

轻工制造行业

白卡纸：需求迸发，行业盈利能力有望大幅好转

核心观点：

- **金光拟收购博汇或使行业供给进一步集中，白卡行业竞争格局重塑。**根据金光纸业与博汇纸业年报，按 2019 年产能计，金光纸业和博汇纸业合计拥有 570 万吨产能，若金光收购博汇成功，金光纸业将占据 52% 的市场份额，行业产能 CR3 将提高至 83%。在近几年供给端产能稳定的前提下，金光+博汇纸业有望成为白卡行业第一大龙头企业，行业竞争格局重塑。同时，由于白卡行业产能投放门槛高、主要企业新增产能有限、进口替代有限等因素，未来三年白卡纸供给端增长较为稳定。
- **白卡需求弹性迸发，预计未来 2 年将产生较大供给缺口。**白卡纸与社会消费关联紧密，历年表现消费量保持增长，未来需求有望继续扩大。（1）传统需求：下游行业如烟草、药品、食品等增速稳健，导致白卡纸包装需求扩大；（2）替代白板纸：受富阳地区白板产能清退和国废涨价影响，预计白板纸价格上升，白卡纸替代效应增强；（3）限塑令逐渐落地，塑料制品被替代，增加行业长期需求：“限塑令”趋严，纸制品作为塑料制品的替代品，长期需求必将增加。对以上三项需求进行测算，我们预计 2020 年/2021 年/2022 年白卡纸需求分别为 826 万吨/875 万吨/922 万吨，2020 年出现 39.2 万吨供给缺口，2021 年供给缺口放大至 87.4 万吨。我们认为受疫情与政策实际落地滞后影响，供给缺口将向后推延。
- **成本维持低位，行业景气度较高。**价格方面，随着国内白卡纸集中度提升，未来价格波动有望减少。我们认为白卡纸价格受金光收购博汇计划的短期催化，预计价格将上涨；成本方面，当前木浆港口库存仍处于历史较高水平，去化较慢，预计上游原料价格短期将继续保持低位，另一方面，当前阔叶浆价格已低于成本线，因此预计浆价中长期将上涨。但随着行业竞争格局的优化，未来龙头公司议价能力增强，成本转嫁能力加强。
- **核心标的弹性测算。**晨鸣纸业：核心业务白卡纸业务吨净利有望改善。
- **风险提示：**金光纸业未通过反垄断审核、白卡纸行业产能大幅增加、原材料价格超预期上涨、限塑令推行不及预期。

行业评级

买入

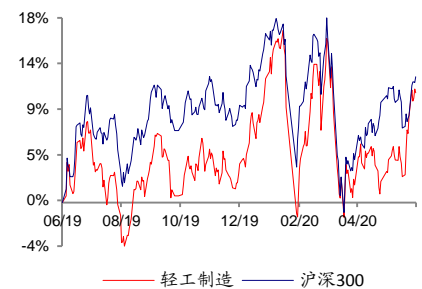
前次评级

买入

报告日期

2020-06-06

相对市场表现



分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005



SFC CE No. BND271



0755-23953620

zhaozhongping@gf.com.cn

相关研究：

- 轻工制造行业：地产系资本入局，To B 龙头优势有望扩大 2020-05-17
- 轻工制造 2019 年报及 2020 年一季报综述：家具受挫显分化，必选文娱显韧性，造纸包装正磨底 2020-05-04
- 轻工制造行业：ToB 家具景气确定向上，头部份额有望加速提升 2020-04-14

联系人：

张兆函

zhangzhaohan@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
晨鸣纸业	000488	CNY	4.91	2020/04/21	买入	5.31	0.59	0.63	8.32	7.79	2.24	2.23	8.5	8.3
太阳纸业	002078	CNY	9.47	2020/04/29	买入	9.90	0.90	1.06	10.52	8.93	4.76	4.28	14.1	14.5

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、核心逻辑	6
(一) 金光拟收购博汇或使行业供给进一步集中, 白卡行业竞争格局重塑	6
(二) 白卡需求弹性迸发, 预计将产生较大需求缺口	6
(三) 成本较低、供需传导机制顺畅, 白卡纸行业景气度高	6
二、供给: 金光拟收购博汇, 供给格局或重塑	7
(一) 白卡纸产能及产量情况	7
(二) 竞争格局: 供给高度集中, 若金光收购博汇成功集中度将进一步提升	9
(三) 产能投放门槛高, 价格不是产能投放的关键因素	10
(四) 进口替代: 进口量与价格成弱相关, 但量较少	11
(五) 金光收购博汇推演	11
三、需求弹性迸发: 传统需求保持稳定, 限塑令等增加需求	16
(一) 烟卡等传统需求保持稳健	17
(二) 需求增量 1: 白板产能清退 + 国废涨价, 白卡纸替代效应增强	21
(三) 需求增量 2: 限塑令提升行业长期需求	25
(四) 需求整体预判	25
四、行业景气度节奏判断	27
(一) 白卡纸价格与吨毛利润复盘	27
(二) 当前白卡纸库存较高	28
(三) 价格走势判断	29
(四) 成本判断: 短期浆价维持低位, 中长期涨价将转嫁	31
五、核心标的弹性测算	33
(一) 晨鸣纸业: 白卡纸吨净利大幅改善, 浆价上涨影响较小	33
六、风险提示	34

图表索引

图 1: 白卡纸产能、产量及产能利用率	7
图 2: 国内白卡纸行业净新增产能梳理 (单位: 万吨)	7
图 3: 国内龙头白卡纸企新增产能梳理 (万吨)	8
图 4: 国内主要白卡纸企产能布局分布 (2019 年)	8
图 5: 2019 年白卡纸行业产能市占率	10
图 6: 白卡纸均价、毛利润和进口量	11
图 7: 金光纸业股权关系结构图	12
图 8: 2019 年造纸行业龙头营收数据 (亿元)	14
图 9: 2019 年纸浆行业龙头产能产量 (单位: 万吨)	14
图 10: APP(中国)收购博汇纸业进程	15
图 11: 收购前博汇纸业股权结构图 (2019 年一季度末)	15
图 12: 收购后博汇纸业股权结构图	15
图 13: 历年白卡纸表观消费量及增速	16
图 14: 2019 年终端行业对白卡纸需求占比	16
图 15: 2014-2019 年全国饮料产量	17
图 16: 2014-2019 年全国乳制品产量	17
图 17: 近年烟草产量保持平稳 (万亿支)	17
图 18: 国内白卡纸、白板纸产量	22
图 19: 2014 年白板纸各终端需求占比	22
图 20: 2016-2020 前七批外废配额	23
图 21: 2017-2020 年 6 月国内废纸价格	24
图 22: 纸厂废旧黄板纸库存天数 (天)	24
图 23: 国内白卡纸、白板纸平均出厂价	24
图 24: 预测 2020-2025 年白卡供给和消费需求	26
图 25: 2020-2025 年白卡供需缺口	26
图 26: 白卡纸价格与吨毛利复盘 (2012 年-2017 年)	27
图 27: 白卡纸价格与吨毛利复盘 (2018 年-2019 年)	28
图 28: 博汇纸业固定资产和在建工程	28
图 29: 白卡纸社会库存量和企业库存天数 (天)	29
图 30: 白卡纸企业库存量 (千吨)	29
图 31: 白卡纸吨净利润率测算	30
图 32: 太阳纸业、晨鸣纸业和博汇纸业的期间费用率 (%)	30
图 33: 白卡纸历史单月涨跌分析 (2012 年-2019 年)	31
图 34: 三大港口纸浆库存 (单位: 千吨)	31
图 35: 纸浆进口平均单价 (元/吨)	32
图 36: 国产阔叶浆价格 (元/吨)	32

表 1: 主要白卡纸企业产能分布 (2019 年)	9
表 2: 白卡纸行业未来新增产能	9
表 3: 部分白卡纸产能投放时间及金额统计	11
表 4: APP (中国) 主要财务指标	12
表 5: APP (中国) 2019 年各业务板块收入成本情况 (单位: 亿元)	13
表 6: 金光纸业 2018 年产销情况	13
表 7: 传统消费品的新增需求测算-烟卡部分	18
表 8: 传统消费品的新增需求测算-餐饮服务类	18
表 9: 传统消费品的新增需求测算-乳制品	18
表 10: 传统消费品的新增需求测算-食品包装类-接触食品	19
表 11: 传统消费品的新增需求测算-非酒精饮料	19
表 12: 传统消费品的新增需求测算-药品	19
表 13: 传统消费品的新增需求测算-食品包装类-不接触食品	20
表 14: 传统消费品的新增需求测算-服装	20
表 15: 传统消费品的新增需求测算-扑克牌纸	20
表 16: 传统消费品的新增需求测算-化妆品	21
表 17: 传统消费品的新增需求测算-酒精饮料	21
表 19: 平均每年白卡对白板替代量测算	22
表 20: 白卡纸替代白板纸需求测算 (考虑白卡-白板价差变动影响, 单位: 万吨)	25
表 21: 白卡纸制品替代塑料制品的需求量总结	25
表 22: 2020-2025 年整体需求预判	26
表 23: 白卡纸淡旺季判断	31
表 24: 晨鸣纸业白卡纸吨净利润 (元/吨) 对综合用浆成本/ 白卡纸价的弹性测试	33

一、核心逻辑

（一）金光拟收购博汇或使行业供给进一步集中，白卡行业竞争格局重塑

根据金光纸业与博汇纸业年报，按2019年产能计，金光纸业和博汇纸业合计拥有570万吨产能，若金光收购博汇成功，金光纸业将占据52%的市场份额，行业CR3将提高至83%。在近几年供给端产能稳定的前提下，金光+博汇纸业有望成为白卡行业第一大龙头企业，行业竞争格局重塑。同时，由于白卡行业产能投放门槛高、主要企业新增产能有限、进口替代有限等因素，未来三年白卡纸供给端增长较为稳定，竞争格局重塑。

（二）白卡需求弹性迸发，预计将产生较大需求缺口

白卡纸与社会消费关联紧密，历年表现消费量保持增长，未来需求有望继续扩大。（1）传统需求：下游行业如烟草、药品、食品等增速稳健，导致白卡纸包装需求扩大；（2）替代白板纸：受富阳地区白板产能清退和国废涨价影响，预计白板纸价格上升，白卡纸替代效应增强；（3）限塑令逐渐落地，塑料制品被替代，增加行业长期需求：“限塑令”趋严，纸制品作为塑料制品的替代品，长期需求必将增加。对以上三项需求进行测算，预计2020年/2021年/2022年白卡纸需求分别为826万吨/875万吨/922万吨，2020年出现39.2万吨供给缺口，2021年供给缺口扩大至87.4万吨，随后随着产能逐渐投放，预计将出现供给过剩。根据历史情况，计划产能投产具有较强不确定性。同时，我们认为受疫情与政策实际落地滞后影响，供给缺口将向后推延。

（三）成本较低、供需传导机制顺畅，白卡纸行业景气度高

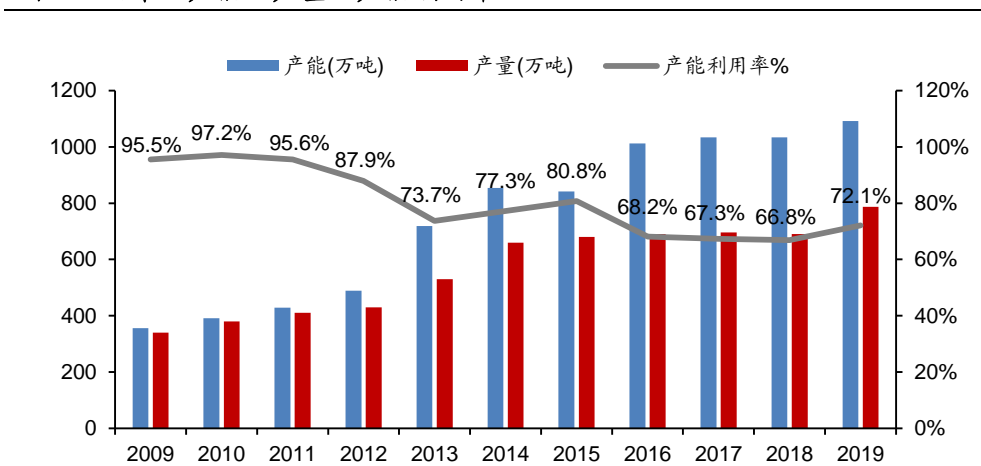
价格方面，随着国内白卡纸集中度提升，未来价格波动有望减少。我们认为，若博汇被收购成功，则白卡纸受短期催化价格将有望上涨，并且根据白卡纸需求淡季情况，预计9-10月将继续上涨；成本方面，当前木浆港口库存处于历史较高水平，去化较慢，预计上游原料价格短期将继续保持低位。另一方面，当前阔叶浆价格已低于成本线，因此预计浆价中长期将上涨。白卡纸供给格局的大幅改善将有助于纸企转嫁成本上涨，维持健康利润水平。

二、供给：金光拟收购博汇，供给格局或重塑

（一）白卡纸产能及产量情况

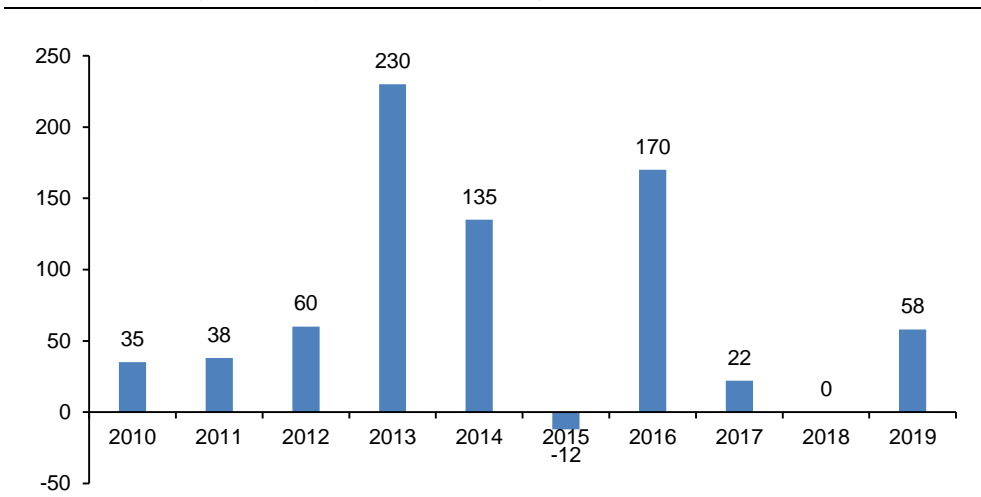
行业景气度维持高位。根据卓创资讯，2019年，白卡纸行业总体产能约为1090万吨，产量为787万吨，产能利用率72.1%。2013年和2016年，行业总产能同比大幅扩张230万吨和170万吨，此后行业产能投放有限。2017年以来，行业共计净新增产能80万吨，其中2019年净新增58万吨，主要来自博汇纸业新增的75万吨产能，行业整体开工率保持较高水平，供需基本维持平衡。

图 1：白卡纸产能、产量及产能利用率



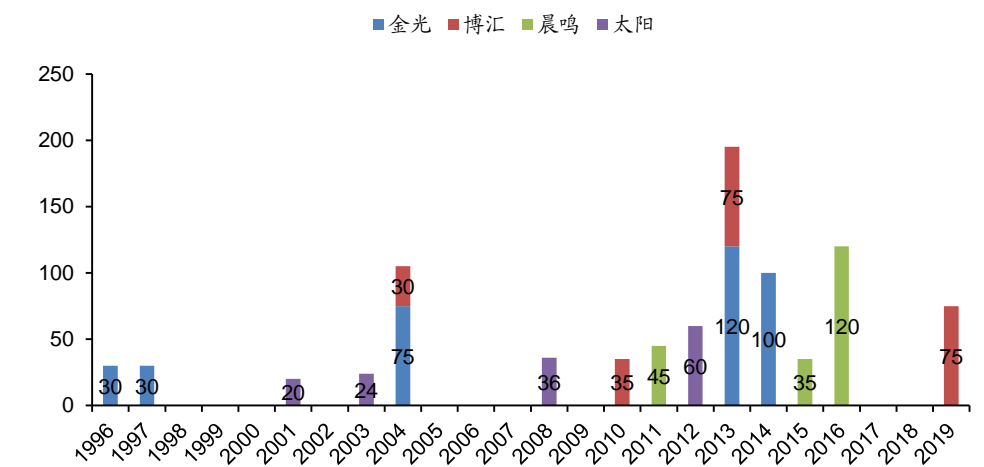
数据来源：中国造纸年鉴、广发证券发展研究中心

图 2：国内白卡纸行业净新增产能梳理（单位：万吨）



数据来源：中国造纸年鉴、广发证券发展研究中心

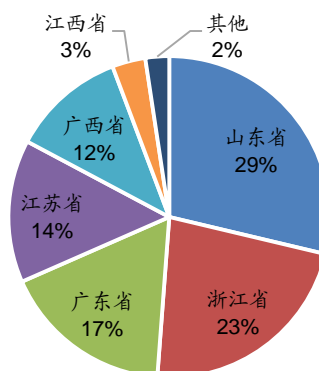
图 3：国内龙头白卡纸企新增产能梳理（万吨）



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

产能集中于山东、浙江、广东、江苏。根据卓创资讯，产能分布上，我国主要白卡纸企产能集中于华东地区的山东、江苏、浙江，华南地区的广东、广西，以及华中地区的河南、江西等省份。其中，山东省为白卡纸造纸大省，2019年产能达300万吨，占比高达29%，其次是浙江省、广东省和江苏省，白卡纸产能分别为235万吨、180万吨和150万吨。

图 4：国内主要白卡纸企产能布局分布（2019年）



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

头部企业的产能分布上，金光纸业绝大部分产能布局在浙江省的宁波中华和亚洲浆，总产能235万吨，在广西的金桂浆拥有产能120万吨，合计产能355万吨；博汇纸业有江苏和山东两大生产基地，分别拥有65万吨和150万吨，合计产能215万吨；晨鸣纸业在广东、山东、江西均有工厂，分别拥有120万吨、45万吨和35万吨白卡纸产能，合计200万吨；万国太阳在山东省设有工厂，拥有产能140万吨。

表 1: 主要白卡纸企业产能分布 (2019年)

公司	企业	所在省份	年产能 (万吨)	合计 (万吨)
金光纸业	宁波中华	浙江	60	355
	亚洲浆	浙江	175	
	金桂浆	广西	120	
博汇纸业	山东博汇	山东	65	215
	江苏博汇	江苏	150	
晨鸣纸业	湛江晨鸣	广东	120	200
	山东晨鸣	山东	45	
	江西晨鸣	江西	35	
山东太阳	万国太阳	山东	140	140

数据来源: 卓创资讯、《金光纸业 (中国) 投资有限公司主体与相关债项 2019 年度跟踪评级报告》、广发证券发展研究中心

未来新增产能: 根据卓创资讯, 亚洲浆纸业有限公司 (APP) 旗下的广西金桂浆纸业二期项目已于2019年开工, 预计2022年投产, 投产后将增加90万吨普通白卡纸和90万吨食品级白卡纸产能。国际纸业巨头斯道拉恩索计划在广西北海建设林浆纸一体化项目的三期工程, 其中包括白卡纸产能45万吨。新亚纸业于2018年续建年产40万吨液包纸项目, 项目正在建设中。太阳纸业350万吨林浆纸一体化项目的二期工程中包含90万吨白卡纸产能, 预计将于一期项目竣工后开始建设。另外, 亚太森博计划在广西北海铁山港总投资200亿元建设林浆纸一体化项目, 项目年产200万吨白卡纸和100万吨纸浆。

表 2: 白卡纸行业未来新增产能

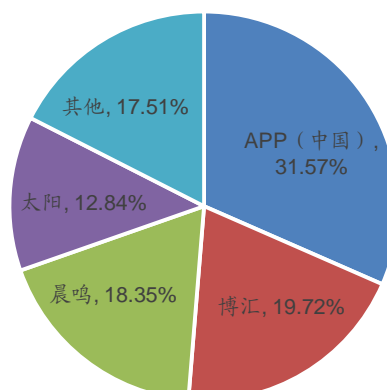
公司名称	地点	年产能/万吨	计划投产时间
APP	广西钦州	180	2022 年
新亚纸业	河南新乡	40	在建
斯道拉恩索	广西北海	45	规划中
亚太森博	广西北海	200	规划中
太阳纸业	广西北海	90	规划中
合计	-	555	-

数据来源: 中国纸网、太阳纸业林浆纸一体化项目环公示、广发证券发展研究中心

(二) 竞争格局: 供给高度集中, 若金光收购博汇成功集中度将进一步提升

若金光收购博汇成功, 产能CR3将达83%。根据卓创资讯, 截止至2019年末, 国内白卡纸产能约为1090万吨, 其中APP (中国) 约355万吨, 博汇纸业约215万吨, 晨鸣纸业产能约195万吨, 太阳纸业产能约140万吨, CR4集中度为83.49%。若APP (中国) 收购博汇纸业成功, APP (中国) 将占据我国白卡纸52.3%的市场份额, CR3增长为83.49%, 集中度大幅提升。

图 5：2019年白卡纸行业产能市占率



数据来源：中国造纸年鉴、广发证券发展研究中心

（三）产能投放门槛高，价格不是产能投放的关键因素

我们发现历史上白卡纸的产能投放时点与价格无直接对应关系，我们认为主要有两大原因：（一）**项目建设时间周期长**：根据部分白卡纸产能宣布建设时间和投产时间计算出产能建设时间，我们发现建设时间和计划产能无直接关系，湛江晨鸣建设120万吨白卡纸产能仅用1年零4个月，而斯道拉索恩45万吨产能用时4年零3个月。所以白卡纸产能投放与公司管理、经营有密切关系，建设时间有较大波动。白卡纸价格波动较大，建设时间长使得投机商无法因短期价格高涨迅速投入产能进行套利；（二）**投资额巨大**：我们计算得出样本单位产能平均投资额为0.59亿元/万吨，单吨投资额高，导致对企业资本实力要求较高，中小产能进入难度较高，进一步推升了行业集中度。同时近年造纸行业还存在着行业政策、地方建设条件等因素变化而导致的诸多不确定性，对小型纸企而言新产能落地难度较高。因此我们认为短期价格上涨不会导致产能的迅速攀升，竞争格局不会恶化。

表 3：部分白卡纸产能投放时间及金额统计

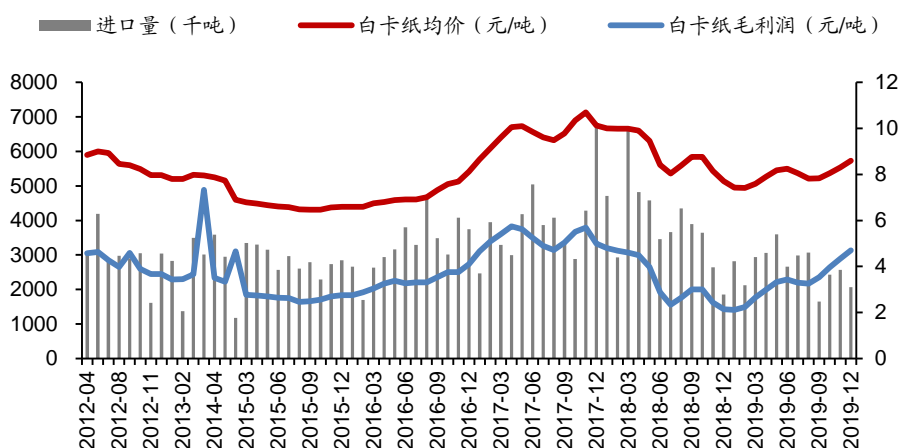
公司	宣布时间	投产时间	建设周期	产能 (万吨)	投资金额 (亿元)	单位产能投资 金额 (亿元/ 万吨)
江苏博汇	2010 年 12 月	2013 年 5 月	2 年零 5 个月	75	30.86	0.41
	2017 年 1 月	2019 年 9 月	2 年零 8 个月	75	32.31	0.43
湛江晨鸣	2015 年 4 月	2016 年 8 月	1 年零 4 个月	120	55	0.46
江西晨鸣	2014 年 2 月	2015 年 9 月	1 年零 7 个月	35	20	0.57
珠海华丰纸业	2014 年 3 月	2015 年 12 月	1 年零 9 个月	18	9.24	0.51
斯道拉恩索	2012 年 3 月	2016 年 6 月	4 年零 3 个月	45	52.68	1.17

数据来源：《博汇纸业：关于全资子公司江苏博汇纸业有限公司拟投资建设 75 万吨/年高档包装纸板工程项目的公告》、《博汇纸业：关于全资子公司江苏博汇纸业有限公司拟投资建设二期年产 75 万吨高档包装纸板项目的公告》、《博汇纸业：关于子公司江苏博汇纸业有限公司二期年产 75 万吨高档包装纸板项目建成投产的公告》、海峡造纸网、斯道拉恩索（广西）浆纸项目环评报告、广发证券发展研究中心

（四）进口替代：进口量与价格成弱相关，但量较少

国内白卡纸每吨价格、毛利润与进口量之间均呈弱正相关关系，价格与进口量/毛利润与进口量之间的相关系数分别为0.401/0.313。从历史来看，单月最多进口量为1万吨，全年最多进口量为7.08万吨，仅占当年总消费量的1.08%。因此我们认为，进口量虽然与价格有关，但整体对国内供给短缺的补充有限。

图 6：白卡纸均价、毛利润和进口量



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

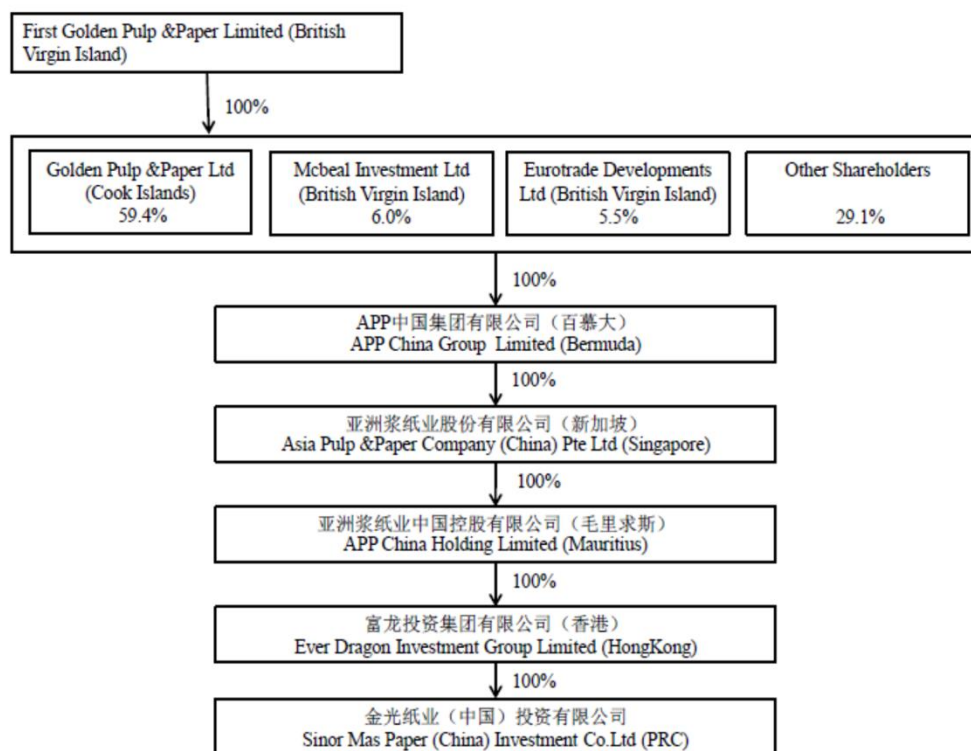
（五）金光收购博汇推演

1. 金光纸业：林浆纸一体化的纸业龙头

博汇纸业的拟收购方宁波亚洲纸管纸箱有限公司是全球综合浆纸龙头金光纸业（中国）的全资子公司。金光纸业控股股东为富龙投资集团有限公司，实际控制人为

黄志源先生。APP于1992年进入中国，目前是国内营收规模第一的造纸企业。截止至2020年3月31日，APP（中国）拥有20多家全资和控股浆纸企业，并拥有19家林业公司，在华总资产约为1958.6亿元。

图 7：金光纸业股权关系结构图



数据来源：《博汇纸业：关于上海证券交易所《关于对山东博汇纸业股份有限公司控制权变更事项的问询函》的回复公告》、广发证券发展研究中心

表 4：APP（中国）主要财务指标

项目	2020年3月31日
资产总额	1958.6 亿元
负债总额	1263.2 亿元
所有者权益总额	695.4 亿元
资产负债率	63.8%
营业收入	651.10 亿元（2019 年）
净利润	39.20 亿元（2019 年）
净资产收益率（2019 年）	5.7%

数据来源：《博汇纸业：关于上海证券交易所《关于对山东博汇纸业股份有限公司控制权变更事项的问询函》的回复公告》、广发证券发展研究中心

APP（中国）是林浆纸一体化的大型造纸企业，主营业务包括文化用纸、工业用纸、生活用纸、纸浆等，其中文化纸是公司重要的业务板块。2019年生活用纸业务实现收入225.1亿元，占到总营收的34.6%，此外工业用纸/生活用纸的收入分别占到总收入的25.1%/16.8%。

表 5: APP (中国) 2019年各业务板块收入成本情况 (单位: 亿元)

项目	收入	收入占比%	成本	毛利率%
文化用纸	225.10	34.57	175.34	22.10
工业用纸	163.40	25.10	122.19	25.22
生活用纸	109.56	16.83	84.61	22.77
纸浆	146.58	22.51	120.77	17.61
其他	6.47	0.00	4.86	24.79
合计	651.10	100.00	507.78	22.01

数据来源:《金光纸业(中国)投资有限公司 2019 年债券年度报告》、广发证券发展研究中心

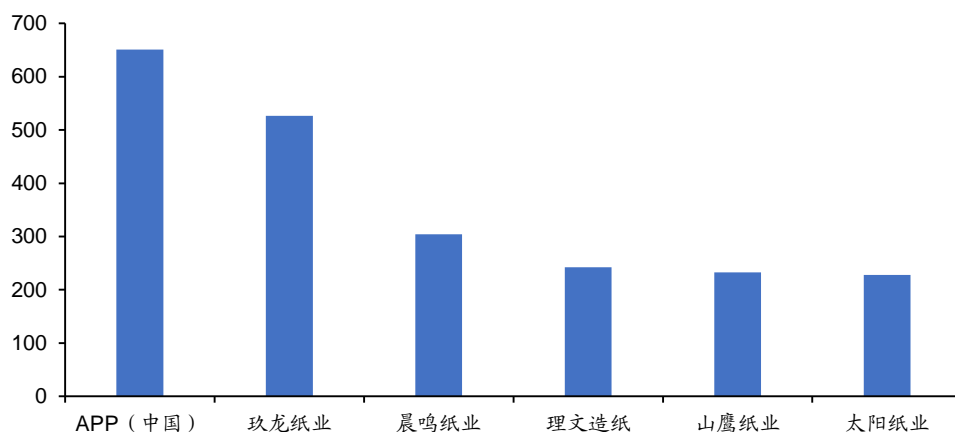
金光纸业在海南、广西、江苏、浙江四个省份拥有造纸基地,2018年底总产量高达1103万吨。根据《金光纸业(中国)投资有限公司主体与相关债项2019年度跟踪评级报告》,金光纸业在诸多细分造纸领域均为行业龙头,其中文化用纸总计产量353万吨,其中铜版纸产量295万吨,市占率为50%;工业用纸产量361万吨,卡纸行业中产量位列第一;生活用纸产能102万吨,在生活用纸行业中排名第三;纸浆产量246万吨,产能利用率高达117%。营收上,金光纸业2019年营收为651.1亿元,高于木浆系的晨鸣纸业(304.0亿)、太阳纸业(227.6亿),以及废纸系龙头玖龙纸业(526.3亿),理文造纸(242.5亿),山鹰纸业(232.4亿)。

表 6: 金光纸业2018年产销情况

产品	工厂	主要产品	产量(万吨)	销量(万吨)	产能利用率%
文化用纸	金东纸业	铜版纸	191	188	95.52
	金海浆	铜版纸	104	103	104.00
	金华盛	无碳复写纸、双胶纸	58	58	87.51
工业用纸	亚洲浆	白板纸、白卡纸	190	192	126.84
	金桂浆	白板纸、白卡纸	109	109	109.09
	宁波中华	白卡纸	62	62	99.76
生活用纸	金红叶	卫生纸、厨房用纸等	102	104	74.72
浆	金海浆	漂白硫酸盐桉木浆	156	152	115.56
	金桂浆	桉木化机浆	90	52	120.01
其他用纸	其他工厂	各类纸制品	40	46	83.10
合计			1103	1066	102.71

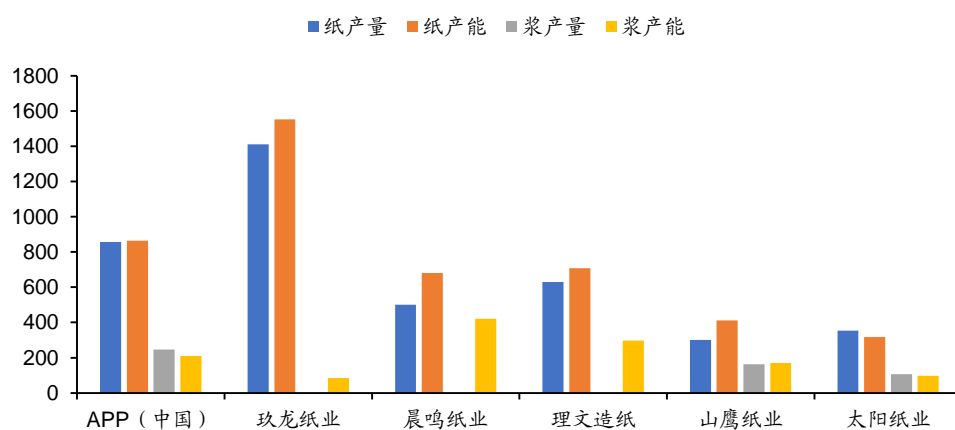
数据来源:《金光纸业(中国)投资有限公司主体与相关债项 2019 年度跟踪评级报告》、广发证券发展研究中心

图 8：2019年造纸行业龙头营收数据（亿元）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图 9：2019年纸浆行业龙头产能产量（单位：万吨）



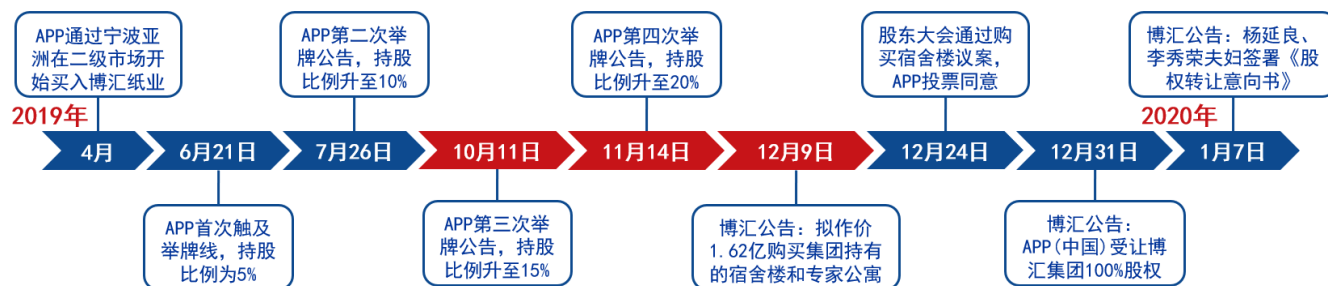
数据来源：WIND、《金光纸业（中国）投资有限公司主体与相关债项 2019 年度跟踪评级报告》、广发证券发展研究中心

注：APP（中国）的数据为 2018 年度

2. 收购过程

自2019年4月起，金光纸业通过旗下子公司宁波亚洲在二级市场陆续买入博汇纸业，多次增持后，根据博汇纸业2019年三季报，金光纸业旗下的宁波亚洲纸管纸箱有限公司直接持有博汇纸业股份达20%。2019年12月31日，博汇纸业发布公告，实际控制人杨延良及其配偶李秀荣与金光纸业签署《股权转让意向书》，拟协议转让所持博汇集团100%的股权，其中包含博汇集团持有的博汇纸业28.84%股权。若交易顺利完成，金光纸业持有公司股权比例由20%提升至48.84%，博汇纸业实际控制人将由杨延良变更为黄志源先生及其家族成员。

图 10: APP(中国)收购博汇纸业进程



数据来源:《博汇纸业:关于上海证券交易所《关于对山东博汇纸业股份有限公司控制权变更事项的问询函》的回复公告》、广发证券发展研究中心

图11: 收购前博汇纸业股权结构图(2019年一季度末)

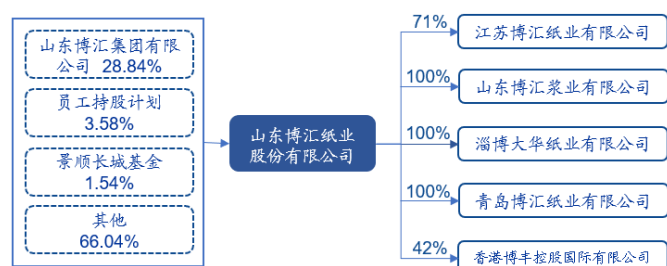
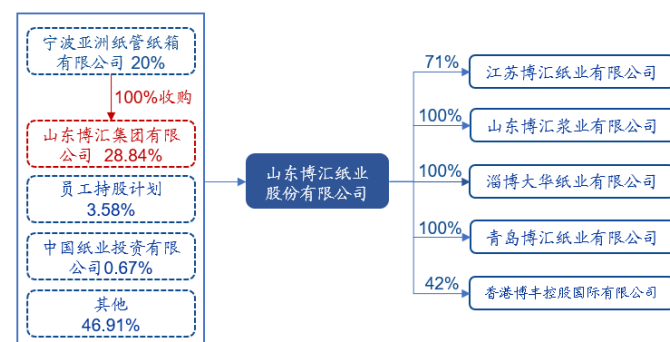


图12: 收购后博汇纸业股权结构图



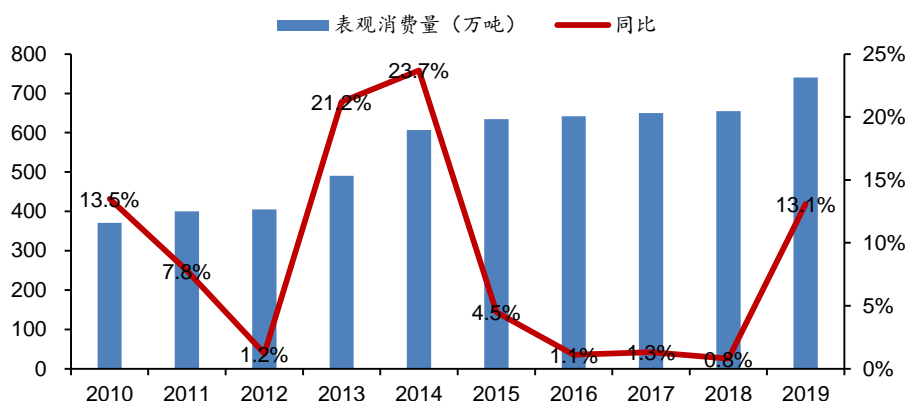
数据来源: 博汇纸业 2019 年一季报、广发证券发展研究中心

数据来源:《博汇纸业:关于实际控制人签署《股权意向书》暨控制权拟发生变更的提示及复牌公告》、广发证券发展研究中心

三、需求弹性迸发：传统需求保持稳定，限塑令等增加需求

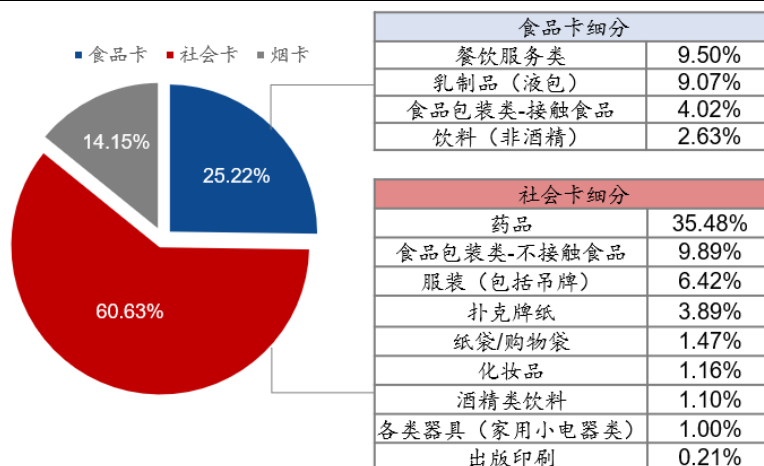
从用途来看，白卡纸与社会消费关联紧密，近年白卡纸表观消费量保持增长，根据卓创资讯，2019年白卡纸表观消费量达740.28万吨。根据中国产业信息网数据，2019年白卡纸下游需求中，社会卡占比约61%，主要用于药品、消费电子、服装包装，其中药品占到白卡纸消费总量约35%，纸袋占比不足2%；其次是食品卡，占白卡消费量约25%；烟卡占比约14%。

图 13：历年白卡纸表观消费量及增速



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

图 14：2019年终端行业对白卡纸需求占比



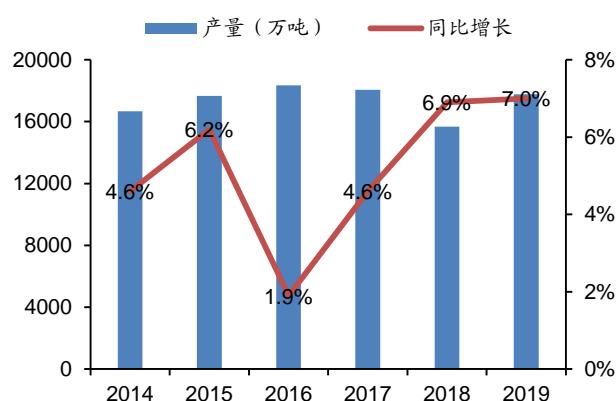
数据来源：中国产业信息网、广发证券发展研究中心

在白卡纸细分需求中，我们认为烟卡、液包、饮料、服装、药品等细分需求保持较稳健增速，受限塑令影响，食品包装、餐饮服务类、纸袋将贡献行业主要增量。下面我们对主要需求增量进行分析与测算。

（一）烟卡等传统需求保持稳健

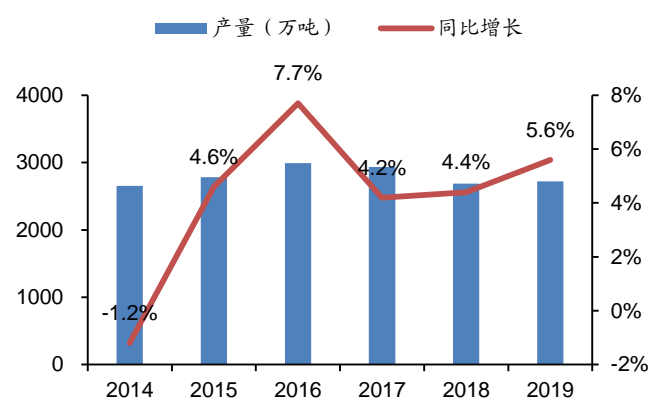
我们假设烟卡、液包、饮料等白卡纸细分需求与销售额成正相关。根据国家统计局数据，2019年1-12月，社会消费品零售总额411649亿元，同比增长8.0%。其中，限额以上单位服装类商品零售额累计9778.1亿元，同比增长2.6%。2019年我国饮料产量为17763.5万吨，同比增长7.0%；饮料制造业营业收入同比增长3.04%；乳制品产量为2719.4万吨，同比增长5.6%；化学药品原药产量为262.1万吨，同比增长3.1%。2019年烟草制品业营业收入为11092.4亿元，同比增长6.0%。我们认为未来烟卡、药品、乳制品、饮料、服装、扑克牌、化妆品、酒精类饮料的消费仍将保持稳定，相应白卡纸消费维持稳定增速。

图15：2014-2019年全国饮料产量



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图16：2014-2019年全国乳制品产量

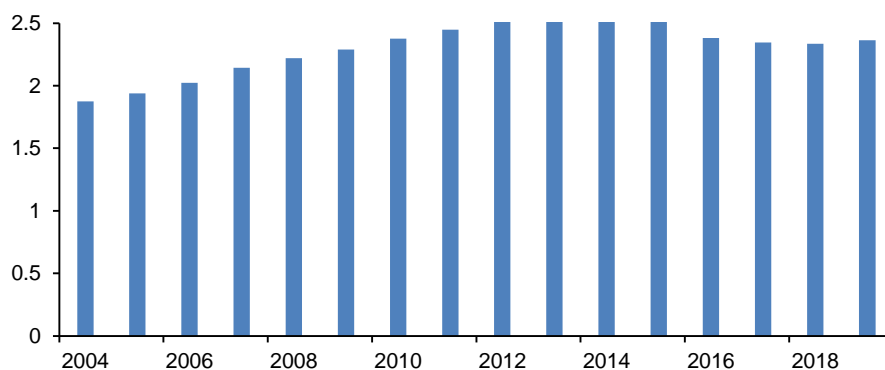


数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

1. 烟卡新增需求：2022年新增1.16万吨烟卡需求

按照前述烟卡需求占比，得到2019年烟卡表观消费量104.75万吨，烟草产量2.36万亿支，烟草产量增长速度为1.22%。烟草销售近年基本保持稳健，我们假定2020年烟草产量增速为0.5%，2021年下降至0.3%后保持增速不变。假设烟卡需求的增速和烟草产量增速等同，预计2022年烟草产量为2.39万亿支，新增1.16万吨烟卡需求。

图17：近年烟草产量保持平稳（万亿支）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

表 7: 传统消费品的新增需求测算-烟卡部分

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
烟草产量增速%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
烟草产量 (万亿支)	2.38	2.38	2.39	2.40	2.40	2.41
烟卡需求增速%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
新增烟卡需求 (万吨)	0.52	0.84	1.16	1.47	1.79	2.11

数据来源: 广发证券发展研究中心

2. 食品卡新增需求: 2022年新增15.25万吨食品卡需求

按照前述食品卡需求占比, 测算得到2019年食品卡表观消费量186.7万吨, 其中餐饮服务类70.33万吨, 乳制品67.14万吨, 食品包装29.76万吨、非酒精饮料19.47万吨。考虑到2020年受疫情影响, 各项餐饮消费增速均有所下降, 而2021年之后餐饮相关需求恢复正常, 预计2022年新增15.25万吨食品卡需求。

测算逻辑:

(1) 餐饮服务类: 假设历年餐饮服务类白卡需求增速等同于社零餐饮收入的增速, 2019年社零餐饮收入为4.67万亿元, 2019年增速为9.38%, 过去七年来CAGR为10.7%; 考虑到2020年的疫情, 假定2020年社零餐饮收入增速下降到-1%, 2021年以10%的速度增长, 并以每年1%的速度下降至8%后保持增速不变。

表 8: 传统消费品的新增需求测算-餐饮服务类

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
社零餐饮收入增速%	-1%	10%	9%	8%	8%	8%
社零餐饮收入 (万亿元)	4.63	5.09	5.55	5.99	6.47	6.99
餐饮服务需求增速%	-1%	10%	9%	8%	8%	8%
新增白卡需求-餐饮服务类 (万吨)	-0.70	6.26	13.15	19.83	27.04	34.83

数据来源: 广发证券发展研究中心

(2) 乳制品: 假设历年乳制品白卡需求增速等同于乳制品产量的增速, 2019年全国乳制品产量为2719.4万吨, 同比增长5.6%, 过去五年乳制品增速一直保持在5%左右; 因此假定疫情影响2020年乳制品产量增速下降到-10%, 并在2021年及以后以5%的速度增长;

表 9: 传统消费品的新增需求测算-乳制品

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
乳制品产量增速%	-10.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
乳制品产量 (万吨)	2447.46	2569.83	2698.32	2833.24	2974.90	3123.65
乳制品包装需求增速%	-10.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
新增白卡需求 (万吨)	-6.71	-3.69	-0.52	2.81	6.31	9.98

数据来源: 广发证券发展研究中心

(3) 食品包装类-接触食品: 假设历年接触食品的包装类白卡需求增速等同于餐饮服务类白卡纸的增速, 假设2020年食品直接包装需求量增速下降到-1%, 2021年以10%的速度增长, 并以每年1%的速度下降至8%后保持增速不变。

表 10: 传统消费品的新增需求测算-食品包装类-接触食品

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
餐饮服务类白卡纸增速%	-1%	10%	9%	8%	8%	8%
接触食品的白卡纸需求增速%	-1%	10%	9%	8%	8%	8%
新增白卡需求-食品直接包装 (万吨)	-0.30	2.65	5.57	8.39	11.44	14.74

数据来源: 广发证券发展研究中心

(4) 非酒精饮料: 假设历年非酒精饮料白卡需求增速等同于软饮料产值的增速, 2019年软饮料产值为1.78亿吨, 2019年增速为13.29%, 过去七年CAGR约为3%; 因此假定受疫情影响, 2020年软饮料产值增速下降到-20%, 并在2021年及以后以3%的速度增长

表 11: 传统消费品的新增需求测算-非酒精饮料

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
软饮料产值增速%	-20.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
软饮料产值收入 (亿吨)	1.42	1.46	1.51	1.55	1.60	1.65
非酒精饮料需求增速%	-20.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
新增白卡需求-非酒精饮料 (万吨)	-3.89	-3.43	-2.95	-2.45	-1.94	-1.41

数据来源: 广发证券发展研究中心

3. 社会卡新增需求: 2022年新增16.08万吨社会卡需求

按照前述社会卡需求占比, 测算得到2019年社会卡表观消费量448.8万吨, 其中药品262.65万吨, 不接触食品的食品包装73.21万吨, 服装 (包括吊牌) 47.5万吨, 扑克牌纸28.8万吨, 纸袋/购物袋10.88万吨, 化妆品8.59万吨, 酒精类饮料8.14万吨、各类器具7.4万吨以及出版印刷1.55万吨。下面分别对每一个细分品类进行测算, 预计2022年新增16.08万吨社会卡需求。

测算逻辑:

(1) 药品: 假设历年药品白卡需求增速等同于药品终端市场药品销售额的增速, 2018年我国药品终端市场药品销售额为17131亿元, 同比增长6.3%; 2013-2018年药品终端市场药品销售额CAGR为9.29%。根据南方所预测, 2020年药品销售额增速为4.3%、2022年之后为3%。

表 12: 传统消费品的新增需求测算-药品

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
药品终端市场药品销售额增速%	4.30%	3.30%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
药品终端市场药品销售额 (亿元)	18815	19435	20019	20619	21238	21875
药品包装需求增速%	4.30%	3.30%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%

新增白卡需求 (万吨)	11.29	20.33	28.82	37.57	46.57	55.85
-------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源: 南方所, 广发证券发展研究中心

(2) 食品包装类-不接触食品: 食品包装类-不接触食品在白卡纸是食品卡的互补产品, 我们假定食品包装类-不接触食品白卡需求增速等同于食品卡的增速。

表 13: 传统消费品的新增需求测算-食品包装类-不接触食品

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
食品包装类-不接触食品包装需求增速%	-6.22%	7.65%	7.14%	6.60%	6.63%	6.66%
新增白卡需求 (万吨)	-4.55	0.70	5.98	11.20	16.80	22.79

数据来源: 广发证券发展研究中心

(3) 服装: 假设服装 (包括吊牌) 白卡需求增速等同于规模以上企业服装产量的增速, 2019年规模以上企业服装产量为244.72亿件, 同比减少3.28%, 2017年和2018年规模以上服装企业服装产量增速分别为-8.5%和-22.6%; 假设受疫情影响2020年服装销量增速为-20%, 2021年及以后服装销量增速为-3%。

表 14: 传统消费品的新增需求测算-服装

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
规上企业服装产量增速%	-20.00%	-3.00%	-3.00%	-3.00%	-3.00%	-3.00%
规上企业服装产量 (亿件)	195.78	189.90	184.21	178.68	173.32	168.12
服装包装需求增速%	-20.00%	-3.00%	-3.00%	-3.00%	-3.00%	-3.00%
新增白卡需求 (万吨)	-9.50	-10.64	-11.75	-12.82	-13.86	-14.87

数据来源: 广发证券发展研究中心

(4) 扑克牌纸: 姚记科技是扑克市场份额最高的公司, 因此假定扑克牌行业需求增速略慢于姚记扑克销量增速。根据公司历年年报, 2018年姚记扑克产量为5.86亿副, 2013-2018年公司扑克产量CAGR为-5.12%。随着线上娱乐逐步替代纸质扑克牌, 因此假设2019年姚记扑克销量增速为-5%, 2020年受疫情影响增速为-10%, 2021-2025年增速为-7%。假设2020年扑克牌行业需求增速为-15%, 2021-2025年增速为-9%。

表 15: 传统消费品的新增需求测算-扑克牌纸

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
姚记扑克牌销量增速%	-10.00%	-7.00%	-7.00%	-7.00%	-7.00%	-7.00%
姚记扑克销量 (亿副)	5.27	4.90	4.56	4.24	3.95	3.67
扑克牌纸需求增速%	-15.00%	-9.00%	-9.00%	-9.00%	-9.00%	-9.00%
新增白卡需求 (万吨)	-4.32	-6.52	-8.53	-10.35	-12.01	-13.52

数据来源: 广发证券发展研究中心

(5) 化妆品: 假定化妆品行业白卡需求增速等同于化妆品市场规模增速, 根据Euromonitor数据, 2019年我国化妆品市场规模为4509.15亿元, 同比增长

9.92%。据Euromonitor 预测，2020-2023年化妆品市场规模增速由9.20%逐渐下降至7.54%。假定2024年和2025年化妆品市场规模增速均为7%。

表 16：传统消费品的新增需求测算-化妆品

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
化妆品市场规模增速%	9.20%	8.58%	8.03%	7.54%	7.00%	7.00%
化妆品市场规模（亿元）	4924.08	5346.57	5775.92	6211.14	6645.92	7111.13
化妆品包装需求增速%	9.20%	8.58%	8.03%	7.54%	7.00%	7.00%
新增白卡需求（万吨）	0.79	1.60	2.41	3.24	4.07	4.96

数据来源：Euromonitor，广发证券发展研究中心

（6）酒精饮料：假设酒精饮料白卡需求增速等同于全国酒精饮料销量增速，根据广发食品饮料研究组预测，2019年我国酒精饮料销量为889.29万吨，同比增加2.08%，预计2020-2023年白酒销量同比增速由-1.76%逐渐下降至-3.44%，2024年和2025年酒精饮料销量增速为-4%。

表 17：传统消费品的新增需求测算-酒精饮料

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
酒精饮料销量增速%	-1.76%	-2.64%	-2.84%	-3.44%	-4.00%	-4.00%
酒精饮料销量（万吨）	873.64	850.62	826.45	798.05	766.13	735.48
酒精饮料包装需求增速%	-1.76%	-2.64%	-2.84%	-3.44%	-4.00%	-4.00%
新增白卡需求（万吨）	-0.14	-0.35	-0.58	-0.84	-1.13	-1.41

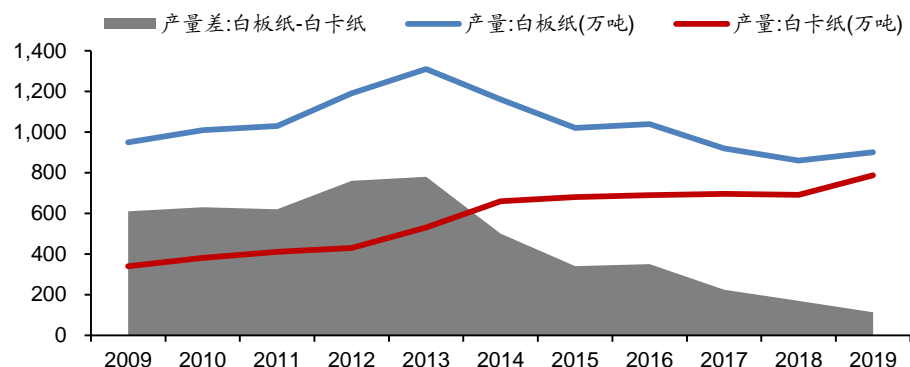
数据来源：广发证券发展研究中心

（二）需求增量 1：白板产能清退 + 国废涨价，白卡纸替代效应增强

白板纸与白卡纸下游需求相近，白卡纸的原料为纸浆，白板纸的原料为废纸。白卡纸是白板纸的高级替代品，二者存在约1500元/吨价差。近年白卡纸替代灰底白板趋势明显，我们认为今年灰底白板替代效应将更加明显，主要原因有二：1. 浙江富阳地区灰底白板产能继续出清；2. 国废涨价推动灰底白板生产成本上升，白卡白板价差缩小。

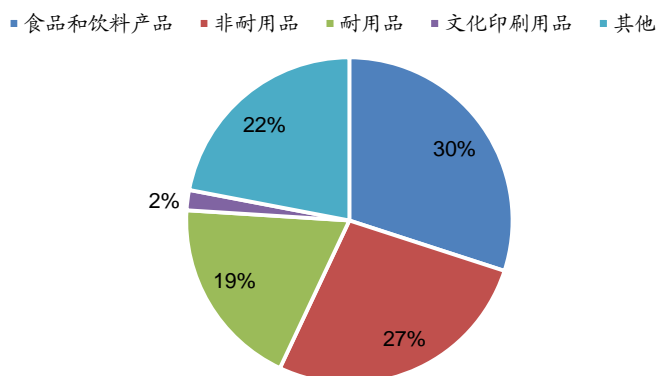
富阳产业集群腾退让出需求缺口：应环保要求，杭州富阳逐步清退当地落后的白板纸产能，在2017和2018年分别淘汰白板纸产能490万吨和200万吨。计划至2019年底，实现造纸企业全部清退。实际上，纸厂关闭进展略慢于规划，根据卓创资讯，仅公开可查数据（占总产能73%），浙江道勤纸业、杭州大众纸业、浙江三星纸业、飞马纸业、远大纸业、涌金纸业的30、20、20、10、10、10万吨，合计100万吨产能于2020年1月关停。目前浙江地区当前尚有75万吨白板纸产能，尚有可能继续出清。

图 18: 国内白卡纸、白板纸产量



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 19: 2014年白板纸各终端需求占比



数据来源: RISI、广发证券发展研究中心

在白板纸各终端需求中，食品和饮料产品的包装需求占比为30%，非耐用品（医药、香烟、化妆品等）包装需求占27%，耐用品（服装、鞋类、玩具、电子产品等）的包装需求占19%，文化印刷用品（印刷和出版、扑克牌等）的包装需求占2%，其他类产品的包装需求占22%。白板纸和白卡纸终端需求相似，近年来，受消费升级和白板产能清退影响，各终端行业包装纸板需求中均存在着白卡纸对白板的逐步替代。假设产量和需求相等，经测算，白卡和白板需求年增量为36.09万吨，白卡需求年增量为40.64万吨，平均每年白卡对白板的替代量为4.55万吨。

测算逻辑：平均每年白卡对白板替代量=白卡需求年增量-白卡和白板合计需求年增量

表 18: 平均每年白卡对白板替代量测算

年份	白板纸产量(万吨)	白卡纸产量(万吨)	合计(万吨)
2009	950	340	1290
2010	1010	380	1390
2011	1030	410	1440
2012	1190	430	1620

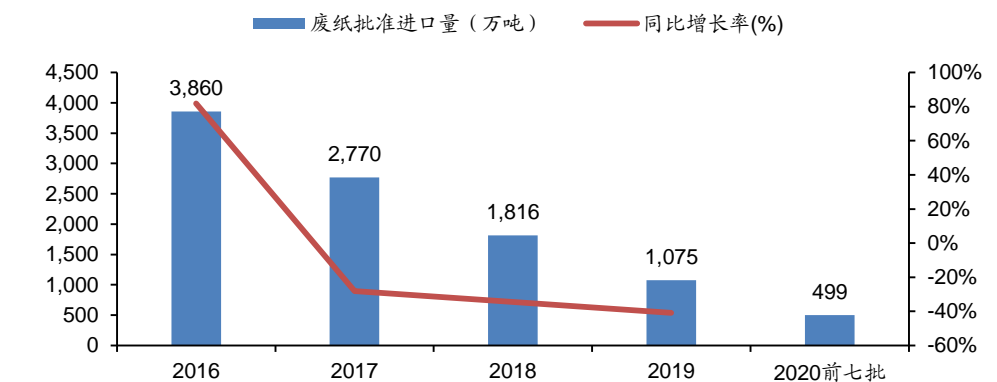
2013	1310	530	1840
2014	1160	660	1820
2015	1020	680	1700
2016	1040	690	1730
2017	920	696	1616
2018	860	691	1551
2019	900	787	1687
平均每年增量	-4.55	40.64	36.09

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

短期国废供应不足+外废配额持续减少，预计废纸将继续涨价。2017年、2018年、2019年中国废纸进口量分别达2770、1816、1075万吨，同比下滑28%、35%、41%；根据2020年前七批限制进口类公示表，截至2020年5月18日，国家已批准废纸进口量499万吨。据2018年6月国务院公布的《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》，意见提出要“强化固体废物污染防治”，全面禁止洋垃圾入境，严厉打击走私，大幅减少固体废物进口种类和数量，预计2020年年底基本实现固体废物零进口。

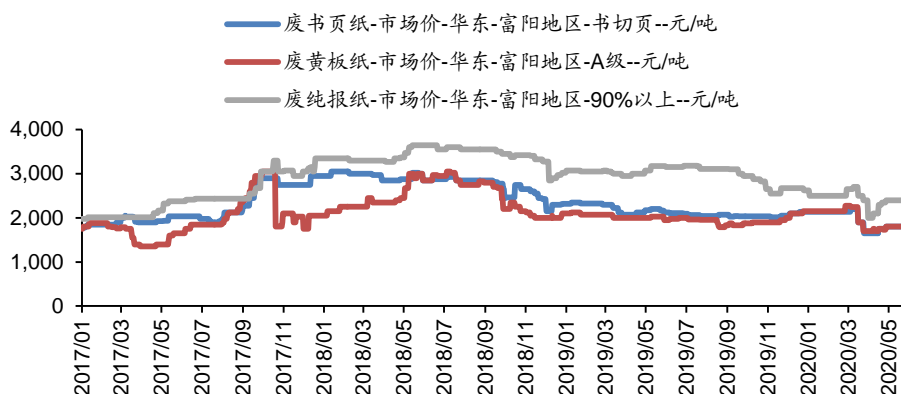
一吨白板纸消耗0.5吨废黄板纸、0.5吨废书页纸与0.1吨废纯报纸。2020年是外废配额最后一年，废纸供应进一步收紧，并且短期受疫情影响，废纸回收受冲击，当前废纸库存水平保持正常，价格传导顺利，预计废纸将持续涨价。成本推动白板纸涨价，白卡白板价差缩小，加强替代效应。

图 20: 2016-2020前七批外废配额



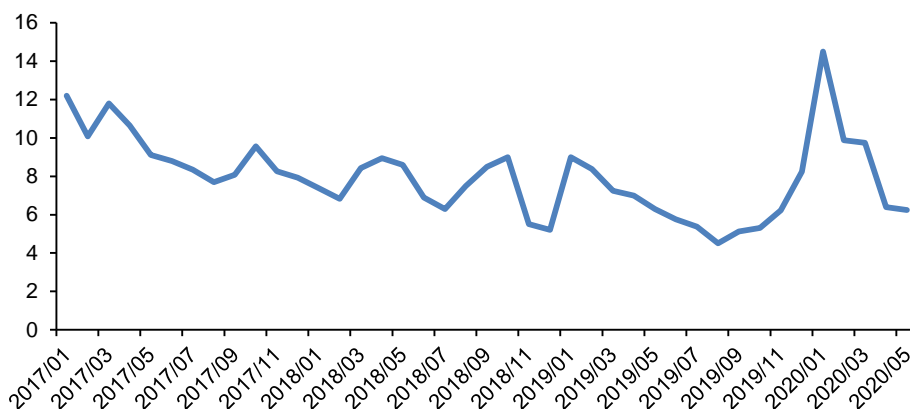
数据来源：中国固废化学品管理网、广发证券发展研究中心

图 21: 2017-2020年6月国内废纸价格



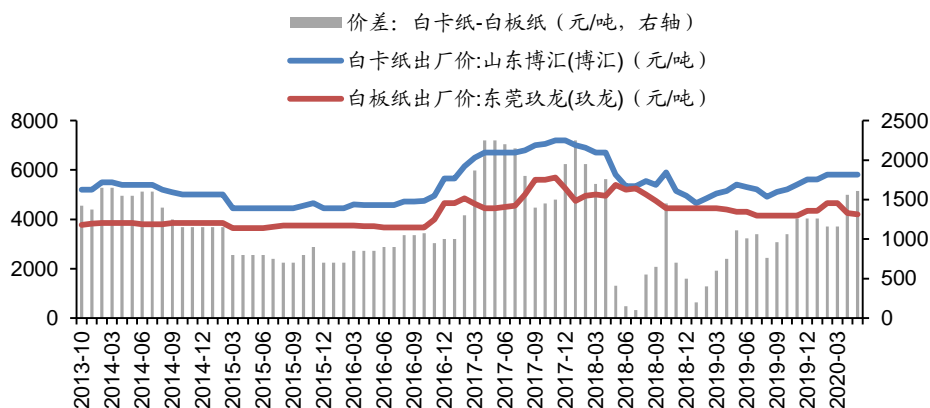
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图 22: 纸厂废旧黄板纸库存天数(天)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 23: 国内白卡纸、白板纸平均出厂价



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

根据历史上白卡纸和白板纸的价格差走势，我们并未发现价差的扩张缩小与白卡/白板纸有明显的替换关系，我们认为主要原因为，白板纸行业由于环保因素产能迅速出清，产能迅速出清对白板纸价格形成影响，使得价差波动影响替代效应，造成定量困难。而随着富阳地区白板纸产能出清逐渐结束，白板纸行业供给将逐渐平稳，替代效应将逐渐显现。根据前述测算，假设价差不变，则白卡纸将在2020-2025年新增27.27万吨需求。假设且白卡-白板纸的价差每缩小5%，白卡纸替代量增加3%；价差每增加5%，白卡纸替代量减少3%。经测算，当白卡-白板价差变动分别为5%/0%/-5%/-10%时，2020-2025年每年新增白卡对白板替代需求分别为4.41/4.55/4.68/4.82万吨。

表 19：白卡纸替代白板纸需求测算（考虑白卡-白板价差变动影响，单位：万吨）

价差变动	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	合计
5%	4.41	4.41	4.41	4.41	4.41	4.41	26.45
0%	4.55	4.55	4.55	4.55	4.55	4.55	27.27
-5%	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	28.09
-10%	4.82	4.82	4.82	4.82	4.82	4.82	28.93

数据来源：广发证券发展研究中心

（三）需求增量 2：限塑令提升行业长期需求

根据我们2020年3月8日发布报告：《限塑令激发白卡产业链的投资机会》中的测算，限塑令将为白卡纸带来以下增量：（1）替代外卖餐盒：2022年新增24-72万吨食品卡需求；（2）替代餐饮业打包盒：2022年新增1.6-4.7万吨食品卡需求；（3）替代不可降解塑料袋：2022年新增58-117万吨白卡纸需求。

加总对纸质餐盒、纸质打包盒和纸袋等塑料制品替代品的需求，2022年新增白卡纸需求量在低替代率/中等替代率/高替代率下分别为84/145/194万吨，2025年新增白卡纸需求量在低替代率/中等替代率/高替代率下分别为122/208/277万吨，限塑令为白卡纸行业带来较大的需求增量。我们认为受疫情与政策实际落地影响，限塑令带来的需求可能会略延后。

表 20：白卡纸制品替代塑料制品的需求量总结

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
合计新增白卡 低替代率	57	71	84	97	109	122
纸需求量（万 中等替代率	100	123	145	165	186	208
吨） 高替代率	134	165	194	221	249	277

数据来源：广发证券发展研究中心

注：白卡纸袋替代塑料袋的低、中、高替代率分别为 5%、8%、10%；其余纸质替代品的替代率分别为 10%、20%、30%

（四）需求整体预判

通过对上述白卡纸的传统需求和新增需求进行整理和归纳，我们预计在多重因素的推动下，2020年白卡纸需求达到826.49万吨，相比2019年同比增长11.66%；2021-2025年白卡需求分别为874.74万吨（YOY=5.84%）、921.77万吨

(YOY=5.38%)、968.16万吨(YOY=5.03%)、1016.30万吨(YOY=4.97%)和1067.37万吨(YOY=5.03%)，白卡纸需求保持稳健增长。

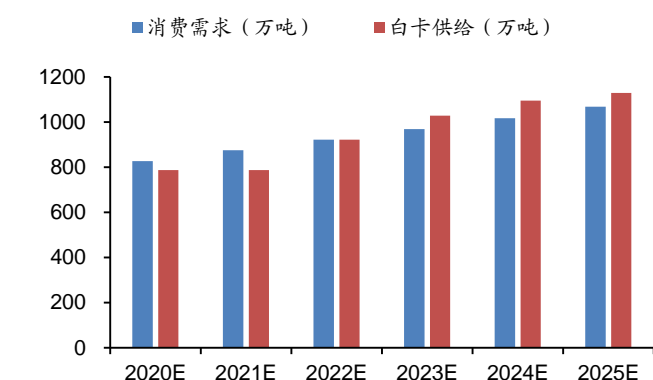
表 21: 2020-2025年整体需求预判

消费需求(万吨)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
传统消费品需求	721.96	747.43	772.68	798.20	825.47	854.67
限塑令新增需求	99.99	122.77	144.54	165.41	186.29	208.16
白板纸替代需求	4.55	4.55	4.55	4.55	4.55	4.55
合计	826.49	874.74	921.77	968.16	1016.30	1067.37
同比%	11.66%	5.84%	5.38%	5.03%	4.97%	5.03%

数据来源：广发证券发展研究中心

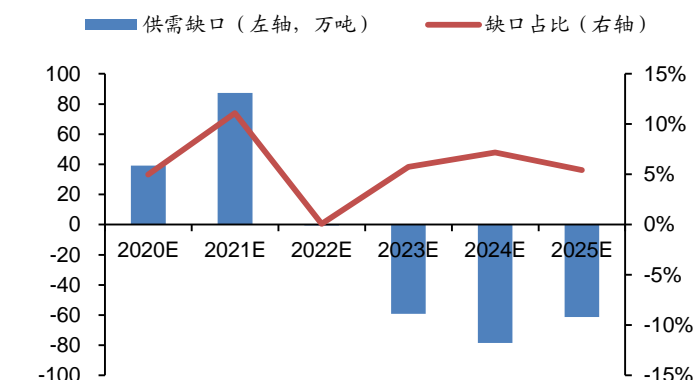
根据卓创资讯，2019年国内白卡纸产能为1092万吨。APP(中国)180万吨在建产能预计2021年8月31日竣工，我们假设APP(中国)180万吨产能于2021年年底投产。新亚纸业40万吨在建产能/太阳纸业90万吨规划中产能/斯道拉恩索45万吨规划中产能分别于2023/2024/2025年年初投放，由于太阳、斯道拉恩索等公司均为国内知名纸企，因此我们假设新增产能利用率略高于行业平均水平，将保持在75%，行业原有产能利用率保持在2019年的72.1%水平，则2020年白卡供给为787万吨，2021年白卡供给为787万吨，2025年白卡供给达到1054万吨。对比行业供给和需求，2020年白卡纸行业供不应求，供给缺口为39.2万吨；在2021年供给缺口放大至87.4万吨，占总供给的11.1%。2022年APP产能完全释放后，行业产能富余0.6万吨。随后2023、2024年产能预计将过剩。根据历史投产情况看，产能投放存在较大不确定性。

图24: 预测2020-2025年白卡供给和消费需求



数据来源：广发证券发展研究中心

图25: 2020-2025年白卡供需缺口



数据来源：广发证券发展研究中心

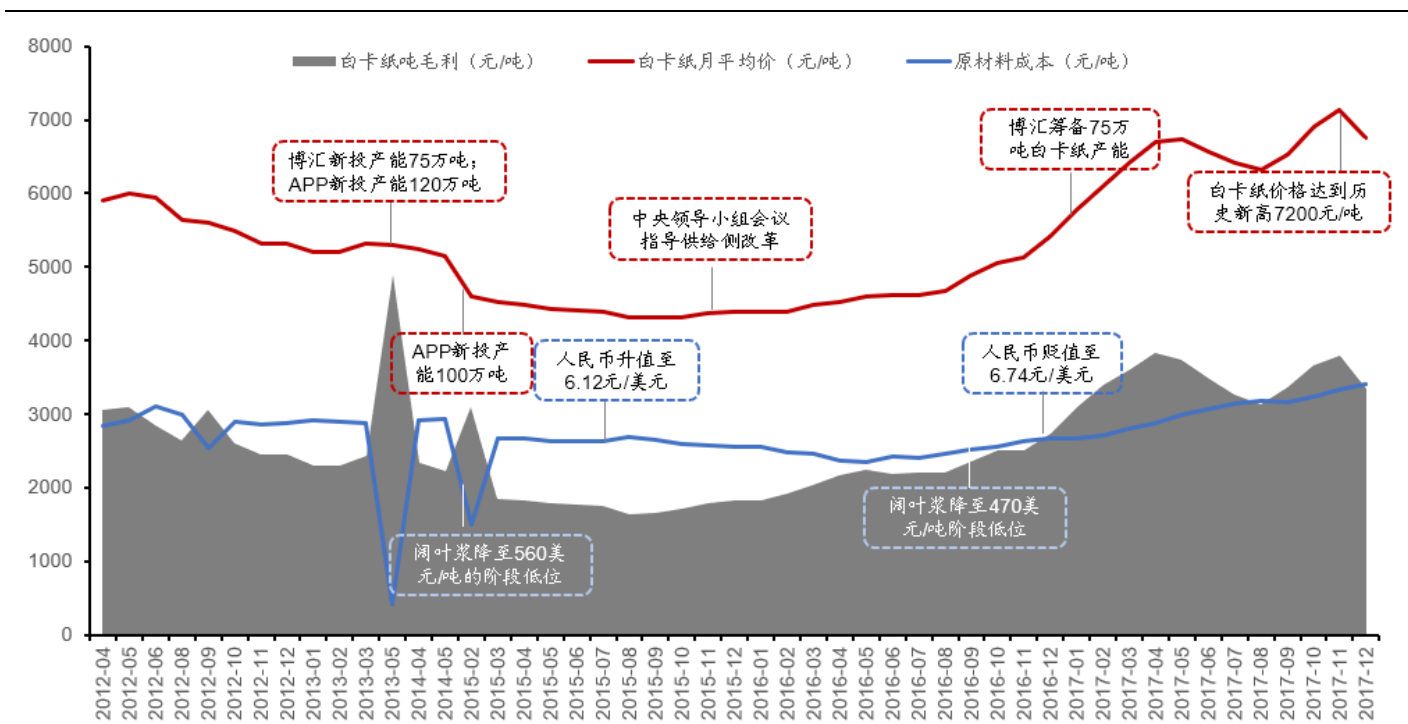
备注：正值为存在缺口，负值为产能富余

四、行业景气度节奏判断

（一）白卡纸价格与吨毛利复盘

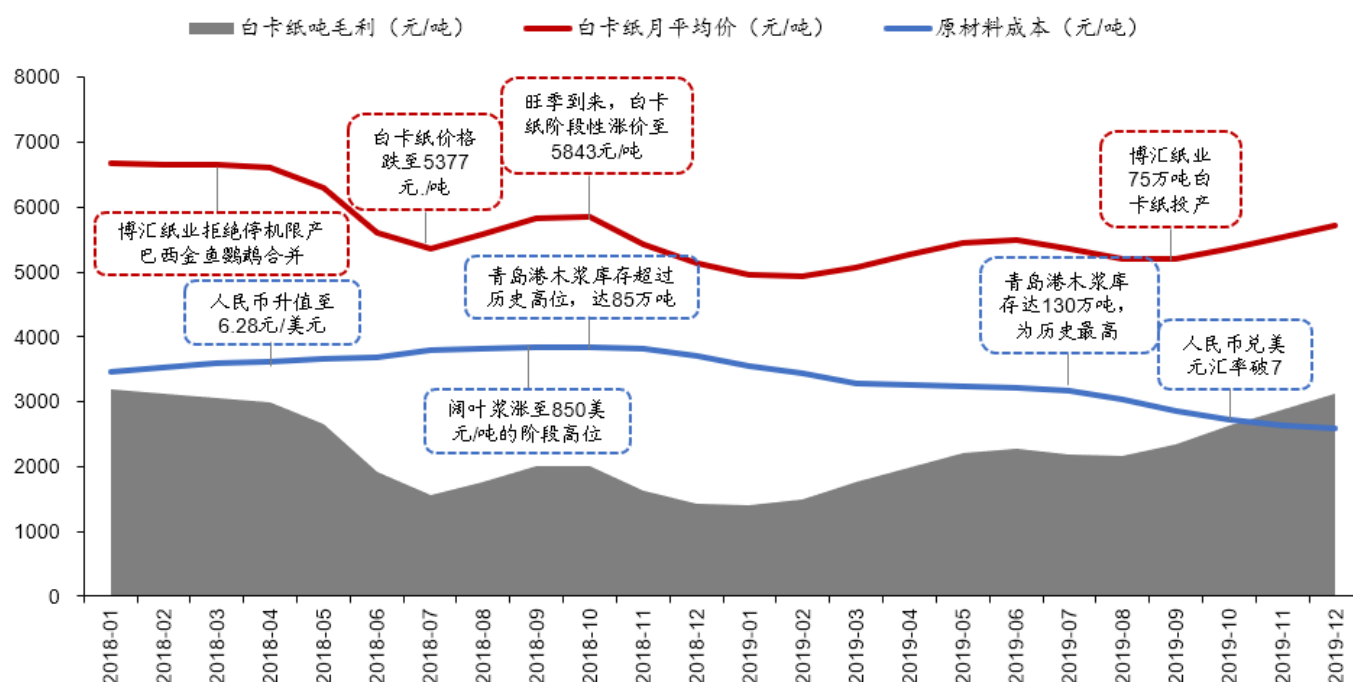
根据卓创资讯，1吨白卡纸的生产需要0.4吨化机浆、0.3吨阔叶浆、0.1吨针叶浆，其中60%以上的原料来自进口。从成本端来看，由于我国木浆进口量较大，原料价格受人民币汇率影响较大，人民币贬值，成本上升；从供需关系来看，每次大规模产能投放均会导致纸价下跌，供过于求导致纸价低迷。另外，2017年博汇纸业开始筹备增加75万吨产能投放，在建工程与固定资产开始扩张，同时2018年淡季，博汇纸业未进行淡季减产，并且巴西金鱼鸚鵡合并，造成纸浆供给集中度大幅提升，价格下跌+成本增加造成吨毛利下降明显。

图 26：白卡纸价格与吨毛利复盘（2012年-2017年）



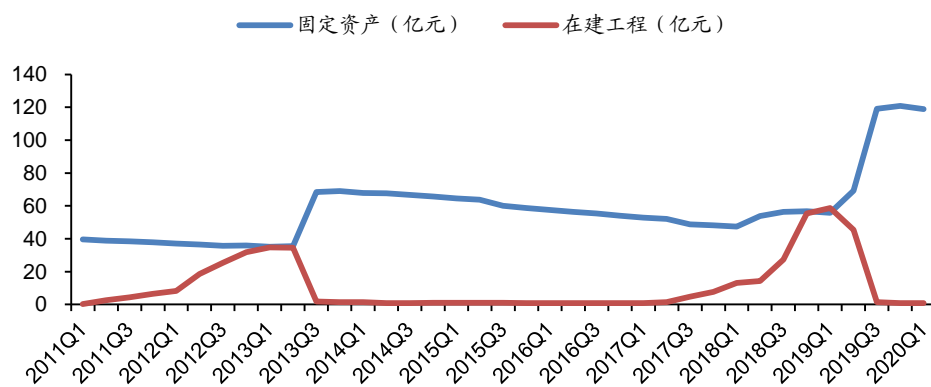
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图 27：白卡纸价格与吨毛利复盘（2018年-2019年）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图 28：博汇纸业固定资产和在建工程

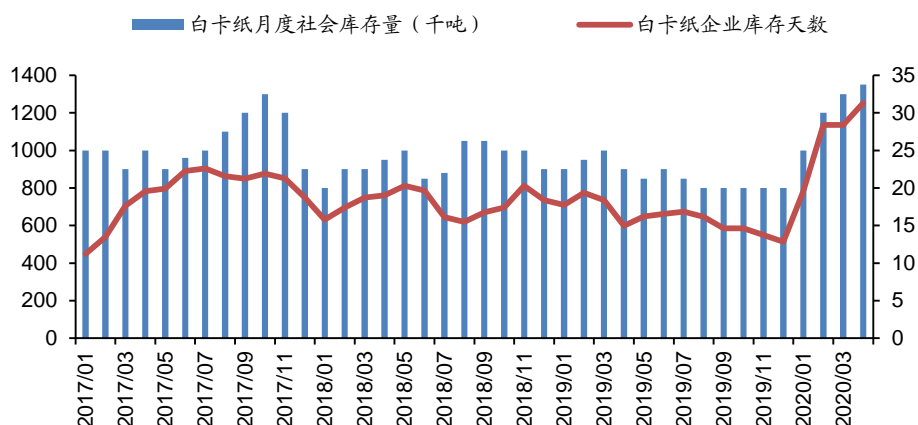


数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

（二）当前白卡纸库存较高

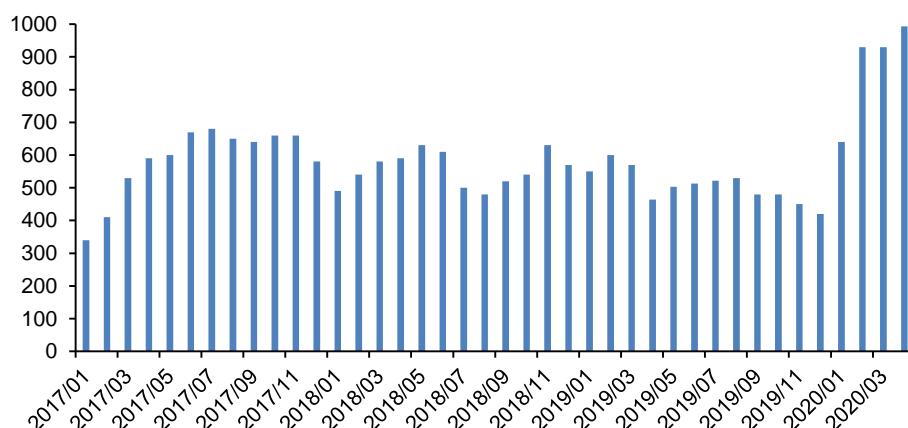
2008-2020年，白卡纸社会库存和企业库存基本保持稳定，白卡社会库存量在800-1050千吨范围内小幅波动；自2019年年底以来，白卡纸社会库存由800千吨快速上升至目前的1350千吨；白卡企业库存量由2019年年底的420千吨快速上升至目前的993千吨。

图 29: 白卡纸社会库存量和企业库存天数 (天)



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图 30: 白卡纸企业库存量 (千吨)

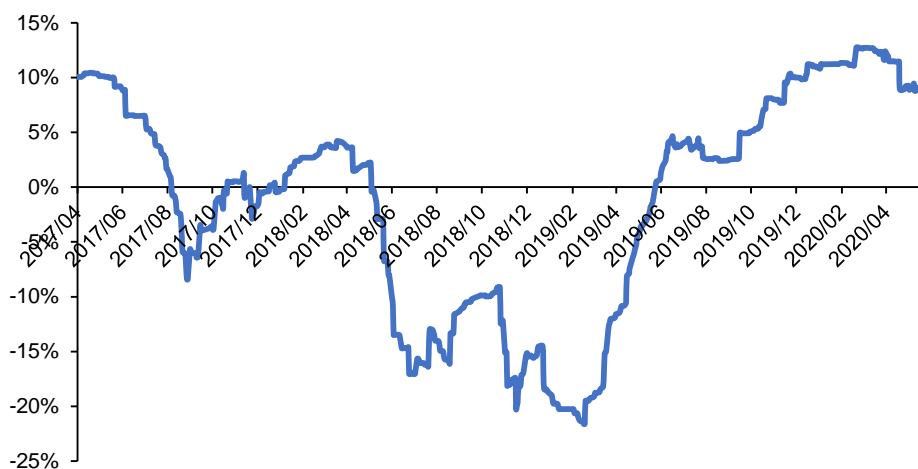


数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

(三) 价格走势判断

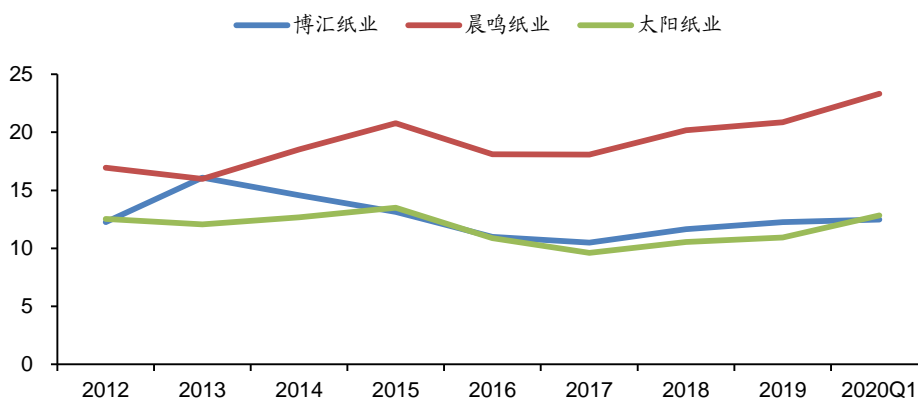
我们认为, 若博汇纸业被金光纸业收购成功, 国内白卡纸集中度提升, 未来恶性竞争与价格战的可能性减少, 价格波动有望减少。我们认为白卡纸的价格天花板会随着成本的变动而波动, 在未来两三年内, 行业无大量的新增产能背景下, 行业有望 维持在8-10%的较高净利润率水平。2012-2020年第一季度, 博汇纸业、晨鸣纸业、太阳纸业平均费用率分别为12.66%、19.20%、11.73%, 其中晨鸣纸业由于开展金融租赁业务导致费用率显著高于博汇与太阳, 因此我们假设行业平均费用率为13%。根据卓创资讯白卡纸毛利润与吨纸价格数据, 以及净利润率=毛利润率-费用率, 得到当前行业净利润率为4.21%。随着未来需求回暖, 竞争格局大幅改善, 行业净利润率水平有望提升。

图 31：白卡纸吨净利润率测算



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

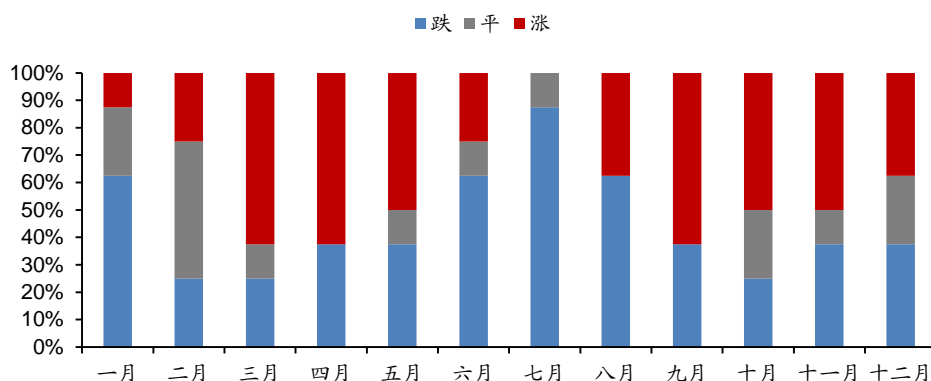
图 32：太阳纸业、晨鸣纸业和博汇纸业的期间费用率（%）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

走势判断：我们根据2012年至今历史单月涨跌情况判断淡旺季，我们认为一年中3-5月、9-10月为旺季，6-8月、12月-2月为淡季，因此我们认为受短期事件催化，白卡纸库存下降，价格有望上涨。并随着9、10月份旺季到来，价格预计将持续上涨。

图 33: 白卡纸历史单月涨跌分析 (2012年-2019年)



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

表 22: 白卡纸淡旺季判断

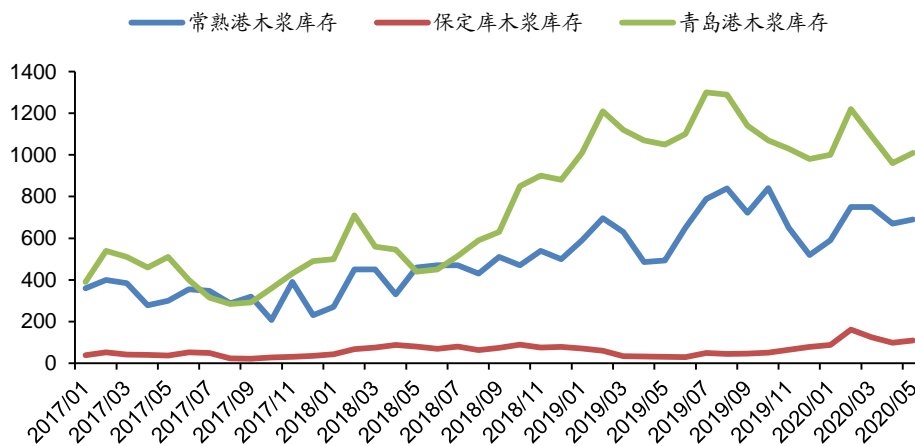
月份	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月
淡旺季	淡	平	旺	旺	旺	淡	淡	淡	旺	旺	旺	平

数据来源: 广发证券发展研究中心

(四) 成本判断: 短期浆价维持低位, 中长期涨价将转嫁

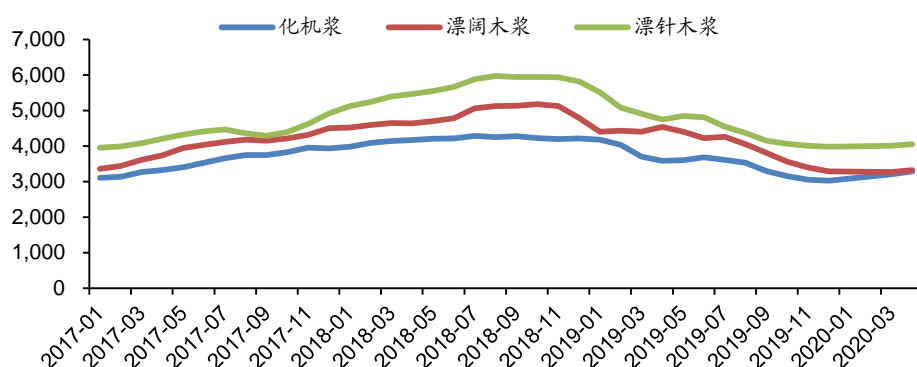
短期维持低位: 当前木浆港口库存仍处于历史较高水平, 根据卓创资讯, 青岛、保定、常熟港木浆库存高达1010千吨、690千吨和109千吨。木浆库存处于高位, 且去化较慢, 近期受一季度淡季+疫情影响, 木浆库存增加, 我们认为短期(半年)木浆去化不会结束, 浆价有望继续维持低位。

图 34: 三大港口纸浆库存 (单位: 千吨)



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

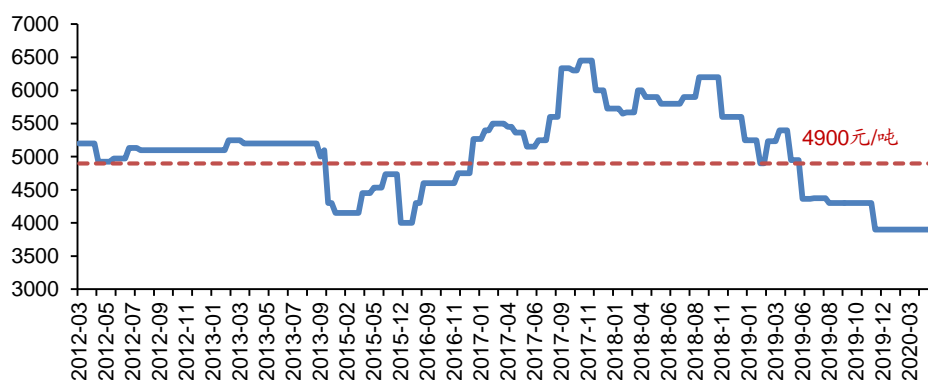
图 35: 纸浆进口平均单价 (元/吨)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

中长期浆价看涨: 木浆由2018年下半年开始进入下跌通道,以国产阔叶浆为例,当前吨价为3900元/吨,较2018年9月的6200元/吨下跌了37.1%。根据卓创资讯,1.75吨木片生产一吨阔叶浆,木片平均价格约2800元/吨,因此阔叶浆木片吨成本约4900元,当前吨价远低于4900元,吨净利润为负。我们认为浆价长期维持在当前低位可能性低,中长期浆价看涨。

图 36: 国产阔叶浆价格 (元/吨)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

我们认为随着白卡纸行业集中度的提升,纸企议价能力大幅提升,可以将浆价上涨转嫁至产品,行业维持健康的盈利水平。

五、核心标的弹性测算

（一）晨鸣纸业：白卡纸吨净利大幅改善，浆价上涨影响较小

晨鸣纸业吨净利测算：根据卓创资讯我们假设一吨白卡纸的生产平均需要 0.4 吨化机浆，0.3 吨阔叶浆，0.1 吨针叶浆，300 度电，1.2 吨蒸汽，并假设平均电价 0.6 元/度，蒸汽 120 元/吨，折旧费用占成本 5%，所得税率 25%，增值税率 13%，阔叶浆（巴西小鸟）470 美元/吨，针叶浆（加拿大月亮）620 美元/吨，化机浆（龙丰）4100 元/吨，白卡纸 5360 元/吨，USD/CNY=7.1074，假设吨费用、税金为 2016-2019 年吨费用与税金的平均值。我们发现，若用浆成本保持不变，白卡纸价上涨 5% 至含税价 5628 元/吨，则晨鸣纸业白卡纸吨净利可达 **322.86 元/吨**。

表 23：晨鸣纸业白卡纸吨净利润（元/吨）对综合用浆成本/白卡纸价的弹性测试

成本涨幅 白卡纸 价格变动	-10%	-5%	-3%	-1%	0%	+1%	+3%	+5%	+10%
-10%	-6.16	-108.46	-149.38	-190.31	-210.77	-231.23	-272.15	-313.07	-415.38
-5%	171.72	69.41	28.49	-12.43	-32.89	-53.35	-94.27	-135.20	-237.50
-3%	242.87	140.56	99.64	58.72	38.26	17.80	-23.12	-64.05	-166.35
-1%	314.02	211.72	170.79	129.87	109.41	88.95	48.03	7.10	-95.20
0%	349.60	247.29	206.37	165.45	144.99	124.52	83.60	42.68	-59.63
1%	385.17	282.87	241.94	201.02	180.56	160.10	119.18	78.25	-24.05
3%	456.32	354.02	313.09	272.17	251.71	231.25	190.33	149.41	47.10
5%	527.47	425.17	384.24	343.32	322.86	302.40	261.48	220.56	118.25
10%	705.35	603.04	562.12	521.20	500.74	480.28	439.35	398.43	296.13
20%	1061.10	958.79	917.87	876.95	856.49	836.03	795.11	754.18	651.88
30%	1416.85	1314.55	1273.62	1232.70	1212.24	1191.78	1150.86	1109.94	1007.63
50%	2128.36	2026.05	1985.13	1944.21	1923.75	1903.29	1862.36	1821.44	1719.14

数据来源：卓创资讯，晨鸣纸业历年年报，广发证券发展研究中心

六、风险提示

金光纸业未通过反垄断审核：金光纸业为外资企业，本次收购将使我国白卡纸产能高度集中，收购尚需接受反垄断审查，存在不确定性。

白卡纸行业产能大幅增加：若白卡纸企业在短期内建设并投放大量产能，将使白卡纸供给大量增加，白卡纸行业竞争加剧，纸企议价能力减弱。

原材料价格超预期上涨：若上游浆企大量停工减产或纸浆库存消耗迅速，导致纸浆供给不足、价格超预期上涨，将提高白卡纸生产成本、降低白卡纸企业盈利水平。

限塑令推行不及预期：《关于进一步加强塑料污染治理的意见》于2020年1月发布，由于政策过渡期较长且覆盖范围广，后续落实与推行仍有不及预期的风险。

广发造纸轻工行业研究小组

赵 中 平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。2019 年度新财富最佳分析师第 4 名，IIChina 最佳分析师第 1 名，水晶球最佳分析师第 3 名。

陆 逸：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。2019 年度新财富最佳分析师第 4 名（团队），IIChina 最佳分析师第 1 名（团队），水晶球最佳分析师第 3 名（团队）。

张 兆 函：高级研究员，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、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，如有需要，应先咨询专业意见。

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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。