

造纸及纸制品业 (01030301)

经济转型、制造业内迁与消费升级催化瓦楞纸箱市场的集中与发展

熊峰 研究员	李音临 研究助理
电话: 0755-82083888-816	电话: 020-87555888-690
eMail: xf@gf.com.cn	eMail: ly19@gf.com.cn

行业增长迅速而集中度低, 优质企业大有扩张空间

中高档瓦楞纸箱行业的业务包括设计制造印刷等服务, 主要下游是家电 IT 和食品消费的大型企业。这些大客户订单随着国民消费能力提高而大幅增加。同时目前国内瓦楞纸箱行业集中度极低, 优质企业正在凭借产品与服务, 高速扩张抢占上述大客户的订单增量。

瓦楞纸箱企业对上游成本难以控制

瓦楞纸箱行业集中度很低, 但在上游瓦楞/箱板原纸行业集中度相当高。当价格上涨趋势明显的时候, 龙头和中小纸企都乐意推高纸品价格, 而纸业经销商积极增加库存捂盘惜售, 终端客户则处于恐慌心理不得不加快采购, 这就导致了纸箱企业面对整个上游 (造纸厂家和经销商) 的时候, 相对地处于价格弱势。

下游需求两极分化, 高端客户接受弹性定价意愿更高

目前我国瓦楞纸箱出现了两极分化的迹象。一方面, 越来越多的高端客户急需高品质的瓦楞纸箱和附加服务, 而能提供此类产品和服务的厂商产能增量却还跟不上此类市场的需求增量; 另一方面, 众多低端客户只需要“能装东西的容器”, 对瓦楞纸箱的品质和附加服务没有任何要求, 此类市场需求增量有限且门槛不高, 供过于求。高端客户本身优秀的盈利能力使得他们对纸箱包装成本不太敏感, 再加上这些客户对高品质纸箱和服务的迫切需求, 他们接受弹性定价的意愿比较高。而低端用户, 市场竞争同质化, 恶性价格战成了唯一结果。导致低端市场毛利率也普遍低下。

经济转型催化了高端客户对纸箱企业需求的演进

伴随着我国经济转型, 高端客户本身的经营发生了若干重大的转变: 一是随着国内居民消费能力的提高, 原先出口为主的行业渐渐转向内销; 二是各类产品更新换代的速度加快, 零库存管理和快速物流成为刚性需求; 三是由于沿海地区成本上升以及内陆需求增长迅速, 制造业内迁已是大势所趋。

高端客户的转变也催生了对瓦楞纸箱企业的新要求。首先由于远程物流运输量越来越大, 客户对纸箱防震防压防潮等物理指标要求也日益严格。其次客户本身的竞争和成本控制也增加了对纸箱精美印刷、及时交期、物流优化和库存节约方案等附加服务的需求。再者, 内迁的制造业客户往往要求与自己合作过多年的配套纸箱企业能跟随自己前往内地开厂, 这对瓦楞纸箱企业开设新厂的速度提出了挑战。最后, 许多在全国范围内开设生产线的大企业越来越倾向集成采购瓦楞纸箱, 即逐步放弃原先在各地分散采购, 而转为寻找全国统一的供货商, 以保证纸箱强度、印刷效果和服务质量协调一致。这样一来, 在全国各地广泛布局的龙头纸箱企业在高端客户订单中所占比重将越来越大, 可谓强者恒强。

相关企业的投资机会与风险

合兴包装 (002228) 与美盈森 (002303) 是目前国内从事瓦楞纸箱业务的上市企业。我们认为两家公司都处于高速发展时期, 各有亮点与风险。合兴包装扩张稳健成长性确定, 但短期业绩可能由于开工率不足被费用率拖累; 美盈森瞄准高端客户确保高毛利, 但扩张之路刚启, 初期管理和销售可能遭遇水土不服。

目录索引

一、行业增长迅速，但现阶段集中度极低	3
（一）瓦楞纸箱需求随国民经济高速增长	3
（二）行业产能分散，集中度极低	4
二、行业对成本难以控制，下游客户两极分化	5
（一）瓦楞纸箱行业对上游原料成本缺乏控制力	5
（二）下游需求两极分化，高端客户接受弹性定价意愿更高	6
三、经济转型催化了高端客户需求的演进	7
（一）客户需求增速依旧飞快，对中高端瓦楞纸箱行业利好	7
（二）经营模式发生本质改变，龙头企业将成市场集大成者	8
四、相关企业投资机会与风险	10
（一）合兴包装凭借内生优势和外延扩张把握市场巨大增量	10
（二）美盈森紧跟高端客户，刚刚迈出跨地区经营的步伐	11

图表索引

图 1 各类瓦楞纸箱产品	3
图 2 我国瓦楞纸箱需求高速增长	3
图 3 瓦楞纸箱企业的分类	4
图 4 美国瓦楞纸箱市场份额分布	5
图 5 瓦楞纸箱市场的两极分化	6
图 6 软饮料销量增长预测	7
图 7 啤酒销量增长预测	7
图 8 彩电销量增长预测	8
图 9 冰箱销量增长预测	8
图 10 手机销量增长预测	8
图 11 笔记本电脑销量增长预测	8
图 12 大客户经营模式的转变	9
表 1 各类生产要素在总成本中占比	5

一、行业增长迅速，但现阶段集中度极低

（一）瓦楞纸箱需求随国民经济高速增长

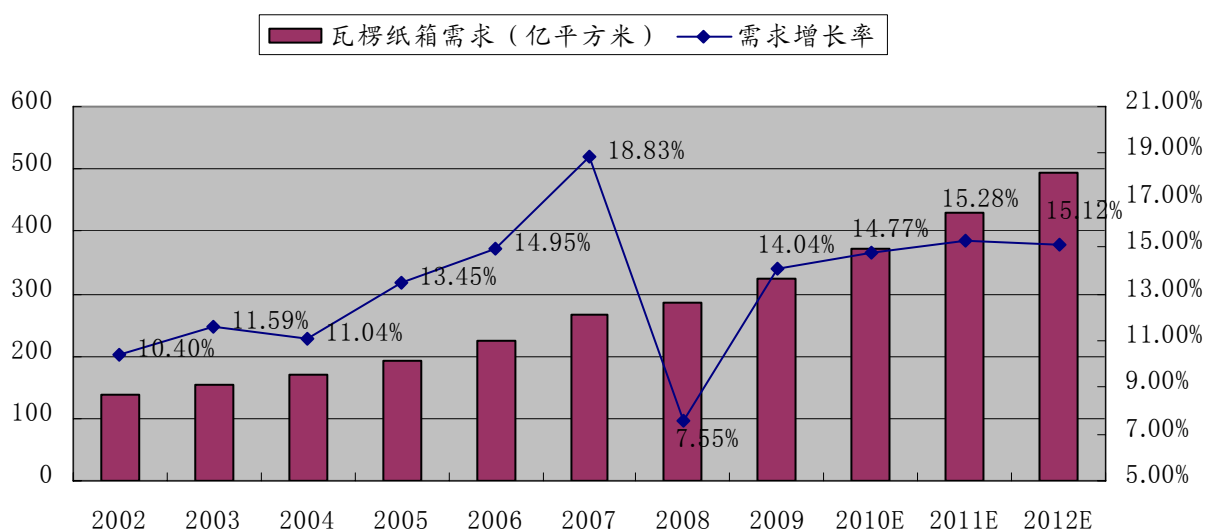
瓦楞纸箱是运输仓储过程中必不可少的包装产品，适用于食品饮料、家电电子、IT 通讯等国民经济的各类行业。同时在销售过程中，美观靓丽的瓦楞包装也将带给消费者更大的吸引力。下图标示出了几类常见的瓦楞纸箱产品。

图 1 各类瓦楞纸箱产品



数据来源：广发证券发展研究中心

图 2 我国瓦楞纸箱需求高速增长



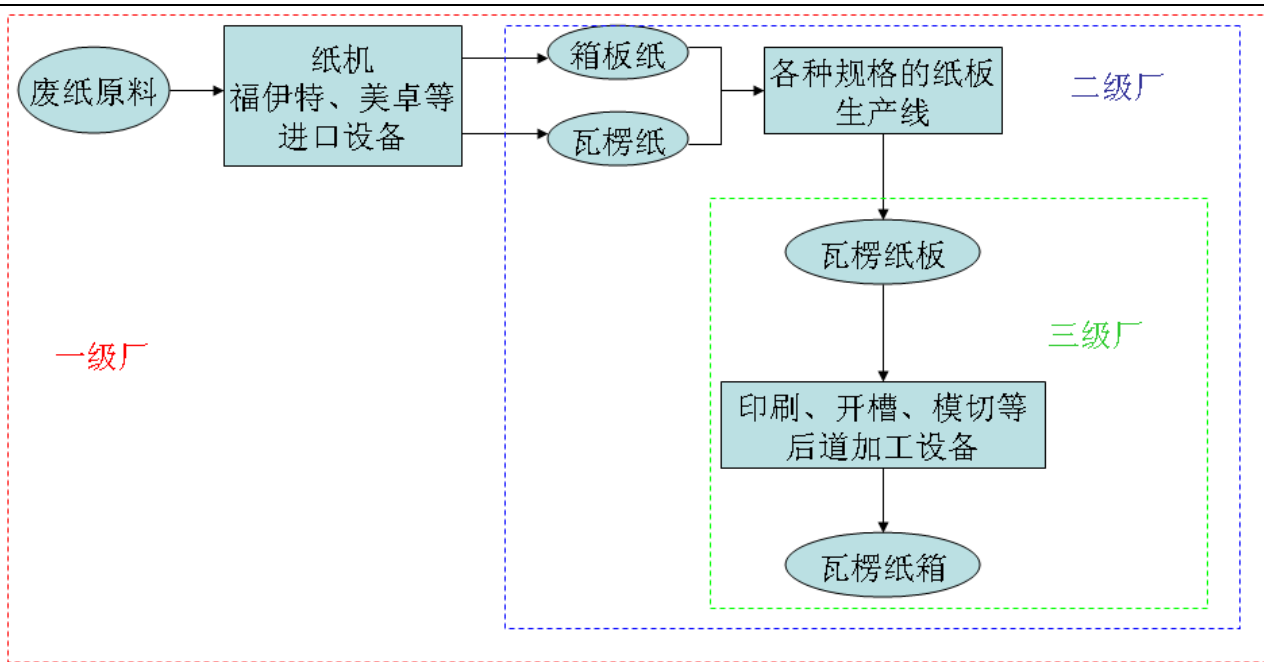
数据来源：中国包装联合会、广发证券发展研究中心

从上图看出，我国瓦楞纸箱行业的需求增长趋势基本与GDP保持一致。除了2008年金融危机时期，从2005年至今瓦楞纸箱的市场需求量均保持了13%以上的增长。参考发达国家经历过的发展阶段，一般来说，瓦楞纸箱需求的增长率与GDP增长率之比约为1.2~1.6左右。鉴于中国正处于高速发展时期，我们预测未来三年瓦楞纸箱需求的增速均保持在15%左右。

（二）行业产能分散，集中度极低

如下图所示，瓦楞纸箱生产过程可以简化为“箱板/瓦楞原纸→纸板→纸箱”。在我国，涉足该领域企业大致可分为三类：**一级厂**既生产原纸也生产纸板和纸箱，比如景兴纸业、永丰余与国际纸业；**二级厂**外购原纸但自产纸板与纸箱，比如合兴包装、美盈森、华源发、大自然等；此外，市场上还存在海量的**三级厂**，他们不生产原纸和纸板，依靠外购纸板进行加工生产，产品多为统一样式标准化瓦楞纸箱。

图 3 瓦楞纸箱企业的分类



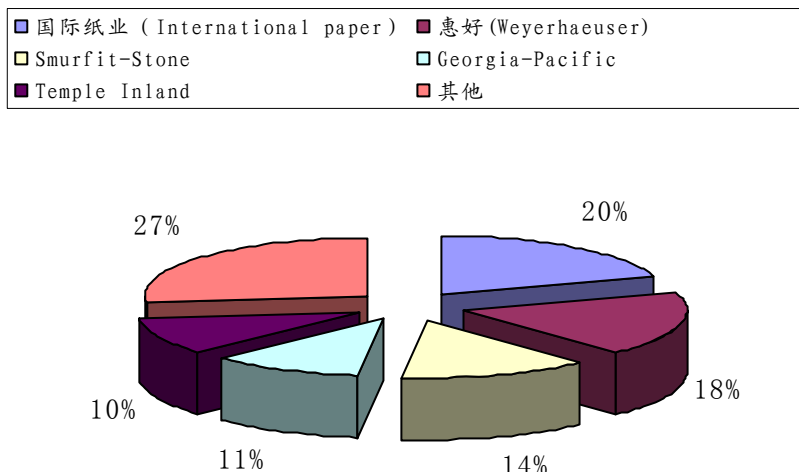
数据来源：广发证券发展研究中心

这三类企业运营侧重各有不同。一级厂由于拥有造纸生产线，属于大投资重资产的企业，其生产的原纸与竞争对手相比通常难以具有革命性的亮点，但能为自身的瓦楞纸箱生产有效降低成本；三级厂投资最少资产最轻，但也因此造成入门门槛低竞争激烈，恶性价格战层出不穷，同时这类企业的原料（纸板）与产成品（纸箱）同质化严重，销售范围一般局限于单个地区；二级厂所需投资适中，虽不能把原纸成本降到最低，但在生产过程中有机会为客户附加增值服务，其客户群体也涉及消费生产制造的各行各业，最为广泛。

正是由于海量的三级厂，导致我国瓦楞纸箱行业虽然增长旺盛，但行业集中度却偏低。目前行业两大龙头企业永丰余与国际纸业的市场

场占有率仅有2.6%与2.55%，前十大企业的市场总份额也不超过10%，而美国前五大瓦楞纸箱企业市场总份额逾70%。可以说，我国现阶段瓦楞纸箱行业的集中度过低了。

图 4 美国瓦楞纸箱市场份额分布



数据来源：ICCA、广发证券发展研究中心

二、行业对成本难以控制，下游客户两极分化

(一) 瓦楞纸箱行业对上游原料成本缺乏控制力

如上所述，瓦楞纸箱企业需要向纸企采购箱板/瓦楞原纸，在生产过程中除了人工费用外，还需要支付水电等成本，由于设备投资较大，折旧也是必须考虑的。这些要素在总成本中的比重如下表所示：

表 1 各类生产要素在总成本中占比

箱板/瓦楞原纸	人工费用	水电等动力燃料	折旧
70%	8%	20%	2%

数据来源：广发证券发展研究中心

这里折旧所占比重是在假设产能利用率100%的理想状态下估测。由于实际产能利用率必然低于100%，折旧所占比重将有所上升，按经验估算，实际折旧占总成本比重约为（2%÷实际产能利用率）。

显而易见，原材料在总成本中占比最重，瓦楞纸箱企业对原料价格的变动也非常敏感。那么，面对上游原纸供货方，纸箱企业的议价能力如何呢？我们已经知道，瓦楞纸箱行业集中度很低，前十大企业的市场总份额也不超过10%。但在上游瓦楞/箱板原纸行业，玖龙纸业和理文纸业两大巨头占全国市场份额的50%以上，是无可置疑的价格指导者。虽然各地均有不少地区性瓦楞/箱板厂家，但产能不大，只能追随两巨头的价格而动。当价格上涨趋势明显的时候，龙头和中小纸

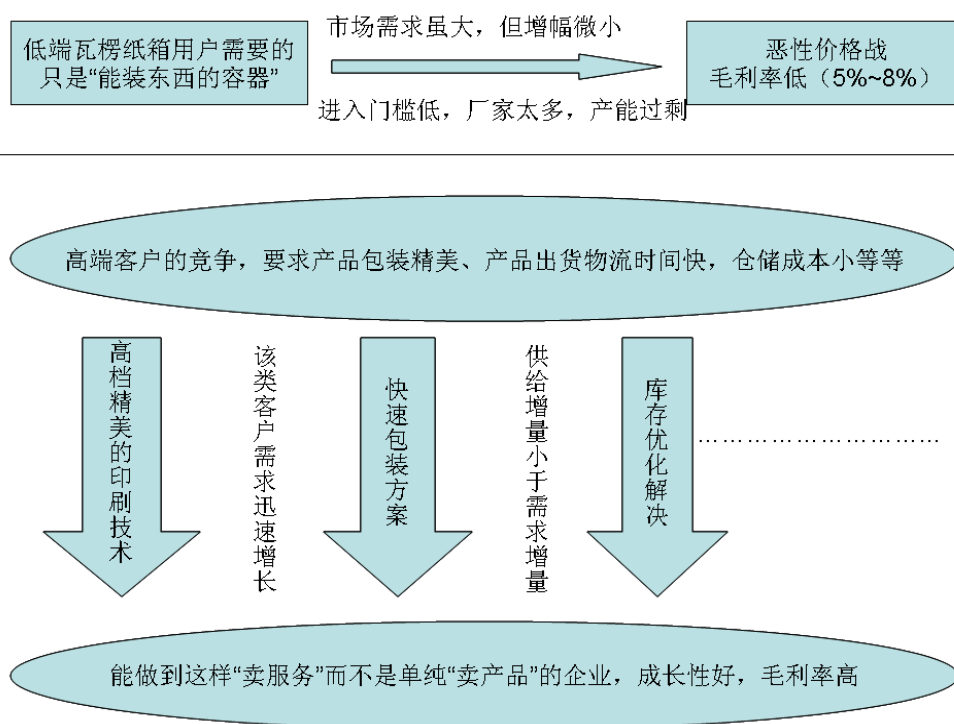
企都乐意推高纸品价格，而纸业经销商积极增加库存捂盘惜售，终端客户则处于恐慌心理不得不加快采购，这就导致了纸箱企业面对整个上游（造纸厂家和经销商）的时候，相对地处于价格弱势。

虽然上游强势非常，但我们前面指出，瓦楞纸箱的下游需求旺盛。那么上游的成本压力能否因此就顺利地凭借“弹性定价制度”转移给下游客户呢？我们接着将深入分析瓦楞纸箱企业下游客户的情况。

（二）下游需求两极分化，高端客户接受弹性定价意愿更高

美国工业市场研究公司Freedorlia Group 指出，目前全球瓦楞纸箱出现了两极分化的迹象。一方面，越来越多的高端客户急需高品质的瓦楞纸箱和附加服务，而能提供此类产品和服务的厂商产能增量却还跟不上此类市场的需求增量；另一方面，众多低端客户只需要“能装东西的容器”，对瓦楞纸箱的品质和附加服务没有任何要求，此类市场需求增量有限且门槛不高，供过于求。

图 5 瓦楞纸箱市场的两极分化



数据来源：Freedorlia Group、广发证券发展研究中心

我们调研后发现，目前国内的瓦楞纸箱市场也出现了类似的分化，而且这种分化是由瓦楞纸箱用户所面临的竞争催化的。比如家电领域的竞争日益激烈，海尔、海信、长虹等大厂家，不仅需要在产品技术质量上相互竞争，还必须在产品出货的物流速度、仓储库存的成本控制、包装印刷的精美宣传效果超过对手。这种竞争的结果，就是对高端瓦楞纸箱和附加服务（精美印刷、物流优化、库存节约方案等等）的需求越来越大。高端客户本身优秀的盈利能力使得他们对纸箱包装成本不太敏感，再加上这些客户对高品质纸箱和服务的迫切需

求，他们接受弹性定价的意愿比较高。

当然，国内也存在许多低端用户，他们的竞争不需要高档包装产品和服务，需要的只是“能装东西的容器”，比如不成规模的城乡农贸市场中的简陋蔬菜箱和水果箱等等。这些用户的需求总量虽然很大，但太过分散，而且增长几乎为零。给此类客户供货的，基本上均为上述的三级厂。竞争同质化，恶性的价格战成了唯一结果，因此三级厂的毛利率也普遍低下（5%~8%）。

综合来说，瓦楞纸箱行业对上游原纸成本的控制力偏弱，下游低端市场又是恶性的价格战的红海。但下游高端客户对优质产品和附加服务的需求日益旺盛，更愿意接受来自纸箱企业的成本转移。未来这些高端客户的需求发展，将决定瓦楞纸箱市场的演进。

三、经济转型催化了高端客户需求的演进

（一）客户需求增速依旧飞快，对中高端瓦楞纸箱行业利好

如上所述，高端客户的需求催生了中高档瓦楞纸箱市场的蓬勃发展。这些高端客户主要分布在三大行业中：食品饮料、家电以及IT电子。这些行业代表性产品近年来的销量增长如下图所示。

可以看出，除2008年外，三大行业的主要产品均保持了12%~30%的高速年增长率。

图 6 软饮料销量增长预测

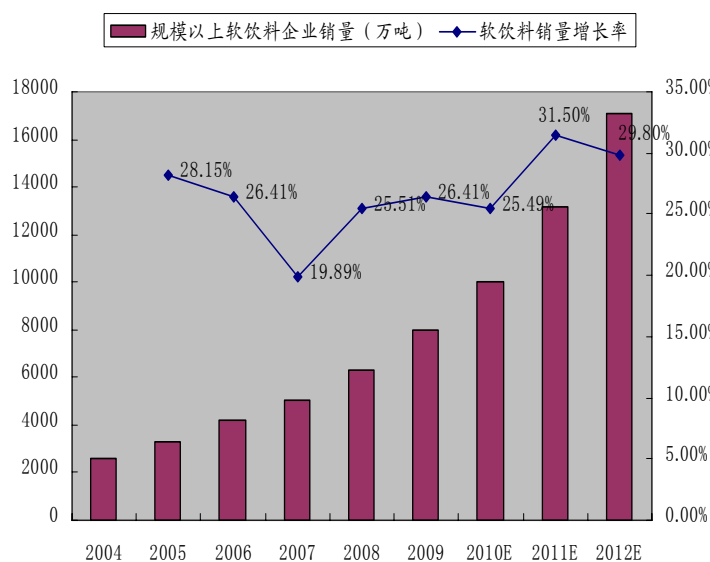
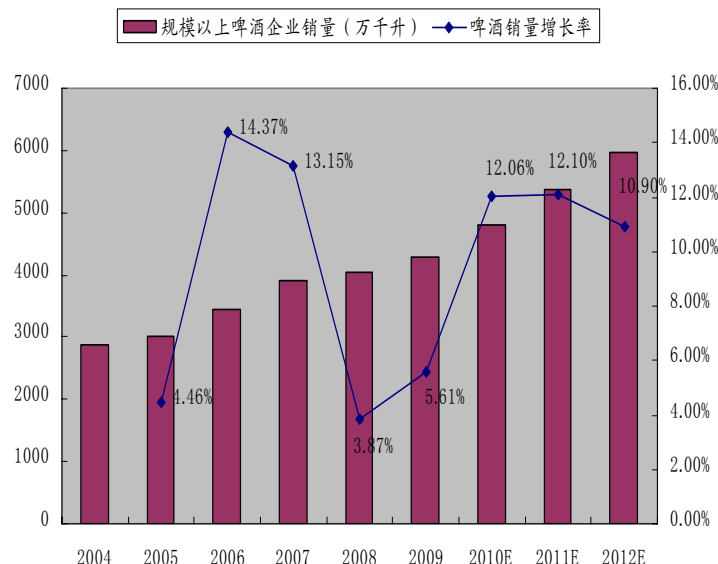


图 7 啤酒销量增长预测



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

图 8 彩电销量增长预测

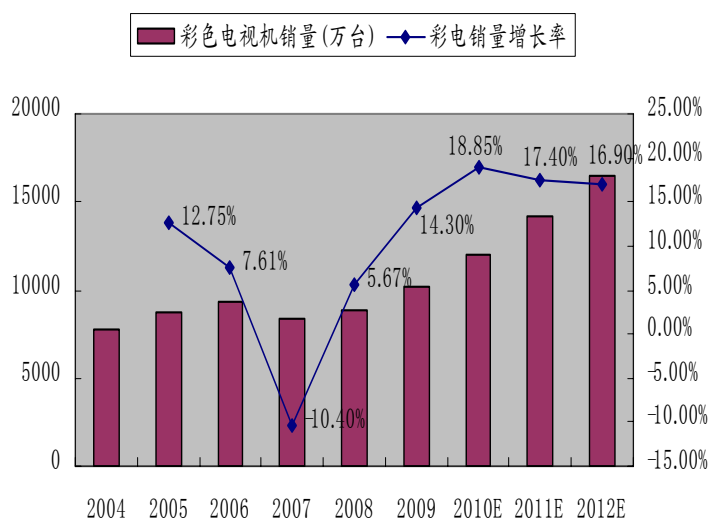
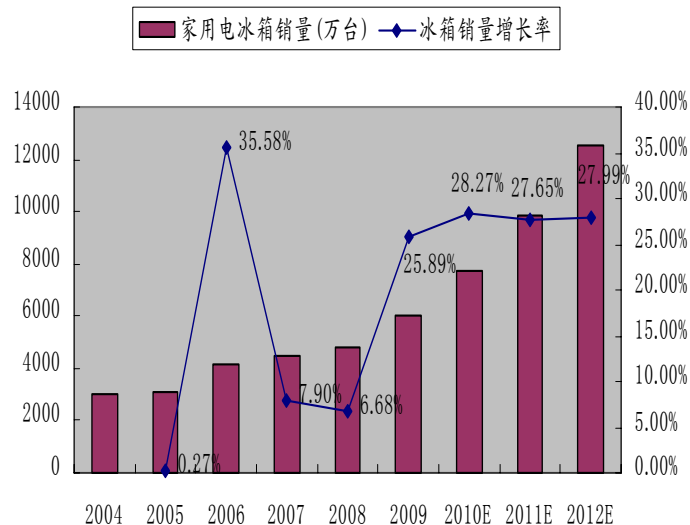


图 9 冰箱销量增长预测



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

图 10 手机销量增长预测

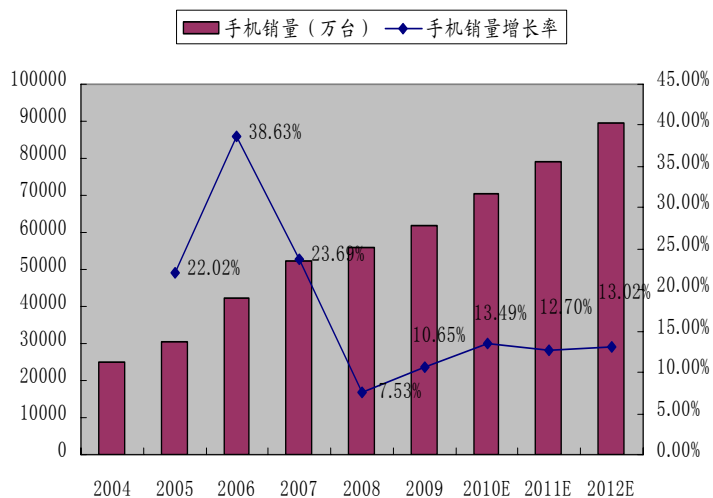
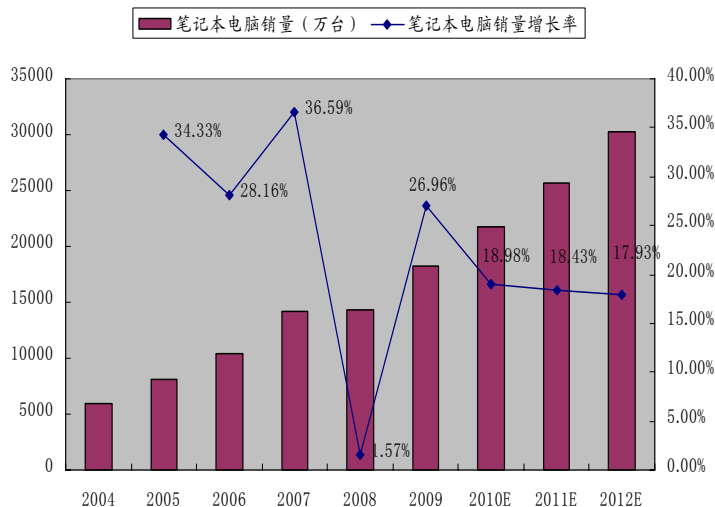


图 11 笔记本电脑销量增长预测



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

(二) 经营模式发生本质改变，龙头企业将成市场集大成者

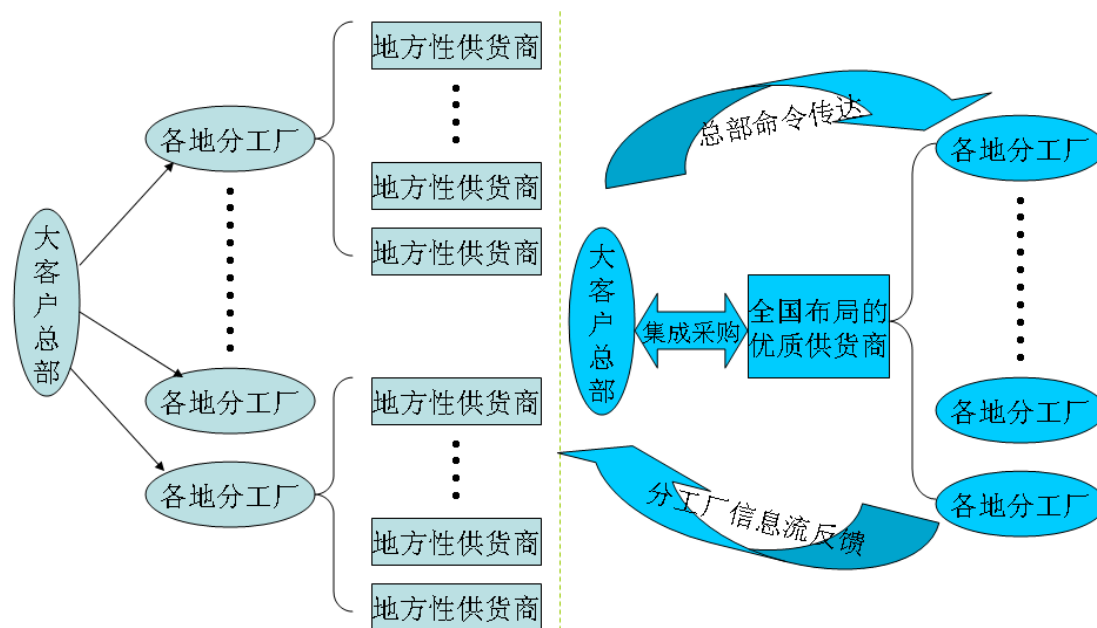
与危机前相比，这些高端客户现阶段的经营伴随着我国经济转型发生了若干重大的转变：一是随着国内居民消费能力的提高，原先出口为主的行业渐渐转向内销；二是各类产品更新换代的速度加快，零库存管理和快速物流成为刚性需求；三是由于沿海地区成本上升以及内陆需求增长迅速，制造业内迁已是大势所趋。

以瓦楞纸箱需求量巨大的富士康为例，由于代工制造业的净利润不断被沿海地区飙升的地价和其他成本所侵蚀，内销市场又随着国内

消费能力提高而日益旺盛，富士康内迁布局早已开始。去年年底前，富士康四川成都、江苏淮安及天津等厂房设施基本完成，迁址将逐步实行。而富士康这种战略也是基于其大客户内迁的趋势。2009年10月富士康在成都投资10亿美元的生产线就是跟随索尼等巨头，而在重庆的投资也是紧跟惠普内迁的脚步。而多年前富士康在烟台、太原、武汉建设的工业园区早已成为这个代工巨头产能的重要贡献点。相应的，富士康整体对瓦楞纸箱的需求增量，也早就从沿海向内陆倾斜了。

高端客户的转变也催生了对瓦楞纸箱企业的新要求。首先由于远程物流运输量越来越大，客户对纸箱**防震防压防潮等物理指标要求**也日益严格。其次客户本身的竞争和成本控制也增加了对纸箱精美印刷、及时交期、物流优化和库存节约方案等**附加服务**的需求。再者，内迁的制造业客户往往要求与自己合作过多年的配套纸箱企业能跟随自己前往内地开厂，这对瓦楞纸箱企业**开设新厂的速度**提出了挑战。最后，许多在全国范围内开设生产线的大企业越来越倾向集成采购瓦楞纸箱，即逐步放弃原先在各地分散采购，而转为寻找全国统一的供货商，以保证纸箱强度、印刷效果和服务质量协调一致。这样一来，**在全国各地广泛布局**的龙头纸箱企业在高端客户订单中所占比重将越来越大，可谓强者恒强。

图 12 大客户经营模式的转变



传统模式，分散采购，各地分工厂负责挑选各自所在地区的纸箱供货商。存在产品包装印刷服务不协调，管理成本高，信息难以及时反馈回大客户总部等缺陷

集成采购模式，总部直接与全国布局的优质供货商签订协议，统一采购，并由供货商负责物流配送服务。这样便于总部直接控制供货商，而分工厂负责向总部反馈供货商服务质量，监督管理效率大大提升

数据来源：广发证券发展研究中心

此外，由于高端客户本身盈利能力较强，相对于产品价格，其注

重的是瓦楞纸箱供货商的品质、服务以及长期合作的可持续性，频繁地更换供货商也会损害这些客户的自身利益。因此除非供货商发生交期严重延误或恶性质量问题，高端客户通常不会因为价格问题而随意更换瓦楞纸箱供货商，特别是那些在自身订单比重中占比巨大的核心供货商。可以说，高端市场的用户粘性远高于低端市场。

综上所述，瓦楞纸箱行业总体增长迅速但集中度偏低。整个行业对上游原料成本难以控制，在下游低端市场价格战惨烈。但如果优质企业能顺应经济转型大势，拥有高端客户亟需的优势（**质量优势、服务优势、建厂速度优势以及布局优势**），将大大提升成本转嫁能力，并在未来行业集中度提升的进程中受益非浅。

四、相关企业投资机会与风险

（一）合兴包装凭借内生优势和外延扩张把握市场巨大增量

公司从事中高档瓦楞纸箱的设计制造印刷等服务。基于稳健的经营和精细的管理，合兴包装擅长帮助客户快速找到合身的产品服务；在生产过程中根据客户要求，及时做出变动；在售后交流中不断收集客户反馈，改进产品服务。这种互动巩固了客户对公司的信赖，并逐年提升分配给合兴的订单份额。在外延扩张方面，合兴包装多年以来不断服务各行业（特别是食品饮料和家电IT电子）的优质客户，也已在全国主要经济区域初步布局。长期、多行业、跨地区的销售生产管理经验，加上已有的布局优势和未来新产能投放，是合兴包装市场份额加速提升的发动机。

根据公司公告的新投放产能和调研所得的产能利用率，我们预测合兴包装未来三年的业绩如下表所示：

表 2 合兴包装未来盈利预测表（单位：百万元）

	2010E	2011E	2012E
营业收入	1441.6	2587.7	3330.5
营业成本	1182.2	2119.7	2732.3
营业税金及附加	1.4	2.6	3.3
销售费用	75.9	136.8	166.3
管理费用	81.6	147.1	179.6
财务费用	19.4	34.3	53.7
营业利润	75.0	147.2	195.3
净利润	73.5	146.1	184.4
归属于母公司净利润	72.0	143.1	180.7
EPS(元)	0.35	0.66	0.83

数据来源：广发证券发展研究中心

我们的观点是，看好公司长期的发展前景，但目前价格相对10年预测EPS的PE接近45倍，建议投资者等待今年估值回落到40倍时考

虑买入，与公司一起享受长期高速发展。

近几份公告显示公司的毛利率和净利率下滑，导致市场中有些质疑的声音，合兴包装的高利润及高成长性能否持久？我们的观点是：毛利率方面，尽管今年由于原料暴涨侵蚀了公司毛利，但高毛利率源于公司优秀管理的本质并没有改变。凭借多年积累的客户关系，合兴包装的弹性定价制度已被一些客户接受；而原料价格已超过金融危机前的最高位，继续上行概率不大，回调却大有可能。因此我们认为公司最坏的时期已过，高毛利率是可持续的。净利率下滑主要是因为新增产能导致的管理费用和销售费用猛增，但营业收入的持续高增长正说明公司积极抢占市场份额；再加上合兴包装凭借多年的成功经验和布局优势，不断加深对老客户订单份额的渗透并积极拓展新客户，新产能的不断达产正是高成长性的保证。

不过公司经营风险仍然存在：一是公司新投放产能巨大，但若订单跟不上则可能在短期内拉低公司开工率，拖累单季度业绩；二是原料箱板纸/瓦楞纸成本难以控制，如果再次出现类似今年上半年的暴涨，也将恶化短期利润。

（二）美盈森紧跟高端客户，刚刚迈出跨地区经营的步伐

美盈森主要客户是电子通讯行业中的大型企业，这些客户本身所面临的竞争，不仅仅集中于各自产品技术质量方面，还延伸到产品出货的物流速度、仓储库存的成本控制、比对手更精美的包装印刷宣传效果等等。这种竞争的结果，就是对高端瓦楞纸箱和附加服务（精美印刷、物流优化、库存节约方案等等）的需求越来越大。这些客户理解，单纯压低包装成本并不能给自己的企业带来真正的利益，不会对供货商恶意压价。

未来公司的推动力在于三大基地的贡献。东莞基地拟于今年底投产，主要承接广东省内的轻型包装订单，设计产能约1.5亿平方米。明年全年，该基地产能利用率预计将达到35%-50%，为公司带来约35%的收入增长。吴江基地拟于今年底投产，主要承接长三角地区的电子通讯类产品轻型包装订单，设计产能约1.3亿平方米。考虑到美盈森与富士康的良好关系，吴江基地应该能拿下昆山富士康相当比例的订单。按照目前深圳总部占深圳富士康约7%的份额，再加上对当地其他电子企业的市场开拓，我们预计明年吴江基地产能利用率应能达到30%，实现盈亏平衡。基地设计产能1.5亿平方米，但由于所服务的西永微电子园区尚未成型，目前和当地客户的洽谈都只是试验性和框架性的，我们暂时无法预计对今明两年业绩的贡献。

风险方面，根据其他已经在全国布局的大型瓦楞纸箱企业经验来看，走出自己的优势地区去开拓外地市场是一件风险巨大的投资。尽管凭借预先洽谈的订单可以基本保证盈亏平衡，但在新客户的开拓过程中，管理人才和业务骨干往往遭遇水土不服，因此管理费用和销售费用常常拖累整体利润。

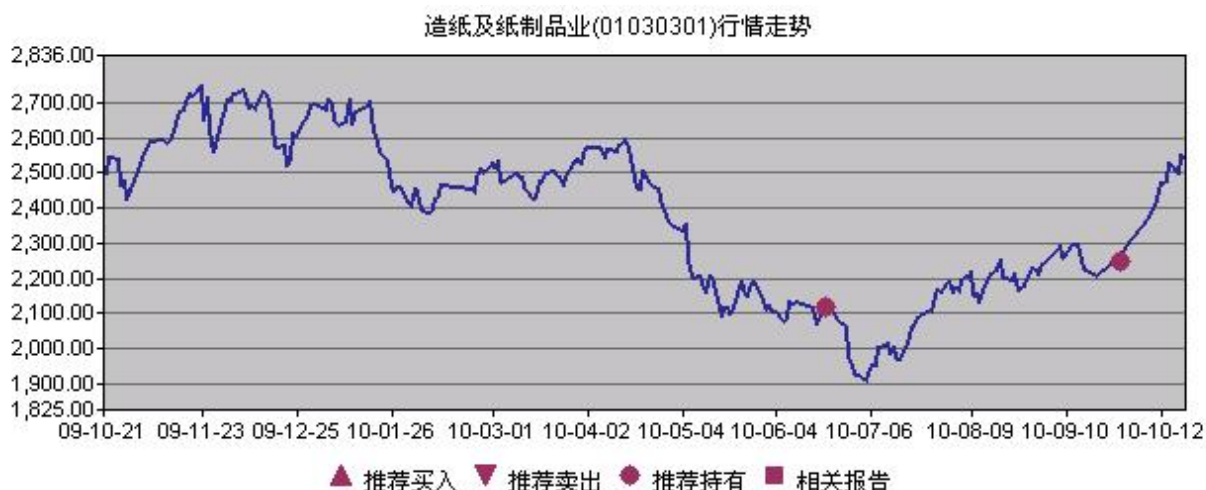
通常情况下，那些已经在外地市场成功打开局面的企业，再度开拓新地区业务的成功率会大大增加。而美盈森缺乏跨地区生产营销管理的经验，在初始阶段公司的广东省外业务开展，可能不如预期顺利。

根据上述假设，我们预测出美盈森未来三年的业绩如下表所示：

表 3 美盈森未来盈利预测表（单位：百万元）			
	2010E	2011E	2012E
营业收入	1055.0	1529.8	2218.1
营业成本	738.5	1067.3	1685.8
营业税金及附加	2.5	2.9	3.3
销售费用	60.8	88.2	100.5
管理费用	45.6	66.1	75.7
财务费用	(2.1)	(3.0)	(3.5)
营业利润	206.4	303.5	350.8
净利润	274.3	312.9	274.3
归属于母公司净利润	274.3	312.9	274.3
EPS(元)	1.02	1.53	1.75

数据来源：广发证券发展研究中心

我们的观点是，同样看好公司长期的发展前景，公司在扩展初期遇到的不确定性较多但想像空间也大，目前价格相对10年预测EPS的PE接近35倍，建议投资者等待今年估值回落到30倍时考虑买入。



相关研究报告

造纸轻工行业四季度投资策略_行业跟踪分析报告	李音临	2010-09-28
造纸及纸制品业 2010 年中期投资策略_行业跟踪分析报告	李音临	2010-06-21

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。