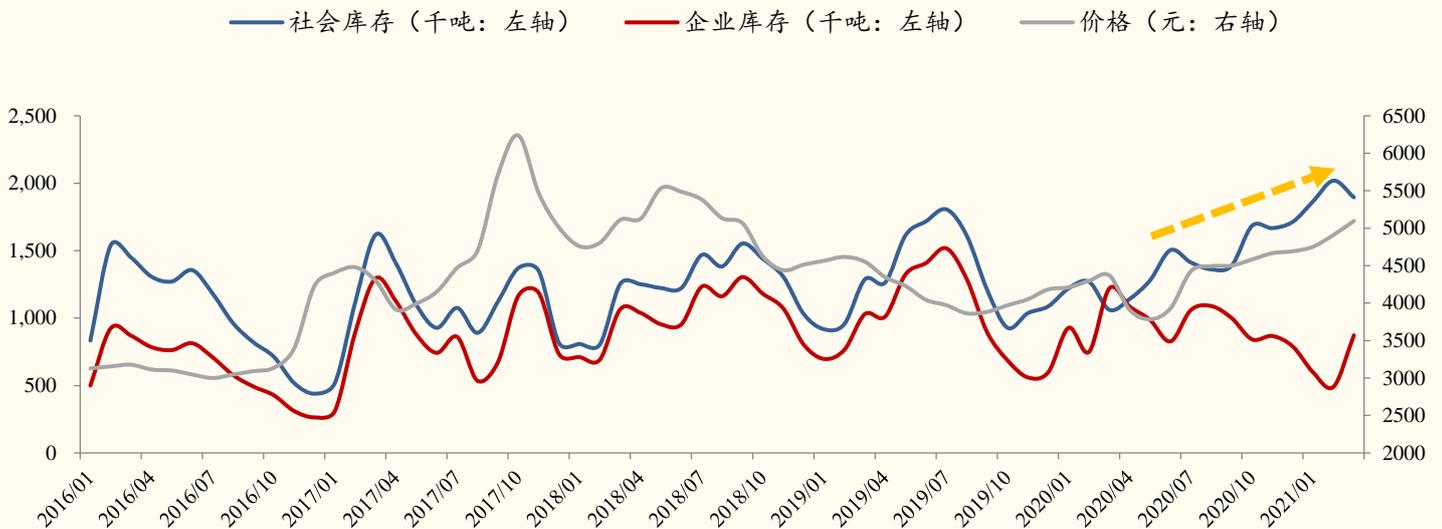
**短期淡季价格承压, 产业库存有望先降后升, 需求催化是关键。**受海内外需求复苏预期+废纸禁令的影响, 产业链进入补库存状态, 叠加年前纸厂发出年后提价函刺激下游产业链补库, 社会库存自 20 年 10 月以来不断攀升, 2 月到达历史高位, 企业库存整体仍在历史平均水平。3-4 月淡季行情下, 各大纸厂纷纷限产保价, 库存有望逐步去化, 待下半年需求转暖, 行业有望从主动去库转为主动补库, 期待库存拐点到来。

图表 14: 箱板纸价格和库存天数的关系



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

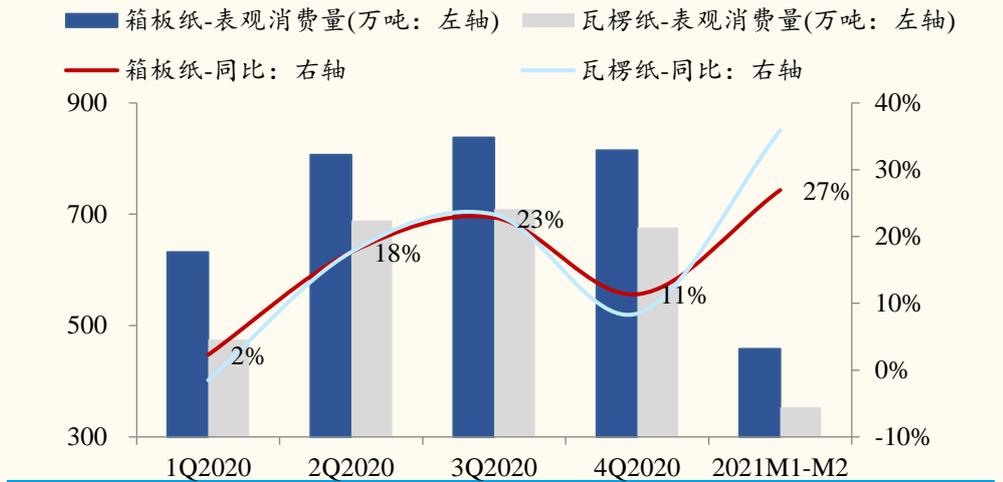
图表 15: 箱板纸价格与企业库存、社会库存的关系



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

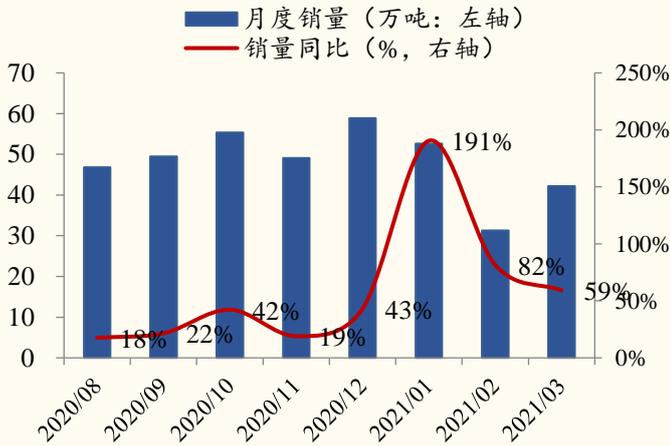
行业层面, 2Q2020 起箱板、瓦楞纸表观消费量开始修复; 公司角度, 山鹰自 20 年 8 月起月度销量、出厂均价已现抬升趋势, 预计量价齐升的逻辑将在 21 年下半年进一步兑现。

图表 16: 2Q2020 起箱板瓦楞纸表观消费逐步复苏



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 17: 山鹰自 20 年 8 月起月度销量增速加快



来源: 公司公告, 国金证券研究所

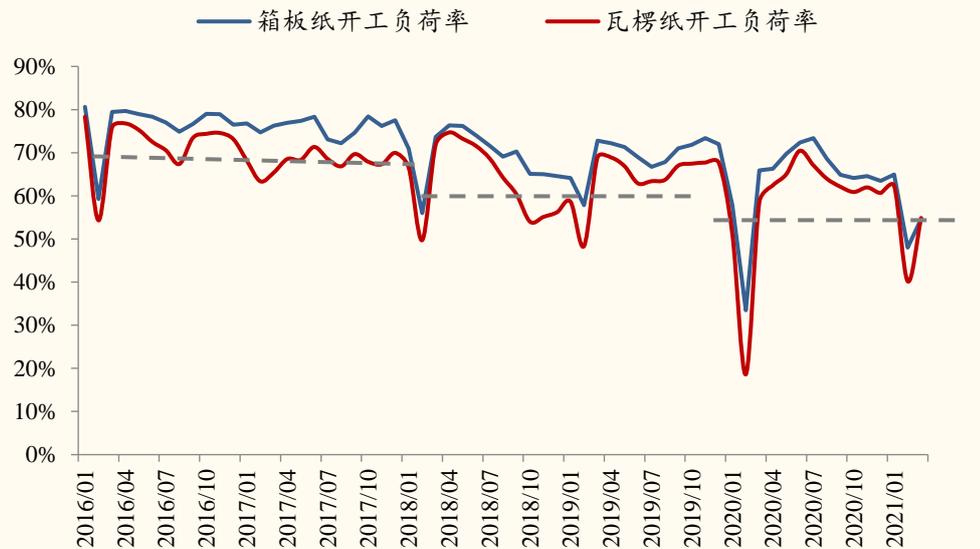
图表 18: 山鹰自 20 年 8 月起出厂均价逐步抬升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

伴随旺季到来, 开工率有望触底回升。2021 年 3 月箱板纸/瓦楞纸开工负荷率 54.7%/54.9%, 同比-11.3pct/3.7pct, 从三年角度看, 当前开工率已到历史同期底部, 下半年伴随需求转暖, 开工负荷率触底向上反弹的空间大。

图表 19: 开工率已在底部, 伴随旺季到来将逐渐回升



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

## 2.2、优质原料纤维掌控+产品结构优化, 龙头壁垒强化

### 2.2.1、中长期国废价格中枢上行, 龙头外废浆布局深化成本优势

复盘过去国废价格走势, 我们认为外部政策因素 (外废禁令带来供给收缩预期)、需求预期是短期价格波动的关键因素, 但中期价格波动弹性、周期维持时间仍需来自需求端的检验。

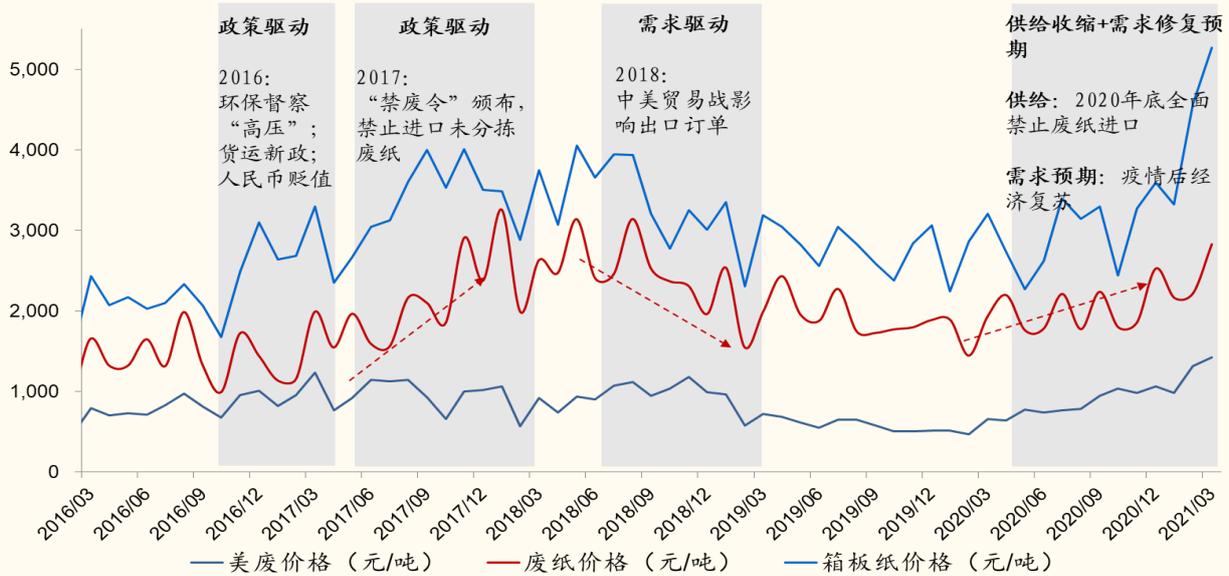
**1) 2016年10月-2017年6月: 成本压力、供给侧改革、汇率变动多重因素推高废纸价格。** 供给侧改革要求取缔或关停大量小造纸厂, 对大纸厂实行限产。同年实施运输新政, 货车超限超载等专项整治, 运输成本提高 30%; 人民币贬值约 6.7%, 中国废纸进口依存度较高, 进一步推高废纸进口成本。多重影响导致废纸供给缩减、成本上升, 废纸价格震荡上涨。

**2) 2017年6月-2018年6月, 政策收紧和成本上升导致废纸价格上行。** “禁废令”颁布, 叠加美废关税加征 25%, 政策和成本双重压力驱动废纸价格上涨。

**3) 2018年6月-2019年9月: 中美贸易摩擦导致需求疲软, 叠加供给端过剩拉低废纸价格。**

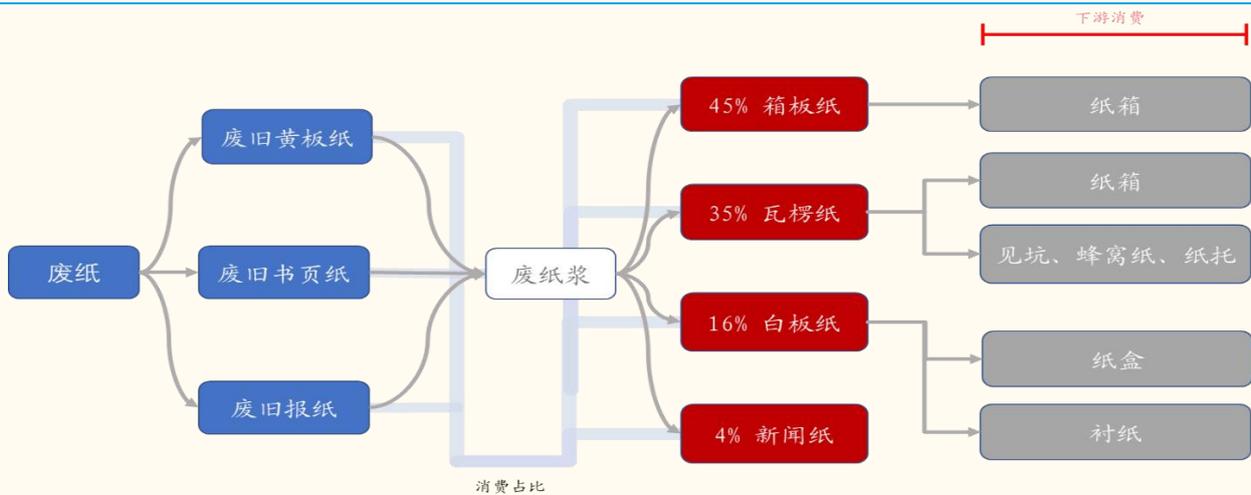
**4) 2020年6月以来, 废纸全面禁止进口带来的供给紧缺预期驱动下游补库,** 此外全球宏观经济修复, 下游需求预期向好, 废纸价格呈上升趋势, 进入 2021 年以来, 单吨废纸价格由 2530 元涨至 2831 元 (涨幅达到 12%)。

图表 20: 废纸价格复盘



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 21: 以废纸为原料的产业链

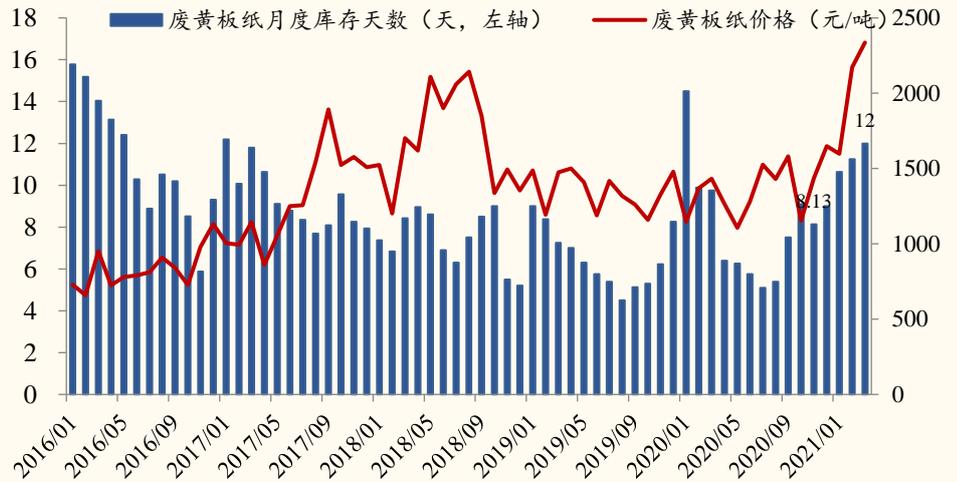


来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

国废: 短期关注库存拐点, 中长期供给缺口驱动价格中枢上移

短期角度, 当前库存水平处高位, 短期有望先去库再补库, 关注库存拐点来临。20 年 10 月以来, 基于海内外需求转暖的预期以及禁废令带来的废纸紧缺预期, 下游产业链进入补库周期, 废黄纸库存天数由 8 天上升至 21 年 3 月的 12 天, 但由于 1-3 月海外疫情的反复导致整体外需修复不及预期, 当前库存水平较高, 未来 2 个月随着雨季的到来, 短期产业链库存预计逐步去化; 待下半年需求旺季到来, 真实需求驱动下供给缺口有望放大, 叠加需求预期进一步放大真实需求, 产业链有望再次进入补库周期, 进而推动废纸价格提升。

图表 22: 当前废黄板纸处于累库期



来源: 卓创资讯、国金证券研究所

中长期角度, 国废原料供需缺口长存, 价格中枢上行。2020 年底全面禁止废纸进口, 2021 预计减少 590 万吨的进口废纸供应。浆价高位导致原生浆替代性不足, 海外废纸浆产能释放不足导致短期供应放量空间不大, 而国产废纸回收率已基本触及天花板。预计伴随下游需求的转暖, 废纸缺口有望进一步放大, 我们预计 2021 年废纸缺口达到 371 万吨, 且随着白板纸的清退导致废纸回收来源的降低, 中长期废纸缺口将持续扩大, 驱动国废价格中枢上行。

图表 23: 废纸供需缺口测算

	2017	2018	2019	2020E	2021E
①废纸浆供给总量 (①=②+③+④)	6302	5474	5443	5186	4885
②废纸浆进口量		30	92	178	231
yoy			205%	93%	30%
其中: 海外龙头废纸浆			174	284	368
新投产废纸浆产能				110	84
③进口废纸制浆	2063	1457	930	587	0
④国产废纸浆	4239	3987	4421	4421	4421
⑤成品纸产量 (⑤=⑥-⑦)	6121	5924	6027	5346	5256
⑥消费量	6258	6207	6346	6119	6029
--箱板纸	2686	2655	2703	2718	2772
yoy		-1%	2%	1%	2%
--瓦楞纸	2128	2122	2238	2212	2212
yoy		0%	5%	-1%	0
--白板纸	877	893	910	723	578
yoy		2%	2%	-21%	-20%
--新闻纸	267	237	195	166	166
--其他纸	300	300	300	300	300
⑦净进口量	137	283	319	773	773
--箱板纸	126	198	212	397	397
yoy		57%	7%	87%	0%
--瓦楞纸	65	113	153	391	391
yoy		74%	35%	156%	0%
--白板纸	-86	-74	-90	-80	-80
yoy		-13%	22%	-11%	0%
--新闻纸	32	47	45	65	65
yoy		47%	-4%	44%	0%
⑧比率: 废纸浆/成品纸 (⑧=①/⑤)	1.03	0.92	0.90	0.97	1.00
缺口预测					371

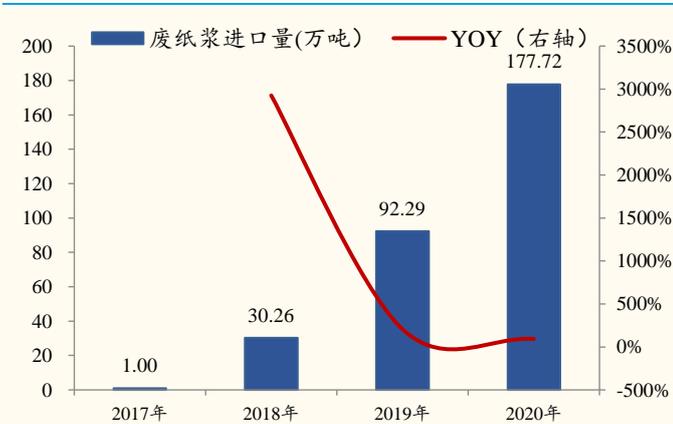
来源: 卓创资讯、公司公告、RISI、国金证券研究所

**美废价格预判：预计中长期价格中枢下行。**当前美废价格受海运的影响不断攀升，但从供需基本面的角度讲，伴随美国经济加快修复导致废纸回收量提升，而由于中国外废禁令的影响，美废需求大幅减少，因此中长期角度看，我们预计随着运费等其他成本因素变量影响的释放，美废价格中枢有望下行。

**内外废价差拉大，拥有废纸浆产能的龙头成本优势进一步放大。**废纸浆作为替代品，进口量由2018年的30万吨提升至2020年的178万吨，其中2020年同比+93%。从历史数据来看，2019-2020年间国废黄板纸和美废的价差保持在750-1750元/吨之间，废黄纸板和进口废纸浆板的价差保持在500-1000元/吨之间，随着旺季到来废纸缺口的放大，我们预计国废和美废、美废与进口废纸浆板的价差有望进一步拉大。

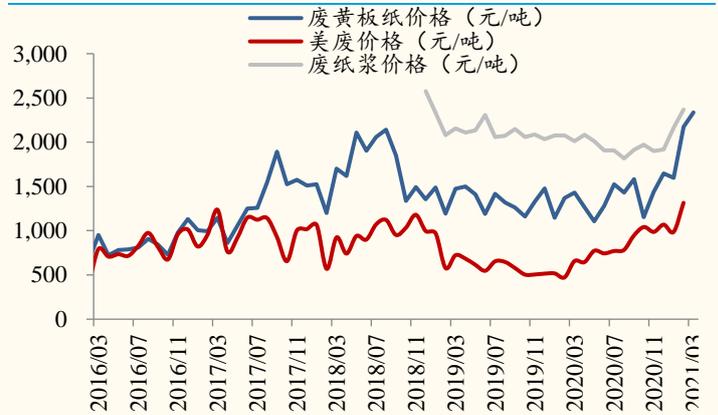
废纸浆的制造成本价格以美废价格为基准，而废纸浆的贸易价格则受运输成本、供需等多因素影响波动，且在当前船运紧张、海外浆产能落地不及预期的影响下供给端较为紧张，这导致当前废纸浆贸易价格较高，且与国废价格产生一定的联动性。龙头基于海外废纸浆产能的布局，自产废纸浆的成本价格较进口贸易价格更具优势。因此掌握低成本进口废纸浆的龙头企业将具有更大的利润弹性，而中小企业则囿于高价原材料，成本曲线抬升，利润空间受到挤压。

图表 24：废纸浆进口量及增速



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 25：内外废和废纸浆价差



来源：卓创资讯、国金证券研究所；注：将美元按照 6.5 的固定汇率转换为人民币

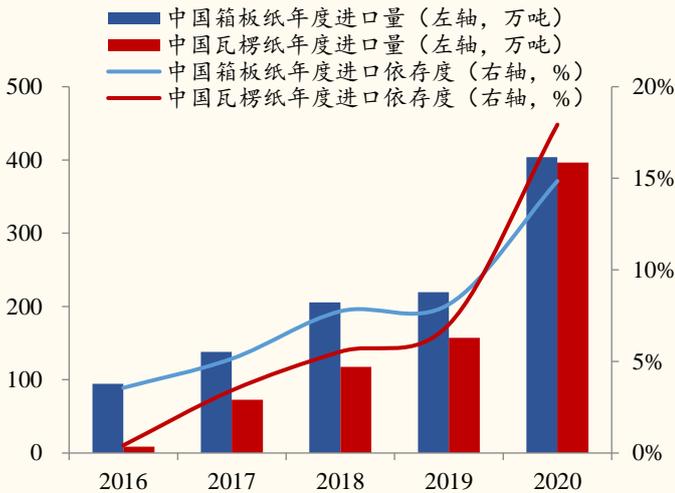
## 2.2.2、箱板纸盈利现分层，龙头布局高端产品盈利更优

### (1) 进口依存度提升，结构分化，中高端格局更优

2020年中国箱板纸/瓦楞纸年进口量404/397万吨，进口依存度从2016年的3.6%/0.4%跃升至14.9%/17.9%。进口依存度显著上升主要有两方面原因：一方面是2020年海外需求较差，而国内需求恢复快，叠加废纸价格上涨导致成品纸价格上涨，海外低价纸流到国内，给供给端造成压力，这部分随着2021年海外需求的回暖会减少部分；另一方面是龙头海外纸产能的布局导致纸进口量上升。

**从进口格局角度拆解，低端再生箱板纸是主要冲击。**将箱板纸进口品类进一步拆分，发现中高端的牛皮箱板纸进口增量较少，而来源于东南亚的低价再生箱板纸贡献主要增量，其中2020年进口量192万吨，同比+195%。

图表 26: 箱板、瓦楞纸的进口依存度提升



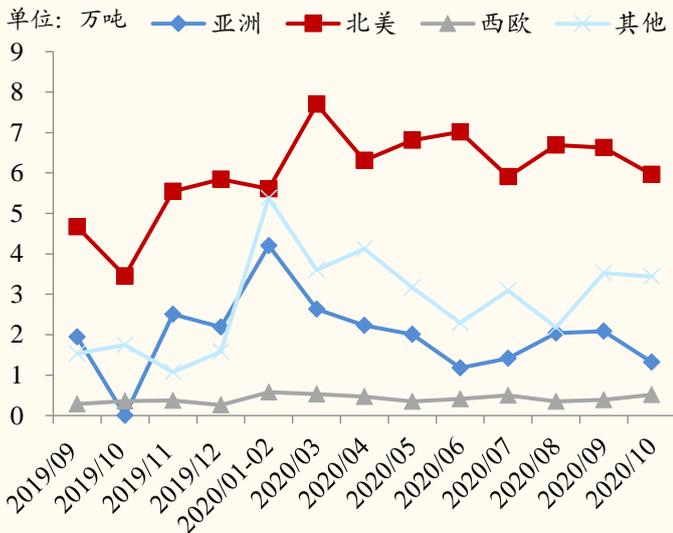
来源: 海关总署, 国金证券研究所

图表 27: 牛皮箱板纸与再生箱板纸进口量



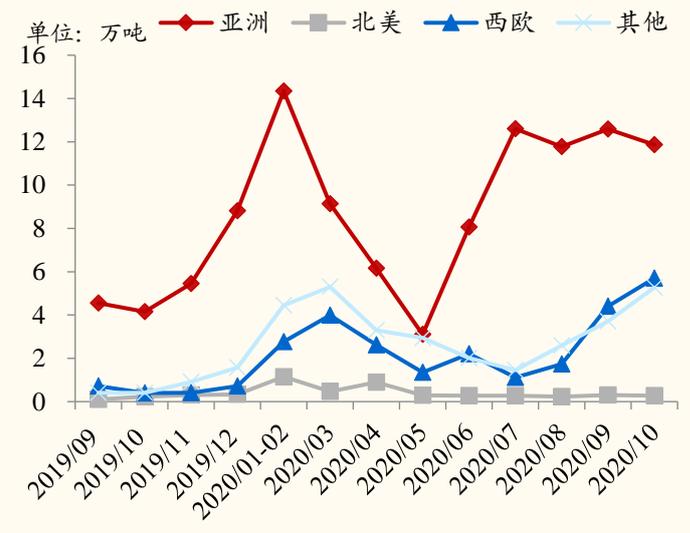
来源: 海关总署, 国金证券研究所

图表 28: 北美为中高端牛皮箱板纸主要进口来源地



来源: 纸业联讯, 国金证券研究所

图表 29: 亚洲是低端再生箱板纸主要进口来源地



来源: 纸业联讯, 国金证券研究所

## (2) 产品结构优势助力龙头获取超额利润, 份额加速集中

产品结构角度, 箱瓦纸内部盈利结构分化望加大, 高端箱板纸盈利中枢望上行, 龙头资源优势凸显。由于高端箱板纸所需的纸机设备更高端、原材料标准更高(外废优质长纤维)、工艺技术和下游客户(电器等包装厂)粘性更强, 因此高端箱板纸赛道的进入门槛较一般箱瓦纸行业更高, 这一领域基本由头部厂商垄断, 供需格局较一般箱瓦纸更好, 盈利能力也更加稳定。

龙头纸企向上借助品类优势优化收入结构, 向下借助原料资源优势压缩成本, 提升超额利润弹性。以山鹰旗下的紫杉和红杉系列为例, 紫杉作为高端纸, 以长纤维高质量外废为原料, 红杉为低端箱板纸, 以国废为主要原料。①价格差角度, 2H2017 年以来, 外废收紧推升高端纸原料成本, 紫杉、红杉箱板纸价差由过去的 400-600 元拉升至 1000 元以上, 预计随着旺季的到来, 格局更优的高端箱板纸涨价弹性更优。②成本角度, 伴随 2020 年全面禁废, 中高端箱板纸

价差有望进一步拉大，龙头企业拥有海外低价废纸浆产能，向下成本优势有望进一步凸显。

图表 30: 箱板纸各等级划分标准

箱板纸等级及其划分标准					
等级	种类	耐破度	横向环压指数	吸水性	耐折度
高端箱板纸	AAA 级牛卡纸 200g	≥ 3.7	≥ 9.2	≤ 60/100	≥ 60
	AAA 级牛卡纸 170g	≥ 3.7	≥ 9	≤ 60/100	≥ 60
	AA 级牛卡纸 170g	≥ 2.7	≥ 7.5	≤ 60/100	≥ 40
中低端箱板纸	A 级牛卡纸 130g	≥ 2.0	≥ 6.0	≤ 60/100	≥ 20
	再生箱板纸 130g	≥ 1.8	≥ 5.0	≤ 100/130	≥ 10

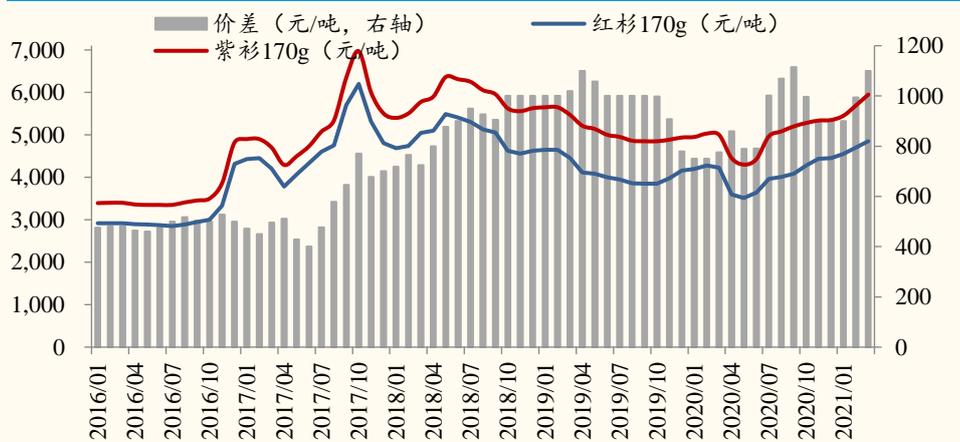
来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 31: 各纸厂分级别箱板纸品牌

龙头企业各等级箱板纸				
企业名称	AAA 级牛卡纸	AA 级牛卡纸	A 级牛卡纸	再生牛卡纸
玖龙纸业	玖龙	海龙	地龙	地龙再生
理文纸业	H 纸	N 纸	Q 纸	B 纸
山鹰纸业	紫杉	银杉	红杉	T 纸

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

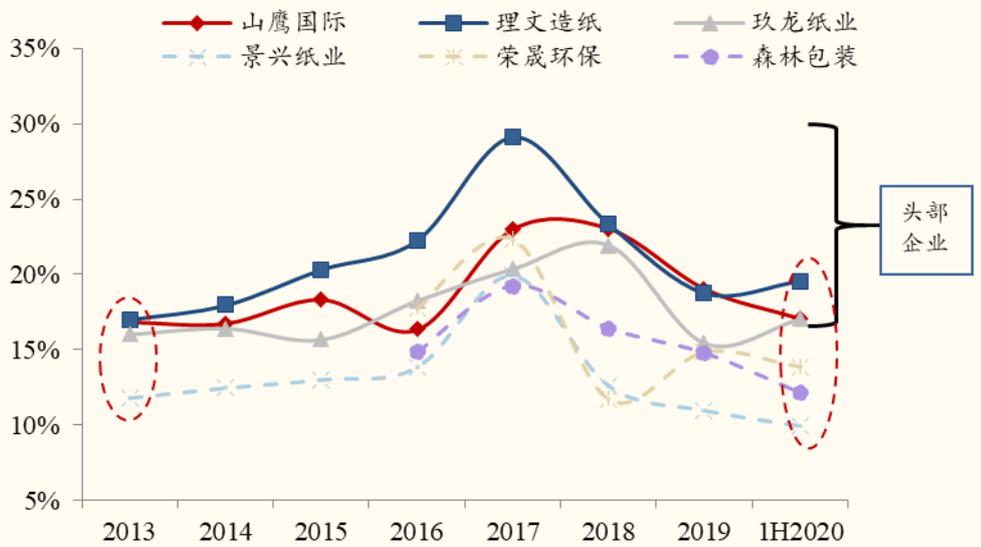
图表 32: 中高端箱板纸与低价箱板纸价呈走阔趋势



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

头部与中小企业在毛利率差距、盈利稳定性的相对优势不断强化。从毛利率表现来看，头部企业毛利率更高；受益于产品结构、外废额度的影响，我们发现 18 年以来三大行业龙头（玖龙、理文、山鹰）毛利率与地方性企业（景兴、荣晟、森林包装）差距从 3-5pct 拉大至 5-10pct，且毛利率的波动性较中小规模企业更小，预计未来两者差距会进一步拉大。

图表 33: 山鹰等头部企业毛利率底部较中小规模公司更高, 波动性更小

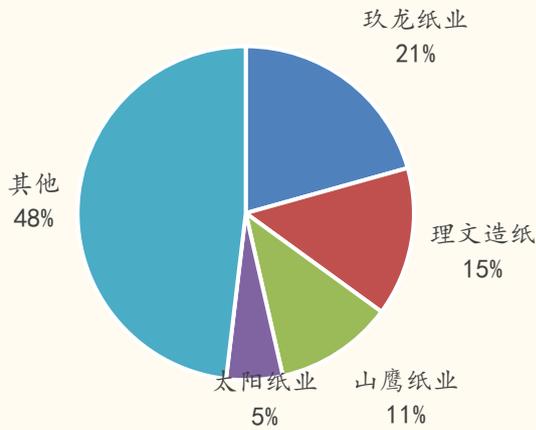


来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 2.3、后续产能投放集中于龙头, 格局优化可期

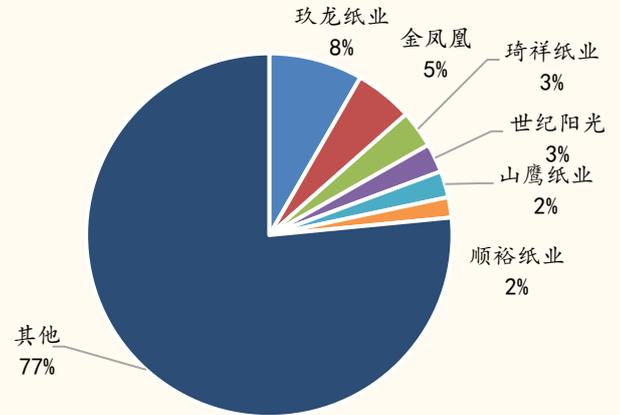
**当前格局: 箱板纸 CR4 达 53%, 瓦楞纸集中度较低。**箱板纸行业产能 3990 万吨, CR4 为 53%, 我们预计随着未来废纸资源短缺矛盾的出现, 没有稳定废纸回收来源的中小企业出清速度有望进一步加快, 格局优化加速。瓦楞纸行业集中度更为分散, CR6 仅为 23%, 主要原因在于瓦楞纸的设备单吨投资额更少、技术壁垒更低, 导致进入门槛更低。

图表 34: 箱板纸供给端竞争格局



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

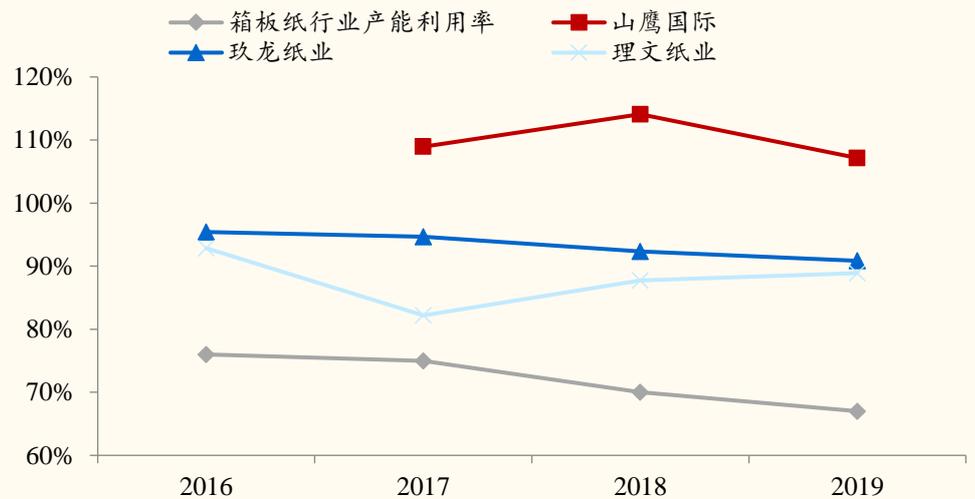
图表 35: 瓦楞纸供给端竞争格局



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

**产能利用率角度, 龙头纸业远优于行业均值。**供给侧改革导致中小产能出清带来的行业有效产能收缩, 以及在箱瓦行业长期以来供大于求的供需格局下, 行业整体产能利用率从 2016 年 76% 下降至 2019 年的 68%。龙头企业产能利用率基本稳定在 90% 以上的水平, 其中山鹰 2017-2019 年产能利用率高达 109%、114% 和 107%。龙头企业产能利用率高于行业水平, 份额加速集中。

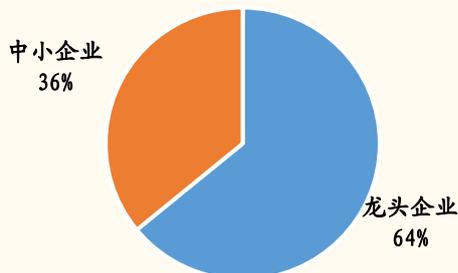
图表 36: 龙头企业产能利用率水平高于行业平均



来源: 公司公告, 卓创资讯, 国金证券研究所

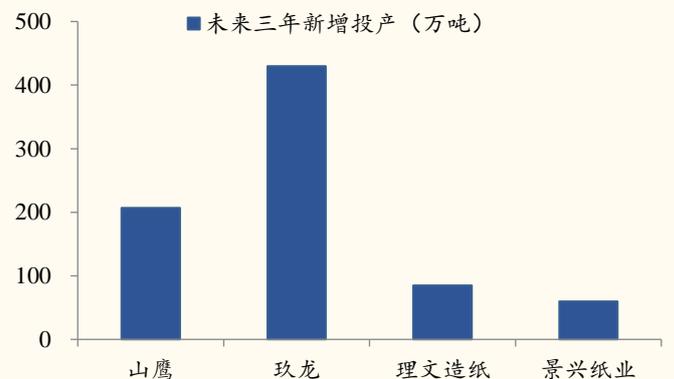
**未来产能投放: 向龙头企业集中, 行业集中度有望提高。**头部厂商基于更强的融资能力、优质原料、能源配套的掌握, 对下游的议价力、对成本的控制力更具优势, 因此扩产力度强于中小厂, 行业的进入门槛在提高, 行业集中度趋势强化。头部的玖龙、理文、山鹰三大厂商未来三年海内外产能投放合计占比达 64%。中小企业未来产能投放总额仅占 36%。我们预计, 随着废纸缺口的放大, 中小纸企囿于废纸原料的短缺, 新产能落地时间有望晚于预期。

图表 37: 未来三年箱瓦纸新增产能分布



来源: 卓创资讯, 公司公告, 国金证券研究所整理; 注: 这里的龙头企业指玖龙、理文、山鹰

图表 38: 部分企业未来三年新增投产规模



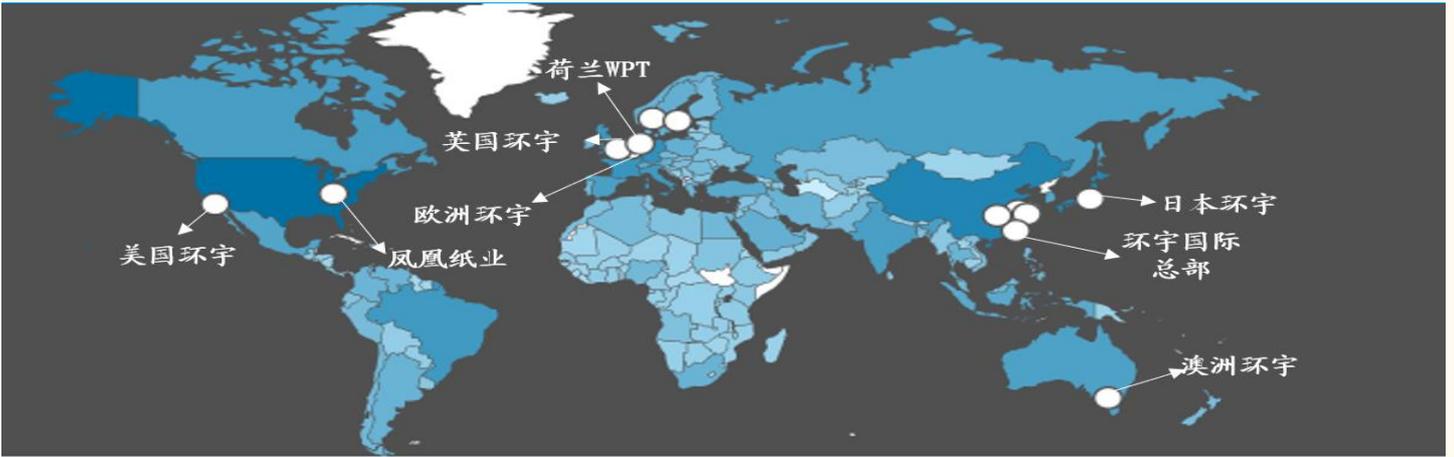
来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 3、突破成本下限, 吨净利底部不断抬升

#### 3.1、完善回收体系+自建再生浆, 巩固上游资源&成本优势

**前瞻性布局全球废纸回收体系, 提高资源获取壁垒。**一方面, 山鹰成立全资子公司环宇国际运营海外废纸回收体系, 目前已在美国、欧洲、澳洲和日本均设有回收基地。另一方面, 公司于 2018 年收购了欧洲最大的废纸贸易商之一——荷兰 WPT, 进一步提升了公司海外废纸的掌控能力。2020 年公司实现废纸贸易量 277 万吨。

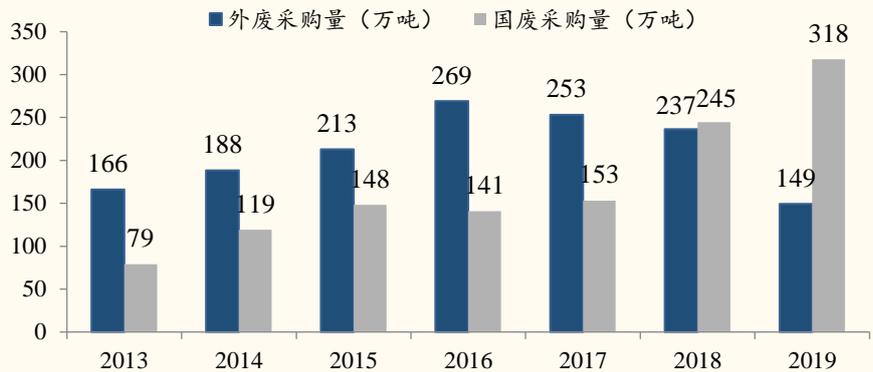
图表 39: 山鹰已经形成全球化原材料供应链



来源: 公司官网, 国金证券研究所

积极布局海外再生浆建设, 预计 21 年超 180 万吨废纸浆产能落地。受外废配额收紧影响, 2019 年起公司废纸浆产能陆续落地。北美方面, 公司在收购凤凰纸业后迅速启动 12 万吨再生浆产线技改; 亚洲方面, 公司于 2020 年初启动泰国 110 万吨再生浆项目, 2020 年底已投产 70 万吨; 外购浆方面, 公司与战略合作伙伴达成年产 30 万吨再生浆协议, 预计 2021 年公司废纸浆产能可达 180 万吨以上。从现有产能和未来布局看, 山鹰废纸浆产能与同业头部公司相比优势凸显。

图表 40: 2018 年开始公司固废采购量超过外废采购量



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 41: 山鹰 2021 年度纸浆产能突破 180 万吨

企业名称	投产/在建项目	浆种/取得方式	2019	2020	2021E	2022E
山鹰纸业	年产 30 万吨再生浆项目 (OEM 模式)	再生浆/战略合作	30	30	30	30
	凤凰纸业 12 万吨再生浆技改项目	再生浆/收购	-	-	12	12
	东南亚 110 万吨再生浆项目	再生浆(湿浆)/合资	-	-	40	40
		再生浆(干浆)/自建	-	70(干浆)	70	70
	欧洲 32 万吨干浆项目	再生浆/合资	-	-	32	32
总计			30	100	184	184
玖龙纸业	马来西亚年产 48 万吨废纸浆项目	再生浆/收购	48	48	48	48
	西维珍尼亚州 Fairmont 再生浆项目	再生浆/收购	22	22	22	22
	美国缅因州 Old Town 本色浆项目	本色浆/收购	16	16	16	16
	东莞木纤维项目	木纤维/自建				110
	重庆木纤维项目					
总计			86	86	86	196
理文造纸	重庆理文浆粕技改项目	竹浆/自建	18	18	18	18
	马来西亚年产 40 万吨废纸浆项目	再生浆/合资	-	40	40	40
	缅甸年产 40 万吨废纸湿浆项目	再生浆(湿浆)/自建	40	40	40	40
	总计			58	98	98
景兴纸业	马来西亚废纸浆板项目	再生浆/自建	-	-	-	80
	总计			-	-	-
太阳纸业	已投产:					
	木屑浆: 10 万吨	再生浆/自建	90	90	90	90
	半化浆: 40 万吨					
	老挝再生浆: 40 万吨					
	本色针叶浆: 20 万吨	再生浆/自建	-	20	20	20
总计			90	110	110	110

来源: 公司公告, 国金证券研究所

海外废浆资源壁垒的建立, 背后比拼的是资金优势、时间优势。目前海外制浆的途径主要有两种: ①自建浆产线; ②收购当地浆厂, 两种途径均需要企业前期投入大量资本。以山鹰为例, 其在美国的浆产能布局需要经历“收购-技改-运输”等多个环节。根据景兴纸业公告, 单吨废纸浆投资金额在 1800 元/吨左右, 短期高投入换来的是中长期的低原材料成本, 随着再生浆产能布局的完成, 成本护城河有望进一步加宽。

图表 42: 海外自建/收购浆厂资金门槛较高

企业	项目	收购/自建金额 (亿元)	浆产能(万吨)	纸产能 (万吨)
山鹰纸业	凤凰纸业收购及技改项目	10.5	12	30
玖龙纸业	马来西亚彭亨特制浆造纸厂收购	19	48	-
	美国西维珍尼亚州 Fairmont 再生浆项目	4.3	22	-
理文造纸	马来西亚雪邦制浆造纸厂建设	43	40	70
景兴纸业	马来西亚废纸浆板项目	14.5	80	

来源: 公司公告, 国金证券研究所整理

从时间优势上看, 海外产能的建设需要耗费大量的时间和人力物力。以太阳为例, 在 2008 年启动海外建厂计划后, 2018 年才实现第一批产能投放, 目前已在老挝投资超 10 亿元, 时间跨度超过 10 年。

图表 43: 太阳老挝项目 10 年内投资超 10 亿元

时间	事项
2008 年 5 月	在老挝成立境外考察联络办事处。
2008 年 6 月	投资 300 万美元成立太阳老挝公司，从事育苗和示范林的建设。
2009 年 12 月	项目 3000 亩的用地计划已经得到老挝当地政府的批准，将于 2010 年开工。
2009 年 10 月	获得越南投资许可证，投资 1500 万美元成立越南太阳控股有限公司。
2017 年 1 月	老挝 30 万吨阔叶木浆项目正式开工。
2018 年 1 月	对老挝公司增资 1.4 亿，用于 30 万吨化学浆项目配套工程；投资总额将由 2.9 亿美元增加到 4.3 亿美元。
2018 年 7 月	对老挝公司增资 6.4 亿美元，用于建设 120 万吨造纸项目，投资总额将由 4.3 亿美元增加到 10.69 亿美元。

来源：公司公告，国金证券研究所

自建外废浆产能的另一大优势在于：缓解外废收紧对高端箱板纸原材料端的冲击。相较于低端箱板纸，中高端箱板纸需要一定配比的美废或木浆等优质长纤维注入。2021 外废清零后，海外自产浆可保持美废供给，发挥成本优势，构筑原材料壁垒。我们测算了采用不同原料配比场景下自建浆的成本优势。结果显示：自产浆可为企业带来 200-500 元/吨的成本节约，总额可节约 4-10 亿元。未来企业高档箱板纸占比仍将继续提升，自产浆优势将会进一步释放。

图表 44: 海外自产浆可为企业节约 200-500 元/吨

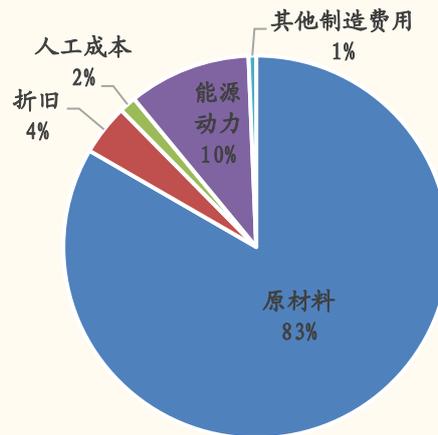
纸浆价格汇总	
自产废纸浆价格 (元/吨)	2145 (330 美元)
外购废纸浆价格 (元/吨)	2860 (440 美元)
国废黄板纸价格 (元/吨)	2400
针叶浆 (元/吨)	6800
高档箱板纸方案 1: 30%自产外废浆+70%国废	2323.5
高档箱板纸方案 2: 10%针叶浆+90%国废	2840
高档箱板纸方案 3: 30%外购外废浆+70%国废	2538
方案 1 单吨节约额 (元/吨)	220-540
山鹰高端箱板纸原料成本节约测算	
箱板纸销量 (万吨)	493
高档箱板纸占比 (%)	40%
高档箱板纸销量 (万吨)	197.2
情景 1: (方案 2-方案 1) *销量 (亿元)	10.72
情景 2: (方案 3-方案 1) *销量 (亿元)	4.23

来源：卓创资讯，公司公告，国金证券研究所；国废价格来自卓创资讯国废纯报纸 2020 年均价；废纸浆价格来自 2020 年均价

### 3.2、自备电厂提高能源自给率，降低能耗成本

自备电厂不仅可以降低电力成本，发电过程中产生的蒸汽还可用于烘干环节以及对外销售，进一步降低能源成本。目前山鹰的三个造纸基地均配备自建电厂，荆州、浙江发电厂已投产，安徽发电项目在积极推进。项目投产后，公司自发电比例将从 74%提升至 97%。按照电自供率是 90%，在不考虑蒸汽出售收入的情况下，自备电厂相较中小企业拥有近 150 元/吨的成本优势。

图表 45: 原材料和能源成本在总成本中占比超 90%



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 46: 自备电厂可为企业节约单吨能源成本近 150 元/吨

成本节约测算	
国内造纸产能 (万吨)	617
单吨耗电量 (千瓦时/吨)	500
电网供电价格 (元/千瓦时)	0.56
自备电价格 (元/千瓦时)	0.34
单吨电力成本节约额 (元/吨)	99
单吨蒸汽成本节约额 (元/吨)	50
单吨能源成本节约额 (元/吨)	149

来源: 公司年报, 国金证券研究所; 注: 自供电率按 90% 计算, 单吨成本节约额=单吨耗电量\*(电网价格-自备电价格\*0.9-电网价格\*0.1)

**自备电厂政策不断收紧, 间接筑高能源壁垒。**受环保大背景影响, 国家先后于 2015 年和 2018 年出台自备电厂相关政策, 多地区禁止新建燃煤自备电厂, 对于自备电三类费用的征缴也趋于规范化。政策收紧也使得中小纸企无法通过自建电厂来降低成本, 加速行业出清。

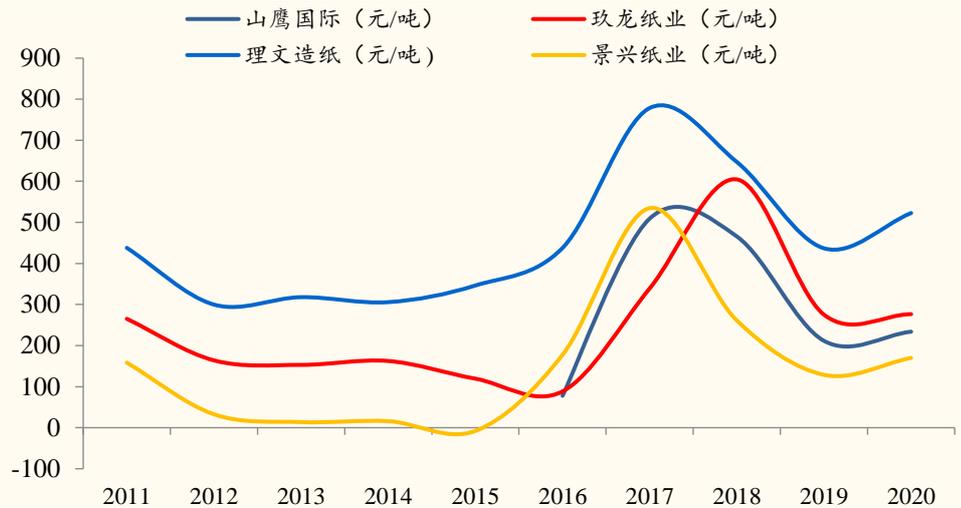
图表 47: 自备电厂相关政策持续收紧

时间	政策文件	政策影响
2015	《关于加强和规范燃煤自备电厂督管理的指导意见》	1. 京津冀、长三角、珠三角等区域禁止新建燃煤自备电厂 2. 规范自备电三类费用缴纳 (政府性基金、交叉性补贴、系统备用费)
2018	《燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案》	1. 未经批准或未列入规划的燃煤自备电厂, 一律停建停运。 2. 新建燃煤自备电厂但未经批准或未列入规划的, 要从严从重问责, 并对该省 (区、市) 所有发电类项目一律停批。

来源: 国家能源局, 国金证券研究所整理

**原料+能源壁垒的确立, 吨净利底部不断抬升。**从 2017 年后, 行业头部企业吨净利开始出现一定分化, 公司吨毛利、吨净利底部不断抬升。2020 公司箱瓦纸吨净利 234 元/吨, 较景兴高 56.8 元/吨。伴随 2021 年海外浆产能的落地、各基地规模效应的凸显和高端箱板纸的布局, 山鹰的单吨净利底部不断抬升, 提升空间较大。

图表 48: 山鹰箱瓦纸单吨净利底部不断抬升



来源: Wind, 国金证券研究所;

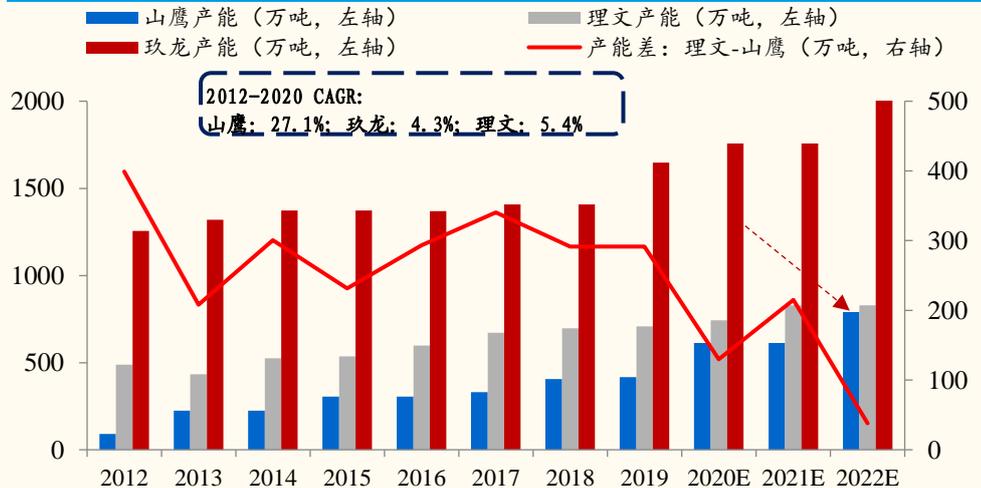
注: 山鹰、景兴为 2020H1 数据, 玖龙财报披露日为 6.30、理文财报披露日为 12.31 (2011、2012 年为 3.31)

#### 4、持续扩大产能规模，高杠杆推动扩张

##### 4.1、自建&收购并举，全面加快产能扩张进程

产能扩张凸显成长性，与玖龙、理文规模差距缩小。近十年来，山鹰扩产步伐较快，当前造纸产能 613 万吨，2012-2020 年产能复合增长率 27%，玖龙、理文产能复合增速分别为 4.3%、5.4%。从未来产能规划看，2022 年底公司产能预计达 790 万吨，与理文之间的差距将进一步缩小至 38 万吨。

图表 49: 近年来山鹰造纸产能的扩张步伐快于玖龙&理文



来源: 公司年报, 国金证券研究所

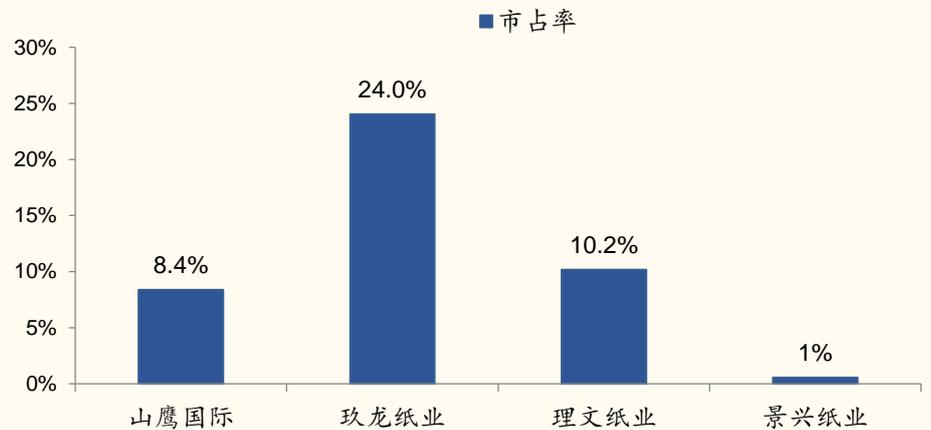
内生+并购齐发力，市占率不断提升。2012 年公司产能仅 90 万吨，伴随 2013 年完成与吉安集团的并购重组，造纸产能跃升至 225 万吨，从地方企业成功跃迁至全国性造纸企业，此后，公司加速自建和并购进程，先后在安徽和湖北布局 80/127 万吨箱板纸项目，目前均已落地投产；2017 年收购福建联盛纸业，进军华南地区。在海外，公司相继收购北欧纸业/美国凤凰纸业，在东南亚投资 110 万吨再生浆项目。内生外延两条线并行的战略使公司造纸产能在过去十年间得到了快速发展，当前公司市占率 8.4%。

图表 50: 2013 年来山鹰国际造纸产能扩张历程

时间	2013年	2015年	2017年	2018年	2019年	2020年	2022E
事件	完成对吉安集团收购重组, 成为全国性造纸企业	安徽马鞍山年产80万吨造纸项目投产, 产能跃居行业第三	收购北欧纸业, 进入全球高档防油纸、牛皮纸生产领域	收购福建联盛纸业, 布局华南片区; 收购美国凤凰纸业和荷兰 WPT 公司, 推进全球化布局	广东肇庆 10 万吨特种纸项目投产; 华南山鹰通过技改项目扩产	北美凤凰纸业30万吨文化纸投产; 华中山鹰127万吨项目先后投产; 安徽山鹰扩产	广东山鹰100万吨高档箱板纸项目; 浙江山鹰77万吨绿色环保高档包装纸项目;
扩张方式	国内收购	国内自建	海外收购	国内&海外收购	国内自建	国内&海外自建	国内自建
新增产能	135万吨	80万吨	26万吨	75万吨	36万吨	171万吨	177万吨
设计产能	225万吨	305万吨	331万吨	406万吨	442万吨	613万吨	790万吨

来源: 公司公告, 国金证券研究所整理

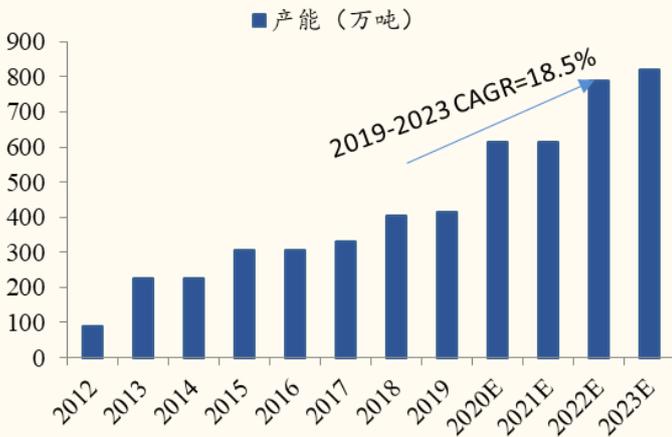
图表 51: 2020 年山鹰箱瓦纸市占率 8.4%



来源: 卓创资讯, 公司公告, 国金证券研究所

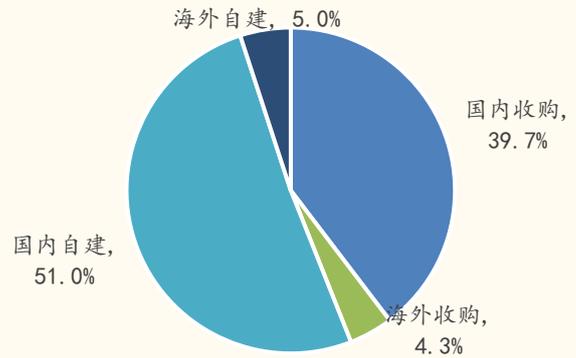
**2021-2023 年产能进入加速释放期。**目前公司在建项目超过 200 万吨, 分别为浙江 77 万吨绿色环保高档包装纸升级改造项目、广东 100 万吨高档箱板纸扩建项目、吉林年产 100 万吨制浆及年产 100 万吨工业包装纸项目(一期)。按照工期进度, 公司 2021、2022、2023 年实际造纸产能有望超 600、700、800 万吨。

图表 52: 2022/2023 年公司造纸产能将分别超 750/800 万吨



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 53: 截至 2020 年山鹰国际造纸产能来源



来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 4.2、构建全国布局生产体系，出海步伐提速

### 4.2.1 强化全国化布局，发挥区域协同优势

完善全国多区域布局，生产网络辐射国内 16 省 1 市。目前公司在华东、华中、华南拥有五个造纸基地，分别位于安徽马鞍山、浙江嘉兴海盐、湖北荆州、福建漳州和广东肇庆，此外，公司正组织建设位于吉林省的纸浆及造纸基地，未来将持续推进全国化布局。一方面降低原材料运输成本；另一方面可与包装业务协同，提高经营效率。

图表 54: 山鹰国际分区域产能布局

区域	产地	产能 (万吨)	纸种	是否投产
国内				
华南	福建漳州	85	箱板纸	已投
	广东肇庆	10	特种纸	已投
	广东肇庆	100	高端箱板纸	2022E
华东	安徽马鞍山	200	箱板纸	已投
	浙江嘉兴	135	箱板纸	已投
	浙江嘉兴	77	高档箱板纸	2022E
华中	湖北荆州	127	箱板瓦楞纸	已投
东北	吉林扶余	30	瓦楞纸	2023E
海外				
美国肯塔基		30	文化纸	已投
北欧瑞典、挪威		26	特种纸	已投
2023E 产能合计 (万吨)		820		

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 4.2.2 全国化&海外布局，助力龙头提份额

以行业龙头玖龙与理文为鉴，我们发现龙头箱瓦纸企业的成长扩张战略较为相似：一方面积极完善全国化布局，不断拓宽区域，巩固市场地位，提升市场份额；另一方面，加快全球化进程，积极在东南亚、北美布局成品纸/纸浆生产基地。

玖龙：玖龙在国内先后于东莞、太仓、重庆、天津等地建立 8 个生产基地，其中河北及乐山基地为收购当地纸厂而来，其余为自行投资建设。2017 年后玖龙纸业积极布局海外产能，在北美/东南亚开展并购。截至 2020 年，玖龙纸业拥有海外造纸产能约 134 万吨，预计 2021 年达到 189 万吨，占总产能约 10.4%。

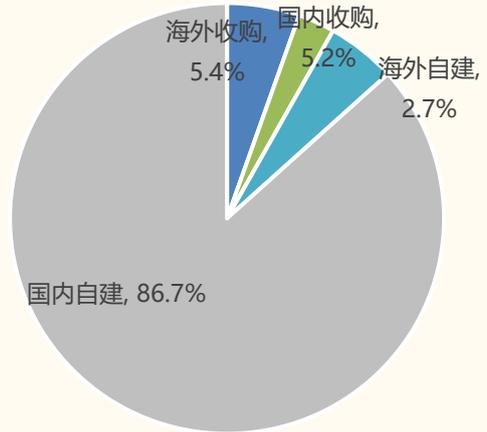
理文：理文的发展逻辑与玖龙高度相似。在国内，理文拥有广东、江苏、江西、重庆等 6 个生产基地，箱板纸、卫生纸合计产能 600 余万吨。海外方面，自 2017 年理文瞄准东南亚市场，先后在越南、马来西亚、印尼建立造纸及纸浆基地，预计 2021 年底，总造纸产能达到 827.5 万吨，其中海外产能 175 万吨，占比 21.1%。

图表 55：玖龙纸业造纸产能扩张历程

地区	扩张方式	投产时间	地点	目前设计造纸产能 (万吨)
国内	自建	1998	广东东莞	525
	自建	2005	江苏太仓	303
	自建	2006	重庆	190
	自建	2007	天津	215
	收购	2008	四川乐山	35
	自建	2010	福建泉州	100
	收购	2011	河北滦南	50
	自建	2011/2023E	辽宁沈阳	95/65
	自建	2022E	湖北荆州	120
	自建	2022E	广西北海	155
	自建	2022E	广州东莞	60
	自建	2022E	重庆	50
	自建	2023E	广西北海	195
海外	自建	2017	越南	45
	收购	2018	美国	89
	自建	2023E	马来西亚	90
合计	合计	合计		2382

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 56：截至 2020 年玖龙纸业造纸产能来源



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 57：玖龙纸业造纸产能分布

区域	产地	设计产能 (万吨)	纸种	是否投产
国内				
华南	广东东莞	525/60	牛卡/白板/瓦楞/文化	已投/2022E
	广西北海	155	牛卡	2022E
	广西北海	195	白卡/文化/纸袋	2023E
	福建泉州	100	牛卡	已投
华东	江苏太仓	303	牛卡/瓦楞/文化	已投
华中	湖北荆州	120	包装纸	2022E
华北	河北滦南	50	牛卡/瓦楞	已投
	辽宁沈阳	95/65	牛卡	已投/2023E
	天津	215	牛卡/白板/瓦楞	已投
西南	四川乐山	35	瓦楞/特种	已投
	重庆	190/50	牛卡/白板/瓦楞	已投/2022E
海外				
越南		45	牛卡/瓦楞	已投
美国		89	箱板/瓦楞	已投
马来西亚		90	牛卡/瓦楞	2023E
合计		2382		

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 58：理文纸业造纸产能分布

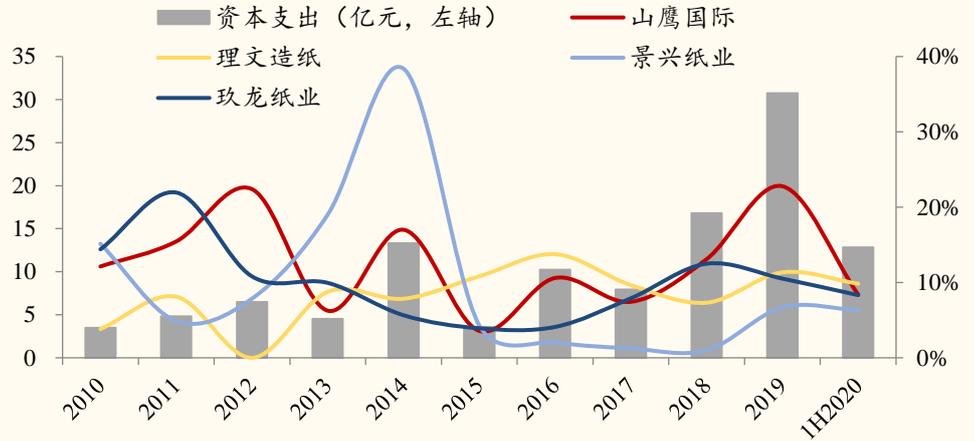
区域	产地	设计产能 (万吨)	纸种	是否投产
国内				
华南	广东洪梅	241	箱板/卫生纸	已投
	广东东莞	59	箱板纸	已投
华东	江苏常熟	112	箱板纸	已投
	江西九江	93	箱板/卫生纸	已投
西南	重庆	147.5	箱板/卫生纸	已投
海外				
越南		55	箱板纸	已投
马来西亚		120	箱板纸	35 万吨已投， 剩余预计 2021 年
合计		827.5		

来源：公司公告，国金证券研究所

### 4.3、资本开支投入积极，高杠杆推动扩张

扩张速度居行业前列，内生成长值得期待。2015 年以来，公司每年的资本支出规模保持在 10 亿元以上，最高达 30.7 亿元。资本支出占固定资产的比重由 2015 年的 4% 上涨至 2019 年的 23%，远高于同行业其他企业。我们认为从市场竞争地位的保持来看，当前的投入必不可少。

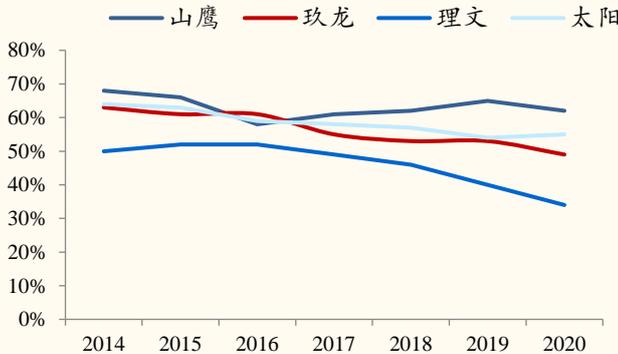
图表 59：近年来山鹰资本开支/固定资产比值高于其他企业



来源：公司公告，国金证券研究所

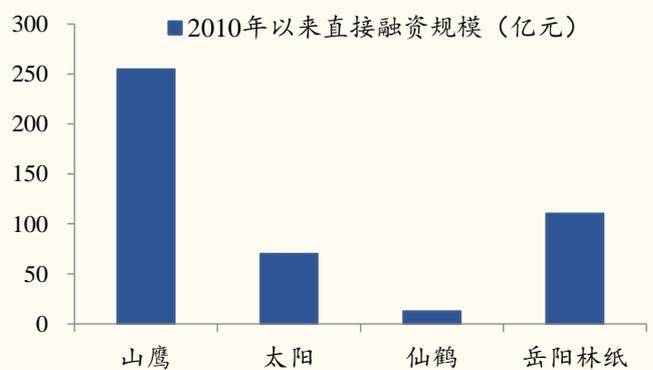
最大化各渠道融资。间接融资方面，近年来山鹰国际的资产负债率维持在 55% 以上，且 2016 年后呈现上升趋势，2020 年达到 62.08%，远高于其他龙头企业。直接融资方面，2010 年以来山鹰国际除 IPO 外直接融资募集资金达 254.79 亿元，远超行业内其他公司。融资资金投入到新产能建设中，保持高杠杆扩张状态。

图表 60：龙头企业的资产负债率



来源：Wind，国金证券研究所

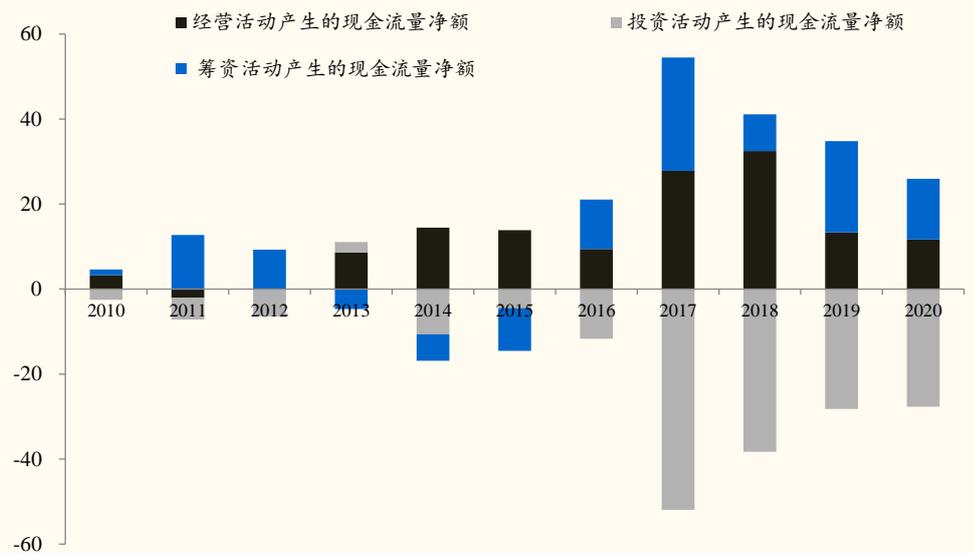
图表 61：2010 年以来企业的直接融资规模（除 IPO）



来源：公司公告，Wind，国金证券研究所 注：直接融资包括股权再融资和发债券融资

全国化布局已完善，预计未来资本开支边际减少，现金流稳中有升。当前公司已在华南、华中、华东完成了基本的产地布局，后续产能的增加更多是在原有产地上做加法，预计后续基础设施类配套资本开支有望减少，资本投入效率有望边际提升。

图表 62: 山鹰国际现金流净额 (亿元)



来源: 公司公告, Wind, 国金证券研究所

## 5、横纵双向延展，中长期开启第二成长曲线

### 5.1、横向：切入特种纸行业，优化盈利结构

收购北欧特种纸，逆周期调节因子。自公司 2017 年收购北欧纸业以来，净利率较为稳定，成为公司业绩的逆周期因子。2020 年北欧纸业营业收入达 23.43 亿元，营收同比增速 0.2%；净利润达 2.05 亿元，净利润同比增速-28.6%。

图表 63: 特种纸产品种类介绍

产品名称	产品图示	产品介绍
防油纸		主要为食品级防油纸，使用天然纤维和油脂，生产中不使用化学添加剂，产品线包括烘焙用防油纸、蛋糕纸杯、包装纸等。
牛皮纸		采用来自斯堪的纳维亚森林的原生纤维，负载强度高，可用于食品、建材以及其他工业包装用途。
伸性纸		主要为纸袋纸，用于食品、建材等包装，以及雪杉白牛皮纸等用于替代塑料棒和塑料包装。

来源: 公司年报, 国金证券研究所

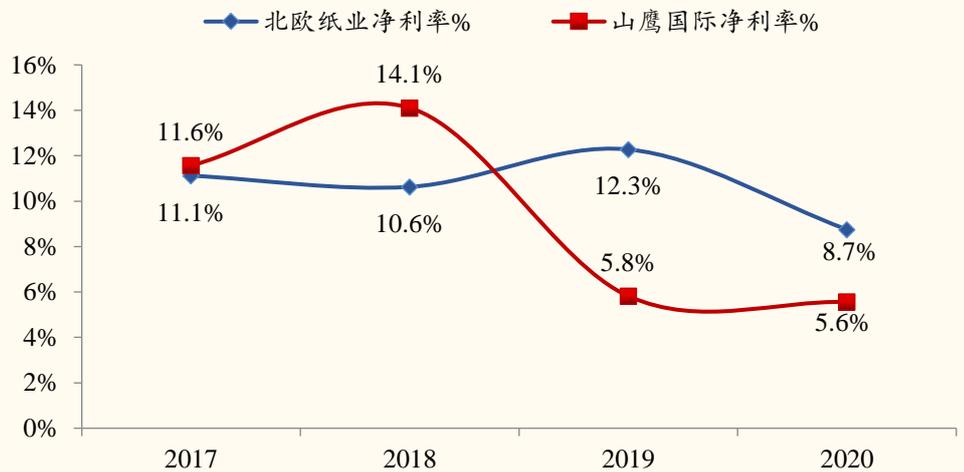
北欧纸业是公司重要特种纸生产基地。北欧纸业位于瑞典和挪威，拥有高端特种浆纸产能合计 50 万吨，造纸产能 31 万吨，是国际高端防油纸和特种牛皮纸的领军企业，当前拥有 4 个特种纸生产基地，防油纸和牛皮纸为公司主要特种纸纸种。

图表 64: 北欧纸业四大生产基地与产能

生产基地	生产线/产能	产能合计
Säffle (瑞典)	每年可生产 5 万吨纸浆, 两台造纸机的年总产量约为 5 万吨天然防油纸。	纸浆年产能 28 万吨, 造纸年产能 30.8 万吨, 浆纸产能共计 58.8 万吨
Greåker (挪威)	拥有两台造纸机, 年产 4.2 万吨天然防粘纸	
Åmotfors (瑞典)	两台独特的造纸机, 年产量为 5.6 万吨的特殊未漂白牛皮纸	
Kristinehamn (瑞典)	两台造纸机年产 16 万吨未漂白牛皮纸, 纸浆工厂年产 23 万吨未漂白的纸浆	

来源: 北欧纸业公司官网, 国金证券研究所

图表 65: 北欧纸业净利率水平高且稳定性强



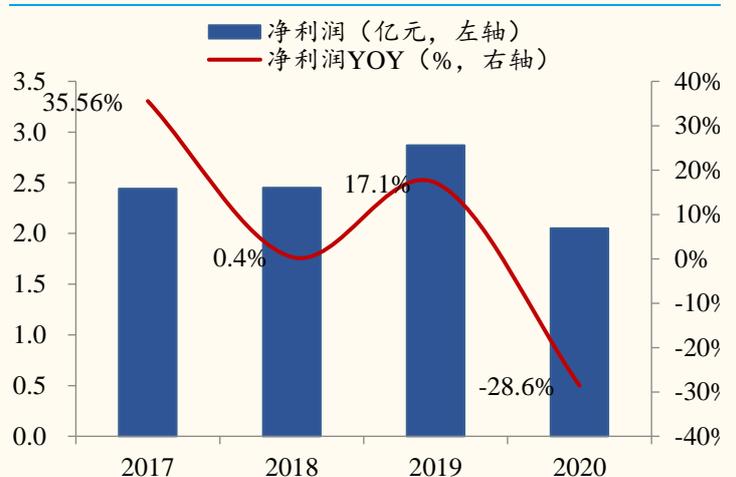
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 66: 北欧纸业营收及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 67: 北欧纸业净利润及增速



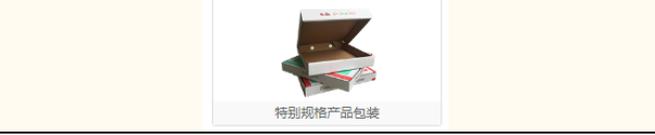
来源: 公司公告, 国金证券研究所

北欧纸业上市收回投资成本，核销商誉，优化资产负债率。2020年10月22日公司完成对北欧纸业的分拆上市，上市后山鹰仍间接持有北欧48.16%的股份（行使超额配售后），具有控股权。通过本次分拆上市，山鹰合计回收约24.41亿瑞典克朗，含出售价款14.91亿及分红9.50亿。自收购以来，北欧纸业累计贡献净利润10.04亿瑞典克朗（截至2020年12月31日），公司已累计收回现金26.91亿瑞典克朗，已完全覆盖公司收购资金。本次分拆上市使公司收回全部投资成本并成功核销商誉15.73亿元，收回的现金将进一步加强公司资金实力，降低有息负债，纾解财务压力。

## 5.2、纵向：包装+云印业务，开拓长期发展空间

包装体量全国第二，并购提升市场份额。2020年公司包装板块企业年产量超过14亿平方米，位居中国第二。公司包装产业板块产品丰富，先后通过收购的方式延展品类版图，提升市场份额。

图表 68：山鹰国际包装板块主要产品

主要产品	产品内容	产品展示
本地化包装供应解决方案	饮料包装解决方案	
	工业产品及电子产品包装解决方案	
	快消品包装解决方案	
	特别规格产品包装解决方案	
包装出口解决方案	出口瓦楞产品包装纸箱到美国、欧洲、澳洲以及日本	---
全球物流供应	提出单装包和多装包的包装解决方案来满足海运、铁路运输及公路运输的不同需求	---
包装咨询	为客户现有的包装解决方案提供包装工程设计审查，检验包装设计实用性	---

来源：公司官网，国金证券研究所

深化与上游造纸产业链协同，盈利能力保持稳定。山鹰国际积极推进造纸与包装板块的协同效应，2019年包装板块集团内采购达40余万吨。2014年至今，公司瓦楞箱板纸箱的销量由8.1亿平方米提升至20年的14.7亿元，且产销率保持较高水平。2020年包装板块营业收入达48.6亿元，同比增速10.66%，毛利率水平达10.32%。

图表 69：瓦楞箱板纸箱产销情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
产量 (亿平方米)	7.9	9.4	11.6	11.7	12.2	12.6	14.7



市场以来，覆盖 36 家企业 77 条产线，同时云印通过云工厂完成欧莱雅、隆基光伏等大客户的订单交付，实现从 0 到 1 的突破。2020 年云印技术营业收入为 2.50 亿元，净利润为-0.47 亿元。

图表 73: 云印平台业务发展情况

时间	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
活跃用户数	约 5000	约 10000	20000+	—
GMV	约 300 万元/月	约 4800 万元/月	约 2.4 亿元/月	约 7.4 亿元/月
主营业务收入	2380 万元/年	3323 万元/年	1.63 亿元/年	2.50 亿元/年
服务范围	主要服务于中小企业商务印刷业务	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平台	通过数字化产品实现“单厂提效，多厂协作”，构建跨区域、覆盖全国乃至全球的包装供应链服务网络，打造包装联盟生态。

来源：公司年报，公司收购参股公司公告，国金证券研究所

### 盈利预测和投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

我们预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 0.43、0.47 和 0.53 元，当前股价对应 PE 为 8.1/7.4/6.5 倍，考虑到公司产能稳步扩张，上游自建浆产能打造成本优势，下游积极拓展包装纸产业链，我们采用市盈率相对估值法，给予公司 2021 年 13X 估值，对应目标价 5.58 元，给予“买入评级”。

#### 盈利预测

##### ■ 核心假设

##### 1. 收入端

##### 1) 箱瓦纸业务:

随着新冠疫苗接种率的提高，海内外宏观经济修复持续向好，箱板纸行业消费有望加速回暖。考虑到箱板纸供需关系有望向好，我们预测公司箱板纸业务 2021/2022/2023 年均价同比+440/+30/-10 元，考虑到公司产能的陆续投放，预计销售量分别为 540.55/631.20/716.16 万吨，2021/2022/2023 年营收同比+22.8%/+17.7%/+13.2%。

##### 2) 包装业务:

考虑公司收购云印，积极布局产业互联网平台，包装市场份额有望持续提升，我们预测包装纸制品 2021/2022/2023 年均价同比+1500/0/0 元，预计 2021/2022/2023 年营收同比+6%/+3.3%/+3.2%。

##### 3) 废纸贸易业务:

考虑我国废纸进口政策收紧，废纸供需情况紧张，公司积极收购美国、欧洲等地浆纸厂以获得高质量的外废原料，龙头海外原料布局优势进一步凸显，我们预计 2021/2022/2023 年融资租赁业务营收同比+25%/+25%/+25%。

## 2. 毛利率

伴随外废清零，中长期外废缺口逐渐显现，龙头企业凭借海外废纸浆布局构建成本优势，与中小企业的差距扩大，格局逐步优化，公司盈利中枢有望逐步上行。预计 2021/2022/2023 年公司箱板瓦楞纸业务毛利率为 21%/20.3%/20.1%；包装业务毛利率为 9.9%/10.8%/10.8%；废纸贸易业务毛利率为 5%/5%/5%。

图表 74：公司主要业务营收及毛利率预测

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>汇总：</b>							
营业收入 (百万元)	17470	24367	23241	24969	29024	33582	37783
YOY	44.0%	39.5%	-4.6%	7.4%	16.2%	15.7%	12.5%
毛利率	23.0%	23.1%	19.1%	16.7%	18.3%	18.0%	17.9%
<b>1.原纸业务</b>							
营业收入 (百万元)	11338	18594	16702	18193	21502	25328	28662
YOY	0.0%	64.0%	-10.2%	8.9%	18.2%	17.8%	13.2%
毛利率	26.4%	26.6%	22.3%	19.8%	21.2%	20.6%	20.5%
<b>2.包装业务</b>							
营业收入 (百万元)	3649	4369	4393	4862	5155	5324	5494
YOY	0.0%	19.7%	0.6%	10.7%	6.0%	3.3%	3.2%
毛利率	15.2%	13.2%	13.1%	10.3%	9.9%	10.8%	10.8%
<b>3.再生纤维</b>							
营业收入 (百万元)	833.00	1053.88	1,425.2	1,423.3	1,779.1	2,223.9	2,779.9
YOY	0.0%	26.5%	35.2%	-0.1%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利率	5.2%	3.2%	5.1%	2%	5%	5%	5%
<b>4.其他</b>							
营业收入 (百万元)	411.00	349.56	720.3	490.3	588.3	706.0	847.2
YOY	0.0%	-14.9%	35.0%	35.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	28.2%	17.7%	9%	10%	24%	18%	18%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

综合来看，我们预测 2021-2023 年公司总体营收同比 +16.2%/+15.7%/+12.5%，毛利率为+18.3%/+18.0%/+17.9%。

## 3. 费用预测：

1) 2021-2023 年销售费用率预测：考虑到公司已经将运输成本列入营业成本，我们预计 2021/2022/2023 年销售费用率为：1.54%/1.54%/1.54%。

2) 2021-2023 年管理费用率预测：随着融资租赁业务的剥离，公司聚焦主业，预计 2021/2022/2023 年管理费用率为 5.2%/5.2%/5.2%。

3) 2021-2023 年研发费用率预测：2%/2%/2%，研发费用绝对值分别为 5.8/6.7/7.5 亿元。

## 投资建议

2021-2022 年，可比公司的 PE 相对估值的平均值分别为 8.1、7.4 倍，考虑到公司作为包装纸产业链龙头，造纸与包装业务协同发展，稳步推进产能扩张，并且有望借助上下游产业链资源进一步提升业绩弹性。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 19.82/21.71/24.50 亿元，同比增速 +43.53%/+9.53%/+12.83%%；EPS 分别为 0.43、0.47 和 0.53 元。我们给予山鹰国际 2021 年 13X 估值，对应目标价 5.58 元。首次覆盖，给予“买入评级”。

**图表 75: 可比公司估值**

代码	公司简称	收盘价 (元)	总股本 (百万股)	总市值 (亿元)									PB
					20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
600567.SH	山鹰国际	3.46	4,616	159.71	0.30	0.43	0.47	0.53	11.51	8.06	7.36	6.52	1.09
可比公司													
2689.HK	玖龙纸业	10.86	4,692	509.58	0.89	1.42	1.50	1.64	12.20	7.62	7.23	6.62	0.98
2314.HK	理文造纸	6.95	4,347	302.09	0.81	0.93	0.99	1.03	8.58	7.49	7.05	6.77	1.06
600966.SH	博汇纸业	16.49	1,337	220.45	0.62	1.83	2.06	2.34	26.43	9.03	8.01	7.03	3.62
002078.SZ	太阳纸业	15.51	2,625	407.09	0.75	1.46	1.61	1.81	20.68	10.65	9.60	8.58	2.56
<b>中位数</b>									<b>12.20</b>	<b>7.62</b>	<b>7.23</b>	<b>6.77</b>	<b>1.06</b>
<b>平均值</b>									<b>15.74</b>	<b>8.05</b>	<b>7.43</b>	<b>6.81</b>	<b>1.89</b>

来源: WIND, 国金证券研究所

## 风险提示

**原料价格大幅波动的风险:** 公司废纸原材料占比较高, 若废纸价格大幅增长, 则会导致公司成本上涨, 进而导致产品毛利率的下滑, 导致公司业绩不达预期。

**产能投放不及预期的风险:** 若公司未来因为现金流受限等原因, 导致新产能等投放进度不及预期, 则可能导致公司业绩不及预期。

**下游需求不及预期导致纸品提价不及预期的风险:** 若后期后续纸价提涨效果不及预期, 则可能导致公司业绩不及预期。

**现金流恶化的风险:** 当前公司整体负债率较高, 面临较大的偿债压力和较高的财务成本支出, 若公司未来缩表进度不及预期, 财务杠杆高居不下, 会导致现金流进一步恶化, 并且阻碍公司造纸业新项目投产进度。

**股权质押的风险:** 截至 4 月 21 日, 公司股票质押总数 8.2 亿股, 占总股本的 17.8%。

**商誉减值风险:** 当前公司账面商誉 19.2 亿元, 若公司被并购公司业绩不达预期, 则可能发生商誉减值的风险。

单击或点击此处输入文字。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	24,367	23,241	24,969	29,024	33,582	37,783	货币资金	3,522	4,709	4,077	5,094	5,024	5,671
增长率		-4.6%	7.4%	16.2%	15.7%	12.5%	应收款项	3,819	3,849	6,384	6,621	7,167	7,546
主营业务成本	-18,749	-18,810	-20,790	-23,720	-27,544	-31,028	存货	2,475	2,176	2,385	3,088	3,650	4,187
%销售收入	76.9%	80.9%	83.3%	81.7%	82.0%	82.1%	其他流动资产	2,217	3,576	1,343	1,278	1,293	1,317
毛利	5,617	4,431	4,179	5,304	6,038	6,755	流动资产	12,034	14,310	14,189	16,081	17,133	18,721
%销售收入	23.1%	19.1%	16.7%	18.3%	18.0%	17.9%	%总资产	33.5%	33.6%	31.2%	32.1%	32.7%	35.2%
营业税金及附加	-258	-194	-189	-247	-302	-340	长期投资	2,210	1,884	3,225	3,692	3,877	4,162
%销售收入	1.1%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	16,402	20,563	22,985	25,730	26,506	25,458
销售费用	-965	-1,076	-340	-447	-517	-582	%总资产	45.7%	48.3%	50.6%	51.3%	50.6%	47.8%
%销售收入	4.0%	4.6%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	无形资产	4,796	5,227	3,878	3,984	4,235	4,279
管理费用	-857	-1,066	-1,125	-1,509	-1,746	-1,965	非流动资产	23,873	28,234	31,248	34,055	35,257	34,539
%销售收入	3.5%	4.6%	4.5%	5.2%	5.2%	5.2%	%总资产	66.5%	66.4%	68.8%	67.9%	67.3%	64.8%
研发费用	-591	-549	-528	-580	-672	-756	<b>资产总计</b>	<b>35,906</b>	<b>42,545</b>	<b>45,437</b>	<b>50,136</b>	<b>52,391</b>	<b>53,261</b>
%销售收入	2.4%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	短期借款	10,553	12,827	13,091	11,753	11,732	10,130
息税前利润 (EBIT)	2,946	1,545	1,997	2,521	2,801	3,113	应付款项	3,061	4,713	4,506	5,883	6,831	7,695
%销售收入	12.1%	6.6%	8.0%	8.7%	8.3%	8.2%	其他流动负债	1,501	857	755	1,111	1,129	1,260
财务费用	-738	-441	-780	-858	-864	-865	流动负债	15,114	18,398	18,352	18,747	19,691	19,085
%销售收入	3.0%	1.9%	3.1%	3.0%	2.6%	2.3%	长期贷款	3,645	4,862	4,952	4,952	4,952	4,952
资产减值损失	95	-98	45	-93	-42	-40	其他长期负债	3,612	4,391	4,904	4,668	4,668	4,668
公允价值变动收益	0	-4	-1	0	0	0	负债	22,371	27,651	28,208	28,367	29,311	28,705
投资收益	-8	-57	-39	120	130	140	<b>普通股股东权益</b>	<b>13,181</b>	<b>14,411</b>	<b>15,596</b>	<b>20,127</b>	<b>21,426</b>	<b>22,892</b>
%税前利润	n.a	n.a	n.a	5.2%	5.1%	4.9%	其中：股本	3,274	3,274	3,285	3,296	3,296	3,296
营业利润	3,339	1,569	1,786	2,314	2,531	2,853	未分配利润	5,016	6,309	7,640	8,828	10,128	11,594
营业利润率	13.7%	6.8%	7.2%	8.0%	7.5%	7.6%	少数股东权益	354	483	1,633	1,643	1,653	1,664
营业外收支	577	-3	-96	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>35,906</b>	<b>42,545</b>	<b>45,437</b>	<b>50,136</b>	<b>52,391</b>	<b>53,261</b>
税前利润	3,916	1,566	1,690	2,314	2,531	2,853	<b>比率分析</b>						
利润率	16.1%	6.7%	6.8%	8.0%	7.5%	7.6%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-480	-214	-301	-324	-354	-399	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.2%	13.7%	17.8%	14.0%	14.0%	14.0%	每股收益	0.701	0.297	0.301	0.429	0.469	0.529
净利润	3,437	1,352	1,389	1,990	2,176	2,454	每股净资产	2.884	3.143	3.394	4.360	4.642	4.959
少数股东损益	233	-10	8	10	10	10	每股经营现金净流	0.711	0.275	0.245	1.718	1.418	1.590
归属于母公司的净利润	3,204	1,362	1,381	1,980	2,166	2,444	每股股利	0.133	0.000	0.000	0.240	0.263	0.297
净利率	13.1%	5.9%	5.5%	6.8%	6.4%	6.5%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	24.31%	9.45%	8.86%	9.84%	10.11%	10.67%
							总资产收益率	8.92%	3.20%	3.04%	3.95%	4.13%	4.59%
							投入资本收益率	8.30%	3.62%	4.15%	5.05%	5.45%	6.08%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	39.48%	-4.62%	7.44%	16.24%	15.70%	12.51%
							EBIT增长率	16.35%	-47.56%	29.32%	26.19%	11.13%	11.13%
							净利润增长率	59.04%	-57.48%	1.39%	43.36%	9.40%	12.82%
							总资产增长率	33.33%	18.49%	6.80%	10.34%	4.50%	1.66%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	38.6	47.1	48.5	52.0	52.0	52.0
							存货周转天数	46.8	45.1	40.0	48.0	49.0	50.0
							应付账款周转天数	45.5	61.8	67.8	80.0	80.0	80.0
							固定资产周转天数	192.3	211.9	258.7	265.9	235.0	210.3
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	100.75%	112.28%	103.86%	71.38%	67.54%	54.32%
							EBIT 利息保障倍数	4.0	3.5	2.6	2.9	3.2	3.6
							资产负债率	62.30%	64.99%	62.08%	56.58%	55.95%	53.89%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	5	6	10
增持	0	1	1	1	18
中性	2	3	6	11	18
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>3.00</b>	<b>2.17</b>	<b>2.08</b>	<b>2.28</b>	<b>2.17</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402