

山鹰国际（600567.SH） 产业链延伸打造龙头优势，格局向好助力业绩增长 ——公司首次覆盖报告

2021年07月14日

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

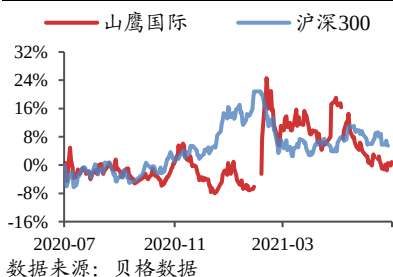
王宇俊（联系人）

wangyujun@kysec.cn

证书编号：S0790120080064

日期	2021/7/14
当前股价(元)	3.41
一年最高最低(元)	4.27/2.98
总市值(亿元)	157.40
流通市值(亿元)	157.40
总股本(亿股)	46.16
流通股本(亿股)	46.16
近3个月换手率(%)	80.73

股价走势图



● 箱板瓦楞纸领军企业，长期看好行业格局优化，首次覆盖给予“买入”评级

公司纵向推进产业链一体化，实现了产品多元布局，目前实现了造纸、包装、再生纤维三项业务协同发展。外废令实施驱动行业格局向好，公司凭借成本优势，伴随旺季下游需求提升，有望获得更优盈利弹性。我们预测公司2021-2023年归母净利润为20.12/23.76/26.67亿元，对应EPS分别为0.44/0.51/0.58元，当前股价对应PE为7.8/6.6/5.9倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 短期旺季到来提振需求，外废禁令驱动中长期格局向好

需求端：短期来看，下半年传统旺季可提振需求，箱板瓦楞纸下半年的消费量一般在全年占比54%-58%，伴随需求端状况改善，纸厂下游预计由去库存转为主动补库存，库存拐点有望出现。供给端：（1）外废禁令实施后，国废供需缺口走阔，国废价格中枢震荡抬升，原料价格抬升提高成本加筑壁垒，龙头公司布局海外废纸浆产线更具优势，中小产能有望加速出清，中长期来看行业集中度有望进一步提升。（2）高低端箱板盈利分层，行业龙头凭借设备、工艺和客户资源优势布局高端产品以获得更优的盈利弹性。伴随旺季来临，需求端向好，供给端中小产能出清，供需缺口走阔有望推动纸价上行。

● 产业链一体化筑成本优势护城河，生态互联平台开拓长期发展空间

（1）公司较早建立海内外废纸回收体系，目前已在美国、欧洲、澳洲、日本设立基地。同时前瞻性布局再生浆项目，加快废纸浆产能落地以保证原料供应，在外废令实施情况下成本优势凸显。2019年收购凤凰纸业后，开启12万吨再生浆技改项目；2020年启动泰国110万吨再生浆项目，到年底已投产70万吨，同时启动欧洲32万吨干浆项目；与战略伙伴达成协议，外购再生浆30万吨。预计2021、2022年新增废纸浆产能184万吨。自备电厂提高能源自给率，有效降低能耗成本，公司自发电比例将从74%提升至97%，吨纸能耗成本有望降低196元/吨。（2）自建加并购持续扩张产能，提高市占率。公司构建全国布局生产体系，发挥区域协同优势。（3）产业链向下游包装延伸，包装+云印业务长期发展空间较大，第二成长曲线逐步显现。

● **风险提示：**原材料价格波动，需求不及预期，纸价下跌，产能不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,241	24,969	31,936	36,937	42,409
YOY(%)	-4.6	7.4	27.9	15.7	14.8
归母净利润(百万元)	1,362	1,381	2,012	2,376	2,667
YOY(%)	-57.5	1.4	45.7	18.1	12.2
毛利率(%)	19.1	16.7	18.2	18.2	18.0
净利率(%)	5.9	5.5	6.3	6.4	6.3
ROE(%)	9.1	8.1	10.7	11.4	11.2
EPS(摊薄/元)	0.30	0.30	0.44	0.51	0.58
P/E(倍)	11.6	11.4	7.8	6.6	5.9
P/B(倍)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目录

1、山鹰国际：产业链完善的箱板瓦楞纸行业龙头企业	4
1.1、纵向推进产业链一体化，产品多元布局	4
1.2、造纸包装业务稳步增长，景气提升有望推动业绩持续改善	5
1.3、股权结构较为集中，公司激励充分	8
2、需求加成本推动箱板瓦楞纸价格抬升，集中度提升行业格局优化	9
2.1、需求端：短期旺季到来提振需求，消费增长景气上升	9
2.2、供给端：原料成本上涨加筑壁垒，产能投放聚焦龙头	11
2.3、高低端箱板盈利分层，集中度有望进一步提高	14
3、产业链一体化优势凸显，生态互联平台开拓长期发展空间	16
3.1、原料供应稳定，成本优势凸显	16
3.1.1、海内外回收渠道稳定，加强再生浆布局降原料成本	16
3.1.2、自备电厂提供充足能源，能耗成本优势凸显	17
3.2、持续扩张产能规模，构建全国化生产体系	17
3.3、产业链向下游包装延伸，包装+云印业务长期发展空间大	18
3.4、融资租赁业务剥离聚焦主业，北欧纸业分拆上市优化资产负债率	20
4、盈利预测与投资建议	20
4.1、关键假设	20
4.2、盈利预测与估值	20
5、风险提示	21
附：财务预测摘要	22

图表目录

图 1：纵向推进产业链一体化，产品多元布局	4
图 2：产业链实现一体化	5
图 3：自建及并购不断完善国内区域布局	5
图 4：公司营收规模稳健增长	6
图 5：净利润规模波动较大，增速呈上升趋势	6
图 6：造纸业务产销量稳步扩张（万吨）	6
图 7：包装板块产销量超过 14 亿平方米（亿平方米）	6
图 8：造纸和包装贡献 90% 以上的营收	7
图 9：2020 年造纸和包装营收同比增长 8.93%、10.68%	7
图 10：净利率有待持续上升	7
图 11：销售毛利率处于龙头企业中等水平	7
图 12：费用端有待进一步控制	8
图 13：2020 年存货周转次数为 9.12 次，相比 2019 年提升了 1.03 次	8
图 14：股权结构较为集中	9
图 15：下半年是箱板瓦楞传统旺季	10
图 16：企业预计将由去库转为主动补库	10
图 17：近五年来箱板瓦楞纸消费量保持平稳增长	10
图 18：箱板瓦楞纸行业下游主要是消费领域	11
图 19：下半年国内社零消费高于上半年	11
图 20：2020 年度纸进口量同比下降 33.49%	11
图 21：废纸年度进口依存度逐年下降	11
图 22：国废供给趋于刚性	12
图 23：国废价格中枢震荡抬升	12
图 24：废纸是箱板瓦楞纸生产的重要原料	12
图 25：箱板瓦楞纸价格随着旺季到来有望抬升	13
图 26：箱板瓦楞纸价格中枢抬升导致大量海外成品纸涌入	13
图 27：箱板瓦楞纸产能稳步扩张	14
图 28：龙头企业产能利用率优于行业	14
图 29：高端箱板生产门槛相对较高	15

图 30: 2020 年下半年后高低端箱板纸价差拉大	15
图 31: 2020 年箱板纸 CR4 为 55%	16
图 32: 2020 年瓦楞纸 CR4 为 23%	16
图 33: 海内外废纸回收渠道稳定	16
图 34: 包装业务发展迅速	19
图 35: 资产负债率相比 2019 年有所改善	20
表 1: 存货周转率及总资产周转率优于同业水平	8
表 2: 责任考核利润制度激励充分	9
表 3: 箱板行业新增产能主要来源于头部厂商	14
表 4: 积极布局再生浆项目, 保证原料供应, 有利于有效降低成本	17
表 5: 自备电厂有效降低能耗成本	17
表 6: 自备电厂政策限制提高能源壁垒	17
表 7: 自建加并购持续扩张产能	18
表 8: 构建全国布局生产体系, 发挥区域协同优势	18
表 9: 产业链向下游包装延伸	19
表 10: 布局云印战略意义深远	19
表 11: 公司当前估值低于行业平均水平	21

1、山鹰国际：产业链完善的箱板瓦楞纸行业龙头企业

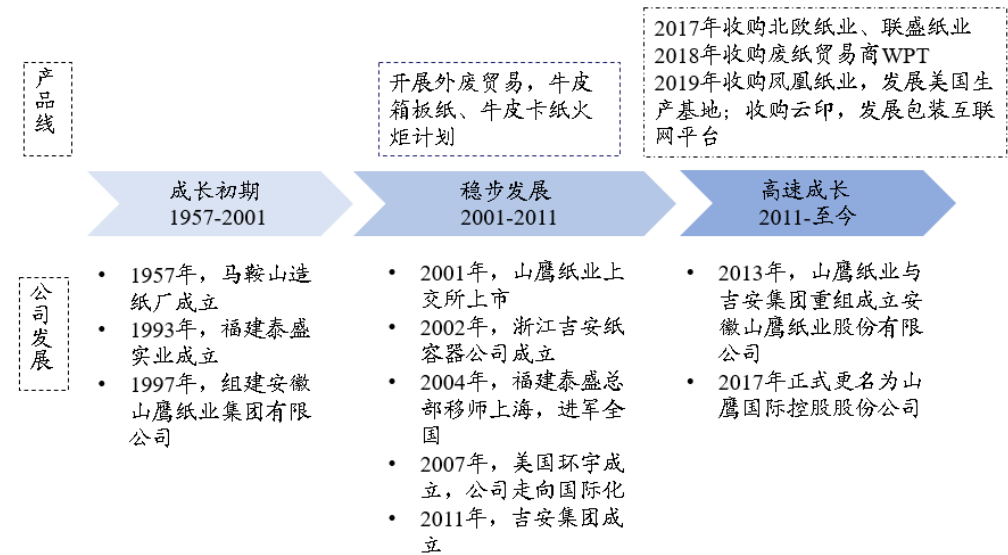
山鹰国际是以产业互联网、绿色资源综合利用、工业及特种纸制造、包装产品定制等为一体的国际化企业。主营业务为箱板纸、瓦楞原纸、特种纸、纸板及纸制品包装生产和销售以及国内外回收纤维贸易业务，主要产品为“山鹰牌”各类包装原纸、特种纸及纸板、纸箱等纸制品。

1.1、纵向推进产业链一体化，产品多元布局

公司发展主要分为三个阶段：

- (1) **成长初期**：1957 年，马鞍山造纸厂成立，1993 年，福建泰盛实业成立，主营生活用纸，1997 年，组建安徽山鹰纸业集团有限公司。
- (2) **稳步发展期**：2001 年，山鹰国际在上交所上市；2004 年，福建泰盛总部移步上海，开始进军全国；2007 年，美国环宇成立，公司逐步走向国际化；2011 年，吉安集团成立。
- (3) **高速成长期**：2013 年，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，2017 年，正式更名为山鹰国际控股股份公司。产品逐渐多元，2017 年收购北欧纸业，进军特种纸；收购联盛纸业，提升华东地区产能。2018 年收购废纸贸易商 WPT，2019 年收购凤凰纸业，发展美国生产基地，同时收购云印，布局包装互联网平台。

图1：纵向推进产业链一体化，产品多元布局



资料来源：公司官网、开源证券研究所

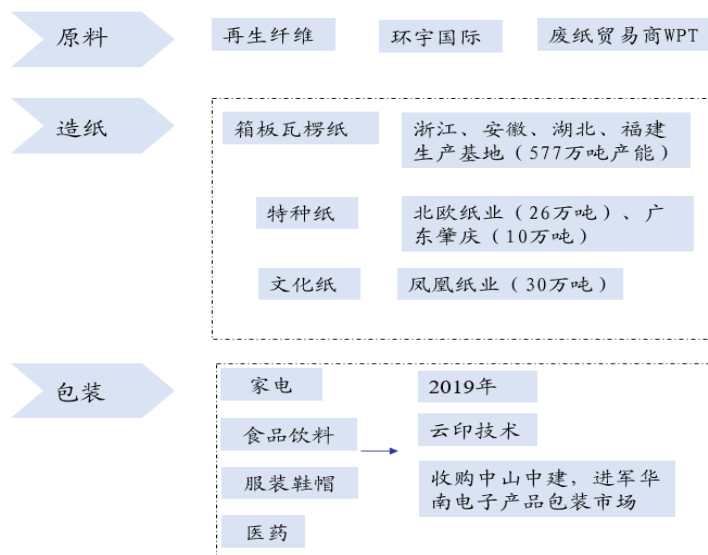
经过 60 多年的发展，公司纵向推进产业链一体化，实现了产品多元布局，目前实现了造纸、包装、再生纤维三项业务协同发展：

再生纤维业务：2007 年，环宇国际成立，十多年来建立了覆盖各大洲的再生纤维全球采购体系，采购足迹涵盖 33 个国家，废纸采购纸种涉及 35 个纸种。2018 年，全球回收废纸采购量约两百五十万公吨。

造纸业务：通过自建及并购不断完善国内区域布局，目前在安徽马鞍山、浙江嘉兴、福建漳州、湖北荆州、广东肇庆建有五大造纸基地，现有落地产能 600 万吨，位列行业第三。17 年收购北欧纸业，发展特种纸，19 年收购凤凰纸业，布局美国生产基地。

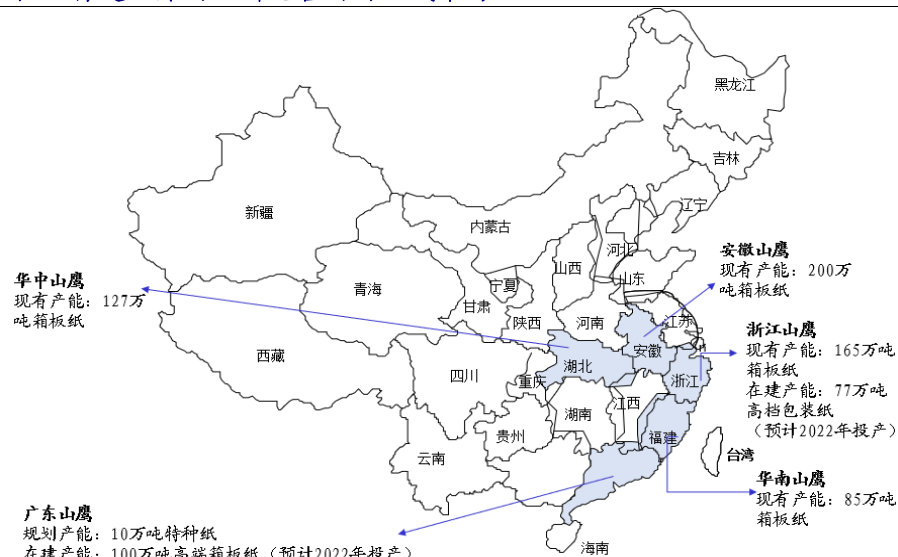
包装业务：布局于沿海沿江的经济发达地区，贴近行业头部客户，年产量超过 14 亿平方米，位居全国第二。

图2：产业链实现一体化



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图3：自建及并购不断完善国内区域布局



资料来源：公司公告、开源证券研究所

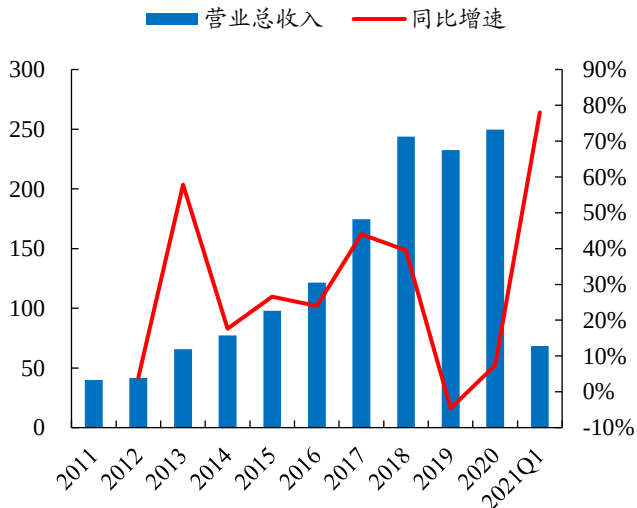
1.2、造纸包装业务稳步增长，景气提升有望推动业绩持续改善

公司营收规模稳健增长。2013 年资产重组后，营收稳健增长，2013-2020 年营收复合增长率 21%，2020 年实现营收 249.7 亿元，同比增长 7.44%。2019 年受中美

贸易摩擦、废纸限制进口政策影响，营收有所下滑，2020 年受疫情影响，营收增速小幅下滑。

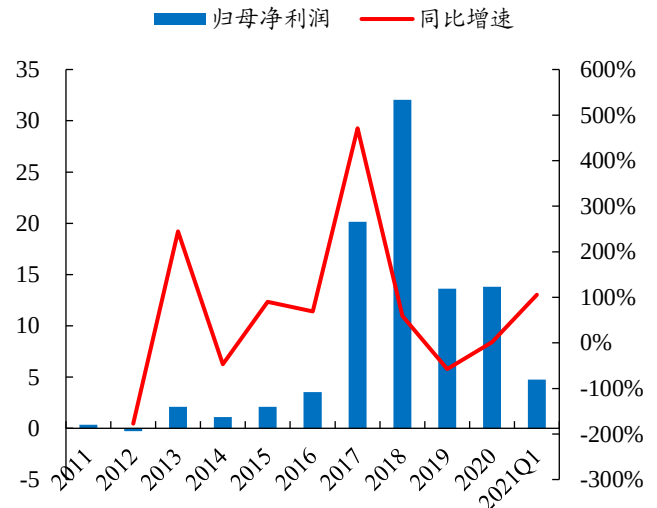
净利润规模波动较大，增速呈上升趋势。2017-2018 年受供给侧改革以及环保政策趋严影响，行业中小产能出清、竞争格局优化，净利润规模高速增长，2017 年净利 20.15 亿，同比增长 471%。2019 年废纸成本大幅上涨，净利润受影响同比下滑 57.48%，2020 年受疫情影响，净利小幅增长 1.39%。2021Q1 净利实现同比增长 105.55%，预计在景气回升以及原料成本优势下，公司业绩将持续改善。

图4：公司营收规模稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

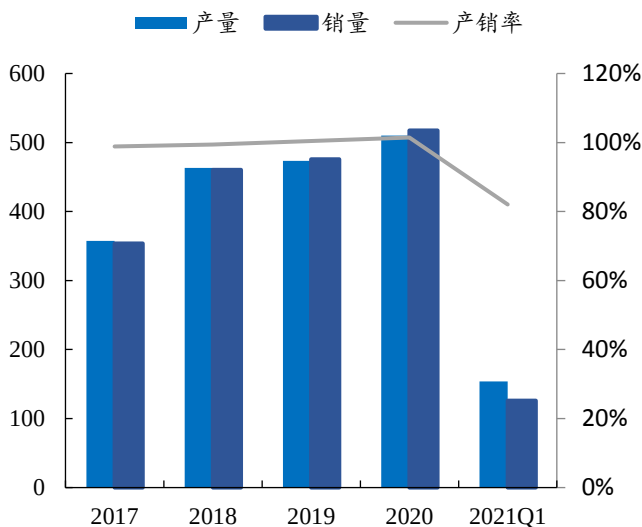
图5：净利润规模波动较大，增速呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

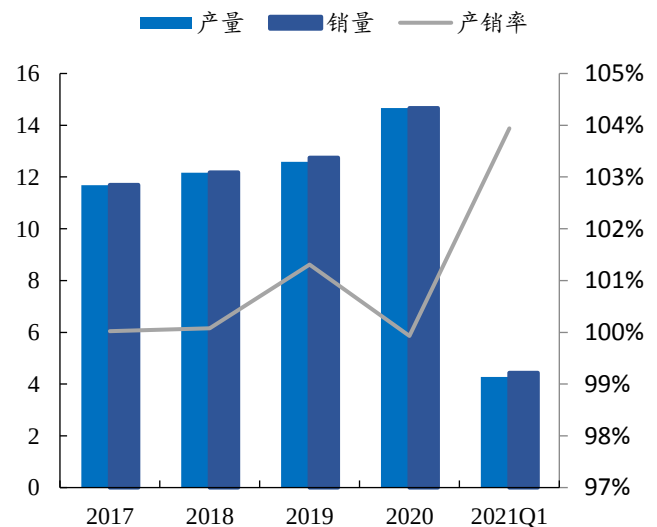
造纸和包装业务产销量稳步扩张，贡献 90%以上的营收。公司造纸年产量由 2017 年 358 万吨提升至 2020 年 510 万吨，包装年产量由 2017 年 11.7 亿平方米提升至 14.7 亿。造纸业务营收在 70%左右，包装业务营收稳定在 20%左右，合计贡献 90%以上。2020 年，造纸营收 181.94 亿元，同比增长 8.93%，包装营收 48.62 亿元，同比增长 10.68%。

图6：造纸业务产销量稳步扩张（万吨）



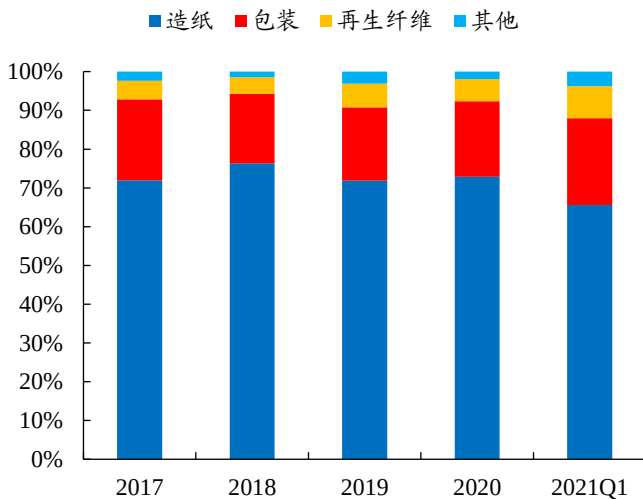
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：包装板块产销量超过 14 亿平方米（亿平方米）



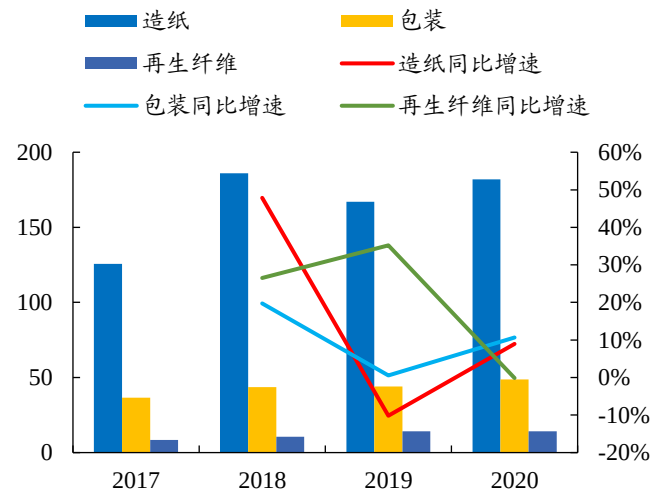
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8: 造纸和包装贡献 90% 以上的营收



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

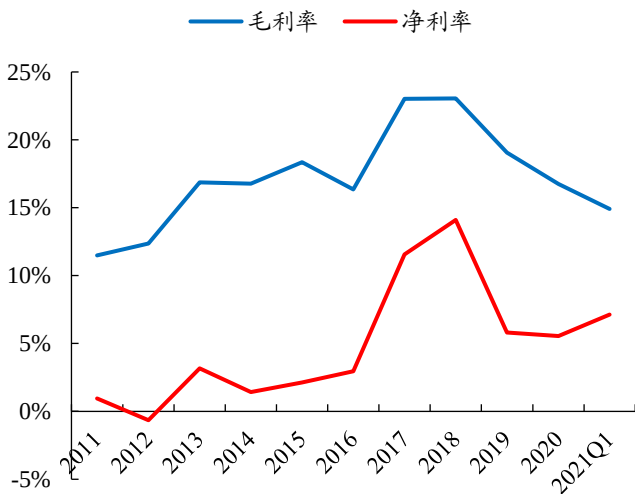
图9: 2020 年造纸和包装营收同比增长 8.93%、10.68%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

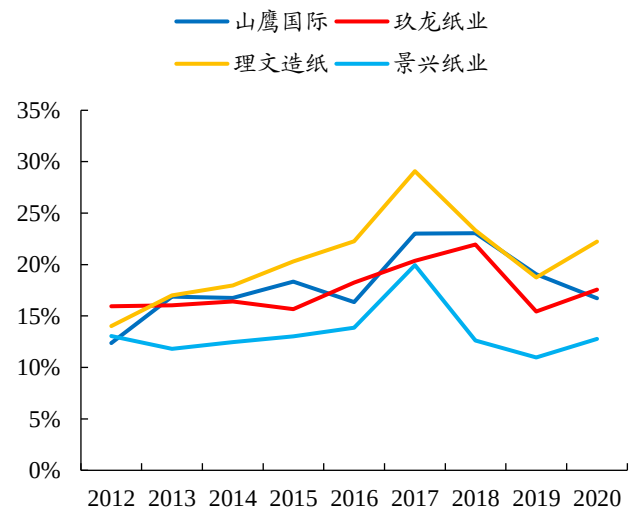
销售毛利率处于龙头纸企中等水平，费用端有待进一步控制。2019 年行业毛利率受成品纸价格下行影响，整体呈现下降趋势，2020 年综合毛利率 16.74%，剔除新收入准则影响，同比提升 0.95%，毛利率处于龙头纸企中等水平。管理费用和销售费用由于生产销售规模扩大，逐年增加。2020 年财务费用同比增加 76.9%，主要是当期债务增长，利息支出以及汇兑损益增长所致。

图10: 净利率有待持续上升

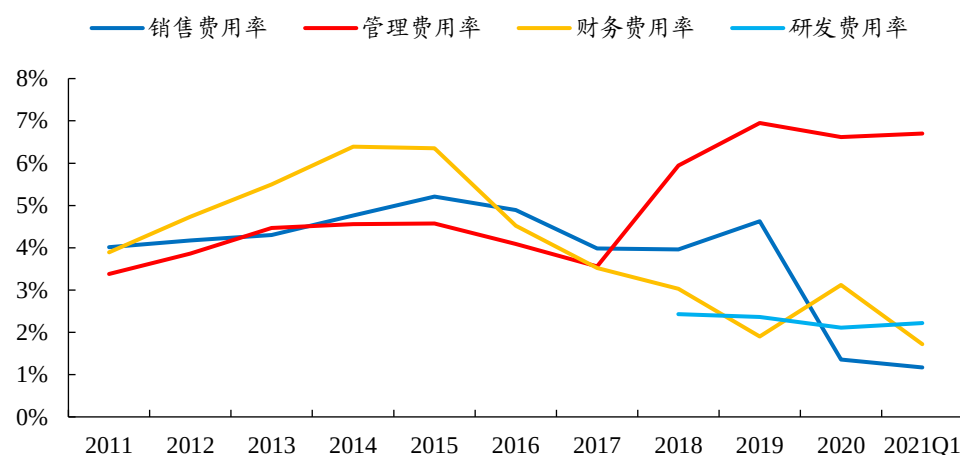


数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 销售毛利率处于龙头企业中等水平

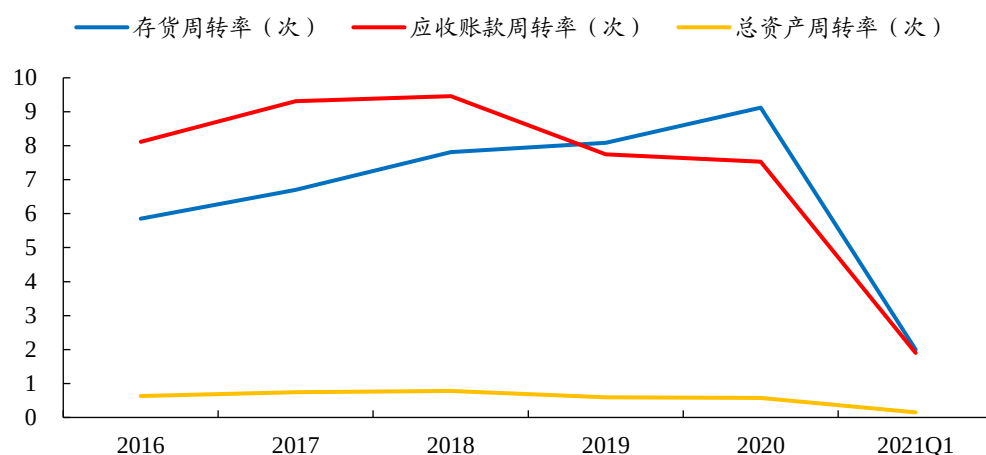


数据来源: Wind、开源证券研究所

图12：费用端有待进一步控制


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司经营效率良好，存货周转率及总资产周转率优于同业水平。2020 年公司存货周转次数为 9.12 次，比 2019 年提升了 1.03 次，应收账款及总资产周转率总体变化不大。同行业相比，山鹰国际存货周转和总资产周转次数优于同业水平。

图13：2020 年存货周转次数为 9.12 次，相比 2019 年提升了 1.03 次


数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：存货周转率及总资产周转率优于同业水平

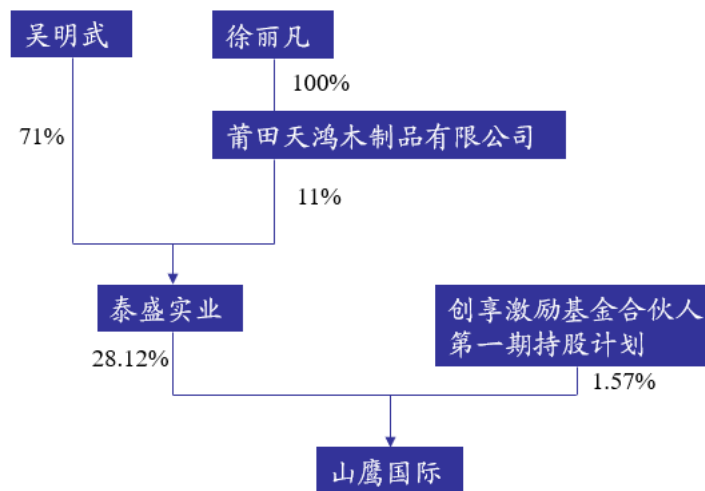
企业名称	存货周转率 (次)	应收账款周转率 (次)	总资产周转率 (次)
山鹰国际	9.12	7.53	0.57
太阳纸业	6.5	13.42	0.63
晨鸣纸业	4.77	13.63	0.32
金光纸业	9.05	4.54	0.34

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、股权结构较为集中，公司激励充分

股权结构较为集中。实际控制人吴明武、徐丽凡通过泰盛实业控制公司 28.12% 的股权，其余股东持股比例不超过 5%。

图14：股权结构较为集中



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司股权激励充分。2018 年公司高管、员工通过创享激励基金合伙人第一期持股计划持有公司股份，2019 年 5 月 9 日，公司发布公告称回购股份用于员工持股，截至 2020 年 3 月，公司支付 5.2 亿元，累计回购 15.5 亿股份，与监事、中层管理人员、业务骨干等员工形成利益共享。

五年战略规划清晰，责任考核利润制度激励充分。公司 2021 年 4 月推出《责任目标考核激励管理办法》，设定公司 2021-2025 年责任利润值不低于 18/20.7/23.8/27.4/31.5 亿元；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 5%认购员工持股计划份额；若超过，超过目标部分的 5%用于员工奖励。同时设立激励利润目标 21.6/24.84/28.57/32.85/37.78 亿元，若实际利润超过激励利润，将激励利润与实际利润差额的 20%加上激励利润和责任利润差额的 10%用于员工奖励。

表2：责任考核利润制度激励充分

年份	责任利润值（亿元）	激励利润目标值（亿元）
2021	18	21.6
2022	20.7	24.84
2023	23.81	28.57
2024	27.38	32.85
2025	31.48	37.78

资料来源：公司公告、开源证券研究所

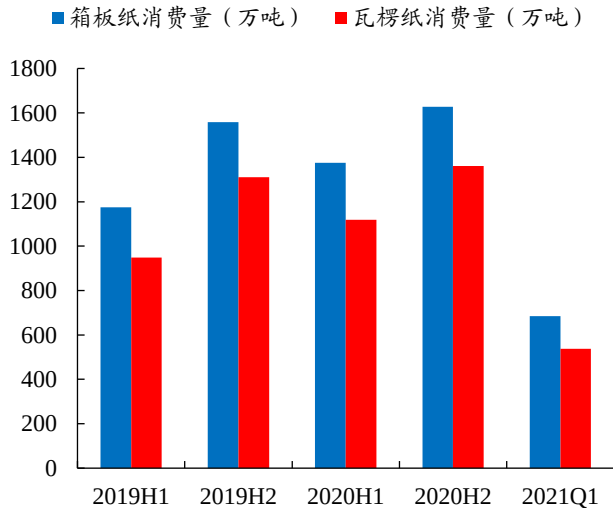
2、需求加成本推动箱板瓦楞纸价格抬升，集中度提升行业格局优化

2.1、需求端：短期旺季到来提振需求，消费增长景气上升

短期来看，下半年传统旺季可提振需求，库存拐点有望出现。箱板瓦楞纸下游为食品饮料、家电、日化用品等消费品，行业需求与假期、购物节天数呈正相关，下半年假期、购物节天数多于上半年，是箱板瓦楞的传统需求旺季，箱板瓦楞的下

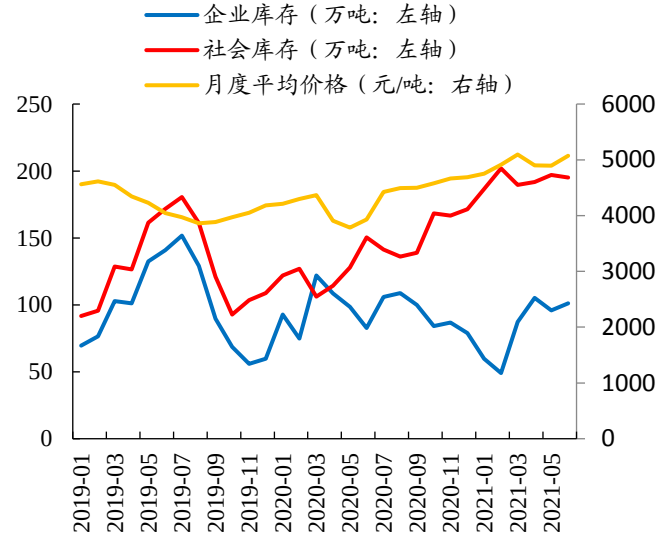
半年的消费量一般在全年占比 54%-58%。2020 年下半年，众多厂家纷纷发布年后涨价函，叠加疫情后国内外疫情复苏、废纸禁令实施，产业进入补库存阶段，社会库存不断攀升。2021 年 3-4 月淡季行情企业纷纷去库存，随着下半年需求旺季的到来，需求端状况预计向好，各大纸厂预计由去库存转为主动补库存，库存拐点有望出现。

图15: 下半年是箱板瓦楞传统旺季



数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

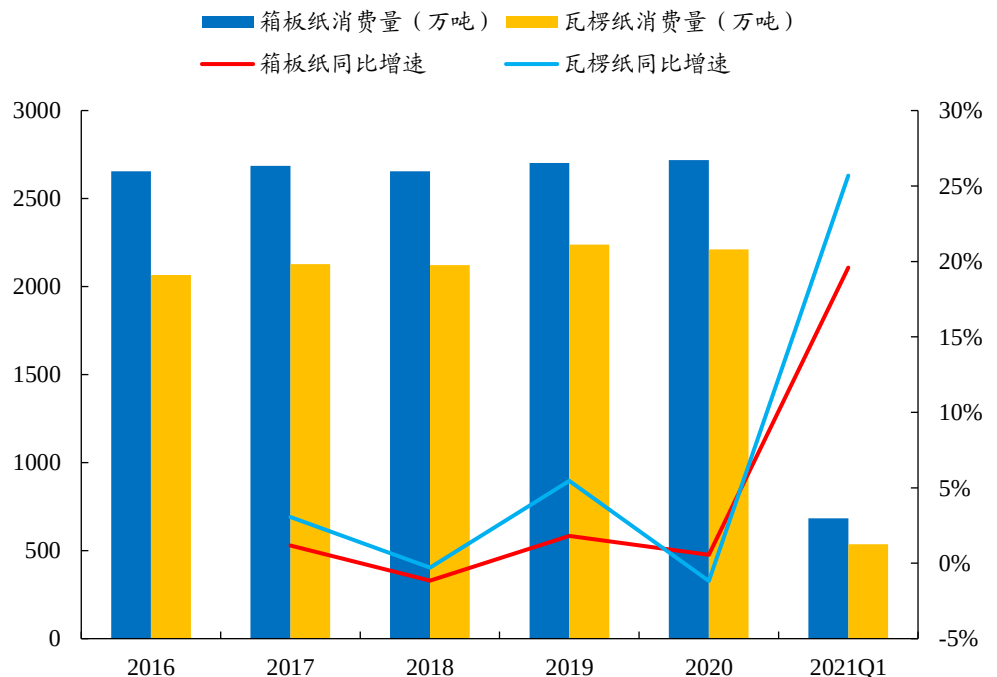
图16: 企业预计将由去库转为主动补库



数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

近 5 年来箱板瓦楞纸消费量保持平稳增长。2016-2020 年箱板纸消费量 CAGR 为 0.59%，瓦楞纸消费量 CAGR 为 1.73%，2018 年受贸易摩擦影响，箱板消费量同比下滑 1.15%，2020 年受疫情影响，瓦楞纸消费量同比下滑 1.18%。总体上看，箱板瓦楞纸保持平稳增长。

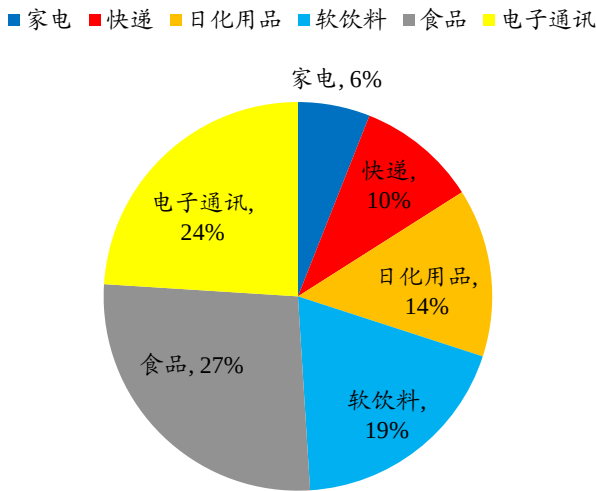
图17: 近五年来箱板瓦楞纸消费量保持平稳增长



数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

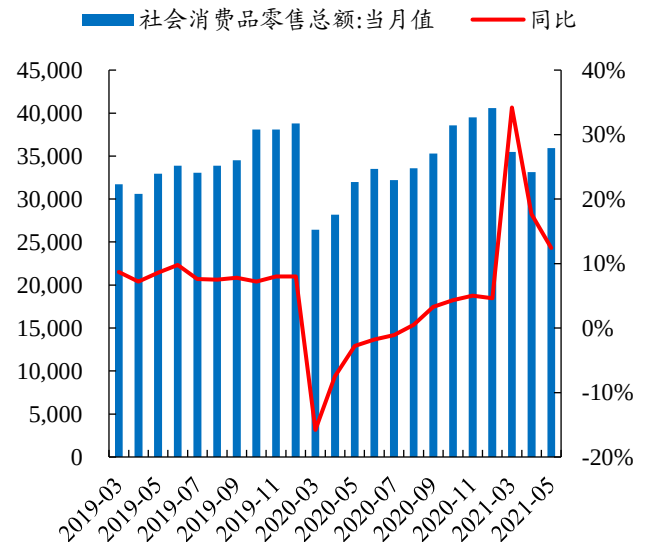
国内外消费增长有望提升箱板瓦楞纸行业景气。箱板瓦楞纸行业下游主要是消费领域，其中食品、软饮料、电子通讯需求占比分别为 27%、19%、24%。2020 年上半年受疫情影响，社零销售有所下滑，伴随着疫情好转，国内生产消费恢复。目前，国内疫情平稳，2021 年 5 月社零消费额 3.6 亿，同比增长 12.4%，预计下半年各大购物节及传统节日的到来，能进一步提振内部需求。同时随着国外疫情防控和政府救济的推行，海外居民消费需求在逐步提升，出口或超预期。

图18：箱板瓦楞纸行业下游主要是消费领域



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图19：下半年国内社零消费高于上半年

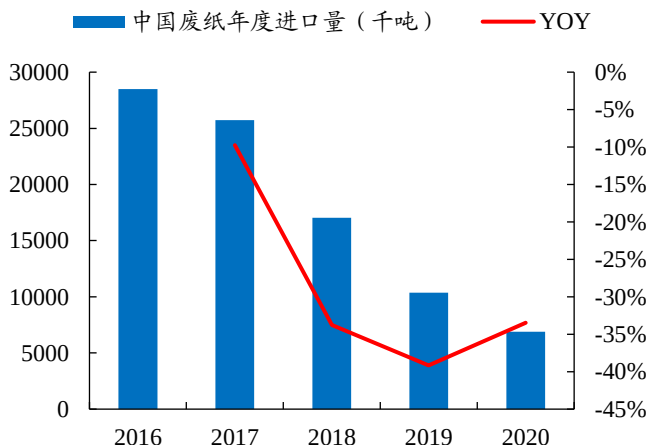


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、供给端：原料成本上涨加筑壁垒，产能投放聚焦龙头

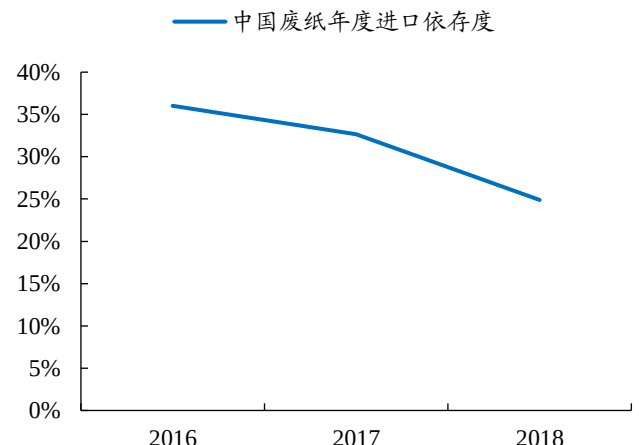
外废禁令叠加国庆供给刚性，供需缺口走阔推动国废价格中枢震荡抬升。2017年下半年外废禁令颁布以来，废纸进口量逐年缩减，废纸年度进口依存度逐年降低。2020年废纸进口 689.25 万吨，同比下降 33.49%。国废自足率 2019 年达到 82%，国废实际可回收量接近天花板，国废供给趋于刚性，供需缺口走阔，国废价格中枢震荡抬升。

图20：2020 年度废纸进口量同比下降 33.49%



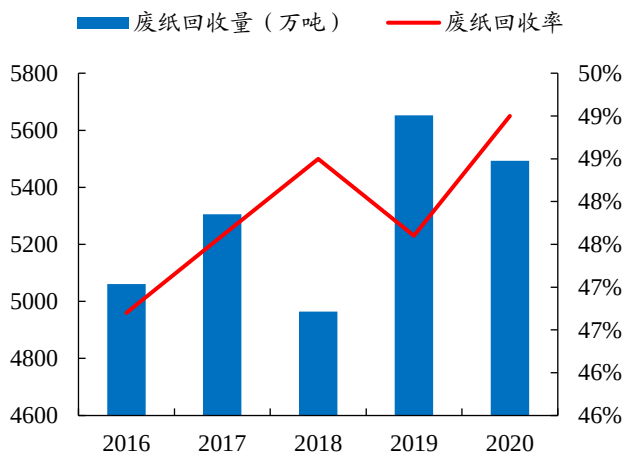
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图21：废纸年度进口依存度逐年下降



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图22: 国废供给趋于刚性



数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

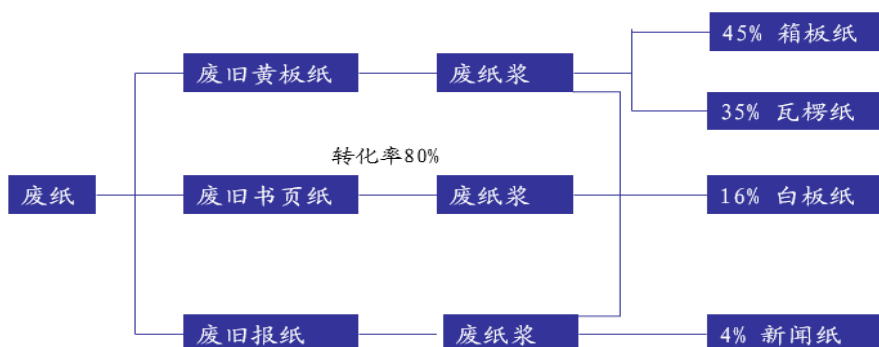
图23: 国废价格中枢震荡抬升



数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

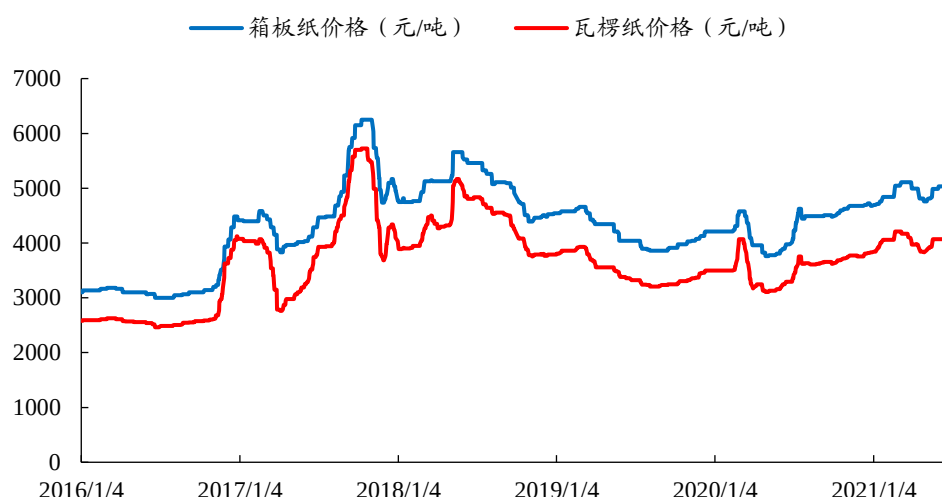
废纸是箱板瓦楞纸生产的重要原料。废纸回收后会转为废纸浆并用于箱板、瓦楞、白板、新闻纸的生产，其中废纸转化为废纸浆的转化率为80%。

图24: 废纸是箱板瓦楞纸生产的重要原料



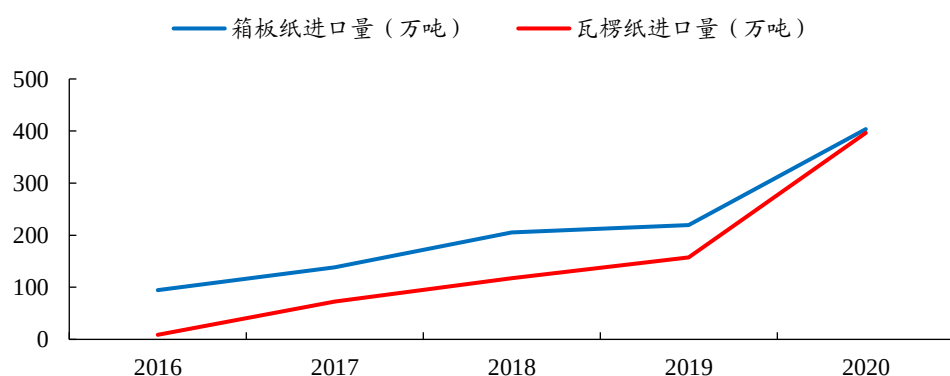
资料来源: 卓创资讯、开源证券研究所

原料价格抬升提高成本加筑壁垒，叠加需求向好因素，箱板瓦楞纸价格抬升，长期集中度提升为价格提供支撑。受疫情冲击，箱板瓦楞纸2020年3月大幅下跌，5月后逐渐恢复正常，纸价抬升。2021年3-4月受淡季行情影响，价格有所下降，预计随着下半年旺季的到来，纸价会逐步抬升。同时大厂在获取原料方面具有优势，中小产能受成本压力有望加速出清，集中度上升将为价格中枢上行提供支撑。

图25：箱板瓦楞纸价格随着旺季到来有望抬升


数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

箱板瓦楞纸价格中枢抬升导致大量海外成品纸涌入，国内供给端厂商存在一定压力，后期随着海外需求回暖，情况有望改善。疫情后国内经济率先恢复，同时箱板瓦楞纸价格抬升，大量海外成品纸涌入国内。2020年，箱板纸、瓦楞纸进口量为403.41万吨、396.46万吨，分别同比增长83.71%、152.3%，给国内供给端厂商带来一定的压力。

图26：箱板瓦楞纸价格中枢抬升导致大量海外成品纸涌入


数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

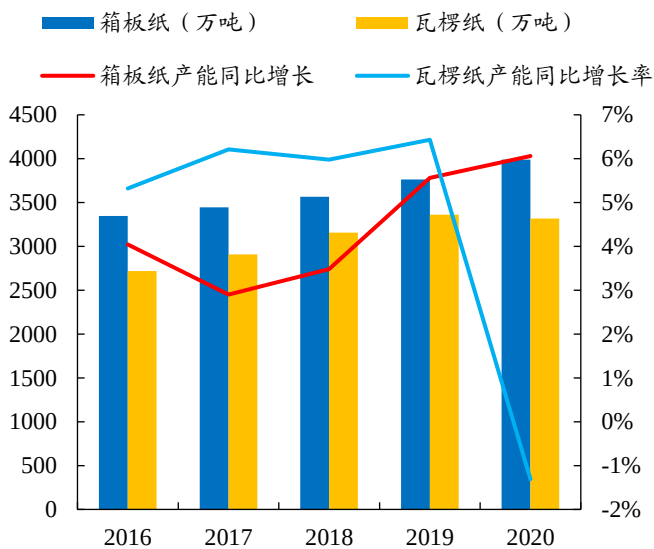
产能投放聚焦龙头，中小产能逐渐出清。2018年-2020年，行业新增产能主要来源于头部厂商，2020年头部三家企业箱板新增产能323万吨，箱板行业新增产能228万吨，说明100多万的中小产能退出市场。未来三年，头部企业玖龙、理文及山鹰国际新增投产约占64%，产能投放向龙头聚焦。

表3: 箱板行业新增产能主要来源于头部厂商

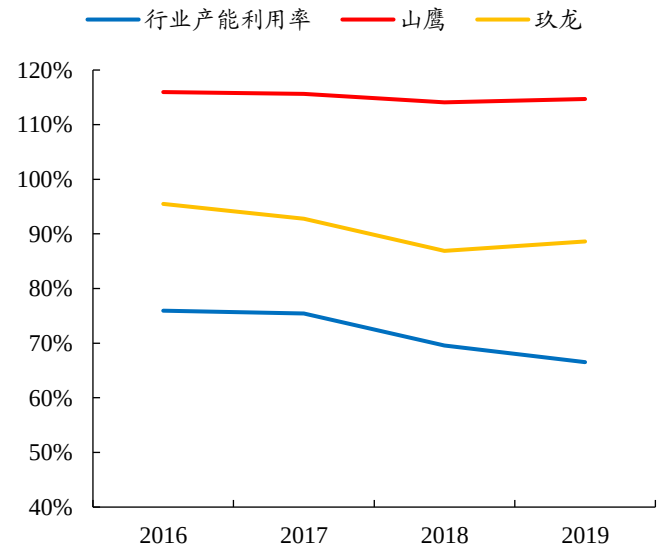
	2018	2019	2020	2021E-2023E
箱板行业新增产能（万吨）	120	198	228	
玖龙（万吨）	0	55	95	450
理文（万吨）	15	0	35	85
山鹰（万吨）	106	10	193	207
合计	121	65	323	742
合计占比	100.45%	33.02%	141.85%	

资料来源：公司公告、卓创资讯、开源证券研究所

箱板纸产能稳步扩张，龙头企业产能利用率优于行业。箱板产能稳步扩张，2020年产能3990万吨，同比增长6.06%，瓦楞产能3317万吨，2016年来首次小幅下滑。中小产能出清使得行业内有效产能收缩，同时箱板瓦楞纸行业长期供大于求，行业产能利用率下降。龙头企业产能利用率保持在90%以上，山鹰国际产能利用率在115%左右。龙头企业产能利用率优于行业，加速头部企业份额提升。

图27: 箱板瓦楞纸产能稳步扩张


数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

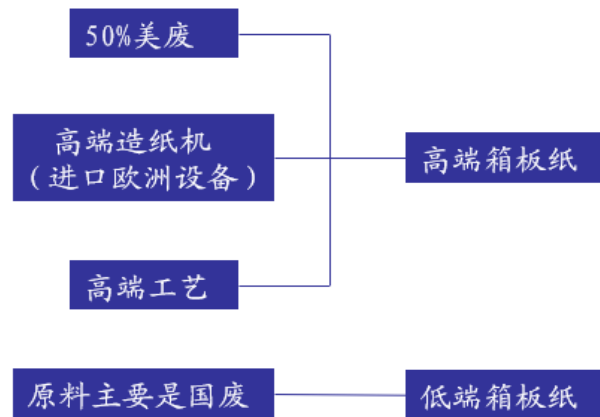
图28: 龙头企业产能利用率优于行业


数据来源：公司公告、卓创资讯、开源证券研究所

2.3、高低端箱板盈利分层，集中度有望进一步提高

高端箱板生产门槛相对较高。高端箱板纸50%的原料是美废，而外废禁令下，只有海外建立废纸浆厂来保证供应。同时高端箱板纸需要高端设备和工艺，设备为欧洲进口，中小厂商不具备海外投资建厂的能力，同时缺乏相应技术及高端设备，高端设备成本较高。目前高端箱板纸产业集中度较高，CR4达80%。

图29：高端箱板生产门槛相对较高

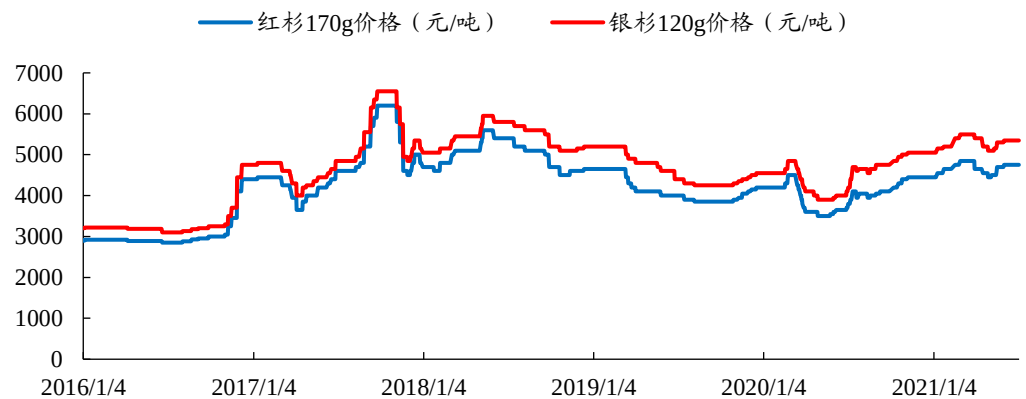


资料来源：公司官网、开源证券研究所

低端箱板纸受冲击较大。低端箱板纸主要以国废为原料，在国废价格上行的趋势下，盈利进一步降低。低盈利将进一步加速中小产能出清，提升集中度。

高低端箱板纸价差拉大，盈利分层。高端箱板纸主要由龙头纸企供应，龙头纸企行业海外浆厂降低原料成本，提升盈利能力。高端箱板纸下游客户主要是电器、3C 等包装厂，客户粘性较高。同时高端箱板行业集中度高，龙头企业话语权较强，有利于价格控制。外废令实施后，高低端箱板纸价格不断走阔。截至 2021 年 7 月，山鹰国际高端纸种银杉和低端纸种红杉价格分别为 5350、4750 元/吨，价差达到 600 元/吨。高端箱板纸吨利润大概在 500-700 元，低端箱板纸吨利大概在 100 元。

图30：2020 年下半年后高低端箱板纸价差拉大

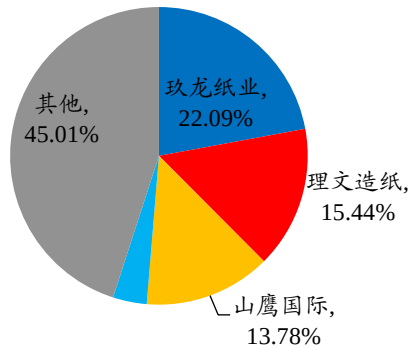


数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

行业集中度有望抬升，优化格局。当前箱板纸 CR4 为 55%，瓦楞纸由于生产技术壁垒较低，集中度较低，为 23%。未来外废资源短缺，国废价格上行，中小企业没有稳定的废纸来源，成本上行，盈利压力增大，预计中小产能将加速出清，集中度有望提升，行业格局逐步优化。

图31: 2020 年箱板纸 CR4 为 55%

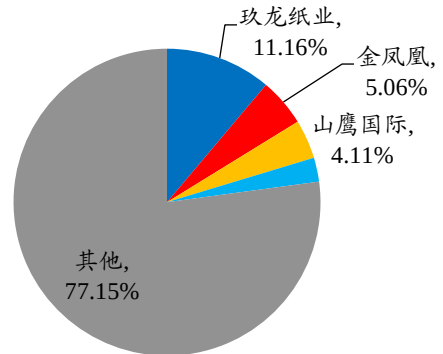
■ 玖龙纸业 ■ 理文造纸 ■ 山鹰国际 ■ 太阳纸业 ■ 其他



数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

图32: 2020 年瓦楞纸 CR4 为 23%

■ 玖龙纸业 ■ 金凤凰 ■ 山鹰国际 ■ 世纪阳光 ■ 其他



数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

3、产业链一体化优势凸显，生态互联平台开拓长期发展空间

3.1、原料供应稳定，成本优势凸显

3.1.1、海内外回收渠道稳定，加强再生浆布局降原料成本

公司海内外废纸回收渠道稳定。2007 年环宇国际成立，建立起海外废纸回收体系，目前已在美国、欧洲、澳洲、日本设立基地。2018 年，公司收购荷兰 WPT，提升了对废纸的掌控能力，2020 年，贸易量达 277 万吨。

图33: 海内外废纸回收渠道稳定



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

公司积极布局再生浆项目，保证原料供应，有利于有效降低成本。随着禁止外废命令的实施，公司前瞻性布局，加快废纸浆产能落地以保证原料供应。2019 年收购凤凰纸业后，开启 12 万吨再生浆技改项目；2020 年启动泰国 110 万吨再生浆项目，到年底已投产 70 万吨，同时启动欧洲 32 万吨干浆项目；与战略伙伴达成协议，外购再生浆 30 万吨。预计 2021、2022 年新增废纸浆产能 184 万吨。相比同业头部公司，山鹰国际新增废纸浆产能具备优势。自产废纸浆相对外购价格更低，有利于有效降低生产成本。

表4: 积极布局再生浆项目, 保证原料供应, 有利于有效降低成本

公司	投产/在建项目	2020	2021E	2022E
山鹰国际	年产 30 万吨再生浆项目 (OEM)	30	30	30
	凤凰纸业 12 万吨再生浆技改项目		12	12
	东南亚 110 万吨再生浆项目	70 (湿法)	70	70
			40 (干法)	40
	欧洲 32 万吨干浆项目		32	32
玖龙纸业	马来西亚年产 48 万吨废纸浆项目	48	48	48
	美国西维珍尼亚州 Fairmont 再生浆项目	22	22	22
	美国缅因州 Old Town 本色浆项目	16	16	16
理文造纸	马来西亚年产 40 万吨废纸浆项目	40	40	40
	缅甸年产 40 万吨废纸湿浆项目	40	40	40
景兴纸业	马来西亚废纸浆板项目			80

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

3.1.2、自备电厂提供充足能源, 能耗成本优势凸显

公司自备电厂提供充足能源, 自产电力价格相较外购较低有效降低能耗成本。同时, 发电产生的蒸汽可用于烘干, 并可对外销售, 进一步降低成本。公司目前荆州、浙江发电厂已投产, 安徽发电厂正在建设。项目投产后, 公司自发电比例将从 74% 提升至 97%, 吨纸能耗成本有望降低 196 元/吨。

表5: 自备电厂有效降低能耗成本

能源项目		成本测算
电	吨纸耗电 (度)	500
	自备电成本 (元/度)	0.3
	外购电成本 (元/度)	0.5
	吨纸节约电费	100
蒸汽	吨纸消耗蒸汽 (吨)	1.6
	自备蒸汽成本 (元/吨)	110
	外购蒸汽成本 (元/吨)	170
	吨纸节约蒸汽 (元)	96

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

自备电厂政策限制提高能源壁垒。2015 年、2018 年国家出台自备电厂相关政策, 加强对自备电厂建设的管控, 大多数地区禁止新建自备电厂, 能源壁垒提高。后来者不能通过自备电厂的方式降低能耗成本。

表6: 自备电厂政策限制提高能源壁垒

年份	政策文件	政策影响
2015	《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》	京津冀、长三角、珠三角等区域禁止新建燃煤自备电厂
2018	《燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案》	未经批准或未列入规划的燃煤自备电厂一律停建停运
		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

资料来源: 国家能源局、开源证券研究所

3.2、持续扩张产能规模, 构建全国化生产体系

山鹰国际自建加并购持续扩张产能, 提高市占率。2013 年与吉安集团重组后, 产能提升 135 万吨, 2015 马鞍山 80 万吨造纸项目投产后, 产能跃居行业第三。之后相继收购北欧纸业、联盛纸业、凤凰纸业、荷兰 WPT, 2018 年产能近 500 万吨。

2019 年广东肇庆特种纸项目及华南山鹰技改项目投产，2020 年之后华中山鹰、安徽山鹰、广东山鹰及浙江山鹰相关项目将投产，预计 2022 年箱板瓦楞纸产能近 790 万吨。山鹰国际市占率提高，当前山鹰国际市占率为 8.4%，玖龙 24%，理文 10.2%。

表7：自建加并购持续扩张产能

时间	事件	新增产能（万吨）
2013	对吉安集团收购重组	135
2015	安徽马鞍山年产 80 万吨造纸项目投产，产能跃居行业第三	80
2017	收购北欧纸业，进军高档特种纸	26
2018	收购联盛纸业，布局华南地区；收购美国凤凰纸业和荷兰 WPT	75
2019	广东肇庆 10 万吨特种纸项目投产；华南山鹰通过技改项目投产	36
2020	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	171
2022E	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	177

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司构建全国布局生产体系，发挥区域协同优势。目前山鹰国际生产网络辐射国内 16 省，在华东、华中、华南拥有 5 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。在吉林松原的造纸基地正在建设中，未来将持续推进全国化布局。全国布局降低原材料运输成本，同时将于包装业务产生协同效应。

另外包装业务布局于沿江沿海发达地区，区域优势明显。包装产品销售区覆盖长三角、珠三角及环渤海湾等地，贴近行业头部客户聚集地，便于公司为客户提供一体化的包装服务。

表8：构建全国布局生产体系，发挥区域协同优势

项目	产地	现有产能（万吨）	预计新增产能（万吨）	预计投产时间
箱板瓦楞纸	湖北荆州	127		
	福建漳州	85		
	安徽马鞍山	200		
	浙江嘉兴	165	77	2022
	广东肇庆		100	2022
	吉林松原		30	2022
特种纸	广东肇庆	10		
文化纸	凤凰纸业	30		
合计		617	207	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、产业链向下游包装延伸，包装+云印业务长期发展空间大

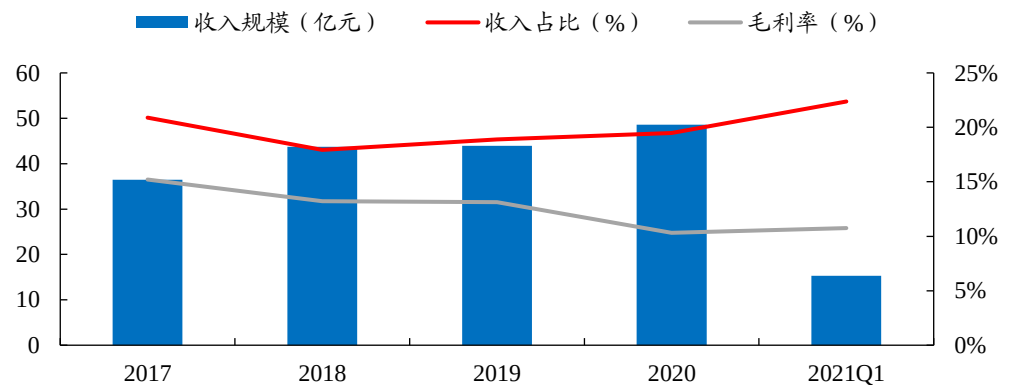
山鹰国际产业链向下游包装延伸，包装业务发展迅速。2020 年包装业务年产量超过 14 亿平方米，体量位居全国第二。包装业务营收规模持续扩大，在总营收的占比逐步提升，2020 年包装营收 48.62 亿元，同比增长 10.68%，占比达到 19.47%，提升 0.57%，未来将助力业绩进一步增长。

表9: 产业链向下游包装延伸

主要产品	产品内容
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	出口包装纸箱到美国、欧洲、澳洲以及日本
全球物流供应	基于海运、铁路、公路运输对包装设计的影响及要求, 提出单装包和多装包的包装解决方案
包装咨询	提供包装工程设计审查服务

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

图34: 包装业务发展迅速



数据来源: Wind、开源证券研究所

以“为客户创造长期价值的全球绿色包装一体化解决方案服务商”为战略定位，向下游包装调整战略重心。公司搭建以价值客户为导向的全新管理构架和服务理念，通过云印整合集团包装产能及优质的社会产能，打造云工厂。

公司布局云印战略意义深远，包装加云印业务长期发展空间大。2019年公司收购云印，打造产业互联网生态平台。云印已研发出云印聚好单、云印包印通、云印智控宝、云印箱易通四款数字化产品，分别针对“产销匹配”“工序协同”“智能控制”“服务终端”等场景，连接工人、设备、工厂及市场，提高资源协调与分配效率。云印基于SAAS微服务架构，目前产品已覆盖36家企业77条产线，实现欧莱雅、隆基光伏、阿里数农、菜鸟等大客户的订单交付。

表10: 布局云印战略意义深远

	2017	2018	2019	2020
活跃用户数 (户)	约 5000	约 10000	约 20000	
GMV	约 300 万/月	约 4800 万/月	约 2.4 亿/月	约 7.4 亿/月
主营业务收入	2380 万	3323 万	1.63 亿	2.5 亿
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、包装等一体化解决方案，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	通过数字化产品和服务，以单场提效、多厂合作模式赋能联盟成员企业，构建有竞争力的产业联盟生态

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

云印与腾讯、东方精工达成战略合作有利于提升平台数字化营销水平和服务能力。腾讯是国内头部互联网公司，东方精工具有领先的行业工业4.0技术，云印与两家公司达成战略合作可以不断扩大平台合作范围和深度，占领更多终端客户份额，

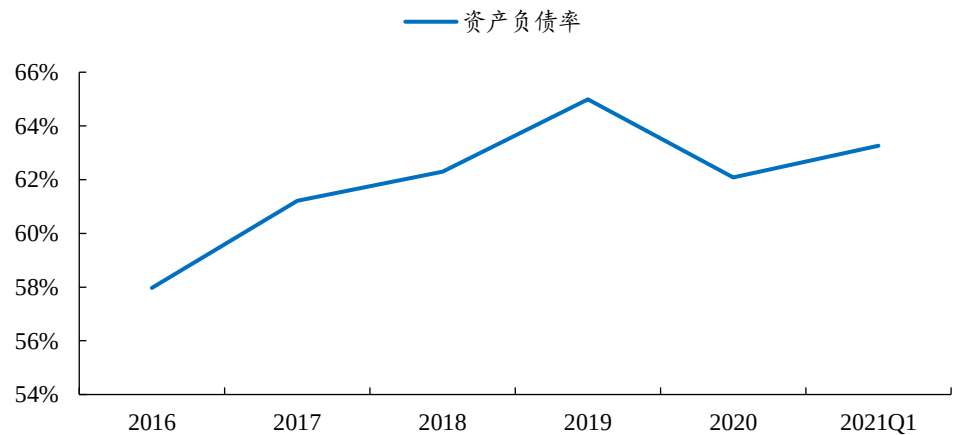
提升数字化营销水平和服务能力，给未来经营业绩增长带来积极影响。

3.4、融资租赁业务剥离聚焦主业，北欧纸业分拆上市优化资产负债率

融资租赁业务剥离聚焦主业，控制金融类业务风险。2020年4月，公司、环宇国际与控股股东泰盛实业签署《股权转让协议》，向泰盛实业出售山鹰租赁100%股权。交易完成后，山鹰租赁不再纳入公司合并报表，截至2021年4月29日，山鹰租赁对公司的应付股利款、股权转让款和对公司的借款本金及利息都已全部结清。

北欧纸业分拆上市后，投资成本收回，商誉核销，资产负债率优化。2020年10月北欧纸业在瑞典上市，山鹰国际仍持有北欧纸业48.16%的股份，仍为北欧纸业的第一大股东，对其保有控制权。2017年公司以24亿收购北欧纸业，截至2020年12月北欧纸业累计贡献利润10.04亿瑞典克朗。此次上市公司合计收回约24.41亿瑞典克朗资金，含出售价款14.91亿及分红9.5亿，并成功核销商誉15.73亿元。收回的现金将降低公司有息负债，减轻财务压力，优化资产负债率。

图35：资产负债率相比2019年有所改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

(1) 需求端：短期来看，下半年传统旺季可提振需求，伴随需求端状况改善，纸厂下游预计由去库存转为主动补库存，库存拐点有望出现。

(2) 供给端：外废禁令实施后，国废供需缺口走阔，国废价格中枢震荡抬升，原料价格抬升提高成本加筑壁垒，龙头公司布局海外废纸浆产线更具优势，中小产能有望加速出清，中长期来看行业集中度有望进一步提升。

4.2、盈利预测与估值

公司纵向推进产业链一体化，实现了产品多元布局，目前实现了造纸、包装、再生纤维三项业务协同发展。外废令实施驱动行业格局向好，公司凭借成本优势，伴随旺季下游需求提升，有望获得更优盈利弹性。我们预测公司2021-2023年归母净利润为20.12/23.76/26.67亿元，对应EPS分别为0.44/0.51/0.58元，当前股价对应PE为7.6/6.4/5.7倍。与可比公司相比，山鹰国际当前估值低于行业平均水平。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表11: 公司当前估值低于行业平均水平

证券代码	证券简称	收盘价 (单位: 元)	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002078.SZ	太阳纸业	12.48	-10.33	98.5	17.8	12.8	16.86	8.43	7.17	6.37
000488.SZ	晨鸣纸业	8.37	3.35	184.85	-3.44	4.63	14.68	5.13	5.30	5.07
600963.SH	岳阳林纸	11.70	32.26	74.21	19.73	21.64	50.87	29.25	24.38	20.17
600966.SH	博汇纸业	12.13	523.50	217.00	8.80	6.30	19.56	6.13	5.64	5.30
	平均		137.20	143.64	10.72	11.34	25.50	12.24	10.62	9.23
600567.SH	山鹰国际	3.41	1.39	45.66	18.12	12.23	11.37	7.75	6.69	5.88

资料来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2021/07/14, 除已覆盖公司太阳纸业、博汇纸业、山鹰国际外其他公司盈利预测来源于 Wind 一致预测。)

5、风险提示

原材料价格波动, 需求不及预期, 纸价下跌, 产能不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	14310	14189	13825	15681	17647
现金	4709	4077	2439	2821	3239
应收票据及应收账款	3054	3687	4935	5038	6412
其他应收款	294	1795	877	2213	1334
预付账款	137	263	249	343	337
存货	2176	2385	3343	3284	4342
其他流动资产	3940	1982	1982	1982	1982
非流动资产	28234	31248	37555	41867	46360
长期投资	1044	2396	3755	5117	6482
固定资产	13494	17700	22394	25349	28342
无形资产	1754	1924	2038	2187	2329
其他非流动资产	11942	9228	9368	9214	9207
资产总计	42545	45437	51380	57548	64006
流动负债	18398	18352	21717	27018	32347
短期借款	11642	11681	11723	17697	19951
应付票据及应付账款	4084	4165	6195	5791	8002
其他流动负债	2672	2506	3799	3531	4394
非流动负债	9253	9856	9188	7827	6361
长期借款	8618	8880	8212	6852	5386
其他非流动负债	636	976	976	976	976
负债合计	27651	28208	30905	34845	38709
少数股东权益	483	1633	1668	1719	1743
股本	3274	3285	4616	4616	4616
资本公积	4370	4391	4391	4391	4391
留存收益	6658	8039	9928	12250	14796
归属母公司股东权益	14411	15596	18807	20984	23555
负债和股东权益	42545	45437	51380	57548	64006

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1335	1170	5398	2361	6536
净利润	1352	1389	2047	2427	2691
折旧摊销	918	1026	1236	1532	1795
财务费用	441	780	674	685	669
投资损失	57	39	33	34	41
营运资金变动	-1502	-2093	1407	-2319	1337
其他经营现金流	68	29	2	2	2
投资活动现金流	-2818	-2771	-7579	-5880	-6331
资本支出	3073	3476	4948	2950	3128
长期投资	3	-928	-1359	-1360	-1366
其他投资现金流	259	-223	-3990	-4289	-4569
筹资活动现金流	2148	1425	501	-2073	-2041
短期借款	2447	40	0	0	0
长期借款	2004	262	-667	-1361	-1466
普通股增加	0	11	1331	0	0
资本公积增加	0	21	0	0	0
其他筹资现金流	-2304	1092	-162	-712	-575
现金净增加额	596	-140	-1679	-5592	-1837

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	23241	24969	31936	36937	42409
营业成本	18810	20790	26110	30207	34760
营业税金及附加	194	189	255	295	339
营业费用	1076	340	655	776	891
管理费用	1066	1125	1277	1477	1696
研发费用	549	528	674	776	891
财务费用	441	780	674	685	669
资产减值损失	-23	0	0	0	0
其他收益	625	626	0	0	0
公允价值变动收益	-4	-1	-2	-2	-2
投资净收益	-57	-39	-33	-34	-41
资产处置收益	0	29	0	0	0
营业利润	1569	1786	2257	2685	3120
营业外收入	16	18	161	199	98
营业外支出	19	114	57	53	61
利润总额	1566	1690	2361	2830	3157
所得税	214	301	313	403	466
净利润	1352	1389	2047	2427	2691
少数股东损益	-10	8	35	51	25
归母净利润	1362	1381	2012	2376	2667
EBITDA	3617	3888	4490	5423	6204
EPS(元)	0.30	0.30	0.44	0.51	0.58

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-4.6	7.4	27.9	15.7	14.8
营业利润(%)	-53.0	13.8	26.3	19.0	16.2
归属于母公司净利润(%)	-57.5	1.4	45.7	18.1	12.2
获利能力					
毛利率(%)	19.1	16.7	18.2	18.2	18.0
净利率(%)	5.9	5.5	6.3	6.4	6.3
ROE(%)	9.1	8.1	10.7	11.4	11.2
ROIC(%)	6.5	6.2	7.0	7.1	7.4
偿债能力					
资产负债率(%)	65.0	62.1	60.1	60.6	60.5
净负债比率(%)	113.4	107.5	105.4	115.0	104.9
流动比率	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	7.2	7.4	7.4	7.4	7.4
应付账款周转率	5.5	5.0	5.0	5.0	5.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.30	0.44	0.51	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.25	1.17	0.51	1.42
每股净资产(最新摊薄)	3.02	3.28	3.68	4.15	4.71
估值比率					
P/E	11.6	11.4	7.8	6.6	5.9
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.2	9.2	8.4	7.8	6.9

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn