

轻工制造

APP对博汇的介入持续进行，造纸行业协同性将逐步提升

事件：APP举牌博汇，8~10月累计增持股份5%，持股总量占比15%。APP全资子公司宁波亚洲纸管纸箱19年8~10月以自有资金通过二级市场新增增持博汇纸业股份6684万股，占上市公司总股本5.0%；增持后持股2005万股，占上市公司总股本15.0%，为公司第二大股东。博汇纸业控股股东博汇集团持有公司股份占比28.8%，根据公司章程，股东大会作出特别决议需出席股东2/3以上表决通过，若APP子公司持股比例继续增加可能将对博汇形成决议产生影响。

APP对博汇的介入持续进行，后期有望达成产业协同。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。两家企业达成协同后，木浆系行业格局进一步优化，行业的盈利水平有望稳定在较高水平。

造纸行业强强联合趋势开始显现，未来造纸板块合理利润中枢有望上升。APP与博汇为国内白卡纸产能前二大企业，从二者的“分裂”到“联合”过程中，可以看到整个木浆系的盈利由历史地位逐步走向历史高位。造纸行业中强强联合的趋势开始显现，造纸行业的集中度将在这样的联合中快速并大幅提升，形成良好的行业竞争格局，从而有利于提升未来整个行业的利润中枢，并有望保持在较高水平。

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，华泰股份、晨鸣纸业、景兴纸业、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。

造纸板块低估值优质标的多，未来产业资本入场定价上市公司可能性大。从APP举牌博汇来看，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。推荐山鹰纸业、太阳纸业、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。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 严大林

执业证书编号：S0680519100001

邮箱：yandalin@gszq.com

相关研究

- 《轻工制造：2020年2000万吨的废纸缺口怎么补？》2019-10-11
- 《轻工制造：造纸19Q2盈利修复启动，包装细分领域表现差异化，消费轻工增长稳健》2019-09-05
- 《轻工制造：加拿大Canfor浆厂7~8月停产，后市浆价大概率企稳回升》2019-06-28

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
600567	山鹰纸业	买入	0.70	0.41	0.41	0.45	4.44	7.59	7.59	6.91
002078	太阳纸业	买入	0.86	0.82	0.98	1.19	10.01	10.50	8.79	7.24
000488	晨鸣纸业	买入	0.86	0.60	0.79	0.95	5.48	7.85	5.96	4.96

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所



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