

轻工制造 | 公司研究

2024年3月28日

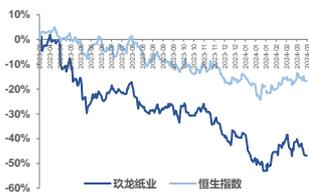
买入

首次覆盖

市场数据: 2024年3月27日

收盘价 (港币)	3.21
恒生中国企业指数	5,728.13
52周最高/最低价 (港币)	6.29/2.9
H股市值 (亿港元)	150.62
流通H股 (百万股)	4,692
汇率 (人民币/港币)	1.10

股价表现:



资料来源: Bloomberg

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
黄莎 A0230522010002
huangsha@swsresearch.com

研究支持

张海涛 A0230122080003
zhanght@swsresearch.com

联系人

张海涛
(8621)23297818x
zhanght@swsresearch.com

浆纸一体、优势重铸，造纸龙头涅槃重生

玖龙纸业 (02689:HK)

公司造纸产能居全球第一，着力打造产业链一体化布局。公司成立于1995年，并于2006年在联交所上市。目前公司在国内拥有十大生产基地，运输优势显著，并在海外如美国、越南、马来西亚布局产能，获取优质原料。截至FY2023末，公司拥有造纸产能2112万吨，纤维原料产能472万吨，为全球产能排名第一的造纸集团。伴随着产能持续扩张，公司收入稳健增长，剔除受外部环境影响的FY2023，FY2022公司实现收入645.38亿元，同比增长4.8%，FY2012-2022十年收入复合CAGR达到9.0%。

箱板瓦楞纸行业：供需弱平衡，原料构筑竞争壁垒。 1) **需求：**箱板瓦楞纸主要用于消费品外包装，部分以产品包装的形式间接出口，经济相关性高，目前处于缓慢复苏阶段；2) **供给：**进口纸供给增量有限，2024年关税减免的边际冲击趋缓；国内头部大厂积极布局海外基地及国内木浆产能，聚焦于竞争格局更优的高端箱板纸领域，前期高速产能扩张接近尾声，2024年已无新增产能规划，供给有望迎来改善；3) **库存：**纸厂库存处于历史中枢，产业链刚需备库为主；4) **供需展望：**2024年开工率测算为63.6%，同比提升0.7pct，供需格局略有改善，但仍处于历史偏低位置；目前市场情绪已充分悲观，纸价及原料价格向下空间有限。中长期维度，大厂集中度持续提升，小厂逐渐退出市场；高端纸盈利持续领先，低端纸盈利有望在行业格局优化后兑现。

公司：箱板瓦楞纸龙头，盈利处于持续改善通道。 公司为箱板瓦楞纸行业龙一（2022年销量口径市占率为23.4%），海内外基地布局完善，自建物流运输基础设施，强化客户服务能力。FY2023公司吨纸亏损超100元，但FY2024H1已扭亏至吨纸盈利29元，改善的驱动力来源于：

1) **原料产能陆续投产，重塑产业链一体化优势。** 禁废导致公司全球废纸回收网络的产业链一体化优势弱化，2022-2024年公司新增619万吨原料产能（含262万吨化学浆、130万吨化机浆及227万吨木纤维），带动公司产品结构高端化和成本优化；同时木浆产能丰富支撑公司延伸浆纸系新产品，按照公司产能规划，预计公司2025年文化纸、白卡纸产能有望达到227、240万吨，占公司造纸产能比重达到20%，高盈利纸种占比提升，助力公司提升盈利中枢、平滑单品类周期波动。

2) **资本开支趋缓，产能持续爬坡，缓解折旧及财务压力。** 2021年以来公司进入产能高速扩张期，资产负债率也从FY2020末的48.6%快速提升到FY2024H1末的64.9%。由于新增产能尚在爬坡，FY2023公司吨纸折旧提升至222元/吨，较高速扩张前的FY2013-FY2020平均值高69元/吨，但随着产能利用率提升，FY2024H1吨纸折旧已降低至160元/吨。FY2023为资本开支的最高点，后续逐渐放缓，预计FY2025公司资产负债率有望迎来改善，降低财务压力。

3) **煤炭价格回落，自备电厂能源成本优势有望体现。** 公司各生产基地均自备热电锅炉，前期受高价煤影响，能源成本优势并未体现。最新5500大卡动力煤报价835元/吨，较2022/2023年均价1270/965元/吨继续回落，自发电较外来电成本优势显著。目前燃煤发电限制趋严，小厂因规模、效率、环保等因素影响，新产能难获电厂批文，大厂自备电优势有望持续强化。

财务数据及盈利预测

人民币	FY2022	FY2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	64538	56739	59832	69404	78835
同比增长率 (%)	4.8%	-12.1%	5.4%	16.0%	13.6%
净利润 (百万元)	3275	-2383	676	1911	2791
同比增长率 (%)	-53.9%	-172.8%	128.4%	182.8%	46.1%
每股收益 (元)	0.70	-0.51	0.14	0.41	0.59
净资产收益率 (%)	10.8%	2.7%	9.3%	10.7%	11.3%
市盈率 (倍)	4.2	-5.7	20.2	7.1	4.9
市净率 (倍)	64538	56739	59832	69404	78835

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

公司为全球造纸产能第一的龙头企业，规模效应显著，向上弹性充足。Beta 端，下游需求逐渐复苏，进口纸冲击趋缓，头部纸厂新增产能放缓，行业供需有望得到改善；中长期维度，头部企业为产能投放主力，凭借原料、规模及管理优势，持续整合市场。Alpha 端，随着公司的原料产能逐渐投产，产业链一体化优势重新建立，产品结构和成本有望得到优化；前期为产能高速扩张期，后续产能爬坡摊薄制造成本，同时资本开支放缓减轻财务压力；煤价回落，自备电厂能源成本优势有望显现。我们预计 FY2024-2026 公司分别实现归母净利润 6.76/19.11/27.91 亿元，FY2024 实现扭亏为盈，FY2025-2026 分别同比增长 182.8%/46.1%，对应 FY2024-2026 的 PE 分别为 20.2/7.1/4.9X，PB 估值仅 0.31X，处于历史底部，首次覆盖给予“买入”评级！

风险提示：终端需求恢复缓慢的风险，煤价上行的风险。

投资案件

投资评级与估值

公司造纸产能超 2000 万吨，规模效应显著，向上弹性充足。Beta 端，下游需求逐渐复苏，进口纸冲击趋缓，头部纸厂新增产能放缓，行业供需有望得到改善；中长期维度，头部企业为产能投放主力，凭借原料、规模及管理优势，持续整合市场。Alpha 端，随着公司的原料产能逐渐投产，产业链一体化优势重新建立，产品结构和成本有望得到优化；前期为产能高速扩张期，后续产能爬坡摊薄制造成本，同时资本开支放缓减轻财务压力；煤价回落，自备电厂能源成本优势有望显现，公司盈利改善兼具确定性和充足弹性。

我们预计 FY2024-2026 公司分别实现归母净利润 6.76/19.11/27.91 亿元，FY2024 实现扭亏为盈，FY2025-2026 分别同比增长 182.8%/46.1%，对应 FY2024-2026 的 PE 分别为 20.2/7.1/4.9X，PB 估值仅 0.31X，首次覆盖给予“买入”评级！

关键假设点

销量：公司新增产能逐渐爬坡，带动销量稳健增长。我们假设公司 FY2024-2026 销量分别为 1922/2121/2337 万吨，分别同比增长 15.8%/10.3%/10.2%，其中卡纸及高强瓦楞芯纸 FY2024-2026 销量分别为 1562/1708/1868 万吨，分别同比增长 17.7%/9.3%/9.4%，白板纸及白卡纸 FY2024-2026 销量分别为 261/296/343 万吨，分别同比增长 1.2%/13.5%/15.6%，文化用纸 FY2024-2026 销量分别为 87/104/115 万吨，分别同比增长 40.0%/20.0%/10.0%。

吨盈利：随着原料产能陆续投产，公司产业链一体化优势重新建立，产能爬坡摊薄折旧，资本开支放缓，后续财务压力有望减轻，煤价回落助力能源成本改善。我们假设公司 FY2024-2026 毛利率分别为 9.3%/10.7%/11.3%，吨纸毛利分别为 289/350/382 元/吨，吨纸净利分别为 35/90/119 元/吨。

有别于大众的认识

市场更多关注公司的 beta 弹性，但却忽略了公司自身的经营改善。2021 年完全禁废导致公司产业链一体化优势阶段性弱化，公司积极投建原料产能的过程中，高速产能扩张导致财务和折旧压力加大，同时煤价涨至高位，自备电厂优势弱化，导致公司短期业绩承压。2023 年以来公司盈利复苏斜率高于行业，实际也是公司经营改善的信号。随着原料及造纸产能爬坡，公司高盈利产品占比逐渐提升，品类矩阵进一步丰富，公司盈利中枢和稳定性有望得到提升；FY2024 以后公司资本开支逐渐放缓，预计 FY2025 资产负债率开始出现改善。同时随着煤价高位回落，自备电厂的能源成本优势有望逐渐体现。

股价表现的催化剂

行业频发涨价函，公司原料优势得到验证。

核心假设风险

终端需求恢复缓慢的风险，煤价上行的风险。

目录

1.玖龙纸业：全球造纸龙头，产业链一体化布局	6
1.1 深耕箱板瓦楞纸行业，逐渐建立原料优势	6
1.2 股权结构稳定，管理层行业经验丰富	10
2.箱板瓦楞纸行业：供需弱平衡，原料构筑竞争壁垒	12
2.1 需求：经济相关性高，以纸代塑贡献需求增量	12
2.2 供给：进口纸冲击趋缓，原料壁垒带动供给结构优化	13
2.2.1 进口供给：关税减免冲击趋缓，长期相对稳定	14
2.2.2 国内供给：大厂产能投放趋缓，原料构筑长期优势	17
2.3 库存：产业链库存保持低位，静待需求复苏	20
2.4 供需展望：供需格局缓慢改善，大厂逐渐整合市场	20
3.公司：箱板瓦楞纸龙头，盈利处于改善通道	23
3.1 国内十大基地布局，造纸产能居全球第一	23
3.2 浆纸一体布局，推动产品结构高端化、多元化	26
3.3 资本开支趋缓，财务及折旧压力缓解	28
3.4 能源利用效率领先，煤价回落强化自备电厂优势	30
4.盈利预测及估值	33
4.1 盈利预测	33
4.2 估值	34
5.风险提示	36
6.附表	37

图表目录

图 1: 历经二十余年, 公司已布局国内十大基地	6
图 2: FY2012-2022 公司收入复合 CAGR 为 9.0%.....	7
图 3: FY2024H1 公司利润同比实现扭亏.....	7
图 4: 根据公司扩产规划, 预计 2025 年末公司造纸产能有望达到 2367 万吨.....	7
图 5: 公司收入来源主要为卡纸、瓦楞纸及白板纸	8
图 6: FY2024H1 公司销售量同比增长 16.3%.....	8
图 7: FY2024H1 公司实现扭亏为盈.....	9
图 8: 2021 年后公司原料产能快速增长	9
图 9: FY2023 公司虽然盈利压力较大, 但经营现金流表现较好	9
图 10: 公司成品库存天数从 FY2022 末高位持续回落.....	10
图 11: FY2022 以来公司积极降低存货、增加应付账款及应付票据, 从而减少营运资金占用	10
图 12: 张茵及其家族对公司拥有绝对控制权	10
图 13: 箱板瓦楞纸下游需求结构与消费相关性高	12
图 14: 箱板瓦楞纸产量稳健增长.....	12
图 15: 2023 年包装行业中纸包装占比仅 23.25%, 仍有较大提升空间.....	13
图 16: 当前箱板瓦楞纸生产路径.....	14
图 17: 2017 年禁废以来进口纸持续增长.....	15
图 18: 东南亚四国贡献一半以上进口箱瓦纸	15
图 19: 禁废后国废和外废价格走势出现分化	15
图 20: 高端箱板纸供给不足, 与低端纸价差持续扩大	16
图 21: 2019 年底以来美废价格逐渐修复.....	16
图 22: 2023 年箱板瓦楞纸进口量再度大幅增长	16
图 23: 进口纸冲击导致 2023 年箱板瓦楞纸价承压.....	16
图 24: 2023 年进口马来西亚箱板纸增量明显.....	17
图 25: 进口纸冲击与内外箱板纸价差相关性高.....	17
图 26: 国内纸厂的海外箱板瓦楞纸产能投放, 带动相应地区进口量大幅增长.....	19
图 27: 国内纸厂积极布局东南亚废纸浆产能, 导致国内从对应地区的再生浆进口量持续增长	19
图 28: 箱板瓦楞纸企业库存处于历史低位.....	20
图 29: 产业链以刚需备库为主	20

图 30: 箱板瓦楞纸价格持续处于历史底部.....	22
图 31: 当前国废均价处于 2017 年以来 7.5%分位.....	22
图 32: 玖龙、理文、山鹰、太阳四家公司市占率持续提升.....	22
图 33: 公司在国内布有十大基地.....	23
图 34: 玖龙纸业吨纸运费成本明显低于同行.....	24
图 35: 玖龙纸业人均创收处于行业领先水平.....	24
图 36: 公司 FY2023 吨纸亏损超 100 元.....	25
图 37: 公司 2023H1 毛利率弱于同行.....	25
图 38: 压制公司盈利的因素正逐渐改善.....	25
图 39: 2022 年公司在箱板瓦楞纸行业市占率达到 23.4%，排名第一.....	26
图 40: 外废配额逐渐减少，导致公司优质原料缺口逐渐扩大.....	26
图 41: 公司产品矩阵进一步完善.....	27
图 42: 禁废后浆纸系和废纸系纸种价格分化明显.....	27
图 43: 2021 年以来玖龙纸业资本开支明显领先同行.....	28
图 44: 公司将外币贷款逐渐置换为人民币.....	29
图 45: 公司资产负债率提升带来一定财务压力.....	29
图 46: FY2024H1 产能利用率明显回升.....	29
图 47: FY2024H1 吨纸折旧已逐渐恢复正常.....	29
图 48: FY2023 以后玖龙纸业资本开支节奏放缓.....	30
图 49: 2025 年及往后暂无大规模产能投放规划.....	30
图 50: 公司持续降低吨纸能耗，低于同行.....	31
图 51: 通常自备电厂具备一定能源成本优势.....	31
图 52: 2021 年下半年以来的煤炭价格持续保持高位，导致公司外售电力业务毛利率持续为负.....	32
图 53: 煤炭价格高位回落，能源成本压力得到缓解.....	32
表 1: 公司国内造纸主要产品.....	8
表 2: 公司高管层行业经验丰富.....	11
表 3: 以纸代塑相关政策持续出台.....	13
表 4: 虽然优质纤维缺口逐渐补齐，但大厂的原料壁垒已经建立.....	14
表 5: 2023 年再生箱板纸和瓦楞纸进口均价出现较大幅度下滑，预计进口纸盈利未同比改善.....	17
表 6: 2023 年行业产能主要为大厂投放.....	18

表 7: 国内纸厂积极布局东南亚基地	19
表 8: 2024 年箱板瓦楞纸行业供需有望同比小幅改善	21
表 9: 2024 年行业新增产能统计	21
表 10: 2020 年以来箱板瓦楞纸产能淘汰加速	22
表 11: 主要造纸公司历史周期 PB 变化	24
表 12: 玖龙纸业箱板瓦楞纸产能以华南为主	25
表 13: 公司国内基地原料优势逐渐建立	27
表 14: 公司积极布局海外造纸及原料产能	28
表 15: 公司 2024-2025 年资本开支规划	30
表 16: 公司积极推进节能降耗措施	31
表 17: 自备电厂管理政策趋严	32
表 18: 公司收入拆分	34
表 19: 可比公司估值水平	35
表 20: 合并利润表	37
表 21: 合并现金流量表	37
表 22: 合并资产负债表	38

1. 玖龙纸业：全球造纸龙头，产业链一体化布局

1.1 深耕箱板瓦楞纸行业，逐渐建立原料优势

玖龙纸业为全球造纸龙头，着力打造产业链一体化布局。公司成立于1995年，总部位于广东东莞，并于2006年在联交所上市。公司创始人张茵最早从事废纸回收业务，1998年东莞1号纸机投产标志着玖龙正式进入包装纸生产行业，2000年公司造纸产能破100万吨，2011年公司造纸产能破1000万吨。目前公司在国内拥有东莞、太仓、重庆、天津、乐山、泉州、沈阳、河北、湖北及广西十大生产基地，并在海外如美国、越南、马来西亚布局产能，实现全球化布局。截至2023年末，公司拥有造纸产能2112万吨，纤维原料产能472万吨，为全球产能排名第一的造纸集团。

图 1：历经二十余年，公司已布局国内十大基地



资料来源：公司官网，申万宏源研究

产能扩张拉动收入稳健增长，需求温和复苏带动利润改善。自1998年首台纸机投产以来，历经20余年时间，公司原纸产能扩张至2000万吨以上。伴随着产能的持续扩张，公司收入稳健增长，剔除受外部环境影响的FY2023，FY2022公司实现收入645.38亿元，同比增长4.8%，FY2012-2022十年收入复合CAGR达到9.0%。利润端受造纸行业周期属性影响，波动较大，历史最高盈利出现在FY2018，供给侧改革叠加禁废预期，带动箱板瓦楞纸行业景气度快速提升，公司归母净利润达到78.48亿元；FY2023受外部环境影响，出现历史首个会计年度亏损，归母净利润亏损23.83亿元。2023年8月以来，需求旺季叠加纸厂补库，带动箱板瓦楞纸价格小幅修复，FY2024H1公司实现收入306.11亿元，同比下滑1.9%，归母净利润2.92亿元，同比扭亏为盈，对应吨纸净利29元/吨，环比FY2023H2修复153元/吨。

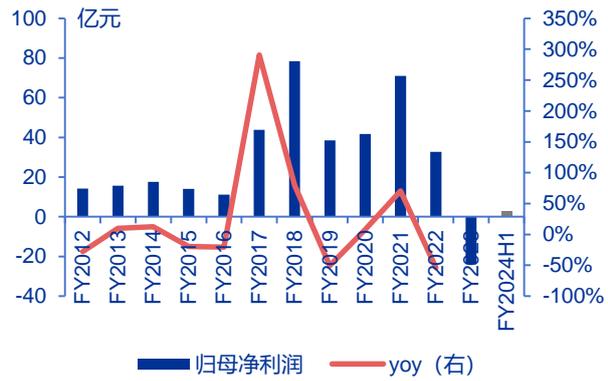
图 2: FY2012-2022 公司收入复合 CAGR 为 9.0%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

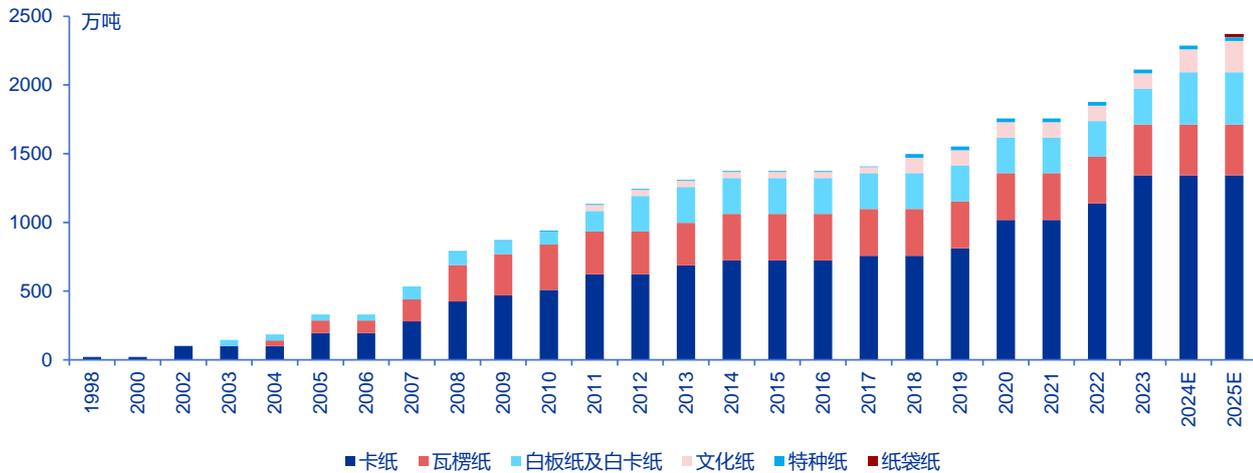
注: FY2023 对应 2022 年 7 月至 2023 年 6 月, 以此类推

图 3: FY2024H1 公司利润同比实现扭亏



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: 根据公司扩产规划, 预计 2025 年末公司造纸产能有望达到 2367 万吨



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

注: 若无特别标明 FY 财年, 则代表为自然年度, 下同

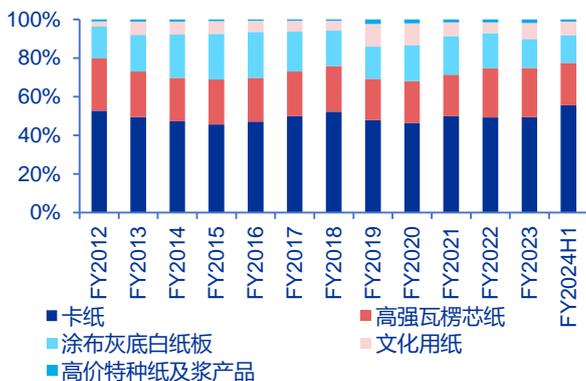
收入端: 箱板瓦楞纸及灰底白为主要收入来源, 品类结构逐渐丰富。公司主要产品为包装纸, 包括卡纸、高强瓦楞芯纸、灰底白产品, FY2024H1 分别实现收入 170.24/66.98/44.24 亿元, 分别同比变动+18.9%/-18.7%/-15.0%, 收入占比合计达到 91.9%, 此外公司延伸了文化用纸品类, FY2024H1 文化用纸实现收入 21.20 亿元, 同比下滑 24.5%, 收入占比 6.9%。FY2024H1 除卡纸外, 各品类收入有所下滑, 主要为单价影响, 销量维度仍有较大幅度增长, FY2024H1 公司实现销量约 1000 万吨, 同比增长 16.3%。**2024-2025 年公司规划造纸产能包括 115 万吨文化纸及 120 万吨白卡纸 (其中 55 万吨文化纸已于 2024 年 1 月投产), 品类结构有望进一步丰富。**

表 1：公司国内造纸主要产品

产品类别	品牌	产品介绍	
卡纸类	牛卡纸	玖龙、海龙	一种以本色木浆及废纸制造的本色卡纸
	环保牛卡纸	地龙、海龙、江龙	环保牛卡纸乃由100%废纸制造
	白面牛卡纸	玖龙、海龙	白面牛卡纸是三层的纸张，其中面层已漂白
	涂布牛卡纸	-	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
	涂布白卡纸	海龙、玖龙高松、玖龙超高松、玖龙超高	涂布白卡纸原纸的面层、底层以漂白木浆为主，中间层加有机械木浆，经单面或双面涂布后，又经过压光整饰而制成的纸
高强瓦楞芯纸	玖龙、海龙、地龙、江龙	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，公司可提供45-180克/每平方米范围的高强瓦楞纸	
涂布灰底白板纸	玖龙、海龙、地龙、江龙、江龙B牌	涂布灰底白板纸为一种纸板，纸板的一面有光滑的涂布面层，以致具备优越的印刷适性	
灰板纸类	地龙、海龙	灰板纸是由再生废纸制成的纸板，环保型包装材料，多层经复合的灰纸板用于纸盒类、文具类、家居类包装等	
文化纸类	双胶纸	海龙、地龙	双胶纸适用于印刷书刊、教材、杂志、笔记本、彩色图片，公司可提供50-80克/每平方米高品质双胶纸
	办公用纸	-	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；其中海龙牌再生纤维多功能办公用纸采用废纸制造，更符合环保的要求

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：公司收入来源主要为卡纸、瓦楞纸及白板纸



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：FY2024H1 公司销售量同比增长 16.3%

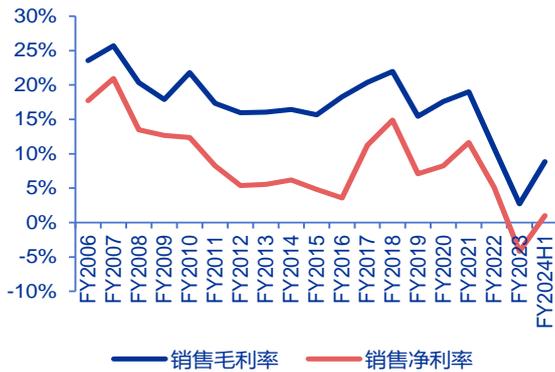


资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：部分年份高价特种纸及浆产品销量未知，因此未展示

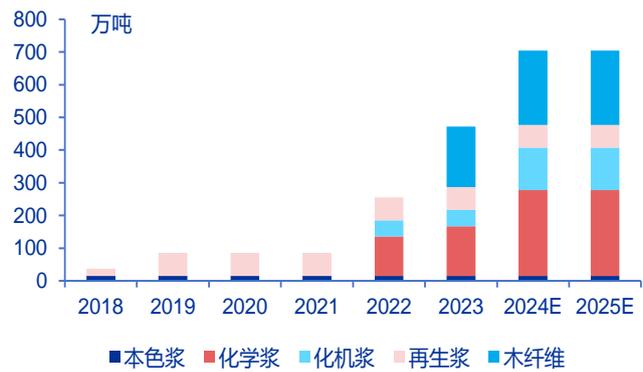
利润端：原料优势重新建立，盈利处于改善通道。公司实控人张茵家族控制的美国中南经营海外废纸回收业务，前期为公司提供优质原料资源，打造产业链一体化优势，但随着 2021 年外废完全禁止进口，公司原料端优势阶段性弱化。叠加包装纸需求低迷、进口纸关税减免以及公司产能仍需缓慢爬坡，FY2023 公司亏损达到 23.83 亿元。2023 年下半年以来行业逐渐进入旺季，以及公司自身经营管理改善，FY2024H1 已实现扭亏为盈。中长期来看，公司积极布局优质纤维产能，截至 2023 年底，公司拥有 70 万吨再生浆、185 万吨木纤维及 218 万吨木浆，合计 472 万吨，按照公司产能规划，预计 2025 年末有望提升至 70 万吨再生浆、227 万吨木纤维及 408 万吨木浆，原料产能合计达到 704 万吨。随着公司原料优势重新建立，有望推动产品结构高端化，品类多元化及盈利能力回升。

图 7: FY2024H1 公司实现扭亏为盈



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 8: 2021 年后公司原料产能快速增长

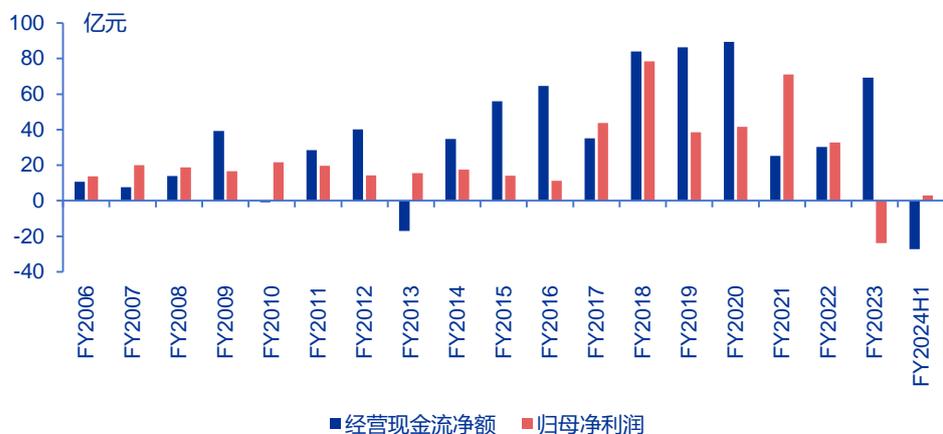


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

现金流: 营运资金管控优异, 经营现金流表现较好。虽然 FY2023 公司盈利压力较大, 但经营现金流表现仍然较好, FY2023 经营现金流净流入 69.24 亿元 (同期归母净利润亏损 23.83 亿元), 主要为营运资金的改善: **1) 存货,** 公司采取停机等措施, 积极消化厂内库存, FY2024H1 未成品库存周转天数为 23 天, 低于 FY2010-2023 的平均成品库存周转天数 25 天, FY2024H1 末公司存货为 94.11 亿元, 较 FY2022 年末高点减少 27.59 亿元; **2) 应付账款及票据:** 公司在产业链中议价权较强, 加大对上游占款, FY2024H1 公司应付账款及票据为 122.21 亿元, 较 FY2022 年末增加 55.53 亿元, 应付账款及票据周转率 (年化) 也从 FY2022 年的 5.86 次降低至 FY2024H1 的 2.80 次。

FY2024H1 公司利润实现扭亏为盈, 但经营现金流净流出 27.18 亿元, 主要是公司在 2023 年下半年调整销售政策, 导致同期应收票据增加 38.74 亿元至 52.48 亿元, 随着后续销售政策恢复正常, 有望重新兑现为现金流。

图 9: FY2023 公司虽然盈利压力较大, 但经营现金流表现较好



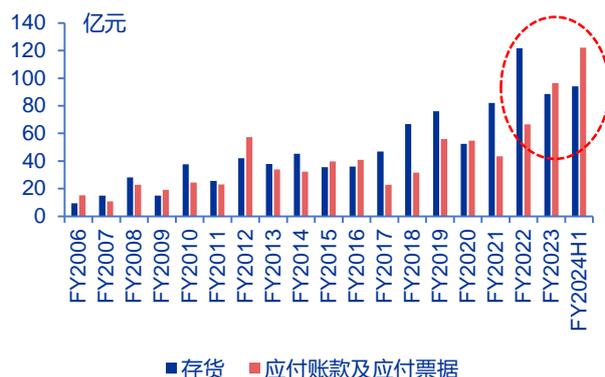
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 10: 公司成品库存天数从 FY2022 末高位持续回落



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 11: FY2022 以来公司积极降低存货、增加应付账款及应付票据, 从而减少营运资金占用



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

1.2 股权结构稳定, 管理层行业经验丰富

张茵及其家族对公司拥有绝对控制权, 深度参与公司管理。公司董事会包括张茵、刘名中、张成飞、Ken Liu、刘晋嵩、张连鹏、张云福、张连茹, 其中董事长张茵和副董事长兼行政总裁刘名中为夫妻关系, 副董事长兼副总裁 Ken Liu、副总裁刘晋嵩为两人之子, 副董事长兼行政总裁张成飞为张茵之弟, 副总裁张连鹏为张成飞之子, 副财务总监张连茹为张连鹏之妹, 张茵及其家族占据董事会主要席位, 掌舵公司未来发展。公司最大股东为 Best Result, 其直接拥有公司 63.77% 的股权。张茵及其家族通过 Zedra Jersey Trust 实现对 Best Result 的完全控制, 此外张茵夫妻及其子、其弟张成飞直接持有公司 3.66% 股权, 张茵及其家族直接或间接持有公司 67.43% 的股权, 股权结构稳定。

图 12: 张茵及其家族对公司拥有绝对控制权



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

注: 上述股权结构截至 2023 年末

管理层经验丰富，保障公司日常经营。公司创始人张茵、刘名中、张成飞经验丰富，三人均拥有 20 年以上的行业和公司运营管理经验，精准掌舵公司未来发展。此外公司高管层大多在造纸行业拥有 20-30 年的工作经历，长期任职于玖龙或其他知名纸厂，生产管理经验丰富，除总部任职领导外，多担任各生产基地总经理，进一步优化各生产单元管理。

表 2：公司高管层行业经验丰富

姓名	性别	加入公司时间	职务	工作经历
耿光林	男	2022年	生产运营部总经理	在大型造纸行业拥有逾30年的生产管理工作经验，曾任晨鸣高管，并担任轮值总裁、常务副总裁、子公司总经理等职务
张益安	男	2001年	东莞玖龙总经理	加入玖龙超过22年，曾在湖南桃源纺织印染厂工作超过6年
孟峰	男	2010年	太仓玖龙总经理	在大型造纸行业拥有逾30年的生产管理工作经验，曾任晨鸣高管，并担任子公司总经理等职务
殷宪文	男	2002年	天津玖龙总经理	拥有逾31年的造纸业管理工作经历，曾任职于山东华众纸业有限公司
孙作华	男	2011年	重庆玖龙总经理	拥有超过28年造纸管理工作经历，曾担任晨鸣子公司总经理
张珠	男	2002年	湖北玖龙总经理	加入玖龙超21年，有丰富的造纸工艺技术和生产管理经历
信刚	男	1998年	泉州玖龙总经理	拥有逾27年的造纸业内生产、技术及管理工作经历
李登正	男	2016年	沈阳玖龙总经理	拥有逾28年的造纸业管理工作经历，曾任职晨鸣
周国伟	男	1996年	河北玖龙总经理	拥有约30年的中国制浆造纸经验
叶剑	男	2003年	乐山玖龙总经理	拥有28年造纸业内生产、技术及管理工作经历，曾任职宁波中华纸业
李鑫	男	2010年	玖龙越南总经理	在玖龙工作逾13年，积累了丰富的纸业管理及营运经验
Michael LaVerdiere	男	2020年	玖龙美国执行副总裁兼营运总监	在造纸业拥有逾30年经验，曾在International Paper及Verso Corporation任职并担任多个领导职务，包括Androscoffin浆纸厂营运经理、Quinnsec浆纸厂经理、营运副总裁以及卓越及技术中心副总裁
许力	男	2007年	玖龙马来总经理	在玖龙工作逾17年，积累了丰富的纸业管理及营运经验
张连茹	女	2020年	副财务总监	毕业于哥伦比亚大学，为张成飞之女，张连鹏之妹
张笃令	男	1998年	销售总经理	曾任东莞中南纸业销售部经理，在中国造纸业的销售及市场推广方面拥有约27年经验
朱耀权	男	2008年	副总裁总监	拥有逾29年的审核、会计及财务经验，曾在某大型国际会计师事务所任职逾8年及于联交所上市公司任职逾2年
温可怡	女	2019年	投资者关系总监	曾任职四大会计师事务所之一，负责审计工作；及后于一家国际财经企业传讯顾问公司及一家香港上市公司累积丰富的投资者关系及企业传讯经验

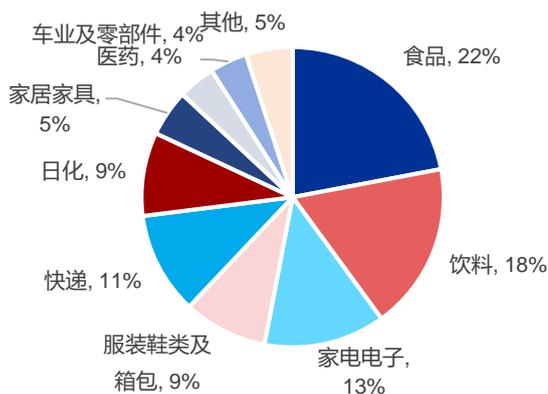
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.箱板瓦楞纸行业：供需弱平衡，原料构筑竞争壁垒

2.1 需求：经济相关性高，以纸代塑贡献需求增量

箱板瓦楞纸主要用于消费外包装，经济周期相关性高。箱板瓦楞纸主要用于产品的外包装，下游需求主要集中在消费领域，此外箱板瓦楞纸通过产品包装形式实现间接出口，因此和出口景气度同样存在一定相关性。从季节性来看，下半年由于购物节、节假日较多，通常景气度略高于上半年。受益于经济的稳健增长，2012-2022 年箱板纸/瓦楞纸产量复合增速分别为 3.1%/3.2%，为大宗纸各细分纸种中表现最好的赛道。

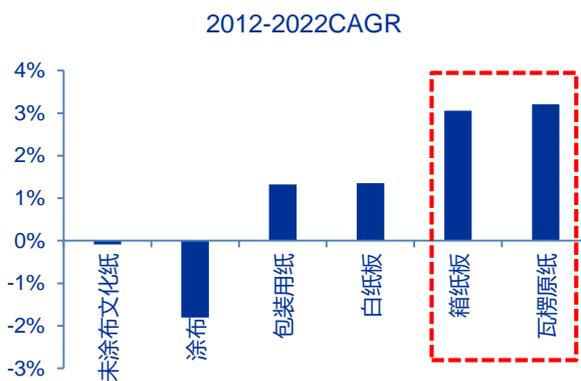
图 13：箱板瓦楞纸下游需求结构与消费相关性高



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

注：上图为箱板瓦楞纸 2023 年下游需求结构

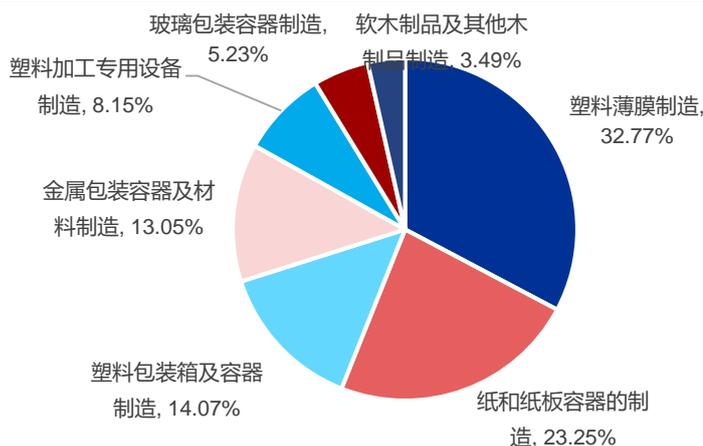
图 14：箱板瓦楞纸产量稳健增长



资料来源：中国造纸协会，申万宏源研究

以纸代塑政策持续加码，催化纸包装需求。环保趋势推动下，以纸代塑重要性不断提升，国内 2008 年首次提出限制生产销售使用塑料袋，2019 年中央全面深化改革委员会通过《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，2020 年发改委正式发文，国内“禁塑令”相关政策持续加码。2020 年 12 月 1 日起海南正式实施《海南经济特区禁止一次性不可降解塑料制品规定》，全面禁止一次性不可降解塑料袋、塑料餐饮具等一次性不可降解塑料制品，意味着国内禁塑令已经实质性落地。根据中国包装联合会公布的《2023 年全国包装行业运行概况》，2023 年包装行业中，纸和纸板容器制造企业的收入占比仅 23.25%，塑料相关收入占比超 50%，未来将逐渐被更加环保的纸包装替代，给予箱板瓦楞纸充分增长潜力。

图 15：2023 年包装行业中纸包装占比仅 23.25%，仍有较大提升空间



资料来源：中国包装联合会《2023 年全国包装行业运行概况》，申万宏源研究

注：上图为 2023 年包装行业各类型企业收入占比

表 3：以纸代塑相关政策持续出台

政策	颁布日期	颁布部门	以纸代塑相关内容
《国务院办公厅关于限制生产销售使用塑料购物袋的通知》	2008.03	国务院	禁止生产、销售、使用超薄塑料购物袋；实行塑料购物袋有偿使用制度；加强对限产限售限用塑料购物袋的监督检查；提高废塑料的回收利用水平；大力营造限产限售限用塑料购物袋的良好氛围；强化地方人民政府和国务院有关部门的责任
《工业和信息化部商务部关于加快我国包装产业转型升级发展的指导意见》	2016.12	工业和信息化部、商务部	提升包装产品品质，积极采用低成本和绿色生产技术，发展低克重、高强度、功能化纸包装制品，增强纸制品防水、防潮、抗菌、阻燃等性能，拓展纸包装的应用范围
《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	2020.01	国家发改委、生态环境部	提出到2020年底，我国将率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用，到2022年底，一次性塑料制品的消费量明显减少，替代产品得到推广，在塑料污染问题突出领域和电商、快递、外卖等新兴领域，形成一批可复制、可推广的塑料减量和绿色物流模式；2025 年，塑料制品生产、流通、消费和回收处置等环节的管理制度基本建立
《关于加快建立绿色生产和消费法规政策体系的意见》	2020.03	国家发改委、司法部	加快建立健全快递、电子商务、外卖等领域绿色包装的法律、标准、政策体系，减少过度包装和一次性用品使用，鼓励使用可降解、可循环利用的包装材料、物流器具
《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	2021.02	国务院	壮大绿色环保产业，构建绿色供应链，鼓励企业开展绿色设计、选择绿色材料、实施绿色采购、打造绿色制造工艺、推行绿色包装、开展绿色运输、做好废弃产品回收处理，实现产品全周期的绿色环保
《“十四五”塑料污染治理行动方案》	2021.09	国家发展改革委、生态环境部	提出要科学稳妥推广塑料替代产品，充分考虑竹木制品、纸制品、可降解塑料制品等全生命周期资源环境影响，完善相关产品的质量和食品安全标准

资料来源：国务院，国家各部委，申万宏源研究

2.2 供给：进口纸冲击趋缓，原料壁垒带动供给结构优化

箱板瓦楞纸原料端最大变化来源于废纸政策的调整：外废禁止进口后，优质纤维成为稀缺资源。由于美国等区域采取原生木浆作为包装纸原料，美废等主要外废质量优于国废，是高端箱板纸的主要原材料。2017 年 7 月国务院办公厅发布《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》，2017 年年底前，全面禁止进口环境危害大、群众反映强烈的固体废物，2019 年年底前，逐步停止进口国内资源可以替代的固体废物。2020 年 11 月 25 日，生态环境部、商务部、国家发展和改革委员会、海关总署发布《关于全面禁止进口固体废物有关事项的公告》称，禁止以任何方式进口固体废物，公告自 2021 年 1 月 1 日起施行。

高端箱板纸的生产，对优质纤维依赖度较高，禁废令推出以后，目前高端箱板纸的生产主要有三种路径：1) 东南亚地区的原纸厂，利用美废、欧废等及当地废纸作为原材料，生产原纸

直接出口到国内；2) 国内头部纸厂布局海外基地，生产再生浆运输到国内，再配合国废再进行生产；3) 国内头部纸厂在国内布局替代木浆产能，或者直接购买商品本色浆，配合国废进行生产。从下表的海关数据可以看到，随着进口废纸逐渐减少，国内进口再生浆、箱板纸、本色浆量持续增加。另外玖龙纸业、理文造纸、太阳纸业等企业也积极布局国内木浆产能，用于高端箱板纸生产，国内高端纸原料缺口逐渐补足。但上述原料优势主要掌握在头部大厂手中，也导致高端纸竞争格局更优。

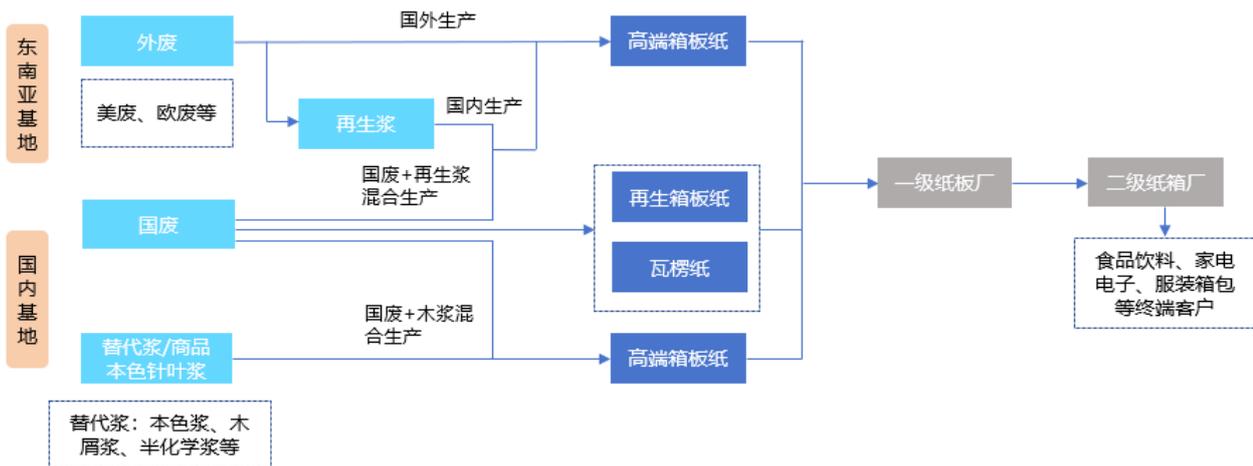
表 4：虽然优质纤维缺口逐渐补齐，但大厂的原料壁垒已经建立

	进口废纸	进口废纸制浆	进口再生浆	进口箱板纸	进口本色浆	对应箱板纸产量测算
2016	2850	2308	0	94	0	2402
2017	2572	2063	1	138	0	2204
2018	1703	1457	30	206	78	1933
2019	1093	930	91	220	84	1586
2020	613	620	168	404	98	1691
2021	54	48	244	399	106	1322
2022	57	51	288	364	149	1509
2023	58	52	448	532	121	2005

资料来源：中国造纸协会，海关总署，申万宏源研究

注：2023 年进口废纸制浆量尚未披露，为估计值；箱板纸产量计算方式=进口废纸制浆+进口箱板纸+ (进口再生浆+进口本色浆) /0.4；此处假设进口废纸全部用于箱板纸生产

图 16：当前箱板瓦楞纸生产路径



资料来源：申万宏源研究

2.2.1 进口供给：关税减免冲击趋缓，长期相对稳定

禁废令导致国内及东南亚地区废纸供需分化，进口纸大幅增加。1) 国内：过去中国通过产品出口包装的形式，对海外输出纤维，同时进口海外废纸，回收纤维，形成全球循环。随着禁废导致循环链接切断，国废需求大幅增加，导致国内纤维成本提升，同时高端箱板纸由于供给减少，与低端纸价差拉大；2) 东南亚：美废阶段性供大于求，价格走低，导致东南亚纤维成本明显下降，相较于国内具备成本优势，从而箱板瓦楞纸进口量持续增加；同时由于国内高端箱

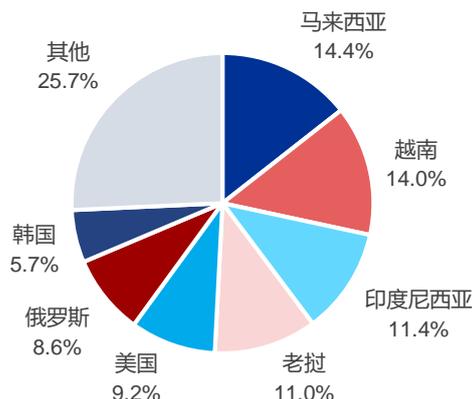
板纸供给不足，东南亚生产高端箱板纸进口到国内，既有纤维成本优势，亦有价格优势。2023年国内箱板纸/瓦楞纸进口量分别为532/359万吨，较2017年增加394/286万吨。

图 17: 2017 年禁废以来进口纸持续增长



资料来源: 海关总署, 申万宏源研究

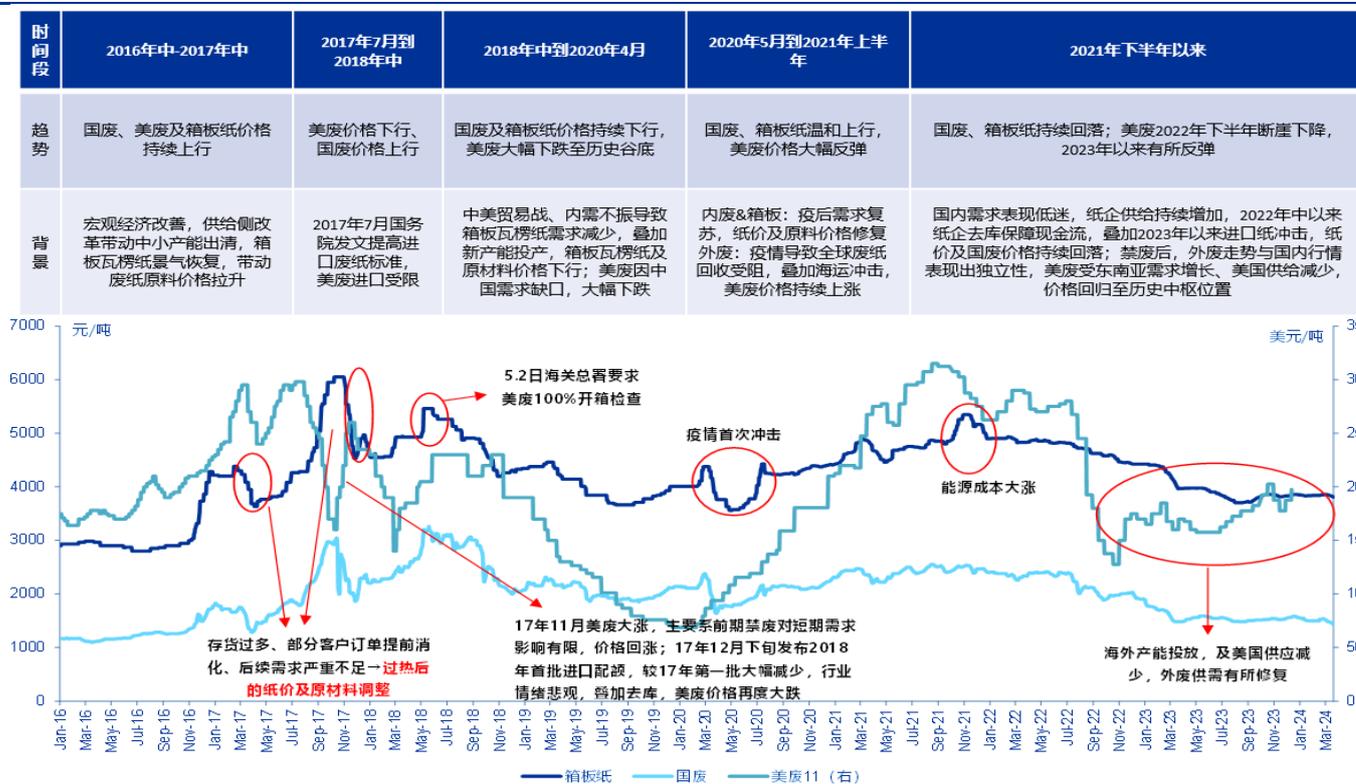
图 18: 东南亚四国贡献一半以上进口箱瓦纸



资料来源: 海关总署, 申万宏源研究

注: 上图为 2023 年国内箱板瓦楞纸进口国分布

图 19: 禁废后国废和外废价格走势出现分化



资料来源: 纸业联讯, 卓创资讯, 申万宏源研究

注: 箱板纸和瓦楞纸价格走势较为趋同, 为便于展示, 上图仅列示箱板纸价格

2020 年以后进口纸冲击趋缓，但 2023 年关税政策的变化导致进口纸再度大增，纸价明显受到冲击。

2020 年以后进口纸冲击趋缓。从进口量变化趋势来看，2020 年箱板瓦楞纸进口量达到高峰以后，受美废价格抬升影响，进口纸优势削弱，尤其瓦楞纸进口下滑明显，2022 年瓦楞纸进

口量较 2020 年减少 153 万吨(东南亚高端箱板纸除受益美废价格回落带来的纤维成本优势外, 高端纸与低端纸价差拉大, 进一步增厚盈利; 而瓦楞纸仅受益美废回落的纤维成本优势)。

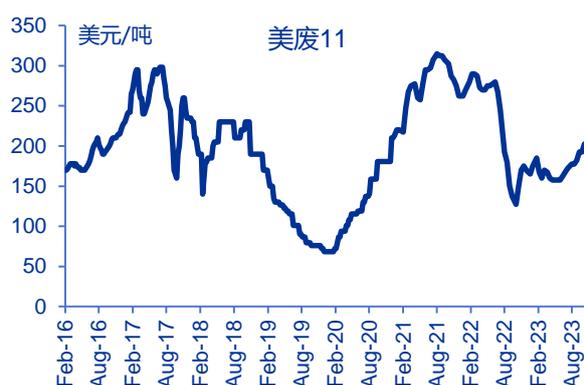
2023 年进口纸再次对行业产生较大冲击, 主要是关税政策减免的影响。根据国务院关税税则委员会最新公告, 2023 年 1 月 1 日起, 我国将对 1020 项商品实施低于最惠国税率的进口暂定税率, 其中再生箱板纸以及瓦楞原纸将实施零关税(前期关税为 5-6%)。受进口关税减免政策影响, 2023 年以来箱板瓦楞纸进口量大幅增加, 2023 年箱板瓦楞纸合计进口量 891.64 万吨, 同比增长 48.0%。进口纸对国内供给造成较大冲击, 叠加箱板瓦楞纸需求仍较为低迷, 2023 年箱板瓦楞纸价格延续下跌趋势。根据卓创资讯, 2023 年 8 月箱板纸/瓦楞纸价格一度跌至 3701/2703 元/吨, 处于 2017 年以来的 5.7%/2.0%分位。

图 20: 高端箱板纸供给不足, 与低端纸价差持续扩大



资料来源: 纸业联讯, 申万宏源研究

图 21: 2019 年底以来美废价格逐渐修复



资料来源: 纸业联讯, 申万宏源研究

图 22: 2023 年箱板瓦楞纸进口量再度大幅增长



资料来源: 海关总署, 申万宏源研究

图 23: 进口纸冲击导致 2023 年箱板瓦楞纸价承压



资料来源: 卓创资讯, 申万宏源研究

我们认为后续进口纸冲击有限, 主要源于: 1) 2023 年进口纸价格同样出现大幅下跌, 甚至超过关税减免幅度及美废回落幅度, 预计 2023 年进口纸盈利并未改善; 2) 进口纸时效性差、运距敏感, 且东南亚地区新增供给有限, 国内纸厂的海外基地已基本落地, 进口冲击有望趋缓。

国内纸价低位, 进口纸盈利预计未出现明显改善, 预计对后续进口纸情绪造成一定抑制。箱板瓦楞纸单值低、运距敏感、时效要求高, 年初零关税政策让进口纸导致存在短期套利空间, 但随着国内原纸价格的大幅回调, 进口纸优势逐渐丧失。从再生箱板纸和瓦楞纸的主要税则号

来看，2023 年进口纸价格并未受到关税减免的利好实现提价，反而因国内纸价的持续下跌，导致进口纸价格也出现较大跌幅，三个主要税则号 48051900/48052400/48052500 对应的 2023 年进口均价分别同比下滑 119/136/133 美元/吨，大于同期美废 11 下滑幅度（58 美元/吨），预计进口纸盈利并未出现明显改善，对后续进口纸的情绪造成一定抑制。

海外供给压力充分释放，2024 年进口纸预计增量有限：1) 箱板纸：目前国内箱板瓦楞纸进口主要来源于老挝、越南、印尼、马来西亚等东南亚国家。2023 年箱板纸进口量创历史新高，除零关税政策导致的短期套利外，也和国内纸企的东南亚新增产能投放有关，例如箱板纸 2023 年新增进口量最多的国家为马来西亚（增量达 61.2 万吨，达到整体增量的 35.4%），主要和玖龙纸业 2023Q1 60 万吨牛卡纸及理文造纸 2023 年 4 月 35 万吨箱板纸产能投放有关。**目前国内主要纸厂在东南亚造纸产能基本落地，2024-2025 年无新增产能，预计后续进口纸冲击将逐渐趋缓。2) 瓦楞纸：**2023 年瓦楞纸进口量 359 万吨，同比增长 47.8%，但仍未达到 2020 年的高点 396 万吨，代表东南亚供给增量有限，需要优先满足当地自身的需求增长。

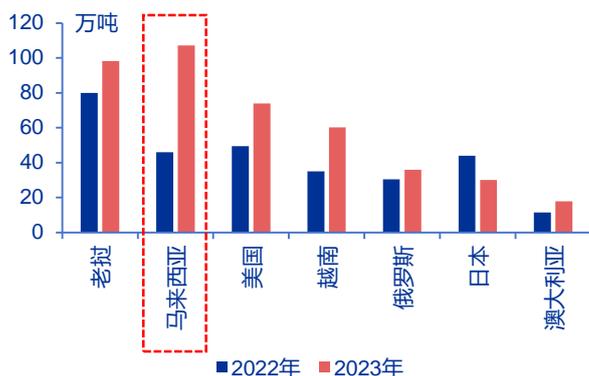
表 5：2023 年再生箱板纸和瓦楞纸进口均价出现较大幅度下滑，预计进口纸盈利未同比改善

纸种	税则号	关税		进口量 (万吨)			进口均价 (美元/吨)		
		2022	2023	2022	2023	2023yoy	2022	2023	2023yoy
瓦楞纸	48051900	5%	0%	235	352	49.9%	494	375	-24.0%
再生箱板纸	48052400	6%	0%	110	178	61.8%	533	397	-25.5%
	48052500	6%	0%	131	217	66.3%	575	442	-23.1%

资料来源：海关总署，申万宏源研究

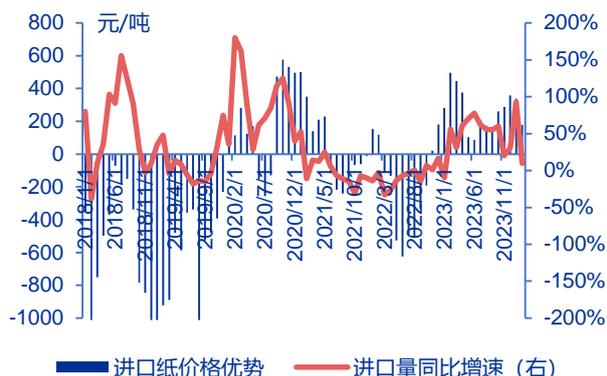
注：上图为再生箱板纸和瓦楞纸的 3 个主要税则号

图 24：2023 年进口马来西亚箱板纸增量明显



资料来源：海关总署，申万宏源研究

图 25：进口纸冲击与内外箱板纸价差相关性高



资料来源：卓创资讯，海关总署，申万宏源研究

注：价格优势=卓创箱板纸价格-进口箱板纸均价*汇率*(1+关税)；

考虑运输周期，假设进口纸价格滞后国内价格 2 个月

2.2.2 国内供给：大厂产能投放趋缓，原料构筑长期优势

当前国内供给呈现两大趋势：1) 头部纸厂产能投放放缓，供需压力边际缓解；2) 大厂积极投建国内木浆及海外再生浆产能，聚焦竞争格局更优的高端箱板纸领域。

从产能增量来看：头部纸厂新增产能放缓，行业供给压力有望得到缓解。前期大厂为新增产能主力，大厂规划产能的投产确定性高。根据隆众资讯统计，2023 年国内箱板瓦楞纸行业新增产能 715 万吨（含玖龙、理文马来基地），其中头部四家投放产能合计达到 470 万吨，其余中小厂 2023 年投产 245 万吨（其中 183 万吨为相对低端的瓦楞纸）。随着玖龙纸业将预计 2024Q4 投产的湖北 120 万吨箱板瓦楞纸调整为 60 万吨文化纸，以及山鹰吉林 30 万吨于 2024 年 1 月投产，后续**玖龙纸业、理文造纸、山鹰国际、太阳纸业**四家企业在 2024 年均无新增产能规划。随着大厂主动放缓资本开支节奏，行业供给压力有望得到改善。

表 6：2023 年行业产能主要为大厂投放

公司名	纸种	产能 (万吨)	地址	投产时间
玖龙纸业	牛卡纸	60	马来西亚	2023Q1
	高档牛卡纸	65	辽宁	2023Q1
	瓦楞纸	30	马来西亚	2023Q3
	高档牛卡纸	80	广西	2023Q4
理文造纸	箱板纸	35	马来西亚	2023年4月
山鹰国际	箱板纸	50	浙江	2023年2月
	精制多功能纸	50	浙江	2023年10月
太阳纸业	箱板纸	100	南宁	2023Q3
湖北金凤凰	瓦楞纸	30	湖北	2023年2月
山东合创环保	瓦楞纸	20	山东	2023年4月
浙江金励	瓦楞纸	25	浙江	2023年7月
吉林恒源纸业	瓦楞纸	10	吉林	2023年7月
华侨凤凰	瓦楞纸	13	四川	2023年8月
	箱板纸	27	四川	2023年8月
泰鼎纸业	瓦楞纸	15	山东	2023年8月
强伟纸业	瓦楞纸	25	山西	2023年9月
	瓦楞纸	25	山西	2023年9月
宣城万里纸业	瓦楞纸	20	安徽	2023年10月
荣成纸业	箱板纸	35	湖北	2023年10月

资料来源：各公司公告，隆众资讯，申万宏源研究

从产能结构来看：箱板瓦楞纸大厂积极布局海外基地或国内原料产能，推动产品结构高端化。禁废以后，国内中小箱板瓦楞纸厂逐渐转向国废使用，或通过采购废纸浆、本色浆方式获取优质纤维资源，但由于海外废纸浆供应有限，本色浆价格昂贵，该类原材料获取量有限。对于国内大厂而言，优质原料的获取主要有三种方式：①**国内建设木浆产能，用于箱板纸生产的原料**；②**海外建设箱板瓦楞纸产能**；③**海外建设废纸浆产能，运回国内作为箱板纸生产的原料。**

1) 浆纸一体增加资本开支，构筑进入壁垒。小厂无海外再生浆产能布局，若想生产高端箱板纸，只能添加原生木浆。如果采取自建浆线的形式，将增加小厂的资本开支。且小厂以小纸机为主，木浆需求量小，前期缺乏制浆成熟工艺积累，建设浆线不具备经济性。若外采木浆，商品本色浆以松木为主，成本较高（自产可使用杂木），且相较于自建浆线，额外增加烘干、搬运成本，不具备成本优势。

2) 海外基地建设壁垒较高，主要为大厂布局。海外基地的建设，具备资金壁垒、时间壁垒，需克服文化冲突，国内玖龙、理文、山鹰、太阳等企业逐渐布局海外基地，通过建设废纸浆线或箱板瓦楞纸产线，获取海外优质纤维。从海关数据来看，中国从老挝、马来西亚及越南三个国家进口箱板瓦楞纸体量从 2017 年的 17.41 万吨提升至 2023 年的 351.36 万吨，主要对应太

阳、玖龙、理文的海外基地；此外，国内再生浆进口量也有较大幅度增加，统计国内纸厂布局的印尼、老挝、泰国、马来西亚四个国家，国内从四个国家的再生浆进口量从 2017 年的 0.04 万吨增加至 2023 年的 386.24 万吨。

随着美废价格修复，海外基地盈利优势有所削弱，但国内大厂在高端纸领域地位进一步稳固。禁废初期国内无法进口外废，导致国废价格中枢抬升，外废价格回落；随着国内纸厂东南亚产能陆续投产，外废需求有所修复，叠加美国供给减少，国废、外废供需实现再平衡，两者价差逐渐恢复正常，再生浆及海外原纸产能盈利优势削弱；但海外产能基本为大厂投放，优质原料壁垒逐渐建立，高端纸领域地位进一步稳固。

图 26: 国内纸厂的海外箱板瓦楞纸产能投放, 带动相应地区进口量大幅增长



资料来源: 卓创资讯, 海关总署, 申万宏源研究

注: 上图为中国从上述国家进口箱板瓦楞纸量

图 27: 国内纸厂积极布局东南亚废纸浆产能, 导致国内从对应地区的再生浆进口量持续增长



资料来源: 卓创资讯, 海关总署, 申万宏源研究

注: 上图为中国从上述国家进口废纸浆量

表 7: 国内纸厂积极布局东南亚基地

企业名称	产品品类	年产能 (万吨)	投产时间	所在地
玖龙纸业	箱板纸	45	2017年8月	越南
	木纤维	10	2023Q3	越南
	废纸浆	48	2019年9月	马来西亚
	牛卡纸	60	2023Q1	马来西亚
	瓦楞纸	30	2023Q3	马来西亚
	木纤维	21	2024Q1	马来西亚
理文造纸	箱板纸	55	2017年3月	越南
	废纸浆	24	2020年	印度尼西亚
	废纸浆	40	2020年4月	马来西亚
	包装纸	35	2020年11月	马来西亚
	包装纸	35	2021年3月	马来西亚
	包装纸	35	2022年8月	马来西亚
山鹰国际	废纸浆	40	2020年7月	泰国
	废纸浆	30	2020年9月	泰国
	废纸浆	40	2021年5月	泰国
太阳纸业	废纸浆	40	2019年6月	老挝
	箱板纸	40	2020年12月	老挝
	箱板纸	40	2021年1月	老挝
景兴纸业	废纸浆	80	2023年5月	马来西亚
	箱板瓦楞纸	60	2026年	马来西亚

资料来源: 各公司公告, 卓创资讯, 申万宏源研究

2.3 库存：产业链库存保持低位，静待需求复苏

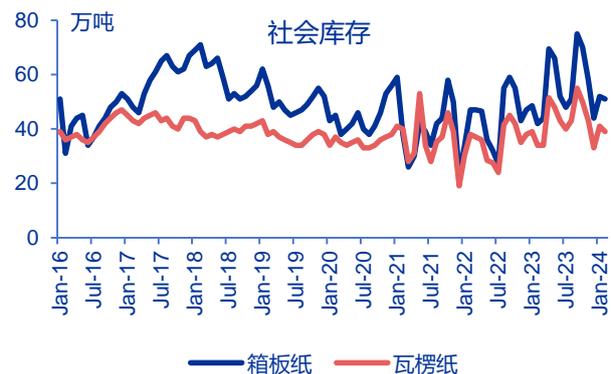
产业链库存保持低位，下游刚需备库为主。由于 2023 年行业景气度较低，纸价持续下行，纸企间歇性停机限产，降低库存损失，保障现金流，产业链普遍具有“买涨不买跌”心态，保持刚需备库，行业整体库存低位运行。根据隆众资讯，2024 年 2 月末箱板纸/瓦楞纸企业库存分别为 146.59/67.28 万吨，处于 2016 年以来的 51.7%/48.4%分位，因春节因素库存环比略有增长，但仍相对健康。同期箱板纸/瓦楞纸社会库存分别为 51/39 万吨，处于 2016 年以来的 53.8%/55.6%，刚需备库为主。考虑到库存的放大器作用，若后续供需改善推动纸价上涨，纸厂及产业链补库有望放大需求。

图 28：箱板瓦楞纸企业库存处于历史低位



资料来源：隆众资讯，申万宏源研究

图 29：产业链以刚需备库为主



资料来源：隆众资讯，申万宏源研究

2.4 供需展望：供需格局缓慢改善，大厂逐渐整合市场

供需展望：2024 年开工率预计环比小幅改善。大厂产能基本在 2023 年落地，2024 年仅 1 月山鹰国际投产 30 万吨，2024 年供给压力得到缓解。另外 2023 年在预期转弱背景下，纸厂大幅去库，实际进一步加剧供给压力，2024 年纸厂库存保持低位运行，无去库压力。考虑箱板瓦楞纸与经济周期的高度正相关性，结合 2024 年政府工作报告提出的 GDP 目标同比增长 5%左右，我们假设 2024 年箱板瓦楞纸消费量增速 5%；另外考虑到进口纸冲击趋缓，假设 2024 年箱板瓦楞纸进出口量同比持平 2023 年。产能方面，考虑小厂产能投放的不确定性，2024 年尚未投产产能中，假设除上市公司五洲特纸外，其余公司落地一半产能。由此可得 2024 年箱板瓦楞纸开工率为 63.6%，同比提升 0.7pct，供需格局略有改善，但仍处于历史偏低位置。

表 8：2024 年箱板瓦楞纸行业供需有望同比小幅改善

项目	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
有效产能 (万吨)	6538	6923	7215	7317	7496	7890	8275
产量 (万吨)	4480	4619	4846	4956	4779	4968	5260
产量增速		3%	5%	2%	-3.6%	3.9%	5.9%
开工率	68.5%	66.7%	67.2%	67.7%	63.8%	63.0%	63.6%
进口量 (万吨)	322.9	377.4	803.2	696.6	602.4	891.6	891.6
出口量 (万吨)	12.5	11.9	12.2	12.9	14.2	14.4	14.4
消费量 (万吨)	4790.5	4984.5	5636.9	5640.0	5367.5	5845.4	6137.7
消费量增速		4.1%	13.1%	0.1%	-4.8%	8.9%	5.0%

资料来源：各公司公告，卓创资讯，申万宏源研究

注：有效产能为（卓创年初+年尾产能）/2；考虑小厂产能投放的不确定性，2024 年尚未投产产能中，假设除五洲特纸外，其余公司落地一半

表 9：2024 年行业新增产能统计

公司名	纸种	产能 (万吨)	地址	投产时间
山鹰国际	瓦楞纸	30	吉林	2024年1月
仁丰特种材料	瓦楞纸	30	山东	2024年1月
五洲特纸	箱板纸	30	湖北	2024年
	瓦楞纸	30	湖北	2024年
河南龙源纸业	箱板纸	30	河南	2024年
雅都再生	箱板纸	30	河南	2024年
鑫光新材料	箱板纸	25	安徽	2024年
	瓦楞纸	25	安徽	2024年
昆明红星荣和	箱板纸	30	云南	2024年
鹏昇纸业	箱板纸	35	贵州	2024年
	瓦楞纸	25	贵州	2024年
新乡亨利纸业	瓦楞纸	30	河南	2024年
武功东方纸业	箱板纸	40	陕西	2024年
惠宁纸业	箱板纸	10	陕西	2024年
红旗包装	箱板/瓦楞纸	35	甘肃	2024年
	箱板纸	40	山东	2024年
贵州盛世荣创再生	箱板纸	30	贵州	2024年
	箱板纸	20	云南	2024年

资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

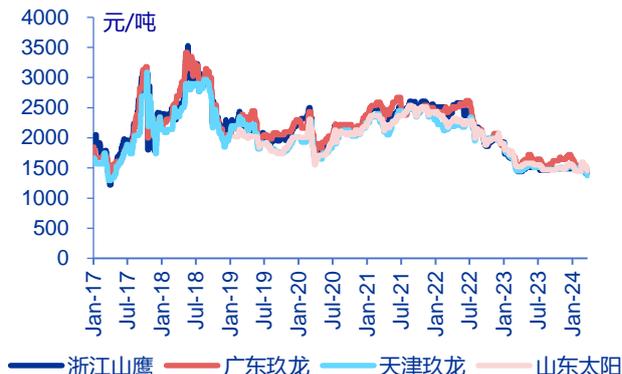
市场情绪已足够悲观，纸价及原料价格均位于历史底部，继续向下空间有限。前期受终端需求走弱、进口纸关税冲击、纸厂去库回收现金等因素影响，纸价持续下跌，根据卓创资讯，2023 年 8 月箱板纸/瓦楞纸一度跌至 3701/2703 元/股，为 2017 年禁废以来的历史 5.7%/2.0% 分位。2023 年 8 月以来，受行业逐渐进入需求旺季、下游包装厂补库驱动，纸价有所反弹。截至 2024 年 3 月 22 日，箱板纸/瓦楞纸均价分别为 3805/2798 元/股，仍处于 2017 年以来的 9.8%/5.5% 底部分位。为传导纸价压力，纸厂压降上游废纸采购价格，截至 2024 年 3 月 22 日，四基地国废采购平均价格为 1435 元/吨，处于 2017 年以来的 7.5% 分位，原料价格触底，为成品纸价提供支撑，继续向下空间有限。

图 30：箱板瓦楞纸价格持续处于历史底部



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

图 31：当前国废均价处于 2017 年以来 7.5%分位



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

竞争格局优化：大厂集中度持续提升，小厂逐渐退出市场；高端纸盈利持续领先，低端纸盈利有望在行业格局优化后兑现。 高端箱板纸市场主要由大厂主导，原料构筑壁垒，盈利明显领先于低端；小厂竞争集中于低端的再生箱板纸和瓦楞纸，盈利弱于高端箱板纸，大厂由于管理、能源成本、规模等优势，低端纸盈利仍然领先。长期低端纸市场小厂生存压力较大，逐渐出清，带动行业格局优化。根据卓创资讯统计，2016-2023 年箱板瓦楞纸产能合计淘汰 1148 万吨，2020 年完全禁废后，淘汰进一步加速。另外根据测算，2022 年玖龙纸业、理文造纸、山鹰国际、太阳纸业四家企业销量市占率 49.6%，较 2017 年提升 11.9pct，大厂持续整合市场。随着行业集中度的提升，低端纸盈利中枢也有望逐步上移，大厂在低端纸领域的盈利逐渐兑现。

表 10：2020 年以来箱板瓦楞纸产能淘汰加速

淘汰产能 (万吨)	箱板纸	瓦楞纸	合计
2016	30	30	60
2017	43	0	43
2018	55	40	95
2019	47	50	97
2020	105	144	249
2021	143	170	313
2022	30	60	90
2023	118	83	201

资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

图 32：玖龙、理文、山鹰、太阳四家公司市占率持续提升



资料来源：各公司公告，卓创资讯，申万宏源研究

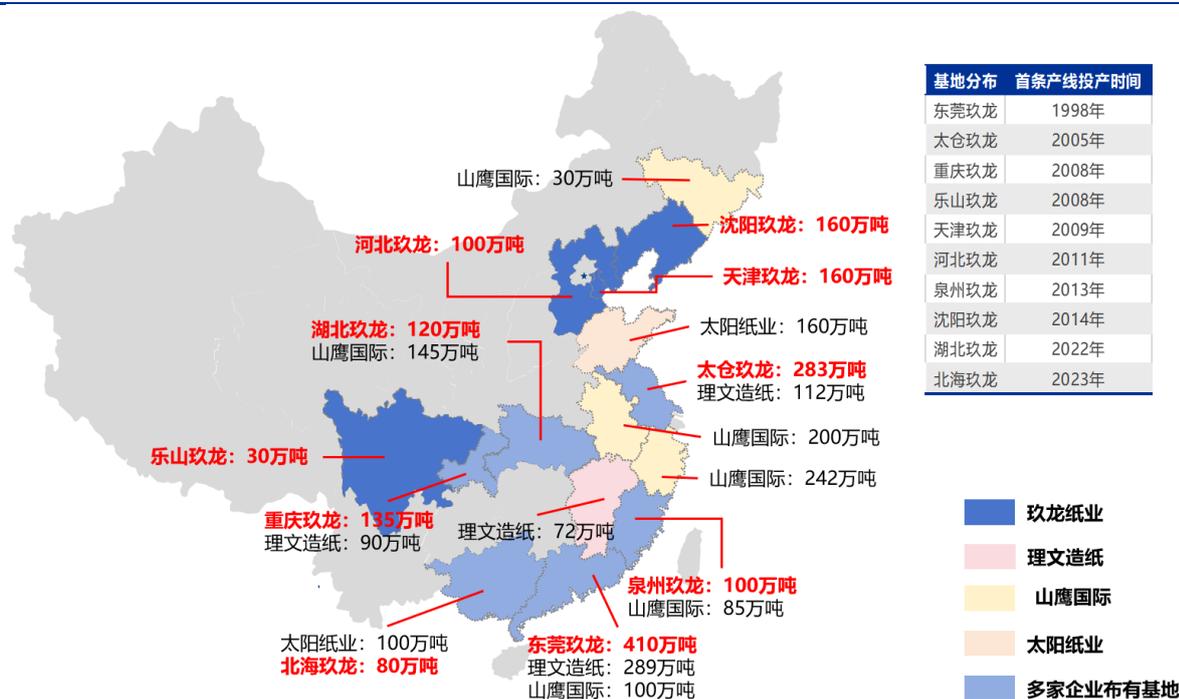
注：太阳纸业 2022 年销量未披露，假设和 2021 年一致

3.公司：箱板瓦楞纸龙头，盈利处于改善通道

3.1 国内十大基地布局，造纸产能居全球第一

国内十大基地布局，奠定全国化扩张基础，彰显龙头本色。箱板瓦楞纸由于客户需求差异大、单值较低，运输半径存在限制，纸企以就近销售为主，因此全国性企业采取多基地布局的方式进行扩张。玖龙纸业在国内拥有十大生产基地，而同行最多仅六个基地，多基地布局使得公司有效降低运输费用。同时公司建有自有卡车车队，负责原料和产品物流运输，东莞、重庆和太仓基地均建有自有码头，东莞基地离公用的南沙港码头仅 200 米，交通运输便利。根据测算，2019 年公司吨纸平均运输成本仅 54 元，远低于太阳纸业/山鹰国际/景兴纸业的 138/160/72 元/吨。虽然公司全国基地较多，但凭借精益管理，人均创收仍处于行业较高水平，FY2021-2023 人均创收 298 万元，而理文造纸、山鹰国际、太阳纸业、景兴纸业另外四家企业 2020-2022 年平均人均创收仅 244 万元。

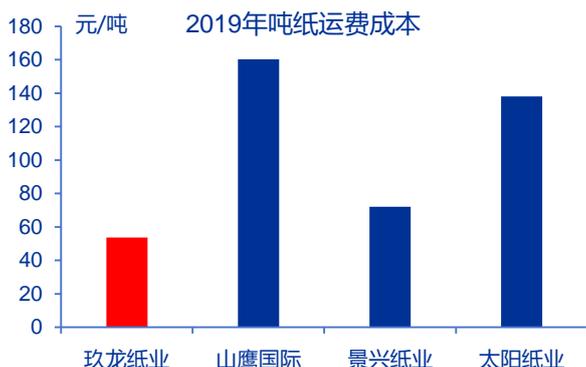
图 33：公司在国内布有十大基地



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

注：为便于同行比较，上述产能仅统计箱板瓦楞纸

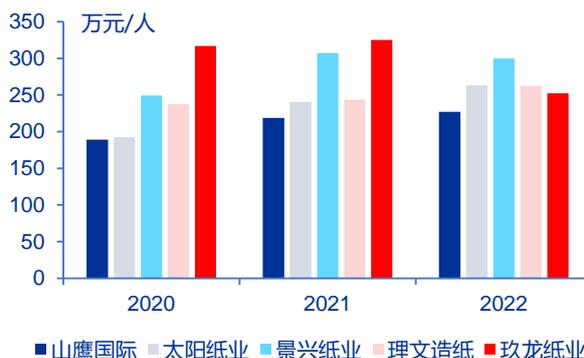
图 34: 玖龙纸业吨纸运费成本明显低于同行



资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

注: 太阳为箱板瓦楞纸, 其余公司为整体吨纸运费成本

图 35: 玖龙纸业人均创收处于行业领先水平



资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

注: 上图 2022 年对应玖龙纸业 FY2023

复盘公司历史 PB 变化, 呈现典型周期股特征, 2021 年全面禁废后导致股价承压。从上市以来的历轮周期表现看: **1) 公司的股价呈现更大的弹性:** 由于港股交易特征问题, 玖龙、理文两家港股公司的 PB 通常低于 A 股上市公司, 但在行业景气度高点时, 流动性提升将带动估值修复; **2) 弹性有所减弱, 主要是周期驱动因素发生变化:** 2008 年底-2010 年初的造纸行情主要是需求驱动, 箱板瓦楞纸与经济周期的相关性更高, 弹性更大; 2016-2018 年初的周期开始受供给侧改革+禁废令驱动, 拥有更多外废配额的龙头更加受益, 玖龙仍然是弹性最大的标的; 2019 年底-2021H1 在全球流动性宽松的背景下, APP 收购博汇带来行业协同性提升, 浆纸系标的弹性更大, 废纸企业受禁废影响, 弹性有限; **3) 2021H2 进入下行周期以后, 盈利能力和 PB 持续回落, 股价表现低迷。**

表 11: 主要造纸公司历史周期 PB 变化

阶段	PB	太阳纸业	博汇纸业	玖龙纸业 (港股)	理文造纸 (港股)	山鹰国际
2008年底-2010年初	低点	1.08	0.80	0.21	0.23	0.78
	高点	4.57	2.34	3.94	3.46	2.98
	弹性	324.2%	190.8%	1799.6%	1410.2%	284.4%
2016-2018年初	低点	1.47	1.03	0.60	1.03	1.70
	高点	3.61	2.17	2.31	2.53	2.81
	弹性	145.7%	109.2%	284.1%	146.5%	65.6%
2019年底-2021H1	低点	1.25	0.80	0.63	0.74	0.93
	高点	3.61	4.49	1.50	1.61	1.27
	弹性	189.8%	458.5%	137.0%	118.8%	35.5%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

公司 FY2023 归母净利润-23.83 亿元, 对应单吨净利润亏损 144 元, 其中 2022H2/2023H1 单吨亏损分别为 161/124 元, 除行业因素外 (新增产能较多、需求恢复缓慢、2023 年初进口纸零关税冲击及纸厂去库), 公司自身也在调整期, 导致阶段性盈利能力表现偏弱: **1) 完全禁废后的原料优势阶段性弱化;** **2) 原纸及原料产能快速扩张, 但由于行业需求较差, 导致单吨折旧成本及财务费用增加较快;** **3) 煤炭价格高位, 自备电厂优势并未完全体现;** **4) 箱板瓦楞纸运距敏感, 区域竞争格局分化, 公司产能以南方区域为主, 受到进口纸冲击及出口放缓的影响较大。**

表 12: 玖龙纸业箱板瓦楞纸产能以华南为主

国内分区域产能 (万吨)	玖龙纸业		理文造纸		山鹰国际		太阳纸业	
	产能	占比	产能	占比	产能	占比	产能	占比
华南	590	37.4%	289	51.3%	185	23.1%	100	38.5%
华东	283	17.9%	112	19.9%	442	55.1%	160	61.5%
华中	120	7.6%	72	12.8%	145	18.1%	-	-
华北	260	16.5%	-	-	-	-	-	-
西南	165	10.5%	90	16.0%	-	-	-	-
东北	160	10.1%	-	-	30	3.7%	-	-
合计	1578	100.0%	563	100.0%	802	100.0%	260	100.0%

资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

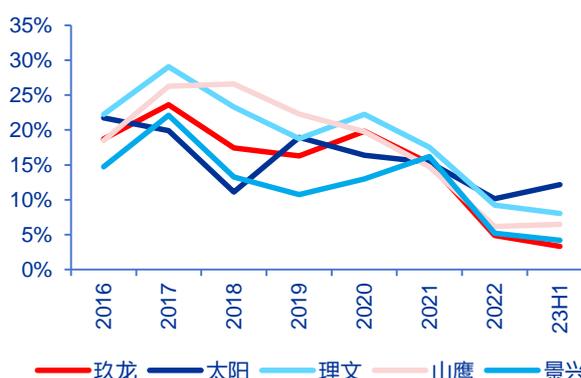
图 36: 公司 FY2023 吨纸亏损超 100 元



■ 玖龙纸业吨净利

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 37: 公司 2023H1 毛利率弱于同行



— 玖龙 — 太阳 — 理文 — 山鹰 — 景兴

资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

注: 上图为各公司箱板瓦楞纸毛利率 (玖龙、理文为港股, 因此选择两家公司的整体毛利率作为对比)

FY2024H1 公司吨纸盈利 29 元/吨, 环比 FY2023H2 修复 153 元/吨, 盈利改善的斜率高于行业, 正是上述压制因素正在逐渐缓解: 1) 公司积极投产原料产能, 打造浆纸一体化优势, 并布局文化纸等高盈利产品; 2) 资本开支节奏逐渐放缓, 产能利用率快速爬坡; 3) 煤炭价格回落, 自备电厂成本优势重新体现。

图 38: 压制公司盈利的因素正逐渐改善

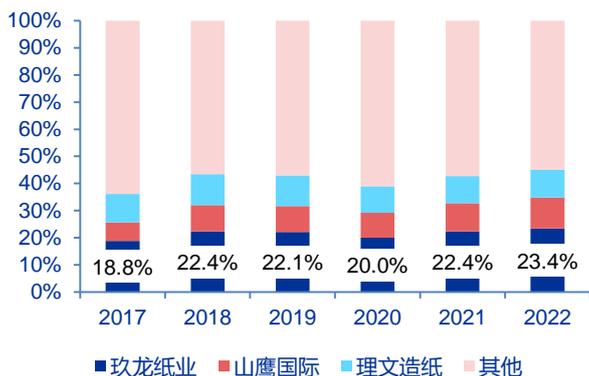


资料来源: 申万宏源研究

3.2 浆纸一体布局，推动产品结构高端化、多元化

公司作为国内产量第一的箱板瓦楞纸龙头，在过去的几年中并未体现出盈利优势，毛利率处于行业较低水平，本质原因在于 2021 年全面禁废后，公司前期的美废配额以及全球回收网络优势弱化，2017 年时公司外废配额达到 841 万吨，同年包装纸销量 1175 万吨，而 2021 年包装纸销量提升至 1555 万吨时，外废配额清零，导致公司低端产品占比提升。同时高端产品生产依赖于优质纤维，因此公司只能采购高价的木浆或再生浆作为美废的替代，成本端压力加剧，压制盈利。公司在 2021 年开始积极布局原料端产能，利用原料产能的资金和时间壁垒，拉开和中小厂的差距，正是希望重新建立原料端的优势。

图 39：2022 年公司在箱板瓦楞纸行业市占率达到 23.4%，排名第一



资料来源：各公司公告，卓创资讯，申万宏源研究

注：上图为各公司销量/行业表观消费量

图 40：外废配额逐渐减少，导致公司优质原料缺口逐渐扩大



资料来源：中国固废化学品管理网，公司公告，申万宏源研究

国内基地积极布局原料产能，推动产品结构升级和品类延伸。

1) 产品结构高端化：受禁废影响，公司国内基地原料端出现较大缺口，2021 年以来公司积极建设原料产能，根据公司公告的产能规划，预计 2022-2024 年新增 619 万吨原料产能（含 262 万吨化学浆、130 万吨化机浆及 227 万吨木纤维），其中 588 万吨新增原料产能位于国内。公司国内十大基地中，老基地以木纤维产能扩建为主，新基地如湖北、北海均定位浆纸一体，根据我们测算，公司整体卡纸的优质原料覆盖率可达到 28%。

2) 产品品类多元化：公司早期核心品类为箱板瓦楞纸及灰底白等黑纸系产品，随着木浆原料产能陆续投产，公司积极布局浆纸系产品如文化纸、白卡纸，预计 2025 年公司文化纸/白卡纸产能有望达到 227、240 万吨，占公司造纸产能比重达到 20%。不同纸种由于下游需求结构、产业链关系及禁废令影响，价格波动存在周期差异，尤其在禁废令和进口关税减免后，箱板瓦楞纸盈利处于低位。随着高盈利的新纸种占比提升，公司盈利能力将得到优化，同时盈利波动有望得到平滑。

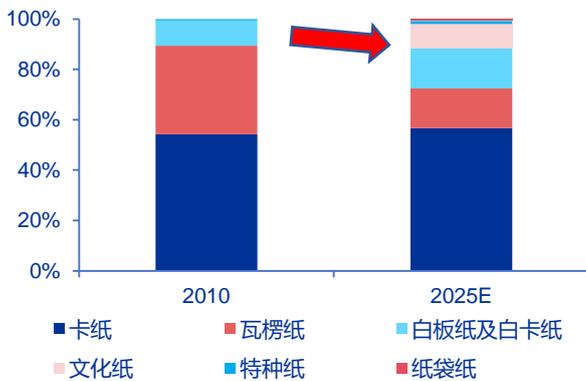
表 13: 公司国内基地原料优势逐渐建立

2025年产能规划	东莞	北海	太仓	天津	河北	泉州	重庆	乐山	沈阳	湖北	合计
卡纸	285	80	183	125	85	100	100		160	120	1238
瓦楞纸	125		100	35	15		35	30			340
灰底白	95			55							150
白卡纸	55	120					55				230
文化纸	25	55	20							60	160
特种纸								5			5
纸袋纸		20									20
造纸产能	585	275	303	215	100	100	190	35	160	180	2143
木浆	60	190					50		32	60	392
木纤维	21	21	36	10	21	21	21		24	21	196
原料产能	81	211	36	10	21	21	71	0	56	81	588
使用优质原料的卡纸比例	49.5%	132.5%	19.7%	8.0%	24.7%	21.0%	36.0%	0.0%	65.0%	42.5%	27.9%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

注: 假设文化纸、白卡纸、特种纸、纸袋纸用浆量 0.8 吨, 瓦楞纸、灰底白仅使用固废, 剩余原材料供应卡纸, 高端箱板纸吨纸使用 0.4 吨再生浆或木浆, 或者吨纸使用 1 吨木纤维; 另外马来西亚 48 万吨再生浆假设供应东莞基地; 2022H2 东莞玖龙 55 万吨白板纸转产白卡纸(实际产能 60 万吨)、重庆玖龙 55 万吨白板纸转产白卡纸

图 41: 公司品类矩阵进一步完善



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 42: 禁废后浆纸系和废纸系纸种价格分化明显



资料来源: 卓创资讯, 申万宏源研究

全球化视野, 布局海外原纸及再生浆产能, 获取优质纤维。受禁废影响, 国内优质原料存在缺口, 公司通过收购或自建方式, 积极布局海外产能, 生产再生浆运往国内, 或直接利用海外废纸生产原纸。目前公司在海外拥有美国、越南和马来西亚三个基地, 合计拥有造纸及原料产能 340 万吨, 原纸产品可利用美国中南的全球回收网络, 直接使用优质美废生产, 进口到国内销售, 充分受益原纸进口的零关税政策; 再生浆产能短期受固废价格低位、美废价高影响, 成本端不具备明显优势, 但随着后续国内箱板瓦楞纸需求复苏和纸价改善, 再生浆的原料优势有望重新体现。

表 14: 公司积极布局海外造纸及原料产能

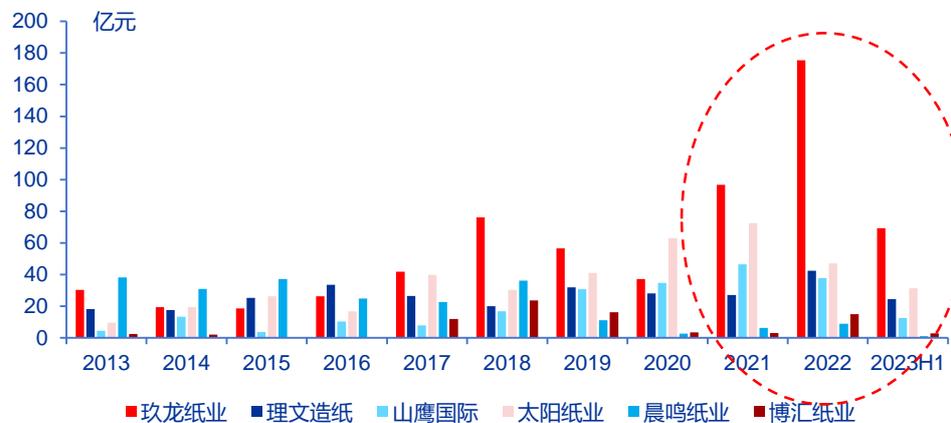
区域	建设方式	产品	产能 (万吨)	投产/收购时间
美国	收购biron	造纸	34	2018年8月
	收购rumford	造纸	55	2018年9月
	收购old town	木浆	15	2019年8月
	收购fairmont	再生浆	22	2019年9月
越南	收购正阳	牛卡纸	10	2008年5月
	自建	牛卡纸	35	2017年8月
	自建	木纤维	10	2023Q3
马来西亚	收购兴亚彭亨州纸厂	再生浆	48	2019年9月
	自建	牛卡纸	60	2023Q1
	自建	瓦楞纸	30	2023Q3
	自建	木纤维	21	2024Q1

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

3.3 资本开支趋缓, 财务及折旧压力缓解

前期产能高速扩张, 财务压力有所加大。由于 2020-2021 年的行业高景气度、公司原料存在较大缺口, 以及担心环保趋严后扩产难, 2021 年以来公司进入产能的高速扩张期, 2021-2023H1 累计资本开支达到 341 亿元, 而理文造纸、山鹰国际、太阳纸业、晨鸣纸业、博汇纸业五家公司同期的平均资本开支水平为 76 亿元。激进的产能投放策略, 使得公司 2023H1 末固定资产达到 860 亿元, 较 2020 年末增加 269 亿元, 超过其余五家的合计新增额, 同时公司资产负债率也从 FY2020 末的 48.6%快速提升到 FY2024H1 末的 64.9%, 对应提升幅度 16.4pct。随着公司有息负债的增长, 公司财务费用率也有所提升, 虽然公司通过贷款的币种调整 (大部分美元、欧元、港币贷款置换为人民币贷款), 对冲美国加息影响, 从而降低了整体财务费用率, 但 FY2023 公司财务费用率达到 2.0%, 仍同比提升 0.9pct。

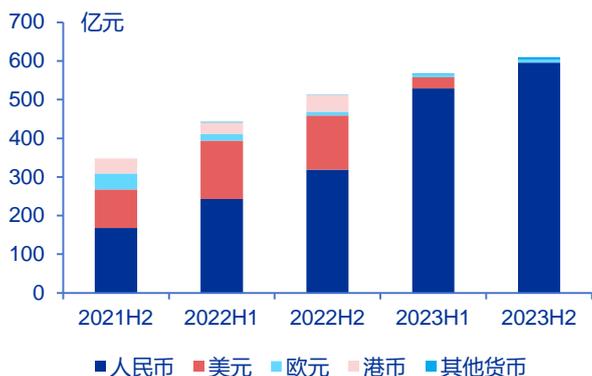
图 43: 2021 年以来玖龙纸业资本开支明显领先同行



资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

注: 上图为各公司资本开支

图 44：公司将外币贷款逐渐置换为人民币



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：上图为公司各期末贷款的币种分布

图 45：公司资产负债率提升带来一定财务压力



资料来源：公司公告，申万宏源研究

产能过快投放导致吨纸折旧明显提升，FY2024H1 已出现改善。过去三年公司处于产能快速扩张期，原纸及原料新增产能较多，导致折旧增加较快，FY2023 公司折旧成本达到 36.92 亿元，同比增长 25.7%。但由于产能仍在爬坡，同时市场需求偏弱，导致产能利用率较低，FY2023 产能利用率仅 86.9%（此处采取销量/产能口径计算，若考虑 FY2023 成品库存天数从 42 天下降至 24 天，预计实际产能利用率更低），吨纸折旧达到 222 元/吨，较产能高速扩张之前的 FY2012-2020 平均值高 69 元/吨。随着产能投放节奏放缓，以及产能利用率逐渐提升（FY2024H1 已提升至 97.5%），公司在 FY2024H1 吨纸折旧已出现明显改善，降低至 160 元/吨。

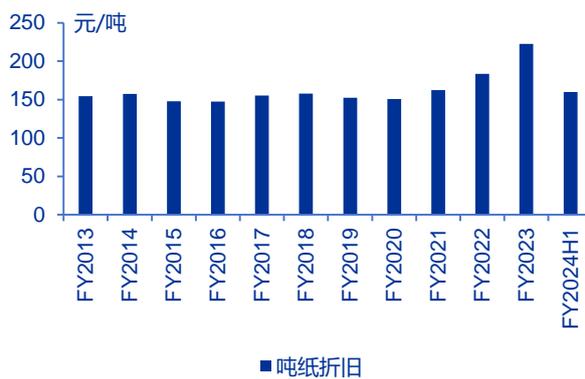
图 46：FY2024H1 产能利用率明显回升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：产能利用率采用有效产能计算，即(期初产能+期末产能)/2

图 47：FY2024H1 吨纸折旧已逐渐恢复正常



资料来源：公司公告，申万宏源研究

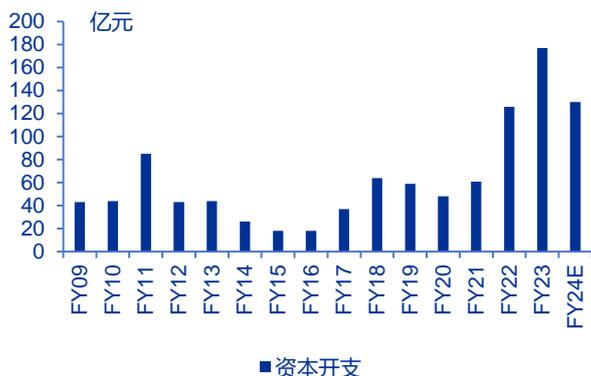
后续新增产能放缓，盈利弹性有望释放。根据公司的产能扩建及资本开支规划，FY2023 为资本开支的最高点，后续逐渐放缓，FY2024 资本开支预期为 130 亿元，环比 FY2023 大幅减少。公司新增产能基本在 2022-2024 年释放，2025 年仅 60 万吨文化纸及 20 万吨纸袋纸产能投放，后续暂无大规模产能投放规划。随着产能爬坡及市场需求改善，公司产能利用率有望得到改善，带动折旧成本降低；同时资产负债率上升趋势有望得到遏制，缓解财务压力。

表 15: 公司 2024-2025 年资本开支规划

基地	产品	规划产能 (万吨)	投产时间
广西北海	化机浆	20	2024Q1
	化学浆	110	2024Q3
	化机浆	60	2024Q3
	木纤维	21	2024Q1
	文化纸	55	2024Q1
	白卡纸	120	2024Q3
	纸袋纸	20	2025Q4
湖北荆州	文化纸	60	2025Q2
马来西亚	木纤维	21	2024Q1
合计	原料	232	
	造纸	255	

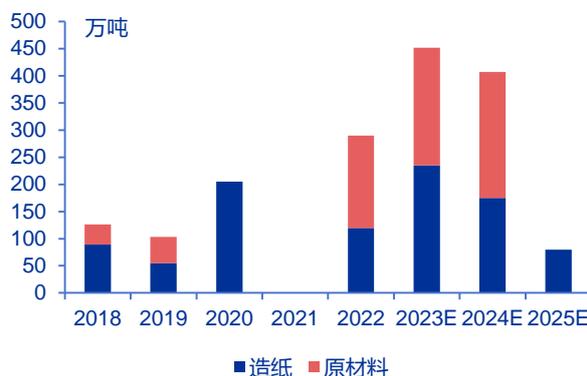
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 48: FY2023 以后玖龙纸业资本开支节奏放缓



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 49: 2025 年及往后暂无大规模产能投放规划



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

3.4 能源利用效率领先, 煤价回落强化自备电厂优势

多举措推进节能降耗, 吨纸能耗成本处于行业低位。公司积极推进节能降耗措施, 改进设备、迭代技术, 吨纸耗煤量从 FY2018 的 0.313 吨降低至 FY2023 的 0.291 吨, FY2023 同比略有提升, 主要是原料端新增木纤维及木浆产能, 导致能耗有所增加, 公司吨纸煤耗持续低于理文造纸和山鹰国际 (2022 年山鹰吨纸煤耗大幅降低, 主要因山鹰部分使用网电, 煤价高位时减少自发电), 更远低于理文 2022 年报提及的行业平均吨纸耗标准煤约 0.6 吨, 体现管理优势。此外公司不断创新能源利用方式, 包括固废资源化利用、光伏发电、沼气发电等, FY2023 节约标准煤达到 60.48 万吨 (占 FY2023 消耗量的 14%)。

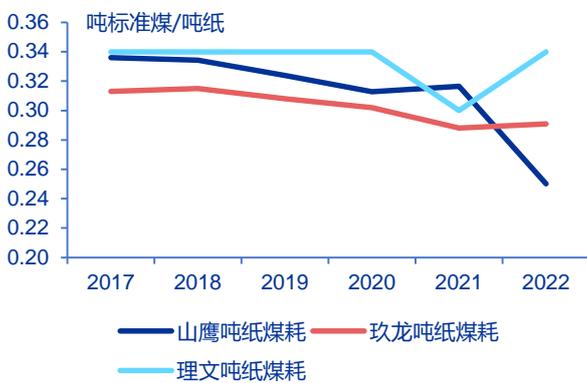
表 16: 公司积极推进节能降耗措施

节能措施	具体内容
一般节能措施	<ul style="list-style-type: none"> 淘汰高耗能的设备（例如：低效电机改为变频电机、转鼓碎浆机改造、风机改造、照明灯具、制冷设备的淘汰等） 办公室采用节能灯，分区域开启照明灯；空调温度控制在摄氏26度以上
固废资源化利用	<ul style="list-style-type: none"> 2003年起公司率先自设环保型工业垃圾焚烧炉 资源化利用造纸无害废物（轻渣、污水厂污泥），大幅度减少了废物排放量 固体焚烧所产生的热能和电能供造纸使用 •2023FY节约标准煤42万吨
光伏发电项目	<ul style="list-style-type: none"> 2017年起为响应政府号召，东莞基地率先建设了屋顶光伏发电项目 目前已建成并投用的光伏发电装机容量达17兆瓦；2023FY节约标准煤4800吨
沼气收集处理系统	<ul style="list-style-type: none"> 自2008年起不断进行技术改造，增加沼气脱硫装置 通过利用污水厂沼气，替代部分煤炭进行焚烧发电供热 • 2023FY节约标准煤18万吨

资料来源：公司公告，申万宏源研究

当前煤价自备电厂优势显著，燃煤发电限制趋严提升小厂能源成本。参考最新的 5500 大卡煤炭价格 835 元/吨以及 2022 年全国 6000 千瓦及以上火电厂供电标准煤耗 300.7 克/千瓦时，标准煤热值 7000 大卡，假设煤炭成本占发电成本的 70%，我们测算普通自备电厂的发电成本约 0.4 元/度（实际发电成本存在偏差，受煤炭采购价格和利用效率影响），较当前外购用电税后价格仍起码有 0.15 元/度以上的成本优势，假设吨纸用电 500 度，则对应 75 元/吨以上的盈利优势。另外热电联产下，发电产生的蒸汽可以直接用于造纸烘干等流程，进一步节约能源成本。随着环保政策加码，燃煤发电的限制逐渐增加，小厂由于规模小、生产效率低、环保不达标，自备电厂较难通过审批，只能通过外购电满足自身能源需求，头部纸厂的自备电厂有望带来能源成本上的比较优势。

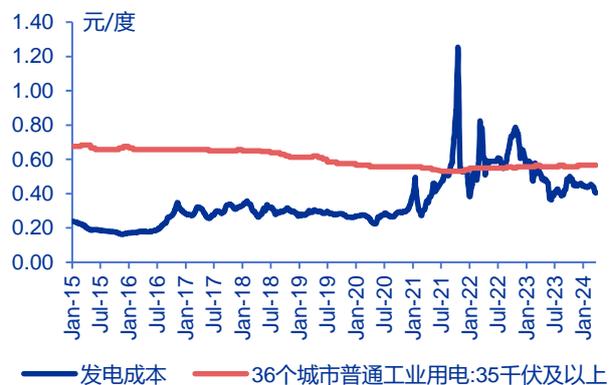
图 50: 公司持续降低吨纸能耗，低于同行



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

注：山鹰煤耗=煤炭采购量/原纸销量，按煤炭热值换算为标准煤口径；2022 年对应玖龙 FY2023，以此类推

图 51: 通常自备电厂具备一定能源成本优势



资料来源：CEIC，Wind，国家能源局，申万宏源研究

注：上图均为不含增值税成本/价格；发电成本依据实时煤价测算

表 17: 自备电厂管理政策趋严

政策文件	发文机构	年份	政策内容
《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》	发改委、国家能源局	2015年	新(扩)建燃煤自备电厂项目(除背压机组和余热、余压、余气利用机组外)要统筹纳入国家依据总量控制制定的火电建设规划,由地方政府依据《政府核准的投资项目目录》核准,禁止以各种名义在总量控制规模外核准;京津冀、长三角、珠三角等区域禁止新建燃煤自备电厂。装机明显冗余、火电利用小时数偏低地区,除以热定电的热电联产项目外,原则上不再新(扩)建自备电厂项目。
《关于推进供给侧结构性改革 防范化解煤电产能过剩风险的意见》	发改委、国家能源局等16部委	2017年	依法依规淘汰关停不符合要求的30万千瓦以下煤电机组(含燃煤自备机组);及时发布并实施年度煤电项目规划建设风险预警,预警等级为红色和橙色省份,不再新增煤电规划建设规模,确需新增的按“先关后建、等容量替代”原则淘汰相应煤电落后产能;除国家确定的示范项目首台(套)机组外,一律暂缓核准和开工建设自用煤电项目(含燃煤自备机组)
《关于加强高耗能、高排放建设项目生态环境源头防控的指导意见》	生态环境部	2021年	鼓励使用清洁燃料,重点区域建设项目原则上不新建燃煤自备锅炉
《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》	发改委、国家能源局	2022年	有序推动落后煤电机组关停整合,加大燃煤锅炉淘汰力度,原则上不新增企业燃煤自备电厂

资料来源: 中央人民政府官网, 国家各部委官网, 申万宏源研究

前期煤价高位削弱公司能源成本优势, 随着煤价回落, 盈利有望改善。2021年受全球能源供应紧张, 境内外煤炭市场供需形势偏紧, 煤价迎来大幅上涨, 2022年受到高温、水电乏力和俄乌冲突等不确定性因素影响, 煤价延续涨势, 导致公司自备电厂成本快速增加。从公司外售上网的电力业务盈利可以看到, FY2022/FY2023 毛利率分别为-41.9%/-12.1%。2023年以来国内煤炭供应保持高位水平, 进口煤供应量同比大幅增长, 非电用煤需求不及预期, 煤炭供需关系从紧平衡向宽松转变, 煤炭价格波动下行。截至2024年3月26日, 秦皇岛港平仓价:动力末煤(Q5500, 山西产)价格为835元/吨, 相较于2022/2023年均价1270/965元/吨, 成本压力持续缓解, 预计公司自备电厂的能源成本优势有望重新得到体现。

图 52: 2021年下半年以来的煤炭价格持续保持高位, 导致公司外售电力业务毛利率持续为负



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 53: 煤炭价格高位回落, 能源成本压力得到缓解



资料来源: Wind, 申万宏源研究

4. 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

公司造纸产能超 2000 万吨，规模效应显著，向上弹性充足。Beta 端，下游需求逐渐复苏，进口纸冲击趋缓，头部纸厂新增产能放缓，行业供需有望得到改善；中长期维度，头部企业为产能投放主力，凭借原料、规模及管理优势，持续整合市场。Alpha 端，随着公司的原料产能逐渐投产，产业链一体化优势重新建立，产品结构和成本有望得到优化；前期为产能高速扩张期，后续产能爬坡摊薄制造成本，同时资本开支放缓减轻财务压力；煤价回落，自备电厂能源成本优势有望显现，公司盈利改善兼具确定性和充足弹性。

我们对公司业务做出以下关键假设：

销量：公司新增产能逐渐爬坡，带动销量稳健增长。我们假设公司 FY2024-2026 销量分别为 1922/2121/2337 万吨，分别同比增长 15.8%/10.3%/10.2%，其中卡纸及高强瓦楞芯纸 FY2024-2026 销量分别为 1562/1708/1868 万吨，分别同比增长 17.7%/9.3%/9.4%，白板纸及白卡纸 FY2024-2026 销量分别为 261/296/343 万吨，分别同比增长 1.2%/13.5%/15.6%，文化用纸 FY2024-2026 销量分别为 87/104/115 万吨，分别同比增长 40.0%/20.0%/10.0%。

吨盈利：随着原料产能陆续投产，公司产业链一体化优势重新建立，产能爬坡摊薄折旧，资本开支放缓，后续财务压力有望减轻，煤价回落助力能源成本改善。我们假设公司 FY2024-2026 毛利率分别为 9.3%/10.7%/11.3%，吨纸毛利分别为 289/350/382 元/吨，吨纸净利分别为 35/90/119 元/吨。

公司造纸产能超 2000 万吨，产能逐渐拉动收入增长，随着原料优势重新建立，以及自身经营质量改善，盈利有望大幅改善，向上弹性充足。我们预计 FY2024-2026 公司分别实现收入 598.32/694.04/788.35 亿元，分别同比增长 5.4%/16.0%/13.6%；预计 FY2024-2026 公司分别实现归母净利润 6.76/19.11/27.91 亿元，FY2024 实现扭亏为盈，FY2025-2026 分别同比增长 182.8%/46.1%。

表 18: 公司收入拆分

单位: 亿元	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
总收入	546.47	513.41	615.74	645.38	567.39	598.32	694.04	788.35
yoy	3.5%	-6.1%	19.9%	4.8%	-12.1%	5.4%	16.0%	13.6%
营业成本	462.1	423.1	498.8	575.5	552.1	542.8	619.9	699.0
毛利润	84.4	90.3	116.9	69.9	15.3	55.5	74.2	89.4
毛利率	15.4%	17.6%	19.0%	10.8%	2.7%	9.3%	10.7%	11.3%
总销量	1410	1532	1649	1600	1660	1922	2121	2337
吨纸毛利	599	589	709	437	92	289	350	382
吨纸净利	274	272	431	205	-144	35	90	119
1、卡纸及高强瓦楞芯纸								
收入	378.16	349.80	440.49	481.79	425.15	446.96	513.39	578.50
yoy	-5.6%	-7.5%	25.9%	9.4%	-11.8%	5.1%	14.9%	12.7%
业务收入比例	69.2%	68.1%	71.5%	74.7%	74.9%	74.7%	74.0%	73.4%
销量 (万吨)	1034	1129	1252	1239	1328	1562	1708	1868
yoy	3.8%	9.2%	10.9%	-1.1%	7.2%	17.7%	9.3%	9.4%
均价 (元/吨)	3657	3097	3517	3888	3201	2861	3005	3097
yoy	-9.0%	-15.3%	13.6%	10.5%	-17.7%	-10.6%	5.0%	3.0%
2、白纸板 (涂布灰底白及白卡纸)								
收入	91.26	95.39	122.79	117.43	84.94	87.68	102.50	122.05
yoy	-6.0%	4.5%	28.7%	-4.4%	-27.7%	3.2%	16.9%	19.1%
业务收入比例	16.7%	18.6%	19.9%	18.2%	15.0%	14.7%	14.8%	15.5%
销量 (万吨)	247	284	298	287	258	261	296	343
yoy	-2.5%	15.0%	5.0%	-3.7%	-10.2%	1.2%	13.5%	15.6%
均价 (元/吨)	3695	3358	4117	4089	3292	3358	3459	3563
yoy	-3.6%	-9.1%	22.6%	-0.7%	-19.5%	2.0%	3.0%	3.0%
3、文化用纸								
收入	64.81	57.80	43.35	36.56	47.00	52.64	66.32	75.15
yoy	139.5%	-10.8%	-25.0%	-15.7%	28.6%	12.0%	26.0%	13.3%
业务收入比例	11.9%	11.3%	7.0%	5.7%	8.3%	8.8%	9.6%	9.5%
销量 (万吨)	110	101	83	60	62	87	104	115
yoy	130.7%	-8.0%	-18.0%	-27.7%	3.3%	40.0%	20.0%	10.0%
均价 (元/吨)	5892	5712	5224	6093	7580	6064	6368	6559
yoy	3.8%	-3.1%	-8.5%	16.6%	24.4%	-20.0%	5.0%	3.0%
4、特种纸及浆产品								
收入	12.23	10.42	9.11	9.60	10.30	11.03	11.82	12.66
yoy	266.2%	-14.8%	-12.5%	5.4%	7.3%	7.1%	7.1%	7.1%
业务收入比例	2.2%	2.0%	1.5%	1.5%	1.8%	1.8%	1.7%	1.6%
销量 (万吨)	19	17	15	14	12	12	12	12
均价 (元/吨)	6435	6017	5916	6856	8586	9195	9848	10547

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

注: 标蓝代表假设值

4.2 估值

我们选取了造纸行业的另外 4 家上市公司作为玖龙纸业的可比公司, 包括博汇纸业、山鹰国际、太阳纸业、理文造纸, 上述公司均从事包装纸业务, 产品结构、市场地位方面与玖龙纸业较为类似, 具备可比性, 由于玖龙纸业会计年度和其余四家公司存在差异, 我们以玖龙纸业的 FY2024 (2023 年 7 月 1 日到 2024 年 6 月 30 日) 对应其余四家公司的 2023 年, 以此类

推。预计 FY2024-2026 公司分别实现归母净利润 6.76/19.11/27.91 亿元，FY2024 实现扭亏为盈，FY2025-2026 分别同比增长 182.8%/46.1%，对应 FY2024-2026 的 PE 分别为 20.2/7.1/4.9X。由于 2023 年已经结束，我们选取自然年度 2024 年作为参考年份（玖龙纸业则为 FY2025），参考同行 2024 年平均 PE 为 9.2X，对应玖龙纸业目标市值 176 亿元（人民币），当前市值对应上涨空间 28.9%，首次覆盖给予“买入”评级！

表 19：可比公司估值水平

公司代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
可比公司		2024/3/27	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600966.SH	博汇纸业	73	1.95	8.54	11.30	37.6	8.6	6.5
600567.SH	山鹰国际	81	1.19	8.30	10.50	68.2	9.7	7.7
002078.SZ	太阳纸业	394	30.72	36.07	41.66	12.8	10.9	9.5
2314.HK	理文造纸	92	9.52	12.02	12.79	9.6	7.6	7.2
行业平均						32.1	9.2	7.7
标的公司		2024/3/27	FY2024E	FY2025E	FY2026E	FY2024E	FY2025E	FY2026E
2689.HK	玖龙纸业	137	6.76	19.11	27.91	20.2	7.1	4.9

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：上图单位均调整为人民币；玖龙纸业、太阳纸业、山鹰国际、博汇纸业为申万轻工预测，理文造纸为 Wind 一致预期

5.风险提示

终端需求恢复缓慢的风险。箱板瓦楞纸下游与消费密切相关,目前行业仍有一定新增产能,若消费需求恢复缓慢,行业短期存在供需失衡压力,从而压制景气度。

煤价上行的风险。公司各生产基地均备有自备热电锅炉,以煤炭作为主要原料,能源成本直接受到煤炭价格波动的影响。

6.附表

表 20: 合并利润表

单位:百万人民币	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业总收入	56,885	60,015	69,587	79,019
主营业务收入	56,739	59,832	69,404	78,835
营业总支出	59,973	59,064	67,540	76,204
营业成本	55,209	54,277	61,987	69,897
营业开支	4,764	4,787	5,552	6,307
营业利润	-3,089	951	2,048	2,815
净利息支出	1,075	1,218	1,233	1,119
权益性投资损益	-32	50	50	50
其他非经营性损益	149	160	180	190
非经常项目前利润	-4,047	-57	1,045	1,935
非经常项目损益	1,321	868	1,249	1,419
除税前利润	-2,726	811	2,294	3,354
所得税	-355	130	367	537
少数股东损益	13	6	16	27
持续经营净利润	-2,383	676	1,911	2,790
非持续经营净利润	0	0	0	0
优先股利及其他调整项	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	-2,383	676	1,911	2,791
EPS (最新股本摊薄)	-0.51	0.14	0.41	0.59

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 21: 合并现金流量表

单位:百万人民币	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
经营活动现金流	6,924	6,722	7,121	7,746
净利润	-2,383	676	1,911	2,791
折旧和摊销	3,783	4,396	4,852	4,646
营运资本变动	4,285	680	-693	-630
其他非现金调整	1,239	970	1,051	939
投资活动现金流	-17,424	-12,900	-480	-470
资本支出	-17,698	-13,150	-750	-750
长期投资	95	0	0	0
其他长期资产	178	250	270	280
融资活动现金流	11,136	-1,138	-2,683	-4,185
借款增加	12,532	-16	-1,450	-2,127
股利分配	-469	0	0	-938
普通股增加	0	0	0	0
其他融资活动现金流	-927	-1,122	-1,233	-1,120

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 22: 合并资产负债表

单位:百万人民币	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
现金及现金等价物	10,317	3,001	6,959	10,050
应收款项合计	10,049	9,872	11,382	12,850
存货	8,856	8,746	9,989	11,263
其他流动资产	232	239	258	277
流动资产合计	29,454	21,858	28,588	34,440
固定资产净额	85,977	94,639	90,467	86,503
权益性投资	175	175	175	175
其他长期投资	0	0	0	0
商誉及无形资产	351	374	396	416
土地使用权	3,548	3,578	3,585	3,592
其他非流动资产	1,146	1,144	1,145	1,146
非流动资产合计	91,197	99,910	95,768	91,832
资产总计	120,651	121,768	124,356	126,272
应付账款及票据	9,648	9,770	11,158	12,582
循环贷款	13,593	13,577	13,627	13,000
其他流动负债	4,830	5,064	5,786	6,526
流动负债合计	28,071	28,411	30,571	32,108
长期借贷	43,181	43,181	41,681	40,181
其他非流动负债	4,263	4,263	4,263	4,263
非流动负债合计	47,444	47,444	45,944	44,444
负债总计	75,515	75,855	76,515	76,552
归属于母公司所有者权益	44,652	45,423	47,334	49,186
少数股东权益	485	490	506	533
股东权益总计	45,136	45,913	47,840	49,720
负债及股东权益总计	120,651	121,768	124,356	126,272

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20%以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

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。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。