

# 博汇纸业 (600966.SH)

## 白卡两巨头整合，浆纸巨擘将现

博汇纸业为国内龙头白卡纸厂。公司成立于1994年，并于2004年上市，公司主营业务为白卡纸、双胶纸、包装纸、造纸木浆的生产、销售，2019年底造纸总产能达到370万吨，并配备80万吨化机浆。公司2016~2019年收入/归母净利润/扣非归母净利润 CAGR 分别为 7.7%/12.7%/2.7%。2020Q1 公司实现收入 26.06 亿元，同比增长 20.1%；实现归母净利润 1.85 亿元，同比增长 51.4%。

**白卡纸替代白板和塑料需求，供求关系向好。**白卡纸行业产能接近 1200 万吨受环保因素影响，国内消费量接近 900 万吨。2019 年富阳地区关停 200 万吨白板纸产能，2020~2021 年每年将分别再关停 200 万吨白板纸产能，白卡纸有望逐步对白板纸实现替代。禁塑令和外卖行业的快速发展影响下，食品白卡纸包装需求快速增长。最早将投放的新增白卡产能 180 万吨发生于 2021 年底，预计 2020~2021 年行业暂无供给压力。

**白卡纸前两大龙头有望合并，行业竞争格局优化。**白卡纸行业前四大企业分别为 APP（金光纸业）/博汇纸业/晨鸣纸业/太阳纸业，2019 年底前四大企业白卡纸产能分别为 355/215/204/140 万吨，分别在国内白卡纸总产能中占比 29.8%/18.1%/17.1%/11.8%，CR4 达到 76.8%。APP 将对博汇进行收购，二者合并有望增强行业的协同，有利于未来白卡纸价格的稳定，高集中度增强龙头企业定价权，未来行业盈利中枢有望逐步上移。

**APP 与博汇协同效应强，未来盈利修复空间大。**1) 共享 APP 国内外原材料优势，APP 印尼木浆比博汇过去采购的巴西木浆低 50 美元/吨左右，若博汇未来换成采购 APP 的木浆，吨纸将节省 100~200 元，对应约 3.5 亿元净利润的释放。2) “南 APP、北博汇”实现全国化产能布局，二者分南北区域销售，吨纸可节省 100~200 元运输成本，对应约 2.2 亿元利润。3) 利用 APP 低资金成本优势可降低博汇财务费用，吨纸有望减少 100 元左右费用。

白卡纸前两大龙头有望合并，行业盈利中枢有望上移，通过协同和整合公司盈利大幅改善预期强，首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司 2020~2022 年实现归母净利润 8.15/15.04/17.62 亿元，同比增长 508.9%/84.7%/17.1%，对应 PE 18.6X/10.1X/8.6X。

**风险提示：**疫情持续蔓延、需求修复不及预期、白卡纸产能大幅增加、行业协同无法达成、原材料价格波动、收购无法实现的风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8,339	9,740	13,912	19,238	19,839
增长率 yoy (%)	-6.9	16.8	42.8	38.3	3.1
归母净利润（百万元）	256	134	815	1,504	1,762
增长率 yoy (%)	-70.1	-47.7	508.9	84.7	17.1
EPS 最新摊薄（元/股）	0.19	0.10	0.61	1.13	1.32
净资产收益率 (%)	5.0	2.5	13.4	19.9	19.0
P/E (倍)	59.3	113.5	18.6	10.1	8.6
P/B (倍)	3.0	2.9	2.5	2.0	1.6

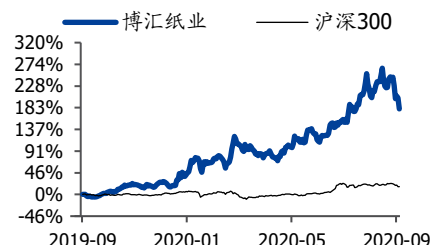
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入（首次）

#### 股票信息

行业	造纸
最新收盘价	11.36
总市值(百万元)	15,186.55
总股本(百万股)	1,336.84
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	15.95

#### 股价走势



#### 作者

分析师 严大林

执业证书编号：S0680519100001

邮箱：yandalin@gszq.com

研究助理 黄莎

邮箱：huangsha@gszq.com

**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	6192	5905	9133	9423	10103	<b>营业收入</b>	8339	9740	13912	19238	19839
现金	1947	1968	1530	2116	2182	营业成本	7002	8320	11360	15352	15633
应收票据及应收账款	1678	1022	2835	2499	3002	营业税金及附加	35	28	64	79	79
其他应收款	234	204	422	443	449	营业费用	331	401	556	770	774
预付账款	178	188	335	388	357	管理费用	170	274	339	442	448
存货	1706	1325	2814	2779	2916	研发费用	6	7	14	38	20
其他流动资产	449	1198	1198	1198	1198	财务费用	465	512	626	794	822
<b>非流动资产</b>	12296	13464	16582	20641	19923	资产减值损失	18	-3	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	6	1	0	0	0
固定资产	5677	12087	14632	17966	17364	公允价值变动收益	0	-11	0	0	0
无形资产	280	231	228	228	229	投资净收益	2	15	4	5	8
其他非流动资产	6339	1147	1721	2447	2329	资产处置收益	-12	4	0	0	0
<b>资产总计</b>	18488	19369	25715	30063	30026	<b>营业利润</b>	311	191	956	1768	2071
<b>流动负债</b>	9097	10198	15789	18770	18010	营业外收入	1	1	10	10	10
短期借款	4071	5174	7888	10277	9693	营业外支出	2	50	8	8	8
应付票据及应付账款	3887	3371	6541	6854	6785	<b>利润总额</b>	309	142	958	1770	2073
其他流动负债	1139	1653	1361	1639	1531	所得税	53	8	144	265	311
<b>非流动负债</b>	4253	3899	3862	3744	2721	<b>净利润</b>	256	134	815	1504	1762
长期借款	3312	2925	2889	2771	1748	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	941	974	974	974	974	<b>归属母公司净利润</b>	256	134	815	1504	1762
<b>负债合计</b>	13350	14097	19652	22514	20731	EBITDA	1241	1313	2483	3775	4309
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元/股)	0.19	0.10	0.61	1.13	1.32
股本	1337	1337	1337	1337	1337	<b>主要财务比率</b>					
资本公积	1333	1333	1333	1333	1333	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	2473	2607	3339	4708	6271	<b>成长能力</b>					
归属母公司股东权益	5138	5272	6064	7549	9295	营业收入 (%)	-6.9	16.8	42.8	38.3	3.1
<b>负债和股东权益</b>	18488	19369	25715	30063	30026	营业利润 (%)	-73.4	-38.4	400.1	84.8	17.2
						归属母公司净利润 (%)	-70.1	-47.7	508.9	84.7	17.1
						<b>获利能力</b>					
						毛利率 (%)	16.0	14.6	18.3	20.2	21.2
						净利率 (%)	3.1	1.4	5.9	7.8	8.9
						ROE (%)	5.0	2.5	13.4	19.9	19.0
						ROIC (%)	4.6	4.2	7.0	9.6	10.9
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率 (%)	72.2	72.8	76.4	74.9	69.0
						净负债比率 (%)	139.1	156.6	180.3	169.1	119.4
						流动比率	0.7	0.6	0.6	0.5	0.6
						速动比率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
						应收账款周转率	3.9	7.2	7.2	7.2	7.2
						应付账款周转率	2.5	2.3	2.3	2.3	2.3
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益 (最新摊薄)	0.19	0.10	0.61	1.13	1.32
						每股经营现金流 (最新摊薄)	0.80	0.85	1.53	3.19	2.39
						每股净资产 (最新摊薄)	3.84	3.94	4.54	5.65	6.95
						<b>估值比率</b>					
						P/E	59.3	113.5	18.6	10.1	8.6
						P/B	3.0	2.9	2.5	2.0	1.6
						EV/EBITDA	18.0	17.8	10.5	7.4	6.1

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

## 内容目录

1、博汇纸业：白卡纸龙头企业，盈利能力向上修复 .....	5
2、白卡纸行业：需求端支撑力充足，竞争格局明显优化 .....	7
2.1、需求稳步增长，短期内新增供给有限 .....	8
2.2、竞争格局改善，两巨头协同提价顺畅 .....	13
3、公司：APP 整合博汇，盈利能力修复提升 .....	16
3.1、国内第一大浆纸厂 APP 将实现对博汇集团的收购 .....	16
3.1.1、APP 收购博汇的进程 .....	16
3.1.2、APP：国内最大的综合性造纸企业 .....	18
3.2、APP 与博汇的协同，盈利改善空间大 .....	22
3.2.1、博汇纸业盈利改善空间大 .....	22
3.2.2、后期二者协同带来成本优势 .....	25
4、盈利预测与估值分析 .....	27
风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1：两大生产基地产能分布 .....	5
图表 2：公司造纸总产能 .....	5
图表 3：公司扩建项目 .....	5
图表 4：公司收入及同比增速 .....	6
图表 5：公司归母净利润及同比增速 .....	6
图表 6：公司各业务收入占比 .....	6
图表 7：公司各业务毛利率（%） .....	6
图表 8：公司毛利率及净利率 .....	7
图表 9：白卡纸产能及产量 .....	7
图表 10：白卡纸开工率 .....	7
图表 11：白卡纸进出口量 .....	8
图表 12：白卡纸消费量 .....	8
图表 13：白卡纸需求构成 .....	8
图表 14：白卡纸需求构成 .....	9
图表 15：2017 年以来白板纸产能持续收缩 .....	9
图表 16：白板纸与白卡纸价差（元/吨） .....	10
图表 17：白板与白卡价差缩小时，白卡纸增速提升 .....	10
图表 18：国家禁止塑料制品相关条例 .....	10
图表 19：2020 年 1 月《关于进一步加强塑料污染治理的意见》主要内容 .....	11
图表 20：国内外卖用户数量 .....	12
图表 21：外卖行业市场交易额 .....	12
图表 22：国内外卖行业市场渗透率 .....	12
图表 23：卷烟累计产量及同比增速 .....	13
图表 24：铜版卡需求结构 .....	13
图表 25：白卡纸产能投放计划 .....	13
图表 26：2018 年白卡纸行业价格战进程 .....	14
图表 27：白卡纸历史价格 .....	14
图表 28：2018 年 4~7 月白卡纸价格下滑接近 1400 元/吨 .....	14

图表 29: 前八大白卡纸企业产能及占比 .....	15
图表 30: 2020 年以来白卡纸、文化纸价格 (单位: 元/吨) .....	15
图表 31: 2020 年 6 月份以来白卡纸、文化纸涨价函发布情况 .....	16
图表 32: APP 收购博汇集团进展 .....	17
图表 33: 博汇纸业股权结构变化 .....	17
图表 34: 博汇集团子公司 .....	18
图表 35: APP (中国) 主要产品及子公司 .....	18
图表 36: 金光中国子公司 .....	19
图表 37: 金光中国 2015~2019 年营收 CAGR 约 9.5% .....	19
图表 38: 金光中国 2019 年净利规模大幅增长 .....	19
图表 39: 2015~2019 年国内主要造纸企业经营数据 .....	20
图表 40: 金光中国毛利率及净利率 (%) .....	20
图表 41: 金光中国分产品毛利率 (%) .....	20
图表 42: 金光中国各产品收入占比 .....	21
图表 43: 2015~2018 年金光中国主要产品产销量 .....	21
图表 44: 金光中国产能规划 .....	22
图表 45: 金光集团海外子公司 .....	22
图表 46: 公司和白卡纸行业单季度盈利变化 .....	23
图表 47: 可比公司各季度毛利率 .....	24
图表 48: 可比公司各季度净利率 .....	24
图表 49: 2016~2019 年博汇纸业关联交易内容 .....	24
图表 50: 可比公司期间费用率 .....	25
图表 51: 2015~2018 年印尼和巴西木浆单价对比 .....	25
图表 52: APP 和博汇的白卡纸产能分布 .....	26
图表 53: 博汇纸业带息负债占比及债务资金成本 .....	26
图表 54: 可比上市公司财务费用率 .....	27
图表 55: 博汇纸业收入拆分 .....	28
图表 56: 造纸龙头估值 .....	29
图表 57: 博汇纸业 PB .....	29
图表 58: 可比公司估值 .....	29

## 1、博汇纸业：白卡纸龙头企业，盈利能力向上修复

博汇纸业为国内龙头白卡纸厂。博汇纸业成立于 1994 年，并于 2004 年上市，公司主营业务为白卡纸、双胶纸、包装纸、造纸木浆的生产、销售。公司有两大生产基地，分别位于山东淄博和江苏盐城，2019 年底造纸总产能达到 370 万吨，并配备 80 万吨化机浆。公司在全国设有 38 个销售办事处，拥有大型出版社、各省市印刷物资公司、包装印刷公司、大型烟厂、食品厂等信用高、风险小的稳定内销优质客户，产品远销东南亚等国家和地区。

图表 1：两大生产基地产能分布

成立时间	地点	纸种	产能（万吨）
1994	山东淄博	白卡纸	65
		双胶纸	25
		箱板纸	65
		瓦楞纸	50
		石膏护面纸	15
2010	江苏大丰	白卡纸	150
		化机浆	80

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

经历产能快速扩张，2021 年规划造纸总产能为 415 万吨。公司 2017 年开始扩张产能，规划 50 万吨瓦楞纸、50 万吨箱板纸及 75 万吨白卡纸产能，并均于 2019 年开始投产生产。2019 年底公司造纸总产能达到 370 万吨，其中白卡纸/双胶纸/箱瓦纸/石膏护面纸分别为 215/25/110/15 万吨。公司于 2019 年规划 45 万吨文化纸项目，配备 20 万吨化机浆，投资额约 17 亿元，预计于 2021 年投产，预计 2021 年公司造纸总产能达到 415 万吨。

图表 2：公司造纸总产能

单位：万吨	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
总产能	195	195	195	195	370	370	415
白卡纸	140	140	140	140	215	215	215
双胶纸	25	25	25	25	25	25	70
箱瓦纸	15	15	15	15	115	115	115
石膏护面纸	15	15	15	15	15	15	15

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 3：公司扩建项目

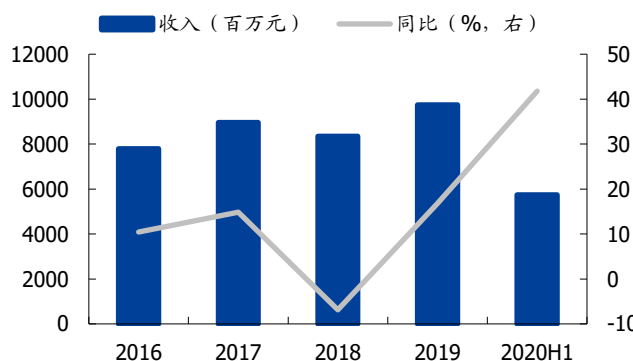
项目	投资额（亿元）	投产时间
75 万吨白卡纸	32.31	2019Q3
50 万吨瓦楞纸	23.36	2019Q1(2019 年 8 月转产双胶纸)
50 万吨箱板纸		2019Q3
45 万吨文化纸	17.19	2021H2

资料来源：公司公告，国盛证券研究所



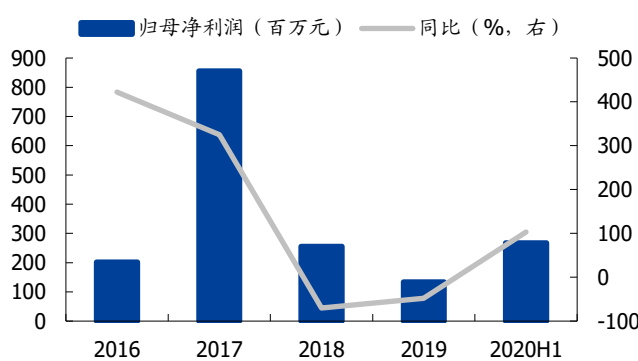
公司利润随行业变化出现波动,盈利起底回升。受益供给侧改革及环保趋严,2016~2017年造纸行业进入上升周期,公司收入和利润跟随扩张。2018~2019年行业遇冷,公司盈利下滑明显。根据2020H1表现,公司盈利能力开始回升。公司2016~2019年收入/归母净利润/扣非归母净利润 CAGR 分别为 7.7%/-12.7%/2.7%。2019 年公司实现收入 26.06 亿元,同比增长 16.8%;实现归母净利润 1.34 亿元,同比下降 47.7%;实现扣非归母净利润 1.76 亿元,同比下降 32.4%。2020H1 公司实现收入 57.33 亿元,同比增长 41.8%;实现归母净利润 2.67 亿元,同比增长 102.9%;实现扣非归母净利润 2.63 亿元,同比增长 109.3%。

图表 4: 公司收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

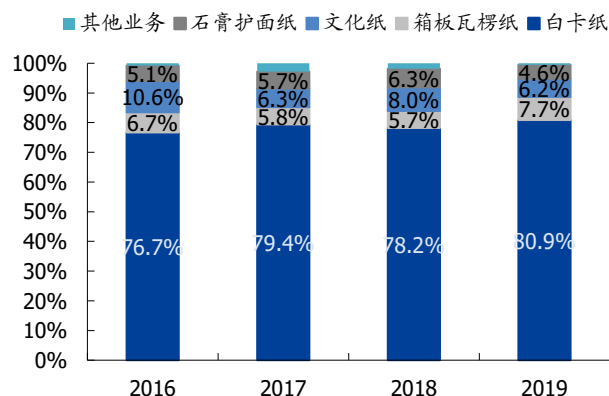
图表 5: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

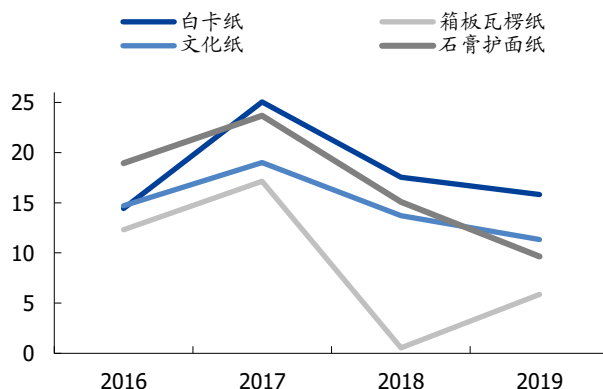
公司主营产品以白卡纸为主,未来箱瓦纸和文化纸贡献有望增加。2019 年公司白卡纸/箱瓦纸/文化纸/石膏护面纸分别贡献 80.9%/7.7%/6.2%/4.6%的收入。公司 2019 年释放 100 万吨箱瓦纸产能,较 2018 年产能增加 666.7%,考虑到产能爬坡,2019 年公司箱瓦纸销量仅同比增长 109.8%,同时 2019 年箱瓦纸价格下降,公司产品单价同比下降 24.5%,2019 年公司箱瓦纸贡献收入占比仅同比增加 2.0pct,未来收入贡献提升空间较大。公司 2021 年将有 45 万吨文化纸产能投放,较原有文化纸产能增长 180.0%,未来文化纸收入贡献有望提升。

图表 6: 公司各业务收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 公司各业务毛利率 (%)



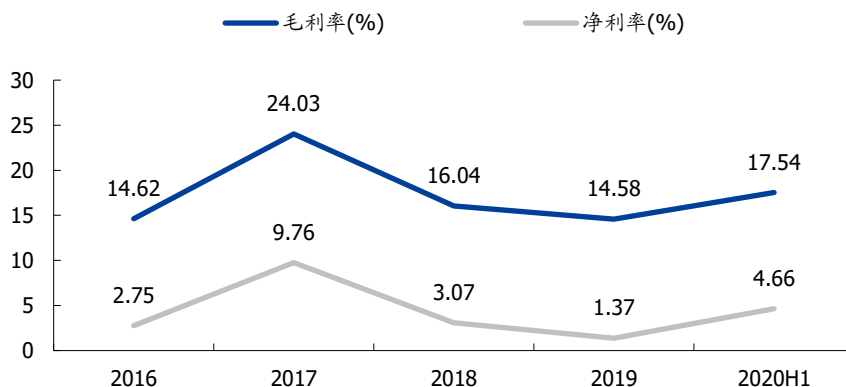
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2019 年公司利润率触底,2020Q1 开始回升。2016~2019 年公司平均毛利率/净利率分别为 17.3%/4.2%,2016~2017 年纸价上涨,公司利润率跟随提升;2018~2019 年纸价下跌周期,公司利润率下滑。2019 年公司毛利率/净利率分别为 14.6%/1.4%,分别同比降低 1.5/1.7pct,回落至历史低位。2020H1 公司毛利率/净利率分别为 17.5%/4.7%,

同比分别提升 0.7/1.4pct。

就各业务毛利率来看，2019 年白卡纸/箱板瓦楞纸/文化纸/石膏护面纸毛利率分别为 15.8%/5.9%/11.3%/9.7%，分别同比-1.7/+5.3/-2.4/-5.5pct。其中白卡纸、文化纸、石膏护面纸毛利率均延续下滑趋势，箱板瓦楞纸毛利率提升主要因 2019 年箱瓦纸行业盈利改善。

图表 8: 公司毛利率及净利率

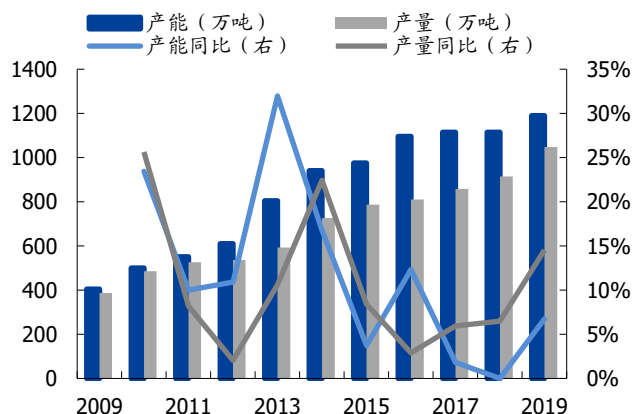


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2、白卡纸行业: 需求端支撑力充足, 竞争格局明显优化

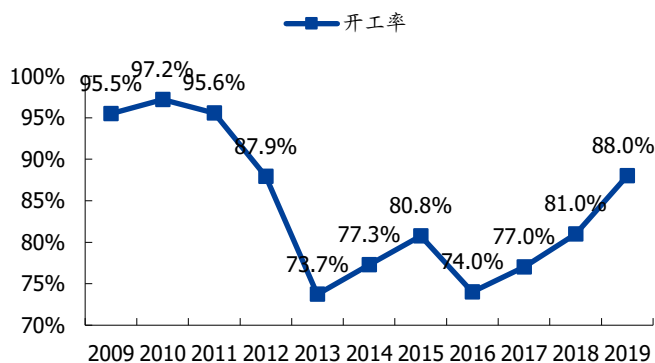
白卡纸行业产能接近 1200 万吨, 今年开工率提升明显。白卡纸 2019 年产能约 1190 万吨, 同比+6.7%, 2009~2014/2015~2019 年产能增长 CAGR 分别为 18.3%/5.1%。白卡纸 2019 年产量约为 1047 万吨, 同比+14.5%, 2009~2014/2015~2019 年产能增长 CAGR 分别为 13.4%/7.4%。白卡纸开工率经历从 2016 年低位开始逐步回升, 2019 年开工率同比提升 7pct 至 88%。2016 年晨鸣纸业 120 万吨白卡纸投产, 行业开工率降至历史低位, 2017~2019 产能增长有限, 同时出现白卡对白板的替代, 开工率逐步提升至高位。

图表 9: 白卡纸产能及产量



资料来源: 卓创资讯, 造纸业协会, 国盛证券研究所

图表 10: 白卡纸开工率

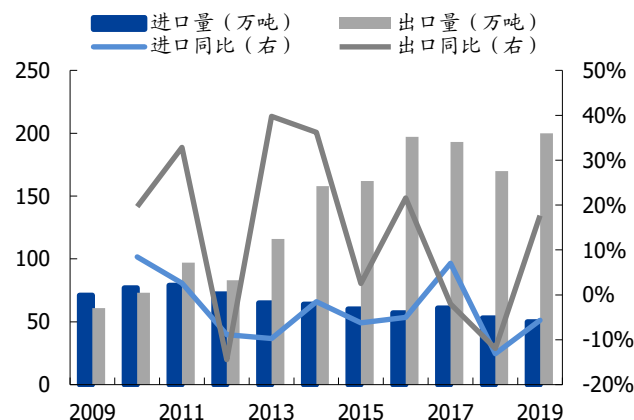


资料来源: 卓创资讯, 造纸业协会, 国盛证券研究所

国内白卡纸消费量接近 900 万吨, 增速有所上升。白卡纸 2019 年进口量/出口量约

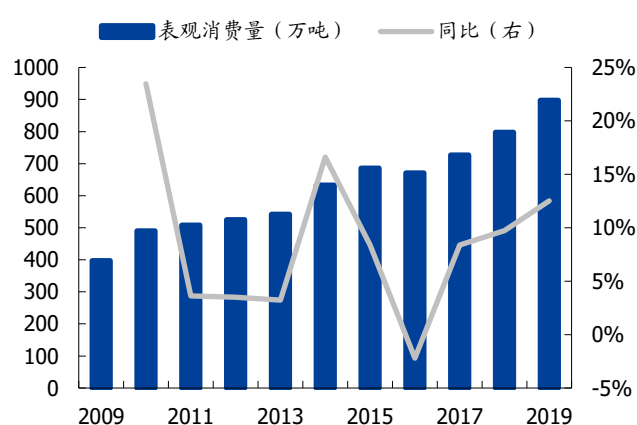
50/200 万吨，分别同比-5.7%/+17.6%，2009~2014 进口/出口量 CAGR 分别为-2.1%/21.0%，2015~2019 年进口/出口量增长 CAGR 分别为-4.5%/5.4%。白卡纸 2019 年消费量约为 897 万吨，同比+12.5%，2009~2014/2015~2019 年消费量增长 CAGR 分别为 9.8%/7.0%。（消费量为表观消费量=产量+进口量-出口量）

图表 11: 白卡纸进出口量



资料来源: 卓创资讯, 造纸业协会, 国盛证券研究所

图表 12: 白卡纸消费量



资料来源: 卓创资讯, 造纸业协会, 国盛证券研究所

## 2.1、需求稳步增长，短期内新增供给有限

2019 年白卡纸国内需求接近 900 万吨，其中社会卡/烟卡/液包/食品卡/铜版卡需求量分别约为 500/100/70/130/100 万吨，分别占比 56%/11%/8%/14%/11%，预计未来各纸种平均增速分别为 8%~10%/0~1%/2%~3%/10%/0~1%，对应白卡纸行业国内需求平均增速 7%左右。

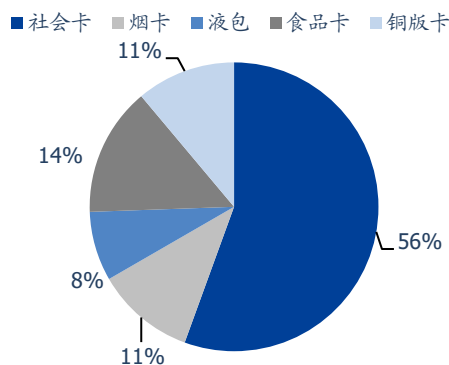
图表 13: 白卡纸需求构成

需求增长分析	增速	终端需求	需求增长动力
社会卡	8%~10%	3C 30%; 化妆品、白酒 30%; 药品 40%	自然增长 3%+替代白板纸 5%~7%
烟卡	0~1%	香烟	平稳
液包	2%~3%	饮料、牛奶等	
食品卡	10%	环保快餐盒、零食盒	禁塑令刺激
铜版卡	0~1%	扑克牌 25%; 宣传版面 15%; 出口 55%	平稳

资料来源: 卓创资讯, 造纸业协会, 国盛证券研究所



图表 14: 白卡纸需求构成



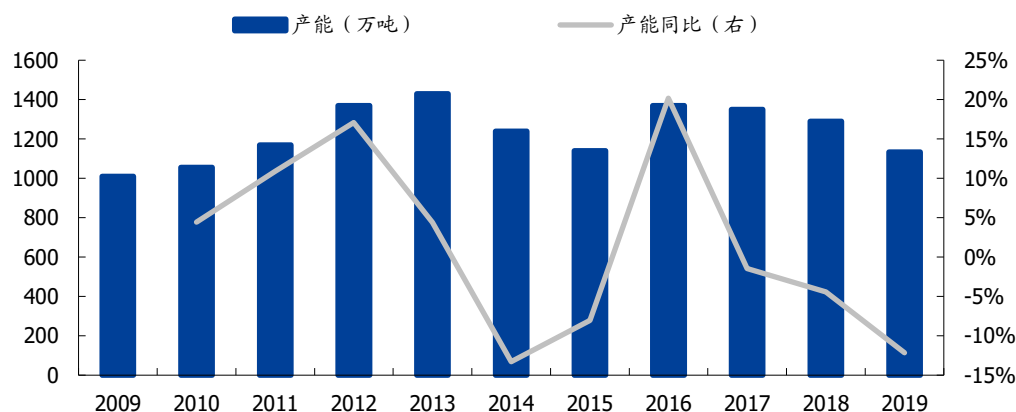
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

### 1、社会卡: 终端需求受经济波动影响, 白板替代有望刺激未来需求

国内社会卡消费量约 500 万吨, 在白卡纸总需求中占比 56% 左右。就社会卡的终端需求来看, 其中 3C/化妆品和白酒/药品分别占比约 30%/30%/40%。这类产品需求受到宏观经济增长影响, 过去年份由终端需求增长带来的社会卡自然增速约 3%。

受环保因素影响, 社会卡有望逐步对白板纸实现替代。2017 年以来白板纸产能持续下滑, 2019 年白板纸产能 1133 万吨, 同比-12.2%。由于环保趋严, 部分地区关停落后的造纸产能, 2019 年富阳地区关停 200 万吨白板纸产能, 2020~2021 年每年将分别再关停 200 万吨白板纸产能。

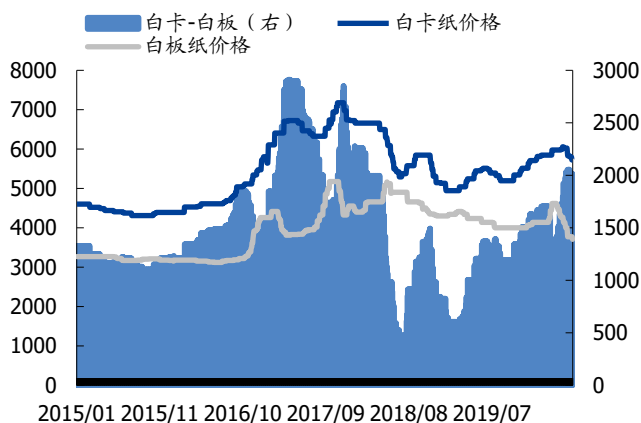
图表 15: 2017 年以来白板纸产能持续收缩



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

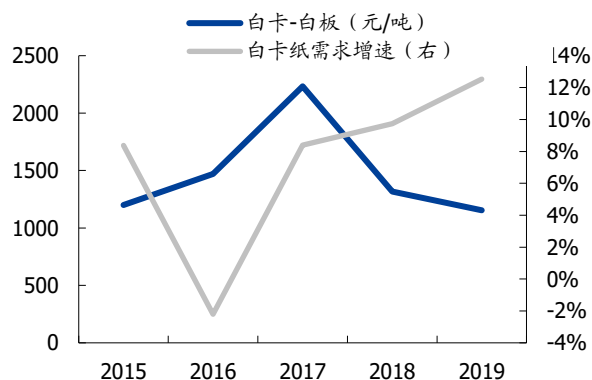
白板纸生产成本增加, 与白卡纸价差缩小, 替代效应将持续凸显。2017 年国家出台禁止进口固废的政策, 导致白板纸的原材料废纸进口量出现较大幅度下滑, 国内废纸提价幅度约 40% 左右。白板纸生产成本提升, 导致价格较 2017 年以前提升 10%~20%。2017 年以前白板纸和白卡纸合理价差约 1200 元/吨, 2019 年白板纸和白卡纸价格回落到 1200 元/吨以下, 主要因白板纸成本增加导致价格提升。从细分的产品来看, 白板纸与高档社卡合理价差约 1500 元/吨, 与低端社卡合理价差约 800 元/吨。因此, 当白板纸与白卡纸价差收窄至 1200 元/吨以下, 替代效应将较为显著。

图表 16: 白板纸与白卡纸价差 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 17: 白板与白卡价差缩小时, 白卡纸增速提升



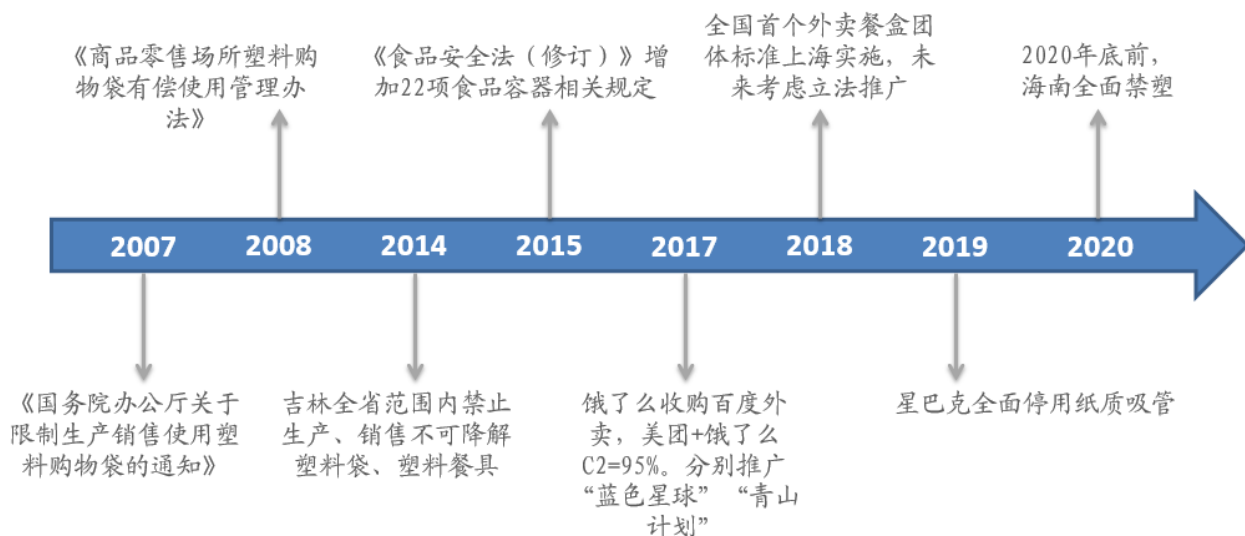
资料来源: 卓创资讯, 造纸业协会, 国盛证券研究所

预计未来替代白板纸的需求增速为 5%~7%。考虑到白板纸受环保因素和原材料可获得量减少因素的影响, 未来产能将呈现逐年下降趋势, 根据 2017~2019 年产能减少情况及富阳地区产能淘汰情况, 预计未来每年产能净减少 100~200 万吨。若假设未来每年减少白板纸产能为 150 万吨, 由于较为高端白板纸 (可使用白卡纸替代) 在其中占比约 15%~25%, 预计每年带来白卡纸替代需求量 30~40 万吨, 贡献社卡需求 5%~7% 的增长。

## 2、食品卡: 禁塑令和外卖行业的快速发展影响下, 预计未来保持 10% 左右增速

**2020 年国内“限塑令”再升级, 纸制包装盒/袋/餐具逐步替代塑料制品。**2008 年国内开始限塑, 有偿使用塑料袋, 国家发改委数据显示, 限塑以来至 2016 年, 全国商超塑料袋使用量普遍减少 2/3 以上, 累计减少塑料购物袋 140 万吨左右。2019 年 9 月 9 日中央全面深化改革委员会第十次会议通过了《关于进一步加强塑料污染治理的意见》, 2020 年 1 月 19 日发改委正式发文, 国内“限塑令”逐步升级。根据《关于进一步加强塑料污染治理的意见》, 一次性塑料袋、塑料餐具、快递塑料包装都将被禁止和限制使用, 将有望催生纸包装的替代。目前已出现餐盒、吸管等使用食品级白卡纸进行替代, 牛皮纸袋替代塑料袋, 未来快递塑料包装预计将继续被箱瓦纸包装替代。

图表 18: 国家禁止塑料制品相关条例



资料来源: 发改委, 环境部, 国盛证券研究所

图表 19: 2020 年 1 月《关于进一步加强塑料污染治理的意见》主要内容

### 主要目标

到 2020 年	率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用
到 2022 年	一次性塑料制品消费量明显减少，替代产品得到推广，塑料废弃物资源化能源化利用比例大幅提升；在塑料污染问题突出领域和电商、快递、外卖等新兴领域，形成一批可复制、可推广的塑料减量和绿色物流模式
到 2025 年	塑料制品生产、流通、消费和回收处置等环节的管理制度基本建立，多元共治体系基本形成，替代产品开发应用水平进一步提升，重点城市塑料垃圾填埋量大幅降低，塑料污染得到有效控制

### 禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用

#### 1、禁止生产、销售

禁止生产和销售厚度小于 0.025 毫米的超薄塑料购物袋、厚度小于 0.01 毫米的聚乙烯农用地膜

到 2020 年底，禁止生产和销售一次性发泡塑料餐具、一次性塑料棉签；禁止生产含塑料微珠的日化产品

禁止以医疗废物为原料制造塑料制品

全面禁止废塑料进口

#### 2、禁止、限制使用

##### 1) 不可降解塑料袋

到 2020 年底，重点城市的商场、超市、药店、书店等场所以及餐饮打包外卖服务和各类展会活动等，率先禁止使用

到 2022 年底和 2025 年底，实施范围逐步扩大

##### 2) 一次性塑料餐具

到 2020 年底，全国范围餐饮行业禁止使用不可降解一次性塑料吸管；相关城市、景区景点的餐饮堂食服务，禁止使用不可降解一次性塑料餐具；到 2022 年底，扩大实施范围

到 2025 年，地级以上城市餐饮外卖领域不可降解一次性塑料餐具消耗强度下降 30%

##### 3) 宾馆、酒店一次性塑料用品

到 2022 年底，全国范围星级宾馆、酒店等场所不再主动提供一次性塑料用品

到 2025 年底，扩大实施范围

##### 4) 快递塑料包装

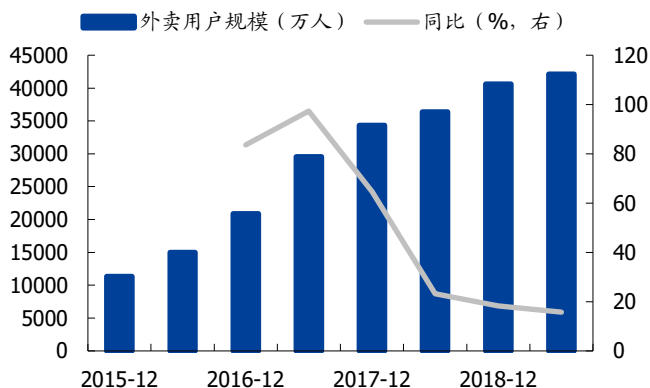
到 2022 年底，北京、上海、江苏、浙江、福建、广东等省市的邮政快递网点，先行禁止使用不可降解的塑料包装袋、一次性塑料编织袋等，降低不可降解的塑料胶带使用量

到 2025 年底，扩大实施范围

资料来源：发改委，环境部，国盛证券研究所

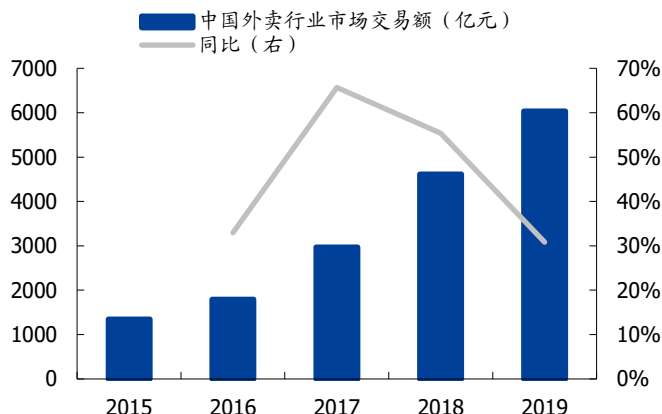
**外卖行业快速发展，催生纸包装盒需求。**自 2015 年以来外卖行业快速增长，外卖用户自 2015 年 1.14 亿人增加至 2019 上半年 4.21 亿人，CAGR 达到 39.8%；国内外卖交易额从 2015 年 1348 亿元增加至 2019 年 6035 亿元，CAGR 达到 45.5%；外卖行业渗透率从 2015 年 4.2%提升至 2019 年 13.0%。从 2019 年使用用户数及交易额增长情况来看，行业渗透率仍在上升阶段，交易额仍维持 30%以上较快增长。外卖行业的发展催生食品包装盒需求，在禁塑令影响下，塑料食品包装盒逐步转向使用食品级卡纸替代，外卖行业的持续增长将推动食品卡需求持续增长。

图表 20: 国内外卖用户数量



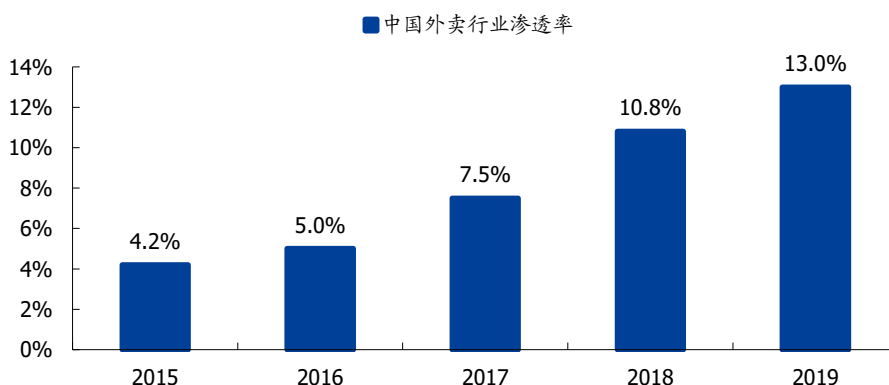
资料来源: 中国互联网络信息中心, 国盛证券研究所

图表 21: 外卖行业市场交易额



资料来源: 中国互联网络信息中心, 国盛证券研究所

图表 22: 国内外卖行业市场渗透率



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

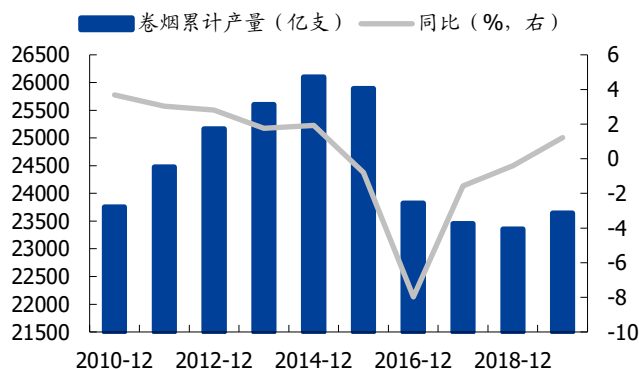
### 3、烟卡、液包、铜版卡: 平稳增长

**烟卡主要用于香烟包装, 预计未来需求增速 0~1%。**烟卡对应下游卷烟产量, 从历史数据来看, 2010/2019 年卷烟产量分别为 2.38/2.36 万亿支, 2010~2019 年卷烟产量 CAGR 为-0.1%, 受到库存影响, 各年份间卷烟产量存在波动, 但总量增长并不明显。从烟卡纸行业观察来看, 近年烟卡纸产能和产量基本也没有增长, 预计未来烟卡增速约 0~1%。

**液包主要用于饮料和牛奶等包装, 预计未来需求增速 2%~3%。**液包主要用于部分饮料和牛奶的外包装 (类似牛奶利乐包), 国内饮料、牛奶需求增长稳定, 预计未来液包平均需求增速约 2%~3%。

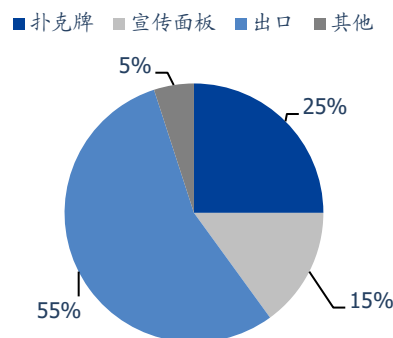
**铜版卡需求较为稳定, 预计未来增速 0~1%。**铜版卡中 25%的需求为扑克牌、15%为商业活动的宣传面板、55%直接出口。由于铜版卡终端需求均表现较为平稳, 增长不明显, 因此预计未来铜版卡需求增速约 0~1%。

图表 23: 卷烟累计产量及同比增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 24: 铜版卡需求结构



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

短期内白卡纸新增产能有限, 预计 2020~2021 年暂无供给压力。从白卡纸的产能规划来看, 目前的规划产能共 670 万吨。其中 APP (金光纸业) 的 180 万吨白卡纸将于 2021 年 10 月最早投放出来, 太阳纸业 90 万吨产能将于 2023 年 10 月投放。亚太森博和联盛纸业均有 200 万吨的白卡纸产能规划, 均为 2020 年 3~4 月签约项目, 将分为两期, 每期投放 100 万吨, 但目前暂未开工。考虑到建设周期一般为 2 年左右, 预计亚太森博和联盛纸业的产能最早于 2022 年底投放。根据白卡纸产能的投放计划, 预计 2020~2021 年暂无供给端压力, 由于需求增长较为良好, 行业供求格局偏紧可能性较大。

图表 25: 白卡纸产能投放计划

省份	企业	产能 (万吨)	投产时间
广西	广西金桂 (APP)	180	2021 年 10 月
	太阳纸业	90	2023 年 10 月
	亚太森博	200	2020 年 4 月签约项目, 暂无规划
福建	联盛纸业	200	2020 年 3 月签约项目, 暂无规划

资料来源: 卓创资讯, 纸业联讯, 国盛证券研究所

## 2.2、竞争格局改善, 两巨头协同提价顺畅

白卡纸行业前四大企业分别为 APP (金光纸业) /博汇纸业/晨鸣纸业/太阳纸业, 2019 年底前四大企业白卡纸产能分别为 355/215/204/140 万吨, 分别在国内白卡纸总产能中占比 29.8%/18.1%/17.1%/11.8%, CR4 达到 76.8%。

2018 年行业内曾发生价格战, 导致白卡纸价格短期内大幅下跌。2018 年初, 博汇纸业开始建设江苏 75 万吨白卡纸项目, 并筹划江苏三期项目 (100 万吨白卡纸), 两期项目落地后产能将超过 APP 成为国内最大白卡纸企业。为争夺市场份额, 2018 年 4 月开始行业内爆发价格战, 白卡纸价格从 6660 元/吨下跌至 7 月 5293 元/吨, 3 个月时间内纸价下跌 1367 元/吨 (20.5%)。2018Q4 博汇纸业出现单季度最大亏损, 亏损 2.54 亿元; APP 出现单季度最大幅度下滑, 利润同比下降 66.5%。

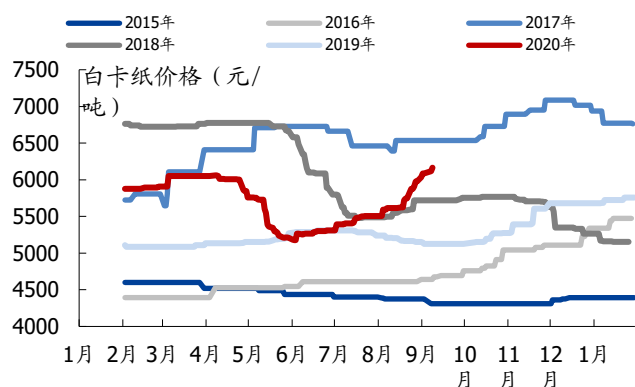


图表 26: 2018 年白卡纸行业价格战进程



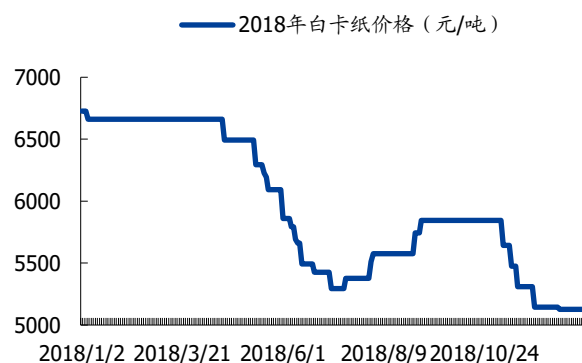
资料来源: 公司新闻, 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 27: 白卡纸历史价格



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 28: 2018 年 4~7 月白卡纸价格下滑接近 1400 元/吨



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

白卡纸前两大龙头实现合并, 集中度进一步提升优化行业格局。2019 年 6 月 APP 开始在二级市场举牌博汇纸业, 2019 年 12 月底公告 APP 将收购博汇集团 100% 股份, 随后进入反垄断审查阶段, 2020 年 1 月向博汇纸业其他股东发起要约收购, 2020 年 8 月底 APP 通过收购博汇集团所有相关审查, 2020 年 8 月 28 日~9 月 26 日进行要约收购, 预计 2020 年 9 月底将实现最终收购。若 APP 实现对博汇收购, 白卡纸行业集中将进一步提升, APP 和博汇合计产能占比达到 47.9%, CR3 达到 76.8%, CR4 达到 81.0%。

图表 29: 前八大白卡纸企业产能及占比

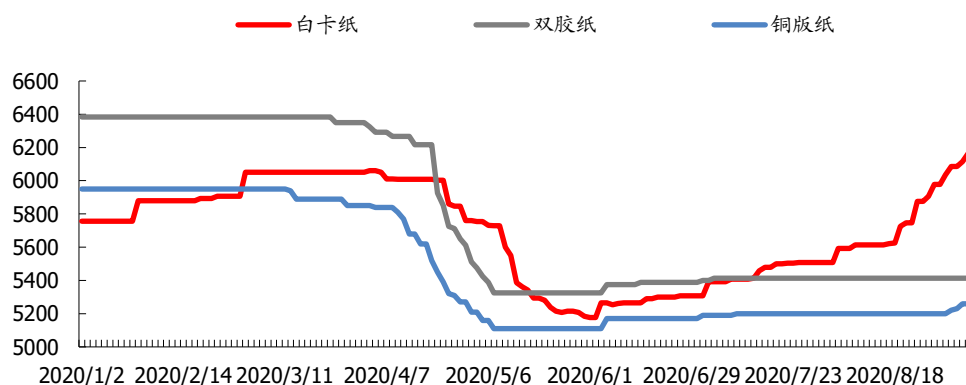
企业	产能 (万吨)	产能占比
APP	355	29.8%
博汇纸业	215	18.1%
晨鸣纸业	204	17.1%
万国纸业 (太阳)	140	11.8%
亚太森博纸业	50	4.2%
红塔仁恒纸业	30	2.5%
珠海华丰纸业	30	2.5%
新亚纸业	25	2.1%
前 8 合计	1049	88.2%
2019 年总产能	1,190	100.0%

资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

两巨头形成协同, 白卡纸价格表现坚挺。2020 年受疫情影响, 造纸产品需求均受到一定程度负面冲击。2020 年 4~5 月使用木浆为原材料的文化纸、白卡纸均出现大幅下跌, 跌幅分别达到 17%/15%。文化纸下跌幅度更大且速度更快, 跌价后由于行业集中度不高, 若快速提价将使得小纸厂加入, 将再次导致供给过剩。白卡纸跌价期间逐步实现库存去化, 库存降至合理水平后, APP 开始提涨白卡纸价格, 自 6 月份后持续每个月发布涨价函, 提涨幅度持续上升。由于白卡纸行业集中度高, 龙头纸厂间可较快达成协定, 并且小厂较少, 盈利能力的提升并不会导致供给快速增加。

中长期看, 白卡纸格局稳定, 盈利中枢有望上移。APP 与博汇的合并有望增强行业的协同, 减少摩擦, 有利于未来白卡纸价格的稳定。同时白卡纸集中度进一步提升, 龙头企业对行业定价权增强, 未来行业盈利中枢有望逐步上移。

图表 30: 2020 年以来白卡纸、文化纸价格 (单位: 元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 31: 2020 年 6 月份以来白卡纸、文化纸涨价函发布情况

白卡纸		文化纸	
发布日期	内容	发布日期	内容
2020/6/9	晨鸣 6/15 起上调 200, APP 6/10 起上调 50	2020/6/15	晨鸣 6/20 提价 200 元/吨
2020/6/10	博汇 6/12 起上调 50	2020/6/16	APP 7/1 提价 200 元/吨
2020/6/22	太阳 6/26 提价 200 元/吨	2020/6/17	华泰 7/1 提价 200 元/吨
2020/6/23	APP 7/1 提价 200 元/吨	2020/6/18	江河、银河纸业 6/25 提价 200 元/吨
2020/7/17	晨鸣 7/20 上调 200 元/吨	2020/6/19	亚森 7/1、岳阳林纸 6/28、晨鸣 6/20、太阳 7/1 提价 200 元/吨
2020/7/18	太阳 7/26 上调 200 元/吨	2020/7/16	晨鸣 7/25 上调 200 元/吨
2020/7/23	APP 8/1 铜版卡上调 200 元、高松白卡上调 300; 亚森 8/1 上调 200	2020/7/17	太阳、亚森、华泰 8/1 上调 200 元/吨
2020/8/19	APP 9/1、晨鸣 8/25 上调 500 元/吨	2020/7/23	晨鸣 8/1 上调 200
2020/8/20	太阳 8/26 起上调 500 元/吨	2020/8/26	太阳 9/1 起提 200 元; 美利云、岳阳林纸、华泰 9/1 起提 100 元

资料来源: 公司新闻, 国盛证券研究所

### 3、公司：APP 整合博汇，盈利能力修复提升

#### 3.1、国内第一大浆纸厂 APP 将实现对博汇集团的收购

##### 3.1.1、APP 收购博汇的进程

**APP (金光纸业) 开启对博汇收购进程。**2019 年 4 月, APP 首次在二级市场购买博汇纸业股票, 随后连续四次举牌博汇纸业, 截至 2019 年 11 月 APP 持有博汇纸业 20% 股份。后续博汇集团因负债问题, 资金压力不断增大, 主动寻求控制权转让机会, 2019 年 12 月底博汇公告 APP 将受让博汇集团 100% 股权。2020 年 1 月 APP 向其他股东发起要约收购, 要约收购价 5.36 元/股, 有效期为自要约收购公告日起 30 个自然日。

**收购相关审查均已通过, 2020 年 9 月底将实现最终收购。**自 2019 年 12 月 31 日博汇纸业公告 APP 收购意向起, 国家市场监督管理总局等有关部门开始进行反垄断审查, 2020 年 6 月 28 日反垄断审查通过。2020 年 7 月 20 日申报外商投资安全审查, 2020 年 8 月 24 日, 金光投资收到国家发展和改革委员会对本次股权转让进行外商投资安全审查的通知, 届时以已通过收购相关所有审查与审核。当日发布要约收购报告书全文, 要约收购有效期为 2020 年 8 月 28 日~9 月 26 日, 将以现金方式进行全面要约, 收购价格 5.36 元/股, 收购 6.84 亿股, 收购对价 36.7 亿元。

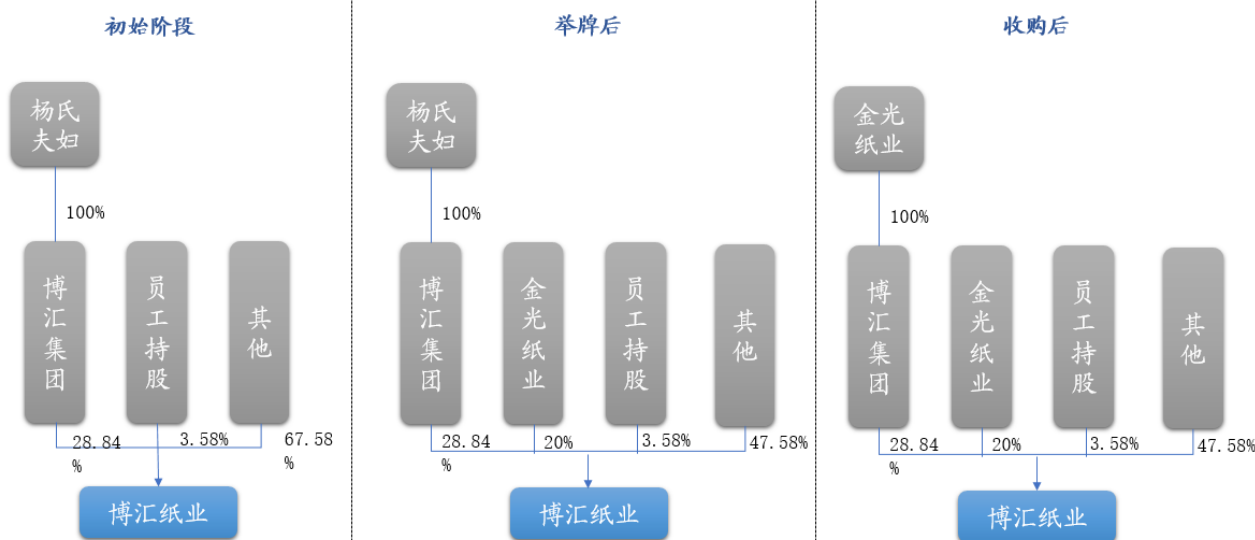
图表 32: APP 收购博汇集团进展



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

交割完成后 APP 持有博汇纸业 48.84%股权, 一并获得集团内热电资产。博汇集团持股上市公司博汇纸业 28.84%的股权, APP 此前举牌博汇持股 20%。交割完成后, APP 将持有博汇集团 100%股权, 持有上市公司 48.84%股权。博汇集团体内全资控股山东天源热电、江苏丰源热电两个热电厂, 为上市公司配套热电; 全资控股山东国金化工, 主要产品包括氢氧化钠、液氯、盐酸、硫酸; 其他贸易公司、投资公司及部分参股公司。

图表 33: 博汇纸业股权结构变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 34: 博汇集团子公司

公司名称	业务范围	持股比率
山东博汇纸业股份有限公司(上市公司)	胶印纸、书写纸、包装纸、纸板、造纸木浆的生产、销售	28.84%
山东天源热电有限公司	生产、销售蒸气、电及其副产品	100%
江苏丰源热电有限公司	蒸汽生产、销售; 电力生产; 煤炭销售	100%
山东海力化工股份有限公司	生产、销售聚氯乙烯、电石渣、氯化钡泥、氯化钙、甲酸钠、石灰粉末等化工材料	19%
山东国金化工有限公司	制造、销售氢氧化钠、液氯、盐酸、硫酸、聚氯乙烯等	100%
淄博金运燃气有限公司	本企业燃气设施工程建设及设备安装调试	100%
淄博海博工贸有限公司	废塑料再生、加工; 销售塑料颗粒、塑料制品	100%
江苏黄海港务有限公司	在港区内从事货物装卸、驳运、仓储经营。	100%
青岛海博丰贸易有限公司	批发文具用品、劳保用品、电器、洗涤用品	100%
山东恒绿环保科技发展有限公司	环保设备研发(不含生产)、销售; 污水处理等	100%
青岛广联六合国际贸易有限公司	氨、苯、苯乙烯等化学材料贸易	48.33%
上海丽富投资咨询有限公司	投资咨询、财务咨询等	33.33%
淄博市资产管理有限诚信公司	资产委托管理、经营等	-

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.1.2、APP: 国内最大的综合性造纸企业

**APP (Asia Pulp and Paper, 金光纸业)** 是中国最大的综合性造纸企业。APP 由亚洲知名华人企业家黄奕聪先生所创立, 1994 年 10 月在新加坡注册成立。1992 年金光纸业进入中国市场, 以长江三角洲、珠江三角洲为投资重点, 先后创立了金东、宁波中华、宁波亚洲、金华盛、金红叶、海南金海、广西金桂等大型浆纸企业, 以及大规模的现代化速生林区, 提供文化纸、白卡纸及生活用纸等多种浆纸产品。

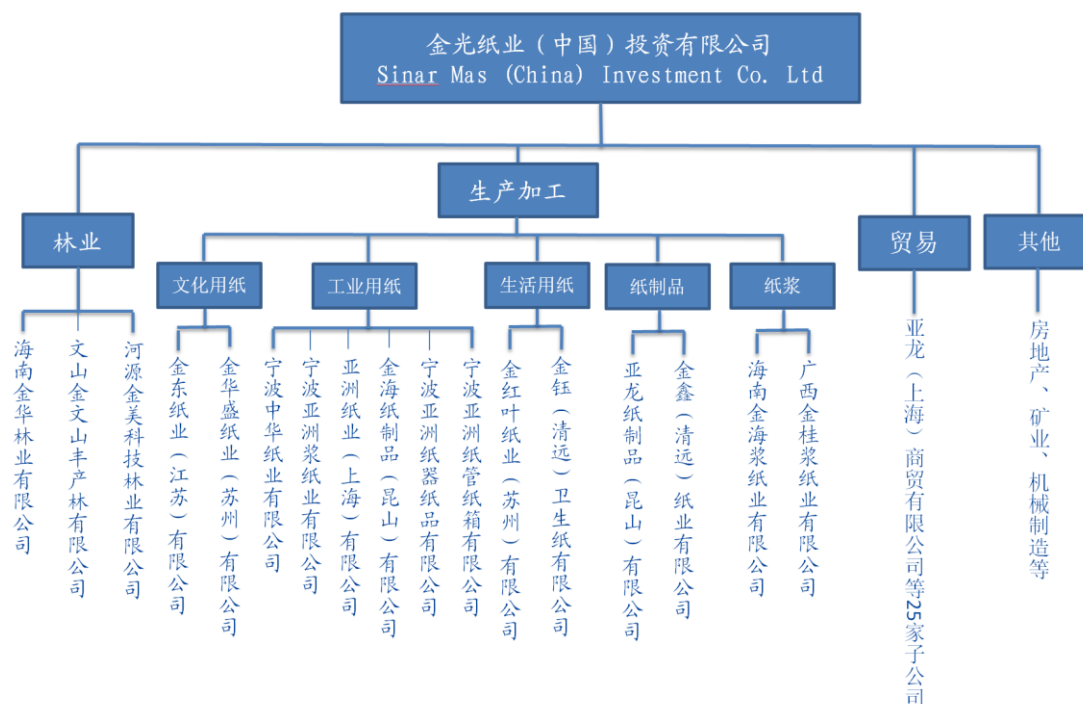
图表 35: APP (中国) 主要产品及子公司

产品类型	主要纸种	企业名称	主要产品
文化用纸	铜版纸/卡、双胶纸、复印纸、打印纸、收银纸卷、无碳复写纸等	金东纸业(江苏)	“太空梭”、“东帆”铜版纸等
		海南金海浆纸业	“鲸王”、“雅逸”铜版纸等
		亚龙纸制品(昆山)	“旗舰”复印纸等
		金鑫(清远)纸业	“金丝雀”复印纸等
		金华盛纸业(苏州)	“立可得”无碳复写纸等
工业用纸	高档涂布白板纸等	宁波中华纸业	“金贝”、“金鸥”、“彩蝶”涂布白板纸等
生活用纸	面巾纸、卫生纸等	金红叶纸业集团	“唯洁雅”、“清风”、“真真”牌面巾纸和卫生纸
纸制品	簿本、纸袋、纸杯等	亚龙纸制品(昆山)	“万仕龙”、“蓝蜗牛”簿本等
造纸原料	纸浆	海南金海浆纸业	“龙头”牌化学漂白硫酸盐桉木浆等
		广西金桂浆纸业	“金钱豹”牌漂白化学机械浆等

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所



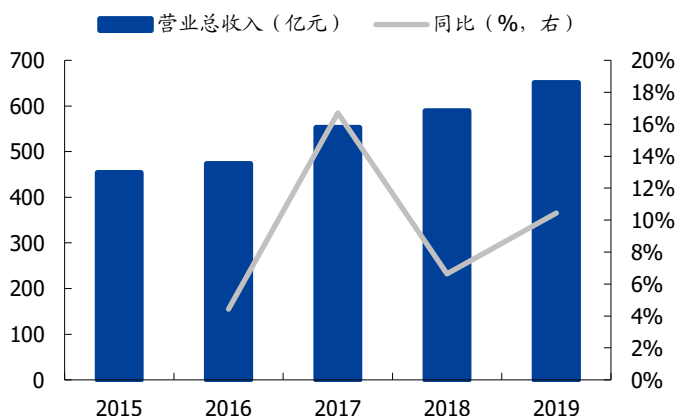
图表 36: 金光中国子公司



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

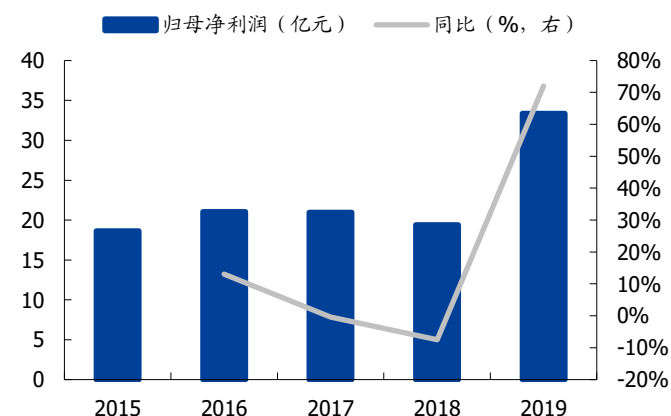
**650 亿营收造纸龙头。**APP (中国) 收入保持在国内行业第一的水平, 2015~2019 年收入/归母净利润 CAGR 分别为 9.5%/15.7%, 保持较为稳健增长。APP (中国) 2019 年实现营业收入 651.10 亿元, 同比增长 10.5%; 实现归母净利润 33.35 亿元, 同比增长 72.0%; 实现扣非归母净利润 21.54 亿元, 同比增长 20.1%。

图表 37: 金光中国 2015~2019 年营收 CAGR 约 9.5%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 38: 金光中国 2019 年净利规模大幅增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

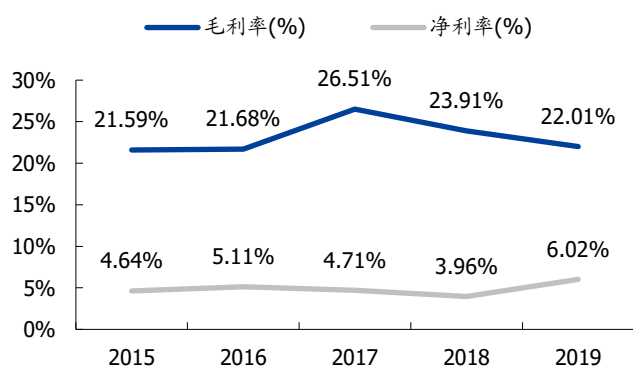
图表 39: 2015~2019 年国内主要造纸企业经营数据

单位: 亿元、万吨		金光纸业	玖龙纸业	晨鸣纸业	理文造纸	山鹰纸业	太阳纸业
2015	收入	453.65	302.24	201.93	149.57	97.87	108.25
	利润	18.63	14.12	21.48	19.53	2.09	6.67
	产量	872.37	1263.00	418.00	519.45	294.00	313.88
2016	收入	473.73	322.63	225.67	166.26	121.35	144.55
	利润	21.05	11.22	20.64	25.61	3.53	10.57
	产量	974.00	1331.00	442.55	543.13	354.00	378.93
2017	收入	552.86	392.71	294.72	218.48	174.70	188.94
	利润	20.96	43.84	37.69	42.13	20.15	20.24
	产量	1075.00	1313.00	510.11	554.98	358.00	443.16
2018	收入	589.50	529.64	288.76	285.37	243.67	217.68
	利润	19.39	78.48	25.10	42.76	32.04	22.38
	产量	1103.00	1394.00	457.72	563.17	463.21	459.73
2019	收入	651.10	547.92	303.95	246.86	232.41	227.63
	利润	33.35	38.60	16.57	28.98	13.62	21.78
	产量		1502.00	515.00	593.00	473.59	499.40

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

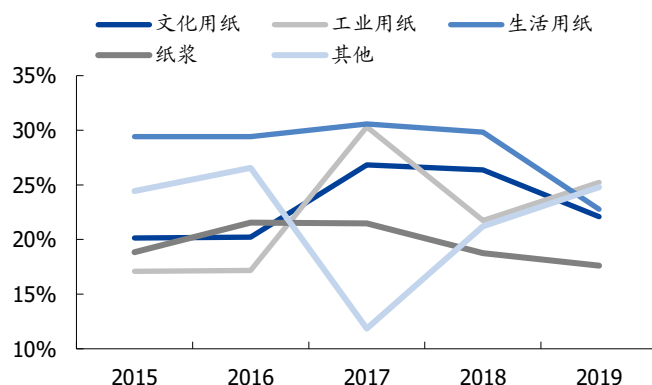
公司产品矩阵丰富, 利润率水平较为稳定。2015~2019 年公司平均毛利率/净利率分别为 23%/5%, 并且波动较小, 主要因为公司产品矩阵较为丰富, 使得利润率水平表现较为稳定。公司主要产品为文化纸/白卡纸/纸浆/生活用纸, 2019 年分别贡献收入的 34.6%/25.1%/22.5%/16.8%。就各产品毛利率来看, 随着不同行业价格呈现一定波动, 2019 年公司生活用纸、文化纸和纸浆毛利率下滑, 白卡纸毛利率改善明显。2019 年文化纸/白卡纸/纸浆/生活用纸毛利率分别为 22.1%/25.2%/17.6%/22.8%, 分别同比 -4.3%/+3.5%/-1.1%/-7.1pct。

图表 40: 金光中国毛利率及净利率 (%)



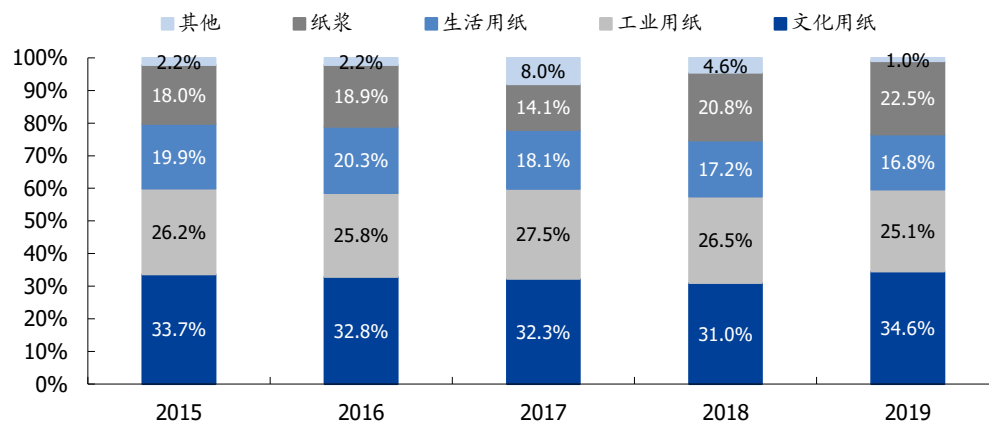
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 41: 金光中国分产品毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 42: 金光中国各产品收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

产能利用率持续提升, 原材料把控能力强。2018 年公司浆纸总产能达到 1074 万吨, 产量为 1103 万吨, 整体产能利用率为 102.7%; 销量 1066 万吨, 产销率为 96.6%。2015~2018 年公司产能复合增速为 2.7%, 产能利用率持续提升, 从 2015 年的 88.0% 持续提升至 2018 年的 102.7%。就原材料方面, 自营林面积和制浆产能位居国内前列, 林地覆盖 8 个省份, 面积达到 420 万亩, 种植林地 389 万亩, 每年木材工料量达到 650 万吨, 年均木浆可产出量达 162.5 万吨。产业布局全国各地, 在江苏、浙江、广西、海南等地区均设有生产基地, 空间布局合理。

图表 43: 2015~2018 年金光中国主要产品产销量

产品	主要产品	项目 (万吨)	2015	2016	2017	2018
纸浆	漂白硫酸盐桉木浆、桉木化机浆	产能	220	210	210	210
		产量	217.44	217	227	246
		销量	208.21	200	196	204
文化用纸	铜版纸、无碳复写纸、双胶纸等	产能	365	365	367	367
		产量	374.42	379	376	353
		销量	371.14	376	378	349
工业用纸	白纸板、白卡纸、食品级白卡	产能	232	260	312	312
		产量	136.53	233	322	361
		销量	138.5	234	318	363
生活用纸	卫生纸、厨房用纸等	产能	117	132	137	137
		产量	97.01	103.5	112	102
		销量	91.49	99	107	104
其他用纸	各类纸制品	产能	57.1	73	48	48
		产量	46.97	41.5	37	40
		销量	47.22	43	40	46
合计	-	产能	991.1	1040	1074	1074
		产量	872.37	974	1075	1103
		销量	856.55	952	1040	1066

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司设计未来投放浆纸产能达到 435 万吨。公司子公司金桂浆、金华盛、亚洲浆和金红叶等工厂均有新建设产能, 将相继于 2020~2022 年期间投产, 未来将逐步投产白卡纸/

文化纸/生活用纸 180/60/90 万吨，其中配套的化机浆 105 万吨。

图表 44: 金光中国产能规划

工厂	项目名称	产品类型	产品种类	设计产能 (万吨)	预计投资 (亿元)	投产时间
广西金桂浆	180 万吨高档纸板	工业用纸	普通白卡纸	90	87.79	预计 2021 年底
			食品级白卡纸	90		
		纸浆	桉木化机浆	75		
南通金华盛	60 万吨高档文化纸	文化用纸	未涂布文化纸	32	57.46	预计 2021 年底
			无碳复写纸	12		
			热敏纸	16		
宁波亚洲浆	30 万吨化学机械浆	纸浆	化学机械浆	30	8.95	预计 2021 年底
金红叶	如东 78 万吨高档生活 用纸	生活用纸	高档生活用纸	78	97.5	预计 2021 年逐步投 放
	湖北 TM5、TM6 号纸 机		生活用纸	12	9.58	预计 2020 年 5 月

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

背靠印尼集团，林地、木浆资源丰富。金光集团在印尼拥有永吉（Indah Kiat）、集伟化工（Tjiwi Kimia）、Lontar Papyrus、Ogan Komiring Ilir（OKI）等大型浆纸厂。2018 年金光在印尼的纸浆总产能达到 672 万吨，在全球阔叶浆产能中占比达到 19.8%。2018 年金光海外子公司造纸总产能达到 577 万吨，其中文化纸/白卡纸/生活用纸产能分别为 315/225.2/36.7 万吨。金光集团享受印尼丰富的原始森林资源，顺利开展林浆纸一体化产业模式，逐步形成较强的成本优势。背靠海外丰富林地和木浆资源丰富的集团，金光中国原材料成本优势明显，从而实现国内经营稳定、市场占有率领先。

图表 45: 金光集团海外子公司

工厂	产品	产能 (万吨)
永吉 (Indah Kiat)	木浆	290
	生活用纸	13.3
	文化纸	160
	包装纸	210
	造纸	123
集伟化工 (Tjiwi Kimia)	包装纸	15.2
	书写用纸	32
	木浆	102
Lontar Papyrus	生活用纸	23.4
	木浆 (阔叶浆)	280

资料来源: APP 官网, 国盛证券研究所

## 3.2、APP 与博汇的协同，盈利改善空间大

### 3.2.1、博汇纸业盈利改善空间大

博汇纸业单季度盈利变动与行业存在差异。从 2019Q1~2020Q1 白卡纸行业价格和成本变动的情况来看，行业盈利在 2019Q1 见底，白卡纸行业平均吨毛利约 10 元；

2019Q2~2020Q1 逐季向上修复，且 2019Q2~3 为行业盈利改善最明显的两个季度，行业平均吨毛利分别环比提升 5334.7%/79.8%。从博汇纸业单季度盈利情况来看，公司 2019Q1 实现最高单季度利润，吨纸毛利达到 588 元；2019Q2 单季度盈利见底，吨纸毛利 475 元；2019Q3 环比小幅修复，吨纸毛利环比提升 3.1%。博汇纸业单季度盈利变动与行业变动方向差异较大，同时从单吨毛利的绝对值来看，除 2019Q1 外，博汇纸业吨纸毛利均低于行业平均水平 200 元以上。

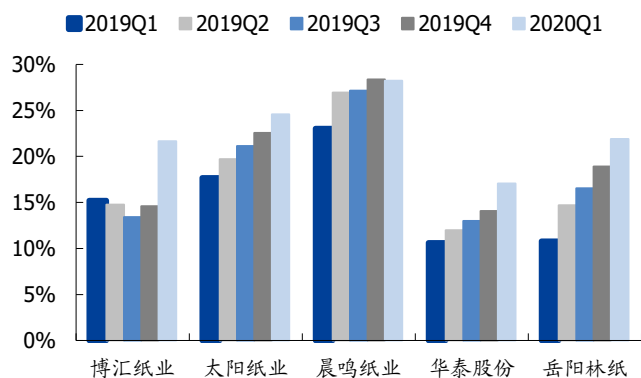
图表 46: 公司和白卡纸行业单季度盈利变化

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
<b>公司数据</b>					
收入（百万元）	2170.50	1873.27	2459.35	3236.68	2606.47
成本（百万元）	1839.93	1606.52	2184.39	2688.69	2041.90
毛利润（百万元）	330.57	266.75	274.96	547.99	564.57
费用（百万元）	209.66	262.09	267.15	505.59	382.86
扣非利润（百万元）	120.91	4.66	7.81	42.40	181.71
销量（万吨，假设值）	56	56	56	56	56
单价（元/吨）	3862	3333	4375	5758	4654
环比	-13.8%	-13.7%	31.3%	31.6%	-19.2%
单吨成本（元/吨）	3273	2858	3886	4784	3646
环比	-25.5%	-12.7%	36.0%	23.1%	-23.8%
<b>单吨毛利（元/吨）</b>	<b>588</b>	<b>475</b>	<b>489</b>	<b>975</b>	<b>1008</b>
环比	583.8%	-19.3%	3.1%	99.3%	3.4%
单吨费用（元/吨）	373	466	475	900	684
<b>单吨净利（元/吨）</b>	<b>215</b>	<b>8</b>	<b>14</b>	<b>75</b>	<b>324</b>
环比	-137.2%	-96.1%	67.6%	442.9%	330.1%
<b>行业数据</b>					
白卡纸均价（元/吨）	4303	4772	4663	4909	5211
环比	-8.7%	10.9%	-2.3%	5.3%	6.2%
单吨直接材料（元/吨）	3594	3513	2955	2847	2888
环比	-8.2%	-2.3%	-15.9%	-3.7%	1.5%
单吨毛利（元/吨）	10	562	1010	1364	1625
环比	-89.8%	5334.7%	79.8%	35.1%	19.1%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

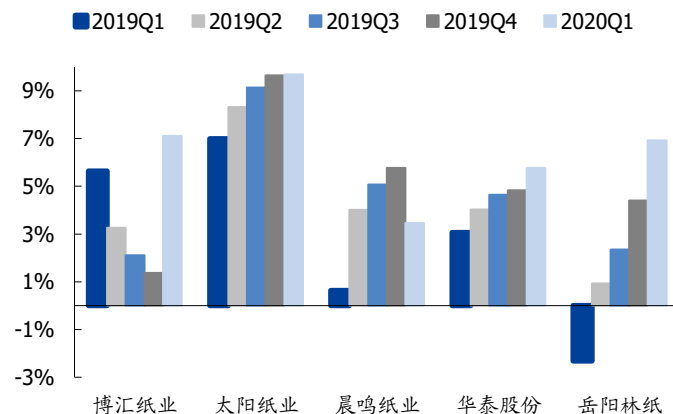


图表 47: 可比公司各季度毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 48: 可比公司各季度净利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司热电、化工用品等从集团采购, 每年关联交易金额 10 亿元左右。博汇集团体内包含热电和化学原料企业, 上市公司博汇纸业基本从集团内公司采购。从 2016~2019 年关联交易金额来看, 每年从集团内部采购金额在 10 亿元左右。

关联交易担保金额接近 50 亿元。公司为集团内子公司担保金额达到 47.4 亿元, 在总资产/净资产中分别占比 24.6%/86.8%。公司与集团内关联方发生关联交易和担保金额较大, 可能会使得公司盈利表现与行业变动不一致。

图表 49: 2016~2019 年博汇纸业关联交易内容

		采购金额 (万元)			
关联方	关联交易内容	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
天源热电	采购电	41112.42	35730.62	40723.43	44608.96
天源热电	采购汽	16688.46	14239.28	18427.42	14337.24
天源热电	粉煤灰		18.96	50.41	28.92
丰源热电	采购电	23887.85	30698.00	29984.57	0.00
丰源热电	采购汽	7223.39	4912.57	10514.09	15092.75
丰源热电	粉煤灰		35.00	107.41	38.19
山东海力	离子膜碱	653.25	4038.33	4788.83	7205.12
山东海力	聚合氯化铝			119.14	555.77
山东海力	其他材料				15.19
江苏海兴	离子膜碱	4623.58	8428.66	5659.73	3288.60
江苏海力	过氧化氢	479.15	1646.60	1574.97	310.19
江苏海华	硫酸铝、聚合氯化铝等	270.96	119.36	0.00	493.38
江苏海兴	胶乳	956.88	927.72	170.97	
江苏海兴	钢材				38.49
江苏海华	氯酸钠				39.47
合计		95895.94	100795.08	112120.97	86052.26

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

APP 运营经验丰富, 有望进一步进行规范化管理。APP 作为全球化造纸企业, 运营管理经验丰富, 若接管博汇纸业, 有望对其规范化对其管理, 博汇纸业盈利改善空间较大。并且, 从可比上市公司期间费用率来看, 除了财务费用率较高的晨鸣和山鹰, 博汇期间费用率明显高于造纸行业其他龙头, 未来管理层面优化空间大。

图表 50: 可比公司期间费用率

公司代码	公司名称	2015	2016	2017	2018	2019
600966.SH	博汇纸业	13.2%	11.0%	10.5%	11.6%	12.3%
002078.SZ	太阳纸业	13.5%	10.9%	9.6%	10.5%	10.9%
000488.SZ	晨鸣纸业	20.8%	18.1%	18.1%	20.2%	20.9%
600308.SH	华泰股份	14.1%	10.8%	9.7%	8.0%	7.8%
600567.SH	山鹰纸业	16.1%	13.5%	11.1%	12.9%	13.5%
2689.HK	玖龙纸业	9.6%	8.9%	7.5%	6.1%	7.7%
2314.HK	理文造纸	7.1%	7.0%	7.3%	7.4%	7.6%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.2.2、后期二者协同带来成本优势

**共享 APP 国内外原材料优势。**APP 在国内和印尼均拥有丰富的林地和木浆资源, 国内林地面积达 420 万亩, 木浆产能达 210 万吨; 印尼化学木浆产能达到 672 万吨。二者合并不仅可以帮助 APP 锁定海外木浆的需求, 还能够降低博汇纸业白卡纸生产原材料成本。博汇纸业白卡纸和双胶纸总产能达到 240 万吨, 单吨成品纸使用约 0.4 吨木浆, 对应约 90~100 万吨的化学木浆需求量。过去博汇主要采购巴西木浆, 从巴西 Suzano 和 APP 印尼的木浆单价对比来看, APP 印尼木浆比巴西木浆低 50 美元/吨左右。若博汇未来换成采购 APP 的木浆, 吨纸将节省 100~200 元, 对应约 3.5 亿元净利润的释放。

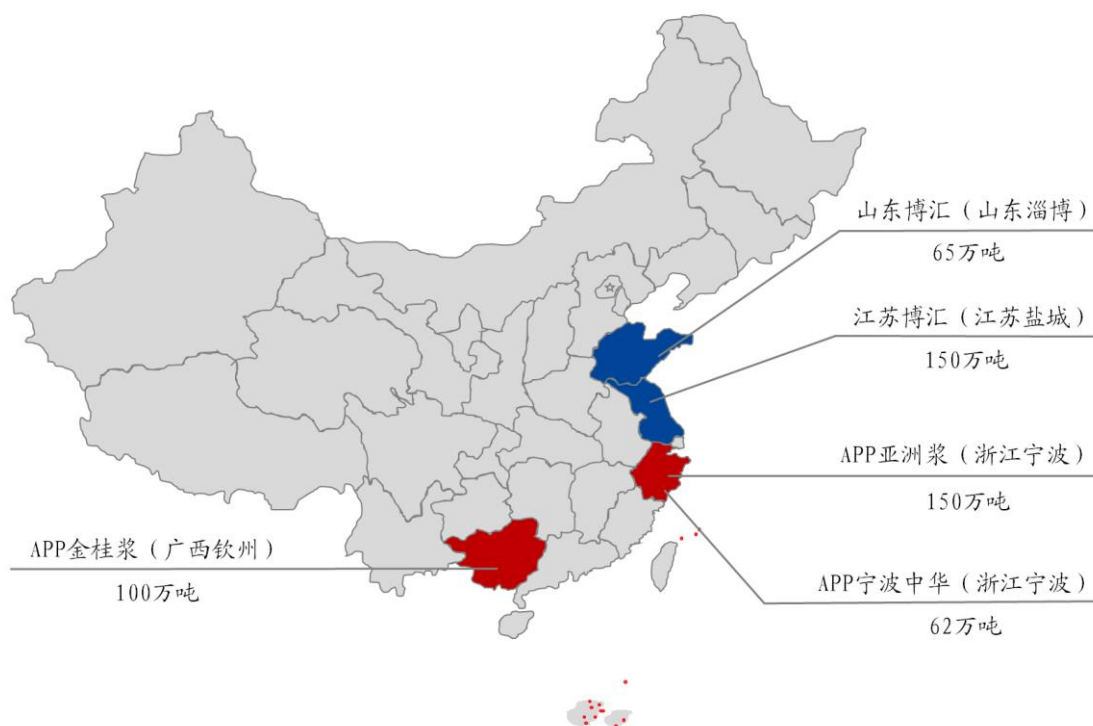
图表 51: 2015~2018 年印尼和巴西木浆单价对比

		2015	2016	2017	2018
木浆销售额 (百万美元)	APP (Indah Kiat)	1088.43	878.02	992.86	974.30
	Suzano	1984.47	1761.47	2161.77	2403.37
销量 (万吨)	APP (Indah Kiat)	203	187	180	147
	Suzano	329	353	362	323
单价 (美元/吨)	APP (Indah Kiat)	537	471	552	663
	Suzano	603	499	598	745
	价差	66	28	46	82

资料来源: APP、Suzano 官网, 国盛证券研究所

**“南 APP、北博汇”实现全国化产能布局, 降低运输成本。**从 APP 和博汇现有的白卡纸产能布局来看, 博汇两大基地在山东和江苏、APP 的基地集中于宁波和广西, 未来二者销售范围可进行南北划分, 博汇基地主要供应北方市场, APP 基地主要供应南方市场。造纸产品汽运半径一般为 500~600 千米, 对应 150~200 元/吨运输成本; 若长距离运输 1000 千米以上, 使用航运单吨运输成本将达到 300 元。APP 和博汇协同后实现全国化的造纸基地布局, 博汇服务北方市场、APP 服务南方市场, 均可在汽运范围内进行运输, 较南北跨区域运输节省 100~150 元/吨成本。博汇共 215 万吨白卡纸, 对应约 2.2 亿元利润的释放。

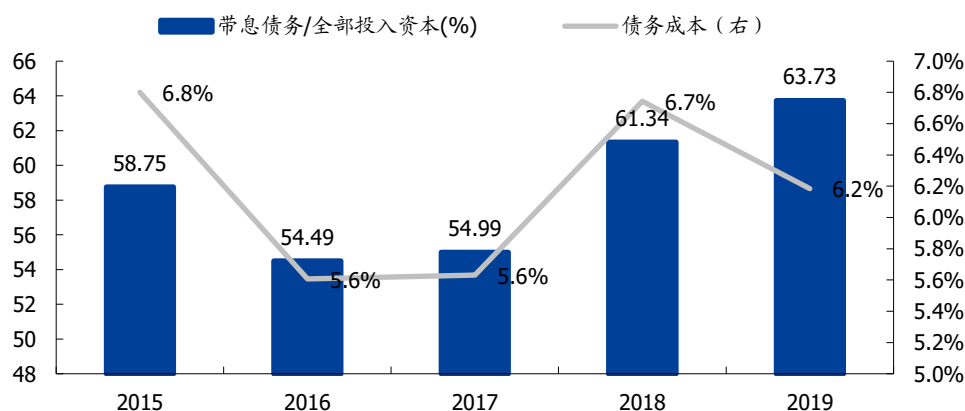
图表 52: APP 和博汇的白卡纸产能分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

利用 APP 低资金成本优势, 降低博汇吨纸费用。博汇纸业 2018 年开始扩建较为激进, 资本开支增加较多, 负债随之上升, 2018~2019 年公司债务资金成本分别为 6.7%/6.2%, 较 2015~2016 年平均债务成本高出 1~2pct。金光中国债务资金成本在 5% 左右, 考虑到博汇集团质押率已达到 75.0%, 未来进一步股权融资和借款难度较大, 金光的加入将有效缓解公司的资金和债务压力。从博汇与造纸行业上市龙头企业财务费用率的对比可以看出, 博汇纸业财务费用率比其他龙头高出 2pct 左右。若通过 APP 的协助, 博汇财务费用率降至 2%~4% 的合理区间, 公司可释放约 2 亿元净利润, 对应吨纸盈利提升 100 元左右。

图表 53: 博汇纸业带息负债占比及债务资金成本



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 54: 可比上市公司财务费用率

公司代码	公司名称	2015	2016	2017	2018	2019
600966.SH	博汇纸业	6.1%	4.8%	3.7%	5.6%	5.3%
002078.SZ	太阳纸业	5.5%	3.8%	3.0%	3.3%	2.5%
000488.SZ	晨鸣纸业	8.0%	6.6%	7.2%	9.5%	9.6%
600308.SH	华泰股份	5.5%	3.2%	1.9%	1.2%	1.2%
600567.SH	山鹰纸业	6.4%	4.5%	3.5%	3.0%	1.9%
2689.HK	玖龙纸业	4.3%	3.4%	2.4%	1.7%	1.7%
2314.HK	理文造纸	0.9%	0.9%	0.7%	1.0%	1.2%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 4、盈利预测与估值分析

根据公司各纸种产能和行业价格变动, 我们对公司未来三年收入和业绩进行预测:

**白卡纸:** 公司白卡纸 2020~2022 年无新增产能均为 215 万吨, 考虑到白卡纸行业集中度大幅提升, 纸价维持在较高水平, 预计 2020~2022 年白卡纸吨纸毛利提升, 假设吨毛利分别为 909/1066/1139 元。

**文化纸:** 公司 2021 年将投放 45 万吨文化纸, 2020~2022 年文化纸产能分别为 25/70/70 万吨。考虑到明年为建国周年庆, 预计文化纸需求边际改善, 提价可能性较大, 预计公司文化纸吨毛利分别为 647/937/1012 元。

**箱板瓦楞纸:** 公司 2020~2022 年无新增产能均为 115 万吨, 考虑到包装纸盈利从底部修复, 预计公司该纸种吨毛利分别为 202/483/579 元。

**费用端:** 若 APP 实现对博汇纸业整合, 预计公司费用管控能力将大幅提升, 费用率将呈现下降趋势, 因此假设 2020~2022 年期间费用率低于 2019 年。

图表 55: 博汇纸业收入拆分

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
产能 (万吨)	195	195	195	370	370	415	415
产量 (万吨)	198	188	170	229	317	424	424
销量 (万吨)	202	183	172	225	314	422	422
收入 (百万元)	7734.81	8702.78	8339.44	9739.80	13912.37	19238.25	19839.23
yoy	10.8%	12.5%	-5.9%	18.9%	42.8%	38.3%	3.1%
成本 (百万元)	6609.26	6604.82	6871.67	8319.53	11360.38	15352.33	15632.82
yoy	7.3%	-0.1%	4.0%	21.1%	36.6%	35.1%	1.8%
毛利润 (百万元)	1125.55	2097.95	1318.64	1420.27	2222.59	2837.29	3143.02
归母净利润 (百万元)	201.32	856.13	255.94	133.77	814.57	1504.43	1762.24
yoy	422.2%	325.3%	-70.1%	-47.7%	508.9%	84.7%	17.1%
毛利率	14.6%	24.1%	16.0%	14.6%	18.3%	20.2%	21.2%
净利率	2.6%	9.8%	3.1%	1.4%	5.9%	7.8%	8.9%
<b>1、卡纸</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
产能 (万吨)	140	140	140	215	215	215	215
销量 (万吨)	147	139	134	176	260	260	260
收入 (百万元)	5982.15	7106.30	6521.59	7882.88	11952.69	12514.46	12864.87
成本 (百万元)	5118.90	5325.93	5376.78	6636.44	9589.07	9741.87	9903.86
毛利率	14.4%	25.1%	17.6%	15.8%	19.8%	22.2%	23.0%
吨毛利 (元/吨)	586	1281	854	708	909	1066	1139
<b>2、文化纸</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
产能 (万吨)	25	25	25	25	25	70	70
销量 (万吨)	20	11	11	12	13	70	70
收入 (百万元)	827.77	564.78	667.06	603.45	594.86	3564.42	3671.35
成本 (百万元)	705.98	457.41	575.61	535.01	513.94	2908.40	2962.64
毛利率	14.7%	19.0%	13.7%	11.3%	13.6%	18.4%	19.3%
吨毛利 (元/吨)	616	955	799	556	647	937	1012
<b>3、箱板瓦楞纸</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
产能 (万吨)	15	15	15	115	115	115	115
销量 (万吨)	16	14	12	25	30	80	80
收入 (百万元)	523.80	521.95	473.22	749.97	914.23	2681.74	2815.83
成本 (百万元)	459.24	432.47	470.65	706.06	853.56	2294.99	2352.67
毛利率	12.3%	17.1%	0.5%	5.9%	6.6%	14.4%	16.4%
吨毛利 (元/吨)	402	621	22	178	202	483	579
<b>4、石膏护面纸</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
产能 (万吨)	15	15	15	15	15	15	15
销量 (万吨)	14	14	12	12	12	12	12
收入 (百万元)	401.09	509.75	528.43	450.58	450.58	477.62	487.17
成本 (百万元)	325.15	389.02	448.64	407.10	403.81	407.07	413.65
毛利率	18.9%	23.7%	15.1%	9.7%	10.4%	14.8%	15.1%
吨毛利 (元/吨)	552	881	656	363	390	588	613

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所



博汇纸业当前（2020/9/10）PE/PB 估值分别为 56.4X/2.6X，高于行业平均水平，其中包含 APP 实现对博汇收购，公司盈利大幅改善的预期。未来博汇为 APP 子公司，APP 为全球性产业链一体化浆纸龙头企业，其合理估值可参考国内木浆系龙头造纸企业太阳纸业和产业链布局完善的全球造纸龙头国际纸业。太阳纸业/国际纸业历史平均 PE 为 21.6X/16.4X，考虑到国际纸业已从成长期进入成熟期，其成长期估值同样达到 20X 以上，因此我们认为博汇纸业合理 PE 估值为 20X。从 PB 角度来看，太阳纸业和国际纸业历史平均 PB 均达到 2X 以上，白卡纸行业快速整合后，盈利中枢上移，博汇纸业合理 PB 估值应对应 2X 以上。

图表 56: 造纸龙头估值

		太阳纸业	国际纸业
PE	最大值	58.89	56.98
	最小值	5.82	-11.87
	平均值	21.61	16.44
PB	最大值	6.84	5.67
	最小值	1.02	0.28
	平均值	2.45	2.68

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 57: 博汇纸业 PB



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 58: 可比公司估值 (数据截至 2020/9/10)

公司名称	总市值(亿元)	净利润(亿元)				PE				PB
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
太阳纸业	339.73	21.78	18.02	25.28	30.08	15.60	18.85	13.44	11.29	2.21
晨鸣纸业	128.53	16.57	20.73	22.52	24.66	7.76	6.20	5.71	5.21	0.67
岳阳林纸	74.91	3.13	5.00	6.46	7.83	23.93	14.98	11.60	9.57	0.90
行业平均						15.76	13.35	10.25	8.69	1.26
博汇纸业	151.87	1.34	8.15	15.04	17.62	113.53	18.64	10.09	8.62	2.75

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

白卡纸前两大龙头有望合并，行业盈利中枢有望上移，通过协同和整合公司盈利大幅改善预期强，首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司 2020~2022 年实现归母净利润 8.15/15.04/17.62 亿元，同比增长 508.9%/84.7%/17.1%，对应 PE 18.6X/10.1X/8.6X。

## 风险提示

**疫情持续蔓延。**疫情持续发展将影响白卡纸终端需求，从而导致纸价下跌，影响公司盈利。

**需求修复不及预期。**白卡纸价格上提建立在需求修复的假设基础上，若需求恢复较差，将不具备提价基础。

**白卡纸产能大幅增加。**由于白卡纸盈利大幅改善，可能会吸引更多的产能布局，存在产能过剩的可能性。

**行业协同无法达成。**白卡纸行业趋向于稳定，盈利中枢提升在行业能够达成协同的假设上，若无法协同将无法实现。

**原材料价格波动。**白卡纸原材料主要为木浆，浆价大幅上涨将影响白卡纸毛利率。

**收购无法实现的风险。**收购仍未完全落地，存在失败的可能性。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com