2020 年 11 月 25 日

宏观研究团队

“转债策论”系列之十：

产业链视角，看造纸包装转债

——宏观深度报告

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

代小笛（联系人）
daixiaodi@kysec.cn
证书编号：S0790120070025

相关研究报告

《宏观经济专题-转债视角，看信用风险》-2020.11.23

《宏观经济专题-疫苗落地的全球经济影响》-2020.11.22

《宏观经济专题-12 年“双 11”，折射消费变迁路》-2020.11.19

● **造纸包装产业链包含纸浆、造纸和包装等环节，相关转债较多、多处在中下游**

造纸产业链包含纸浆、造纸、纸包装等，纸浆和造纸行业集中度较高。纸浆分为木浆和废纸浆，木浆进口依存度高、约 65%，废纸浆进口占比低于 20%。木浆系纸品有双胶纸、铜版纸、白卡纸等，废纸系纸品以箱板瓦楞纸、白板纸为主，其中白卡和铜版行业集中度较高。纸包装处于造纸下游，可分为销售包装、储存运输包装，后者附加值小、毛利率低；纸包装行业集中度低于上下游，议价能力弱。

存量造纸包装产业链转债共 10 只，多分布在产业链中下游。造纸包装产业链存量和预案转债合计超 10 只，存量转债中造纸、纸包装行业各 5 只。已经退市的造纸包装产业链转债共 7 只，最终多触发赎回条款、以转股方式退出市场。从存量个券的机构持仓情况看，公募基金关注度高主要是山鹰、太阳、裕同和合兴等。

● **造纸、包装均是周期性行业，需求和经济景气相关，毛利率主要受纸价影响**

造纸是典型的周期性行业，行业需求和经济高度相关，毛利率主要受纸价影响。2011 年以前，行业需求和纸价波动较大，二者对行业盈利的影响均较大；伴随纸制品需求增速趋缓、波动下降，行业盈利受需求的影响减弱、受纸价的影响边际增强。纸价主要受供需格局、成本等因素的影响；纸制品需求增速放缓、波动下降背景下，近年来供给和成本对纸价的影响增强，需求对纸价的影响有所减弱。

纸包装行业需求量亦和经济景气高度相关，毛利率主要受纸价的影响、通常和纸价反向变化。纸包装行业的需求，主要受家电、食品饮料等下游行业的景气高低影响；不同行业的需求变化差异较大，例如化妆品、消费电子等行业的需求仍在快速增长阶段。由于纸包装行业集中度远低于上下游、议价能力较弱，因此当纸价上行时，行业的毛利率多会受损；即纸包装行业的毛利率多和纸价反向变化。

● **需求修复下，优先关注造纸行业，尤其是行业格局好、需求持续性强的白卡纸**

需求修复下，造纸中短期业绩弹性更大，尤其是竞争格局较好的白卡纸；中长期，造纸和纸包装行业格局或持续改善，细分行业龙头或将受益。1）造纸：经济修复叠加限塑令影响，包装纸尤其是白卡纸需求或持续改善，行业龙头有望受益；党建需求支持下，文化纸龙头或受益。中长期，具有纸浆资源、资金等优势的龙头，或凭借低成本持续提份额。**2）纸包装：**纸价上行下，纸包装盈利弹性或弱于造纸；中长期，具有成本、技术和客户资源等优势的龙头市占率或持续提升。

目前，造纸包装产业链转债价格、溢价率多较低，可关注细分行业的龙头个券：1）造纸：可关注太阳（文化纸龙头，在老挝和广西均有纸浆产能，纸浆自给率达 40%，有望凭借林浆一体化降低成本、提升市占率）；**2）纸包装：**可关注裕同（主要产品是彩盒和说明书，毛利率较高，下游客户均是消费电子、食品饮料等行业的龙头企业）、合兴（箱板瓦楞纸包装龙头，近几年通过并购持续提份额）。

● **风险提示：**宏观经济发生巨大变化，监管政策发生巨大变化。

目 录

1、 造纸包装产业链包含三个环节，相关转债多分布在中下游.....5
1.1、 造纸包装产业链，主要包含纸浆、造纸和包装印刷等三个细分环节.....5
1.2、 造纸包装产业链的存量转债共 10 只，多数分布在产业链的中下游.....11
2、 复盘历史，造纸、包装细分行业的盈利&股价的驱动因素.....14
2.1、 造纸行业盈利主要受纸价影响，后者多受供需格局及成本的驱动.....14
2.2、 包装行业盈利受需求及纸价影响，技术等因素导致企业的盈利分化.....19
2.3、 复盘股价来看，造纸、纸包装行业的表现均和盈利变化高度相关.....22
3、 造纸包装产业链上多为配置型个券，可优先关注龙头个券.....24
3.1、 需求修复下，造纸行业业绩弹性更大，尤其是行业格局好的白卡纸.....24
3.2、 造纸包装产业链转债性价比较高，可重点关注细分行业的龙头个券.....27
4、研究结论.....29
5、风险提示.....30

图表目录

图 1: 造纸包装产业链，主要分为纸浆、造纸和包装印刷等环节.....5
图 2: 造纸行业是污染最大的行业之一(2016 年).....6
图 3: 国内的纸浆消费主要是木浆、废纸浆.....6
图 4: 国内木浆的进口依赖度较高.....6
图 5: 国内废纸浆的进口占比近年来逐年下降.....7
图 6: 2017 年以来，“外废限令”密集发布.....7
图 7: 木浆主要用于生产双胶纸、生活用纸和白卡纸等.....7
图 8: 双胶纸主要用于制作图书、期刊等.....7
图 9: 铜版纸主要用于制作期刊、画册等.....8
图 10: 白卡纸主要用于制作纸盒、名片等.....8
图 11: 白卡纸主要用于药品、香烟等行业.....8
图 12: 铜版纸价格走势和木浆价格基本一致.....8
图 13: 废纸下游消费中，箱板、瓦楞占比较高.....9
图 14: 箱板纸主要用来制作纸箱.....9
图 15: 箱板瓦楞纸制作的纸箱主要下游应用.....9
图 16: 白板纸主要用来做纸盒.....9
图 17: 废纸系纸制品毛利率低于木浆系纸制品.....9
图 18: 箱板瓦楞纸价格走势和国废价格基本一致.....9
图 19: 包装包括纸包装、玻璃包装、金属包装等.....10
图 20: 纸包装可分为储存运输包装和销售包装.....10
图 21: 主营销售包装的企业毛利率高于储存运输包装.....10
图 22: 纸包装行业集中度远低于上下游.....10
图 23: 存量造纸包装产业链的转债共 10 只.....11
图 24: 存量造纸产业链转债多分布在造纸、包装等环节.....11
图 25: 机构持仓家数较多的个券主要是山鹰、太阳等.....12
图 26: 机构持仓规模较大的个券主要是太阳、山鹰.....12
图 27: 历史上，造纸包装行业转债多以转股方式退出.....12

图 28: 造纸行业转债的历史表现 13
图 29: 纸包装行业转债的历史表现 13
图 30: 山鹰转债（2003）曾经下修 5 次 13
图 31: 博汇转债曾经下修 2 次，在负溢价率下实现转股 13
图 32: 山鹰转债（2007）曾经下修 1 次 13
图 33: 晨鸣转债曾经下修 1 次 13
图 34: 恒丰转债 2015 年 3 月发布赎回公告后退市 14
图 35: 齐峰转债 2015 年 5 月触发赎回条款后退市 14
图 36: 纸制品的需求主要受宏观经济影响 14
图 37: 造纸企业的成本中，原材料占比最高 14
图 38: 造纸行业的毛利率和纸价走势一致 15
图 39: 2011 年后，造纸行业盈利受需求量的影响减弱 15
图 40: 2011 年以后，造纸行业盈利受毛利率的影响增强 15
图 41: 造纸行业的盈利受纸价的影响较大 15
图 42: 2012 年后，纸品消费量进入低增长、低波动阶段 16
图 43: 近年来，纸价受需求的影响减弱 16
图 44: 复盘历史，纸价主要受供给、需求和成本的影响 16
图 45: 近年来，造纸行业集中度持续提升 17
图 46: 公司自制木浆成本低于外购浆价约 1000 元/吨 17
图 47: 太阳和晨鸣的文化纸毛利率显著较高 17
图 48: 晨鸣的白卡纸毛利率显著较高 17
图 49: 相对博汇，太阳的原材料成本优势明显 17
图 50: 相对博汇，晨鸣的原材料成本优势明显 17
图 51: 2017 年以来，国废价格持续维持在高位 18
图 52: 外废的审批额度向龙头企业集中 18
图 53: 纸包装行业的需求和宏观经济相关 19
图 54: 纸包装企业的营业成本中，原材料成本最高 19
图 55: 纸包装行业的毛利率和纸价多呈反向变动 19
图 56: 纸包装行业的盈利和经济景气高度相关 19
图 57: 国内人均包装消费额远低于发达国家 20
图 58: 消费升级的背景下，纸包装行业附加值有望提升 20
图 59: 裕同科技生产的精品礼盒 20
图 60: 主营高端、精品包装企业的毛利率显著较高 20
图 61: 国内包装行业的行业集中度显著低于国外 21
图 62: 近几年，纸包装行业集中度持续提升 21
图 63: 储存运输包装企业的成本中，原材料占比更高 21
图 64: 销售包装企业的研发费用率相对较高 22
图 65: 裕同科技可以为客户提供整体解决方案 22
图 66: 造纸行业的表现领先造纸盈利变化 22
图 67: 包装企业的表现主要受盈利驱动 22
图 68: 市场上行阶段，造纸表现多强于纸包装，市场下行阶段，纸包装多好于造纸行业 23
图 69: 纸价上行阶段，造纸表现多强于纸包装，纸价下行阶段，纸包装多好于造纸行业 23
图 70: 造纸、纸包装行业盈利的变化规律 24
图 71: 2011 年前后，纸包装和造纸行盈利变化规律 24
图 72: 造纸和纸包装行业 ROE 多反向变化 24

图 73: 造纸和纸包装行业毛利率多反向变化 24
图 74: 近期，外盘木浆价格持续处于低位 25
图 75: 当前，白卡纸和木浆价差较高 25
图 76: “限塑令”将加大对白卡纸的替代性需求 25
图 77: 2021 年是建党 100 周年，或带来文化纸增量需求 25
图 78: 当前，国外废价差持续处于高位 26
图 79: 近期，箱板瓦楞纸的价差有所提升 26
图 80: 化妆品行业的增速远高于其他行业 26
图 81: 5G 手机出货量和上新量仍在快速增长 26
图 82: 造纸包装转债市场价和溢价率多较低 27
图 83: 造纸包装行业的正股 PB 估值和 ROE 分布 27
图 84: 太阳纸业的营收主要来源于文化纸和铜版纸 28
图 85: 太阳纸业的文化纸和铜版纸毛利率接近 30% 28
图 86: 山鹰纸业的营收主要来源于箱板瓦楞纸 28
图 87: 山鹰纸业毛利率在 15%左右 28
图 88: 裕同科技的营收主要来源于彩盒等 29
图 89: 裕同科技的毛利率较高、约为 30% 29
图 90: 合兴的营收来源主要来源于纸箱和纸板等 29
图 91: 合兴的毛利率较低、在 15%左右 29

表 1: 造纸行业的进入门槛较高 6
表 2: 木浆系纸品中，白卡纸和铜版纸的行业集中度较高（万吨，估计数据，2019 年） 7
表 3: 废纸系纸品的行业集中度相对较低（万吨，估计数据，2019 年） 8
表 4: 存量造纸包装转债多在 2019、2020 年上市 11
表 5: 历史上已经退市的造纸包装产业链转债 12
表 6: 部分纸企的上游纸浆产能布局情况（木浆系） 18
表 7: 部分纸企的上游纸浆产能布局情况（废纸系） 18
表 8: 近年来，包装行业龙头进行大量并购重组 21
表 9: 主要木浆系公司的纸、浆产能 25
表 10: 纸包装企业的客户拓展情况（单位：亿元） 27

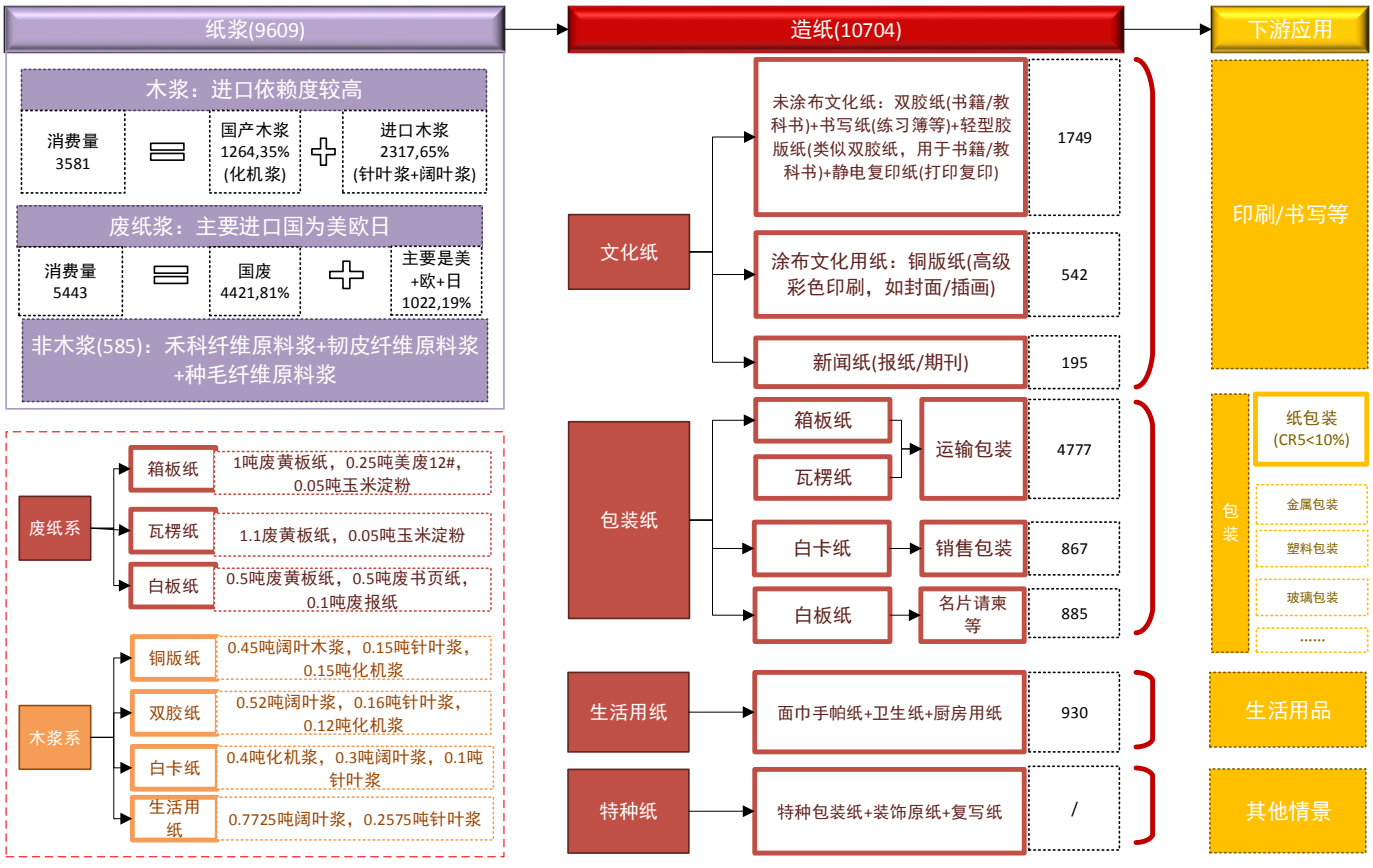
造纸包装转债中的龙头公司较多、市场关注度高。本文将结合细分行业的盈利驱动逻辑、公司经营状况以及转债的特征，对相关行业的转债进行详细梳理。

1、 造纸包装产业链包含三个环节，相关转债多分布在中下游

1.1、 造纸包装产业链，主要包含纸浆、造纸和包装印刷等三个细分环节

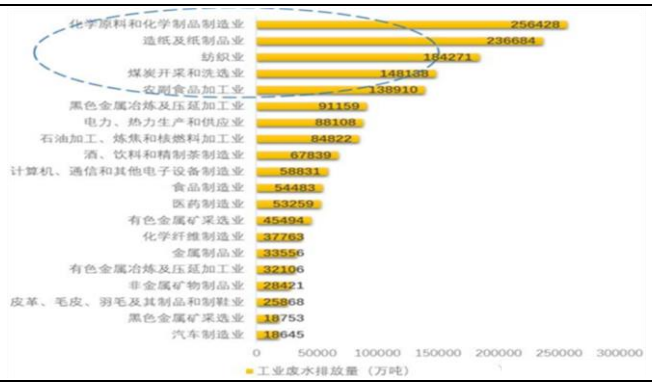
造纸包装产业链，主要包含上游纸浆、中游造纸和下游纸包装&印刷等三个环节。上游纸浆主要分为木浆、废纸浆和非木浆，木浆和废纸浆用量占比较大；其中，木浆的进口依赖度较高、接近 65%，废纸浆的进口占比不到 20%。中游造纸行业，按原材料分为木浆系纸品（双胶纸、铜版纸、白卡纸等）、废纸系纸品（箱板瓦楞纸、白板纸等），按用途分为文化纸、包装纸、生活用纸等，其中包装纸和文化纸的消费量占比较大。造纸行业的污染较大，投资的准入门槛较高，行业集中度较高。下游纸包装行业可分为销售包装、储存运输包装，前者附加值大、毛利率较高。纸包装行业的进入门槛相对较低，行业集中度显著低于上游造纸行业，议价能力较弱。

图1：造纸包装产业链，主要分为纸浆、造纸和包装印刷等环节



资料来源：Wind、卓创资讯、开源证券研究所（数字取 2019 年的销量数据，单位为万吨）

图2：造纸行业是污染最大的行业之一(2016 年)



资料来源：中国环境统计年鉴、E20 研究院数据库

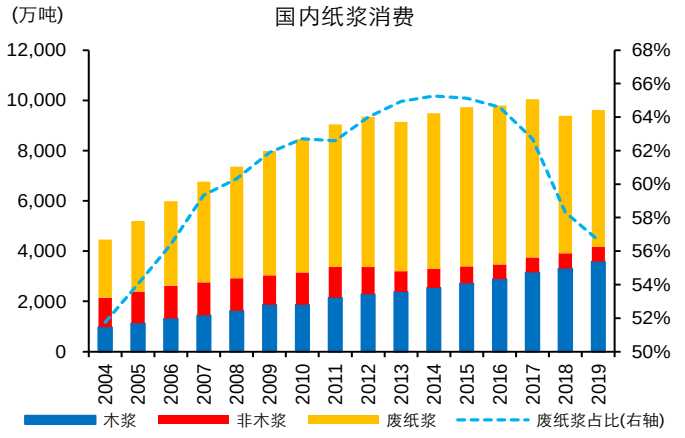
表1：造纸行业的进入门槛较高

类别	详细规定
限制	单条化学木浆 30 万吨/年以下、化学机械木浆 10 万吨/年以下、化学竹浆 10 万吨/年以下的生产线
淘汰	①单条 3.4 万吨/年以下的非木浆生产线 ②单条 1 万吨/年及以下、以废纸为原料的制浆生产线 ③幅宽在 1.76 米及以下并且车速为 120 米/分以下的文化纸生产线 ④幅宽在 2 米及以下并且车速为 80 米/分以下的白板纸、箱板纸及瓦楞纸生产线

资料来源：产业结构调整指导目录（2019 年）

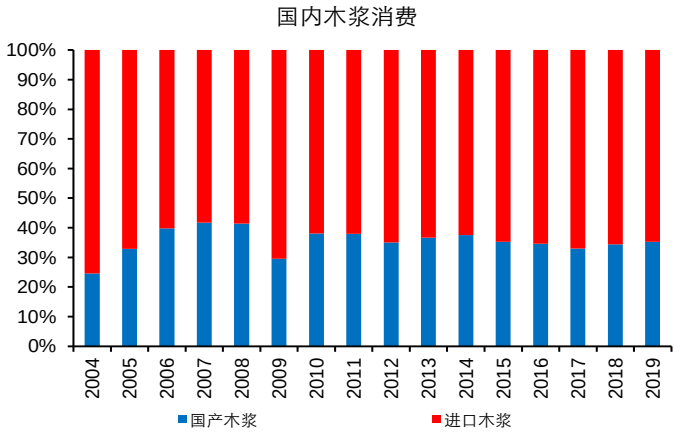
纸浆主要分为木浆、废纸浆和非木浆，其中木浆的进口依存度较高、接近 65%，废纸浆的进口占比受“外废禁令”的影响已降至 20%以下。造纸行业使用的纸浆主要由木浆、废纸浆和非木浆构成，其中木浆和废纸浆的用量占比较大，2019 年的消费量分别为 3581 万吨和 5443 万吨，合计占比约为 94%。木浆的进口依赖度比较高，2019 年的进口木浆约 2317 万吨、进口占比约为 65%，主要进口国为加拿大、巴西和印尼等。受外废禁令影响，2017 年以来进口废纸浆规模持续下降，2019 年进口废纸浆仅约为 1022 万吨、占比不到 20%，主要进口国为美国、英国和日本等。

图3：国内的纸浆消费主要是木浆、废纸浆



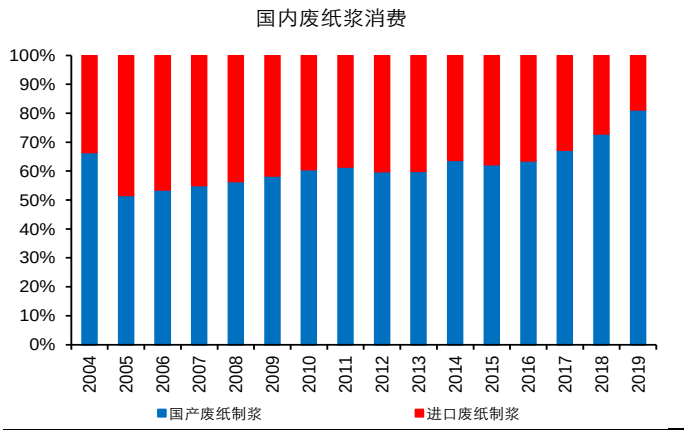
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：国内木浆的进口依赖度较高



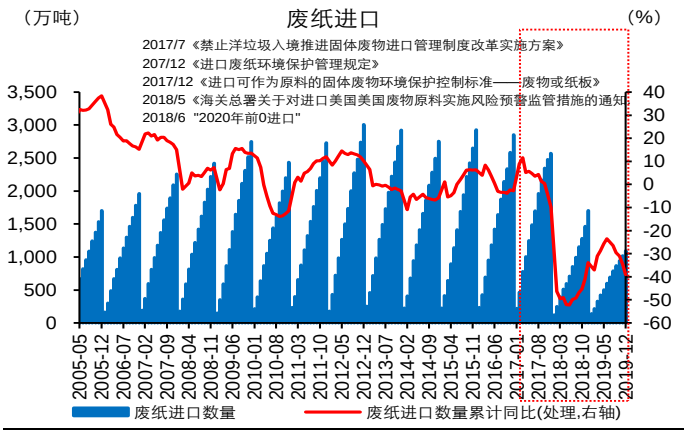
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：国内废纸浆的进口占比近年来逐年下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2017 年以来，“外废限令”密集发布①



数据来源：Wind、开源证券研究所

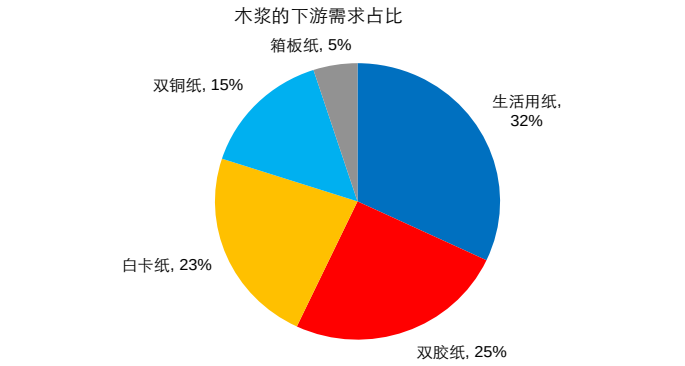
木浆系纸制品主要分为双胶纸、铜版纸、白卡纸等，其中双胶纸的行业集中度较低，铜版纸和白卡纸相对较高。具体来看，双胶纸主要用于教科书、期刊的印刷，行业集中度较低，前五家企业的产能占比约 45%。铜版纸的质量相对较好，多用于杂志彩色内页、广告、包装等高档纸制品的印刷；行业集中度相对较高，前四家的产能占比超过 80%。白卡纸属于包装纸，主要用于制作纸盒、名片、封面、证书、邀请函等，行业集中度也相对较高，前五家的产能占比超过 80%。

表2：木浆系纸品中，白卡纸和铜版纸的行业集中度较高（万吨，估计数据，2019 年）

包装纸	白卡纸产能	金光 APP	博汇纸业	晨鸣纸业	万国太阳	红塔	行业集中度
	1100	310	215	205	150	60	CR5>80%
文化纸	铜版纸产能	金光 APP	晨鸣纸业	太阳纸业	华泰纸业		行业集中度
	700	300	130	80	70		CR4>80%
	双胶纸产能	晨鸣纸业	华泰纸业	太阳纸业	亚太森博	岳阳林纸	行业集中度
	1200	210	80	140	45	70	CR5 约 45%

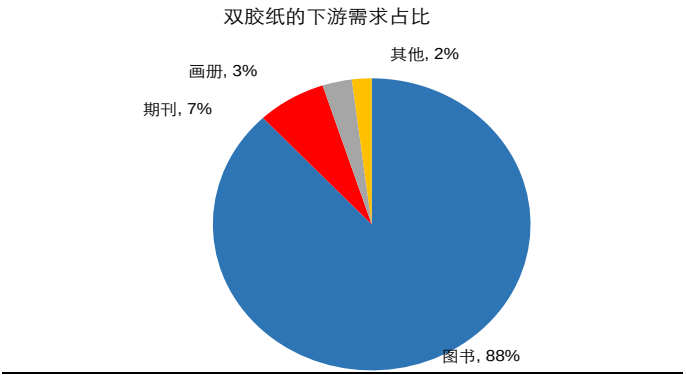
数据来源：卓创资讯、公司公告、中国纸业网、开源证券研究所（行业总产能及各公司的产能数据为估算，与实际值或有差异）

图7：木浆主要用于生产双胶纸、生活用纸和白卡纸等



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

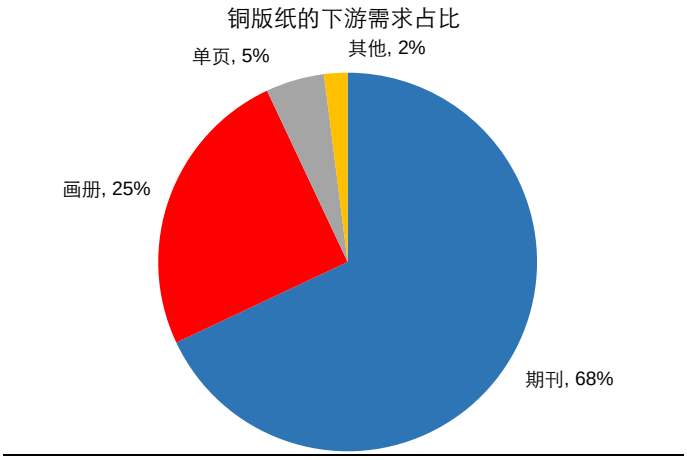
图8：双胶纸主要用于制作图书、期刊等



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

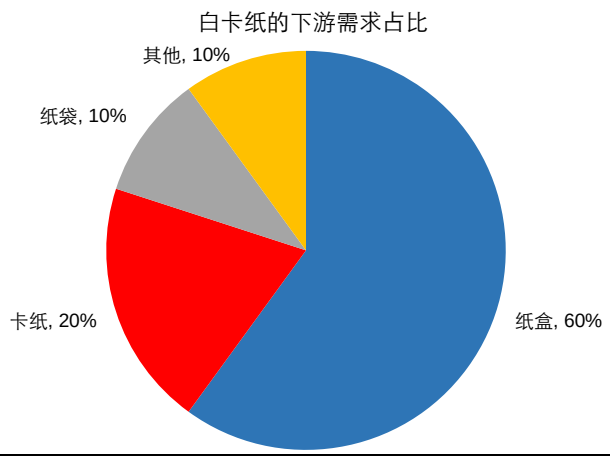
① 国内废纸进口国主要是美国、欧盟、日本等。

图9：铜版纸主要用于制作期刊、画册等



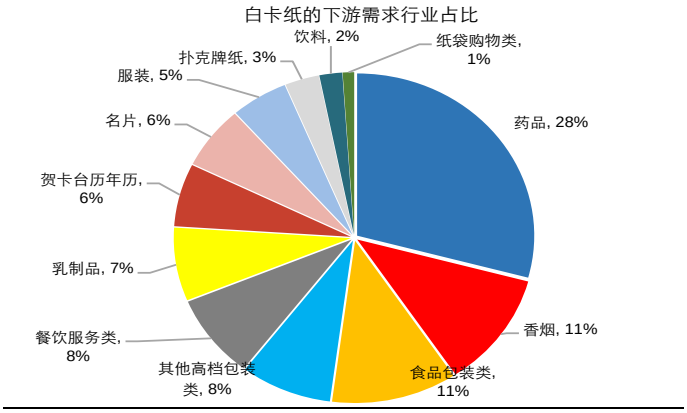
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图10：白卡纸主要用于制作纸盒、名片等



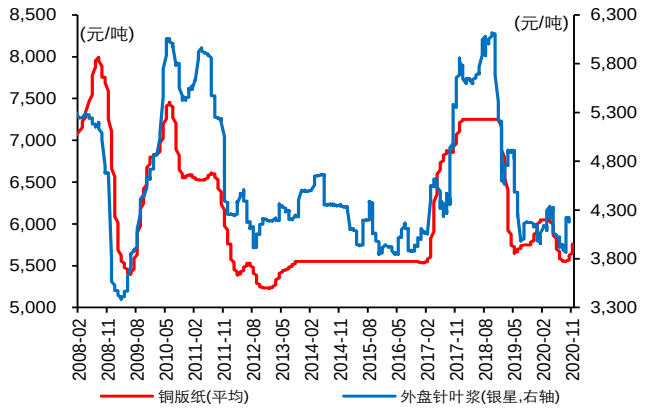
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图11：白卡纸主要用于药品、香烟等行业



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图12：铜版纸价格走势和木浆价格基本一致



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：单位按即期汇率换算，下同）

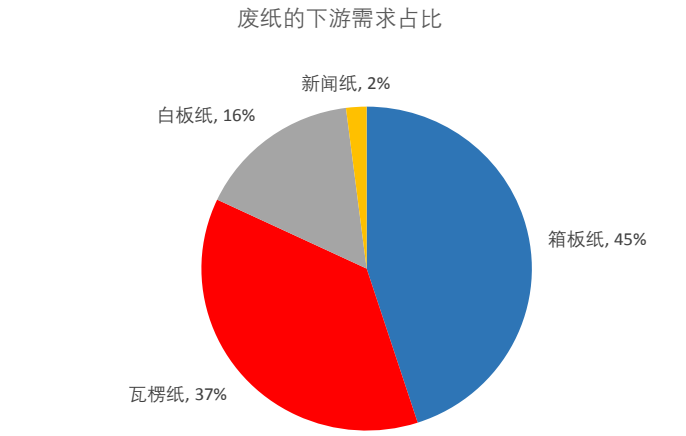
废纸浆系纸制品主要包括箱板瓦楞纸、白板纸等，行业集中度低于白卡纸、双铜纸等木浆系纸品。具体来看，箱板瓦楞纸多用于制作储存运输包装纸箱，其中 60%用于食品饮料、日化用品行业，30%用于家电、电子等行业，2%用于快递包装。箱板瓦楞纸行业集中度较低，前三家企业的产能占比约 30%。白板纸主要用于单面彩印、制作纸盒包装等，下游应用和白卡纸有部分重合。白板纸的行业集中度低于白卡纸、高于箱板瓦楞纸，前四家的产能占比接近 40%。

表3：废纸系纸品的行业集中度相对较低（万吨，估计数据，2019 年）

包装纸	箱板瓦楞纸产能	玖龙纸业	理文造纸	山鹰纸业		行业集中度
	6500	1200	600	400		CR3 超 30%
	白板纸产能	玖龙纸业	理文造纸	联盛（龙海）	东莞建晖纸业	行业集中度
	1200	260	60	60	60	CR4 约 40%

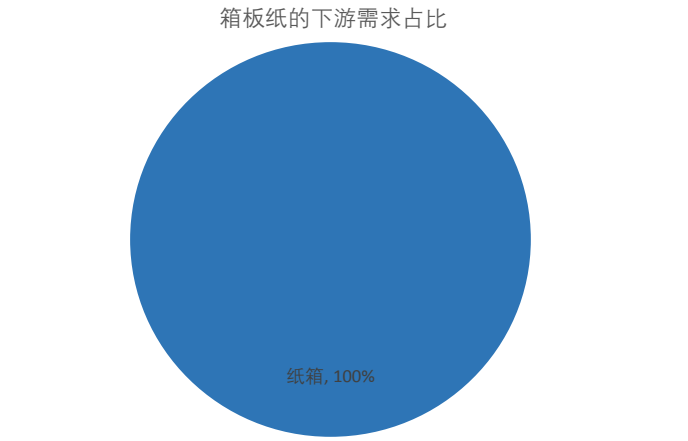
数据来源：卓创资讯、公司公告、中国纸业网、开源证券研究所（行业总产能及各公司的产能数据为估算，与实际值或有差异）

图13：废纸下游消费中，箱板、瓦楞占比较高



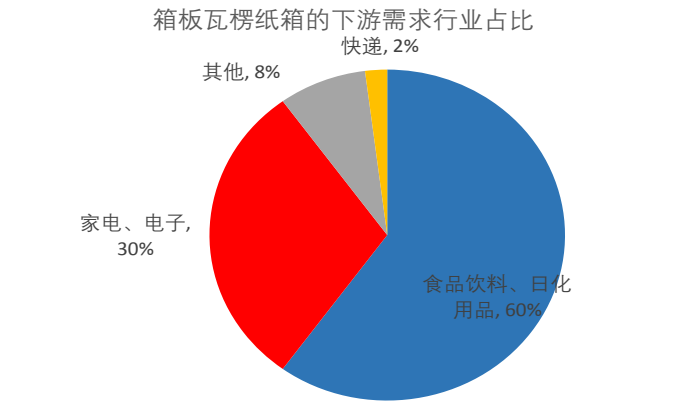
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图14：箱板纸主要用来制作纸箱



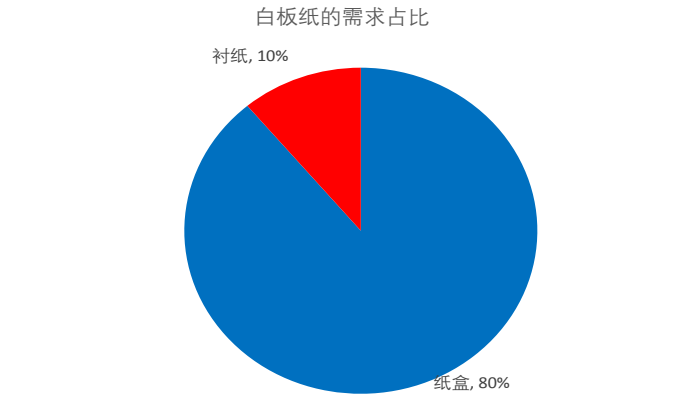
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图15：箱板瓦楞纸制作的纸箱主要下游应用



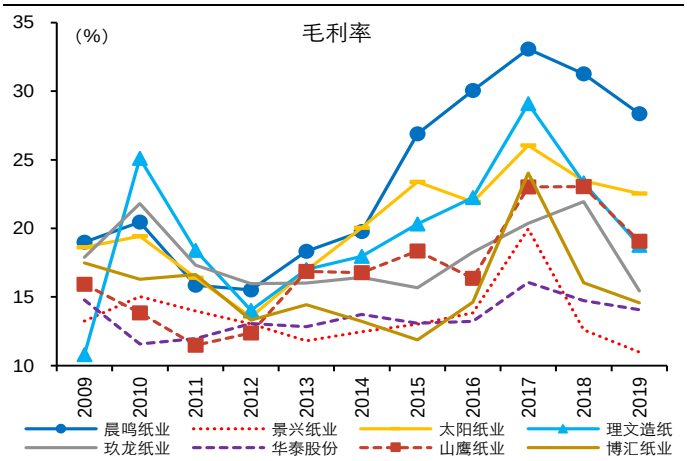
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图16：白板纸主要用来做纸盒



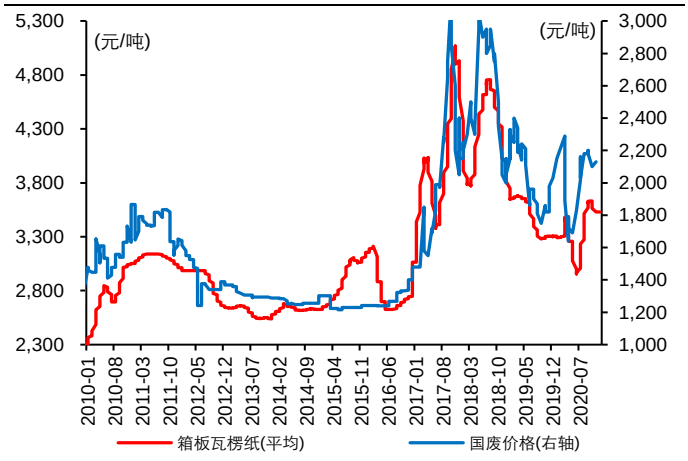
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图17：废纸系纸制品毛利率低于木浆系纸制品



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

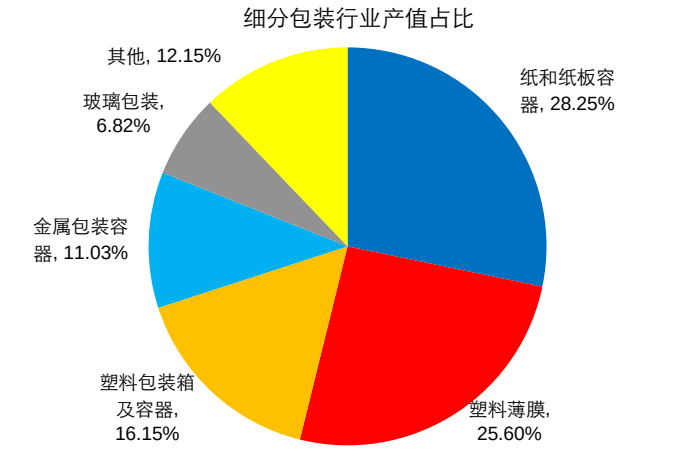
图18：箱板瓦楞纸价格走势和国废价格基本一致



数据来源：Wind、开源证券研究所

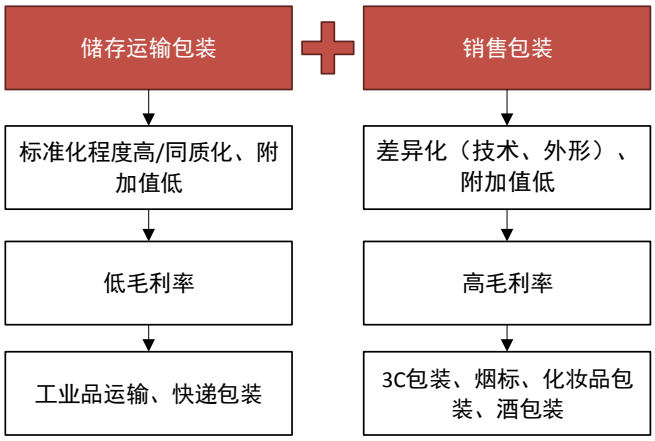
纸包装处于造纸行业的下游，可分为销售包装和储存运输包装等；纸包装行业集中度远低于上下游行业，议价能力较弱。包装主要包括纸包装、塑料包装和金属包装，其中纸包装市场规模占比接近 30%。纸包装行业门槛低、且存在运输半径[②]，因此国内的纸包装行业集中度远低于上下游、CR5 不到 5%，行业议价能力相对较弱。纸包装按照用途分，可分为销售包装和储存运输包装。其中销售包装主要以白卡纸为原材料，绝对价格和毛利率均较高，技术含量、产品品质等也更高；储存运输包装多以废纸系箱板瓦楞纸为原材料，产品较为同质化、毛利率相对较低。

图19：包装包括纸包装、玻璃包装、金属包装等



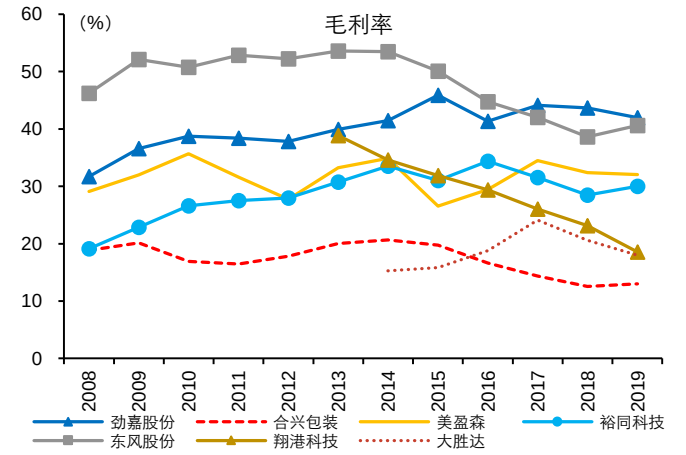
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：纸包装可分为储存运输包装和销售包装



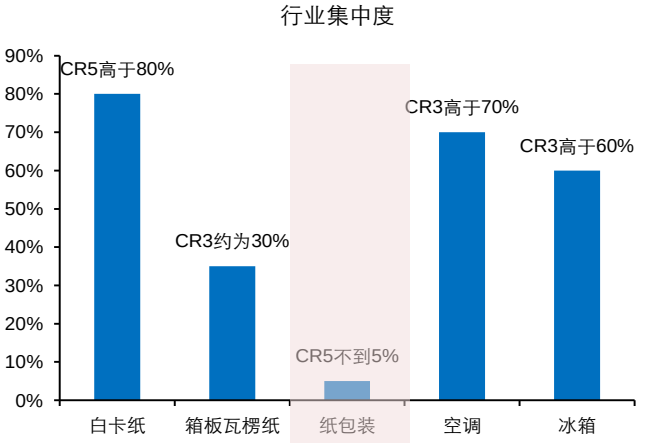
资料来源：开源证券研究所

图21：主营销售包装的企业毛利率高于储存运输包装



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图22：纸包装行业集中度远低于上下游



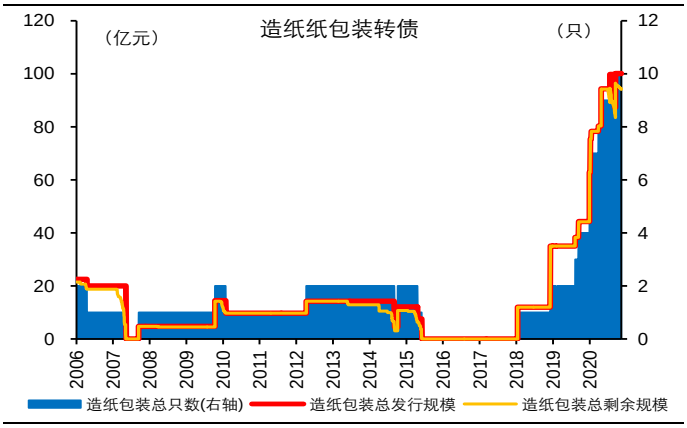
数据来源：前瞻产业研究院、公司公告、开源证券研究所（估算）

[②] 包装产品单价低，但是运输费用贵，因此包装行业存在运输半径，通常在 150 公里以内。

1.2、 造纸包装产业链的存量转债共 10 只，多数分布在产业链的中下游

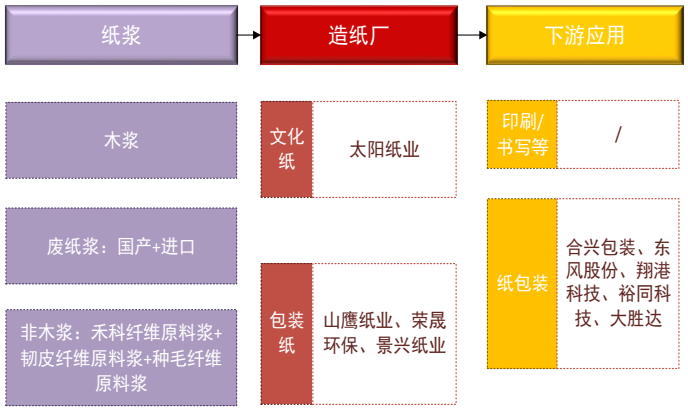
截至 2020 年 11 月 18 日，造纸纸包装产业链上的存量转债共计 10 只，待发转债有 1 只。目前，造纸包装产业链上的转债只数较多，存量和预案合计超过 10 只，多在 2019、2020 年发行上市。具体来看，造纸转债主要有文化纸行业的太阳转债等，包装纸行业的山鹰转债、鹰 19 转、荣晟转债等；纸包装行业的主要有合兴转债、东风转债、翔港转债、裕同转债等。另外，华泰股份的转债仍处于预案阶段。

图23：存量造纸包装产业链的转债共 10 只



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：存量造纸产业链转债多分布在造纸、包装等环节



资料来源：开源证券研究所

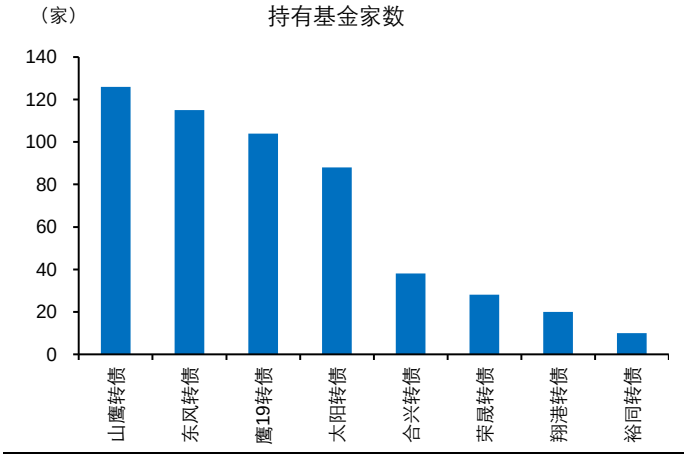
表4：存量造纸包装转债多在 2019、2020 年上市

转债名称	中信三级	发行总额(亿元)	上市日期	赎回条款	下修条款	回售条款
太阳转债	造纸Ⅲ	12.00	2018/1/16	(15/30，130)	(15/30，85)	(30/30，70)
山鹰转债	造纸Ⅲ	23.00	2018/12/10	(15/30，130)	(15/30，80)	(30/30，70)
荣晟转债	造纸Ⅲ	3.30	2019/8/13	(15/30，130)	(10/20，90)	(30/30，70)
合兴转债	纸包装	5.96	2019/9/16	(15/30，130)	(15/30，90)	(30/30，70)
鹰 19 转债	造纸Ⅲ	18.60	2020/1/3	(15/30，130)	(15/30，80)	(30/30，70)
东风转债	纸包装	2.95	2020/1/20	(15/30，130)	(15/30，85)	(30/30，70)
翔港转债	纸包装	2.00	2020/3/31	(15/30，120)	(15/30，90)	(30/30，70)
裕同转债	纸包装	14.00	2020/4/28	(15/30，130)	(10/20，90)	(30/30，70)
胜达转债	纸包装	5.50	2020/7/23	(15/30，130)	(10/20，90)	(30/30，70)
景兴转债	造纸Ⅲ	12.80	2020/9/18	(15/30，130)	(15/30，80)	(30/30，80)

资料来源：Wind、开源证券研究所

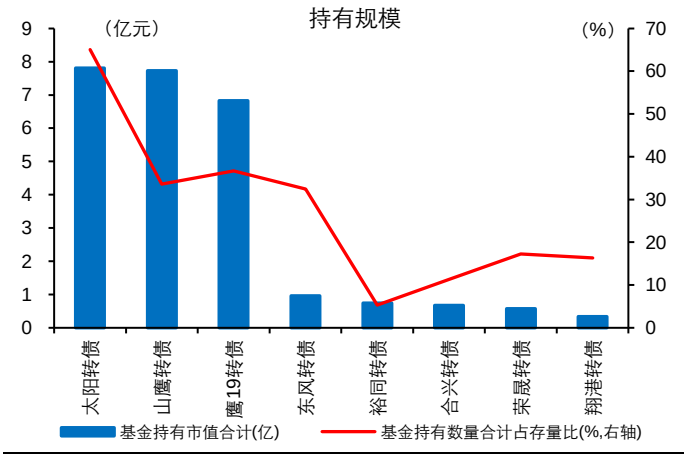
从机构持仓家数和规模来看，公募基金关注度较高主要是山鹰、太阳等个券。存量造纸产业链转债多为行业龙头企业，市场关注度较高。具体从公募基金持仓家数和规模看，截至 2020 年三季度，基金持仓家数较多的是山鹰转债、东风转债、鹰 19 转债以及太阳转债，持仓家数分别为 126、115、104、88 家；持仓规模较大的主要是太阳转债、山鹰转债、鹰 19 转债，持仓规模分别为 7.81、7.73、6.83 亿元。

图25：机构持仓家数较多的个券主要是山鹰、太阳等[③]



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：机构持仓规模较大的个券主要是太阳、山鹰



数据来源：Wind、开源证券研究所

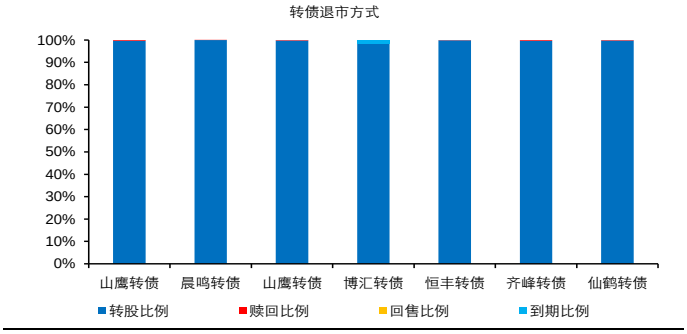
历史上，退市的可转债共计 7 只，大多以转股的方式退出。历史上，造纸纸包装行业转债走势和正股高度一致。已经退市的转债主要在 2010 年之前发行，主要有山鹰（2003）、晨鸣、山鹰（2007）、博汇、恒丰、齐峰和仙鹤，7 只转债均实现 90%以上转股。山鹰 2003、博汇、山鹰 2007 和晨鸣的退出历程较为坎坷，均曾发生过下修；其中，山鹰 2003 曾迫于回售压力下修过 5 次。恒丰、齐峰的退市历程较为顺利，均在 2015 年的牛市中发布赎回公告后转股退市。

表5：历史上已经退市的造纸包装产业链转债

转债名称	正股简称	行业	发行总额(亿)	发行公告日	停止交易日
山鹰转债	山鹰纸业	造纸Ⅲ	2.50	2003/6/11	2006/4/18
晨鸣转债	晨鸣纸业	造纸Ⅲ	20.00	2004/9/10	2007/5/11
山鹰转债	山鹰纸业	造纸Ⅲ	4.70	2007/8/31	2010/1/29
博汇转债	博汇纸业	造纸Ⅲ	9.75	2009/9/21	2014/9/5
恒丰转债	恒丰纸业	造纸Ⅲ	4.50	2012/3/21	2015/4/24
齐峰转债	齐峰新材	造纸Ⅲ	7.60	2014/9/11	2015/6/5
仙鹤转债	仙鹤股份	造纸Ⅲ	12.50	2019/12/12	2020/9/10

数据来源：Wind、开源证券研究所

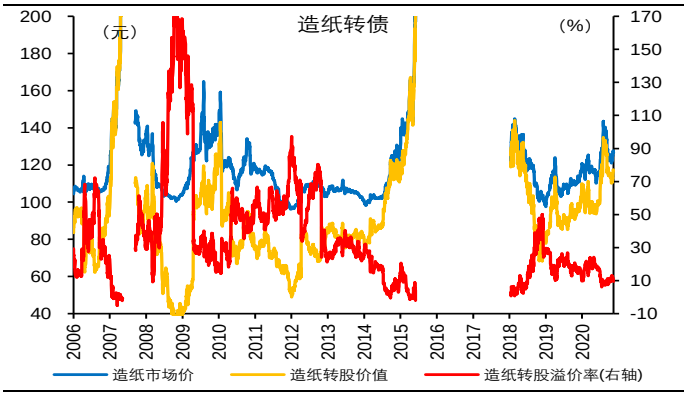
图27：历史上，造纸包装行业转债多以转股方式退出



数据来源：Wind、开源证券研究所

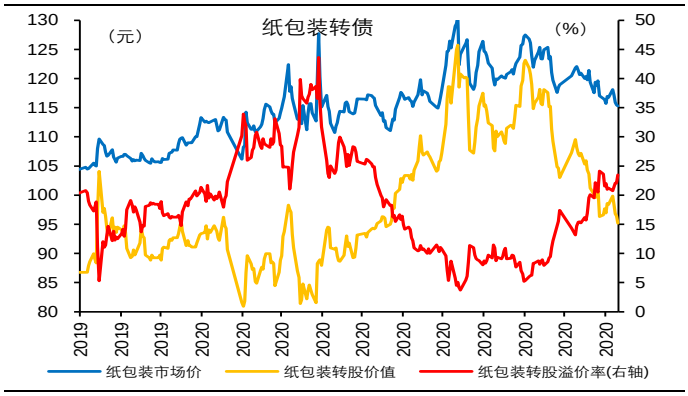
[③] 由于基金披露口径，此处的数据或与真实情况存在差异。

图28：造纸行业转债的历史表现



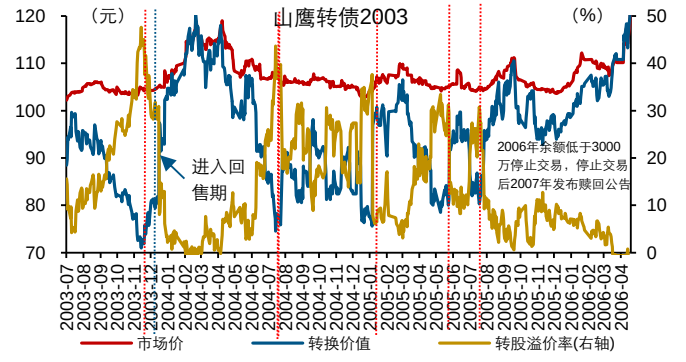
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：纸包装行业转债的历史表现



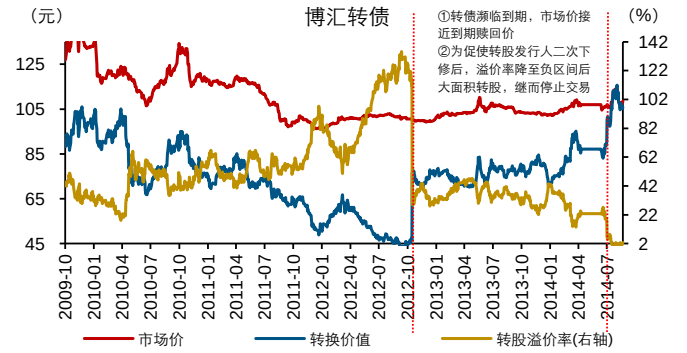
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：山鹰转债（2003）曾经下修 5 次



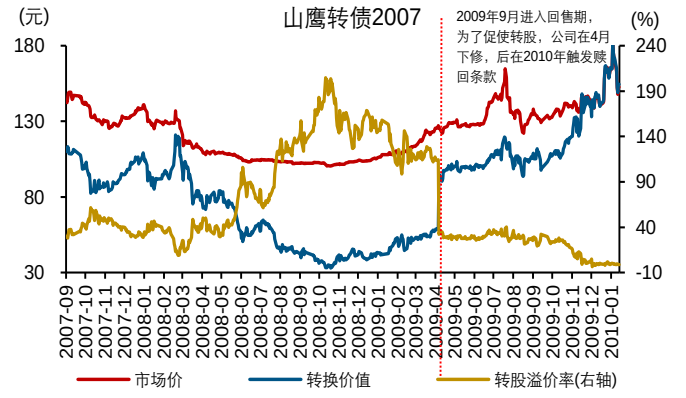
数据来源：Wind、公司公告 、开源证券研究所

图31：博汇转债曾经下修 2 次，在负溢价率下实现转股



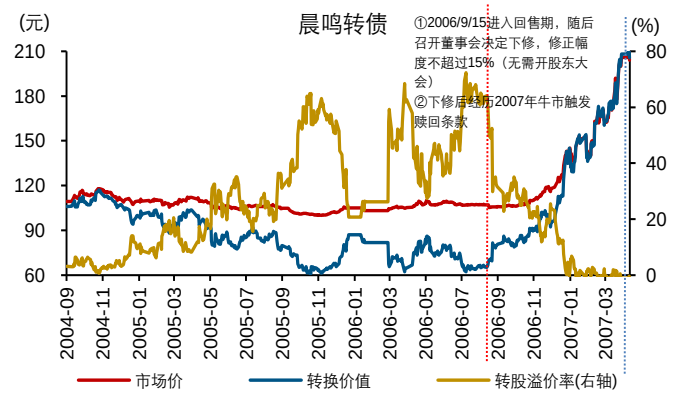
数据来源：Wind、公司公告 、开源证券研究所

图32：山鹰转债（2007）曾经下修 1 次



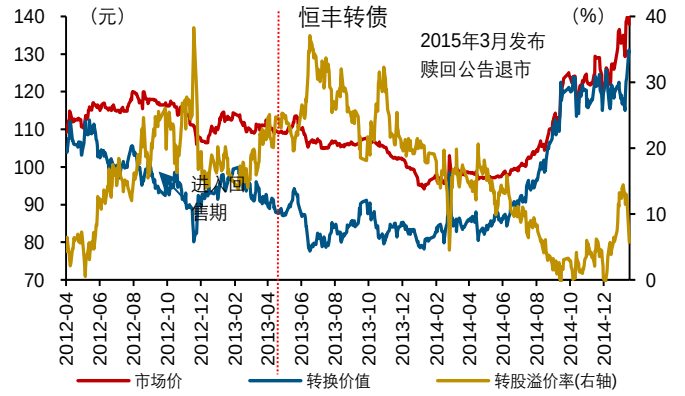
数据来源：Wind、公司公告 、开源证券研究所

图33：晨鸣转债曾经下修 1 次



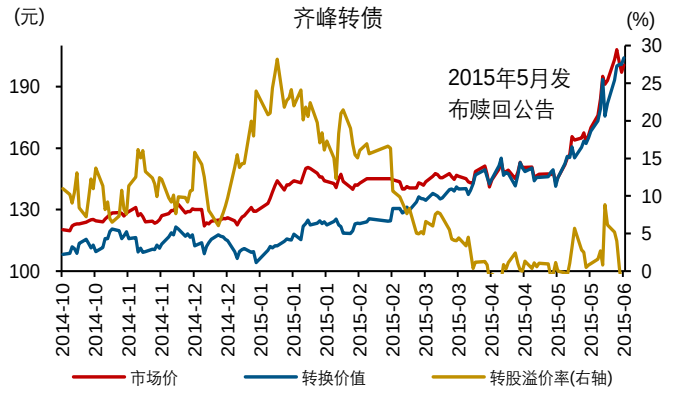
数据来源：Wind、公司公告 、开源证券研究所

图34：恒丰转债 2015 年 3 月发布赎回公告后退市



数据来源：Wind、公司公告 、开源证券研究所

图35：齐峰转债 2015 年 5 月触发赎回条款后退市



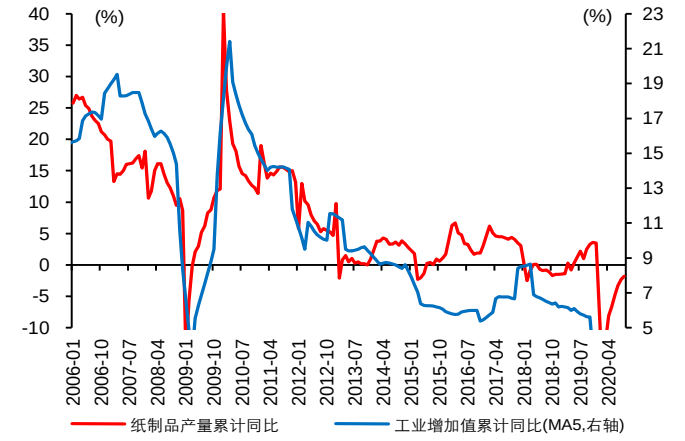
数据来源：Wind、公司公告 、开源证券研究所

2、 复盘历史，造纸、包装细分行业的盈利&股价的驱动因素

2.1、 造纸行业盈利主要受纸价影响，后者多受供需格局及成本的驱动

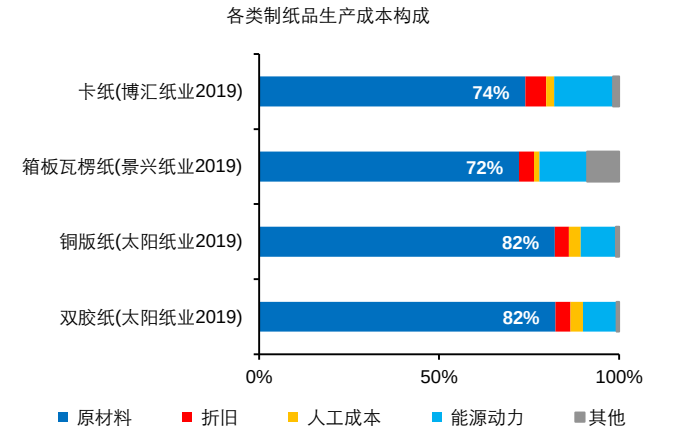
造纸是典型的周期性行业，行业需求和经济高度相关，毛利率主要受纸价影响。纸制品的需求量，和经济景气的变化高度一致；行业毛利率主要受纸价影响、一般和纸价同向变化。2011 年以前，经济波动大，行业盈利受需求和纸价的影响均较大。伴随纸制品需求增速逐渐趋缓、波动大幅下降，2011 年以后造纸行业的盈利受需求影响逐渐减弱、受纸价影响边际增强。纸价主要受供需格局、成本等因素的影响；2011 年以前，需求对纸价的影响较大；伴随纸制品的需求增速趋缓、波动下降，供给和成本对纸价的影响逐渐增强。

图36：纸制品的需求主要受宏观经济影响



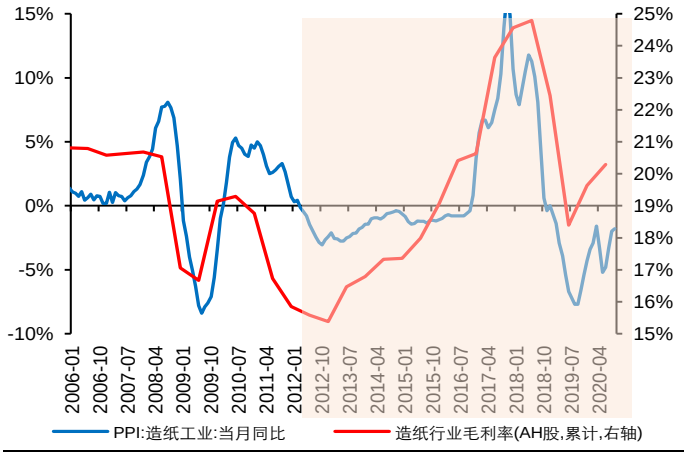
数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：造纸企业的成本中，原材料占比最高



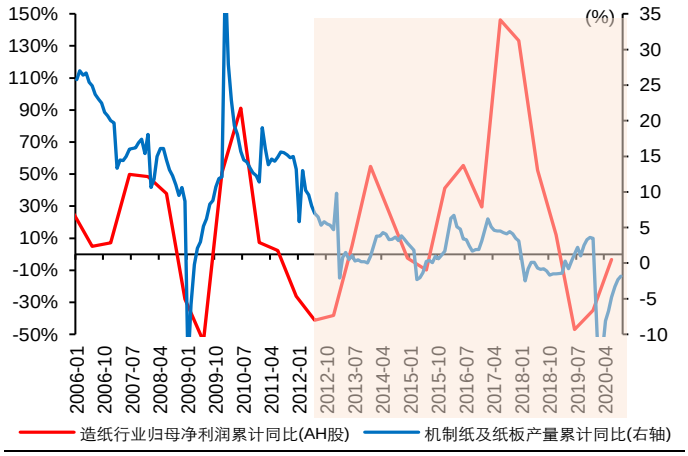
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图38：造纸行业的毛利率和纸价走势一致



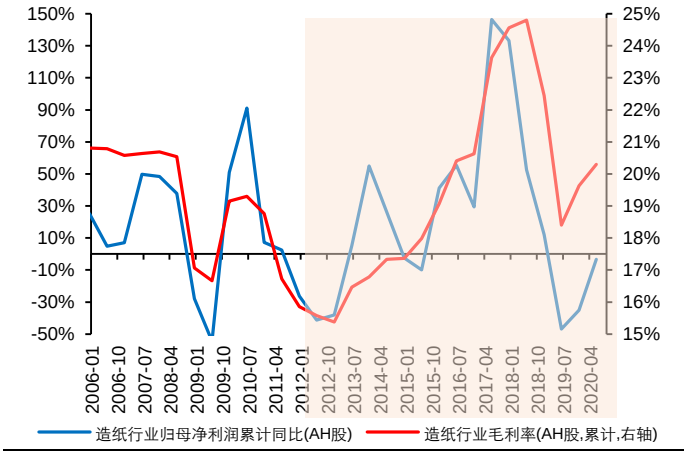
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：2011 年后，造纸行业盈利受需求量的影响减弱



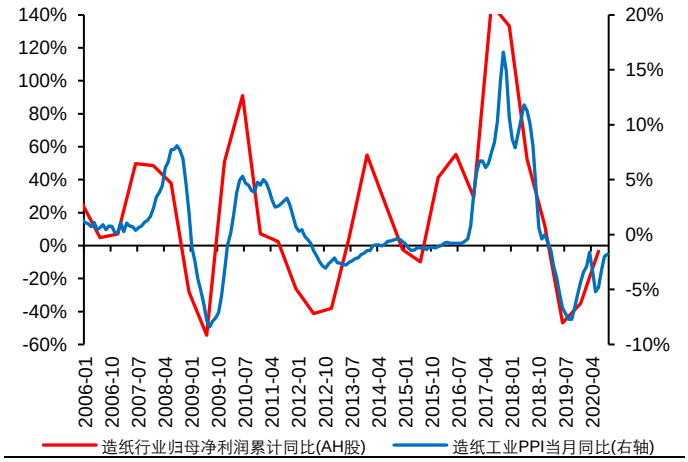
数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：2011 年以后，造纸行业盈利受毛利率的影响增强



数据来源：Wind、开源证券研究所

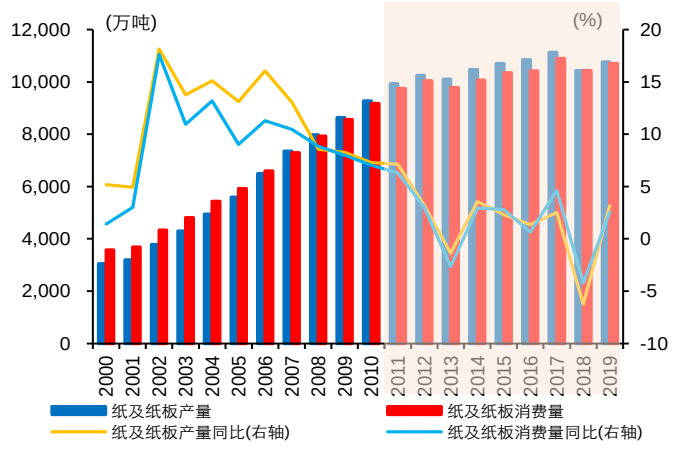
图41：造纸行业的盈利受纸价的影响较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

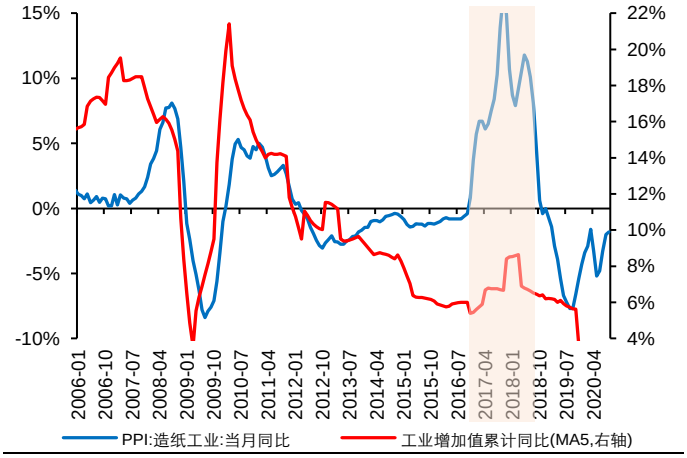
纸价主要受供需关系和成本的影响；伴随需求增速趋缓、波动下降，供给和成本变化对纸价的影响逐渐增强。2011 年以前，纸制品需求的波动较大，其对纸价的影响较大。例如，2009 到 2010 年，经济快速回暖带动纸制品需求上升，驱动纸价大幅上行。伴随纸制品的需求增速趋缓、波动下降，2011 年以后其对纸价的影响减弱；供给和成本变化等因素，对纸价的影响逐渐增大。例如，2016 年到 2017 年，供给侧改革、环保限产等影响下，行业供给减少、能源和原材料成本上行，叠加经济小幅回暖带动纸制品需求改善，多重因素使得纸价大幅上行。

图42：2012 年后，纸品消费量进入低增长、低波动阶段



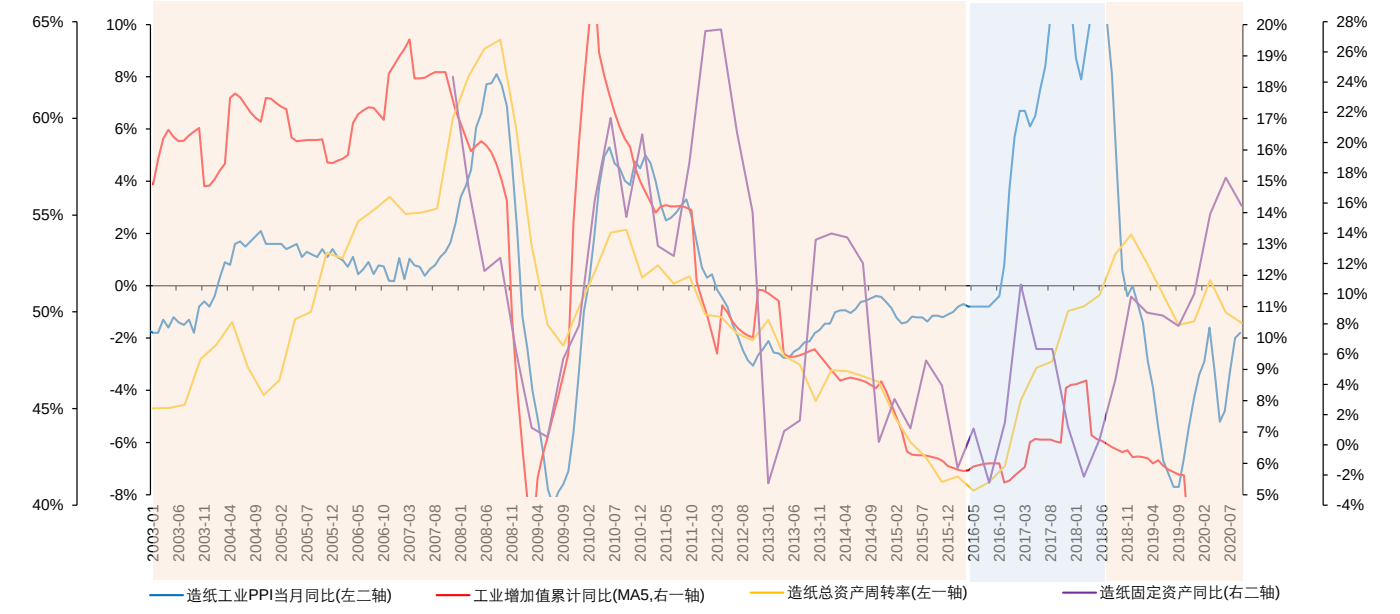
数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：近年来，纸价受需求的影响减弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

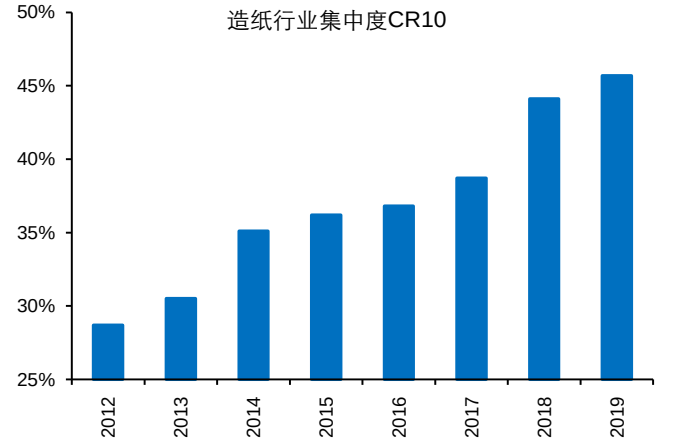
图44：复盘历史，纸价主要受供给、需求和成本的影响



数据来源：Wind、开源证券研究所

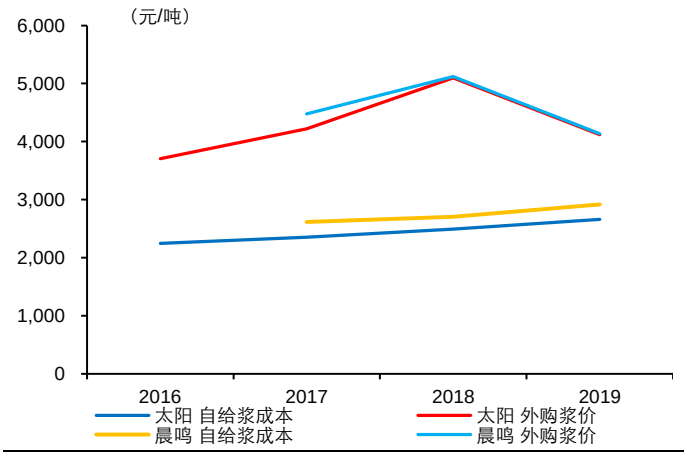
环保趋严等影响下，近年来木浆系纸品行业的集中度持续提升；未来具有木浆资源、资金等优势的龙头企业，有望凭借低成本继续提升市场份额。受需求不振、环保趋严等因素影响，近年来造纸行业毛利率处于低位，部分企业亏损退出市场，行业龙头企业凭借成本优势逐渐提升市场份额。以晨鸣和太阳为例（木浆自给率较高，分别达到 70%、40%），两家公司的自制木浆成本远低于外购木浆价格，降低幅度约在 1000 元/吨，因此晨鸣和太阳的毛利率明显高于同行业的博汇纸业，高出幅度约在 10%到 15%。在行业需求增速趋缓、波动下降的背景下，对上游木浆把控程度较高的龙头企业，有望降低成本、提升盈利能力，从而抢占市场份额。

图45：近年来，造纸行业集中度持续提升



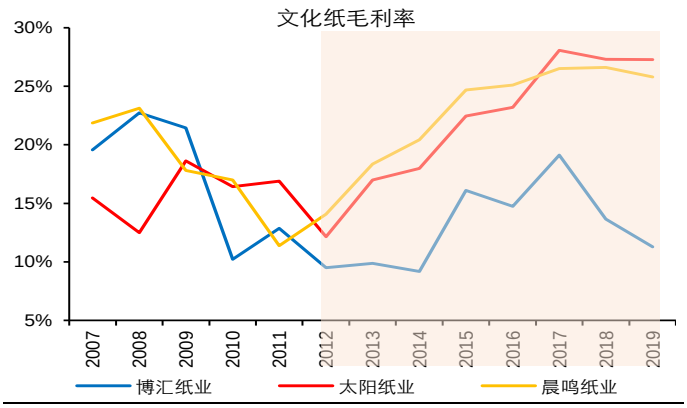
数据来源：Wind、公司公告、卓创资讯、开源证券研究所

图46：公司自制木浆成本低于外购浆价约1000元/吨④



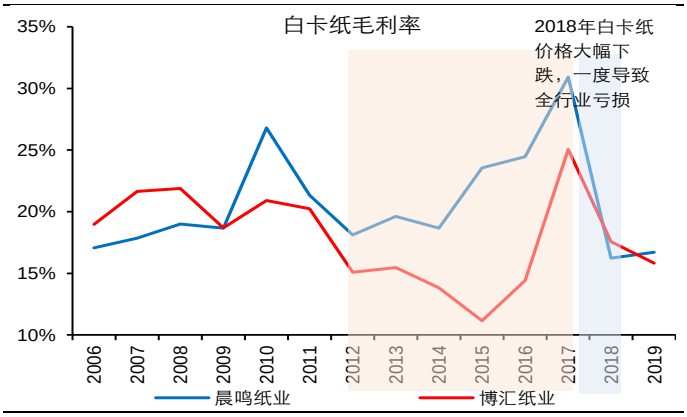
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所（估算）

图47：太阳和晨鸣的文化纸毛利率显著较高



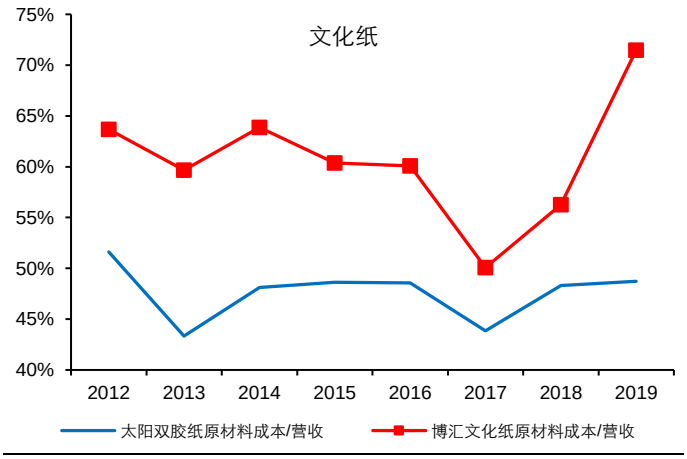
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图48：晨鸣的白卡纸毛利率显著较高



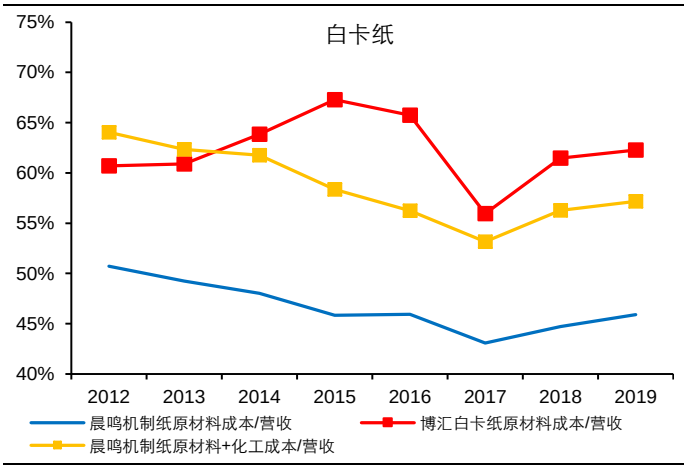
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图49：相对博汇，太阳的原材料成本优势明显



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图50：相对博汇，晨鸣的原材料成本优势明显



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

④ 太阳纸业的自给浆成本以公司的化机浆生产成本估算。

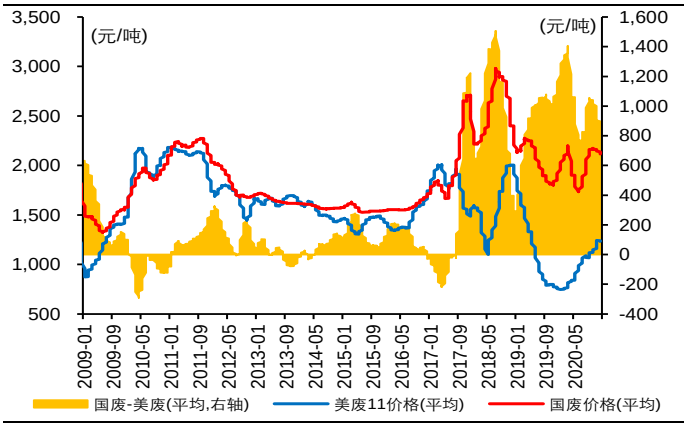
表6：部分纸企的上游纸浆产能布局情况（木浆系）

公司	地点	项目	产能	方式	概况
太阳纸业	老挝	溶解浆	30 万吨	自建	2018 年 6 月投产
		再生纤维浆板	40 万吨		已于 2019 年投入运营
		高档包装纸板	80 万吨		2021Q1 进入试生产阶段
	中国广西北海	木浆	140 万吨		广西北海 350 万吨林浆纸一体化项目由广西太阳负责实施，项目分二期陆续实施，其中北海项目（一期）包括 55 万吨/年文化用纸项目、15 万吨/年生活用纸项目和配套的 80 万吨/年化学木浆项目、60 万吨/年化机浆项目，预计一期项目 2022 年投产
晨鸣纸业	中国黄冈	化学木浆	30 万吨	自建	2018 年 11 月 13 日黄冈晨鸣浆纸有限公司建设年产 30 万吨化学木浆项目投产
	中国寿光	化学木浆	100 万吨	自建	2019 年 5 月 13 日，年产 100 万吨漂白硫酸盐化学木浆项目投产
博汇纸业	/	/	/	/	/

数据来源：Wind、公司公告、纸业联讯、开源证券研究所（仅汇总公告及相关新闻信息，或披露不全）

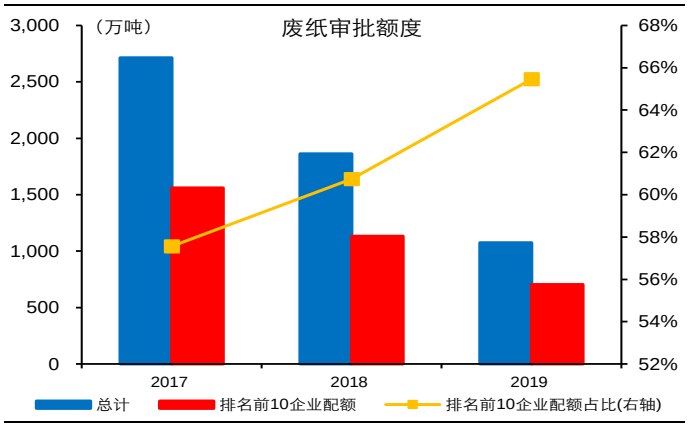
外废禁令下，废纸浆价或维持高位，可能导致部分废纸浆系企业亏损退出市场；未来具有废纸浆资源等优势的龙头企业，有望凭借低成本提升市占率。自 2017 年“外废禁令”以来，国废价格逐渐抬升；高企的废纸浆成本，使得部分废纸浆系造纸企业亏损退出市场；同时，外废配额向龙头企业集中，龙头企业的成本优势更加显著。这使得废纸浆系纸制品行业集中度逐渐提升，竞争格局持续改善。目前，部分龙头企业正加快海外废纸浆产能布局，或将有利于缓解国内废纸浆价高企的压力，使其凭借低成本优势进一步提升盈利能力、扩大市场份额。

图51：2017 年以来，国废价格持续维持在高位



数据来源：Wind、卓创资讯、开源证券研究所

图52：外废的审批额度向龙头企业集中



数据来源：固废网、开源证券研究所

表7：部分纸企的上游纸浆产能布局情况（废纸系）

公司	地点	项目	产能	方式	概况
山鹰纸业	瑞典	特种纸	50 万吨	收购	2017 年 4 月，并购瑞典和挪威 4 家工厂
	芬兰	浆	40 万吨		2018 年 4 月，参股芬兰北方生化公司，成为大股东，该项目正在前期规划中
	美国	高档铜版纸	28.5 万吨		2018 年 8 月，收购美国肯塔基州威克利夫的工厂
		商品浆	3 万吨		
		再生浆	12 万吨	技改	北美凤凰纸业基地 12 万吨再生浆生产线技改启动，计划于 2020 年中投产
	东南亚	再生浆	30 万吨	合作	与东南亚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
		再生浆	100 万吨	自建	2020 年初，启动在东南亚新建 100 万吨再生浆产能的工作
理文造纸	越南	原纸	40 万吨	自建	2017 年 3 月，越南后江省基地建成设产 40 万吨原纸项目
		原纸	40 万吨		2018 年 5 月，越南后江省基地建成设产 40 万吨原纸项目
	马来西亚	包装纸	70 万吨		2018 年 10 月，马来西亚建设新的制浆造纸厂
		浆	55 万吨		

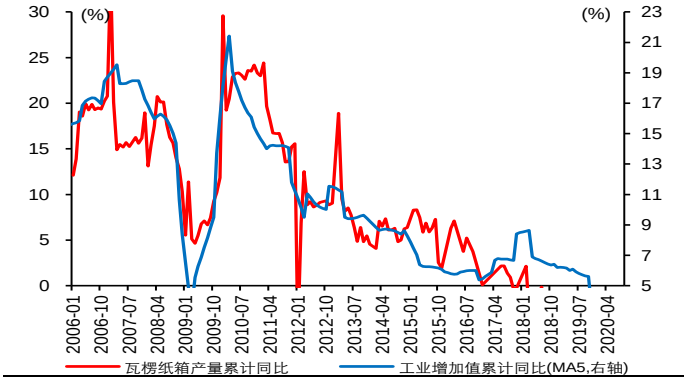
玖龙纸业	越南	牛卡纸	40 万吨	自建	2017 年 8 月投产
		包装纸&浆	120 万吨		在越南计划新建 120 万吨造纸项目
	美国	纸&浆	90 万吨	收购	2018 年 6 月，玖龙纸业收购两家在美国的浆纸一体化工厂，分别位于缅因州及威斯康辛州。同年 10 月，集团完成收购其位于美国缅因州的木浆厂。2018 年 11 月，玖龙纸业完成收购其位于美国西维珍尼亚州的再生纸浆厂
		浆	24 万吨		2018 年 8 月，在美国西弗百尼亚州并购 24 万吨纸浆项目
		浆	16 万吨	收购/扩建	2018 年 10 月，在美国缅因州并购/扩建 16 万吨纸浆项目
	马来西亚	再生浆	48 万吨	收购	2019 年 9 月，收购马来西亚浆纸厂
景兴纸业	马来西亚	废纸浆板	80 万吨	自建	预计 2021 年底一期项目废纸浆板可投产
		包装原纸	60 万吨		/

数据来源：Wind、公司公告、纸业联讯、开源证券研究所（仅汇总公告及相关新闻信息，或披露不全）

2.2、 包装行业盈利受需求及纸价影响，技术等因素导致企业的盈利分化

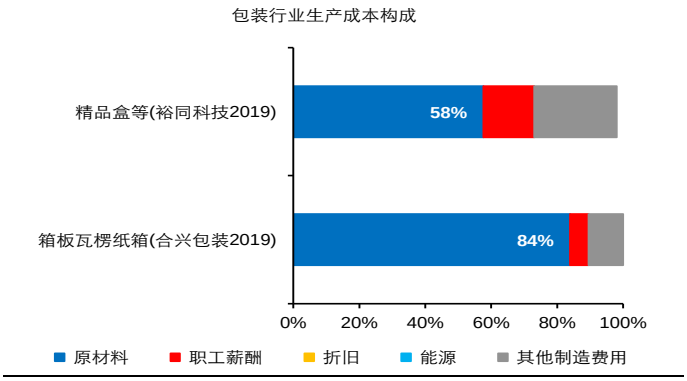
纸包装行业需求量亦和经济景气高度相关，毛利率主要受纸价的影响、通常和纸价反向变化。包装行业的下游主要为食品饮料、日化以及家电电子等行业，亦属于典型的周期性行业。行业需求主要受家电、食品饮料等下游行业的景气高低影响；不同行业的需求变化差异较大，例如化妆品、消费电子等行业的需求仍在快速增长阶段。纸包装行业的成本大部分来自于原材料，叠加行业集中度远低于上下游、议价能力相对较弱，因此当纸价上行时，纸包装行业的毛利率多会受损；即纸包装行业的毛利率多和纸价反向变化。

图53：纸包装行业的需求和宏观经济相关



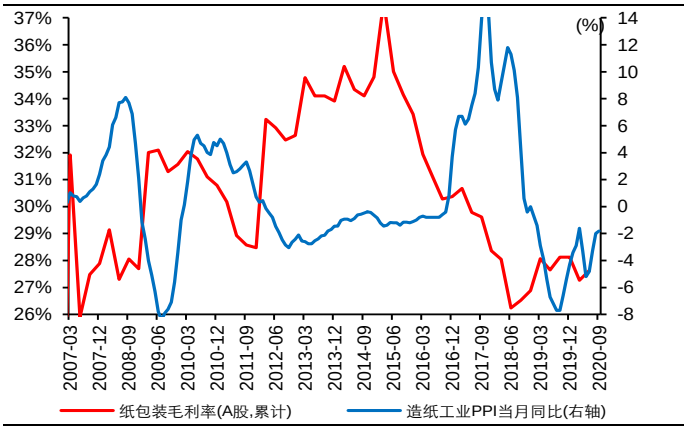
数据来源：Wind、开源证券研究所

图54：纸包装企业的营业成本中，原材料成本最高



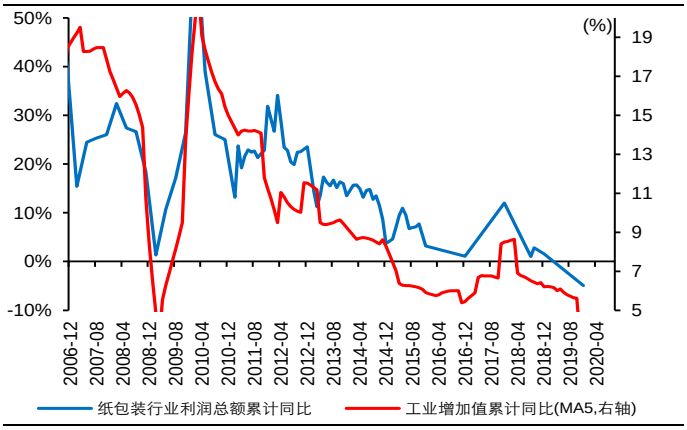
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图55：纸包装行业的毛利率和纸价多呈反向变动



数据来源：Wind、开源证券研究所

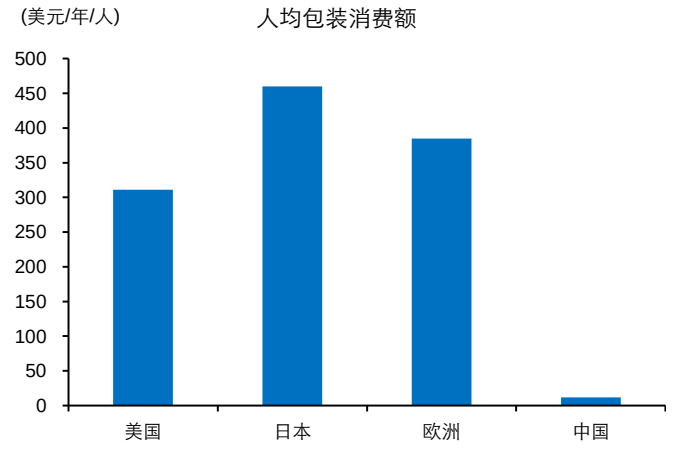
图56：纸包装行业的盈利和经济景气高度相关



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

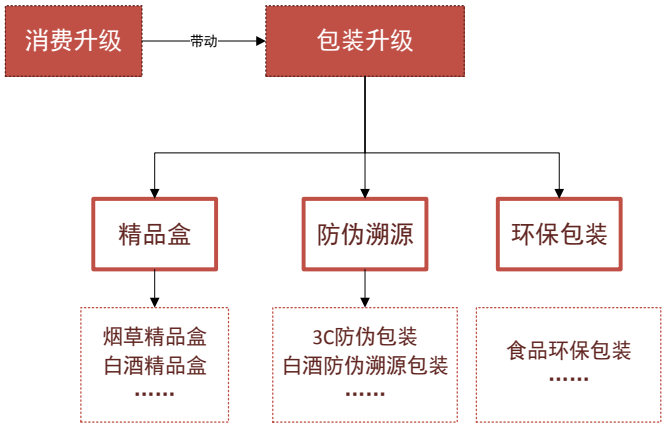
伴随消费升级，包装行业附加值有望进一步提升，或带动行业毛利率逐渐改善；且国内纸包装行业集中度远低于国外，未来仍有很大的提升空间。我国人均包装消费额不到 20 美元，远低于日本、欧洲等发达国家。伴随消费升级，消费者对相关产品的包装要求也在提高，可能带动纸包装行业附加值进一步提升。例如，精品礼盒、防伪溯源包装、环保包装等纸包装产品的价格、毛利率均高于普通包装。近几年来，纸包装行业龙头通过并购等方式，迅速提升市场份额；但目前国内纸包装行业集中度仍然较低、CR5 不到 5%，远低于北美、欧洲等发达国家。

图57：国内人均包装消费额远低于发达国家



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图58：消费升级的背景下，纸包装行业附加值有望提升



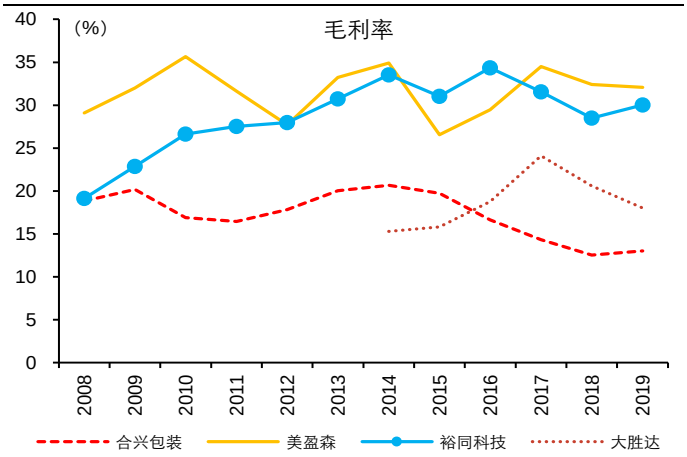
资料来源：开源证券研究所

图59：裕同科技生产的精品礼盒



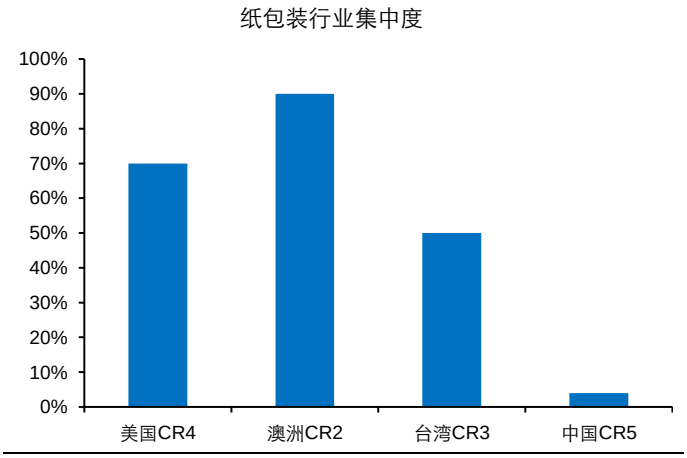
资料来源：公司官网

图60：主营高端、精品包装企业的毛利率显著较高



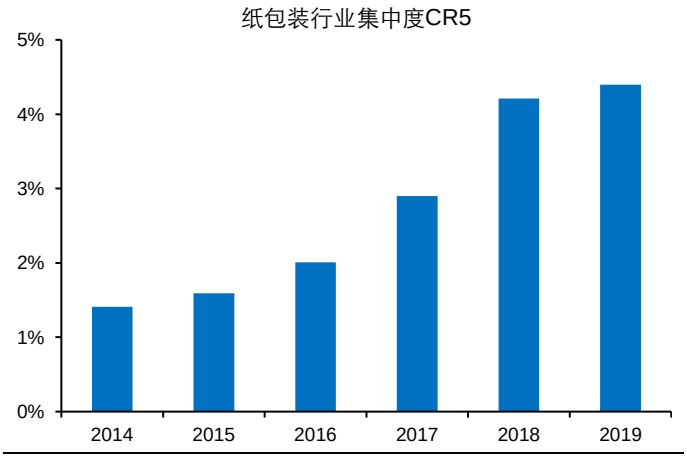
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图61：国内包装行业的行业集中度显著低于国外



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图62：近几年，纸包装行业集中度持续提升



数据来源：公司公告、前瞻产业研究院、开源证券研究所

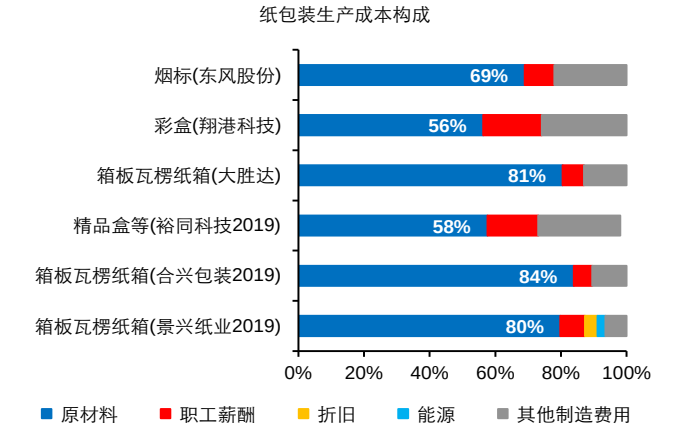
细分行业来看，普通的储存运输包装高度同质化、产品附加值低，未来具有成本、资金等优势的龙头企业，有望通过并购战略、规模经济等持续提份额。储存运输包装主要原材料是废纸系箱板瓦楞纸，产品同质化、附加值远低于销售包装；储存运输包装企业的营业成本中，原材料的占比也远高于销售包装企业、占比高达 80%。近几年来，部分箱板瓦楞纸包装的龙头企业凭借并购策略、规模经济带来的成本优势等，持续提升市占率，未来行业格局有望进一步改善。

表8：近年来，包装行业龙头进行大量并购重组

首次披露日	交易买方	交易标的	标的方所在行业	交易价值(万元)
2016-04-25	劲嘉股份	吉星印务 70%股权	商业印刷	22,400
2016-06-14	东风股份	金光实业 75%股权	商业印刷	33,750
2016-06-16	东风股份	金沙利 100%股权	商业印刷	44,850
2017-12-02	裕同科技	上海嘉艺 90%股权	纸包装	18,810
2017-12-02	裕同科技	艾特纸塑 20%股权	纸包装	5,770
2017-12-25	劲嘉股份	申仁包装 29%股权；香港润伟 30%股权；上海丽兴 100%股权	商业印刷	37,572
2018-03-12	劲嘉股份	劲嘉健康 49%股权	管理型保健护理	1,470
2018-03-21	裕同科技	艾特纸塑 31%股权	纸包装	-
2018-03-27	合兴包装	合众创亚 100%股权	多领域控股	71,800
2018-03-28	劲嘉股份	申仁包装 6%股权	商业印刷	8,320
2018-06-07	合兴包装	合众创亚东南亚四家公司 100%股权	纸包装	560
2018-07-18	东风股份	广东凯文 25%股权	商业印刷	11,250
2018-09-27	裕同科技	江苏德晋 70%股权	金属与玻璃容器	17,990
2019-03-19	东风股份	千叶药包 75%股权	西药	25,923
2019-08-27	劲嘉股份	丰彩丽 48%股权	纸包装	3,962
2019-11-21	大胜达	胜达中天 45%股权	纸包装	1,441
2020-04-30	劲嘉股份	英诺包装 30%股权	化肥与农用化工	2,700
2020-09-08	东风股份	首键药包 75%股权	金属与玻璃容器	13,500
2020-09-08	东风股份	华健药包 70%股权	医疗保健用品	11,025

数据来源：Wind、开源证券研究所

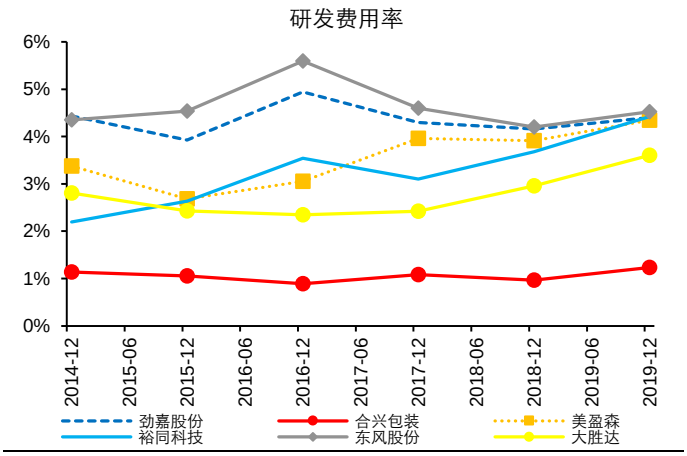
图63：储存运输包装企业的成本中，原材料占比更高



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

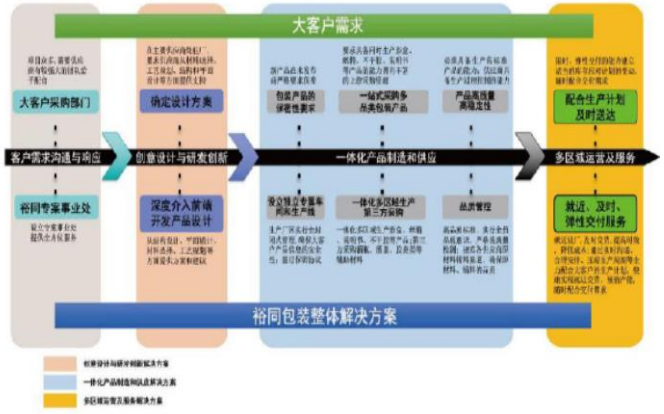
相较于储存运输包装，销售包装差异化较大，产品附加值高，未来具有技术、客户资源等优势的龙头企业，有望继续拓展优质客户资源。销售包装多使用木浆系的白卡纸，产品的差异化较大、毛利率相对较高。相较于储存运输包装，消费者对销售包装的技术、品质要求更高，因此销售包装企业的研发投入占比显著高于储存运输包装企业。行业龙头可凭借技术、成本等优势，稳定地为下游客户提供差异化、一体化的包装产品和服务，从而进一步获取优质的客户资源、提升市场份额。

图64：销售包装企业的研发费用率相对较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图65：裕同科技可以为客户提供整体解决方案

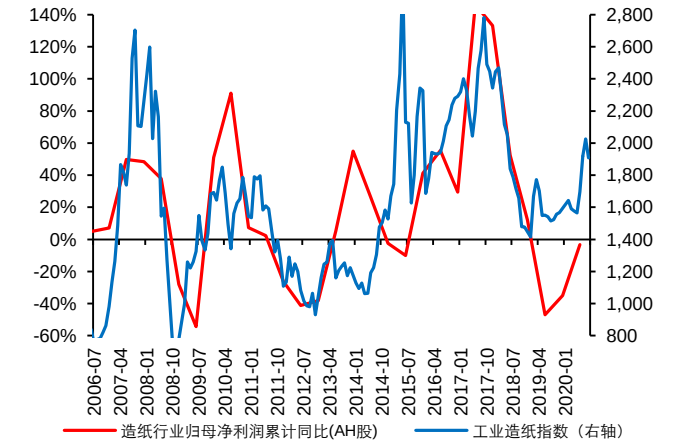


资料来源：公司公告

2.3、 复盘股价来看，造纸、纸包装行业的表现均和盈利变化高度相关

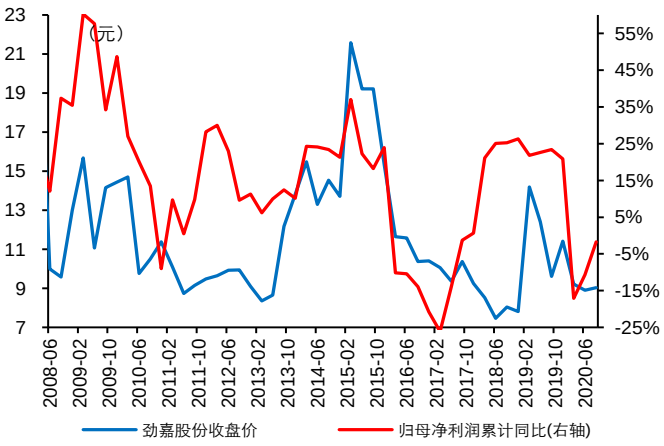
回溯历史，造纸、包装行业的市场表现主要受盈利驱动。从造纸行业来看，行业指数表现和归母净利润走势高度相关，股价表现略领先于行业盈利的变化；对应的，造纸行业的表现和纸价的变化趋势也基本相同。由于上市的包装企业较少且上市时间普遍较晚，因此本文取部分包装企业为观察样本。从劲嘉股份等公司的股价表现来看，二者股价的走势和企业盈利的变化也较为一致。

图66：造纸行业的表现领先造纸盈利变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

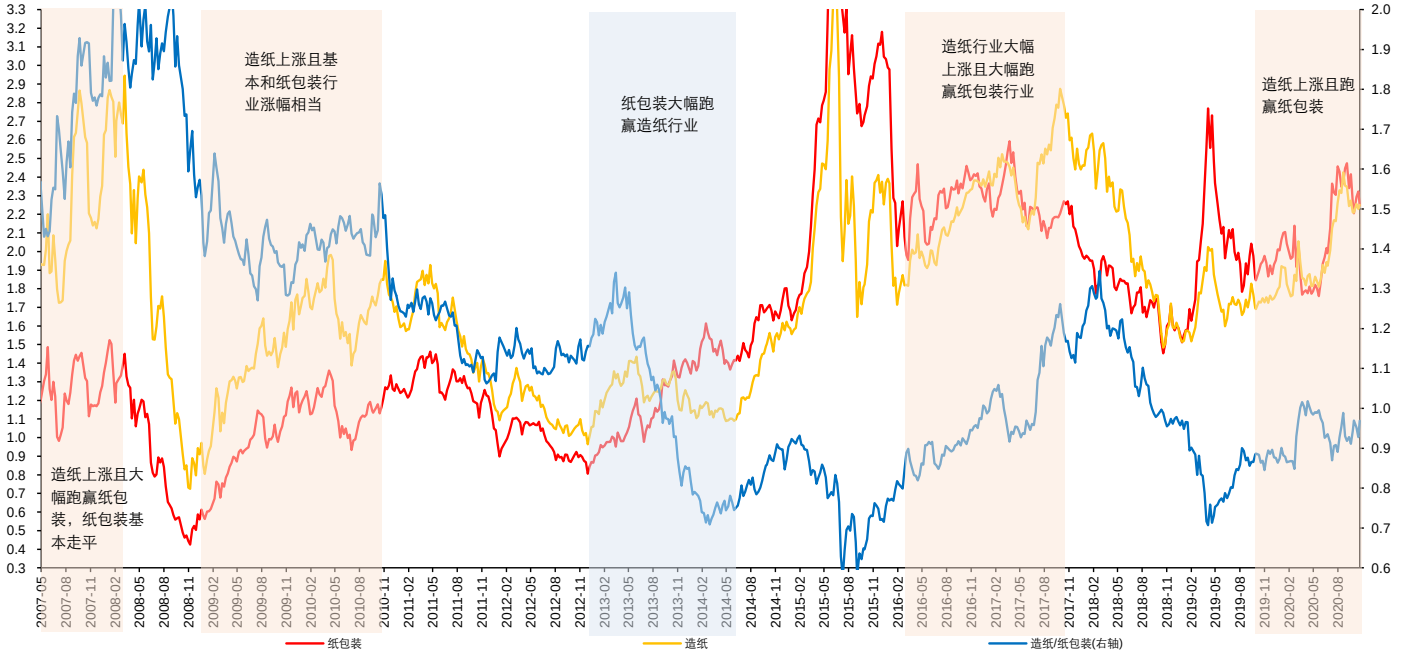
图67：包装企业的表现主要受盈利驱动



数据来源：Wind、开源证券研究所

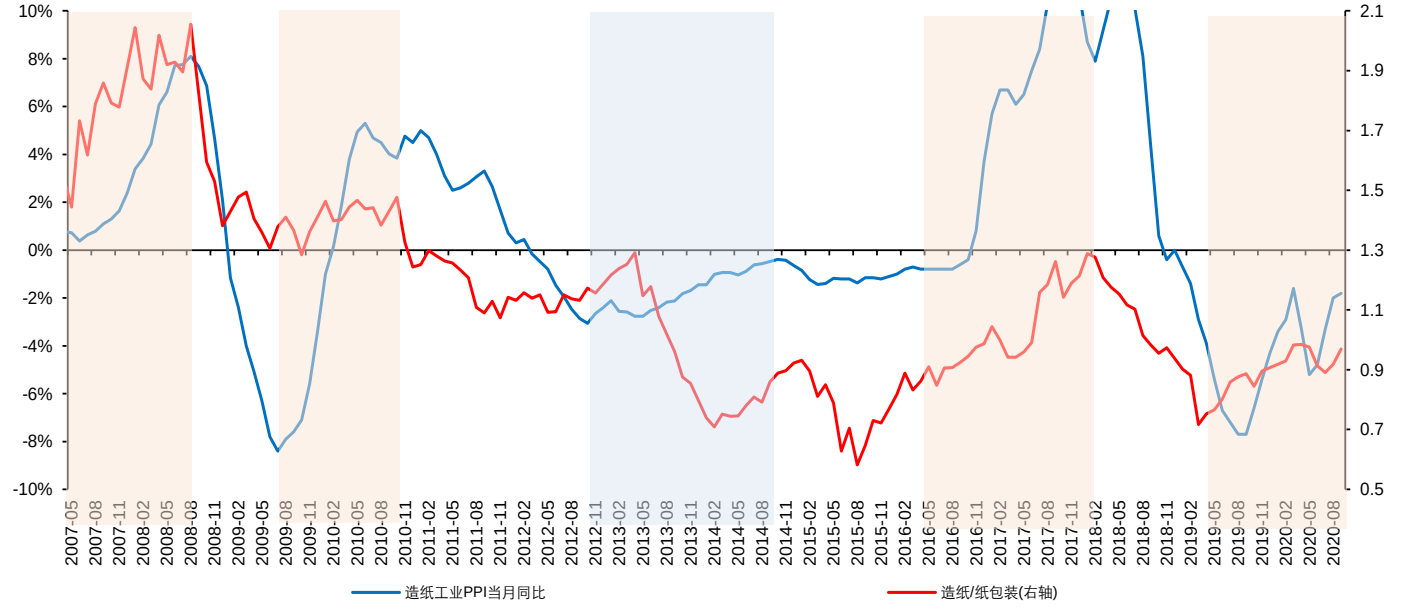
从造纸和包装的相对表现来看，在纸价上行时，造纸行业的表现多会强于纸包装；纸价下行时，包装行业表现多会强于造纸。回溯历史，纸价上行阶段，造纸不仅有绝对收益，且表现多会强于纸包装。例如，2007 年 5 月到 2008 年 3 月，造纸大幅上涨，但纸包装基本走平、表现远远弱于造纸行业；2016 年到 2017 年，造纸和纸包装均大幅上行，期间造纸的表现明显强于纸包装。在纸价下行时，纸包装的表现多会强于造纸。例如，2013 年到 2014 年，造纸基本走平，而纸包装大幅上涨；2011 年到 2012 年，造纸和纸包装均持续下行，但纸包装的跌幅明显小于造纸。

图68：市场上行阶段，造纸表现多强于纸包装，市场下行阶段，纸包装多好于造纸行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

图69：纸价上行阶段，造纸表现多强于纸包装，纸价下行阶段，纸包装多好于造纸行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

造纸和纸包装的相对表现与二者盈利的相对变化有关；纸价上行阶段，造纸盈利弹性往往强于纸包装，纸价下行时，纸包装盈利降幅多小于造纸。2011 年以前，纸制品需求快速增长，造纸和纸包装行业的盈利同向变化，但是造纸盈利弹性大于纸包装。背后的逻辑在于，当经济增长带动纸价上行时，造纸往往量价齐升，但纸包装可能量升价跌，导致造纸的盈利和市场表现多强于纸包装，反则反之。2011 年以后，纸制品需求增速趋缓、波动下降，造纸和纸包装的盈利受需求量影响减弱，受毛

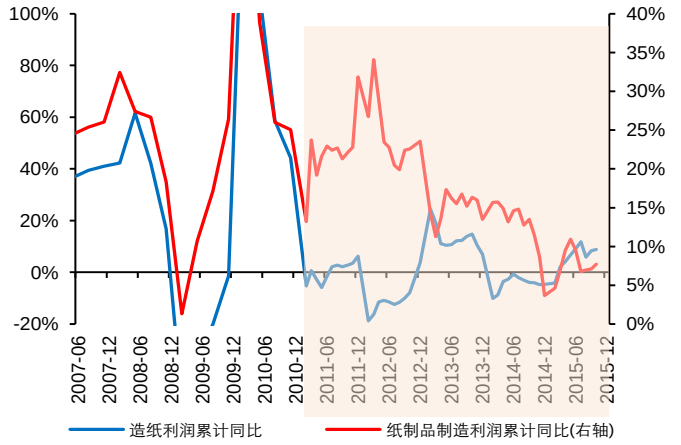
利率的影响更大。因此，当纸价上行时，造纸行业量平价升、盈利上行，纸包装行业量平价跌、盈利可能下行，此时造纸的市场表现多强于纸包装。

图70：造纸、纸包装行业盈利的变化规律

	造纸盈利变化规律	纸包装盈利变化规律	相对盈利变化规律
纸制品需求快速增长时期	需求驱动纸价上行，造纸行业量价齐升，反则量价齐跌	需求驱动纸价上行，纸包装行业量升价跌，反则量跌价升	由于量价关系的不同，造纸行业的盈利弹性大于纸包装行业
纸制品需求增速放缓、波动下降时期	需求/成本驱动纸价上行，造纸行业量平价升，反之则量平价跌	需求/成本驱动纸价上行，纸包装行业量平价跌，反之则量平价升	由于毛利率的反向关系，造纸和纸包装行业盈利多呈现此起彼伏的关系

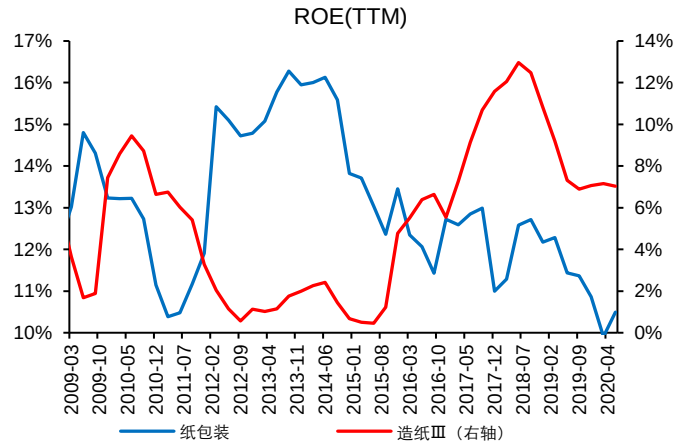
资料来源：开源证券研究所

图71：2011 年前后，纸包装和造纸行盈利变化规律



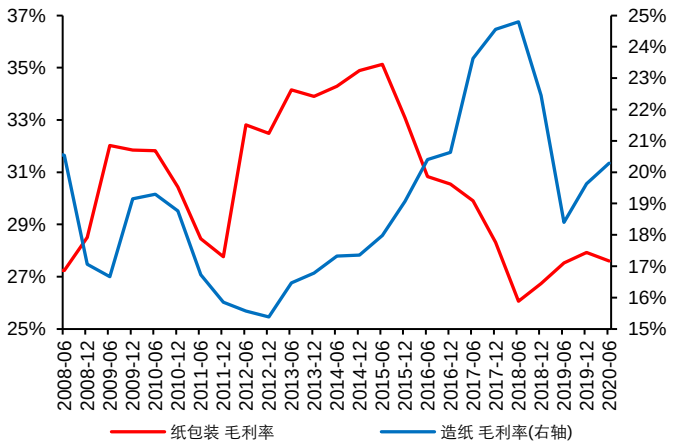
数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

图72：造纸和纸包装行业 ROE 多反向变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图73：造纸和纸包装行业毛利率多反向变化



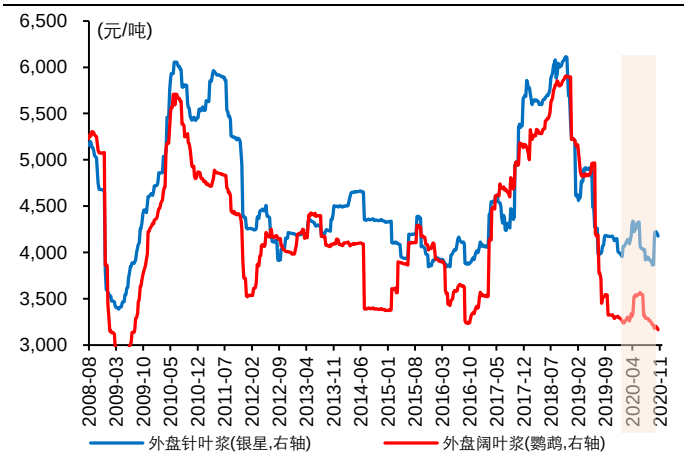
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 造纸包装产业链上多为配置型个券，可优先关注龙头个券

3.1、 需求修复下，造纸行业业绩弹性更大，尤其是行业格局好的白卡纸

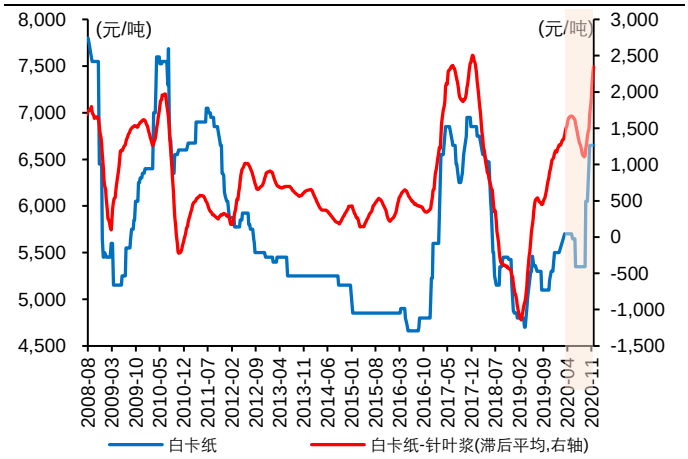
木浆系纸品中，中短期优先关注需求持续性强、行业格局更好的白卡纸；中长期，林浆一体化利于纸企成本下降，或带动行业龙头市占率、盈利能力同步提升。中短期，受益于限塑令趋严等因素，白卡纸需求预期改善，行业龙头纷纷提价；文化纸需求受建党周年等提振，部分行业龙头也陆续发布提价函。同时，国外疫情影响下，外盘浆价持续处于低位。纸价上行、浆价低位背景下，可优先关注行业集中度更高、议价能力更强的白卡纸。中长期来看，提前布局林浆一体化的行业龙头，有望凭借成本优势提升盈利能力、扩大市场份额，值得持续关注。

图74：近期，外盘木浆价格持续处于低位



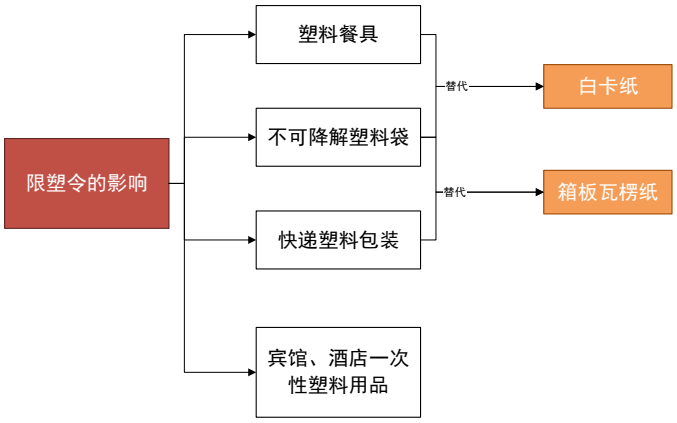
数据来源：Wind、开源证券研究所

图75：当前，白卡纸和木浆价差较高



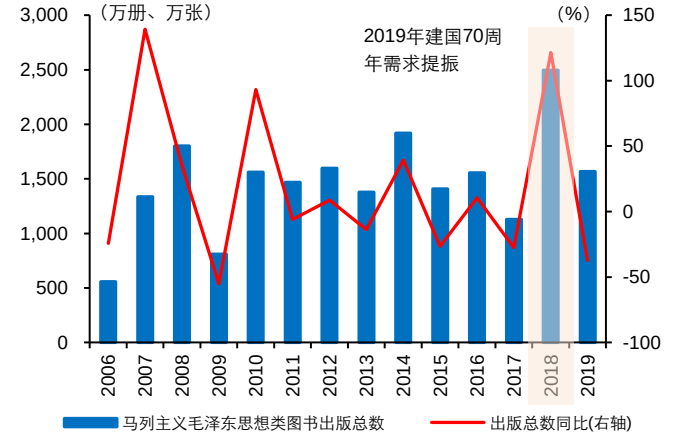
数据来源：Wind、开源证券研究所

图76：“限塑令”将加大对白卡纸的替代性需求



资料来源：开源证券研究所

图77：2021 年是建党 100 周年，或带来文化纸增量需求



数据来源：Wind、开源证券研究所

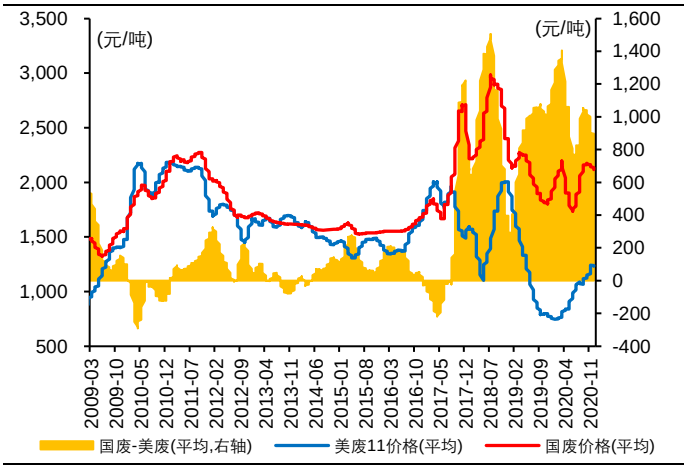
表9：主要木浆系公司的纸、浆产能

项目		已有产能	在建产能	木浆自给率
太阳纸业	纸	双胶纸 140 万吨、铜版纸 80 万吨、牛皮箱板纸 140 万吨、淋膜原纸 20 万吨、生活用纸 12 万吨	①老挝 80 万吨高档包装纸板项目预计完工时间 2021 年 ②兖州本部颜店太阳纸业新材料产业园 45 万吨特色文化用纸项目预计 2021 完工 ③广西北海 350 万吨林浆纸一体化项目拟分二期陆续实施，其中一期项目包括 55 万吨/年文化用纸项目、15 万吨/年生活用纸项目和配套的 80 万吨/年化学木浆项目、60 万吨/年化机浆项目，一期项目预计 2022 完工	化学浆和废纸浆基本全部自用，化机浆和化学浆部分向关联公司销售，溶解浆全部对外销售；包装纸原材料实现部分自供，目前自给率约 70%，其余纸种纸浆自给率约为 40%左右
	浆	化机浆 90 万吨、化学浆 10 万吨、废纸浆 40 万吨、溶解浆 80 万吨(可与化学浆相互转化)		
博汇纸业	纸	白卡纸 215 万吨、箱板瓦楞纸 105 万吨、石膏护面纸 15 万吨	年产 45 万吨高档信息用纸项目预计 2021 年投产	/
	浆	化机浆 120 万吨、化学浆 15 万吨		
晨鸣纸业	纸	机制纸产能 681 万吨，其中双胶纸 210 万吨、白卡纸 205 万吨、铜版纸 130 万吨等	①黄冈晨鸣二期项目，建设 150 万吨纸+52 万吨机械浆生产线	自制浆年生产能力升至 420 万吨，公司自制浆原料自给率达 71.58%
	浆	自制浆产能 420 万吨		

资料来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所（仅汇总公告信息，或披露不全）

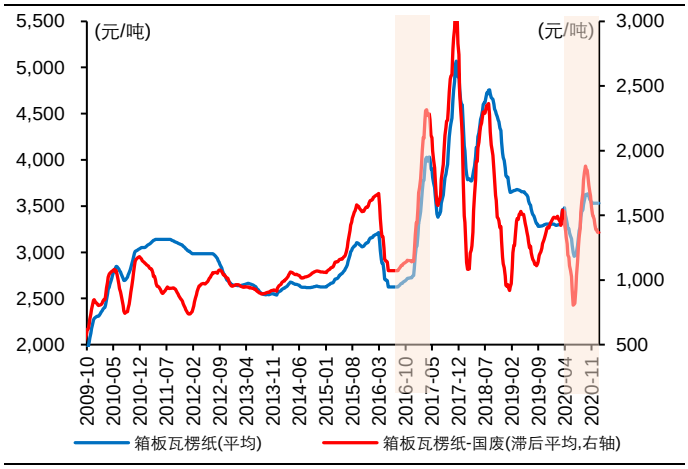
对于废纸系纸品，经济回暖或提振行业需求，优先关注议价能力较强的行业龙头；中长期看，外废禁令下，具有成本、资金等优势的龙头有望抢占市场份额。中短期来看，经济回暖或驱动箱板瓦楞纸的需求改善，可优先关注议价能力较强的行业龙头。中长期来看，外废禁令下，部分企业或受制于较高的废纸浆成本而亏损退出市场，具有废纸浆资源、资金优势的龙头，有望凭借低成本持续提升市占率。

图78：当前，国外废价差持续处于高位



数据来源：Wind、卓创资讯、开源证券研究所

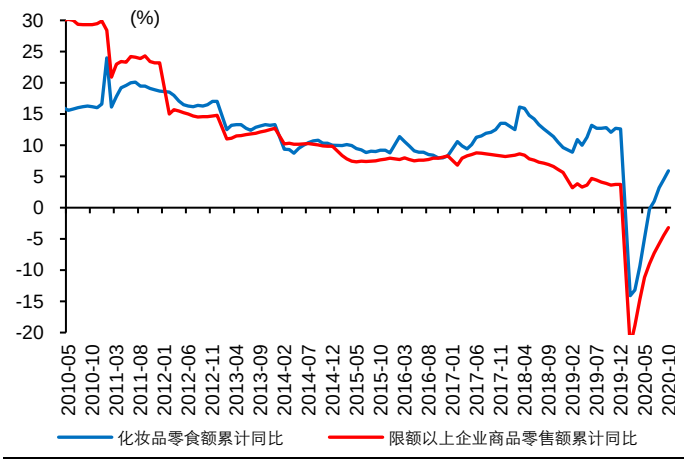
图79：近期，箱板瓦楞纸的价差有所提升



数据来源：Wind、卓创资讯、开源证券研究所

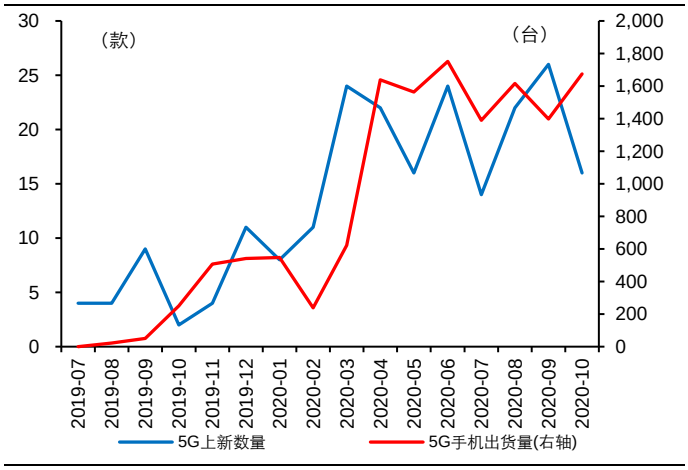
对于纸包装行业，中短期经济回暖、限塑令等或带动行业需求改善；中长期，具有技术、成本等优势的龙头，有望获取优质客户资源、提升市场份额。中短期来看，经济回暖或带动纸包装的需求上行，且限塑令进一步激发纸包装对塑料包装替代需求，未来一段时间可优先关注部分下游需求弹性较大的细分行业，如消费电子、化妆品等增速较高的行业。中长期来看，龙头企业有望凭借成本、技术、资金等优势，通过并购、开发优质客户资源等方式，持续扩大市场份额。

图80：化妆品行业的增速远高于其他行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

图81：5G 手机出货量和上新量仍在快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

表10：纸包装企业的客户拓展情况（单位：亿元）

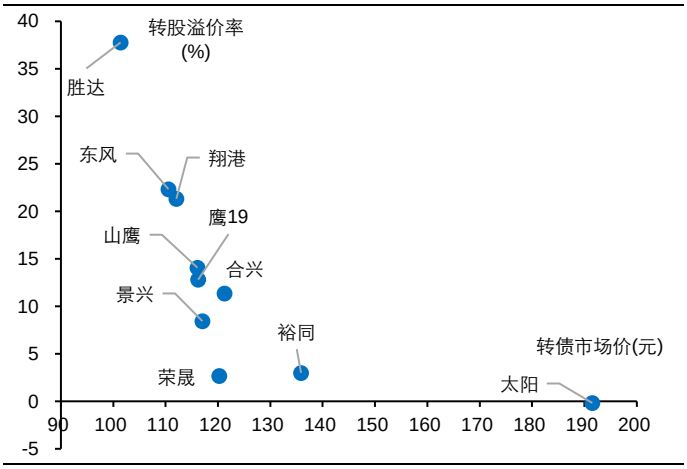
企业	主要客户	主要产品	主要业务布局	2019 年收入	2019 归母净利润
合兴包装	海尔、美的、格力、海信、宝洁、蓝月亮、立白、HP、富士康、戴尔、冠捷、联想、小米、飞利浦、伊利、蒙牛、雀巢银鹭、康师傅、达利、旺旺、百威英博、青啤、华润、京东商城、当当网、唯品会、顺丰、菜鸟物流等	普通箱板瓦楞纸包装	已拥有近 50 个生产基地，主要分布在华东、华中、华南和华东地区	110.97	2.67
裕同科技	公司的客户覆盖众消费电子、智能硬件、烟酒、大健康、化妆品、食品和奢侈品等；具体包括富士康、联想、仁宝、广达、索尼、小米、华为、OPPPO/VIVO、哈曼、泸州老窖、古井贡酒、洋河、福建中烟、亚马逊、Google、无极限、施华洛世奇、迪奥、玫凯琳、东阿阿胶等	彩盒、说明书、不干胶贴纸	在华南、华东、华中、华北、西南等国内主要区域均建有生产基地及运营中心，在越南、印尼等东南亚地区、以及印度等南亚地区也已建立生产基地及运营中心，在香港、美国设有服务中心	98.45	10.45
劲嘉股份	新型烟草制品主要服务控股子公司因味科技的 FOOGO（福狗），云南中烟子公司深圳市华玉科技发展有限公司的 WEBACCO（微拜）以及 GIPPRO（龙舞）、山岚，同时为云南中烟、贵州中烟、河南中烟、上海烟草、广西中烟、河北中烟提供烟具研发服务	高技术和高附加值的烟标、中高端知名消费品牌包装及相关镭射包装材料镭射膜和镭射纸等，以及新型烟草制品	主要收入来源于华东和西南地区	39.89	8.77
美盈森	客户覆盖电子通讯、智能终端、白酒、家具家居、家用电器、汽车及新能源汽车产业链、食品饮料、电商物流、快递速运等多个行业；主要包括 Samsung、Emerson、HP、Canon、Bose、Harman、华为、小米、富士康、纬创、仁宝、联想、京东方、海康威视、泸州老窖、洋河、剑南春、习酒、华润怡宝、旺旺、伊利、蒙牛乳业、晨光乳业、Amway、IKEA、HomeDepot、A.O.Smith、McQuay、美的集团、青岛海尔、四川长虹、海信等	主要产品为轻型包装产品、重型包装产品、标签产品、电子功能材料模切产品及创意健康纸家具产品，其中轻型包装产品为轻型瓦楞包装产品和精品盒产品，重型包装产品包括重型瓦楞包装产品和重型复合包装产品，电子功能材料模切产品是为高端消费类电子客户提供缓冲垫片减震泡棉、粘贴胶带、保护膜、防尘网布、导电绝缘膜等电子功能材料模切产品	子公司共 41 家，其中国内 36 家，分布在粤港澳大湾区、长三角经济圈、成渝经济区、长株潭经济圈、中原经济区、一带一路—西安等经济活跃区域；国外 5 家，主要分布在一带一路东南亚、南亚沿线国家。已基本完成在国内活跃经济区域的战略布局，同时，近年来紧跟客户订单需求，加快了在东南亚、南亚的产能布局	33.92	5.35
东风股份	湖南中烟、云南中烟、贵州中烟、吉林烟草、甘肃烟草、湖北中烟等多家省级中烟工业公司；公司控股子公司千叶药包、贵州西牛王等与贵州百灵、同济堂、三力制药、新天药业、佳泰药业、国药集团、老干妈、味菀园等多家知名医药品牌企业	以烟标印刷包装为核心，涵盖医药包装、食品包装、酒包装等在内的中高端印刷包装产品等	在深圳建有先进的设计开发中心，并且在广东、贵州、湖南、吉林、云南、广西等省份建立起区域性生产基地	31.73	4.12
大胜达	华润啤酒、农夫山泉、娃哈哈、老板电器、苏泊尔、顺丰速运、海康威视、松下电器、三星电子、博世（BOSCH）等	低克重、高强度、多色彩的中高档瓦楞纸箱、瓦楞纸板	拥有位于浙江、江苏、四川、湖北、新疆等地的多个生产基地	12.66	1.06
翔港科技	主要为日化、食品等生产企业（国际知名品牌）提供全方位的包装印刷服务；具体包括联合利华、雅诗兰黛、百雀羚、上海家化、相宜本草等	彩盒、标签等相关包装	主要收入来源于华东	3.25	0.15

资料来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所（仅汇总公告信息，或与真实情况存在差异）

3.2、 造纸包装产业链转债性价比较高，可重点关注细分行业的龙头个券

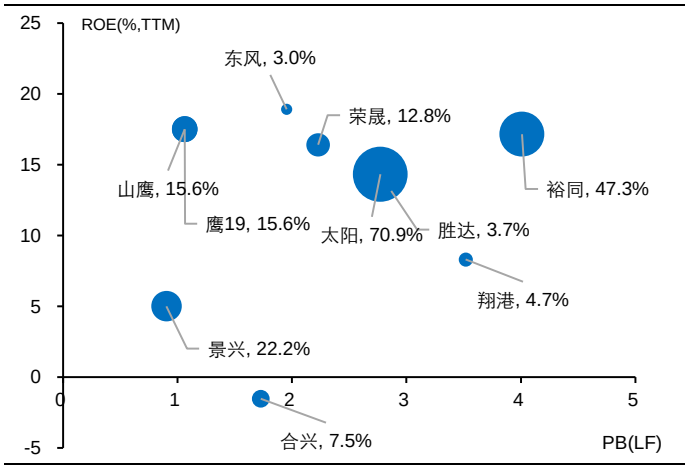
当前，造纸包装行业转债价格和溢价率多较低，多属于配置型个券，其中可以优先关注造纸行业中的山鹰、太阳，以及纸行业的裕同、合兴。转债指标来看，造纸包装行业转债价格和溢价率多处于较低位置，其中转债价格多低于 130 元，溢价率多在 20%附近。从正股指标来看，太阳、裕同等个券的正股估值和 ROE 均较高，合兴和山鹰等正股估值处于较低位置。

图82：造纸包装转债市场价和溢价率多较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

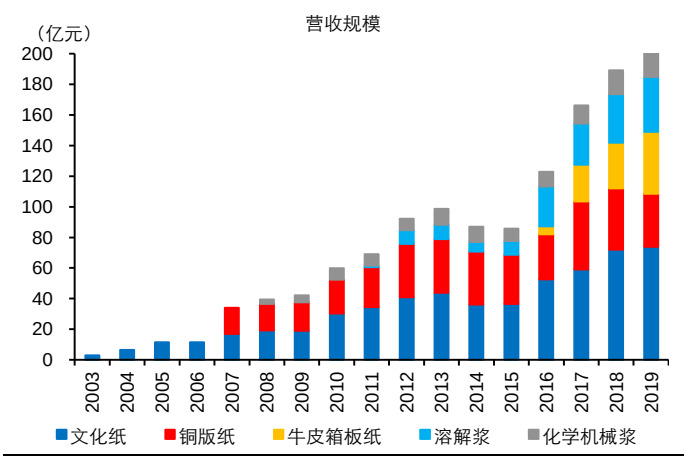
图83：造纸包装行业的正股 PB 估值和 ROE 分布



数据来源：Wind、开源证券研究所（气泡大小为 PB 历史分位数）

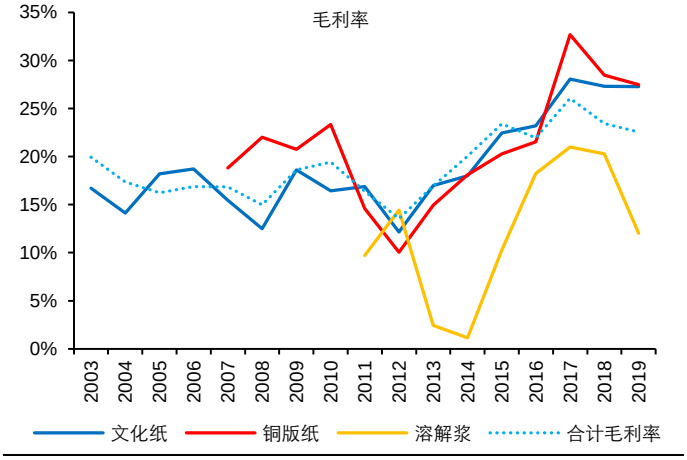
造纸行业中，可关注太阳纸业和山鹰纸业等。（1）太阳纸业：公司是木浆系纸制品龙头，文化纸产能包括双胶纸 140 万吨、铜版纸 80 万吨等；公司在广西和老挝均有木浆产能，目前的纸浆自给率约为 40%。伴随纸浆自给率的提升，公司有望凭借成本优势抢占市场份额、提升毛利率。**（2）山鹰纸业：**公司是废纸系纸制品龙头，造纸产能约为 442 万吨（主要是箱板瓦楞纸），预计 2020 年底的造纸产能将达到 600 万吨左右。公司已在东南亚等海外地区建设投产 150 万吨再生浆产能，以确保原材料供应、对冲废纸价提升带来的成本上升、扩大市场份额。

图84：太阳纸业的营收主要来源于文化纸和铜版纸



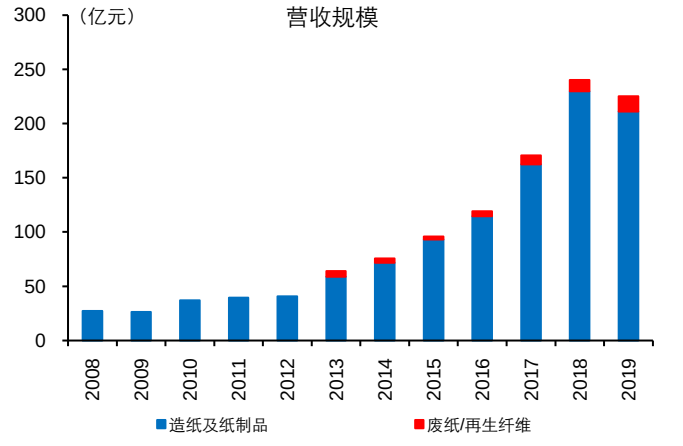
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所（仅显示主要业务）

图85：太阳纸业的文化纸和铜版纸毛利率接近 30%



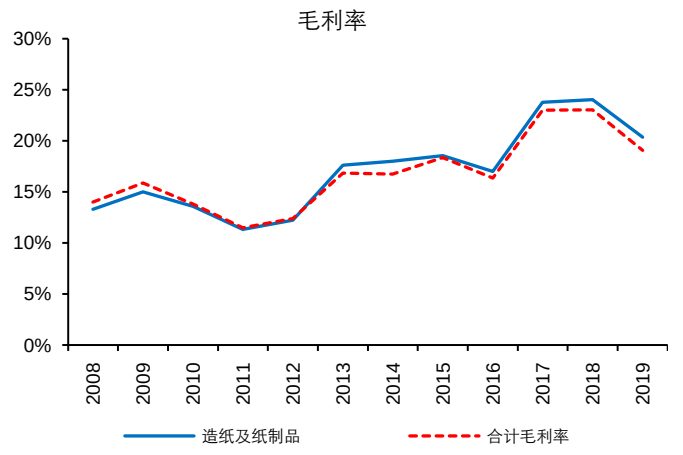
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图86：山鹰纸业的营收主要来源于箱板瓦楞纸



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所（仅显示主要业务）

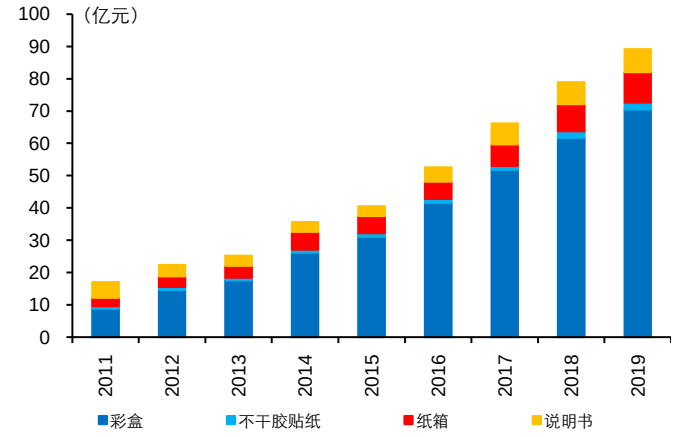
图87：山鹰纸业毛利率在 15%左右



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

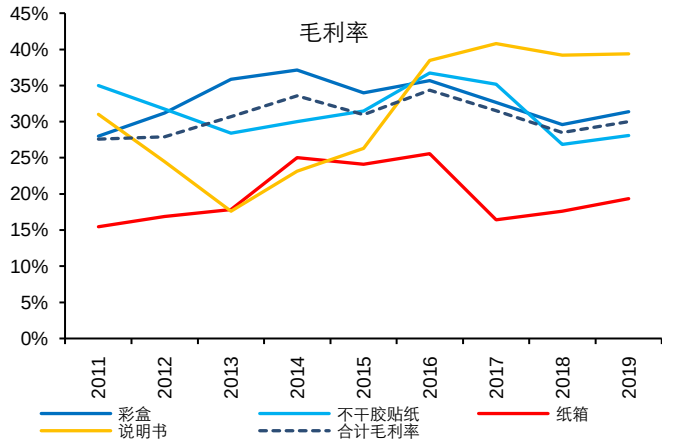
纸包装行业中，可关注裕同科技、合兴包装等。（1）裕同科技：公司的主要产品彩盒和说明书，附加值较高，整体毛利率约 30%；下游客户均是消费电子、食品饮料等行业的龙头企业。未来有望凭借技术、规模经济效应等优势，持续提升市占率。**（2）合兴包装：**公司的产品以箱板瓦楞纸箱为主，附加值较低，整体毛利率较低、仅在 15%左右。近年来，公司通过并购，快速提升了市占率；未来将通过产能整合、外延并购、智能包装集成服务（IPS）、包装产业链云平台（PSCP）等四大业务模块，实现“百亿制造、千亿服务”的战略目标。

图88：裕同科技的营收主要来源于彩盒等



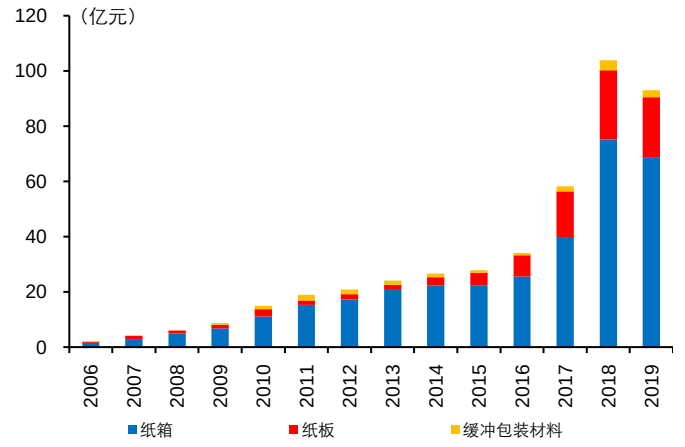
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所（仅显示主要业务）

图89：裕同科技的毛利率较高、约为 30%



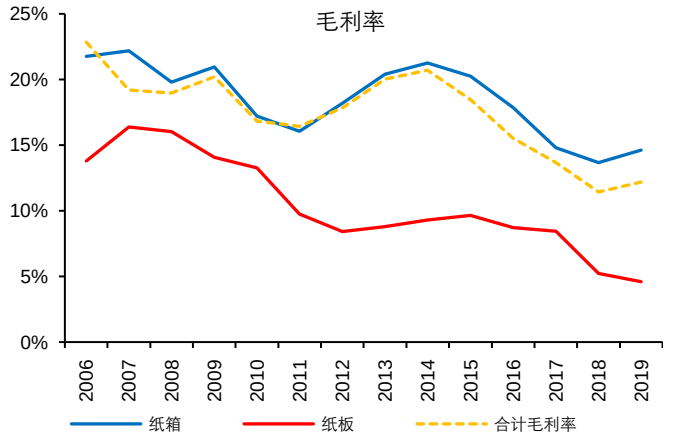
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图90：合兴的营收来源主要来源于纸箱和纸板等



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所（仅显示主要业务）

图91：合兴的毛利率较低、在 15%左右



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

4、研究结论

（1）造纸产业链包含纸浆、造纸、纸包装等，纸浆和造纸行业集中度较高。纸浆分为木浆和废纸浆，木浆进口依存度高、约 65%，废纸浆进口占比低于 20%。木浆系纸品有双胶纸、铜版纸、白卡纸等，废纸系纸品以箱板瓦楞纸、白板纸为主，其中白卡和铜版行业集中度较高。纸包装处于造纸下游，可分为销售包装、储存运输包装，后者附加值小、毛利率低；纸包装行业集中度低于上下游，议价能力弱。

（2）存量造纸包装产业链转债共 10 只，多分布在产业链中下游。造纸包装产业链存量和预案转债合计超 10 只，存量转债中造纸、纸包装行业各 5 只。已经退市的造纸包装产业链转债共 7 只，最终多触发赎回条款、以转股方式退出市场。从存量个券的机构持仓情况看，公募基金关注度高主要是山鹰、太阳、裕同和合兴等。

（3）造纸是典型的周期性行业，行业需求和经济高度相关，毛利率主要受纸价

影响。2011 年以前，行业需求和纸价波动较大，二者对行业盈利的影响均较大；伴随纸制品需求增速趋缓、波动下降，行业盈利受需求的影响减弱、受纸价的影响边际增强。纸价主要受供需格局、成本等因素的影响；纸制品需求增速放缓、波动下降背景下，近年来供给和成本对纸价的影响增强，需求对纸价的影响有所减弱。

（4）纸包装行业需求量亦和经济景气高度相关，毛利率主要受纸价的影响、通常和纸价反向变化。纸包装行业的需求，主要受家电、食品饮料等下游行业的景气高低影响；不同行业的需求变化差异较大，例如化妆品、消费电子等行业的需求仍在快速增长阶段。由于纸包装行业集中度远低于上下游、议价能力较弱，因此当纸价上行时，行业的毛利率多会受损；即纸包装行业的毛利率多和纸价反向变化。

（5）需求修复下，造纸中短期业绩弹性更大，尤其是竞争格局较好的白卡纸；中长期，造纸和纸包装行业格局或持续改善，细分行业龙头或将受益。1）造纸：经济修复叠加限塑令影响，包装纸尤其是白卡纸需求或持续改善，行业龙头有望受益；党建需求支持下，文化纸龙头或受益。中长期，具有纸浆资源、资金等优势的龙头，或凭借低成本持续提份额。2）纸包装：纸价上行下，纸包装盈利弹性或弱于造纸；中长期，具有成本、技术和客户资源等优势的龙头市占率或持续提升。

（6）目前，造纸包装产业链转债价格、溢价率多较低，可关注细分行业的龙头个券：1）造纸：可关注太阳（文化纸龙头，在老挝和广西均有纸浆产能，纸浆自给率达 40%，有望凭借林浆一体化降低成本、提升市占率）；2）纸包装：可关注裕同（主要产品是彩盒和说明书，毛利率较高，下游客户均是消费电子、食品饮料等行业的龙头企业）、合兴（箱板瓦楞纸包装龙头，近几年通过并购持续提份额）。

5、风险提示

宏观经济发生巨大变化，监管政策发生巨大变化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

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

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn