



纸包装业

2010.06.09

业内优势公司正在经历迅速发展时期

——瓦楞纸箱包装行业报告

**王峰**

0755-23976228



wangfeng@gtjas.com



S0880200010288

徐琳

021-38676644

xulin@gtjas.com

S0880108023061

本报告导读：

本文较为系统地分析了全球瓦楞纸箱及国内纸包装市场的发展，揭示出国内纸包装市场正在经历迅速的发展时期，重点推荐美盈森与合兴包装。

摘要：

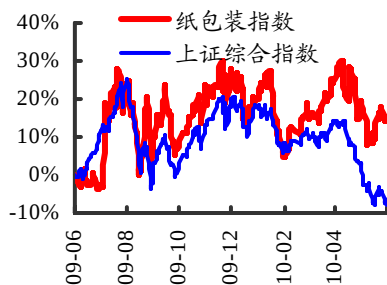
- **瓦楞纸箱的历史发展。**瓦楞纸于 1856 年在英国已有记载，经过 150 年的历程，现已成为迄今为止长用不衰并呈现迅猛发展的制作包装容器的主要材料之一。我国瓦楞纸箱包装起步较晚，1920 年瓦楞纸包装技术导入中国，1954 年由商业部下文，在全国范围内推广使用，改革开放以后逐渐发展起来，形成一个完整、合理的产业系统。
- **世界包装行业稳步增长。**据世界包装组织统计，2002 年世界包装产业总规模为 4170 亿美元，2009 年增至 5638 亿美元，年均复合增长率 4.4%。其中纸包装市场 2002 年为 1520 亿美元，占比 36%，细分来看瓦楞纸箱为 800 亿美元，纸板为 420 亿美元；到 2009 年纸包装市场增至 2160 亿美元，占比略微提升至 38%。
- **中国包装行业快速发展。**改革开放 30 多年来，我国包装产业总产值以年均递增 18% 以上的速度持续快速发展。在我国国民经济 42 个主要行业中，包装产业从 80 年代初期第 41 位跃升到第 14 位。其中，纸类包装产量 2004-2007 年年均复合增长率达 12%，且快速增长势头将持续，预计 2010 年和 2015 年将分别增加到 2700 万吨和 3600 万吨。
- **行业整合或集中度的提高是必然趋势。**从全球格局来看，包装产业正随着贸易流向朝发展中国家转移；而随着中国经济的持续发展，通讯电子、家电、日化、医药、食品等行业保持高速增长的态势，加上当前我国瓦楞纸包装行业集中度还相当低下，下游行业的高度集中必然推动包装行业的迅速集中，业内优势公司的规模迅速扩大已是必然趋势。
- **美盈森——高宽客户群+包装一体化服务=持续的高盈利。**公司利用上市超募资金，在苏州和重庆布点，加上原的东莞募投项目，新建产能达 4.3 亿平米，相对现有不到 0.8 亿平方米的产能，增长逾 5 倍多，预期用三年的时间逐步消化，即 2013 年完全达产。我们预期 2010-2011 年美盈森净利润分别增长 29%、62%，EPS 分别为 0.95 元、1.55 元。我们看好纸包装行业及公司未来几年的高成长性，维持增持评级，继续维持年初 40 元的目标价。
- **合兴包装——凭借“标准化工厂”模式继续全国扩张。**截至 2009 年底公司拥有产能 4.7 亿平米，计划 2010 年新增产能 4.7 亿平米，增幅 100%。青岛、佛山、郑州等新厂的达产以及厦门、合肥等地在建产能的投产将为公司 2010 年业绩带来大的提升。我们预期 2010-2011 年合兴包装净利润分别增长 63%、40%，EPS（未考虑增发摊薄）分别为 0.57 元、0.81 元。虽然公司增发后对业绩有一定的摊薄，但我们继续看好公司的高成长性，维持增持评级，目标价 18 元。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

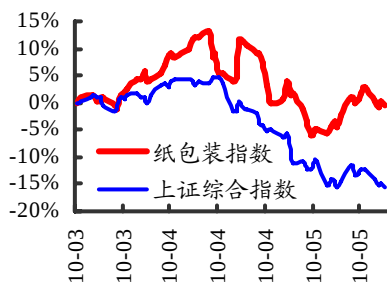
增持

近 1 年纸包装指数与上证综指对比



近 52 周纸包装行业跑赢大盘 22.2 个点。

3 个月纸包装指数与上证综指对比



近 3 个月纸包装行业跑赢大盘 15.2 个点。

相关报告

木浆价格下滑 利于景气维持

2010.05.19

原材料成本上涨较快 产成品毛利率受压

2010.03.30

继续看好业绩高增长的优势公司

2010.02.11

合兴包装：行业集中+公司扩张=合兴盈利稳定高增长

2010.02.10

美盈森：着眼中长线 相机逐渐介入

2010.02.05

目 录

1. 瓦楞纸箱概述.....	3
1.1. 瓦楞纸箱简介.....	3
1.2. 瓦楞纸箱发展历程.....	3
1.3. 瓦楞纸箱的工艺特点.....	5
1.4. 瓦楞纸箱分类.....	6
1.4.1. 根据瓦楞齿形分类.....	6
1.4.2. 根据瓦楞楞型分类.....	6
1.4.3. 根据瓦楞层数分类.....	7
2. 瓦楞纸箱市场发展现状分析.....	7
2.1. 世界包装产业及瓦楞纸包装行业发展情况.....	7
2.2. 中国包装产业及瓦楞纸包装行业发展情况.....	9
2.3. 中国瓦楞纸箱竞争格局.....	10
2.3.1. 珠三角广东地区板块.....	11
2.3.2. 长三角苏、浙、沪地区板块.....	11
2.3.3. 胶东半岛及环渤海地区板块.....	11
3. 瓦楞纸箱市场特征分析.....	11
3.1. 瓦楞纸箱行业产业链.....	11
3.2. 瓦楞纸箱市场上游行业分析.....	12
3.3. 瓦楞纸箱市场下游产业分析.....	12
3.4. 瓦楞纸箱行业内部结构调整以及发展趋势.....	13
4. 美盈森.....	14
4.1. 美盈森公司的基本概况.....	14
4.2. 经营状况及财务指标.....	14
4.3. 美盈森公司未来业务的扩展.....	15
4.4. 公司盈利测算说明.....	15
5. 合兴包装.....	16
5.1. 公司概况.....	16
5.2. 全国布点的生产线布局.....	17
5.3. 经营状况及财务指标.....	18
5.4. 盈利预测.....	19

1. 瓦楞纸箱概述

1.1. 瓦楞纸箱简介

瓦楞纸板是由面纸、里纸、芯纸和加工成波形瓦楞的瓦楞纸通过粘合而成。瓦楞纸制成瓦楞纸板以后可提供纸板弹性、平压强度，并且影响垂直压缩强度等性能，具有很好的保护和防震功能。瓦楞纸板价格低廉，可应用于商品的内包装和外包装，可用于运输包装，在商品包装中的用途最为广泛。瓦楞纸箱则是由瓦楞纸板经过模切、压痕、钉箱或粘箱制成，是目前应用最广的包装制品。

瓦楞纸箱是公认的“绿色包装产品”。瓦楞包装产品既轻便又牢固，具备保护商品、便于运输装卸的良好特性；此外，与金属、塑料、玻璃包装产品相比，瓦楞包装产品耗材较低、废弃物较少、易于自行分解和回收再利用，属于绿色环保包装产品。在全球环保消费意识日益增强的影响下，“纸代塑”、“纸代铁”的应用将逐渐增大，绿色包装的需求也将更加旺盛。

现代包装已不再是对产品简单的装饰，不再是产品的附属品，而已经成为产品的一部分了。这种间接产品对直接产品不仅有装饰、保护和说明的作用，而且起到了举足轻重的促销作用。

1.2. 瓦楞纸箱发展历程

瓦楞纸于 1856 年在英国已有记载，瓦楞纸及其瓦楞纸板的生产技术走过 150 年的路程，现已成为迄今为止长用不衰并呈现迅猛发展的制作包装容器的主要材料之一。

表 1: 世界瓦楞纸箱发展历程

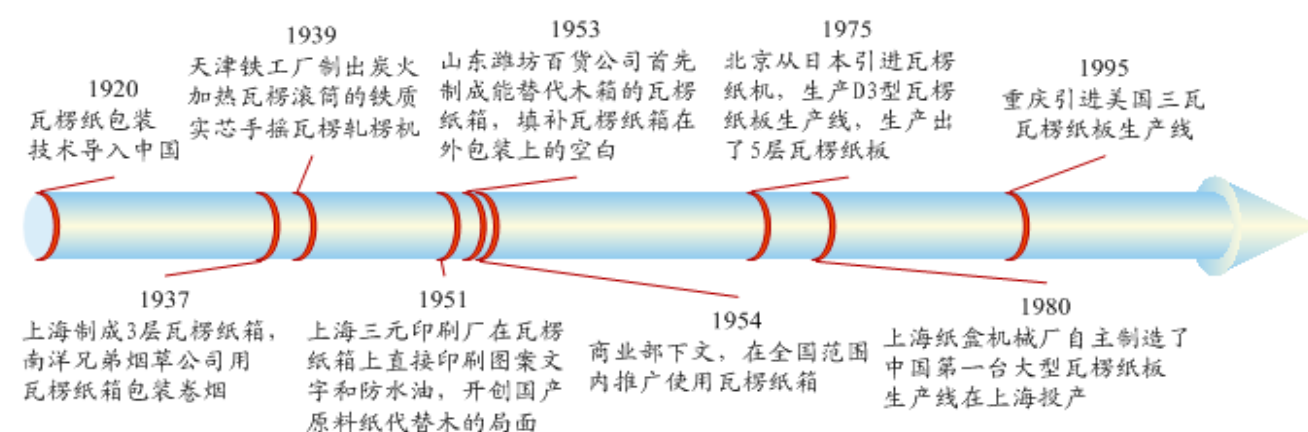
年份	地区	事件
1856 年	英国	Edward Healey 和 Edward Ellen 兄弟将纸加压成 波纹瓦楞 ，用作帽子的内衬，申请了制造 瓦楞纸 专利权
1871 年	美国	Albert Jones 发明了 单面瓦楞纸板 ，用于包装易玻璃灯罩和类似的易碎物品，获得美国瓦楞包装技术专利。
1874 年	美国	Oliver Long 在单面瓦楞纸板的另一面贴上衬纸，取名“ 双面瓦楞纸板 ”，避免单面瓦楞纸容易变形的缺点，极大地增强了瓦楞纸的强度。
1875 年	美国	Robert Thompson 和 Henley Rorris 首次采用 双面粘贴衬纸 技术，诞生瓦楞纸包装生产厂
1881 年	美国	瓦楞纸包装 大面积推广 ，开发新型瓦楞纸板生产设备；Robert Thompson & Henley Rorris 公司率先使用机器生产瓦楞纸板，出口到欧洲国家；英、德、法开始生产瓦楞纸板
1894 年	美国	Robert Guya 研制较粗的 A 型瓦楞纸板 ，大大提高挺括度和强度
1895 年		Soeften 制造公司的 Jefferson Ferres 成功开发 首台连续式瓦楞纸板设备 。
1900 年		第一次瓦楞纸板机批量投产上市
1903 年	美国	法定货运分类组织接受瓦楞类型包装物为运输包装物
1904 年	美国	瓦楞纸包装箱正式获许美国铁路运输包装，逐步取代木箱
1907 年	英国	引进了美国改进的瓦楞纸技术生产首批瓦楞纸箱

1909 年	日本	井上贞智郎用手工在安装有铸铁瓦楞辊的轧机上生产第一批瓦楞纸
1913 年	日本	由德国引进制造瓦楞原纸的机器和制箱机
1914 年	日本	瓦楞纸箱逐步代替木箱包装
1920 年	中国	瓦楞包装技术引入中国
1937 年	中国	南洋兄弟烟草公司用瓦楞纸箱做卷烟箱
20 世纪 20 年代		瓦楞纸技术开始单机生产代替手工生产
20 世纪 40 年代		连续转轮式单面瓦楞纸机组问世
20 世纪 50 年代		世界贸易迅猛发展，出现连贯作业的双面瓦楞纸板生产线，工作面 1000-1600mm，运行线速度 60-100m/min。
20 世纪 60 年代		先进的瓦楞技术装备大量推出，工作面达到 2800-3300mm，运行线速度 375-400m/min

数据来源：国泰君安证券

我国瓦楞纸箱包装起步较晚，1954 年才开始推广使用瓦楞纸箱，较日本晚 40 年，较美国晚 60 多年。且技术起点低，一开始沿用日本上世纪 30 年代的单机，工序间全靠手工连接，没有流水作业。改革开放以来，随着大量瓦楞纸生产线的引进，瓦楞纸箱包装行业才逐渐发展起来，形成一个完整、合理的产业系统。

图 1：中国瓦楞纸箱发展里程碑



数据来源：国泰君安证券

表 2：中国瓦楞纸箱发展历程

发展阶段	特征
起步	1980 年全国包装行业管理机构诞生后，瓦楞包装产品生产企业逐渐增多，但生产设备仍是以
20 世纪 80 年代	单机为主导，个别企业开始引进单面机或自动生产线， 企业规模相对较小，利润空间较高
稳步发展	产能相对过剩 ，价格竞争成为企业间主要竞争手段，企业数量有所下降， 行业集中度逐渐提高 ；部分中高档瓦楞包装产品生产企业凭借成本管理、品质优势和营销推广等差异化经营，
20 世纪 90 年代	逐渐扩大市场份额。由于企业间竞争仍以价格竞争为主，因此该阶段我国瓦楞包装行业虽然发展较快，但 利润水平相对有所下降
理性快速发展	企业逐渐注重成本控制、内部管理、生产技术及设备更新、营销整合与服务模式革新，部分
21 世纪初至今	企业推行包装一体化经营模式，行业竞争逐渐规范，企业间竞争已不局限于价格层面，产品本身质量及服务成为企业获得生存发展的关键因素，一批企业得以在市场竞争中脱颖而出，在区域或全国范围具备领先主导优势， 行业集中度持续提高 。

数据来源：美盈森照顾意向书，国泰君安证券

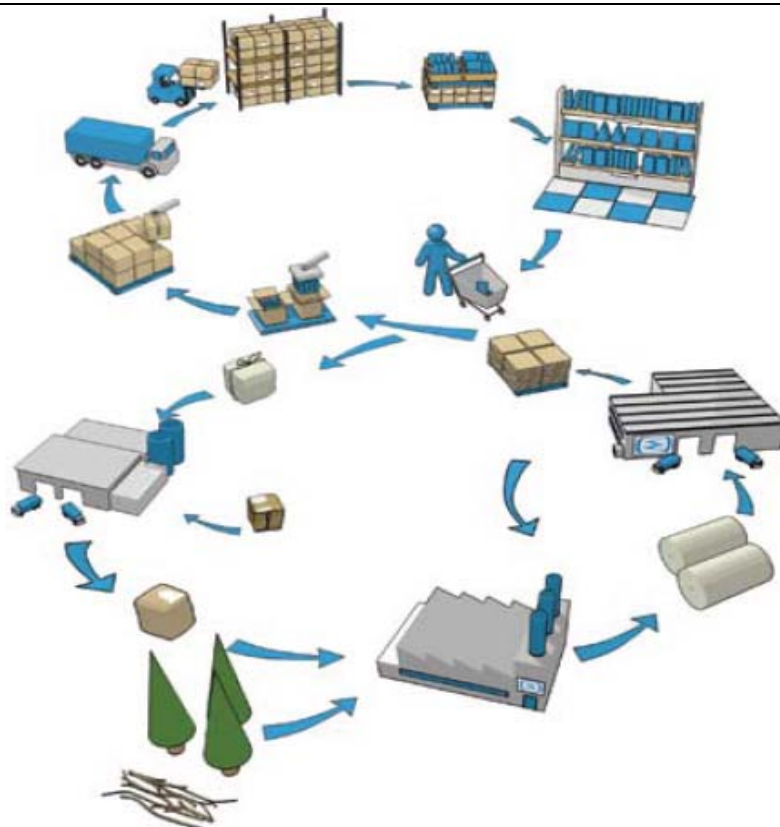
图 2: 瓦楞纸箱生产工艺周期

图 2: 瓦楞纸箱生产工艺周期



数据来源：国泰君安证券

图 3: 瓦楞纸箱流转使用周期



数据来源：国泰君安证券

表 3: 瓦楞纸箱工艺特点

优点	缺点
- 重量轻、结构性能好。瓦楞结构类似拱形结构，能起到防冲减震作用 - 纤维性原料刚柔兼并，易折能粘 - 封箱、捆扎方便，适于大批量生产的自动化作业 - 规格与尺寸变更工艺简单，能快速适应不同类别物品的包装 - 印刷性能好，能更好的解决商品保护和促销问题 - 多功能发展，可以根据需要增加上蜡、涂塑等工序，赋予纸箱防潮、防水、保鲜、防锈等多种功能 - 可以重复使用和回收利用，符合环保要求	- 易吸湿受潮 - 不适应于干燥高温与日晒的环境 - 机械强度差

数据来源：docin，国泰君安证券

1.4. 瓦楞纸箱分类

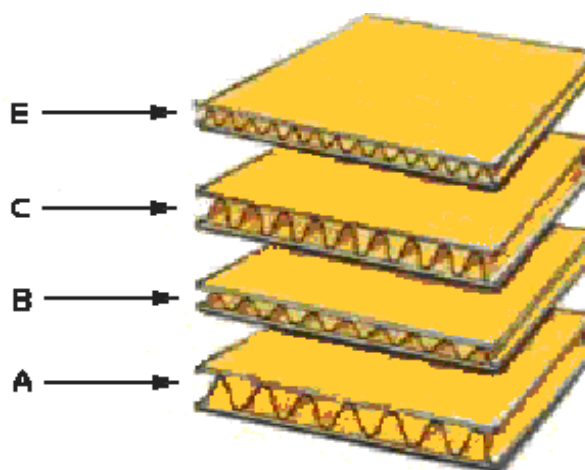
1.4.1. 根据瓦楞齿形分类

U 形瓦楞弹性好，粘性好，但纸与粘合剂用量大，平压弹性低，只能在弹性限度内有恢复功能，施加过重的压力不能恢复原状。V 形瓦楞挺力好，还原能力差，纸与粘合剂用量少，粘结能力差。UV 形瓦楞结合前述二者之优点，耐压强度较高，得以广泛的应用。

1.4.2. 根据瓦楞楞型分类

不同波纹形状的瓦楞，粘结成的瓦楞纸板的功能也有所不同。目前国际上通用的瓦楞楞型分为四种，分别为 A、B、C 和 E 型。A 型楞较高、较稀疏，B 型楞较低、较密，C 型介于二者之间。E 型楞密而薄，主要用于做成折叠纸盒以增加缓冲性，表面光滑，可进行复杂的印刷。选择不同的楞型或不同层数的纸板制作纸箱，主要是依据内装物的重要性的对抗压强度的要求。

图 4: 标准瓦楞型号



数据来源：docin，国泰君安证券

表 4: 标准瓦楞型号及其特点

楞型	楞高 mm	楞数 个/米	瓦楞 系数	优点	缺点	应用领域
A	4.5-5	100-120	1.54	瓦楞最高,耐垂直压力最大,缓冲防震性能最好	耐平压性能差,适印性最差	轻质易碎物,衬套、衬垫和减震件
B	2.5-3	145-165	1.32	纸板表面平整,适于印刷,刚性较强,承压力大	耐垂直压性能差,缓冲性不好	较重和较硬的物品,罐头和瓶装物品等
C	3.5-4	120-140	1.42	综合性能好,具有足够的刚性和良好的减震性能,原纸消耗少		软的或者要求防止表面受损的硬产品
E	1.1-2	280-310	1.27	刚度好质轻,缓冲性好,成本低,易于印刷,平压最好		装潢性瓦楞纸盒

数据来源: docin, 国泰君安证券

表 5: 标准瓦楞型号特性

特性	说明	A 型	B 型	C 型	E 型
堆码强度	货物堆放的高度极限强度	★★★★	★★	★★★	★
印刷性能	将原稿制版、施墨、加压移到瓦楞纸上	★	★★★★	★★	★★★★★
模切性能	根据预定形状,加工和裁切成不同形状	★	★★★★	★★	★★★★★
戳穿强度	一定形状的角锥穿过瓦楞板所做的功	★★★	★★	★★★★★	★
折叠性能	瓦楞纸箱摇盖开合 180 度反复折叠	★	★★★★	★★	★★★★★
缓冲减震	在受压或受冲击时可恢复,减缓冲击力	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
平压强度	单位面积上垂直载荷不发生压溃的能力	★	★★★★	★★	★★★★★

数据来源: docin, 国泰君安证券

1.4.3. 根据瓦楞层数分类

根据商品包装的需求,瓦楞纸板可以加工成单面瓦楞纸板、三层、五层、七层、十一层等种类的瓦楞纸板,制成各种规格的瓦楞纸箱。在特定的商品中,还可以组合制成内、外套箱,便于商品的盛装、仓储和运输。

表 6: 根据瓦楞层数分类

种类	图例	应用
单面		商品包装的贴衬保护层或轻便的卡格、垫板,以保护商品在贮存或运输过程中的震动和冲撞
三层		生产中包装、外包装用小型纸箱
五层		一般纸箱
七层		大型或负载特种的纸箱,如包装机、家具、摩托车、大型家电等
		在瓦楞纸箱或瓦楞纸盒表面印制亮丽多彩的图形和画面,不但可以保护内在商品,还可以起到宣传和美化的作用,成为销售包装

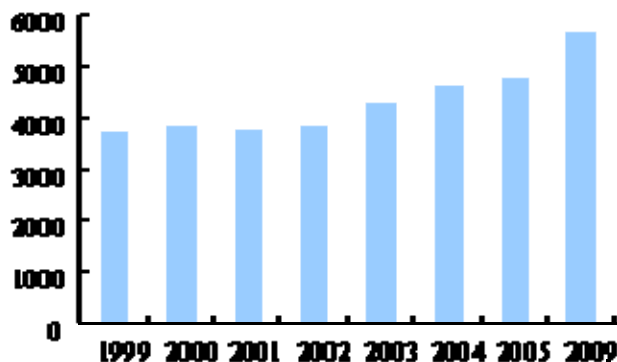
数据来源: 中国包装科研测试中心, 国泰君安证券

2. 瓦楞纸箱市场发展现状分析

2.1. 世界包装产业及瓦楞纸包装行业发展情况

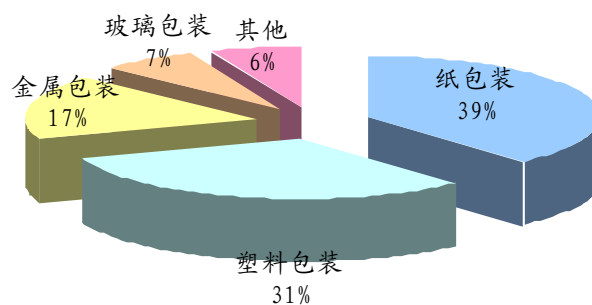
伴随着世界经济的恢复和现代商业、物流产业的快速发展，全球包装产业及瓦楞纸箱行业的生产正稳步增长。据世界包装组织（WPO）统计，2002 年世界包装产业总规模为 4170 亿美元，2009 年增至 5638 亿美元，年均复合增长率 4.4%。其中纸包装市场 2002 年为 1520 亿美元，占比 36%，细分来看瓦楞纸箱为 800 亿美元，纸板为 420 亿美元；到 2009 年纸包装市场增至 2160 亿美元，占比提升至 38%。

图 5：1999-2009 年世界包装产业总规模（亿美元）



数据来源：WPO，国泰君安证券

图 6：2009 年全球包装产业各子行业消费构成



数据来源：WPO，国泰君安证券

表 7：全球分材质包装产品消费量（亿美元）

包装产品种类	2009	比例	2005	2004	2003
纸包装	2,163.98	38.44%	1,832.71	1,765.37	1,647.44
塑料包装	1867.23	30.92%	1496.73	1420.25	1299.82
金属包装	921.69	17.47%	823.89	802.36	755.19
玻璃包装	343.89	6.85%	317.62	314.46	302.11
其他	341.67	6.32%	299.99	290.18	267.54

数据来源：WPO，国泰君安证券

表 8：世界包装产业格局

主要生产国及地区	美国、中国、日本、德国、意大利、韩国、芬兰、瑞典、加拿大、中国台湾、法国、泰国
主要消费国及地区	美国、德国、日本、法国、中国、英国、加拿大、意大利、澳大利亚、荷兰、西班牙、瑞典、比利时/卢森堡和瑞士、中国香港
主要出口国及地区	美国、中国、韩国、中国台湾、马来西亚、瑞典、墨西哥和萨尔瓦多、泰国、芬兰、肯尼亚、秘鲁、波兰

数据来源：合兴包装招股意向书，国泰君安证券

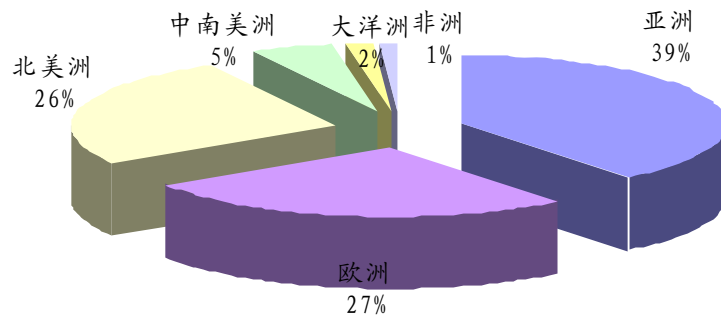
瓦楞包装技术和使用发展异常迅速，第一次世界大战期间，木箱在运输包装箱中占 80%，而瓦楞纸箱仅仅占 20%。第二次世界大战时，瓦楞纸箱作为包装箱占到 80%。

据 ICCA 统计，世界瓦楞纸板产量近年来呈稳步增长趋势，年复合增长率约为 5%。根据 Freedonia 集团的研究报告，2008 年全球瓦楞纸板需求量超过 1,800 亿平方米，预计到 2013 年将达到 2,130 亿平方米。美国、

中国和日本瓦楞纸板产量在世界上遥遥领先于其他国家。

瓦楞纸箱行业的产销格局与包装产业基本一致。亚洲瓦楞纸板产量 1995 年已经超过欧洲，2003 年超过北美洲，目前为世界最大瓦楞纸板生产地区，而中国产量超过 300 亿平方米，约占亚洲总产量的一半，仅次于美国居世界第二，预示着全球包装产业的竞争格局和贸易流向日趋向中国等发展中国家转移。

图 7：2006 年全球瓦楞纸板产量区域划分



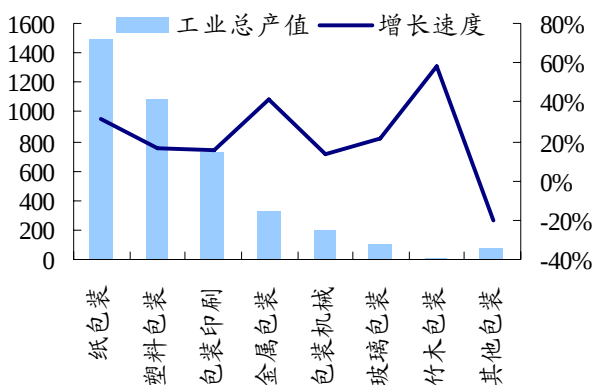
数据来源：cpnic，国泰君安证券

2.2. 中国包装产业及瓦楞纸包装行业发展情况

改革开放 30 多年来，我国包装产业总产值以年均递增 18% 以上的速度持续快速发展。在我国国民经济 42 个主要行业中，包装产业从 80 年代初期第 41 位跃升到第 14 位。

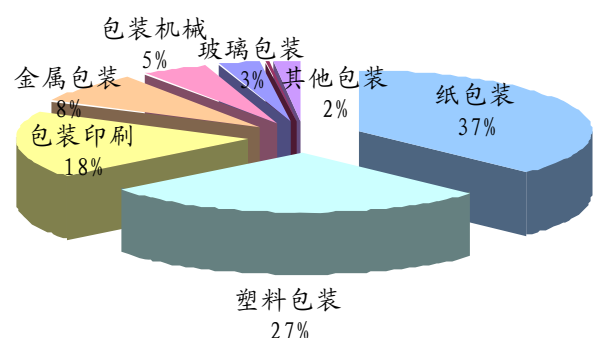
2005 年中国包装工业总产值为 4,016.87 亿元，比上年增长 22.35%。其中纸包装产值为 1,492 亿元，增长 31.4%，占总产值的 37.1%。（由于现有统计口径不一致，统计数据不足，我们暂以 2005 年的数据说明我国包装产业的发展情况，瓦楞纸包装行业的具体情况还可根据下文对于上游原材料的内容加以补充。）

图 8：2005 包装产业各子行业工业总产值（亿元）



数据来源：《中国包装》，国泰君安证券

图 9：2005 年包装产业各子行业工业总产值



数据来源：《中国包装》，国泰君安证券

从产量上看，纸包装产品位居包装行业榜首，占比将近一半，且增长势

头良好，2004-2007 年年均复合增长率达 12%。纸类包装材料与容器今后还将保持快速增长势头，预计 2010 年和 2015 年将分别增加到 2700 万吨和 3600 万吨。

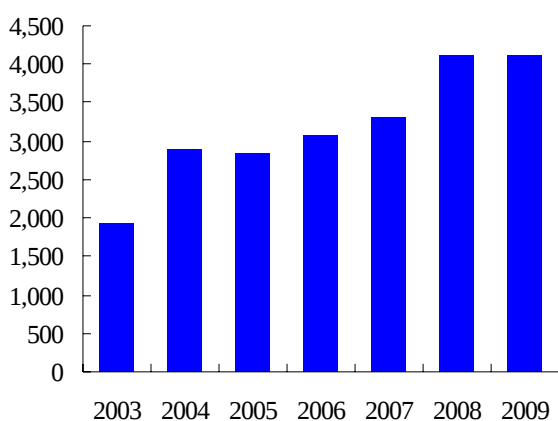
表 9：分材质中国包装产品产量（万吨）

包装产品种类	2007	比例	2006	2005	2004
纸包装产品	2,462	49.56%	2,071	1,900	1,743
金属包装产品	351	7.07%	296	271	249
玻璃包装产品	1,539	30.98%	1,294	1,187	1,089
塑料包装产品	616	12.40%	518	475	436

数据来源：美盈森招股意向书，国泰君安证券

我国从 1995 年开始，瓦楞纸板生产量一直居世界第 3 位，仅次于美国和日本。2002 年我国瓦楞纸板生产量达 200 亿平方米，超过日本，仅次于美国，跃居世界第 2 位。从数据上看，中国瓦楞纸板产量连年猛增，1995 年至 2002 年的 7 年间，平均每年净增 10 亿平方米，从 70 多亿平方米增加到 140 多亿平方米。2003 年至 2005 年的 3 年内，产量增速加快，2005 年增至 255 亿平方米。

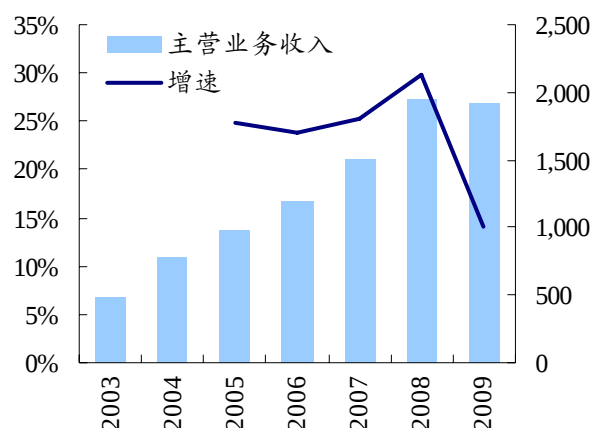
图 10：纸和纸板容器制造业公司数（个）



数据来源：CEIC，国泰君安证券

注：2009 年的数据截止到 11 月份

图 11：纸和纸板容器制造业收入（亿）



数据来源：CEIC，国泰君安证券

与发达国家相比，中国包装消费人均很低。美国每年人均用于包装的费用为 311 美元，日本 460 美元，欧洲 385 美元，而我国大约在 12 美元左右，仅为发达国家的 3%-4%。随着中国经济的持续稳定增长、城市现代化进程的加快和人民生产水平的继续提高，包装产业在中国有一个巨大的潜在市场。

2.3. 中国瓦楞纸箱竞争格局

由于瓦楞纸箱包装产品应用范围较广，渗透于各个行业，因此瓦楞纸箱包装制品行业与国民经济总体发展水平关联度较高，竞争格局的区域分布也与具体地区的经济发展水平高度相关。

目前我国瓦楞纸箱（板）包装行业逐步形成以“东部地区为主、东部带

动中西部发展”的竞争格局，其中珠三角、长三角、环渤海、闽南地区、胶东半岛作为我国主要的消费、电子、轻工业制造基地，汇集了多数的大型瓦楞纸箱包装企业。

2.3.1. 珠三角广东地区板块

- 广东的改革开放比长三角早五年以上，比内地早十年以上
- 广东的 GDP 在全国一直保持领先
- 广东的瓦楞纸箱企业、瓦楞纸板生产线数量最多，产值最高，珠三角地区的瓦楞包装产品产值约占全国总产值的 1/4，
- 泛珠三角新成员香港，同广东的经济融合

2.3.2. 长三角苏、浙、沪地区板块

- 两省一市在新世纪前后十年，是全国经济高增长区
- 对外贸易在全国处于领先
- 瓦楞纸箱工业发展较珠三角晚，但后发势力强劲，据上海包协纸容器包装委员会统计，上海市瓦楞纸箱行业平均年增长为 30%左右

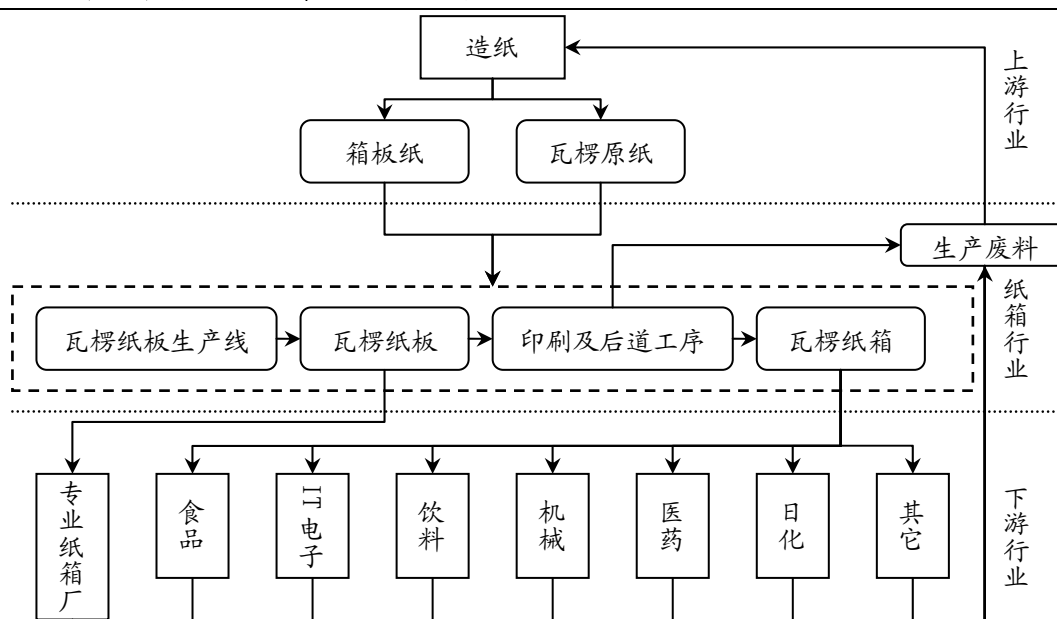
2.3.3. 胶东半岛及环渤海地区板块

- 山东 GDP 排在全国 4-5 位，很有经济实力
- 辽宁是东北的重工业区、也是经济大省
- 北京、天津、河北及东北的吉林、黑龙江等地区，处在平稳发展中

3. 瓦楞纸箱市场特征分析

3.1. 瓦楞纸箱行业产业链

图 12：瓦楞纸箱包装行业上下游产业链示意图

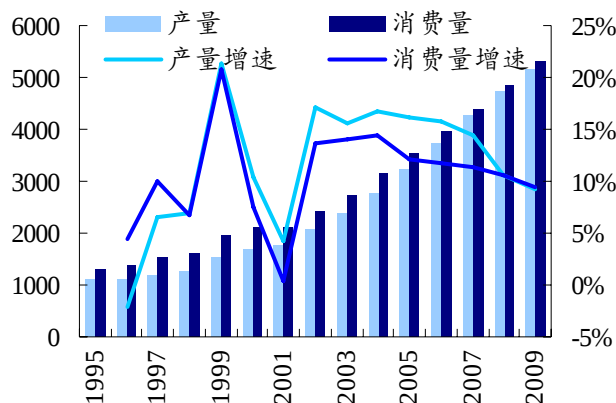


数据来源：国泰君安证券

3.2. 瓦楞纸箱市场上游行业分析

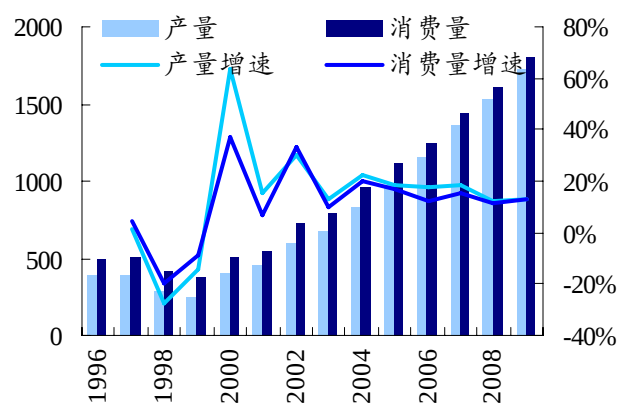
为了进一步分析包装材料的增长情况，我们给出了我国包装纸板（包括瓦楞纸与箱板纸的复合及白板纸）近 10 年来的增长。

图 13: 我国包装纸板产销情况 (万吨)



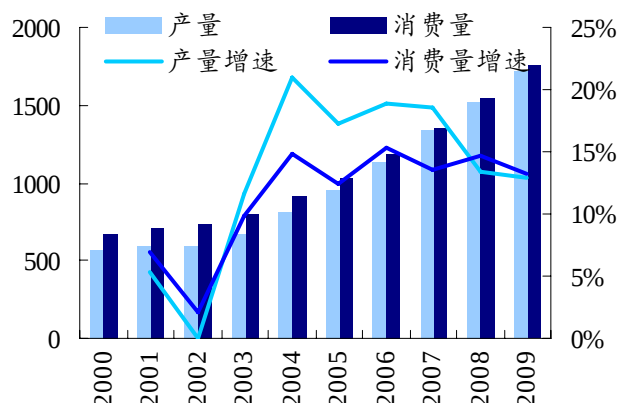
数据来源：中国纸网，国泰君安证券研究

图 14: 我国箱板纸产销情况 (万吨)



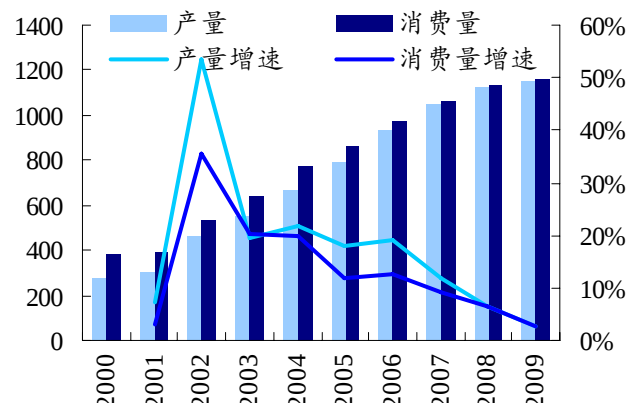
数据来源：中国纸网，国泰君安证券研究

图 15: 我国瓦楞原纸产销情况 (万吨)



数据来源：中国纸网，国泰君安证券研究

图 16: 我国白板纸产销情况 (万吨)



数据来源：中国纸网，国泰君安证券研究

表 10: 我国包装纸板增长情况

	09 年同比增长率		年均复合增长率		期间
	生产	销售	生产	销售	
包装纸板	9.30%	9.41%	11.48%	10.42%	1995-2009
箱板纸	13.07%	12.71%	12.14%	10.57%	1996-2009
瓦楞原纸	12.83%	13.27%	13.02%	11.34%	2000-2009
白板纸	2.68%	2.56%	17.00%	13.07%	2000-2009

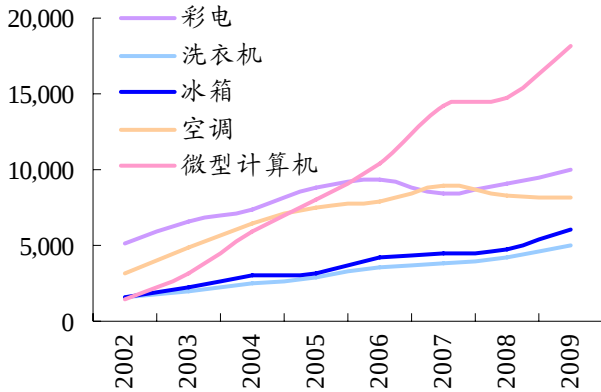
数据来源：国泰君安证券

3.3. 瓦楞纸箱市场下游产业分析

与瓦楞纸箱包装相关的行业主要有通信 IT 及电子行业(电脑、手机等)、家电(彩电、冰箱、洗衣机、小家电等)、办公设备(复印机、传真机、电话机等)、日用化工、食品饮料、医药、轻工及机械产品等等。由于

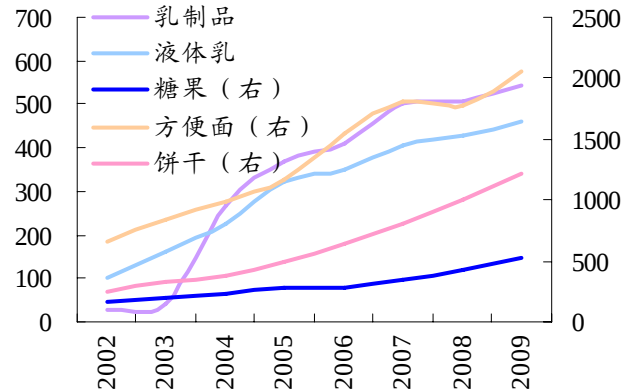
对瓦楞纸板需求的行业甚多，我们仅列示了电器与食品等行业近年来的增长状况，从中感受或理解包装行业的发展前景。整体上看，我国家用电器和食品产量保持持续增长，也为瓦楞纸箱的使用带来持续增量。

图 17：我国部分家用电器年产量（万台）



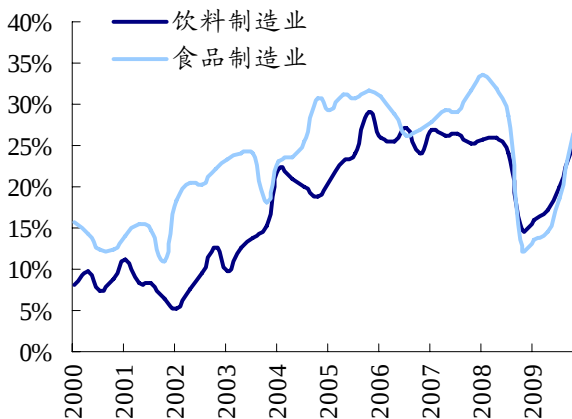
数据来源：Wind，国泰君安证券

图 18：我国部分食品年产量（万吨）



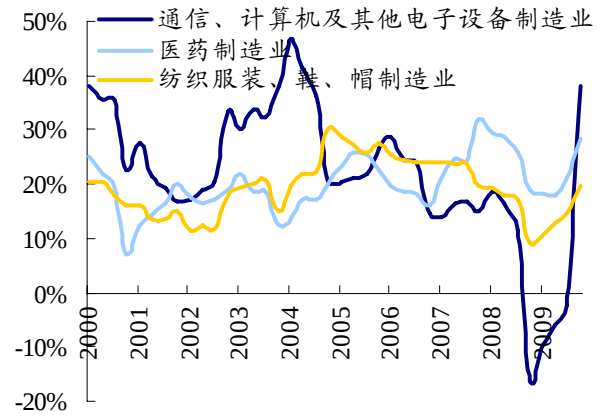
数据来源：Wind，国泰君安证券

图 19：下游行业累计收入同比（一）



数据来源：CEIC，国泰君安证券

图 20：下游行业累计收入同比（二）



数据来源：CEIC，国泰君安证券

从全球格局来看，包装产业正随着贸易流向朝发展中国家转移；而随着中国经济的持续发展，通讯电子、家电、日化、医药、食品等行业保持高速增长的态势，下游行业的高度集中必然推动包装行业的迅速集中。当前我国瓦楞纸包装行业集中度还相当低下，仅有几家公司的市场占有率超过 1%，因此行业整合或集中度的提高是必然趋势。

3.4. 瓦楞纸箱行业内部结构调整以及发展趋势

- 瓦楞纸箱由单纯的运输包装向运输包装和销售包装相结合的方向发展
- 逐步推行集中制板分散制箱生产模式
- 向宽幅、重型、高强度方面发展，用以替代大部分粗糙、笨重又大量耗费木材资源的木箱包装。
- 白纸板逐步替代黄板纸，水性油墨替代油性油墨，提高印刷技术含量，以提高商品附加值，并符合环保要求
- 积极开发新产品，如微型细瓦楞盒、蜂窝纸板

- 组建瓦楞纸箱企业集团，实现规模经营，提高企业的规模经济水平

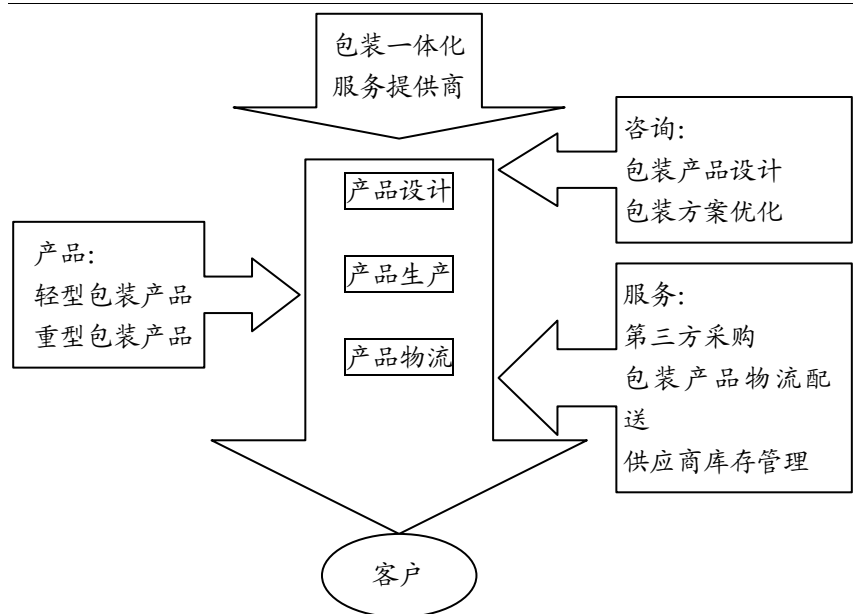
4. 美盈森

4.1. 美盈森公司的基本概况

公司主要经营瓦楞包装产品，通过包装一体化服务为客户提供包装产品，主要服务对象为世界 500 强电子通讯企业与领先的 EMS 企业。

公司具有较高的盈利能力，主要源自具有较大的高端客户群和一体化的服务体系。高端客户意味着包装标的价值较高，相应的对包装物的质量等要求就高；一体化服务解决客户所有的包装需求，及从包装方案、包装设计、包装材料的选择、包装物的制造以及库存管理等。服务链延长，获得尽可能高的利润回报。

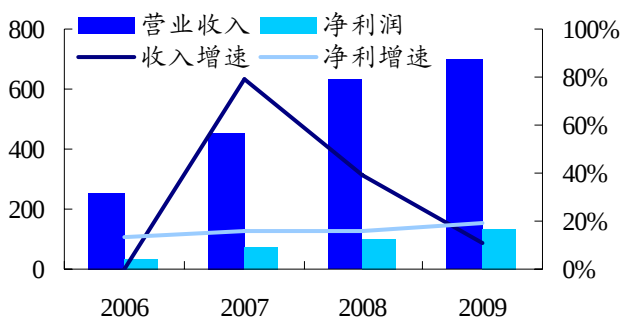
图 21：包装一体化经营模式价值链结构



数据来源：招股书

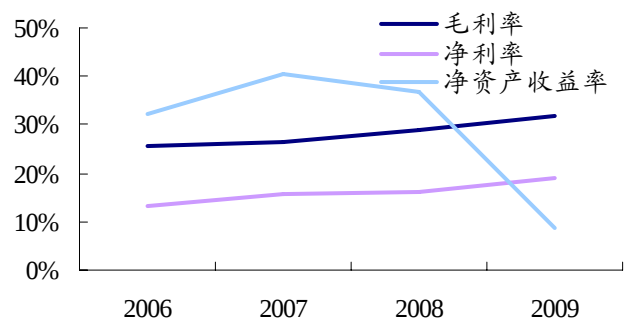
4.2. 经营状况及财务指标

图 22：近几年经营状况



数据来源：国泰君安证券

图 23：近几年盈利水平趋势



数据来源：国泰君安证券

表 11: 主要财务指标

	主要财务指标	2007	2008	2009
偿债能力	流动比率 (倍)	1.74	1.84	6.22
	速动比率 (倍)	1.32	1.57	6.03
	资产负债率 (%)	45.17%	40.57%	15.99%
经营效率	存货周转率 (天)	67	46	39
	应收账款周转率 (天)	73	74	84
	总资产周转率 (天)	216	226	588
盈利能力	毛利率 (%)	26.47%	29.11%	32.01%
	净利率 (%)	15.60%	16.09%	18.90%
	净资产收益率 (%)	40.47%	36.79%	8.80%
现金流	每股经营性现金流量	0.40	0.76	1.04

数据来源: 国泰君安证券

数据显示公司财务状况良好, 没有长短期偿债风险、经营效率持续提高、盈利水平全面上升, 经营状况持续向好。净资产收益率和总资产周转率的下降是收到上市募集资金影响, 随着公司经营规模的扩大, 指标也将逐渐恢复正常。

4.3. 美盈森公司未来业务的扩展

IPO 募投项目东莞美盈森环保包装生产项目正在建设中, 预计使用资金 5 亿元, 项目设计规模 1.5 亿平方米, 计划 2010 年底前投产, 预计 2010 年可实现产能 60%, 2011 年达到 80%, 2012 年完全消化 1.5 亿平方米的产能。

为分享西南市场, 公司在重庆设立全资子公司, 建立重庆美盈森包装物流基地, 该项目总投资 4 亿元, 设计规模为 1.5 亿平方米, 主要为轻型环保包装产品, 预计 11 年初投产。重庆项目达产后正常年份销售收入为 84,400.00 万元 (含增值税), 税后利润 9,694.30 万元。

苏州子公司增资事宜已经完成, 项目用地即将启动招拍挂程序。长三角为我国另一个包装材料需求重地, 公司为充分发挥资金效率, 决定在苏州市吴江经济开发区新建现代化环保包装生产基地, 项目设计规模 1.3 亿平方米包装纸板, 总投资 4 亿元, 预计 11 年初投产, 投产当年生产负荷为 60%。

4.4. 公司盈利测算说明

2010 年业绩预测说明: 2010 年公司无大的产能投放, 营业收入或利润的增长主要依赖下面几点: 一是募投项目轻型生产线的技改, 大约可增加 1000 万平米的产能; 二是外包, 即将订单委托给其它规模较小的企业代为加工, 取得一定的差价收入; 三是加大重型包装物的销售比重, 进一步改善毛利水平; 四是加大第三方采购的规模, 取得一定的类似商业性质的收入。另外募投项目东莞生产线若能早日投产 (计划 10 年 4 季度), 也对 10 年的业绩会有小幅的影响, 因为可将对外委托的订单自

己来生产。

2011 年业绩预测说明：从公司目前的项目进展情况来看，东莞项目有望在 10 年底前投产，重庆和苏州（吴江工业区）11 年初投产，公司预计三个新建项目第一年产能有望发挥 60%，第二年发挥 80%，第三年达到设计产能或满产。我们预计其中的东莞生产线有望最先达产或效益最好，原因主要是珠三角是全国最大的包装材料需求地以及借助现有基地的市场关系。

我们预期 2010-2011 年美盈森净利润分别增长 29%、62%，EPS 分别为 0.95 元、1.55 元。我们看好纸包装行业及公司未来几年的高成长性，维持增持评级，目标价 40 元。

表 12：盈利预测表摘要（单位：百万元）

指标名称	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E
营业总收入	454.53	633.63	701.70	922.58	1,615.29
增长%	78.90%	39.40%	10.74%	31.48%	75.08%
营业成本	334.22	449.21	477.08	638.60	1,129.43
营业税金及附加	1.14	1.60	1.79	2.34	4.11
营业费用	23.09	34.25	42.12	52.63	90.53
管理费用	16.70	25.25	31.55	39.12	65.27
财务费用	(0.10)	(0.65)	(4.45)	-9.21	-10.01
资产减值损失	2.32	2.07	2.75	1.92	14.74
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	77.16	121.89	150.85	197.17	321.23
营业外收支	(0.37)	2.15	4.86	3.51	4.19
利润总额	76.79	124.04	155.72	200.68	325.42
减：所得税费用	5.86	22.07	23.08	30.10	48.81
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	70.92	101.98	132.64	170.58	276.60
每股收益	0.40	0.57	0.74	0.95	1.55

数据来源：国泰君安证券

5. 合兴包装

5.1. 公司概况

公司主要生产中高档瓦楞纸箱及纸、塑等各种包装印刷制品，研究和开发新型彩色印刷产品，公司客户行业种类较繁杂，但家电行业占比较大。现拥有福建长信、湖北合兴、南京合兴、成都合兴、合肥合兴、重庆合信、武汉华艺、遵义合信等 20 家子公司。

公司建立了一整套针对自身的生产模式，对于瓦楞纸箱生产中厂房、生产线、机器设备、仓库的设计和布局、工人的安排及生产都进行量化，从而形成了标准化的生产和经营。此模式具有可复制性，使得公司能快速切入新市场，竞争优势明显。

5.2. 全国布点的生产线布局

公司积极拓展业务，目前已在闽南、湖北、南京、成都、重庆、合肥、青岛、佛山、郑州等地设有子公司，初步形成了全国布点的局面。

近几年公司产能快速扩张，新设公司的陆续投产保证了营业收入的稳步增长。公司现有瓦楞纸箱生产产能 5.7 亿平方米，在建产能 3.7 亿平方米；青岛、佛山、郑州等新厂的达产以及厦门、合肥等地在建产能的投产将为公司 2010 年业绩带来大的提升。

因经济形势有所好转，公司闽南地区业务回升，公司已重新启动原厦门年产 9000 万 m² 纸箱扩建项目，预计于 2010 年下半年投产。资金自筹。

为了进一步发挥全国布点优势，拓展区域市场，提升生产能力，提高市场占有率。公司将海宁合兴、天津世凯威各 10000 万 m² 纸箱项目作为增发的募投项目。

图 24：全国布点的生产线布局（红色-现有，蓝色-筹备中）



数据来源：公司网站，国泰君安证券研究

表 13：公司造纸产能分布情况

	产能（万平方米）	（计划）投产日期
现有产能		
厦门本部	4000	-
福建长信	8000	2006.02
南京合兴	4000	2006.10
湖北合兴	4000	2006.11
重庆合信	4000	2008
成都合兴	4000	2009.02
武汉华艺	4000	2008.10

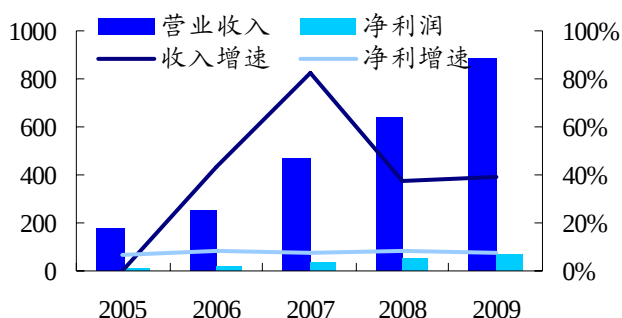
青岛合兴	5000	2009.06
佛山子公司	5000	2009.09
郑州子公司	5000	2009.10
湖北合兴	10000	2010.01
<u>小计</u>	<u>57000</u>	
在建项目		
厦门本部	9000	2010 年 6、7 月份
合肥合信	8000	2010 年年底
海宁合兴	10000	2010 年年底
天津世凯威	10000	2010 年年底
<u>小计</u>	<u>37000</u>	

数据来源：国泰君安证券研究

2008 年 7 月，公司与青岛海尔签订了供货框架协议，涉及的供货合作区域包括青岛、合肥、武汉、重庆（含贵州）；公司已在以上地区设立全资子公司，并开始逐步供货。新建的佛山、郑州子公司也有针对性的发展当地家电、食品饮料等行业的下游客户。因而我们认为几家新设子公司的客户需求是有保障的。

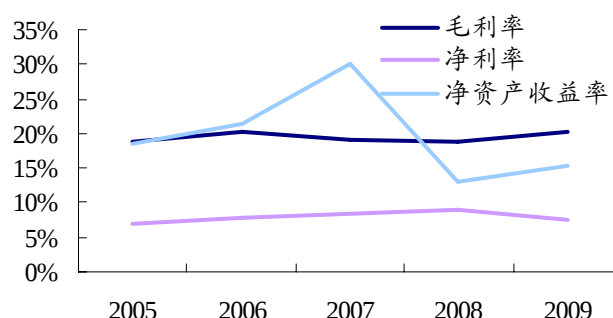
5.3. 经营状况及财务指标

图 25：近几年经营状况



数据来源：国泰君安证券

图 26：近几年盈利水平趋势



数据来源：国泰君安证券

表 14：主要财务指标

主要财务指标		2007	2008	2009
偿债能力	流动比率（倍）	1.20	1.69	1.08
	速动比率（倍）	0.93	1.38	0.80
	资产负债率（%）	63.82%	42.87%	60.54%
经营效率	存货周转率（天）	49	52	71
	应收账款周转率（天）	76	78	83
	总资产周转率（天）	293	311	376
盈利能力	毛利率（%）	19.16%	18.82%	20.17%
	净利率（%）	8.46%	9.00%	7.57%
	净资产收益率（%）	30.02%	12.99%	15.43%
现金流	每股经营性现金流量	0.12	0.09	-0.13

数据来源：国泰君安证券

5.4. 盈利预测

公司继续凭借“标准化工厂”模式积极拓展业务，计划 2010 年新增产能 4.7 亿平米，增幅 100%。其中湖北合兴新建年产 1 亿 m² 瓦楞纸箱、纸板及缓冲材料等项目已经建设完毕，并于 2010 年 1 月份顺利实现试生产。预计每年可为公司增加销售收入 25,000 万元。青岛、佛山、郑州等新厂的达产以及厦门等地在建产能的投产将为公司 2010 年业绩带来大的提升。

我们预测公司 2010 年净利润 1.09 亿元，摊薄每股收益 0.57 元，较 09 年有 63% 的增长，2011 年净利润 1.54 亿元，EPS 为 0.81 元，同比增长 40%。我们继续看好公司的高成长性，维持增持评级，目标价 18 元，相对 10 年业绩 PE 约 30 倍。

表 15：盈利预测表摘要（单位：百万元）

指标名称	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业总收入	463.78	637.52	885.93	1390.99	1857.25
增长%	82.55%	37.46%	0.39	57.01%	33.52%
营业成本	374.90	517.53	707.22	1110.58	1476.87
营业税金及附加	0.28	0.57	0.81	1.26	1.69
营业费用	16.78	26.01	45.67	64.23	83.90
管理费用	22.25	28.79	49.15	70.00	89.75
财务费用	7.55	6.55	9.38	18.86	27.26
资产减值损失	0.86	-0.03	5.73	4.82	4.74
投资收益	0.00	0.00	0.12	0.00	0.00
营业利润	41.16	58.09	68.08	121.25	173.03
营业外收支	0.05	3.12	4.20	3.66	3.93
利润总额	41.21	61.21	72.28	124.91	176.96
减：所得税费用	1.96	3.84	5.19	16.24	23.00
减：少数股东损益	4.15	6.32	-0.10	0.00	0.00
归属母公司净利润	35.09	51.06	67.19	108.67	153.95
每股收益	0.18	0.27	0.35	0.57	0.81

数据来源：国泰君安证券 注：业绩预测未考虑增发摊薄

公司拟非公开发行股票不超过 5000 万股，募集资金净额上限为 34,260.89 万元，发行价格不低于 11.64 元/股。海宁、天津两地新建的各 1 亿平方米纸箱项目作为公司非公开发行股票投资项目该项目已于 5 月 11 日经证监会批准，按照规定将在 6 个月内执行。预计项目建成后平均每年可增加公司净利润 4300 万元。

作者简介:**王峰:**

复旦大学国际金融硕士，96年至今为君安证券、国泰君安证券行业部研究员，主要从事轻工及造纸印刷行业的研究，2008年、2007年获《新财富》造纸印刷行业最佳分析师第一名，2006年获得最佳分析师第二名，2003-2005年连续三年获得最佳分析师第一名，2004年同时获得食品饮料行业第三名。

徐琳:

毕业于厦门大学管理学院会计系，香港理工大学金融与会计学院交流生。2007年7月进入国泰君安证券研究所行业公司部。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		