

等待顺周期，关注箱板瓦楞的底部弹性

——箱板瓦楞纸行业深度报告

轻工&中小盘研究团队 徐皓亮



报告摘要

- **2018-2021年：**箱板瓦楞行业毛利率见顶回落，主因供给端产能快速上量打破供需平衡，进口带来大量增量；2018-2021年国内箱板/瓦楞纸产能CAGR分别为4.4%/1.2%，其中投产集中于山鹰、玖龙等头部企业。
- **短期：**2022Q4行业盈利水平已筑底，节后需求回暖的同时国废价格下跌，我们认为箱板瓦楞纸在未来2个月中盈利水平将有较大改善；零关税政策影响仍待观察。
- **中期：**关注进口影响和国内投产节奏，箱板纸头部企业加速扩产，瓦楞纸分散程度增加。
- **风险提示：**行业产能大幅增加的风险、原材料价格大幅波动的风险、纸价下行的风险。



01

2018-2022年：行业盈利承压，进口是主因

02

短期行业盈利触底回升，需求是关键

03

中期关注进口和国内投产节奏，行业整合不停

04

山鹰国际

05

玖龙纸业

06

风险提示

CONTENTS

目录



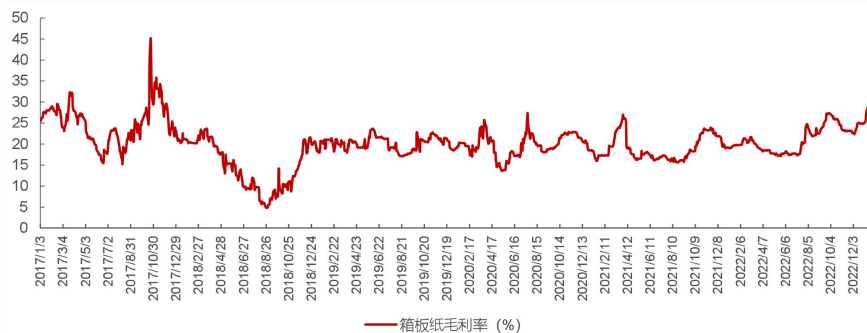
01. 2018-2022年：行业 盈利承压，进口是主因

01

进口增加近400万吨，是2018年以来箱板瓦楞盈利承压关键

- 2018年至2021年箱板瓦楞行业毛利率见顶回落，其中2022H1年玖龙/理文/山鹰毛利率分别为13.6%/10.8%/9.2%，相比2018年同期下降10.9/14.3/13.9pct，根据卓创资讯统计的2018-2021年数据：21年年初箱板纸/瓦楞纸毛利率分别为18.5%/13%，相比2018年同期下降2.8/7.9pct。
- 需求：具有韧性。**2017至2021年，箱板/瓦楞纸行业需求CAGR为5.1%/5.5%，虽处疫情期间，包装纸需求依然有增长；
- 供给：进口带来较大增量。**2017至2021年，箱板/瓦楞纸国内和海外累计供应量CAGR为5.6%/5.5%，其中箱板/瓦楞纸进口量CAGR为24%/37%，2021年累计进口量相比2018年增加189/185万吨，主因：1) 2018年外废禁令后，内外废价差带动进口量持续增加；2) 海外需求整体疲弱，带来国内需求强劲。东南亚为主要进口区域，2022年11月箱板纸前五大进口国/地区为分别为老挝/马来西亚/越南/美国/日本，瓦楞纸前五大进口为印度尼西亚/越南/中国台湾/韩国/俄罗斯。

图表：箱板纸毛利率



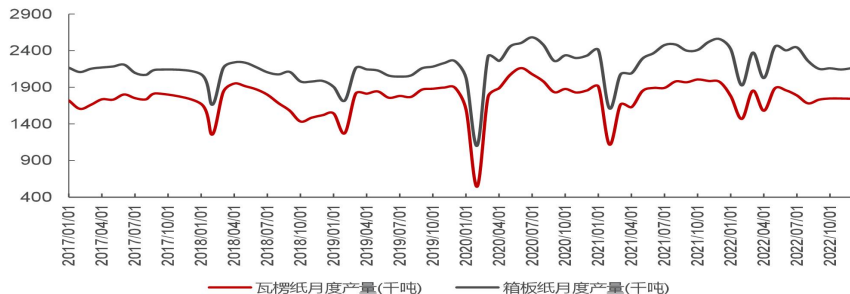
图表：瓦楞纸毛利率



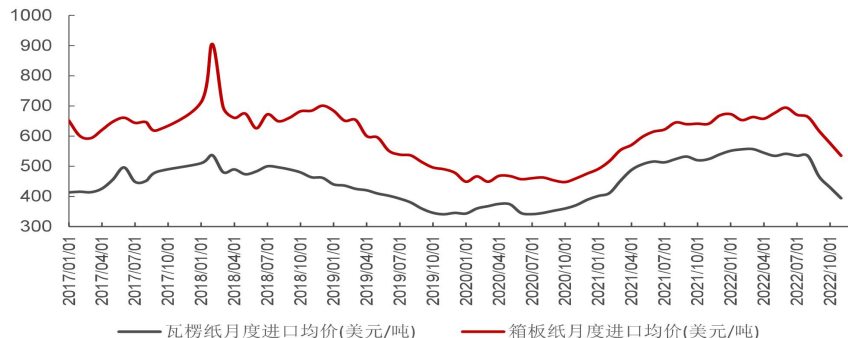
资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

01 进口增加近400万吨，是2018年以来箱板瓦楞盈利承压关键

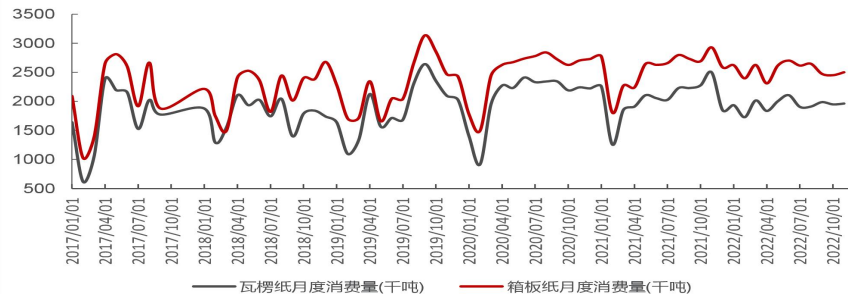
图表：箱板瓦楞纸产量维持稳定



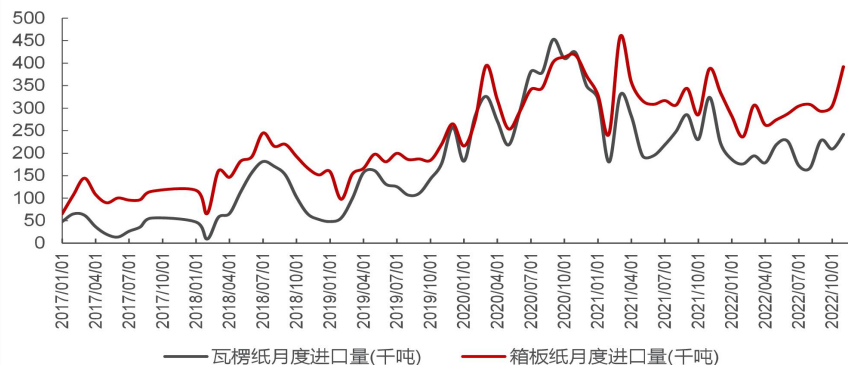
图表：箱板瓦楞纸进口均价



图表：箱板瓦楞纸消费量具有一定韧性



图表：箱板瓦楞纸进口量中枢上行



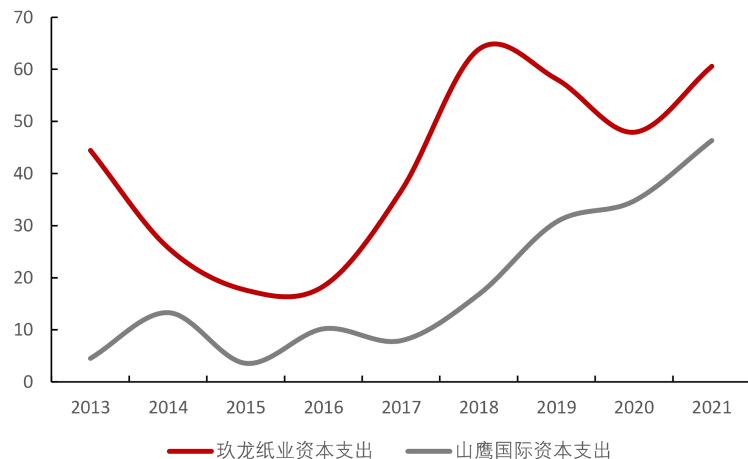
资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

01

头部企业扩张加速，市场逐步整合

- 供给端产能快速上量导致供需平衡被打破，箱板瓦楞纸盈利进入下行周期。根据卓创数据，2018-2021年国内箱板/瓦楞纸产能CAGR分别为4.4%/1.2%，其中投产集中于头部企业：2018-2021年山鹰国际/玖龙纸业CAPEX CAGR分别为40%/29%。近年来国家逐渐收紧新建厂房批文，而行业头部企业凭借规范生产能力可以顺利获得生产资质，同时考虑行业整合空间较大，我们看到期间玖龙/山鹰产能增长285/127万吨，全国范围内的产能扩张趋于完善。

图表：山鹰国际和玖龙纸业资本开支（亿元）



图表：山鹰国际&玖龙纸业产能布局（2018~2021）

企业	属地	纸种	产能	投产时间
玖龙	福建	箱板纸	60	2019.11.06
玖龙	辽宁	箱板纸	60	2019.12.31
玖龙	河北	箱板纸	50	2020.03.31
玖龙	广东	箱板纸	60	2020.03.31
玖龙	重庆	箱板纸	55	2018.11.30
山鹰	湖北	箱板纸	42	2019.12.01
山鹰	湖北	箱板纸	47	2020.05.24
山鹰	湖北	瓦楞纸	38	2020.09.01
合计			412	

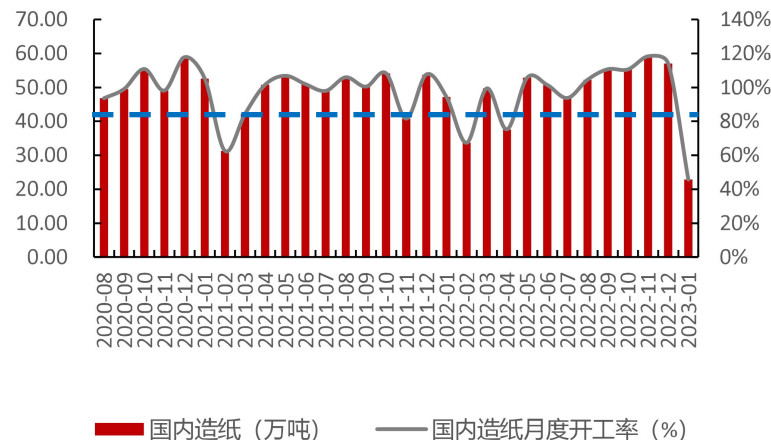
资料来源：wind，隆众资讯，民生证券研究院

01

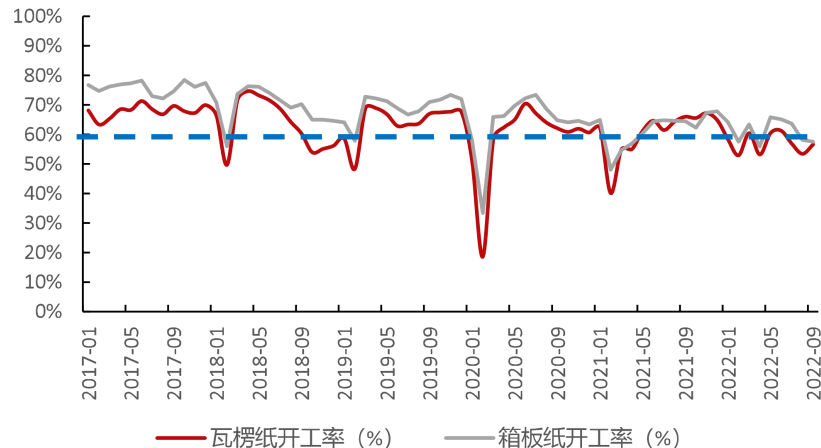
头部企业扩张加速，市场逐步整合

- 小工厂产能出清，头部企业维持高产能利用率。**2020~2022年山鹰月度开工率基本满产，明显高于行业50~60%的平均水平，其背后反应：1) 规模化量产，马太效应持续凸显；2) 头部企业持续夯实产业链一体化，如山鹰布局回收纤维原料采购、包装原纸生产、纸板、纸箱生产制造的完整产业链；玖龙22年则在东莞（60万吨/年）、重庆（50万吨/年）两地布局木纤维生产基地；就集中度看，2021年箱板/瓦楞纸前5集中度分别为81%/37%，相比2018年变化+6/-2pct，其中箱板纸提升速度更快主因箱板纸比瓦楞纸企业数量更少，且箱板纸大型企业较多，同时近年大厂投资箱板纸产能较多。

图表：山鹰国际开工率维持较高水平



图表：箱板瓦楞纸开工负荷率在50~60%之间

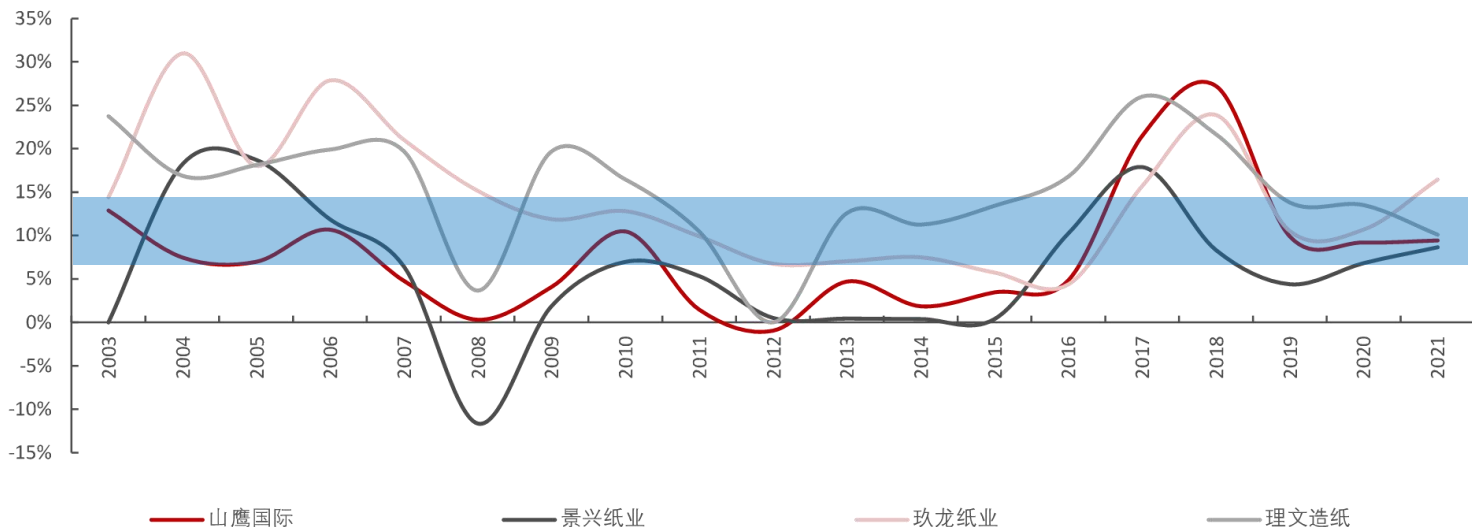


资料来源：山鹰国际年报，经营数据快报，卓创资讯，民生证券研究院

01 取代中小厂商份额，头部企业ROE仍然维持良性水平

- 行业下行周期，龙头纸企ROE仍然维持良好水平。2021年，山鹰国际/景兴纸业/玖龙纸业/理文造纸ROE分别为9.4%/8.7%/16.5%/10.1%，虽然在18年开启扩产周期后各纸企ROE均有一定水平的下降，但仍然保持在10%左右。

图表：头部企业ROE仍维持在10%左右



资料来源：wind，民生证券研究院

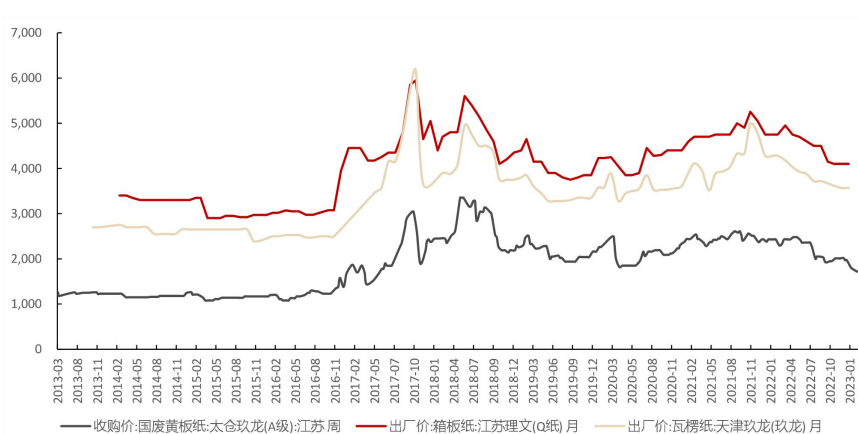
02. 短期行业盈利触底回升，需求改善值得期待

02

短期：行业盈利渐进上行通道

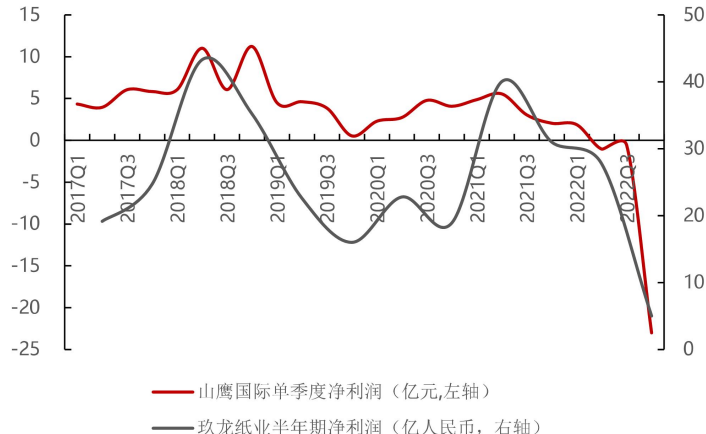
- 2022Q4行业盈利水平筑底。**从右下角图可看出2022Q4为近6年来箱板瓦楞纸企业盈利最差的单季度，主因去年四季度各大纸厂进入去库存阶段，而此前废纸价格有较大幅度的降低（2022年7月-9月废纸价格下降19%），成品纸价格也随之向下，这就导致大厂以较低的价格卖出了使用高价废纸生产出的箱板瓦楞纸，盈利水平应声下降。

图表：国废及箱板瓦楞纸价格（元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：山鹰/玖龙净利润情况（亿人民币）



02

短期：行业盈利渐进上行通道

- 2023年箱板瓦楞纸重新启航。**从下图我们看到行业统计数据给出与企业端不同的结果，2022Q4并不是行业近几年的最低水平。主因行业统计数据计算纸品毛利水平公式为：瞬时纸价-瞬时成本，且该毛利并没有计算折旧成本。但是我们可以从下图可得知企业端毛利水平的发展走势，考虑到成本端库存+成品纸库存在2022年年末可能会达到接近两个多月的水平，因此我们可使用下图数据中2个月之前的利润水平判断当前时间点的企业真实利润水平（2022年12月5号箱板/瓦楞纸毛利6年分位数分别为4.9%/33.9%），同时到2023年2月25号行业统计口径中箱板/瓦楞纸毛利相对于以上时间分别增长34%/114%，我们认为箱板瓦楞纸在未来2个月中盈利水平将有较大改善。

图表：箱板瓦楞纸毛利情况（元/吨）



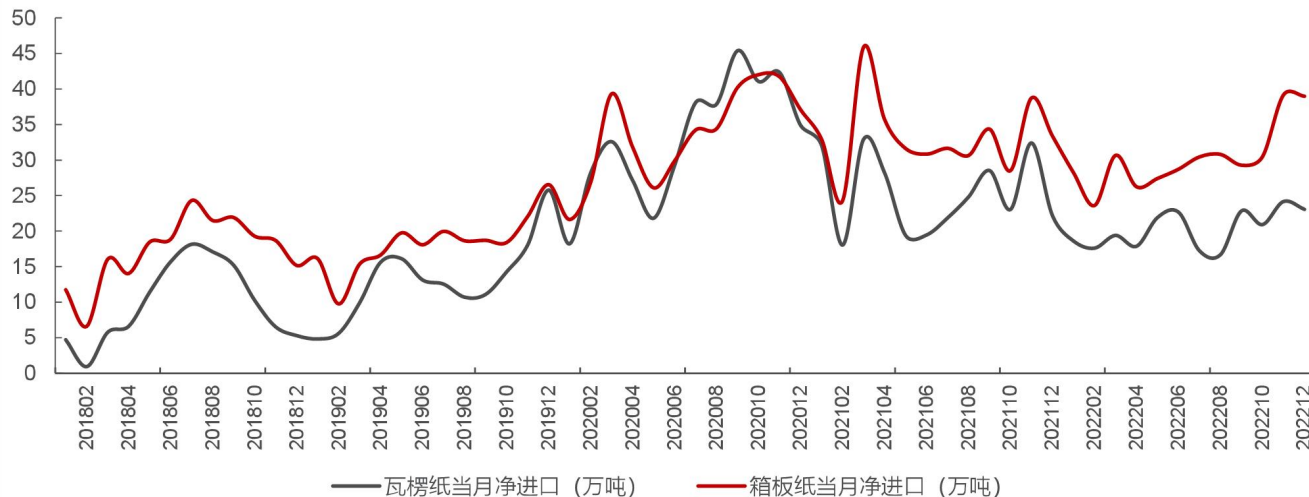
资料来源：隆众资讯，民生证券研究院

02

零关税政策对箱板瓦楞纸进出口值得观察

- 截至2022年12月31日，箱板纸/瓦楞纸当月净进口为39/23万吨，处于近5年分位数的88.5%/68.8%，2023年后箱板瓦楞实行零关税政策（此前是6%的关税，经过我们测算约影响进口成本200元/吨），我们认为：1）海外纸品多为低端瓦楞纸，2）海外纸品到国内需要数月时间，依然属于国内产能补充；预计会影响箱板瓦楞后续涨幅，不过在当前低价背景下，影响相对有限。

图表：箱板瓦楞纸净进口情况



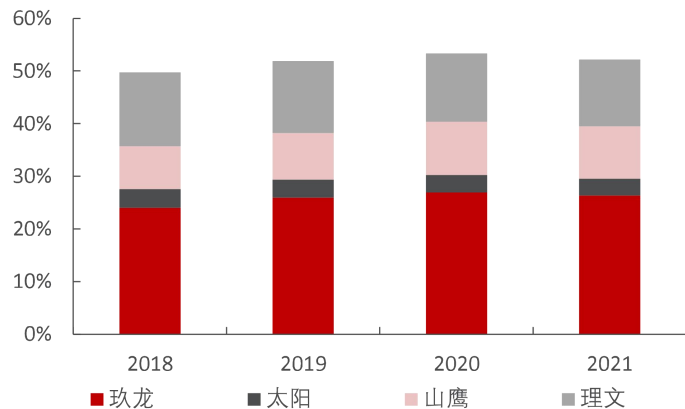
资料来源：隆众资讯，民生证券研究院

02

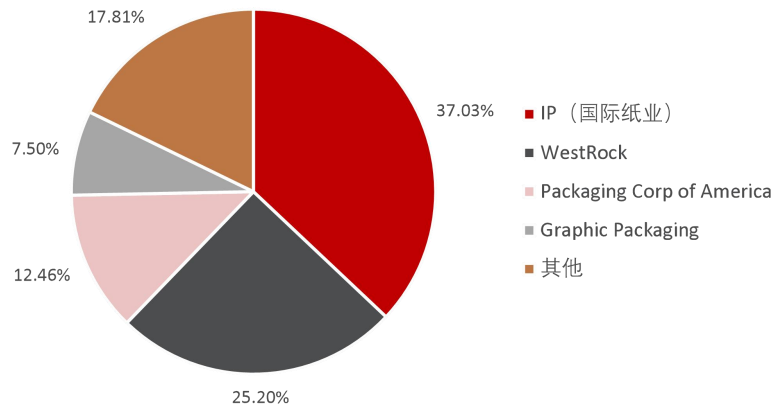
箱板瓦楞纸行业集中度稳中有增，仍有较大上升空间

- 2021年玖龙纸业/太阳纸业/理文造纸/山鹰国际市占率分别为26%/3%/13%/10%，箱板瓦楞纸行业CR4为52%，相较于2018年增加2PCT，国内行业集中度稳中有增，但是距离北美市场集中仍有差距（CR4=82.19%）。我们认为箱板瓦楞纸具有较强的区域特征，并且机器投入成本较低，因此导致了中国行业集中度较低的现状。随着行业头部企业扩产完成，完成全国性布局，小产能逐渐出清，行业集中度有望进一步提高。

图表：箱板瓦楞纸行业集中度增长较慢



图表：2017年北美纸包装CR4市占率



资料来源：隆众资讯，民生证券研究院

02

箱板瓦楞纸毛利水平逐渐增加

- 箱板瓦楞纸毛利率从2022年12月开始一路上行，截至2023/2/3，箱板纸/瓦楞纸毛利分别为26.48%/20.04%，同比分别增加6.48PCT/4.42PCT，我们认为随着疫情管控放开，春节期间终端消费回暖明显，市场信心有所提振，下游需求存在好转预期，同时国废价格下跌，箱板瓦楞纸盈利水平进一步提高可期。

图表：箱板纸毛利率情况



图表：瓦楞纸毛利率情况



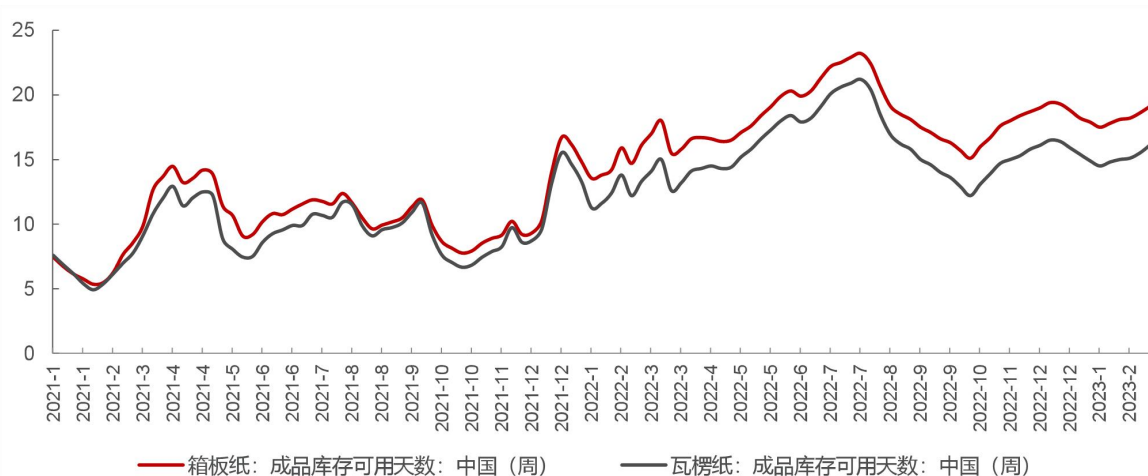
资料来源：隆众资讯，民生证券研究院

02

行业库存震荡下行，纸企提价或成可能

- 截至2023/2/3，箱板/瓦楞纸库存天数分别为18.2/15.1天，同比分别增加4/2.7天。从整体来看，行业库存天数整体呈下降趋势。我们认为由于中国疫情放开全面且迅速，导致下游医药包装需求激增，行业进入去库周期。从目前来看居民春节期间消费热情高涨，随着下游消费的恢复，库存有望呈波动下降趋势，纸企提价或成可能。

图表：箱板瓦楞纸库存天数



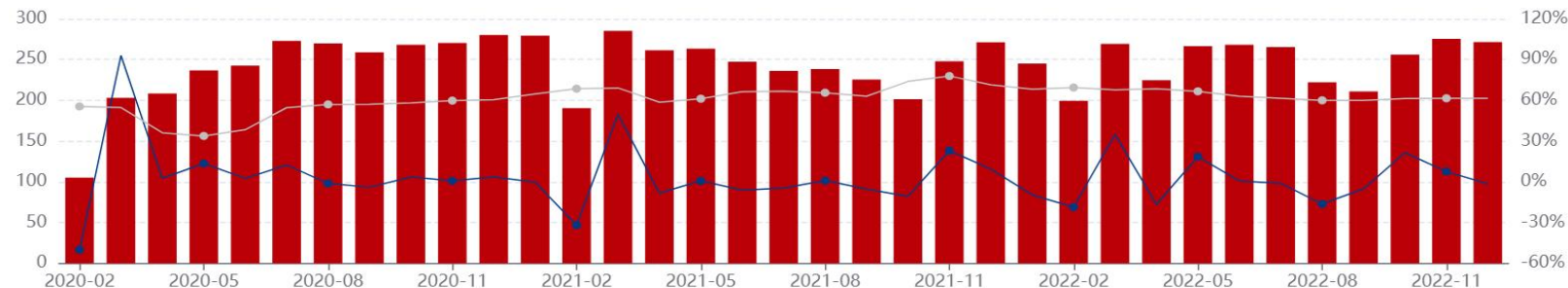
资料来源：隆众资讯，民生证券研究院

02

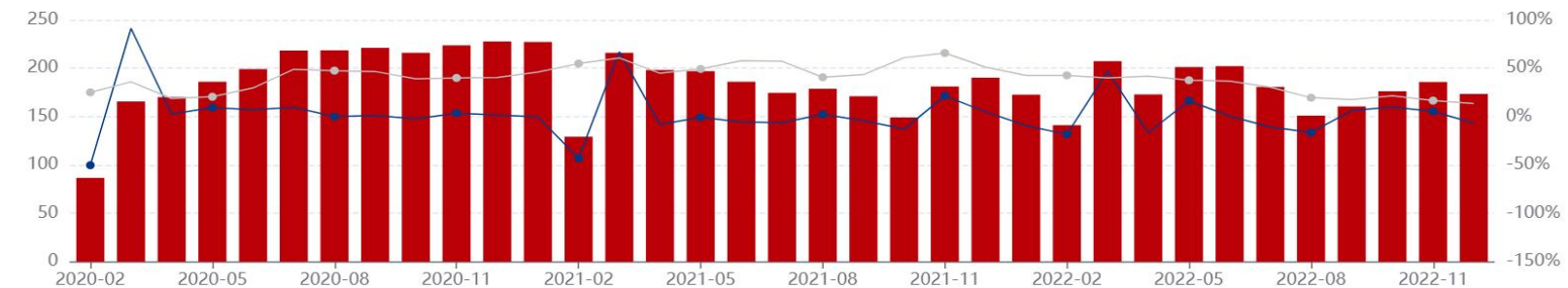
箱板瓦楞纸表观需求稳中向好

- 箱板纸消费需求同比略有上升，瓦楞纸需求保持不变。2022年12月，箱板/瓦楞纸表观消费量271.4/173.3万吨，同比分别变动+0.12%/-8.91%，环比分别变动-1.44%/-6.66%。

图表：箱板纸库表观消费量（万吨）



图表：瓦楞纸库表观消费量（万吨）



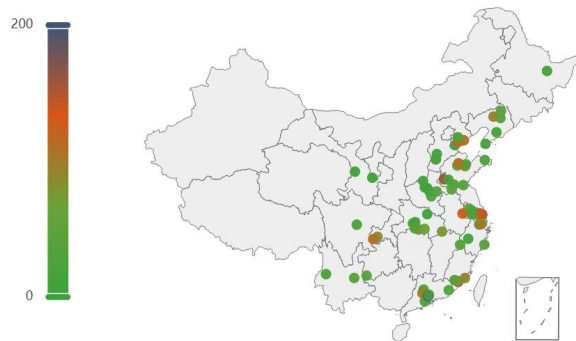
资料来源：钢联数据，隆众资讯，民生证券研究院

02

箱板纸产能更为集中，瓦楞纸产能更为分散

- 箱板瓦楞纸总产能集中在头部纸企。截至2023/2/3，箱板/瓦楞纸总产能4240/3141万吨，头部纸企玖龙/理文/山鹰分别拥有1000/599/484万吨箱板纸产能和365/30/108万吨瓦楞纸产能。其中山鹰箱板瓦楞纸产能接近600万吨。

图表：箱板纸在产企业综合分析



图表：瓦楞纸在产企业综合分析



图表：箱板纸在产企业综合分析

在产产能（万吨）	
玖龙纸业	1000
理文纸业	599
山鹰纸业	484
太阳宏河纸业	160
联盛龙海纸业	150
博汇纸业	115
景兴纸业	100
总计（包含其他企业）	4240

图表：瓦楞纸在产企业综合分析

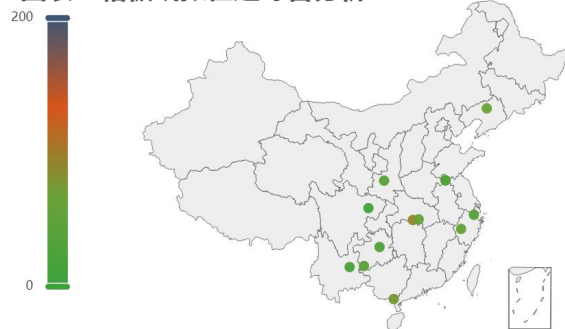
在产产能（万吨）	
玖龙纸业	365
金凤凰纸业	170
山鹰纸业	108
理文纸业	30
总计（包含其他企业）	3141

头部企业在箱板纸产能上持续发力

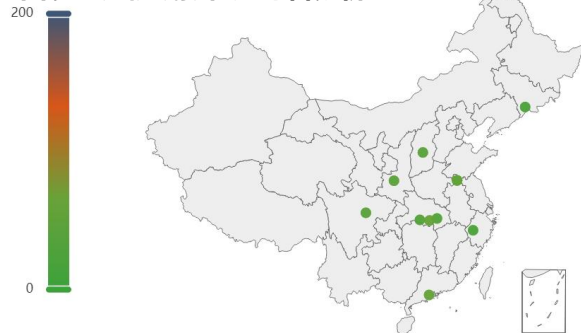
- 箱板瓦楞纸拟在建产能或将在2023-2024年释放。

截至2023年2月3日，拟在建产能903/700万吨。玖龙/山鹰/太阳分别拟建200/168/120万吨箱板纸产线，山鹰/玖龙/金凤凰分别拟建140/60/30万吨瓦楞纸产线。

图表：箱板纸拟在建综合分析



图表：瓦楞纸拟在建综合分析



图表：箱板纸拟在建综合分析

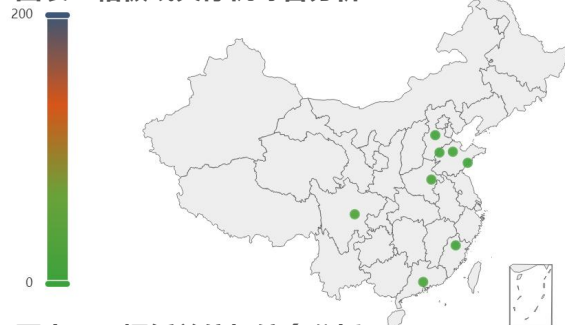
	拟在建产能 (万吨)
玖龙纸业	200
山鹰纸业	168
太阳纸业	120
景兴纸业	60
总计 (包含其他企业)	903

图表：瓦楞纸拟在建综合分析

	拟在建产能 (万吨)
山鹰纸业	140
玖龙纸业	60
金凤凰纸业	30
总计 (包含其他企业)	700

- 因疫情及需求疲软，行业内小型纸企关停产能，供给侧压力稍减。2012年1月1日至2023年2月3日（大部分停产集中于2020年后），规模以上箱板/瓦楞关停产能122/223万吨。2020年1月1日至2023年2月3日，四川新津晨龙/东莞中联/德州泰鼎分别关停25/20/12吨箱板纸产能，山东永泰/浙江兴舟/嘉兴大华分别关停40/23/20万吨瓦楞纸产能。

图表：箱板纸关停机综合分析



图表：瓦楞纸关停机综合分析



图表：箱板纸关停机综合分析

(2012.1.1至2023.2.3 仅包含规模以上企业)

关停产能 (万吨)	
四川新津晨龙纸业	25
东莞中联纸业	20
河南龙源纸业	20
博汇纸业	15
总计 (包含其他企业)	122

图表：瓦楞纸关停机综合分析

(2012.1.1至2023.2.3 仅包含规模以上企业)

关停产能 (万吨)	
山东永泰	40
浙江兴舟	23
嘉兴大华	20
秦皇岛沅泰	15
总计 (包含其他企业)	223

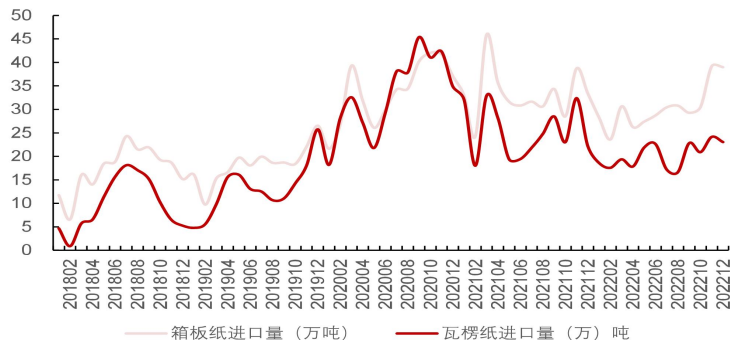
03. 中期关注进口和国内投产节奏，行业整合不停

03

中期：多方因素导致20年后箱板瓦楞纸进口量下降

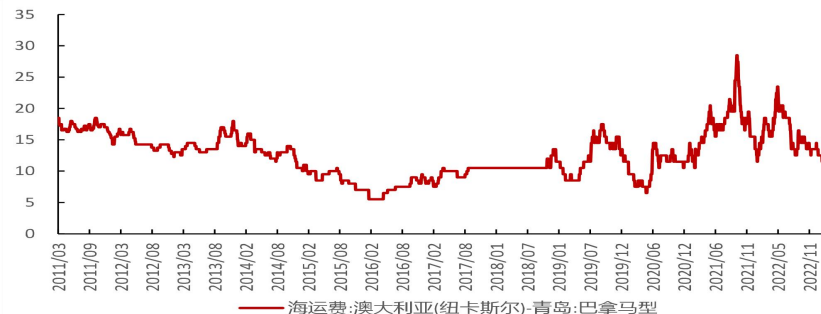
- 2021~2022H1箱板瓦楞纸进口持续下降。2021年箱板/瓦楞纸进口量分别为399/303万吨，同比分别降低1.7%/23.7%，从左下图可看出进入22年后箱板瓦楞纸进口数量仍在持续下降。我们认为21年海外受到疫情影响导致箱板瓦楞纸供给减少，美国国内需求增加（联邦快递业务21年同比增加17%），同时海运费在21年达到高点（21年10月为28.5美元/吨，较21年初增加48%），导致发往国内箱板瓦楞纸数量减少。

图表：箱板瓦楞纸进口情况（万吨）

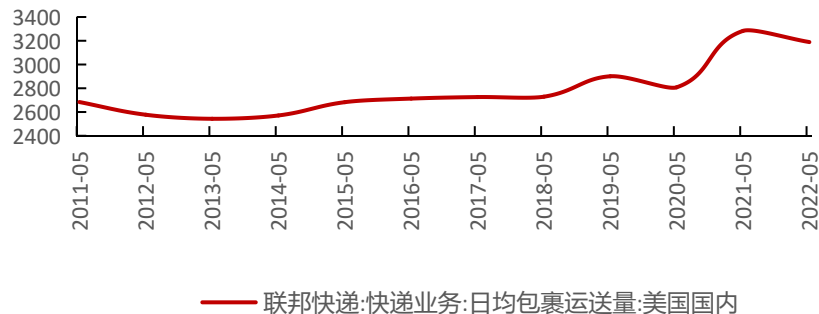


资料来源：隆众资讯，wind，民生证券研究院

图表：海运费情况（美元/吨）



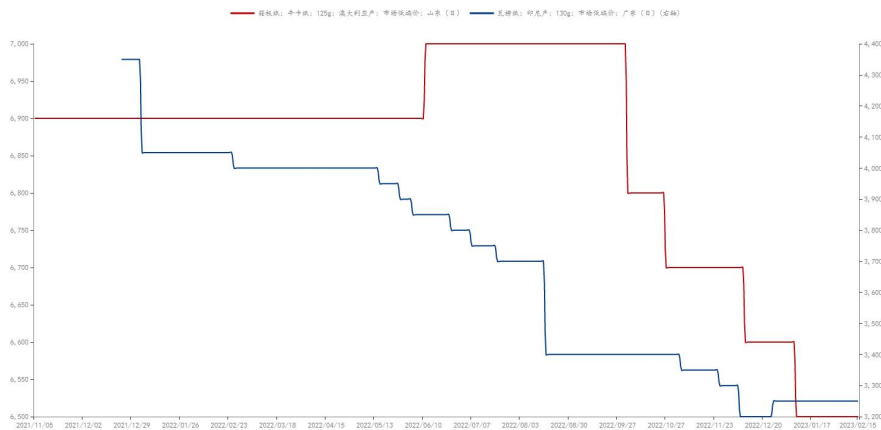
图表：美国快递业务激增（千个）



03 中期：进口纸品受益零关税政策，短期纸价迎来冲击

- 进口纸价下跌，叠加零关税政策，国内箱板瓦楞纸短期迎来阵痛。截至2023年2月15号，澳大利亚产125g牛卡纸/印尼产130g瓦楞纸价格分别为6500/3250元/吨，与近2年高点相比分别同比下降7%/25%。我们认为主因22年海外经济萎靡，下游需求不振导致价格下降。同时叠加2023年1月1日开始执行的箱板瓦楞纸零关税政策，国内纸价预计在1季度筑底，同时4~6月为行业淡季，下半年随着消费进入旺季，国内纸价有望迎来上涨周期。

图表：箱板瓦楞纸进口价格



资料来源：钢联数据，中华人民共和国财政部，民生证券研究院

图表：箱板瓦楞纸零关税政策

序号	EX[註2]	税则号列	商品名称[註3]	2023年最惠国税率[註4]	2023年暂定税率
549		48026200	成张的，以及未折叠计一边不超过435毫米，另一边不超过297毫米的的书写、印刷或类似用途的其他未涂布纸及纸板，所含用机械方法或化学-机械方法制得的纤维超过全部纤维重量的10%	5	0
550		48026900	其他书写、印刷或类似用途的其他未涂布纸及纸板，所含用机械方法或化学-机械方法制得的纤维超过全部纤维重量的10%	5	0
551		48051100	成卷或成张的半化学的瓦楞原纸	6	0
552		48051200	成卷或成张的草浆瓦楞原纸	6	0
553		48051900	成卷或成张的其他瓦楞原纸	6	0
554		48052400	成卷或成张的每平方米重量在150克及以下的强韧箱纸板	6	0
555		48052500	成卷或成张的每平方米重量超过150克的强韧箱纸板	6	0
556		48059190	每平方米重量在150克及以下的成卷或成张的其他未经涂布的纸及纸板	6	0
557		48059300	每平方米重量225克及以上的成卷或成张的其他未经涂布的纸及纸板	6	0

- 箱板纸头部企业加速产能扩建，瓦楞纸分散程度进一步加剧。到2026年，太阳/山鹰/玖龙/景兴箱板纸产能分别增加120/168/200/60万吨，占总在建产能的61%；瓦楞纸格局相较箱板纸更加分散，山鹰/玖龙产能分别增加140/60万吨，占总在建产能的29%。一方面中小产能不断出清，另一方面头部企业依靠资源、资金、技术优势扩大产能，行业格局在未来逐步清晰，头部企业竞争能力进一步增强。

图表：箱板纸扩产情况

企业	属地	纸种	产能	投产时间
太阳纸业	广西	箱板纸	40	2025.12.31
	广西	箱板纸	40	2026.12.31
	广西	箱板纸	40	2026.06.30
山鹰国际	浙江	箱板纸	35	2023.03.30
	湖北	箱板纸	49	2024.12.31
	湖北	箱板纸	44	2025.12.31
	吉林	箱板纸	40	2025.12.31
浙江金励	浙江	箱板纸	30	2024.12.30
	浙江	箱板纸	30	2024.12.31
玖龙纸业	广西	箱板纸	65	2023.12.30
	广西	箱板纸	45	2024.12.31
	辽宁	箱板纸	30	2024.12.30
	湖北	箱板纸	60	2024.12.31
景兴纸业	江苏	箱板纸	30	2025.12.31
	江苏	箱板纸	30	2026.12.31
金田纸业	河南	箱板纸	30	2024.12.31
	河南	箱板纸	30	2025.12.31
安徽林平	安徽	箱板纸	30	2025.12.31
安徽鑫光	安徽	箱板纸	25	2024.12.31
东晟纸业	云南	箱板纸	20	2024.12.31
惠宁纸业	陕西	箱板纸	15	2024.12.31
鹏昇纸业	云南	箱板纸	40	2024.12.31
盛世荣创	贵州	箱板纸	30	2024.12.31
东方智慧	陕西	箱板纸	45	2025.12.31
荣晟纸业	安徽	箱板纸	30	2025.12.31
合计			903	

图表：瓦楞纸扩产情况

企业	属地	纸种	产能	投产时间
林平循环	安徽	瓦楞纸	30	2023.06.30
	安徽	瓦楞纸	30	2024.12.31
荣晟纸业	安徽	瓦楞纸	30	2024.12.31
	安徽	瓦楞纸	30	2025.12.31
山鹰国际	吉林	瓦楞纸	30	2023.12.31
	吉林	瓦楞纸	30	2024.12.31
	安徽	瓦楞纸	40	2024.12.31
	安徽	瓦楞纸	40	2025.12.31
金田纸业	河南	瓦楞纸	20	2024.12.31
	河南	瓦楞纸	20	2025.12.31
鑫光新材	安徽	瓦楞纸	25	2024.12.31
金凤凰纸业	湖北	瓦楞纸	30	2023.06.30
华侨凤凰纸业	四川	瓦楞纸	40	2023.12.31
强伟纸业	山西	瓦楞纸	40	2024.12.31
瑞祥纸业	吉林	瓦楞纸	25	2024.12.31
荣成再生	湖北	瓦楞纸	35	2023.12.31
桥裕纸业	广东	瓦楞纸	60	2024.12.31
玖龙纸业	湖北	瓦楞纸	60	2024.12.31
金励纸业有限公司	浙江	瓦楞纸	20	2023.12.30
东方智慧	陕西	瓦楞纸	45	2024.12.31
荣耀纸业	辽宁	瓦楞纸	20	2024.12.31
合计			700	

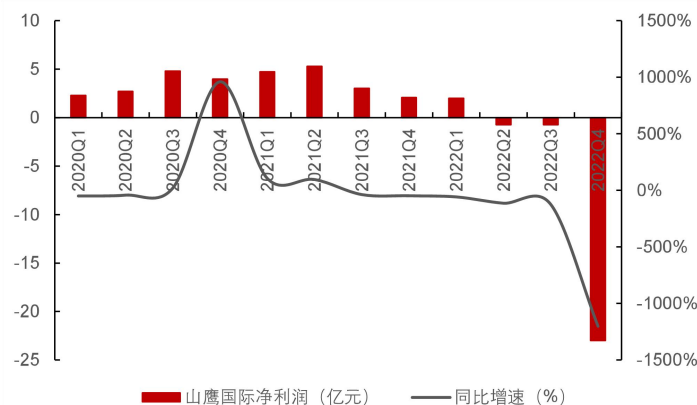
资料来源：钢联数据，民生证券研究院

03

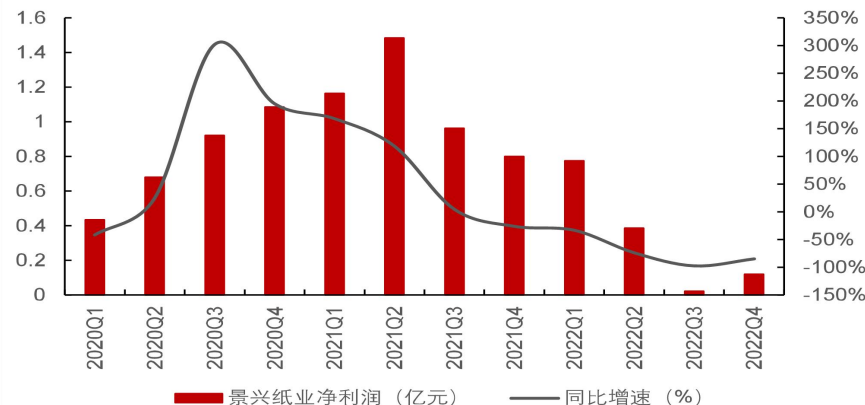
中期：纸企盈利水平筑底，看好23年盈利水平反转

- 纸企盈利水平迎来低点，22Q4为纸企盈利水平底部。2022Q4山鹰国际/景兴纸业净利润分别为-23/0.12亿元，同比下降1201%/85%，剔除山鹰国际四季度15亿元商誉影响，净利润仍然同比下降483%。我们认为随着纸品毛利在春节前后回升，22Q4或成为纸企盈利水平底部。随着国内疫情管控的彻底放开，在2023年7-8月迎来快消品行业旺季，纸企有望迎来盈利水平反转。

图表：山鹰国际净利润情况



图表：景兴纸业净利润情况



资料来源：山鹰国际/景兴纸业公司公告，民生证券研究院

04. 山鹰国际

- 山鹰国际是以再生纤维回收、工业及特种纸制造、包装产品定制、产业互联网等为一体的国际化企业。公司在商业模式与商业理念上积极转型，致力成为“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”。公司的成长发展经历了三个阶段：
- 1957-2000：成立初期。**山鹰国际成立于 1957 年，前身为马鞍山市造纸厂。1993 年，福建泰盛实业成立。1997 年，组建安徽山鹰纸业集团有限公司。
- 2001-2012：稳步扩张。**2001 年，山鹰纸业（600567）在上交所上市。2004 年福建泰盛总部移师上海，进军全国。2007 年美国环宇成立，迈向国际化。2011 年吉安集团成立。
- 2013至今：高速发展。**2013 年山鹰纸业与吉安集团有限公司进行了重大资产重组，成立安徽山鹰纸业股份有限公司，实现了强强联合，公司实力大幅提升。2017年，公司更名为山鹰国际控股有限公司，同年公司收购北欧纸业，进军特种纸行业；当年收购联盛纸业，公司产能和渠道得到补充。2018 年公司收购废纸贸易商WPT。2019 年公司收购云印，构建产业互联生态圈。

图表：山鹰国际发展历程



资料来源：山鹰国际公司公告，民生证券研究院

04

主要产品

- 公司主要产品为各类包装原纸、特种纸及纸板、纸箱、食品级纸塑等，被广泛用于消费电子、家电、化工、轻工、食品等消费品及工业品行业。细分来看，分为：
- **新闻纸**：“山鹰”新闻纸，定量克重45-48g/m，用于报纸、文化纸、宣传，生产于安徽山鹰；
- **挂面箱板纸**：挂面箱板纸“T”纸，定量克重70-180g/m，主要用于普通纸箱、纸板的里纸，产地：安徽山鹰、浙江山鹰、华南山鹰、华中山鹰；“云杉”伸性纸，定量克重 60-120g/m，主要用于 50 公斤的纸袋，例如水泥，大米等食品包装，化工原料包装，高强度包装，产地：广东山鹰；
- **瓦楞纸**：高强瓦楞原纸 (AA级)，定量克重50-170g/m，主要用于高强度纸箱、纸板的芯纸，产地：安徽山鹰、浙江山鹰、华南山鹰、华中山鹰；
- **牛皮箱板纸**：“银杉”牛皮箱板纸，定量克重 115-250g/m，用于中高档的纸箱、纸板的面纸，对纸箱、纸板强度有较高要求的产品，产地：安徽山鹰、浙江山鹰；“红杉”牛皮箱板纸，定量克重 100-220g/m，主要用于普通纸箱、纸板的面纸和中高纸箱的里纸等，产地：安徽山鹰、浙江山鹰、华南山鹰、华中山鹰；“水杉”牛皮纸，定量克重60-150g/m，主要用于制作 25 公斤砂浆等建材和化工纸袋，高强度包装，产地：广东山鹰
- **特种纸**：“雪杉”牛皮纸，定量克重65-120g/m，用于25公斤纸袋包装，服装手提袋，做纸棒，棉签棒，纸吸管，糖棒，纸杯，食品袋，淋膜等，要求强度高的包装，可以替代进口北极熊，辛普森蒙迪，贝鲁德等品牌，产地：广东山鹰；“紫杉”牛皮箱板纸，定量克重150-230g/m，用于高档纸箱、纸板的面纸部分替代全木浆纸张，适应客户对高端纸张的需求，产地：安徽山鹰、浙江山鹰、华南山鹰；
- **包装**：饮料包装、工业产品及电子产品包装、快消品包装、特别规格产品包装、食品级包装等。

图表：山鹰国际部分产品示意图



新闻纸



挂面箱板纸



雪杉白色伸性纸 / 牛皮纸



牛皮箱板纸



饮料包装

资料来源：山鹰国际公司官网，民生证券研究院

04

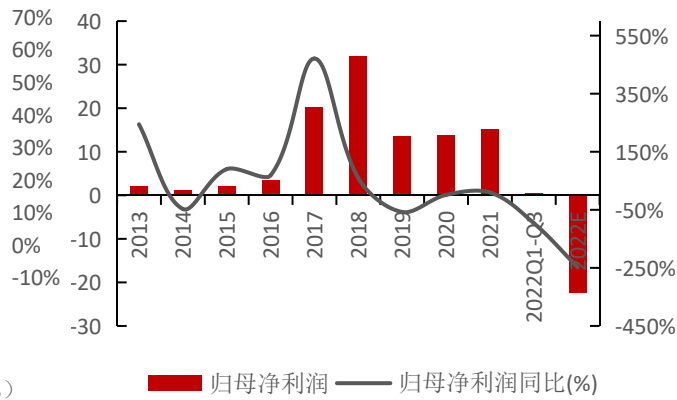
大幅计提商誉减值，山鹰国际轻装上阵

- 山鹰国际发布 2022 年业绩预告，根据公告披露，2022 年预计归母净利润 / 扣非归母净利润分别为-22.45/-23.65亿元左右，分别同比下降248%/297%。2022 年单 Q4 归母净利润/扣非归母净利润分别为-23.00/-22.96亿元左右，分别同比下降 1201%/988%。业绩亏损主要为主营业务毛利率下降及计提商誉减值所致：2022 年经营层面利润下滑主因包装纸价格下跌及废纸和木浆的涨价；公司所并购子公司业绩未达预期，故计提并购子公司商誉减值约15亿元。

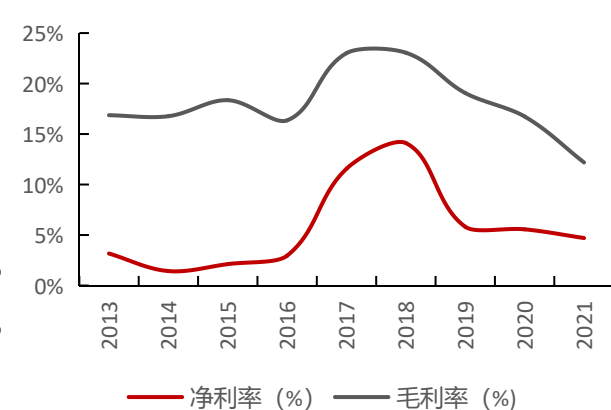
图表：山鹰国际营业收入（亿元）及同比（%）



图表：山鹰国际归母净利润（亿元）及同比（%）



图表：山鹰国际毛利率及净利率（%）

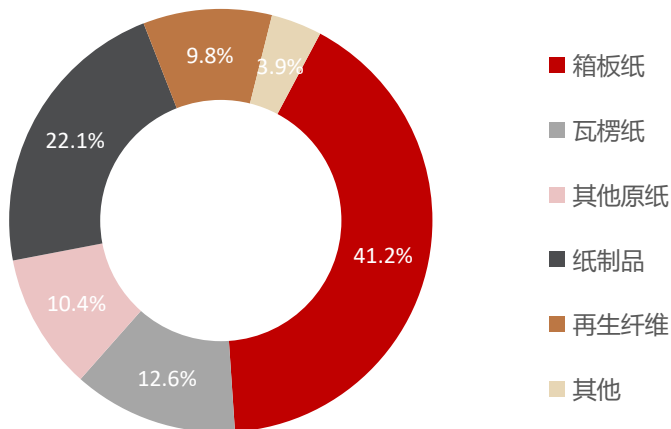


资料来源：wind，民生证券研究院

04 产业链一体化布局，产能稳步扩张

- 分产品看，2021 年箱纸板收入为136亿元，占总收入 41.2%，毛利率13.5%；瓦楞纸其次，2021 年瓦楞纸收入为 41.6 亿元，占总收入12.6%，毛利率16.9%。当前山鹰拥有箱板/瓦楞纸产能484/108万吨。

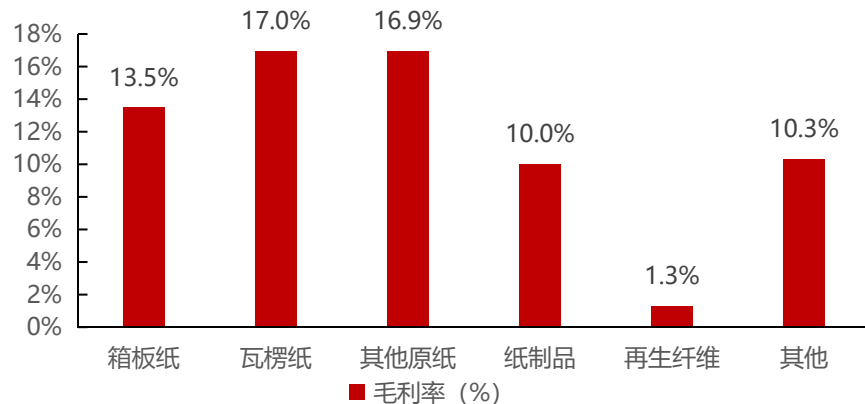
图表：2021年山鹰国际收入占比 (%)



图表：2022年山鹰国际总产能 (万吨)

纸种	地区	产能
瓦楞纸	山鹰华南	40
	山鹰华中	38
	山鹰浙江	30
箱板纸	山鹰国际	130
	山鹰广东	100
	山鹰华南	60
	山鹰华中	89
	山鹰浙江	105
	总计	592

图表：2021年山鹰国际细分产品毛利率 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

- 当前公司分别拥有箱板纸/瓦楞纸产能484/108万吨，我们预计在2025年箱板瓦楞纸总产能超过1000万吨。
- 2022 年底广东山鹰 100 万吨高档包装纸顺利投产，我们预计 2023 年浙江山鹰 77 万吨造纸项目投产，另外安徽山鹰宿州项目一期 70 万吨热磨纤维及 180 万吨包装纸、吉林山鹰 100 万吨纸浆及 100万吨包装纸项目正在陆续建设当中，随着国内中小产能的清出，看好公司产能提升后盈利能力改善。
- 公司持续在美国、英国、澳大利亚、日本、荷兰等回收纤维主要来源地开展贸易业务，于东南亚及欧洲积极布局再生浆，保证上游原材料的优质供应。目前公司在东南亚地区拥有110 万吨的再生浆产能，受疫情影响22年到港量较低。

图表：山鹰国际新增产能统计

项目属地	纸种/浆种	年产能（万吨）	投产时间
吉林	瓦楞纸	30	预计2023年中
吉林	箱板纸	40	预计2023年中
浙江	箱板纸	100	预计2023年初
福建	包装纸	210	-
湖北	包装纸	190	预计2024-2025年
江西	包装纸	100	预计2025-2026年
浙江	包装纸	77	-
欧洲	再生浆	32	预计2023-2024年

图表：山鹰当前产能情况



资料来源：山鹰国际公司官网，山鹰国际公司公告，废纸信息网，纸视界，民生证券研究院整理

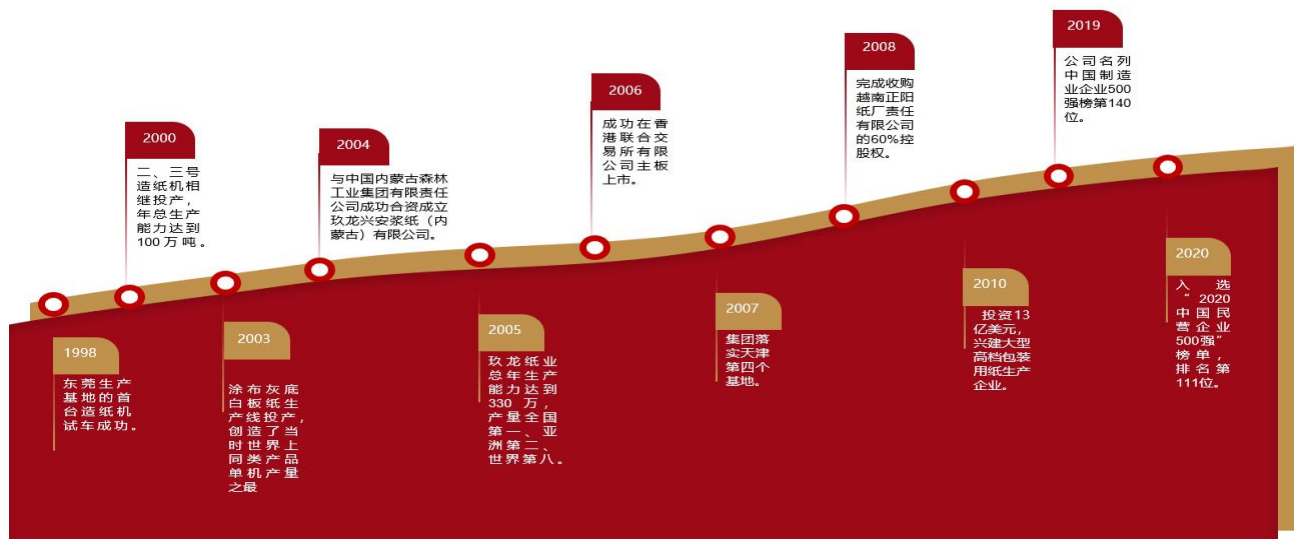
05. 玖龙纸业

05

玖龙纸业发展历程

- 玖龙纸业成立于1995年，总部位于中国广东省东莞市，2006年于香港联交所主板上市，目前为全球产能排名第一的造纸集团和林浆纸一体化的龙头企业（主要产品为各类环保包装纸、高档全木浆纸及其上下游产业链）。集团现有总设计年产能约1,800万吨，员工20,000余人。玖龙纸业目前在中国东莞、太仓、重庆、天津、乐山、泉州、沈阳、河北及湖北拥有生产基地，并于广西北海建设浆纸基地。

图表：玖龙纸业发展历程



资料来源：玖龙纸业公司公告，民生证券研究院

05

玖龙纸业主要产品

- 公司主要产品为各种包装纸板产品，包括箱板纸（牛皮纸板纸，测试箱板纸，白顶箱板和涂层双面纸板），高性能瓦楞纸，再生印刷和书写纸，特种纸，高性能瓦楞纸板，高性能瓦楞纸箱和纸浆，为客户提供一站式包装服务。细分主要产品：
- **牛卡纸**：是一种以本色木浆及废纸制造的本色卡纸。集团分别以玖龙、海龙区分不同档次产品，以适应客户不同需求；
- **环保牛卡纸**：由100%废纸制造，切合若干客户低成本及更符合环保的要求。集团分别以地龙牛卡纸、海龙再生纸、地龙再生纸、江龙再生纸区分不同档次产品，以适应客户不同需求；
- **涂布牛卡纸**：是四层的纸张，其中面层是在漂白木浆上进行涂布，兼顾牛卡纸强度高和涂布白板纸适印性好的优点，可替代传统的涂布白板纸使用；
- **白面牛卡纸**：是三层的纸张，其中面层已漂白，以迎合需要白色表面作为外观或超强印刷适性的客户。集团分别以玖龙、海龙区分不同档次产品；
- **高强瓦楞芯纸**：与标准瓦楞芯纸比较，相同基重及已作表面施胶的高强瓦楞芯纸能达至超强的强度及物理特性，能减轻包装重量、减小体积及所用材料，节省客户的运送成本；
- **涂布灰底白板纸**：一种纸板，纸板的一面有光滑的涂布面层，以致具备优越的印刷适性，一般用作需要高质印刷适性的小型彩盒包装物料；
- **双胶纸**：适用于印刷书刊、教材、杂志、笔记本、彩色图片，集团可提供50-80克/每平方米高品质双胶纸，本产品已通过FSC认证；
- **办公用纸**：适用于彩色打印及复印、彩色喷墨及数码印刷、办公用高速黑白打印及复印，经过特殊技术处理纸张表面，已通过FSC认证；
- **浆产品**：本集团为美国东部及东北部知名的本色针叶浆、NBHK及再生浆产品生产商，旗下各种浆品因其稳定性和实用性而驰名市场。

图表：玖龙纸业部分产品示意图

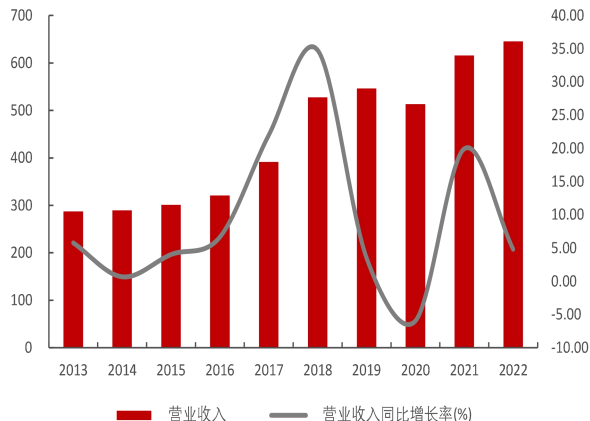


资料来源：玖龙纸业公司公告，民生证券研究院

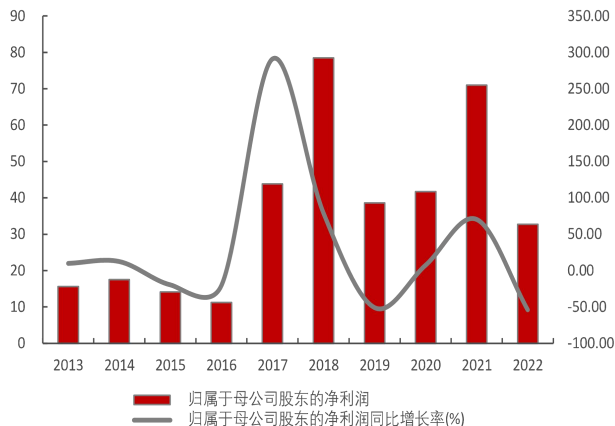
05 全球疫情导致下游需求不振，成本上升纸价下降削弱盈利能力

- 根据2022年年报披露，截至2022年6月30日，2022 年度归母净利润 为32.75亿元，同比下降53.88%。营业收入为645.38 亿元，同比上升4.81%，销售毛利率/销售净利率分别为10.83%/5.13%。2022年受疫情影响，下游需求不振，废纸价格增加，而箱板瓦楞纸价格下降导致公司毛利率有较大幅度下降，叠加全球高通胀因素，导致本年度公司盈利能力下降。

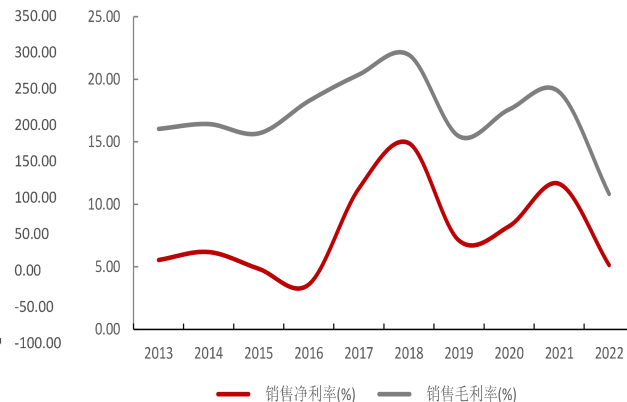
图表：玖龙纸业营业收入（亿元）及同比增速（%）



图表：玖龙纸业归母净利润（亿元）及同比增速（%）



图表：玖龙纸业销售毛利率及销售净利率（%）



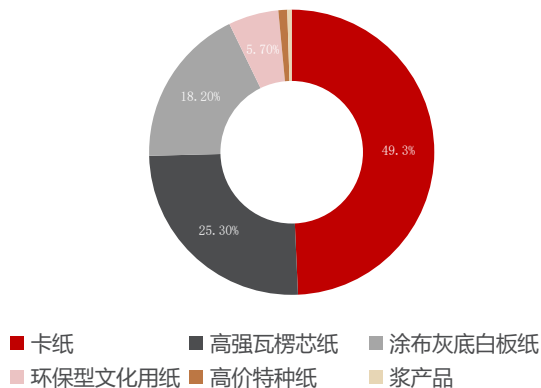
资料来源：玖龙纸业公司公告，民生证券研究院

05

箱板瓦楞纸行业龙头持续专注包装纸业务

- 2022年，公司包装纸业务收入为599.22亿元，占总收入约92.8%。其中，卡纸、高强瓦楞芯纸及涂布灰底白板纸收入分别占总收入49.3%、25.3%及18.2%。环保型文化用纸收入为36.56亿元，占总收入5.7%；高价特种纸收入为6.62亿元，占总收入1%；浆产品收入为2.98亿元，占总收入0.5%。
- 公司针对原材料、需求以及供给问题做出短期、中长期规划，持续维持行业龙头地位。

图表：2022年玖龙纸业收入占比（%）



图表：玖龙纸业经营策略

风险	分析/例子	应对策略
原料供应短缺	2021年中国全面实施“禁废令”，禁止外国废料入境，本集团主要原材料进口废纸也被禁止进口，造纸行业原材料短缺风险增加	1.短期：提高固废使用比例填补进口废纸缺口，由于采购网络强大，足以采购所需固废 2.长期：正加强建造自用再生浆、木浆和木纤维产能 3.扩大产品组合：根据固废特性，增加低端产品品牌“江龙牌”抢占低端市场，增加收入来源。此外，配合再生浆和木浆产能扩张，拓展高档牛卡纸、白卡纸等高盈利产品
原材料及燃料价格大幅波动	突发事件、地缘政治等因素可能导致价格及运输成本大幅波动，影响生产成本	1.加强原料采购网络，自建再生浆、木浆及木纤维产能，提高原料自给自足的比例，更好地控制原材料成本 2.与供应商签订合同，锁定供应量或价格，降低价格波动的影响
产品需求发生结构性改变	中国逐步实行“限塑令”，计划至2025年完全禁止生产及销售快递塑料包装、塑料购物袋及一次性发泡塑料餐具等。基于价格及轻便需求，纸制品将成为最佳替代品。如果公司未能把握这一机遇将损失部分市场份额。	1.已建造食品级白卡及纸袋纸产能 2.加强低碳环保理念，储备新品的核心技术，重点提升科技创新能力和研发能力
产能供应严重过剩	为争夺市场份额，各大纸企均加速产能，市场短期出现供给过剩，影响售价	1.作为中国产能最大的造纸集团，享有规模效应，可以以更低的成本生产更高质量的产品，有更高的市场竞争力 2.丰富的产品线，产品质量稳定，有助于锁定客户，保持较高的产品定价权

资料来源：wind，民生证券研究院

05

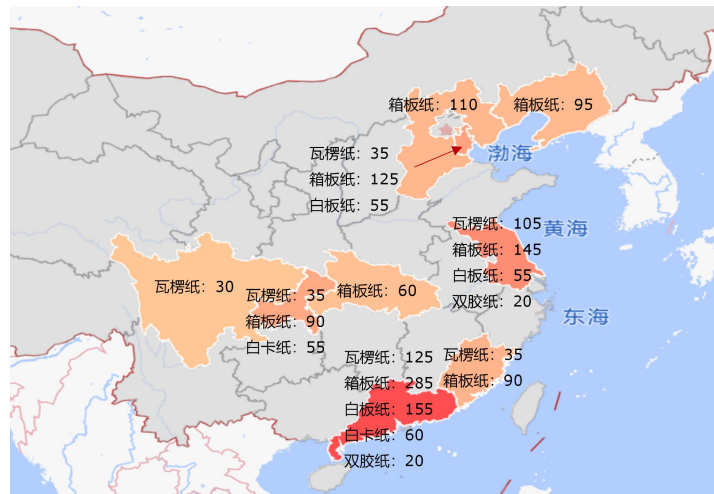
全国性产能布局，行业龙头地位进一步稳固

- 根据钢联数据，截至2023年2月9号，玖龙纸业箱板/瓦楞纸产能分别为1000/365万吨，我们预计2024年公司箱板瓦楞纸产能将达到1625万吨。
- 箱板瓦楞纸服务半径较短，公司全国性产能布局提升客户覆盖能力。**在建产能：2024年我们预计在湖北投产60万吨瓦楞纸产能；2023年我们预计在沈阳投产65万吨箱板纸产能；2024年我们预计在广西、湖北分别投产那75/60万吨箱板纸产能。

图表：玖龙纸业扩产计划

属地	纸种	产能	投产时间
湖北	瓦楞纸	60	2024
广西	箱板纸	75	2024
沈阳	箱板纸	65	2023
湖北	箱板纸	60	2024
合计		260	

图表：玖龙纸业国内产能分布



资料来源：钢联数据，民生证券研究院

06. 风险提示

06

风险提示

- **行业产能大幅增加：**企业扩产速度或高于预期，导致纸产品供给过剩，挤压行业利润。
- **原材料价格大幅波动：**废纸等原材料价格波动幅度或超预期，导致箱板瓦楞纸企生产成本增加。
- **纸价下行风险：**下游需求恢复不及预期等因素或导致纸价下降，纸企利润受挤压。

THANKS 致谢

民生轻工&中小盘研究团队：



分析师 徐皓亮

执业证号：S0100522110001

邮件：xuhaoliang@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐
		相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐
		相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性
		相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	行业评级	回避
		相对基准指数跌幅5%以上
		推荐
		相对基准指数涨幅5%以上
		中性
		相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避
		相对基准指数跌幅5%以上

免责声明:

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。