

轻工制造

造纸板块价值洼地，产业资本有望入场定价

事件：APP 通过子公司宁波亚洲纸管纸箱在二级市场增持博汇纸业 6684 万股，占总股本 5.0%，未来 12 个月内不排除继续增持可能性。博汇集团持有博汇纸业 28.8% 的股权，宁波亚洲纸业增持完成后，APP 将间接成为博汇纸业第二大股东持股 5%，前十大股东中其他股东持股比例均低于 1%。

APP 举牌博汇有望形成协同，有利于稳定后期纸价预期。博汇纸业 18 年加大产能投放，APP 被迫满产满销开启行业价格战，白卡纸开始价格战，纸价从 18 年 4 月 6600~6700 元/吨高点开始一直下跌，跌到 19 年 1 月 4950 元/吨后开始企稳。APP 和博汇占据白卡纸接近 55% 市场份额，两家龙头企业若能达成协同将有利于白卡纸提价。同时木浆系产品价格具备联动性，未来将有利于稳定双胶和铜版纸价预期。当前木浆系产品经销商均低库存运行，存在补库空间，需求端一定程度对木浆系产品价格形成支撑。若白卡纸协同限价提价，将进一步对木浆系其他纸种价格形成支撑，木浆系纸厂盈利能力将继续改善。

造纸板块处于估值低位，多家公司 PB 小于 1。自 2000 年以来，造纸板块 PB 估值中枢为 2.2X，最小值为 0.9X，当前 PB 为 1.4X，处于历史低位。从个股来看，晨鸣、华泰股份、博汇、景兴、岳阳林纸 PB 均低于 1X，当前造纸板块和个股均处于估值低位。

造纸终端需求稳定，行业竞争格局好，估值将逐步向中枢回归。造纸行业对应的终端需求为书本等文化用纸、日用品、家电等产品外包装，终端需求均为消费品，需求波动较小。造纸行业竞争格局好，白卡/铜板/双胶纸 CR4 分别为 87.5%/81.8%/55.7%，产业资本入场后产业协同可能性高。18 年由于白卡纸价格，导致行业提前进入去库周期，木浆系纸品价格联动性下跌。目前去库基本完成，经销商库存低位，造纸终端需求平稳。Q1 为文化纸传统旺季，19 年 1 月木浆系纸品价格企稳，19 年 2 月开始纸厂发布涨价函，到 19 年 5 月共发布四轮涨价函，落实三轮，木浆系产品提价 500~600 元/吨。未来行业协同可能性高，纸价有望提升，纸企盈利将持续改善。当前估值处于价值洼地，未来估值将逐步向中枢回归，抬升空间较大。

从 APP 举牌博汇来看，未来产业资本入场定价上市公司可能性大。本周 APP 完成对博汇举牌，通过子公司宁波亚洲纸业持有博汇上市公司 5% 股份，成为第二大股东。当前造纸板块估值低，产业资本入场收购高质量标的性价比凸显，同时有助于行业协同形成。产业资本进入有望推升造纸上市公司股价，造纸板块估值将向中枢回归。推荐**太阳纸业、山鹰纸业、晨鸣纸业**。

风险提示：行业协同不及预期、原材料价格持续下跌、下游需求不及预期

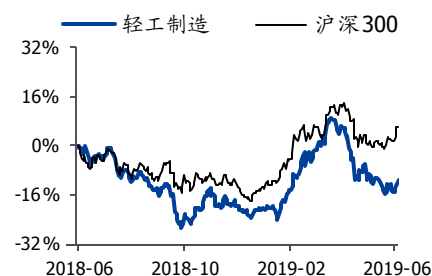
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002078	太阳纸业	买入	0.86	0.71	0.90	1.08	7.59	9.20	7.26	6.05
600567	山鹰纸业	-	0.70	0.68	0.76	0.84	4.45	5.09	4.56	4.12
000488	晨鸣纸业	买入	0.86	0.80	1.04	1.24	6.33	6.80	5.23	4.39

资料来源：贝格数据，Wind，国盛证券研究所（山鹰纸业为 Wind 一致预测）

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

相关研究

- 《轻工制造：电子烟强制性国家标准年内有望落地，推动行业洗牌》2019-06-04
- 《轻工制造：包装仍是主线，施工高峰助力家装工程加速放量》2019-05-27
- 《轻工制造：巴西鸚鵡停产 100~150 万吨阔叶浆，看好木浆系行业下半年业绩表现》2019-05-10



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：北京市西城区锦什坊街35号南楼
 邮编：100033
 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 10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com