

山鹰纸业（600567）深度研究报告

箱板纸行业龙头，内生外延推进产业链一体化布局

- ❖ **箱板纸行业龙头，造纸&包装&回收纤维同步发展，产业互联网推动包装产业整合。**公司主营业务为箱板纸、瓦楞原纸、特种纸、纸板及纸箱的生产和销售以及国内外回收纤维贸易业务。公司凭借产业链一体化的优势，实现再生纤维、造纸及包装三项业务协同发展。**回收纤维：**建立覆盖各大洲的再生纤维全球采购体系，布局于高质量回收纤维可进口资源获取，至2020年底，公司将有合计150余万吨再生浆资源。**包装业务：**客户主要为食品饮料、白色家电生产商，持续增加3C生产商客户。公司推行外延式发展，2019年收购中山中健，快速切入华南电子产品包装市场。公司打造的云印产业互联网平台通过数字化产品的“单厂提效，多厂协作”深度服务合作企业，构建行业联盟生态，扩大平台合作范围和深度，致力成为引领行业的产业互联网平台。
- ❖ **产能稳步扩张，内生外延推进产业链一体化发展。**公司自2001年上市以来，借助资本市场及海内外建厂并购，推进产业链一体化发展。**国内方面：**截至2019年底，公司在国内已有五个箱板瓦楞纸造纸基地。随着湖北荆州公安基地的21、22、23纸机逐步建成投产，2020年底的年产能有望达600余万吨。广东肇庆100万吨包装纸建成投产后，公司国内箱板瓦楞纸的年产能将达720余万吨。**海外布局方面：**北欧纸业拥有高端特种浆纸产能合计50万吨，凤凰纸业拥有年产能达30万短吨文化浆纸线、12万短吨废纸浆线（建设中）。通过发展产业链一体化，实现从源头控制原材料降低成本，开拓包装业务平滑下游需求波动影响。
- ❖ **限塑令提升箱板纸需求，废纸政策下龙头企业海外布局铸成本优势。**新版限塑令提出到2022年底重点地区邮政快递网点先行禁止使用不可降解塑料包装袋、一次性塑料编织袋等，降低不可降解塑料的使用量，通过测算箱板纸2025年面临的来自快递领域的替代需求为491万吨。我国废纸进口政策近年来逐步收紧，公司积极布局全球采购体系、通过收购美国、欧洲等地浆纸厂以便于获得高质量的外废原料。同时，公司产港、产车协同进一步降低物流成本，在自备电厂政策趋严背景下积极建设三大固废自备电厂降低发电成本。
- ❖ **剥离融资租赁，聚焦主业发展。**2020年4月12日，公司及公司全资子公司环宇国际与大股东福建泰盛实业有限公司及其关联方泰盛（香港）国际控股有限公司签署了《股权转让协议》。公司剥离融资租赁业务有利于实现资源有效配置，合理防控类金融业务风险，降低新冠疫情带来的不确定性。未来公司将充分发挥龙头企业优势地位，加快产业链垂直整合，做强做大做深主营业务。
- ❖ **看好公司聚焦主业，外废收紧背景下海外原材料布局带来业绩弹性，维持“强推”评级。**公司剥离租赁业务，聚焦主业发展，盈利能力和核心竞争力将进一步提升。随着限塑令及废纸政策推动，公司海外布局将逐步发挥成本优势，我们调整公司盈利预测2020-2022年归母净利润14.35/15.75/17.39亿元至13.17/16.44/19.80亿元，对应PE分别10/8/7倍，因公司未来三年迎来箱板纸产能投放大年，以及云印产业互联网平台逐步发力，维持6元目标价，对应2020年21XPE，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济不振导致造纸行业需求疲弱，造纸行业格局发生重大变化。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	23,241	26,062	30,913	35,272
同比增速(%)	-4.6%	12.1%	18.6%	14.1%
归母净利润(百万)	1,362	1,317	1,644	1,980
同比增速(%)	-57.5%	-3.4%	24.9%	20.4%
每股盈利(元)	0.30	0.29	0.36	0.43
市盈率(倍)	10	10	8	7
市净率(倍)	1	1	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2020年05月22日收盘价

强推（维持）

目标价：6元

当前价：2.95元

华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

电话：010-63215669

邮箱：gewenxin@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	459,552
已上市流通股(万股)	459,552
总市值(亿元)	135.57
流通市值(亿元)	135.57
资产负债率(%)	65.9
每股净资产(元)	3.1
12个月内最高/最低价	3.94/2.8

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《山鹰纸业（600567）2018年报点评：业绩符合预期，海外布局奠定长远发展基石》

2019-03-25

《山鹰纸业（600567）2019年三季报点评：业绩符合预期，新项目布局逐渐展开》

2019-10-31

《山鹰纸业（600567）2019年报&2020年一季度点评：业绩符合预期，剥离融资租赁聚焦主业发展，海外布局奠定长远发展基石》

2020-05-08

投资主题

报告亮点

山鹰纸业具有产业链一体化优势，本篇报告重点对公司产业链一体化布局进行分析，包括对上游回收纤维采购及再生浆产能建设、造纸基地产能扩张及海内外并购历史情况、下游包装业务发展进行了详细梳理，分析公司产业链垂直整合布局。并重点分析了公司的三大成本优势：海外产能布局、自备电厂建设、产港产车物流协同。此外，新版限塑令颁布及废纸政策收紧对箱板纸行业影响重大，本篇报告对废纸政策进行梳理，对新版限塑令颁布带来的箱板纸需求进行测算，分析箱板纸相关政策为公司带来的行业机会。

投资逻辑

行业端：1) 新版限塑令大幅提升箱板纸需求。预计箱板纸 2025 年来自快递领域的替代需求为 491 万吨。长期来看，下游快递、零售、出口为箱板纸行业带来稳定需求。2) 我国废纸进口政策近年来逐步收紧，全面禁止进口为期不远。能够用较低成本获得废纸原材料的龙头企业具有核心优势。3) 继 2019Q3 后，新冠疫情于 2020 年 Q2 再次验证箱板瓦楞纸行业底部。**公司端：**1) 产业互联网稳步推进，通过 SAAS 赋能与 3 万+平台客户建立生态联盟，将迅速满足全国性客户的需求。2) 积极进行海外布局，通过收购美国、欧洲等地浆纸厂以便于获得高质量的外废原料；通过向上下游延伸，向产业链一体化方向发展，以实现从源头控制原材料降低成本，开拓包装业务平滑下游需求波动影响。3) 聚焦主业，稳步扩张造纸产能。截至 2019 年底，公司在国内已有五个箱板瓦楞纸造纸基地。随着湖北荆州公安基地的 21、22、23 号纸机逐步建成投产，2020 年底的年产能有望达 600 余万吨。广东肇庆 100 万吨包装纸建成投产后，公司国内箱板瓦楞纸的年产能将达 720 余万吨。

关键假设、估值与盈利预测

2020 年有华中基地新增箱板纸产能近 150 万吨投产。根据疫情影响及公司新纸机投产进度，预计 2020/2021/2022 国内箱板瓦楞纸产量分别为 490 万吨/610 万吨/720 万吨。假设 2020 年箱板纸销量稳步增长，2021、2022 年相应大幅增长，废纸收入 2020-2022 年保持稳步增长，箱板纸毛利率受成本影响逐年降低，废纸毛利率基本稳定，我们调整公司盈利预测 2020-2022 年归母净利润 14.35/15.75/17.39 亿元至 13.17/16.44/19.80 亿元，对应 PE 分别 10/8/7 倍，因公司未来三年迎来箱板纸产能投放大年，以及云印产业互联网平台逐步发力，维持 6 元目标价，对应 2020 年 21XPE，维持“强推”评级。

目录

一、箱板纸行业龙头，产能渐次展开，产业链一体化逐步完善.....	6
（一）造纸&包装&回收纤维同步发展，多元化产品布局.....	6
1、推进产业链一体化，多元产品布局加快.....	6
2、加速再生纤维战略布局，铸公司成本优势.....	7
3、发力产业互联网，做大包装业务规模.....	8
（二）自建生产线+海内外并购，产能稳步扩张铸就成本优势.....	9
1、资本市场募集资金，助力公司产能建设.....	10
2、造纸产能持续扩张，全部达产后预计超过 810 万吨.....	11
3、国际化战略布局深化，低成本优势逐渐凸显.....	12
4、自备电厂&产港车协同加强成本优势.....	13
二、限塑令提升箱板纸需求，废纸政策下龙头企业海外布局铸优势.....	15
（一）箱板纸价格稳中有升，进口依存度攀升至 7.82%.....	15
（二）20 年底固体废物零进口，箱板纸企业加快产业链完善及海外产能布局.....	16
1、废纸进口逐渐收紧，全面禁止进口为期不远.....	16
2、预计国内废纸的回收极限为 5500-6000 万吨.....	18
3、箱板纸企业加快推进产业链一体化、加速海外产能布局.....	18
（三）箱板纸下游对接零售&快递&出口，总体需求保持稳定.....	19
（四）箱板纸 2025 年快递领域塑料包装替代需求有望达到 500 万吨.....	20
三、财务分析：规模稳步扩张，经营效率提升.....	23
（一）营业收入逐年增长，经营业绩显著提升.....	23
（二）箱板类纸品为核心业务，国外营收占比持续增长.....	23
（三）毛利率和 ROE 增长显著，周转能力提升显著，资产负债率较高.....	24
四、剥离融资租赁，聚焦主业发展.....	28
五、看好公司聚焦主业，海外原材料布局带来业绩弹性，维持“强推”评级.....	28
六、风险提示.....	28

图表目录

图表 1	公司主要产品	6
图表 2	全球再生纤维产业布局	7
图表 3	再生纤维（废纸）回收循环利用图示	8
图表 4	公司主要包装产品	8
图表 5	山鹰纸业产业链一体化布局	10
图表 6	公司历年筹资情况	10
图表 7	主要地区产能情况	12
图表 8	公司海外收购扩张	13
图表 9	天顺港口装卸设备齐全	14
图表 10	箱板纸市场价格和毛利空间	15
图表 11	箱板纸行业产量、消费量及增速	15
图表 12	箱板纸市场价格和毛利空间	15
图表 13	箱板纸/瓦楞纸国内企业市占率	15
图表 14	箱板纸库存情况	16
图表 15	箱板纸进口量、出口量及进口依存度	16
图表 16	我国进口废纸政策逐步收紧	16
图表 17	外废配额进口量统计（单位：万吨）	17
图表 18	2020 年国内废纸回收情况预测	18
图表 19	废纸系造纸企业主要公司产业链—体化布局情况表	18
图表 20	造纸行业主要公司海外产能布局情况	19
图表 21	箱板纸表观消费量（千吨）	20
图表 22	我国出口规模（亿美元）	20
图表 23	我国社会消费品零售总额（亿元）	20
图表 24	我国规模以上快递业务收入（亿元）	20
图表 25	2020 年我国快递行业绿色包装发展目标	21
图表 26	2018-2019 我国各邮政快递企业绿色包装举措	21
图表 27	箱板纸替代邮政快递领域不可降解塑料包装规模预测	22
图表 28	近年来山鹰纸业营收变动情况	23
图表 29	山鹰纸业归母净利润	23
图表 30	山鹰纸业分地区营收占比	24
图表 31	山鹰纸业主要产品营收占比	24
图表 32	原纸产销库存及产销率（万吨，%）	24

图表 33	纸制品产销库存及产销率（万平方米，%）	24
图表 34	山鹰纸业毛利率同业对比（%）	25
图表 35	山鹰纸业净利率同业对比（%）	25
图表 36	山鹰纸业各纸种毛利率对比（%）	25
图表 37	山鹰纸业箱板纸毛利率同业对比（%）	25
图表 38	山鹰纸业管理费用率同业对比（%）	26
图表 39	山鹰纸业销售费用率同业对比（%）	26
图表 40	山鹰纸业财务费用率同业对比（%）	26
图表 41	山鹰纸业资产负债率同业对比（%）	26
图表 42	山鹰纸业经营活动现金流净额（百万元）	27
图表 43	山鹰纸业经营活动现金流净额/营业收入对比	27
图表 44	山鹰纸业经营性现金净流量/净利润对比	27
图表 45	山鹰纸业 ROE 同业对比（%）	27
图表 46	山鹰纸业存货周转率同业对比	27
图表 47	山鹰纸业应收账款周转率同业对比	27
图表 48	融资租赁公司 2019 年及 2020 年 Q1 主要财务指标（万元）	28

一、箱板纸行业龙头，产能渐次展开，产业链一体化逐步完善

（一）造纸&包装&回收纤维同步发展，多元化产品布局

山鹰纸业是以产业互联网、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纸业集团。公司于 1957 年成立，2001 年上交所上市，主营业务为箱板纸、瓦楞原纸、特种纸、纸板及纸箱的生产和销售以及国内外再生纤维贸易业务。公司凭借产业链一体化的优势，实现再生纤维、造纸及包装三项业务协同发展。造纸及包装印刷规模均位居全国前列，其包装纸产销量位居中国第三，占中国市场份额为 9%，在中国最大的华东市场占据 25% 份额排名第一；特种纸在全球有领先的市场份额；公司包装板块销量位居中国第二，整体市场份额为 1.6%。

1、推进产业链一体化，多元产品布局加快

山鹰纸业是以产业互联网、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。公司致力于产业生态构建和商业模式创新，成为以客户为中心，全球领先绿色包装整体解决方案服务商。公司主营业务为箱板纸、瓦楞原纸、特种纸、纸板及纸箱的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、新闻纸及纸板、纸箱、“Nordic Paper”特种纸等纸制品。

图表 1 公司主要产品

原纸	箱板纸	牛卡纸		主要以废纸、木浆原料制成，用于包装纸箱外层，主要是用于轻工、家电等产品运输包装，是木材、金属等系列包装的替代产品。
		白面牛卡纸		主要以废纸、木浆原料制成，用于包装纸箱外层，主要是用于轻工、家电等产品运输包装，是木材、金属等系列包装的替代产品。
	瓦楞原纸			瓦楞原纸是生产瓦楞纸板的重要组成材料之一。瓦楞原纸要求纤维结合强度好，纸面平整，有较好的紧度和挺度，有一定的弹性，以保证制成的纸箱具有防震和耐压能力。
	新闻纸			新闻纸也叫“白报纸”，是报刊及书籍的主要用纸。适用于报纸、期刊、课本、连环画等正文用纸。新闻纸的特点有：纸质松轻、有较好的弹性；吸墨性能好，保证了油墨能较好地固着在纸面上。
纸制品	纸板			由箱板纸和瓦楞原纸制作而成，箱板纸主要用作纸板的面和底，瓦楞原纸主要用作纸板的瓦楞芯层。

	纸箱		瓦楞纸箱主要用于各种产品的包装，既起到保护产品的作用，又可用于产品的印刷、标识、广告宣传等。
特种纸	防油纸		主要为食品级防油纸，使用天然纤维和油脂，生产中不使用化学添加剂，产品线包括烘焙用防油纸、蛋糕纸杯、防油包装纸等。
	牛皮纸		采用来自斯堪的纳维亚森林的原生纤维，负载强度高，可用于食品、建材以及其他工业包装用途。

资料来源：公司公告，华创证券

2、加速再生纤维战略布局，铸公司成本优势

公司全球废纸贸易网络保障了过往外废额度供应及未来再生浆产能采购。2007 年环宇国际成立，2018 年山鹰收购欧洲废纸贸易公司 WPT，2019 年采购额达 305 万吨。公司在过去十多年间建立覆盖各大洲的再生纤维全球采购体系，打造再生纤维产业的“大物流”体系，在各大洲的多个国家拥有贸易与物流渠道。环宇国际全球四大区采购足迹涵盖 33 个国家，废纸纸种采购涉及 35 个纸种，持续在北美、欧洲、澳洲等回收纤维主要来源地开展贸易业务，并拥有年 450 万吨的高效采购和物流能力。2018 年环宇国际全球回收废纸采购量约两百五十万公吨，年废纸出口量至中国约占全中国废纸进口量的 12%，排名第三。2019 年完成贸易量 305 万吨，其中主要销往欧洲客户以及公司在国内的造纸基地。

图表 2 全球再生纤维产业布局

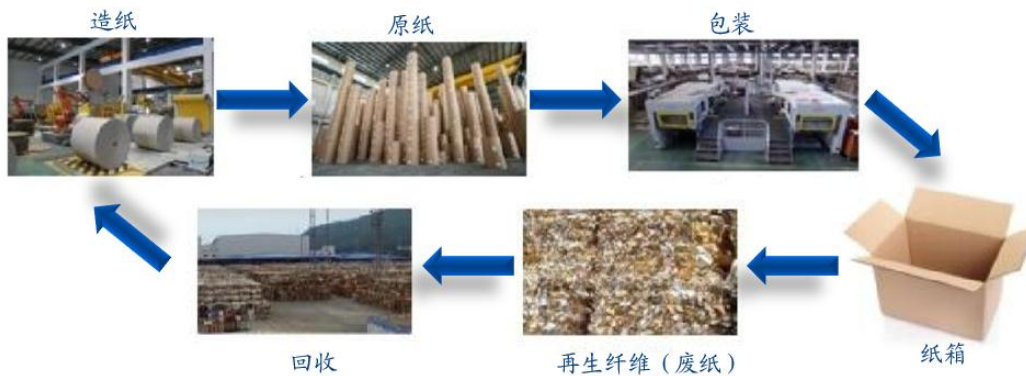


资料来源：公司官网，华创证券

回收再生纤维促进可持续发展，加强公司成本优势。公司始终将绿色、低碳、环保、可持续发展作为企业发展的生命，不以破坏生态为代价，坚持以再生纤维为原料生产工业包装纸，每年回收再生纤维 450 万吨，保护森林资源 20 万公顷。公司在充分利用好现有外废进口配额的同时，亦同步布局于新的高质量回收纤维可进口资源的获取。2019 年公

司美国凤凰纸业 12 万吨再生浆生产线技改启动；与战略合作伙伴通过创新合作模式达成 30 万吨再生浆供应协议。2020 年初，公司已启动在东南亚新建 100 万吨再生浆产能的工作，并积极寻求在欧美等发达地区建设再生浆的计划。至 2020 年底，公司将有合计 150 余万吨再生浆资源，可在未来外废额度逐步清零的情况下保障公司优质回收纤维的供应，并降低未来的原料成本。

图表 3 再生纤维（废纸）回收循环利用图示



资料来源：公司官网，华创证券

3、发力产业互联网，做大包装业务规模

公司致力于成为以客户为中心，全球领先绿色包装整体解决方案服务商，包装产业是公司发展的重中之重。公司通过收购云印公司，发力公司产业互联网化，进一步提升其在造纸包装行业数字化的领先优势。2019 年云印平台的网络成交额达 28.8 亿元，聚拢了包装产业链诸多二级厂和三级厂，注册客户达 3 万余家。公司计划继续秉承“数字创造价值，科技赋能纸业”的理念，通过数字化产品的“单厂提效，多厂协作”深度服务合作企业，构建行业联盟生态，不断扩大平台合作范围和深度，不断占领终端客户份额，最终成为引领行业的产业互联网平台。

公司包装业务板块产品应用广泛，产品工艺先进，产能基地布局于国内核心经济区，产能已达 14 亿平方米/年。公司积极推动一体化产业协同，以造纸支持包装拓展，以包装拉动造纸升级，2019 年公司包装板块集团内采购原纸达 40 余万吨。公司稳健推行外延式发展，2019 年收购了中山中健，快速切入华南电子产品包装市场。截至 2019 年底，公司拥有 28 家包装印刷企业，2019 年产量超过 12 亿平方米。公司包装板块的客户主要为食品饮料、白色家电生产商，持续增加 3C 生产商客户。公司包装板块的原材料为箱板瓦楞纸，其中约一半为向公司的国内造纸板块按市场价采购，另外一半为向其他原纸供应商采购。公司包装板块根据下游客户的订单进行排产，客户订单的提前量一般为一周至半个月，因此公司可利用自身的一体化产业链优势，降低库存和备货水平。

图表 4 公司主要包装产品





快消品包装



快消品包装



特别规格产品包装



工业产品及电子产品包装



工业产品及电子产品包装



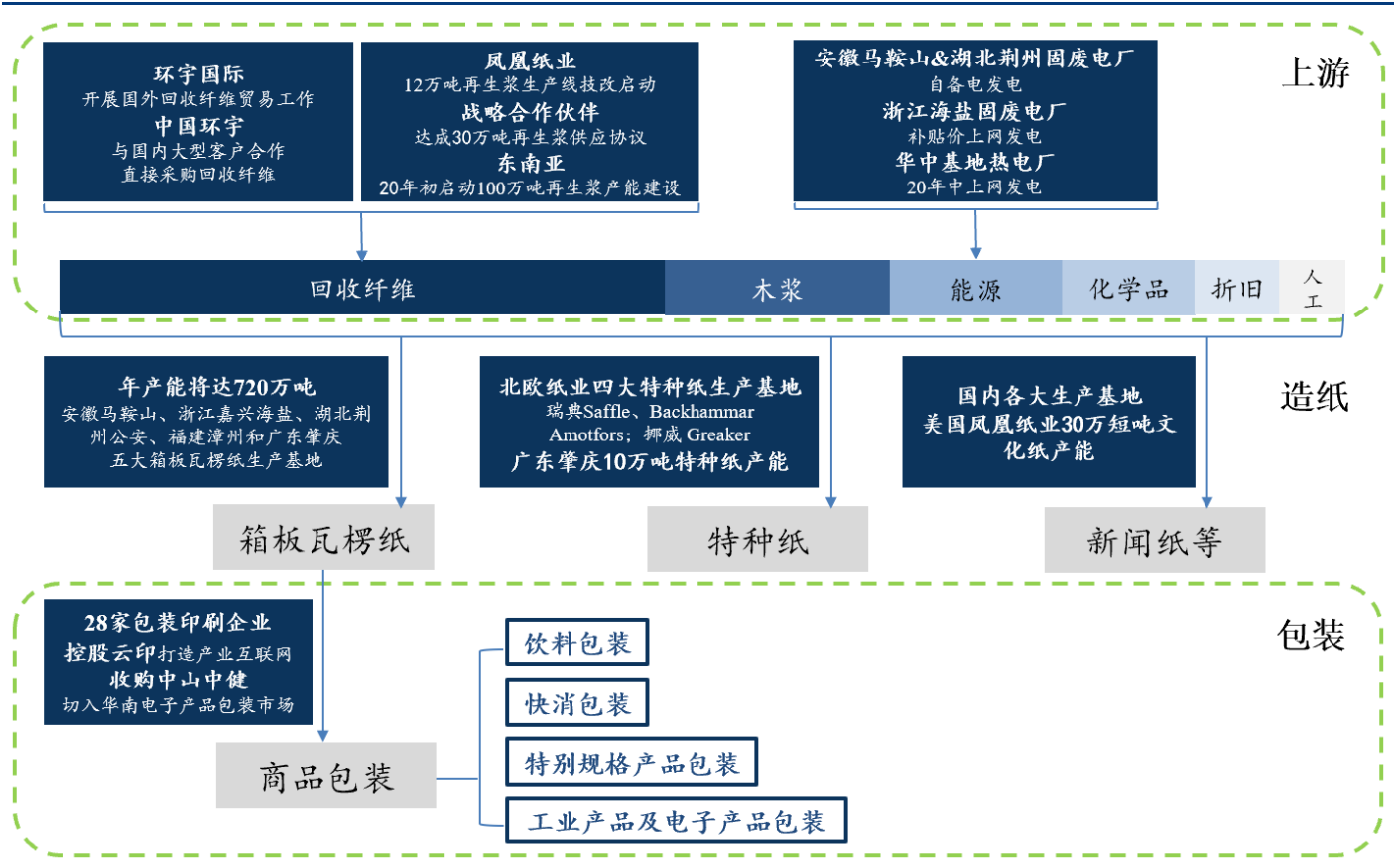
工业产品及电子产品包装

资料来源：公司官网，华创证券

（二）自建生产线+海内外并购，产能稳步扩张铸就成本优势

山鹰国际深耕中国聚焦全球，产业布局中国、美国、英国、瑞典、挪威、荷兰、日本、澳洲等国家，公司通过资本市场融资及海内外并购多重方式拓宽产能布局，完善产业链一体化建设。原料端通过环宇国际及中国环宇开展回收纤维贸易活动，同时积极应对外废收紧启动再生浆产能项目建设，通过自备电厂助力成本优势提升；造纸业务持续扩张包含箱板瓦楞纸、特种纸、新闻纸在内的原纸产能建设；下游包装领域通过控股云印公司进一步打造产业互联网，并在 2019 年收购中山中健加速切入华南电子产品包装市场，持续推进产业链一体化建设。

图表 5 山鹰纸业产业链一体化布局



资料来源：公司年报，公司官网，华创证券

1、资本市场募集资金，助力公司产能建设

借助资本市场融资平台，公司主业持续做大做强。2001 年在上交所成功发行 6000 万 A 股，2003 年在上交所成功发行 2.5 亿元可转债，2004 年在上交所成功增发近 1 亿 A 股，2007 年在上交所成功发行 4.7 亿元可转债，2011 年非公开发行 10.2 亿元。2016 年非公开发行 19.7 亿元建设年产 50 万吨低定量强韧牛卡纸，43 万吨低定量高强瓦楞纸，27 万吨渣浆纱管原纸生产线建设项目及年产 42 万吨低定量瓦楞原纸/T 纸生产线项目，年产 38 万吨高定量瓦纸和年产 47 万吨低定量 T2/T 纸生产线项目。2018 年 11 月发行可转债 22.7 亿元建设公安县杨家乡镇工业园热电联产项目及年产 220 万吨高档包装纸板项目（三期）。2019 年发行可转债 18.6 亿元建设爱拓环保能源（浙江）有限公司造纸废弃物资源综合利用项目、公安县杨家乡镇工业园固废综合利用项目及山鹰国际控股股份公司资源综合利用发电项目。公司借助资本市场进行融资，不断加强产能建设。

图表 6 公司历年筹资情况

发行时间	发行类别	筹资净额 (万元)	募投项目
2001 年 11 月	A 股首发	17,388	8 万吨/年牛皮箱纸板技改工程； 5 万吨/年高强度牛皮卡纸国家级火炬计划项目； 4 万吨/年低定量强韧牛皮箱纸板火炬计划项目； 5 万吨/年高档包装箱纸板技改工程,多层瓦楞纸箱、纸箱板生产线 技术改造工程； 1.5 万吨/年纱管纸技改工程项目

发行时间	发行类别	筹资净额 (万元)	募投项目
2003 年 6 月	可转换公司债券	24,198	5 万吨/年高强度牛皮卡纸国家级火炬计划项目； 4 万吨/年低定量强韧牛皮箱纸板火炬计划项目； 多层瓦楞纸箱、纸箱板生产线技术改造工程； 污水处理及水封闭循环使用系统改造工程
2004 年 12 月	公开增发	39,988	年产 30 万吨纸板技改工程
2007 年 9 月	可转换公司债券	45,700	年产 20 万吨高强瓦楞原纸技改工程项目； 增资马鞍山市天福纸箱纸品有限公司用于实施引进 2500mm 五层瓦楞纸板及全自动纸箱印刷系统项目； PM1 纸机节能减排技改工程； 污泥焚烧综合利用项目； 年产 45 万吨造纸项目； 其余补充流动资金
2011 年 4 月	非公开发行	102,498	投资年产 45 万吨造纸项目； 为吉安集团补充流动资金
2013 年 8 月	定向增发	297,464	购买吉安集团 100% 股权
2013 年 11 月	定向增发	96,814	补充流动资金
2016 年 7 月	非公开发行	197,048	年产 50 万吨低定量强韧牛卡纸，43 万吨低定量高强瓦楞纸，27 万吨渣浆纱管原纸生产线建设项目； 年产 42 万吨低定量瓦楞原纸/T 纸生产线项目，年产 38 万吨高定量瓦楞纸和年产 47 万吨低定量 T2/T 纸生产线项目
2018 年 11 月	公开发行可转换公司债券	226,816	公安县杨家厂镇工业园热电联产项目； 年产 220 万吨高档包装纸板项目（三期）
2019 年 12 月	可转换公司债券	186,000	爱拓环保能源（浙江）有限公司造纸废弃物资源综合利用项目； 公安县杨家厂镇工业园固废综合利用项目； 山鹰国际控股股份公司资源综合利用发电项目

资料来源：公司公告，Wind，华创证券

2、造纸产能持续扩张，全部达产后预计超过 810 万吨

截至 2019 年底，公司在国内已有五个箱板瓦楞纸造纸基地，分别位于安徽马鞍山、浙江嘉兴海盐、湖北荆州公安、福建漳州和广东肇庆，2019 年产量达 446.52 万吨。随着湖北荆州公安基地的 21、22、23 号纸机逐步建成投产，2020 年底的年产能将达 600 余万吨。在广东肇庆 100 万吨包装纸建成投产后，公司国内箱板瓦楞纸的年产能将达 720 余万吨。此外，公司的广东肇庆基地还有 10 万吨的特种纸产能，目前已投产。海外布局方面，北欧纸业拥有高端特种浆纸产能合计 50 万吨，凤凰纸业目前有一条文化浆纸线，年产能达 30 万短吨，已进入试生产阶段，另有一条年产能达 12 万短吨废纸浆线正在建设中，将于 2020 年中投产。公司箱板瓦楞纸的客户以国内包装厂为主，公司根据销售区域内客户的原纸需求预测进行排产，并根据市场供需关系对产品进行定价挂牌销售，同时对国内回收纤维进行挂牌收购，公司通过子公司环宇国际在海外采购回收纤维。由于造纸行业的上游回收纤维供应商和下游的包装厂的集中度极低，而造纸厂的集中度相对较高，因此公司在原材料和原纸的定价上均具有一定优势。根据疫情影响及公司新纸机投产进度，预计 2020/2021/2022 国内箱板瓦楞纸产量分别为 490 万吨/610 万吨/720 万吨。

布局东南地区，新增绿色制造高档纸项目产能 77 万吨。2020 年 3 月 27 日，山鹰国际绿色纸业百亿循环产业基地项目正式签约落户海盐经济开发区，项目总投资 120 亿元，总用地约 990 亩。该项目包含研发培训、绿色制造、循环

配套三大板块共计 6 个子项目，分别为研发培训中心项目、77 万吨绿色制造高档纸项目、智能包装项目、造纸废弃物资源综合利用项目、公用热电厂项目、工业污水处理项目。其中造纸废弃物资源综合利用项目由山鹰纸业投资的爱拓环保能源（浙江）有限公司负责建设和运营，该工程项目为迄今为止全球单炉处理量最大的固废处理项目，比欧洲最大的瑞典 Malar 垃圾焚烧厂的单炉处理量更大 25%；公用热电厂项目由物产中大旗下浙江物产环保能源股份有限公司（出资 51%）和浙江山鹰纸业有限公司（出资 49%）拟共同出资设立新公司作为海盐项目实施主体，项目用地面积约 130 亩，将建设 3 台 220t/h 高温超高压循环流化床锅炉，2 台 30MW 高温超高压背压式汽轮发电机组，建设达到天然气排放标准要求的烟气环保治理设施，并配套建设相应供热管道设施；77 万吨产能的绿色制造高档纸项目将引进奥地利、德国、芬兰等世界先进设备和生产工艺，物耗、能耗、排放水平达到国际一流水平，以打造绿色纸业先进产业基地。预计项目全部达产后新增年产值 130 亿元以上，加上现有产值山鹰纸业合计产值将达到 200 亿元，合计产能将超过 880 万吨。

图表 7 主要地区产能情况

子公司	位置	生产线建设	产能合计
安徽山鹰纸业有限公司	安徽马鞍山市	现有包装纸和新闻纸生产线 8 条，利用国内外再生纤维生产箱板纸、高强瓦楞原纸、牛皮纸、新闻纸等系列产品	170 万吨设计/200 万吨产量
浙江山鹰纸业有限公司	浙江嘉兴市	现有四条造纸生产线，年设计产能达 135 万吨，分别为年产 45 万吨高强牛皮卡箱板纸生产线、20 万吨高强瓦楞纸生产线、60 万吨轻涂牛卡纸生产线以及 10 万吨渣浆瓦楞纸生产线，同时拥有一座总装机容量为 67MW 的自备热电厂，以及一座日处理量 5.5 万吨的污水处理厂	135 万吨设计/165 万吨产量
福建联盛纸业有限责任公司	福建漳州市	现有产能 75 万吨，采用生产全过程的自动化 DCS 集中控制系统提效后，年设计产能达 90 万吨	75 万吨设计/85 万吨产量
山鹰华中纸业有限公司	湖北省荆州市	第一、二期（在建）：年产 42 万吨低定量瓦楞原纸/T 纸生产线项目、年产 38 万吨高定量瓦纸和年产 47 万吨低定量 T2/T 纸生产线项目	127 万吨设计（在建）
		三期（待建）：年产 220 万吨高档包装纸板项目，即年产 49 万吨 PM26 银杉/红杉生产线项目	49 万吨（待建）
		四期（待建）：44 万吨	44 万吨（待建）
山鹰纸业（广东）有限公司	广东省肇庆高新技术产业园区临江工业园	年产能 12 万吨（其中特种纸产能 10 万吨）	12 万吨
		年产 54 万吨高档箱板纸和年产 46 万吨高档箱板纸两条生产线	100 万吨设计（在建）
凤凰纸业	美国肯塔基州	文化纸 30 万吨	30 万吨
		再生浆生产线技改（待建）12 万吨	12 万吨（在建）
北欧纸业	Säffle, Sweden	每年可生产 5 万吨纸浆，两台造纸机年产 5 万吨天然胶纸	58.8 万吨浆纸合计
	Greåker, Norway	两台造纸机，年产 4.2 万吨天然防粘纸	
	Åmotfors, Sweden	两台独特的造纸机，年产量为 5.6 万吨的特殊未漂白牛皮纸	
	Kristinehamn, Sweden	两台造纸机年产 16 万吨未漂白牛皮纸，纸浆工厂年产 23 万吨未漂白的纸浆	

资料来源：公司官网，公司公告，华创证券

3、国际化战略布局深化，低成本优势逐渐凸显

公司国际化战略布局聚焦于回收纤维资源获取、优势市场及高端纸种的部署。针对国内造纸行业海外原材料依赖较严

重、低端产品需求逐渐饱和的困境，山鹰选择在海外进行产能布局增厚行业竞争实力。山鹰纸业收购美国、欧洲等地浆纸厂以便于获得高质量的外废原料。公司于 2017 年收购瑞典北欧纸业，引入特种纸生产产业链，截至 2019 年底拥有高端特种浆纸产能合计 50 万吨，是国际上高端防油纸和特种牛皮纸的领军企业，且 2019 年实现净利润同比增长 17.14% 的骄人业绩；2018 年参股纸浆产能超过 40 万吨的芬兰北方生化公司，深化海外产能布局；2018 年收购荷兰 WPT 公司和美国凤凰纸业，凤凰纸业目前有一条文化浆纸线，年产能达 30 万短吨，已进入试生产阶段，凤凰纸业另有一条废纸浆线正在建设中，年产能达 12 万短吨，将于 2020 年中投产；WPT 公司是欧洲地区大型废纸贸易商，主要从事再生纤维回收业务，收购 WPT 可以为公司生产提供原料，提升公司海外废纸回收和议价能力。通过海外投资并购，山鹰纸业从横向和纵向上完成了企业全球化战略的重要布局，一方面介入了技术壁垒高、盈利能力强的高端特种纸细分市场，从原来单一的包装纸生产商横向拓宽了产品种类；另一方面，纵向切入了上游纸浆的生产，完善了产业链，从原料上为今后包装纸和特种纸的生产提供了保障。

图表 8 公司海外收购扩张

时间	国家	收购行为	产能	外延布局
2017.7	瑞典挪威	收购北欧纸业公司 Nordic Paper Holding AB 100% 股权	新增浆纸年产能 50 万吨	收购纸厂
2018.6	荷兰	全资子公司 Wickliffe 收购了荷兰再生资源同收公司 WPT	年度纸销售量 100 万吨	收购废纸厂
2018.8	美国	收购美国 Verso 公司的 Kentucky 工厂，并更名为凤凰纸业	新增年产 36 万吨的高端牛卡纸	收购纸厂

资料来源：公司公告，中华纸网，纸业联讯，华创证券

4、自备电厂&产港车协同加强成本优势

我国对企业自备电厂的限制不断加码，公司自备电厂加强成本优势。2018 年 3 月 22 日，发改委下发了《燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案（征求意见稿）》，对全国燃煤自备电厂的建设和运行提出了 24 条整治意见，提出除国家特殊规定，原则上不在新建、扩建燃煤自备电厂；京津冀、长三角、珠三角等区域禁止新建燃煤自备电厂，被称为史上最严格的燃煤电厂整治政策。公司已在安徽马鞍山、浙江海盐、湖北荆州开工建设三个固废电厂，其中安徽马鞍山与湖北荆州的固废电厂以厂内造纸废弃物为主要原材料，发电为自备电；浙江海盐的固废电厂以厂内造纸废弃物与县内工业垃圾为主要原材料，发电以补贴价上网。公司将加大力度建设三大固废电厂，按计划建设并投产。此外，华中基地热电厂也已基本建成，计划将于 2020 年中并网发电。公司积极发展综合资源利用发电业务，在已开工建设的三个综合资源利用项目外，还在其他基地积极申请建设垃圾焚烧电厂。公司严格执行国家环保排放标准，同时积极申请综合资源利用项目，以垃圾焚烧发电方式处理造纸废弃物，补充造纸基地的自备电，提升环保水平，同时创造良好的经济效益和社会效益。

天顺港重点服务山鹰国际，确保公司原料物流畅通。公司拥有港口、码头与陆路运输，实现全方位的产港协同、产车协同，降低造纸、包装企业物流成本。马鞍山天顺港口位于马鞍山人头矶港区，水路距离吴淞口约 360 公里，码头前沿常年水深 10 米，港口交通便利。码头平台长度为 221 米，泊位 2 个，码头集装箱年吞吐能力 30 万 TEU。2015 年完成 18.6 万 TEU，2016 年完成 25 万 TEU，2017 年完成 26.5 万 TEU。进口废纸集装箱业务占比 90% 以上。公司运用现有的岸线堆场资源及集装箱码头信息化管理系统，为江南地区本地客户提供进出口装卸服务平台，与郑蒲港优势互补，差异化发展，共同促进马鞍山集装箱运输事业的发展。公司已开通到上海外高桥、洋山固定外贸航线每周 22 个航班，到南京、太仓、上海及中上游地区内贸航线每周 10 个航班。港口物流的全方位产港协同、产车协同，确保企业原料物流畅通，增强成本优势。

图表 9 天顺港口装卸设备齐全



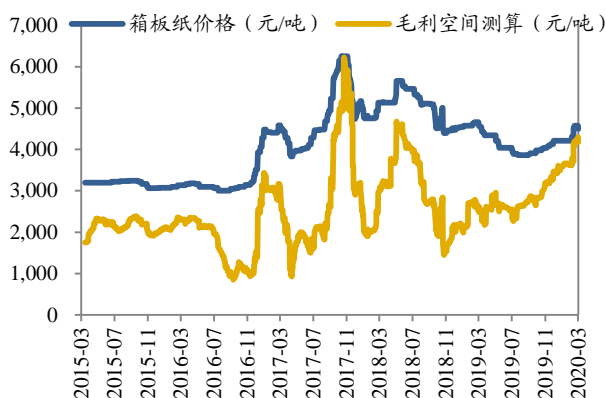
资料来源：公司官网，华创证券

二、限塑令提升箱板纸需求，废纸政策下龙头企业海外布局铸优势

（一）箱板纸价格稳中有升，进口依存度攀升至 7.82%

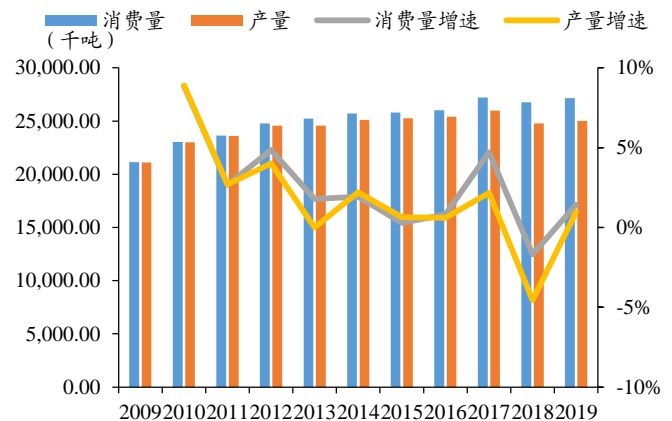
箱板纸的生产多以废纸为核心原料，“废纸系原纸”18 年行业产量达 6465 万吨，5 年 CAGR 达 1.3%。2019 年箱板纸产量 2502.70 万吨，同比增加 0.96%，消费量 2714.92 万吨，同比增加 1.42%，2018 年箱板纸产量和消费量同比 2017 年分别下降 4.54% 和 1.69%，行业开工率 69.56%，行业景气度受到一定程度冲击。2019 年国内需求较 2018 年有一定恢复，但行业开工率仍位于 66.53% 的低位。

图表 10 箱板纸市场价格和毛利空间



资料来源：卓创资讯，华创证券

图表 11 箱板纸行业产量、消费量及增速

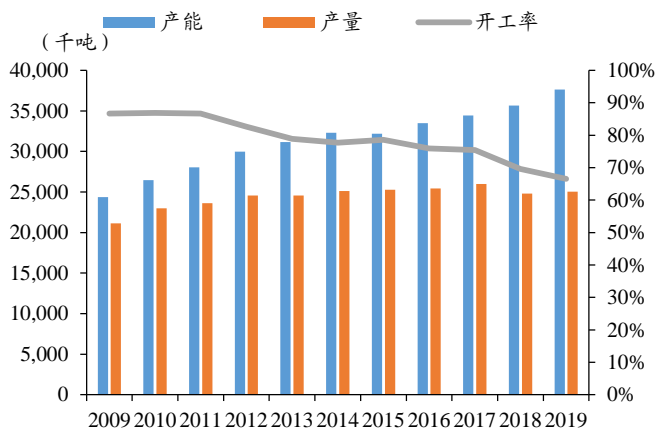


资料来源：卓创资讯，华创证券

截至 2020 年 3 月 13 日，箱板纸价格为 4493.33 元/吨，环比减少 1.82%，同比下跌 1.82%。进入 2019 年 8 月以来，企业去化库存导致箱板纸库存量环比开始减少，1-2 月库存受春节和疫情影响波动上升，2 月底箱板纸厂商和社会库存为 74.9 万和 126.9 万吨，环比分别下降 19.29% 和上升 4.02%，同比分别下降 2.12% 和上升 32.66%。

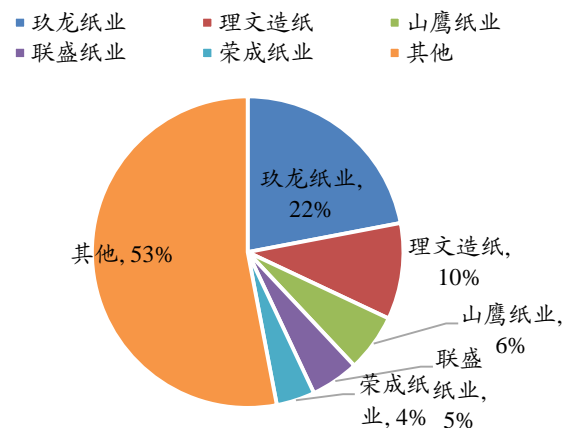
箱板纸市场集中度相对白卡纸较低，占比较高的三家企业玖龙纸业、理文造纸和山鹰纸业合计市占率达到 38%。产能方面，2019 年箱板纸产能达到 3762 万吨，同比增加 5.55%，自 2015 年来逐年提高。产能利用率近年来持续下滑，2019 年为 66.53%，相较 2018 年下滑 3.03%。

图表 12 箱板纸市场价格和毛利空间



资料来源：卓创资讯，华创证券

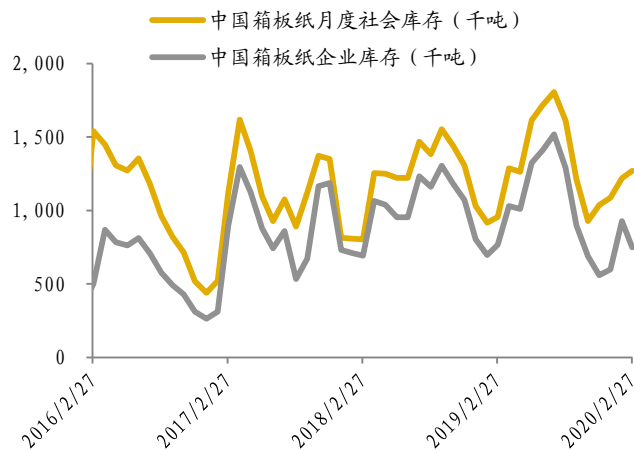
图表 13 箱板纸/瓦楞纸国内企业市占率



资料来源：前瞻产业研究院《2018-2023 年中国造纸行业发展前景与投资战略规划分析报告》，华创证券

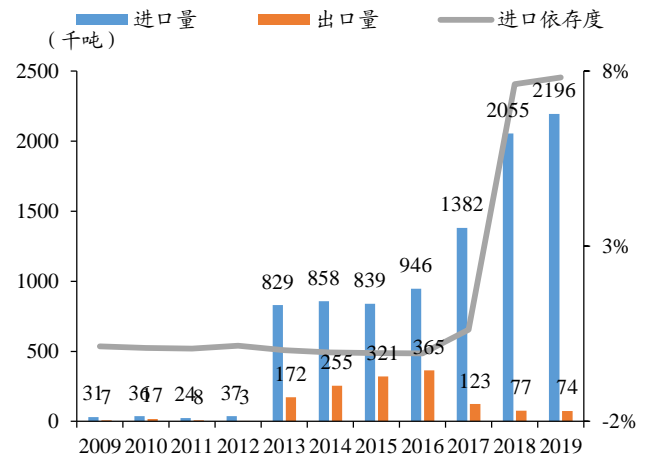
2013 年后箱板纸进口量有较大幅度增长，2019 年进口量 219.6 万吨，较 2018 年增加 6.86%，增幅较 2016 年及 2017 年有所下滑。出口端 2016 年箱板纸出口量达到 36.5 万吨，之后逐年减少至 2019 年为 7.4 万吨。2017 年进口依存度为 0.6%，2018 年达到 7.6%，同比增加 7pct。

图表 14 箱板纸库存情况



资料来源：卓创资讯，华创证券

图表 15 箱板纸进口量、出口量及进口依存度



资料来源：卓创资讯，华创证券

（二）20 年底固体废物零进口，箱板纸企业加快产业链完善及海外产能布局

我国的废纸原料来源包括（1）国废（来自国内废纸回收系统）；（2）外废（主要从美国、欧洲、日本进口）。2018 年我国废纸原料消费量达 7027 万吨，其中国废消费 5324 万吨，较同期持平；外废进口量 1703 万吨，同比下降-33.8%——主要系 17 年 7 月以后废纸进口政策趋严影响，进口类固废严行全品类申报配额制度，导致原料锐减。伴随我国环保政策的落实深化，预计进口类废纸总量将呈现逐年递减趋势，外废的下滑加速国内废纸回收系统的建设，龙头在原料转换的过程中仍能享有一定的成本优势空间。

1、废纸进口逐渐收紧，全面禁止进口为期不远

我国废纸进口政策近年来逐步收紧。2020 年 4 月 29 日全国人大常委会修订通过《固体废物污染环境防治法》，明确提出要逐步实现固体废弃物零进口。长期来看，国内企业生产对于国废的刚需其然不减，伴随外废新规的逐渐消化、竞争格局改善，纸企议价权不减，原料价格高位震荡后落回合理区间。

图表 16 我国进口废纸政策逐步收紧

近年来我国废纸进口政策变化	出台时间	主要相关内容
修改《进口废物管理目录》	2014 年 8 月	取消自动许可证，将所有废纸品种纳入限制类进口目录
《关于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 4 月	完善固体废物进口管理制度，分行业分种类制定禁止固体废物进口的时间表，分批分类调整进口管理目录。
中国环保部向 WTO 提交关于禁止进口部分固体废物原料的通知	2017 年 4 月	中国拟于 2017 年底，禁止进口 4 类 24 种固体废物原料，涉及废纸类的税则编号为 4707900090（其他回收纸或纸板），即“混杂废纸”
环保部发布“关于征求《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准（征求意见稿）》意见的函”	2017 年 8 月	进口废纸一般夹杂物控制标准调整为 0.3%。
《进口废纸环境保护管理规定（征求意见稿）》&《限制进	2017 年 10 月	规定申请废纸进口许可证的企业应为以造纸为原料的

近年来我国废纸进口政策变化	出台时间	主要相关内容
口类可用作原料的固体废物环境保护管理规定(2017年)(征求意见稿))		生产企业,且产能不小于30万吨/年。许可证减量审批,按季度分批发放。
环保部公式《进口废纸环境保护管理规定》和《限制进口类可用作原料的固体废物环境保护管理规定》	2017年12月	对比征求意见稿,正式文件将30万吨/年修改为5万吨/年,取消“按照减量审批的原则”和“按季度分批”字样。
环保部正式公布《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准—废纸或纸板 GB 16487.4-2017》	2018年1月	正式文件中修改进口废纸中一般夹杂物的控制要求至0.5%,3月1日起执行。
《进口可用作原料的固体废物装运前检验监督管理实施细则》	2018年5月	2018年6月1日起,第三方检验机构必须对准备运往中国境内的进口废物原料实施现场检验、监装以及施加封识。
《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》(修订草案)(征求意见稿)	2018年7月	禁止进口固体废物。拟201X年X月X日施行。
《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》	2020年4月	第二十四条规定国家逐步实现固体废物零进口,本法自2020年9月1日起施行。

资料来源:中国再生资源回收利用协会废纸分会官网,华创证券

龙头企业享受主要废纸进口配额。截至2020年4月公布的第六批限废名单,行业龙头玖龙纸业年内累计获批125万吨废纸,占行业总配额27.8%——惯例超第二名两倍以上;理文造纸/山鹰纸业分获58/61万吨配额,三家共占已批进口总额的54%,多次验证外废配额政策“发糖”龙头可持续。从总量来看,外废配额总量逐年缩减显著,19年全年核定量仅1095万吨,同比降低40.1%;考虑到每年的外废配额使用率(=废纸实际进口量/废纸配额)不断迫近于1的情况,我们预计20年外废配额总额将与行业进口量基本持平。面对旺季需求波动时,中小纸企扩产不得不选择价格劣势的国废,推动国废价格中枢上移,在跌破盈亏平衡点后择时停产;对于龙头来说,算上运费成本外废仍然比国废更具成本优势,且利用外废生产的纸浆纤维含量更高、品质更优,利好龙头维持吨盈利高位。

图表 17 外废配额进口量统计(单位:万吨)

	2016		2017		2018		2019		2020(前6个批次)	
企业	配额	/总配额	外额	/总配额	配额	/总配额	配额	/总配额	配额	/总配额
玖龙纸业	1317	32.3%	847	27.2%	622	34.0%	351	32.0%	125	27.8%
理文造纸	533	13.1%	398	12.8%	282	15.5%	150	13.7%	58	12.9%
山鹰纸业	305	7.5%	256	8.2%	246	13.5%	122	11.1%	61	13.6%
合计占比	Top3=53%		Top3=48%		Top3=63%		Top3=57%		Top3=54%	
广州造纸	83	2.0%	62	2.0%	75	4.1%	73	6.7%	55	12.2%
龙海联盛	179	4.4%	166	5.3%	64	3.5%	34	3.1%	12	2.7%
华泰纸业	121	3.0%	93	3.0%	98	5.4%	84	7.7%	57	12.6%
东莞建晖	101	2.5%	100	3.2%	71	3.9%	41	3.7%	18	4.0%
其他	1441	35.3%	1195	38.3%	369	20.2%	241	22.0%	63	13.9%
年配额量	4080		3117		1828		1095		452(前6个批次)	
实际进口	2849		2572		1703		1093			
使用率	69.8%		82.5%		93.2%		99.8%			

资料来源:中国固废化学品管理网,华创证券

2、预计国内废纸的回收极限为 5500-6000 万吨

缓解供需双边挤压困境，产业链一体化趋势突显。从产业链的角度来看，造纸行业属于中游制造行业，其上游是纸浆、废纸等原料，下游是包装行业，而造纸企业能否获得可观收益与原材料供给是否充足和下游需求是否旺盛密切相关。一方面，18 年以来造纸原材料供应紧张，造纸成本大幅攀升；另一方面，下游包装环节需求不振，行业库存不断攀升。供需双边压力最终导致企业业绩下滑。**造纸企业纷纷通过向上下游的延伸，向产业链一体化方向发展，以实现从源头控制原材料降低成本，开拓包装业务平滑下游需求波动影响。**从废纸系龙头的布局情况来看，玖龙纸业和山鹰纸业全产业链布局相对完善，均触及上游废纸购销环节，同时在下部署包装业务，实现营收的有效补充。

国内废纸回收是在废纸消费量的基础上进行回收，国内箱板瓦楞纸消费量大约只有 80%留存国内（20%随着出口货物间接出口到海外），木浆系纸中将不能回收的生活用纸等纸种剔除后计算，预计国内废纸的回收极限为 5500-6000 万吨。

图表 18 2020 年国内废纸回收情况预测

2020 年的假设	废纸系	木浆系	实际回收量
可回收纸	4700	4000	
回收基数	3760	4000	
回收率假设	80%	65%	
回收量假设	3008	2600	5608

资料来源：Wind，华创证券预测

3、箱板纸企业加快推进产业链一体化、加速海外产能布局

缓解供需双边挤压困境，产业链一体化趋势突显。从产业链的角度来看，造纸行业属于中游制造行业，其上游是纸浆、废纸等原料，下游是包装行业，而造纸企业能否获得可观收益与原材料供给是否充足和下游需求是否旺盛密切相关。**造纸企业纷纷通过向上下游的延伸，向产业链一体化方向发展，以实现从源头控制原材料降低成本，开拓包装业务平滑下游需求波动影响。**从废纸系龙头的布局情况来看，玖龙纸业和山鹰纸业全产业链布局相对完善，均触及上游废纸购销环节，同时在下部署包装业务，实现营收的有效补充。

图表 19 废纸系造纸企业主要公司产业链一体化布局情况表

公司名称	产业链环节	子公司/项目
玖龙纸业	废纸购销	2018 年投建废纸交易中心，预计年产值 500 亿元
	再生浆	在美国、马来西亚收购/投建再生浆厂，预计 2020Q1 可运回国内 150 万吨
	造纸	2018FY 成品纸销量 1300 万吨，收入 527.82 亿元
	包装	太仓基地扩建 1.8 亿平米包装项目；东莞、天津智能包装公司
理文造纸	纸浆	重庆年产 18 万吨纸浆产能
	造纸	2017 年包装纸产能 603 万吨，卫生纸产能 68.5 万吨
山鹰纸业	废纸购销	环宇国际、WPT
	再生浆	凤凰纸业 12 万吨再生浆生产线技改启动；与战略合作伙伴通过创新合作模式达成 30 万吨再生浆供应协议；启动东南亚新建 100 万吨再生浆产能工作
	造纸	2017 年销量 354 万吨，收入 125.76 亿元
	包装	2017 年销量 11.7 亿平米，收入 36.44 亿元

资料来源：纸和造纸，华创证券

海外扩张节奏：欧美收购成熟纸企改造，东南亚新建浆纸厂扩产。18 年我国龙头纸企加速出海、外延动作频繁，具

体可分为（1）收购派：玖龙纸业、山鹰纸业均通过收购美国、欧洲等地浆纸厂以便于获得高质量的外废原料；（2）建厂派：理文造纸、太阳纸业，则选择在老挝、越南、马来西亚等东南亚人工成本较低的地区布局延续劳动力成本红利。针对国内造纸行业海外原材料依赖较严重、低端产品需求逐渐饱和的困境，龙头企业率先选择在海外进行产能布局或建设原料基地增厚行业竞争实力。

图表 20 造纸行业主要公司海外产能布局情况

企业	时间	国家	公司行为	新增产能	外延类型
玖龙纸业	2017.8	越南	越南的 40 万吨包装纸项目建成投产	新增造纸产能 40 万吨	收购纸厂
	2018.5	美国	收购位于美国缅因州 Rumford 美国纸厂	新增纸浆产能 52 万吨	收购纸厂
			收购位于美国威斯康辛州 Biron 美国浆厂	新增造纸产能 34 万吨	收购浆厂
	2018.7	越南	在越南计划新建 120 万吨造纸项目	新增造纸产能 120 万吨	新建纸厂
	2018.8	美国	子公司 NDPaperLLC 收购加拿大 RFP 公司位于美国 Fairmont 的浆厂	新增再生漂白牛皮浆 21.8 万吨	收购浆厂
	2018.10	美国	美国缅因州并购并扩建 16 万吨纸浆项目	新增纸浆产能 16 万吨	收购浆厂
	合计	纸产能：194 万吨；浆产能：90 万吨			
理文造纸	2017.3	越南	越南后江省造纸项目投产	新增包装纸产能 40 万吨	新建纸厂
	2018.10	马来西亚	马来西亚雪邦建设新的制浆造纸厂	新增包装纸产能 70 万吨	新建纸厂
				新增纸浆产能 55 万吨	新建浆厂
	合计	纸产能：110 万吨；浆产能：55 万吨			
	2017.7	瑞典挪威	收购北欧纸业公司 Nordic Paper Holding AB 100% 股权	新增浆纸年产能 50 万吨	收购纸厂
	2018.6	荷兰	全资子公司 Wickliffe 收购了荷兰再生资源同收公司 WPT	年废纸销售量 100 万吨	收购废纸厂
	2018.8	美国	收购美国 Verso 公司的 Kentucky 工厂，并更名为凤凰纸业	新增年产 36 万吨的高端牛卡纸	收购纸厂
	合计	纸产能：40 万吨；浆产能：150 万吨			
太阳纸业	2016.4	美国	在美国阿肯色州计划新建 70 万吨浆项目	新增纸浆产能 70 万吨	新建浆厂
	2018.5	老挝	老挝沙湾拿吉省建成投产 30 万吨溶解浆、10 万公顷人工林项目	新增纸浆产能 30 万吨	新建浆厂
	2018.8	老挝	老挝建设 120 万吨造纸项目（40 万吨纤维浆板+80 万吨包装纸）	新增造纸产能 80 万吨	新建纸厂
				新增纸浆产能 40 万吨	新建浆厂
	合计	纸产能：80 万吨；浆产能：140 万吨			
恒安国际	2018.4	芬兰	入股芬兰公司 Finnpulp（36.5%），年产能 120 万吨针叶浆	内部消化纸浆产能 60 万吨	收购浆厂
	合计	浆产能：60 万吨			

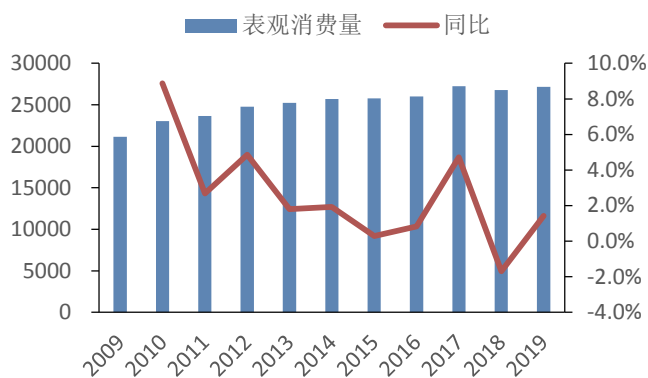
资料来源：公司公告，中华纸网，纸业联讯，华创证券

（三）箱板纸下游对接零售&快递&出口，总体需求保持稳定

箱板纸主要用于运输包装，下游对接国内零售、快递及出口业务。箱板纸历史表观消费量基本保持稳定，2019 年箱板纸的消费量同比有所增加，达到 2715 万吨，同比增长 1.4%。我国社会消费品零售总额 411649 亿元为，同比增长 8.0%。我国出口规模为 22994.2 亿美元，同比增长 0.51%。规模以上快递业收入在 2019 年始终呈现增长状态，从 2019

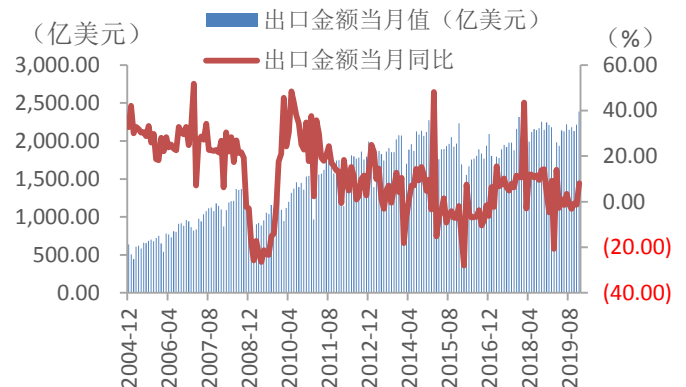
年 1 月 586.8 亿元增长至 12 月 772.2 亿元，2019 年累计业务收入为 7497.8 亿元，同比增长 24.2%。

图表 21 箱板纸表观消费量（千吨）



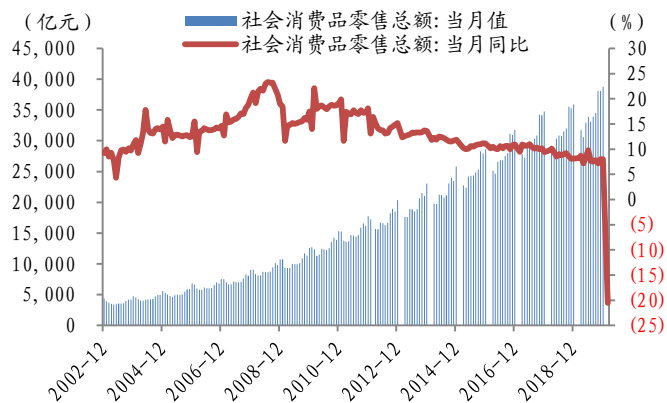
资料来源：卓创资讯，华创证券

图表 22 我国出口规模（亿美元）



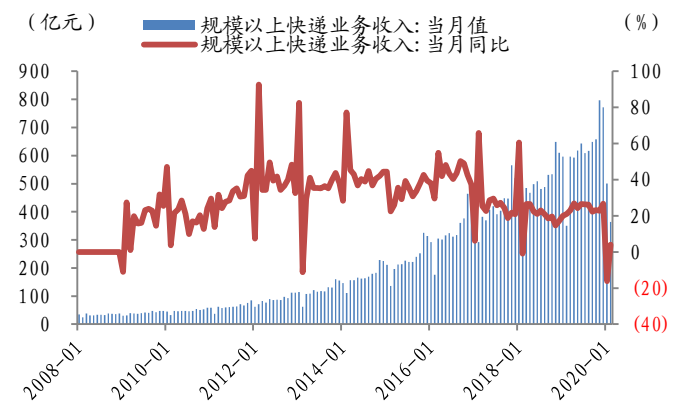
资料来源：Wind，华创证券

图表 23 我国社会消费品零售总额（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

图表 24 我国规模以上快递业务收入（亿元）

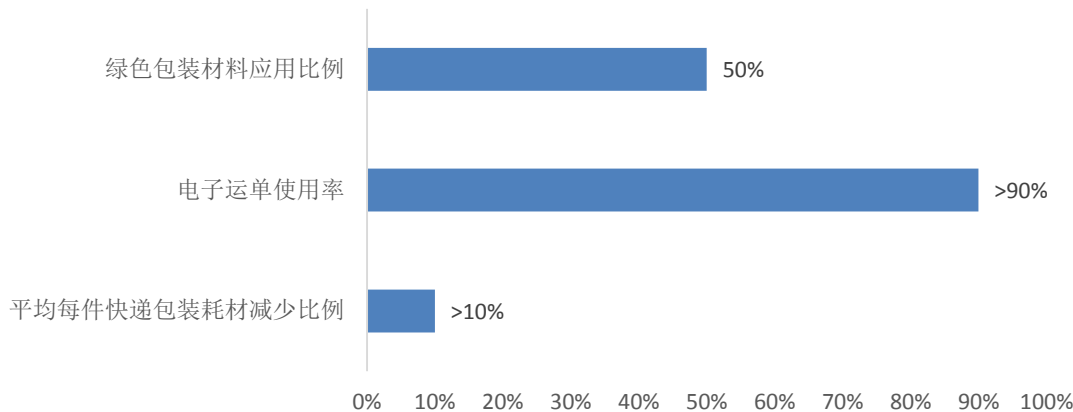


资料来源：Wind，华创证券

（四）箱板纸 2025 年快递领域塑料包装替代需求有望达到 500 万吨

2020 年快递行业绿色包装材料应用比例目标为 50%。根据国家邮政局等十部门联合发布的《关于协同推进快递业绿色包装工作的指导意见》，“十三五”期间快递业绿色包装工作要实现的三大目标为：到 2020 年，可降解的绿色包装材料应用比例将提高到 50%；主要快递品牌协议客户电子运单使用率达到 90%以上；平均每件快递包装耗材减少 10%以上，推广使用中转箱、笼车等设备，编织袋和胶带使用量进一步减少，基本建立快递业包装治理体系。

图表 25 2020 年我国快递行业绿色包装发展目标



资料来源：国家邮政局等十部门《关于协同推进快递业绿色包装工作的指导意见》，华创证券

我国各快递企业相应国家号召积极开展绿色包装活动，携手第三方研发可降解包装袋。在 2018 年至 2019 年期间，我国众多快递集团开展绿色包装行动，其中：邮政集团在 30 个省完成配发绿色包装箱，在北京和河南试用可降解包装袋；顺丰研发使用生物基材料包装袋、无胶带纸箱，推广使用可循环中转袋；中通与清华大学合作研发可降解的塑料袋；中通与第三方合作生产氧化和微生物双降解的绿色包装袋；菜鸟研发使用生物基材料包装袋、无胶带纸箱等；京东在生鲜业务全面推广全生物降解包装袋。通过对目前各大快递企业绿色包装的总结可发现，可降解包装袋仍然处于初步研发阶段，尚未大规模投入使用，箱板纸替代市场在近年间仍存在较大需求规模。

图表 26 2018-2019 我国各邮政快递企业绿色包装举措

企业	绿色包装举措
邮政集团	公布绿色包装工程通报，督促各省（区、市）邮政公司落实标准要求和包装规范操作。在 30 个省完成配发绿色包装箱，在北京和河南试用可降解包装袋。推动使用一联面单。推进胶带“瘦身”，23 个省完成窄胶带采购并陆续配发到网点使用。推广使用可循环中转袋。甩挂邮车占比提升至 72%。
顺丰	研发使用生物基材料包装袋、无胶带纸箱等。丰景计划推广应用紧固包装，累计节省用纸 115 吨，节省编织袋材料 80 吨，减少气泡膜使用量约 500 吨。推广使用可循环中转袋。
中通	使用可循环使用 50-60 次的环保文件封套，与清华大学合作研发可降解的塑料袋，推广使用可循环中转袋，全网覆盖率达 90% 以上。
圆通	推广使用可循环中转袋。推广无纸化办公，能耗降低 80% 以上。
中通	与第三方合作生产氧化和微生物双降解的绿色包装袋，推广使用可循环中转袋。
韵达	建立带头部门上传下达，全网执行落地和合作伙伴协同推进三机制，推广使用可循环中转袋。
百世	在江苏、浙江、安徽试用环保袋。电子运单率达到 100%。
民航快递	印发《民航快递有限责任公司节能减排及环境保护管理办法》。
德邦	上线智慧车队系统管理平台，使用纸质单据项目减少 20 项，常规工作无纸化率达 99.6% 以上。
品骏	推行直发包装，对于品牌商企业原包装出库投递，减少二次包装。
优速	全网推广使用可循环中转袋，自主开发了循环中转袋条码管理系统。
菜鸟	研发使用生物基材料包装袋、无胶带纸箱等。
京东	在生鲜业务全面推广全生物降解包装袋。自营业务电子运单使用率达到 100%。推进胶带“瘦身”。3 层纸箱使用比例超过 95%，缓冲包装的厚度降低 25%-35%。推行直发包装，对于品牌商企业原包装出库投递，减少二次包装。
苏宁	推进胶带“瘦身”。推行直发包装，对于品牌商企业原包装出库投递，减少二次包装。

资料来源：国家邮政局发展研究中心《2018-2019 中国邮政快递绿色发展报告》，华创证券

2025 年箱板纸快递领域塑料包装替代需求将达到 491 万吨。根据国家邮政局发布的《2017 中国快递领域绿色包装发展现状及趋势报告》及相关数据，2016 年全国快递共消耗约 32 亿条编织袋、147 亿个塑料袋、37 亿个包装箱以及 3.3 亿卷胶带，其中塑料袋快递企业自用比例为 46%，编织袋快递企业自用比例为 99%；2018 年国内的快递业务产生塑料快递袋约 245 亿个，塑料编织袋约 53 亿条；2020 年预计快递业务量完成 740 亿件。我们假设 2020-2025 年国内快递业务量增长率为 17%，在不实行限塑令的前提下塑料快递袋及塑料编织袋在快递业务量中的占比大致不变，分别为 49%及 10%。由于需要计算箱板纸对快递企业塑料包装替代规模，也即快递最外层箱板纸用量，因此我们假设塑料快递袋及塑料编织袋总量中快递企业自用比例保持不变，分别为 46%及 99%。《关于协同推进快递业绿色包装工作的指导意见》中提出 2020 年快递行业可降解的绿色包装材料应用比例应提高到 50%，因此我们假设 2020 年塑料包装替换率为 50%并逐年增长。由于生物降解塑料目前产能缺口较大，我们假设 2020 年对塑料包装的替代品中箱板纸占比为 75%，并伴随生物降解塑料的进一步研发及产能扩张有小幅下降。通过计算得出 2025 年我国箱板纸对快递领域塑料包装替代需求规模将达到 491.3 万吨。

图表 27 箱板纸替代邮政快递领域不可降解塑料包装规模预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
快递业务量（亿件）	312.8	400.6	507.1	635.2	740.0	865.8	1013.0	1185.2	1386.7	1622.4
增长率（%）	51.3%	28.1%	26.6%	25.3%	16.5%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
塑料快递袋（亿个）	147	160	245	292	340	398	466	545	638	746
塑料快递袋/快递业务量	47.0%	39.9%	48.3%	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%
快递企业直接使用比例（%）	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%
快递企业自用塑料袋（亿个）	68	74	113	134	157	183	214	251	293	343
塑料编织袋（亿条）	32	40	53	64	74	87	101	119	139	162
塑料编织袋/快递业务量	10.2%	10.0%	10.5%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
快递企业直接使用比例（%）	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%
快递企业自用塑料编织袋（亿条）	32	40	52	63	73	86	100	117	137	161
快递企业自用塑料包装（亿个）	99	113	165	197	230	269	315	368	431	504
塑料包装替换率（%）				20%	50%	53%	56%	59%	62%	65%
箱板纸占比（%）				80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%
单个箱板纸箱重量（g）				300	300	300	300	300	300	300
箱板纸替代需求（万吨）				94.7	258.6	299.3	343.6	390.9	440.6	491.3

资料来源：Wind，国家邮政局《2017 中国快递领域绿色包装发展现状及趋势报告》，国家邮政局发展研究中心《2018-2019 中国邮政快递绿色发展报告》，华创证券

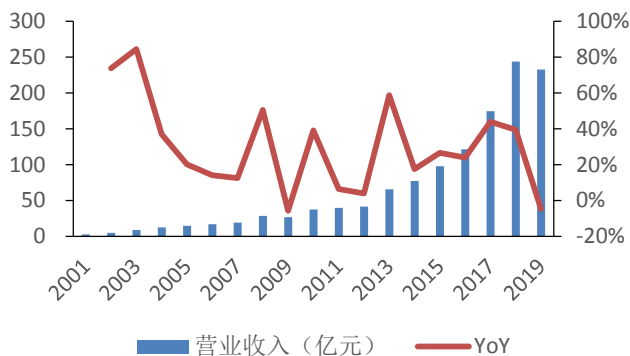
三、财务分析：规模稳步扩张，经营效率提升

（一）营业收入逐年增长，经营业绩显著提升

营业收入逐年增长。公司营业收入从2001年2.81亿元上升到2019年232.41亿元，年均复合增长率为27.8%；营业收入增长率呈现周期性变动，近几年营收增长率保持高位，2018年度实现营业收入243.67亿元，同比增加39.48%；2019年度实现营业收入232.41亿元，同比下降4.62%。主要是因为公司走规模化发展之路，过全国布局及海外布局，持续做大做强核心业务为企业带来价值，平衡风险。

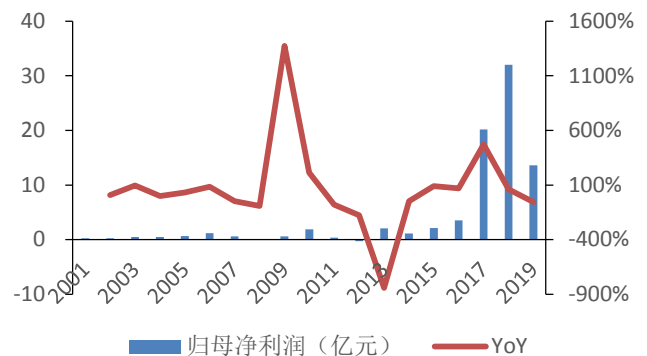
近年归母净利润持续高位，经营业绩显著提升。2018年归母净利润32.04亿元，同比增加59.04%，2019年归母净利润13.62亿元，同比下降57.49%。主要是因为随着供给侧改革的深化、产业政策的调整，原材料价格持续上涨，原纸价格高位震荡。预计公司通过海内外废纸采购渠道进行成本优化配比，造纸、包装产业协作运营，归母净利润有望逐步回升。

图表 28 近年来山鹰纸业营收变动情况



资料来源：Wind，华创证券

图表 29 山鹰纸业归母净利润



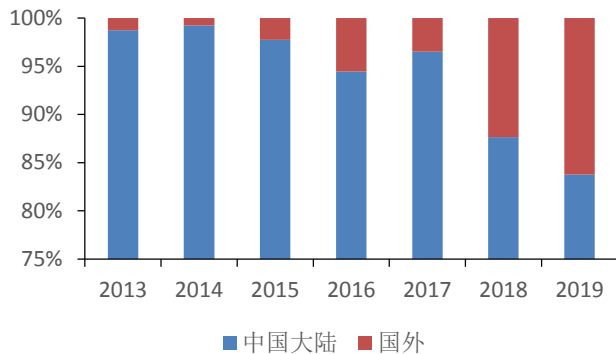
资料来源：Wind，华创证券

（二）箱板类纸品为核心业务，国外营收占比持续增长

从主营业务收入构成来看，箱板类纸品为公司核心业务。公司主要从事箱板纸、瓦楞原纸、纸板及纸箱的生产和销售以及国外再生纤维（废纸）贸易业务。主要产品为“山鹰牌”各类包装原纸、新闻纸及纸板、纸箱等纸制品。箱板类纸品保持高增速，占比持续提升。公司箱板类纸品业务收入从2008年的20.08亿元增长到2019年的210.95亿元，占营业总收入的比重从70.23%增长到90.77%，构成公司主要业务收入来源。

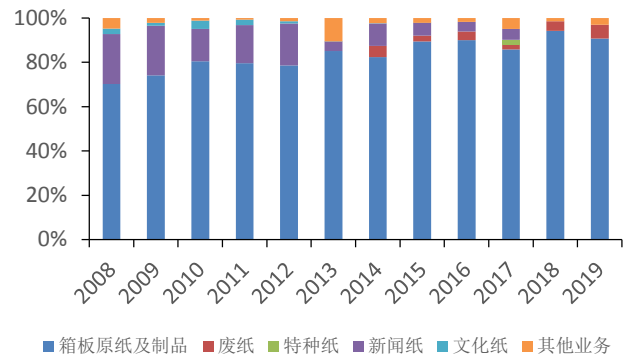
分地区看，国外营收占比持续增长：国外营收从2013年的0.82亿元逐年增长至2019年的37.72亿元，营收占比从1.28%增长至16.23%。原因是公司为获得高质量的外废原料，积极进行海外产能布局，收购了美国、欧洲等多地浆纸厂。

图表 30 山鹰纸业分地区营收占比



资料来源: Wind, 华创证券

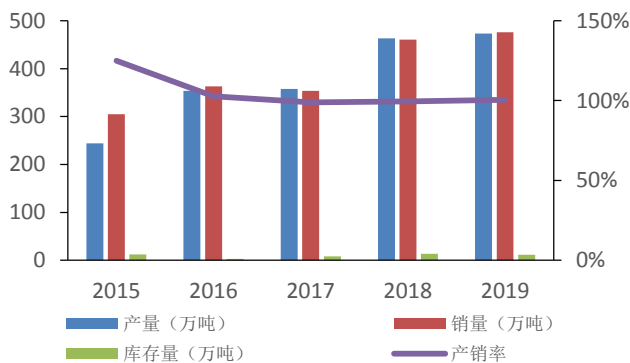
图表 31 山鹰纸业主要产品营收占比



资料来源: Wind, 华创证券

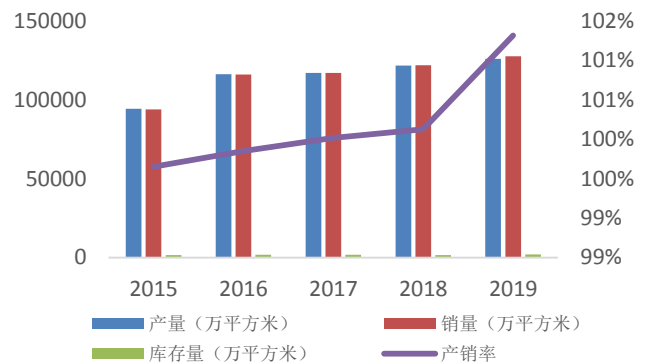
2019 年公司原纸及纸制品产量分别为 473.59 万吨及 125867.8 万平方米，销量为 475.7 万吨及 127520.6 万平方米，库存为 11.26 万吨及 1918.05 万平方米，产销率为 100.45%及 101.31%，达到较高水平。

图表 32 原纸产销库存及产销率（万吨，%）



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 33 纸制品产销库存及产销率（万平方米，%）

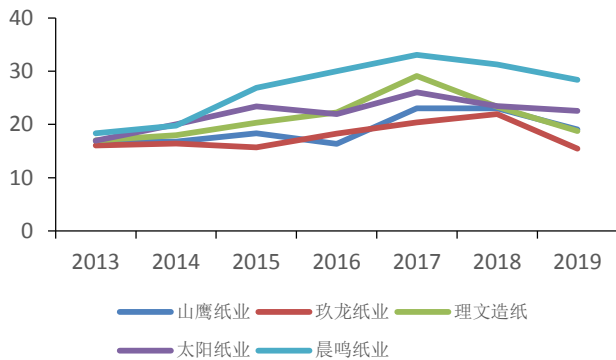


资料来源: 公司年报, 华创证券

（三）毛利率和 ROE 增长显著，周转能力提升显著，资产负债率较高

公司毛利率稳中有升，净利率显著提升。2015 年至 2018 年，毛利率稳中有升，维持在 13% 上下；净利率 2016 年为 2.96%，2017 年上升至 11.91%，上升了 8.60pct，2018 年继续抬升至 14.10%，显著超过同业水平。这得益于公司各个环节成本管控能力的提升。

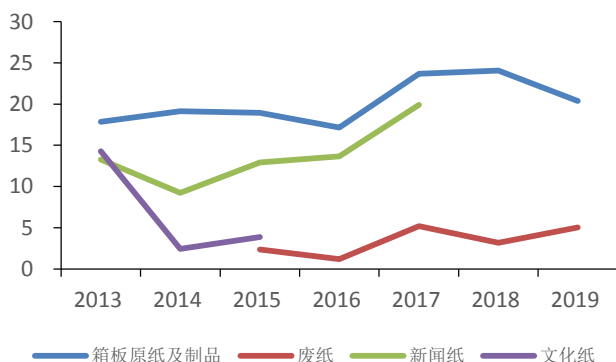
图表 34 山鹰纸业毛利率同业对比（%）



资料来源：Wind，华创证券

山鹰纸业各纸种毛利率呈上升趋势，2019 年受纸价下跌影响有所下滑。公司箱板纸及制品毛利率从 2013 年 17.85% 提升至 2017 年 23.69%，新闻纸毛利率从 2013 年 13.29% 提升至 2017 年 19.9%，2017 年特种纸毛利率为 36.38%。2019 年山鹰纸业原纸/纸制品/再生纤维毛利率分别为 22.26%/13.12%/5.06%，较 2018 年-4.33pct/-0.10pct/+1.87pct，主要系 2019 年箱板纸价下跌影响。相对比行业其他造纸企业箱板纸毛利率，2019 年博汇纸业箱板纸毛利率 5.2%，太阳纸业箱板纸毛利率 18.85%，华泰股份 15.56%，山鹰纸业原纸毛利率位于较高水平。

图表 36 山鹰纸业各纸种毛利率对比（%）

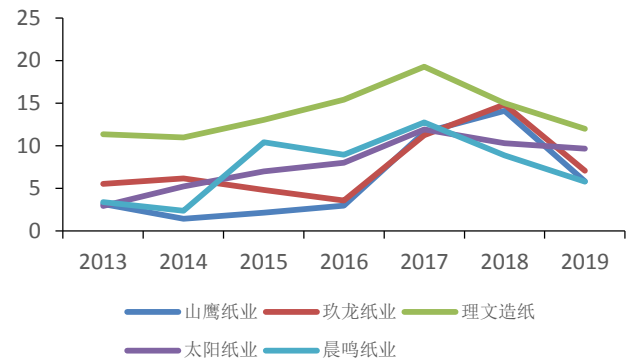


资料来源：Wind，华创证券

公司费用率位于行业较高水平，近三年有所改善。近三年销售费用、管理费用、财务费用分别维持在 5%、4%、4% 左右水平。2019 年公司销售费用率为 4.63%，同比提升 0.67pct；财务费用率为 1.9%，同比下降 1.13pct；管理费用率为 6.95%，同比提升 1.01pct。

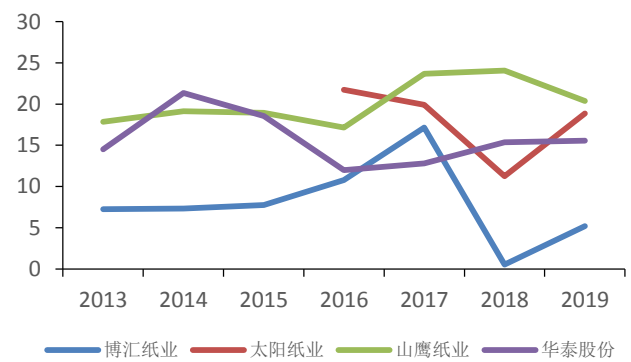
公司资产负债率高于同业的玖龙纸业、理文造纸等，2019 年资产负债率为 64.99%，同比提升 2.69pct，主要系发行短期融资券、可转换公司债券、并购贷款等负债增加所致。

图表 35 山鹰纸业净利率同业对比（%）

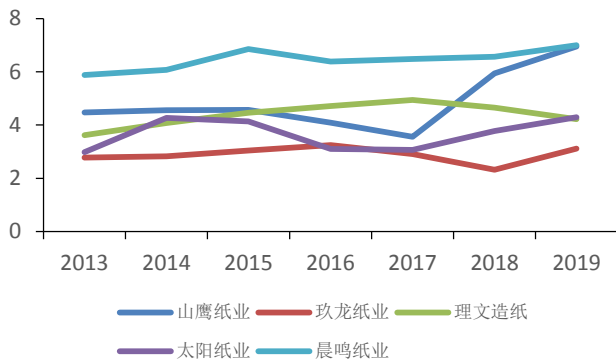


资料来源：Wind，华创证券

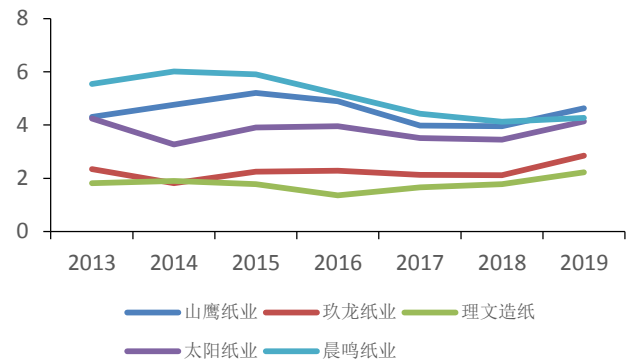
图表 37 山鹰纸业箱板纸毛利率同业对比（%）



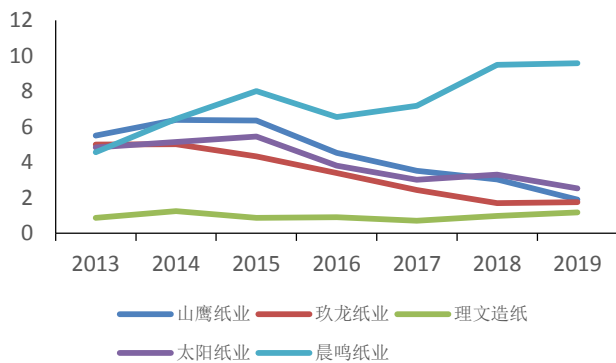
资料来源：Wind，华创证券

图表 38 山鹰纸业管理费用率同业对比（%）


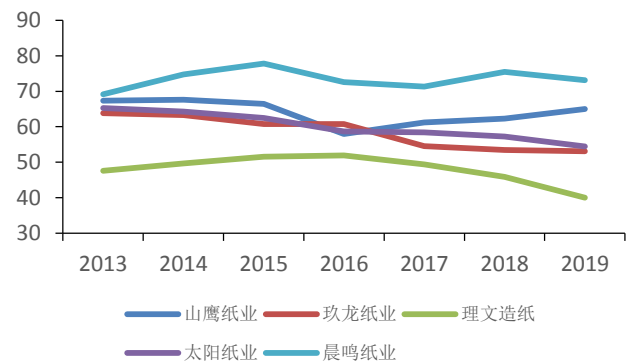
资料来源：Wind，华创证券

图表 39 山鹰纸业销售费用率同业对比（%）


资料来源：Wind，华创证券

图表 40 山鹰纸业财务费用率同业对比（%）


资料来源：Wind，华创证券

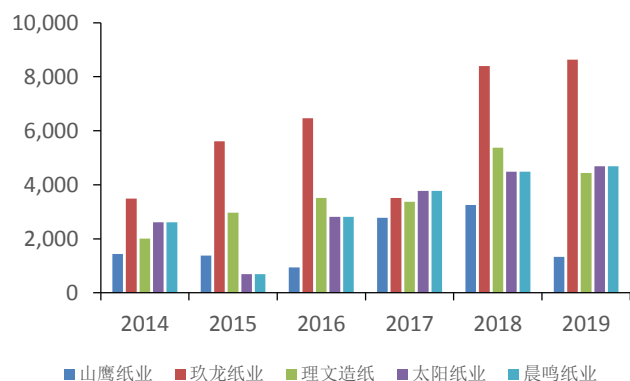
图表 41 山鹰纸业资产负债率同业对比（%）


资料来源：Wind，华创证券

最近三年，公司主营业务稳定，财务状况良好，销售收现增加，经营活动产生的现金流量充足，具有较强的偿债能力。公司经营性现金流净额 2019 年为 13.35 亿元，较 2018 年 32.48 亿，下降 58.9%，位于行业较低水平。2019 年山鹰纸业 / 玖龙纸业 / 理文造纸 / 太阳纸业 / 晨鸣纸业经营活动现金流净额 / 营业收入分别为 5.74%/15.81%/18.26%/20.59%/40.25%，山鹰纸业 / 太阳纸业 / 晨鸣纸业经营活动现金流净额 / 净利润分别为 0.99/2.13/6.98，公司经营活动现金流净额 / 营业收入及山鹰纸业经营性现金净流量 / 净利润对比位于行业较低水平。

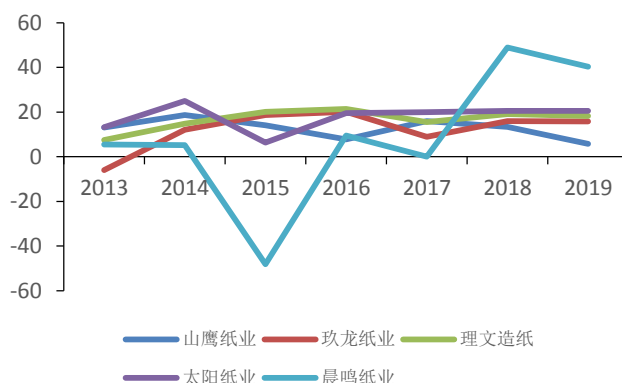
受造纸行业纸价下跌，行业整体 ROE 在 2019 年呈下降趋势。2019 年山鹰纸业 ROE 为 9.87%，同比下降 17.34pct；玖龙纸业 ROE 为 10.49%，同比下降 13.39pct；理文造纸 ROE 为 13.8%，同比下降 7.86pct；太阳纸业 ROE 为 16.04%，同比下降 3.5pct；晨鸣纸业 ROE 为 6.6%，同比下降 2.9pct。山鹰纸业 ROE 位于行业中等水平。

图表 42 山鹰纸业经营活动现金流净额（百万元）



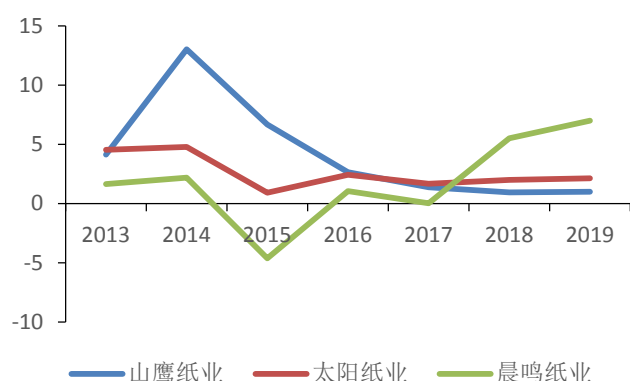
资料来源：Wind，华创证券

图表 43 山鹰纸业经营活动现金流净额/营业收入对比



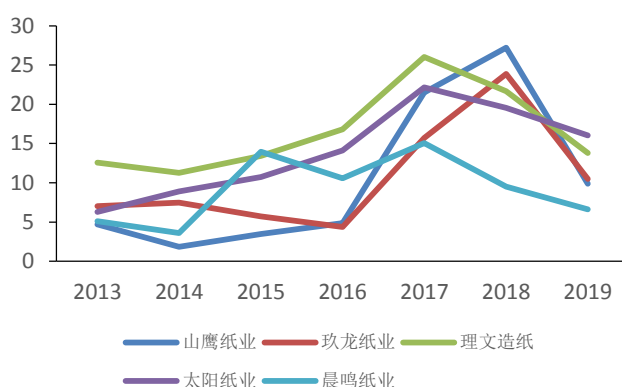
资料来源：Wind，华创证券

图表 44 山鹰纸业经营性现金净流量/净利润对比



资料来源：Wind，华创证券

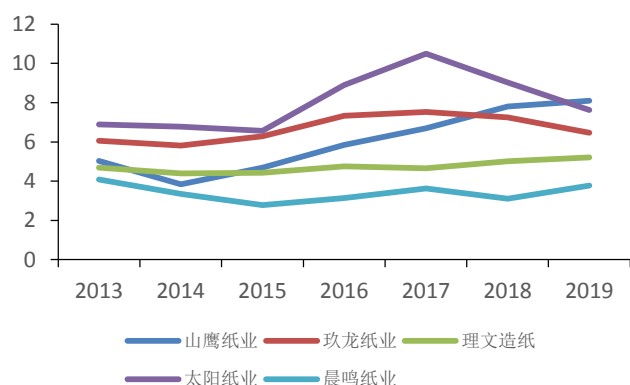
图表 45 山鹰纸业 ROE 同业对比（%）



资料来源：Wind，华创证券

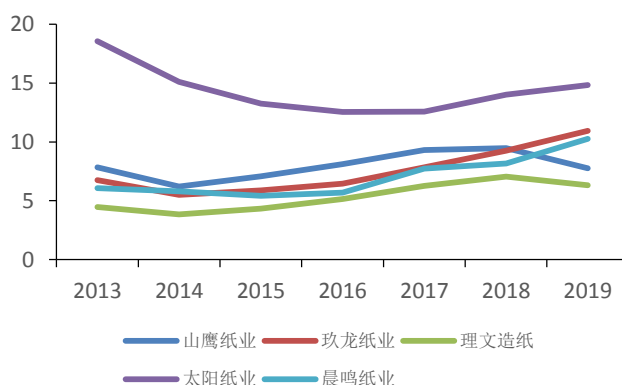
公司营运能力稳定，周转能力提升显著。2015 年以来公司营运能力显著提升，在同业中处于较高水平。公司 2019 年应收账款周转率 7.75 次，存货周转率 8.09 次，位于行业中等水平，这是因为公司通过和各大船运公司建立合作伙伴关系和海外并购等方式，提高了公司的议价能力和灵活性。

图表 46 山鹰纸业存货周转率同业对比



资料来源：Wind，华创证券

图表 47 山鹰纸业应收账款周转率同业对比



资料来源：Wind，华创证券

四、剥离融资租赁，聚焦主业发展

山鹰（上海）融资租赁有限公司成立于 2016 年 4 月 22 日，公司及全资子公司环宇国际分别持有融资租赁公司 75% 和 25% 股权。融资租赁公司的经营范围包括：融资租赁业务；租赁业务；向国内外购买租赁财产；租赁财产的残值处理及维修；租赁交易咨询和担保；从事与主营业务有关的商业保理业务。融资租赁公司 2019 年业务运行稳定，但在 2020 年一季度中，受新冠疫情影响，其部分客户出现流动性问题，导致融资租赁公司部分应收融资租赁款和应收保理款在一季度出现风险，融资租赁公司于 2020 年一季度相应计提减值准备，致使 2020 年一季度出现亏损，净利润为-3903.37 万元。为聚焦主业发展，控制类金融业务风险，降低新冠疫情给公司带来的不确定性，2020 年 4 月 12 日，公司及公司全资子公司环宇国际与福建泰盛实业有限公司及其关联方泰盛（香港）国际控股有限公司签署了《股权转让协议》。公司拟将其持有的山鹰（上海）融资租赁有限公司的 75% 内资股转让给泰盛实业，环宇国际拟将其持有的融资租赁公司 25% 外资股转让给香港泰盛，股权转让价格为人民币 56000 万元，较评估值高 1400 万元。交易完成后，公司将不再持有融资租赁公司股权，融资租赁公司将不再纳入公司合并报表范围。本次股权转让是基于公司聚焦主业的战略发展需要，有利于实现公司资源的有效配置，合理防控类金融业务风险，降低新冠疫情给公司带来的不确定性。未来公司将充分发挥龙头企业优势地位，加快产业链垂直整合，做强做大做深主营业务，提升公司盈利能力和核心竞争力。

图表 48 融资租赁公司 2019 年及 2020 年 Q1 主要财务指标（万元）

主要财务指标	2019 年 12 月 31 日	2020 年 3 月 31 日
资产总额	267382.78	263846.93
负债总额	211466.02	211833.55
所有者权益	55916.76	52013.39
主要财务指标	2019 年度	2020 年 1-3 月
营业收入	27855.20	4619.68
营业利润	6673.95	-5202.97
利润总额	6673.70	-5202.97
净利润	4957.11	-3903.37

资料来源：公司公告，华创证券

五、看好公司聚焦主业，海外原材料布局带来业绩弹性，维持“强推”评级

公司剥离租赁业务，聚焦主业发展，盈利能力和核心竞争力料将进一步提升。随着限塑令及废纸政策推动，公司海外布局将逐步发挥成本优势，我们调整公司盈利预测 2020-2022 年归母净利润 14.35/15.75/17.39 亿元至 13.17/16.44/19.80 亿元，对应 PE 分别 10/8/7 倍，因公司未来三年迎来箱板纸产能投放大年，以及云印产业互联网平台逐步发力，维持 6 元目标价，对应 2020 年 21XPE，维持“强推”评级。

六、风险提示

宏观经济不振导致造纸行业需求疲弱，造纸行业格局发生重大变化。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,709	7,304	9,398	15,104
应收票据	0	0	0	0
应收账款	3,054	3,425	4,062	4,635
预付账款	137	158	188	213
存货	2,176	2,509	2,973	3,379
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	4,234	4,746	5,627	6,418
流动资产合计	14,310	18,142	22,248	29,749
其他长期投资	358	374	402	427
长期股权投资	1,044	1,044	1,044	1,044
固定资产	13,494	16,413	22,987	24,451
在建工程	7,069	7,149	2,713	200
无形资产	1,754	1,579	1,421	1,279
其他非流动资产	4,516	4,509	4,503	4,498
非流动资产合计	28,235	31,068	33,070	31,899
资产合计	42,545	49,210	55,318	61,648
短期借款	11,642	14,089	16,537	18,984
应付票据	275	317	375	426
应付账款	3,810	4,393	5,205	5,915
预收款项	91	102	120	137
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	629	629	629	629
一年内到期的非流动负债	1,185	1,185	1,185	1,185
其他流动负债	766	898	1,038	1,178
流动负债合计	18,398	21,613	25,089	28,454
长期借款	4,862	6,079	7,079	8,079
应付债券	3,755	3,755	3,755	3,755
其他非流动负债	636	619	619	619
非流动负债合计	9,253	10,453	11,453	12,453
负债合计	27,651	32,066	36,542	40,907
归属母公司所有者权益	14,411	16,671	18,315	20,295
少数股东权益	483	473	461	446
所有者权益合计	14,894	17,144	18,776	20,741
负债和股东权益	42,545	49,210	55,318	61,648

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,335	2,610	2,733	3,396
现金收益	2,711	2,940	3,358	4,131
存货影响	299	-333	-464	-406
经营性应收影响	381	-369	-644	-598
经营性应付影响	1,739	636	889	778
其他影响	-3,795	-263	-406	-509
投资活动现金流	-2,818	-3,968	-3,428	-471
资本支出	-5,420	-3,867	-3,191	-422
股权投资	2	0	0	0
其他长期资产变化	2,600	-101	-237	-49
融资活动现金流	2,148	3,953	2,789	2,781
借款增加	4,279	3,664	3,447	3,447
股利及利息支付	-822	-780	-748	-764
股东融资	56	0	0	0
其他影响	-1,365	1,069	90	98

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	23,241	26,062	30,913	35,272
营业成本	18,810	21,690	25,698	29,205
税金及附加	194	218	258	295
销售费用	1,076	1,207	1,432	1,587
管理费用	1,066	1,195	1,356	1,517
研发费用	549	616	731	834
财务费用	441	590	515	552
信用减值损失	-76	0	0	0
资产减值损失	-23	-23	-23	0
公允价值变动收益	-4	-4	-4	0
投资收益	-57	-31	-31	-31
其他收益	625	835	835	835
营业利润	1,569	1,323	1,700	2,086
营业外收入	16	210	209	209
营业外支出	19	19	19	19
利润总额	1,566	1,514	1,890	2,276
所得税	214	207	258	311
净利润	1,352	1,307	1,632	1,965
少数股东损益	-10	-10	-12	-15
归属母公司净利润	1,362	1,317	1,644	1,980
NOPLAT	1,733	1,816	2,077	2,442
EPS(摊薄) (元)	0.30	0.29	0.36	0.43

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-4.6%	12.1%	18.6%	14.1%
EBIT 增长率	-56.9%	4.8%	14.4%	17.6%
归母净利润增长率	-57.5%	-3.4%	24.9%	20.4%
获利能力				
毛利率	19.1%	16.8%	16.9%	17.2%
净利率	5.8%	5.0%	5.3%	5.6%
ROE	9.1%	7.7%	8.8%	9.5%
ROIC	6.5%	5.2%	5.3%	5.6%
偿债能力				
资产负债率	65.0%	65.2%	66.1%	66.4%
债务权益比	148.3%	150.1%	155.4%	157.3%
流动比率	77.8%	83.9%	88.7%	104.6%
速动比率	66.0%	72.3%	76.8%	92.7%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转天数	46	45	44	44
应付账款周转天数	61	68	67	69
存货周转天数	45	39	38	39
每股指标(元)				
每股收益	0.30	0.29	0.36	0.43
每股经营现金流	0.29	0.57	0.59	0.74
每股净资产	3.14	3.63	3.99	4.42
估值比率				
P/E	10	10	8	7
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	13	12	10	8

轻工纺服组团介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500