

2020年02月24日

白卡产业巨变，综合造纸龙头起航

买入 (首次)

证券分析师 史凡可

执业证号: S0600517070002
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,339	9,470	15,836	19,616
同比 (%)	-6.9%	13.6%	67.2%	23.9%
归母净利润 (百万元)	256	216	1,031	1,567
同比 (%)	-70.1%	-15.7%	377.8%	52.0%
每股收益 (元/股)	0.19	0.16	0.77	1.17
P/E (倍)	38.50	45.43	9.51	6.25

投资要点

■ **强强联手巩固龙头地位，产业格局实质优化：**博汇纸业成立于1994年，主营白卡等造纸业务，19年总计产能达到400万吨（其中白卡纸产能达到215万吨）。2011-2017年公司营收由53.3亿增长至89.55亿，CAGR为9%；归母净利润由1.28亿增长至8.56亿，CAGR高达37%；2018年白卡行业因前期新增产能较多、价格竞争加剧，公司盈利受挫。截至2019年末我国白卡行业产能口径CR4为85%，其中APP（金光纸业）市占率32%、博汇纸业市占率20%。19年12月APP公告拟以19.27亿全资收购博汇集团（持股博汇纸业28.84%），结合前期子公司举牌收购的博汇纸业20%股权共计持股博汇纸业48.84%股份，成为实际控制人。本次完成收购完成后APP+博汇在白卡行业的合计市占率将达到52%，行业龙头地位进一步确立。

■ **龙头话语权提升，白卡行业景气有望向上：**白卡纸下游对接社零，需求具相对韧性，表观消费量从2008年的340万吨增长至2019年的740万吨，CAGR达7.33%。过往白卡纸价波动较大，APP整合博汇纸业后其定价话语权将发生明显变化、行业发展中不确定性因素明显减少，纸价振幅有望趋窄。供给端来看，后续白卡行业新增产能投放与需求增长较好匹配，且产业链库存处于低位，有利于纸价提振。白卡单吨纸价已经修复至5810元（较19年内低点+867元），行业毛利率持续上行至近三年历史高点24.22%。长期我们看好整合后白卡行业定价体系变化，整体供需格局持续良性、盈利预期将呈现稳中向上趋势。

■ **整合多点协同，公司吨盈利迎改善、估值中枢有望上移：**（1）APP中国细分纸种布局完善，全产业链优势突出，博汇纸业将跻身成为继A股太阳纸业、山鹰纸业及晨鸣纸业外的综合纸企龙头，长期估值中枢有望提升（公司历史的PB估值中枢为0.8-2X、业绩稳定年份PE估值区间6-12X）。（2）整合后有望多方位协同降本增效，实质提升博汇盈利能力：拓宽公司优质融资渠道，资金成本或有下降；完善产能区位布局，提升订单响应速度&降低运输费用；借力APP具备的纸浆原料布局，带来采购成本优势。我们保守判断整合后博汇纸业的单吨盈利改善有望达到150-200元/吨。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司19-21年收入94.7/158.36/196.16亿元，同增13.6%/67.2%/23.9%；归母净利润2.16/10.31/15.67亿元，同比-15.7%/+377.8%/+52%；对应当前市值19-21年PE为45.43X/9.51X/6.25X，考虑到公司受益于产业格局优化、业绩提振确定性较强，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**并购整合不及预期，纸价提涨低于预期，原材料价格大幅上涨

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.33
一年最低/最高价	3.14/7.61
市净率(倍)	1.86
流通A股市值(百万元)	9799.07

基础数据

每股净资产(元)	3.95
资产负债率(%)	72.56
总股本(百万股)	1336.84
流通A股(百万股)	1336.84

相关研究

内容目录

1. APP 拟收购博汇，白卡行业迎巨变	4
1.1. 强强联手巩固龙头地位，产业格局实质优化	4
1.2. 龙头话语权提升，白卡行业景气有望向上	5
2. 整合多点协同，公司吨盈利迎改善、估值中枢有望上移	7
2.1. 多元化纸企龙头起航，估值中枢有望提升	7
2.2. 多方位协同降本增效，实质提升公司盈利能力	8
3. 盈利预测与投资评级	10
3.1. 核心假设与盈利预测	10
3.2. 投资评级	11
4. 附录一：博汇纸业财务分析	12
4.1. 营收随产能释放将迎来高速增长	12
4.2. 毛利率有望向上抬升	12
4.3. 期间费用率管控较好	12
4.4. 整体盈利能力偏差	13
4.5. 经营现金流近年保持稳定	14
5. 附录二：APP（金光纸业）经营情况	14
5.1. 股权结构	14
5.2. 产能布局	15
6. 风险提示	16

图表目录

图 1: 19 年白卡纸行业格局 (万吨, %)	5
图 2: 博汇纸业股权结构 (截止 19 年 11 月 14 日)	5
图 3: 白卡纸行业的产销 vs 产能利用率 (万吨, %)	5
图 4: 白卡纸价、内盘浆价、白卡纸行业毛利率走势 (单位: 元/吨)	6
图 5: 白卡纸价及社会库存变动 (万吨)	6
图 6: 博汇纸业历史股价及 PE (TTM)、PB (MRQ) 估值	8
图 7: 博汇纸业 & APP 中国白卡全国布局	9
图 8: 博汇纸业 & APP 中国白卡全国布局	9
图 9: 金光纸业 (中国) 股权架构图 (截至 20 年 1 月)	14
表 1: 博汇纸业重点财务数据一览 (单位: 百万元)	4
表 2: 白卡行业未来新增投产 (万吨)	6
表 3: 金光纸业 (中国) 财务数据一览	7
表 4: 博汇纸业 & APP 中国有息负债及融资成本对比	8
表 5: 博汇纸业未来产能投放节奏一览	10
表 6: 博汇纸业盈利预测 (量价拆分)	11
表 7: 可比公司估值对比 (截至 2020.02.21)	11
表 8: 可比公司营业收入对比 (单位: 百万元)	12
表 9: 可比公司毛利率对比	12
表 10: 可比公司期间费用率对比	13
表 11: 博汇纸业三费率	13
表 12: 可比公司盈利情况对比	13
表 13: 公司经营性现金流情况 (单位: 百万元)	14
表 14: 可比公司经营现金流对比情况 (单位: 百万元)	14
表 15: 金光纸业 (中国) 产能投放	15
表 16: 金光纸业 (中国) 产能区域分布	16

1. APP 拟收购博汇，白卡行业迎巨变

1.1. 强强联手巩固龙头地位，产业格局实质优化

稳健增长的白卡龙头，18 年受价格战影响盈利受挫。博汇纸业成立于 1994 年，是一家集纸张的研发、生产、销售于一体的白卡纸龙头，2011-2017 年公司营收由 53.3 亿增长至 89.55 亿，CAGR 为 9%；归母净利由 1.28 亿增长至 8.56 亿，CAGR 高达 37%；净利率也由 2.41% 攀升至 9.56%。2018 年白卡行业因前期新增产能较多、价格竞争加剧，公司营收 83.39 亿元（-6.87%），其中白卡营收占比 78%、文化纸占比 8%；归母净利润则受到重挫同比下滑 70.11% 至 2.56 亿。近年来公司持续加码建设白卡纸产能，2011 年公司总计仅 110 万吨机制纸产能（其中白卡纸 55 万吨），随 19 三季度 100 万吨箱板瓦楞纸及 75 万吨白卡纸投产后截至 19 年底预计公司总产能达到 400 万吨（其中白卡纸产能达到 215 万吨）。

表 1：博汇纸业重点财务数据一览（单位：百万元）

百万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1-Q3
营业收入	5330.33	4999.51	5715.30	6981.16	7057.76	7796.26	8954.81	8339.44	6503.13
YOY	15.73%	-6.21%	14.32%	22.15%	1.10%	10.46%	14.86%	-6.87%	1.41%
毛利率	16.64%	13.33%	14.45%	13.22%	11.88%	14.62%	24.03%	16.04%	13.41%
销量（万吨）	110	113	142	169	149	167	178	169	130
吨毛利（元）	808	590	580	545	563	682	1206	790	671
销售费用率	4.77%	3.59%	4.93%	5.37%	5.14%	4.90%	5.18%	3.96%	3.44%
管理费用率	2.86%	2.76%	2.91%	2.50%	1.96%	1.28%	1.62%	2.10%	2.82%
财务费用率	4.59%	5.90%	8.24%	6.71%	6.06%	4.80%	3.70%	5.57%	5.12%
吨净利（元）	117	6	-128	26	26	121	480	151	105
归母净利润	128.29	7.02	-182.68	44.88	38.55	201.32	856.14	255.94	137.11
YOY	-21.31%	-94.53%	-2703.85%	-124.57%	-14.11%	422.26%	325.26%	-70.11%	-73.09%
净利率	2.41%	0.14%	-3.20%	0.64%	0.55%	2.58%	9.56%	3.07%	2.11%
经营性现金流净额	324.28	-43.31	-799.89	334.93	472.19	887.81	1286.28	1073.13	967.76
投资性现金流净额	-260.64	-572.96	-332.68	-0.55	-29.65	-15.60	-421.03	-1053.10	-597.29
资本开支	644.16	1788.86	246.59	196.58	34.39	32.59	1202.19	2364.99	719.55
资产负债率	58.30%	67.85%	78.78%	67.08%	64.90%	62.88%	62.81%	72.21%	72.56%
ROE	4.18%	0.23%	-6.31%	1.16%	0.98%	4.89%	17.24%	4.98%	2.60%
最高市值	58.37	46.02	34.58	44.98	103.75	61.62	95.99	85.67	70.99
最高PE	45.49	655.98	-18.93	100.23	269.13	30.61	11.21	33.47	51.77
最高PB	1.73	1.35	1.08	1.07	2.43	1.38	1.93	1.67	1.35
最低市值	33.67	27.63	27.37	28.41	37.05	38.87	48.49	41.10	37.51
最低PE	26.25	393.77	-14.98	63.30	96.12	19.31	5.66	16.06	27.36
最低PB	1.00	0.81	0.85	0.67	0.87	0.87	0.98	0.80	0.71

注：2019 Q1-Q3 销量为估计数。

数据来源：Wind，公司债评书，东吴证券研究所

APP 拟收购博汇引产业巨变，整合已经开启。(1) 2019 年 4 月至 11 月，APP（金光纸业）旗下金光投资的全资子公司宁波管箱通过四次举牌买入博汇纸业股票，耗资 10 多亿元、持有博汇纸业股权比例达 20%；(2) 博汇纸业实际控制人杨延良夫妇通过 100% 持股山东博汇集团间接持有上市公司博汇纸业 28.84% 的股权，2019 年 12 月 30 日，金光投资公告拟以 19.27 亿人民币收购山东博汇集团 100% 股权，从而 APP 将间接持有博汇纸业 48.84% 股权成为实际控制人。杨延良夫妇与金光投资签署股权转让协议后，双方于 2020 年 1 月 6 日协议推进要约收购议案，要约价格 5.36 元/股；随后博汇纸业于 1 月 23 日召开股东大会通过了豁免金光纸业 12 个月不谋求控制权的相关承诺，两者的业务协同随之开启。截至 2019 年末我国白卡行业产能口径 CR4 高达 85%，其中 APP（金光纸业）总产能 355 万吨、市占率 32%，博汇纸业总产能 215 万吨、市占率 20%，晨鸣纸

业 204 万吨、市占率 19%，万国太阳 150 万吨、市占率 14%，呈群雄割据局面。本次完成收购完成后 APP+博汇在白卡行业的合计市占率将达到 52%，行业龙头地位进一步确立。

图 1：19 年白卡纸行业格局（万吨，%）

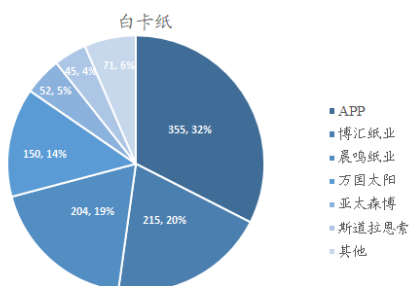


图 2：博汇纸业股权结构（截止 19 年 11 月 14 日）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

1.2. 龙头话语权提升，白卡行业景气有望向上

白卡纸下游对接社零，需求具相对韧性、预期表现稳健。白卡纸根据用途分为社会卡、食品卡及液体包装卡、烟卡等，下游对接食品、家电、电子、药品等消费领域，需求具备长期扩容空间。根据卓创资讯统计，白卡纸行业的表观消费量从 2008 年的 340 万吨增长至 2019 年的 740 万吨，CAGR 达 7.33%。供给端来看，行业产能从 2008 年的 356 万吨增长至 2019 年的 1092 万吨，CAGR 为 10.73%，近年来产能利用率维持在 70-80%。整体来看，产销的成长性均较好且大致平衡。

图 3：白卡纸行业的产销 vs 产能利用率（万吨，%）

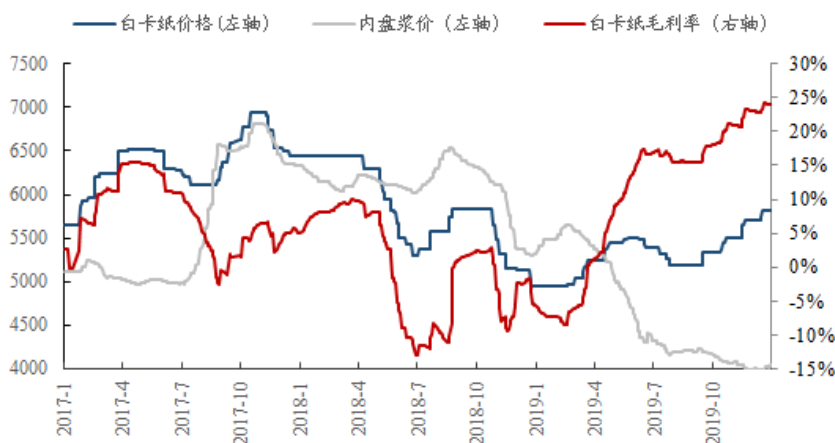


数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

过往白卡纸价波动较大，格局改善后有望平滑波动与企业盈利。复盘近年白卡纸价格走势，2017 年博汇纸业开建位于江苏 75 万吨白卡纸产能，2018 年资金相对紧张的博

汇纸业计划再于南方市场新扩产能 100 万吨，APP 等因此主动降价带动白卡纸价自 18 年 4 月的高点 6700 元/吨下跌至 19 年 1 月近 5000 元/吨的绝对低位(区间跌幅超过 25%)，出现行业性亏损，根据卓创资讯统计行业毛利率曾创下历史性低点-8.54%。2019 年伴随行业价格战趋缓，白卡纸价缓慢上扬，叠加原材料木浆价格持续下行，行业盈利迎来修复。我们认为，本次整合后博汇+APP 的白卡产能将达到近 600 万吨(市占率 52%)，其定价话语权将发生明显变化、行业发展中不确定性因素明显减少，纸价振幅有望趋窄。

图 4：白卡纸价、内盘浆价、白卡纸行业毛利率走势（单位：元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

新增产能投放趋于合理，需求稳增提供消化支撑，库存低位利好纸价上涨。(1) 供给端：不同于上一轮 12-16 年行业产能集中投放，19-22 年的龙头产能投放节奏来看更为理性，19 年 8 月博汇纸业江苏盐城的 75 万吨产能投产，21 年年中预期 APP 中国投产 180 万吨，22 年预期太阳纸业新增 90 万吨，基本匹配需求成长；(2) 需求端：白卡下游主要对应食品、家电、电子、药品等消费需求，而 20 年我们判断废纸涨价将推动白板纸价格上涨，白卡纸对白板纸的替代也有望贡献需求增量，综合来看预期下游需求的增长较为稳定。(3) 库存：白卡纸的企业库存近半年始终处于低位(约为 18 天)，产业链库存预期也在较低水平。

表 2：白卡行业未来新增投产（万吨）

公司名称	地点	年产能/万吨	计划投产时间
APP	广西钦州	180	2021H1
斯道拉恩索	广西北海	45	规划中
新亚纸业	河南新乡	40	在建
太阳纸业	广西北海	90	2022
合计	-	355	-

数据来源：中国纸网，公司公告，东吴证券研究所

图 5：白卡纸价及社会库存变动（万吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

纸价有望持续提振，利好龙头业绩释放。目前单吨纸价已经修复至 5810 元（较 19 年内低点+867 元），我们认为竞争格局持续优化或利好提价持续。从盈利能力来看，19 年下半年上游原料木浆价格低位运行，行业毛利率持续上行至近三年历史高点 24.22%，利好细分龙头业绩弹性释放；长期我们看好整合后白卡行业定价体系变化，整体供需格局持续良性、盈利预期将呈现稳中向上趋势。

2. 整合多点协同，公司吨盈利迎改善、估值中枢有望上移

2.1. 多元化纸企龙头起航，估值中枢有望提升

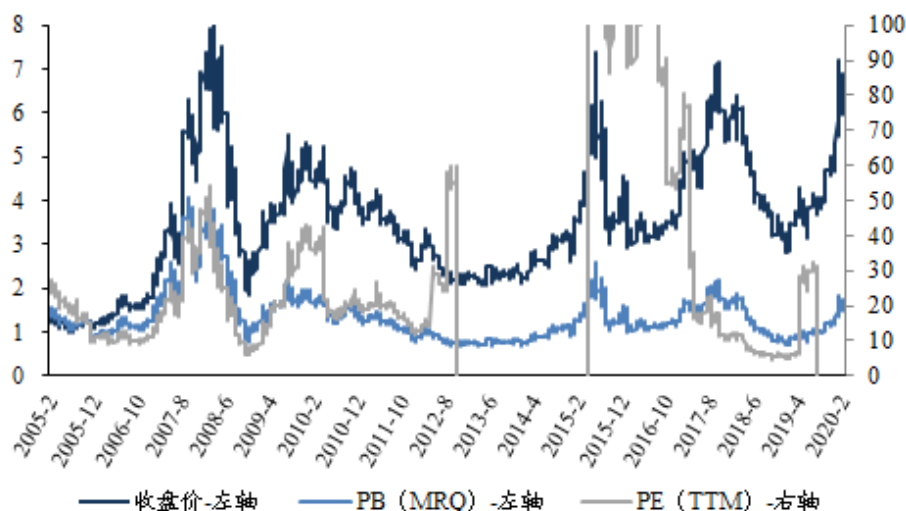
APP（中国）细分纸种布局完善，全产业链优势突出。收购方金光投资是全球综合浆纸龙头企业 APP（中国）的全资子公司，APP（中国）的实际控制人为印尼华侨黄志源，旗下拥有 20 多家浆纸企业，截至 2018 年 APP（中国）造纸产业的综合加工生产能力达到约 1100 万吨，总资产 1726 亿元，总营收 589 亿元、归母净利润 19.39 亿元。具体来看，APP（中国）旗下共有工业用纸、文化用纸、生活用纸及纸浆四个主营业务。其工业用纸业务主营产品为白卡及白板纸，2018 年 APP（中国）工业用纸总计产能 355 万吨，近年来工业用纸毛利率中枢为 20pct；2018 年 APP（中国）文化用纸主要包含铜版纸、双胶纸总计 367 万吨产能，其中铜版纸总产能为 300 万吨、国内市场占有率约为 50%；双胶纸产能 67 万吨，市占率约为 6%，其中细分纸种无碳复写纸 11 万吨、市占率达到 48%。经此整合我们判断博汇纸业将跻身成为继 A 股太阳纸业、山鹰纸业及晨鸣纸业外的综合纸企龙头，长期估值中枢有望提升（公司历史的 PB 估值中枢为 0.8-2X、业绩稳定年份 PE 估值区间 6-12X）。

表 3：金光纸业（中国）财务数据一览

百万元	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1-Q3
营业收入	34494.06	37915.48	38270.56	36802.71	41025.68	44245.60	45365.16	47372.59	55285.85	58949.70	47930.82
YOY	-3.17%	9.92%	0.94%	-3.84%	11.47%	7.85%	2.53%	4.43%	16.70%	6.63%	10.41%
毛利率	22.59%	21.07%	19.64%	21.63%	20.46%	19.29%	21.59%	21.69%	26.51%	23.91%	20.88%
浆纸产量(万吨)	508	560	518	527	601	667	655	757	847	862	
均价(元)	6790	6771	7388	6983	6826	6634	6927	6258	6527	6839	
吨毛利(元)	1534	1427	1451	1511	1397	1280	1495	1357	1730	1635	
销售费用	2748.13	2600.08	2521.14	2649.47	3148.64	3511.32	3619.58	3566.55	3934.45	3899.41	2894.56
管理费用	1310.47	1285.93	1450.03	1484.72	1479.92	2024.72	2149.42	1853.21	1987.71	1492.46	1195.26
财务费用	1751.41	1533.20	1536.42	2317.49	2307.57	3069.26	3352.30	2899.14	4377.26	3697.87	2534.16
期间费用率	16.84%	14.29%	14.39%	17.53%	16.91%	19.45%	20.11%	17.56%	18.63%	15.42%	13.82%
销售费用率	7.97%	6.86%	6.59%	7.20%	7.67%	7.94%	7.98%	7.53%	7.12%	6.61%	6.04%
管理费用率	3.80%	3.39%	3.79%	4.03%	3.61%	4.58%	4.74%	3.91%	3.60%	2.53%	2.49%
财务费用率	5.08%	4.04%	4.01%	6.30%	5.62%	6.94%	7.39%	6.12%	7.92%	6.27%	5.29%
净利润	2,384.82	2,129.22	2,017.29	1,670.17	2,059.48	2,063.28	2,103.47	2,418.79	2,605.39	2,336.98	2,301.56
吨净利(元)	446	342	333	291	301	287	284	278	247	225	
归母净利润	2,265.11	1,916.02	1,722.59	1,535.94	1,806.19	1,915.60	1,862.77	2,105.15	2,096.10	1,938.82	2,191.08
YOY	59.00%	-15.41%	-10.10%	-10.84%	17.60%	6.06%	-2.76%	13.01%	-0.43%	-7.50%	21.34%
净利率	6.57%	5.05%	4.50%	4.17%	4.40%	4.33%	4.11%	4.44%	3.79%	3.29%	4.57%
经营性现金流净额	10,968.63	2,708.82	-1,664.44	6,838.16	288.30	1,051.92	2,321.45	3,244.41	6,984.87	16,014.49	68.45
投资性现金流净额	-4,566.45	-11,681.06	-11,606.85	-6,897.06	-6,560.66	-2,860.46	-846.68	-1,631.96	1,301.78	-13,896.93	2,029.17
总资产	78,993.46	96,834.24	114,264.68	120,338.90	137,851.76	147,176.94	153,083.03	161,831.51	158,218.82	172,593.61	175,064.85
资本开支	4,911.87	7,513.29	5,677.19	6,310.14	6,501.74	5,353.35	3,256.55	1,269.81	795.95	969.74	131.31
资产负债率	61.89%	62.96%	64.97%	63.55%	64.25%	63.99%	64.11%	64.10%	61.71%	63.55%	62.21%

数据来源：公司债券跟踪报告，公司公告，Wind，东吴证券研究所

图 6：博汇纸业历史股价及 PE (TTM)、PB (MRQ) 估值



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 多方位协同降本增效，实质提升公司盈利能力

协同利好一：拓宽公司优质融资渠道，资金成本或有下降。18-19 年受白卡行业景气不佳、集团化工业务拖累、建设新产能影响，博汇纸业的资产负债率持续攀升至 19Q3 的 72.56%、同时我们测算公司的资金成本（利息支出/有息负债）也上升到 7.5%。同时，由于控股股东博汇集团质押比例达到 66.54%，一定程度增加了公司后续融资的难度。而 APP 中国在同期的综合资金成本仅为 4.78%，假设整合后博汇借力 APP 获取优质融资渠道，我们以 18 年的吨净利及吨利息支出作静态测算，改善后博汇纸业的单吨融资费用有望节约近 100 元/吨。

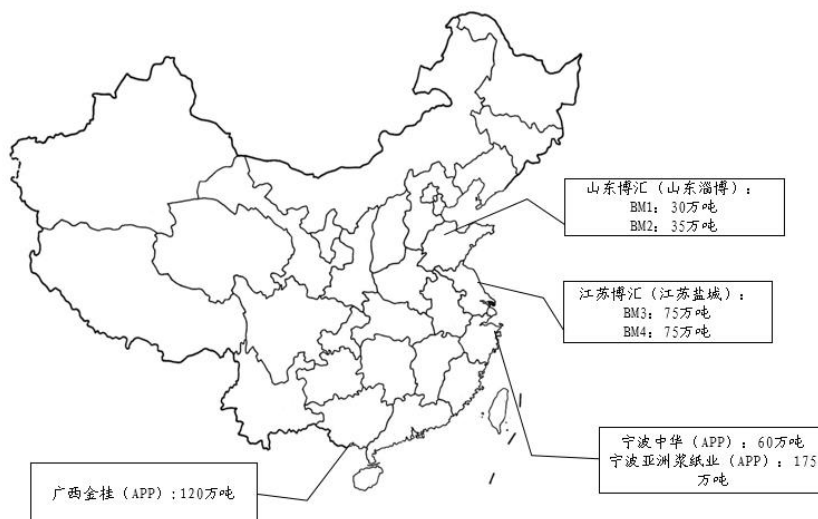
表 4：博汇纸业 & APP 中国有息负债及融资成本对比

百万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1-Q3
APP 有息负债	60190.12	60951.83	70245.16	73439.45	76912.62	81395.36	73835.89	85553.00	77947.05
APP 利息支出/有息负债	4.88%	5.86%	5.11%	6.01%	6.12%	5.46%	6.24%	5.36%	4.78%
APP 资产负债率	64.97%	63.55%	64.25%	63.99%	64.11%	64.10%	61.71%	63.55%	62.21%
博汇纸业 有息负债	3619.28	6124.67	10529.04	7496.81	6691.18	6269.71	6905.93	10565.50	8628.40
博汇纸业 利息支出/有息负债	7.09%	4.52%	4.45%	7.35%	6.52%	5.23%	4.65%	4.07%	7.50%
博汇纸业 资产负债率	58.30%	67.85%	78.78%	67.08%	64.90%	62.88%	62.81%	72.21%	72.56%

数据来源：Wind，公司债评书，东吴证券研究所

协同利好二：完善产能区位布局，提升订单响应速度&降低运输费用。博汇纸业的生产基地集中于山东淄博、江苏盐城两个地区，而 APP 中国的工业纸生产基地主要位于浙江宁波及广西钦州两个地区，两者如若形成协同，有望利好集团综合进行南北区域订单统筹、对应企业的运输费用支出将得到优化。14-18 年博汇纸业的运输费用在总营收比例均值为 4.35%（销售费用中近 90%为运输费用），我们静态测算单吨运费改善能够实现 30-50 元/吨。

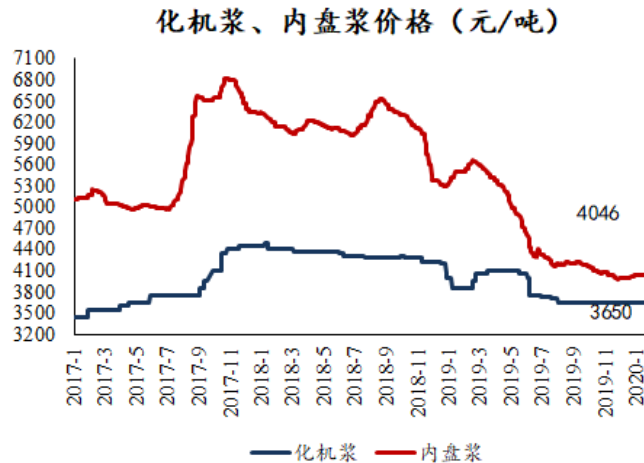
图 7：博汇纸业 & APP 中国白卡全国布局



数据来源：公司公告，卓创资讯，APP 债券跟踪说明书，东吴证券研究所

协同利好三：APP 具备纸浆原料布局，有望自给带来成本优势。APP 中国拥有漂白桉木化机浆及漂白桉木化学浆共计 210 万吨产能，我们测算 APP 海南金海浆成本约 2900 元/吨，相比当前市场内盘浆均价 4046 元/吨以及化机浆价 3650 元/吨低 20-30%。我们认为协同后博汇纸业白卡纸的原料或可采购自 APP，从而享受原料成本优势。

图 8：博汇纸业 & APP 中国白卡全国布局



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

综上，我们认为 APP 中国与博汇纸业两者一旦实现协同，将会在融资、物流、采购等多个方面对博汇纸业的经营形成利好，保守判断整合后博汇纸业的单吨盈利改善有望达到 150-200 元/吨。

3. 盈利预测与投资评级

3.1. 核心假设与盈利预测

博汇纸业是我国白卡行业细分赛道龙头，本轮 APP 整合博汇后白卡行业格局有望迎来改善、纸价景气度提升确定性较强，催化公司盈利改善：

(1) 产能：19 年公司 100 万吨箱板瓦楞纸及 75 万吨白卡纸项目陆续投产，截至 19Q3 公司总产能达到 373 万吨，其中白卡纸产能达到 215 万吨（其中山东淄博 65 万吨、江苏盐城 150 万吨）、箱板瓦楞等废纸系 133 万吨、文化纸 25 万吨。此外公司位于本部投建的 45 万吨高档信息纸已于 19 年中开工，预计将于 2020 年底-2021H1 正式投产。

(2) 纸价：公司接近 80% 业务为白卡，19 年 H2 以来白卡纸价持续复苏，20-21 年伴随行业龙头话语权提升以及白板替代需求催化，我们判断纸价仍有 10%、5% 的提升空间

(3) 吨盈利：由于木浆下游需求不振，我们认为 20、21 年公司原材料成本仍将处于低位，且与 APP 整合后多方位协同有望带来费用端的改善，测算公司 20-21 年吨净利有望修复至 332 元/吨、424 元/吨。

表 5：博汇纸业未来产能投放节奏一览

单位：万吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
白卡纸	55	55	140	140	140	140	140	140	215	215	215
书写纸	22	22	25	25	25	25	25	25	25	25	25
高档信息用纸	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	45
箱板纸	15	15	15	15	15	15	15	15	65	65	65
石膏护面纸	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
瓦楞纸	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	53	53	53
总计	109.5	109.5	197.5	197.5	197.5	197.5	197.5	197.5	373	373	418

数据来源：Wind，公司债评书，东吴证券研究所

表 6：博汇纸业盈利预测（量价拆分）

单位：百万元	2018	2019Q1-Q3	2019Q4 E	2019E	2020E	2021E
营业收入	8339.44	6503.13	2966.45	9469.58	15836.35	19615.71
YOY	-6.87%	1.41%	153.94%	13.55%	67.23%	23.87%
毛利率	16.04%	13.41%	19.57%	15.34%	18.84%	19.18%
产能（万吨）	198	373	373	373	373	418
销量（万吨）	169	140	60	200	310	369
均价（元）	4924	4645	4944	4735	5186	5445
吨毛利（元）	790	623	967	726	963	1018
销售费用率	3.96%	3.44%	3.73%	3.53%	3.29%	2.99%
管理费用率	2.10%	2.82%	3.10%	2.91%	2.89%	2.88%
财务费用率	5.57%	5.12%	5.36%	5.20%	3.94%	3.12%
吨净利（元）	151	98	131	108	332	424
归母净利润	255.94	137.11	78.58	215.68	1030.57	1566.94
YOY	-70.11%	-73.09%	131.00%	-15.73%	377.81%	52.05%
净利率	3.07%	2.11%	2.65%	2.28%	6.51%	7.99%

注：公司 19Q1-Q3 销量为估计数。

数据来源：Wind，公司债评书，东吴证券研究所

3.2. 投资评级

我们预计公司 2019-2021 年收入 94.7/158.36/196.16 亿元，同增 13.6%/67.2%/23.9%；归母净利润 2.16/10.31/ 15.67 亿元，同比-15.7%/+377.8%/+52%；对应当前市值 19-21 年 PE 为 45.43X/9.51X/ 6.25X，考虑到公司受益于产业格局优化、业绩提振确定性较强，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值对比（截至 2020.02.24）

估值	公司名称	2018	2019E	2020E	2021E
PE	太阳纸业	10.65	11.29	10.03	7.87
	晨鸣纸业	4.55	6.76	5.98	5.06
	山鹰纸业	4.85	8.62	7.35	6.71
	博汇纸业	38.29	45.43	9.51	6.25
PB	太阳纸业	1.90	1.74	1.51	1.29
	晨鸣纸业	0.46	0.43	0.40	0.38
	山鹰纸业	1.18	1.11	1.02	0.94
	博汇纸业	1.91	1.84	1.58	1.31
净利润	太阳纸业	2238	2112	2377	3029
	晨鸣纸业	2510	1689	1911	2257
	山鹰纸业	3204	1803	2115	2316
	博汇纸业	256	216	1031	1567

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 附录一：博汇纸业财务分析

4.1. 营收随产能释放将迎来高速增长

公司 2015-2018 年实现销售收入 70.58 亿、77.96 亿、89.55 亿和 83.39 亿。2015 年前由于白卡纸行业供给过剩导致增速停滞，2016 年开始行业供给侧去产能，造纸板块整体景气度达到历史高位，因此公司营收达到 10% 以上增速，2018 年下半年以来由于白卡行业价格战影响，公司整体营收下滑。2015-2018 年公司无新增产能，因此整体营收表现较弱，而从 2017 年开始进行新增产能投建于 2019Q3 投产 100 万吨箱板瓦楞纸及 75 万吨白卡纸，公司 20 年及以后产能释放将扩大销售额。

表 8：可比公司营业收入对比（单位：百万元）

公司名称	2015		2016		2017		2018	
	收入	增长率	收入	增长率	收入	增长率	收入	增长率
太阳纸业	10825.12	3.51%	14455.49	33.54%	18894.29	30.71%	21768.40	15.21%
晨鸣纸业	20192.64	5.71%	22566.92	11.76%	29472.45	30.60%	28875.76	-2.02%
山鹰纸业	9787.00	26.52%	12134.81	23.99%	17469.68	43.96%	24366.54	39.48%
博汇纸业	7057.76	1.10%	7796.26	10.46%	8954.81	14.86%	8339.44	-6.87%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 毛利率有望向上抬升

公司毛利率在 2017 年达到 24.03% 的历史高点，由于整体造纸行业高景气贡献；2016 年前由于期间行业白卡纸产能不断投放，供过于需导致竞争格局持续恶劣，因此致使行业毛利率处于较低水平，而 2017 年行业格局开始转好后又掀起的产能扩张趋势导致白卡行业价格战，毛利率开始下跌，我们认为 APP 与博汇纸业的整合使得白卡行业定价权改变，龙头扩张将趋于理性，行业盈利能力平稳向上，预估公司整体毛利率有望抬升。

表 9：可比公司毛利率对比

公司名称	2013	2014	2015	2016	2017	2018
太阳纸业	16.94%	20.05%	23.39%	21.92%	26.03%	23.45%
晨鸣纸业	18.33%	19.78%	26.88%	30.04%	33.06%	31.27%
山鹰纸业	16.87%	16.77%	18.35%	16.36%	23.01%	23.05%
博汇纸业	14.45%	13.22%	11.88%	14.62%	24.03%	16.04%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.3. 期间费用率管控较好

公司期间费用率低于行业水平，近年来逐步降低。13 年以来公司不断优化客户结构，节约运输费用，销售费用逐年降低，从近 5pct 降至 3-4pct；而财务费用率从 8pct 降至历史低点 3.7pct，17 年来由于新产能扩建下使财务费用率呈现向上趋势升至 19 前三季度 5.12pct，但整体管控下三费率相较于同业公司仍处于较低位置。由于 19 年来公司资产负债率高企、现金流紧张等多项原因导致偿债能力降低，因此选择与 APP 进行整合，预计整合后公司整体融资成本将有一定优化，体现在未来财务费用率将有一定压缩。

表 10: 可比公司期间费用率对比

公司名称	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1-Q3
太阳纸业	12.06%	12.69%	13.51%	10.87%	9.60%	10.54%	10.41%
晨鸣纸业	15.98%	18.52%	20.78%	18.11%	18.09%	20.19%	21.18%
山鹰纸业	14.27%	15.71%	16.13%	13.50%	11.07%	12.93%	13.61%
博汇纸业	16.09%	14.58%	13.15%	10.99%	10.51%	11.64%	11.38%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 11: 博汇纸业三费率

公司名称	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1-Q3
销售费用率	4.93%	5.37%	5.14%	4.90%	5.18%	3.96%	3.44%
管理费用率	2.91%	2.50%	1.96%	1.28%	1.62%	2.10%	2.82%
财务费用率	8.24%	6.71%	6.06%	4.80%	3.70%	5.57%	5.12%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.4. 整体盈利能力偏差

19 年前公司规模处于中等水平, 整体产品线较为单一 (白卡纸营收占比近 80%), 而行业近年来虽然集中度较高但新建产能较多, 导致竞争格局较差, 仅 17 年处于景气度高位, 因此对比而言公司归母净利波动幅度大, 而吨毛利及吨净利都处于较低水平, 公司于 19 年投建 50 万吨箱板纸、50 万吨瓦楞纸及 75 万吨白卡纸, 营收增长将带来净利的上升, 此外公司主要产品白卡纸预期行业格局改善、景气上行下带来质上的盈利改善, 量、质的贡献下公司盈利能力有望实现稳步增长态势。

表 12: 可比公司盈利情况对比

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
太阳纸业 归母净利润/百万	317.95	546.95	755.10	1158.20	2250.13	2242.19
yoy	61%	65%	42%	59%	92%	11%
太阳纸业 产能/万吨 纸	180	196	288	312	312	392
浆	100	100	135	120	130	170
	280	296	423	432	442	562
吨毛利/元	1099	1008	1162	1032	1366	1276
吨净利/元	169	225	306	344	562	559
山鹰纸业 归母净利润/百万	207.87	109.95	209.06	352.80	2014.52	3203.86
yoy	-843%	-47%	90%	69%	471%	59%
山鹰纸业 产能/万吨 纸	225	305	305	354	358	509
吨毛利/元	452	547	605	577	1204	1168
吨净利/元	85	46	70	103	603	666
晨鸣纸业 归母净利润/百万	710.66	505.20	2148.15	2063.99	3769.33	2509.83
yoy	222%	-29%	325%	-4%	83%	-33%
晨鸣纸业 产能/万吨 纸	448	481	528	497	621	577
浆	307	331	360	284	322	298
吨毛利/元	879	932	1077	1165	2199	1771
吨净利/元	167	125	426	355	851	492
博汇纸业 归母净利润/百万	-182.68	44.88	38.55	201.32	856.14	255.94
yoy	-2704%	-125%	-14%	422%	325%	-70%
博汇纸业 产能/万吨	198	198	198	198	198	198
吨毛利/元	580	545	563	682	1206	790
吨净利/元	-128	26	26	121	480	151

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

4.5. 经营现金流近年保持稳定

2014-2017 年来，公司销售商品、提供劳务收到的现金逐年增加，经营性现金流净额总体呈上升趋势，18 年受行业所致有所下滑。公司 2014-2018 年销售商品、提供劳务收到的现金与各期含税营业收入比值分别为 73.01%、81.89%、97.00%、94.65%、96.37%，经营活动产生的现金流量净额与各期净利润比值分别为 746.31%、1224.94%、441.00%、150.24%、419.29%，销售回款能力处于同业公司中较高水平。

表 13：公司经营性现金流情况（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018
销售商品、提供劳务收到的现金 (a)	5096.76	5779.84	7562.04	8475.62	8036.87
含税营业收入 (b)	6981.16	7057.76	7796.26	8954.81	8339.44
a/b	73.01%	81.89%	97.00%	94.65%	96.37%
经营活动产生的现金流量净额 (c)	334.93	472.19	887.81	1286.28	1073.13
净利润 (d)	44.88	38.55	201.32	856.14	255.94
c/d	746.31%	1224.94%	441.00%	150.24%	419.29%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 14：可比公司经营现金流对比情况（单位：百万元）

公司名称	2016			2017			2018		
	流入总额	流入净额	净额/净利润	流入总额	流入净额	净额/净利润	流入总额	流入净额	净额/净利润
太阳纸业	16898.07	2815.80	266.46%	21447.19	3766.77	186.08%	26102.79	4477.85	200.12%
晨鸣纸业	23640.33	2153.05	104.32%	25185.85	23.77	0.63%	39069.13	14099.70	561.78%
山鹰纸业	11838.59	942.93	267.27%	17012.80	2779.87	137.99%	23503.16	3248.00	101.38%
博汇纸业	7057.76	887.81	441.00%	8954.81	1286.28	150.24%	8339.44	1073.13	419.29%

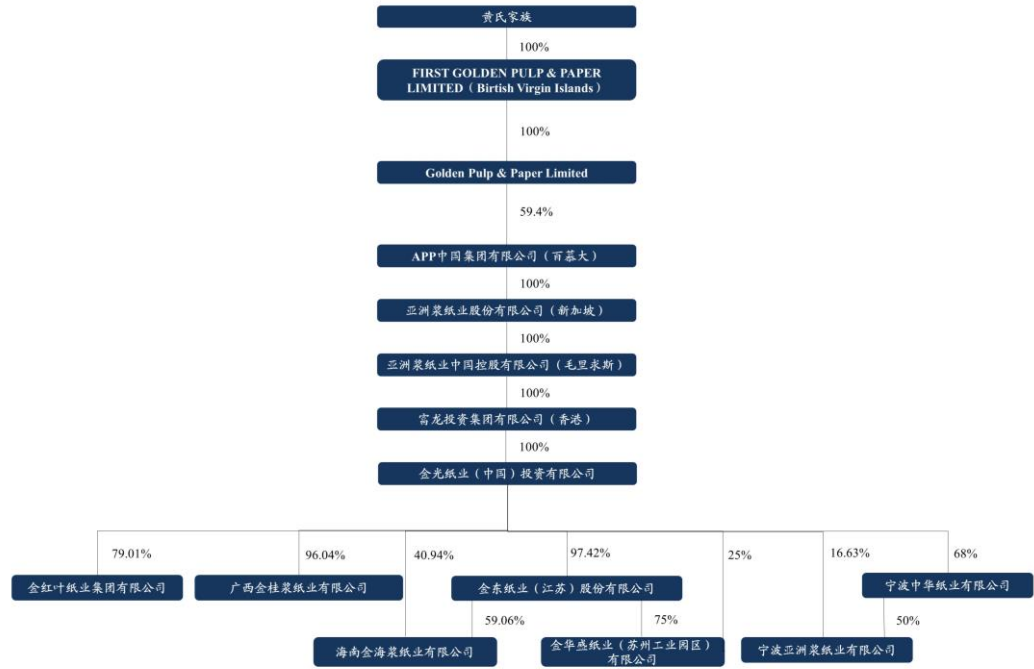
数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 附录二：APP（金光纸业）经营情况

5.1. 股权结构

公司实际控制人为黄氏家族。金光纸业（中国）于 1999 年 2 月在上海注册成立，初始注册资本 3000 万美元。黄志源及其家族成员于境外通过协议安排实际控制 First Golden Pulp & Paper Limited，并通过其持有 Golden Pulp & Paper Limited 100% 的股权，间接持有金光纸业（中国）58.7% 的股权。

图 9：金光纸业（中国）股权架构图（截至 20 年 1 月）



数据来源：金光纸业（中国）债评书，东吴证券研究所

5.2. 产能布局

公司现有浆纸加工能力达 1100 万吨，布局遍及全国各地，预计公司 21E 新增浆纸产能 105/318 万吨。未来投产集中于白卡纸、木浆、生活用纸及双胶纸，各细分纸种下游需求基本处于稳健增长趋势，旗下现有的七家主要子公司概况：

金海浆纸业：公司位于海南省，林木资源丰富，现有产能 135 万吨漂白硫酸盐桉木浆、100 万吨铜版纸。

金桂浆：位于广西钦州市钦州港，现有设计产能包括 75 万吨桉木化机浆、100 万吨白卡纸、食品级白卡（实际白卡产能达 120 万吨）。

金华盛：基地位于江苏省，现有 67 万吨无碳复写纸、双胶纸等。

宁波亚洲浆：170 万吨白纸板、白卡纸设计产能（实际白卡产能达 175 万吨）。

金红叶：国内领先的生活用纸企业，主要品牌包括“唯洁雅”、“清风”和“真真”，卫生纸、厨房用纸产能共计 137 万吨。

金东纸业：公司现有铜版纸总产能超过 200 万吨。

宁波中华：白纸板、白卡纸总计年产能 62 万吨。

表 15：金光纸业（中国）产能投放

主要产品	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
铜版纸	200	200	200	200	290	290	300	300	300	300	300	300	300	300
双胶纸	53	53	66	66	66	66	65	65	67	67	67	67	127	127
白纸板、白卡纸	125	125	125	160	160	230	232	260	312	312	312	312	492	492
生活用纸	48	48	60	78	97	97	117	132	137	137	147	183	261	261
纸制品	73	93	72	72	73	73	57	73	48	48	48	48	48	48
漂白硫酸盐桉木浆	120	135	160	160	160	160	160	135	135	135	135	135	213	213
桉木化机浆					30	60	60	75	75	75	75	75	105	180
浆纸总计	619	654	683	736	876	976	991	1040	1074	1074	1084	1120	1546	1621

数据来源：金光纸业（中国）债评书，东吴证券研究所

表 16：金光纸业（中国）产能区域分布

主要产品	产品种类	工厂	产能/万吨	总计产能/万吨
浆	漂白硫酸盐桉木浆	金海浆纸业	135	210
	桉木化机浆	金桂浆	75	
	桉木化机浆(预计2021年H1投产)	金桂浆	75	105
	化机浆(预计2021年投产)	亚洲浆	30	
文化用纸	铜版纸	金东纸业	200	367
	铜版纸	金海浆纸业	100	
	无碳复写纸、双胶纸等	金华盛	67	60
	无碳复写纸、双胶纸等(预计2021年投产)	金华盛	60	
工业用纸	白纸板、白卡纸	宁波中华	62	312
	白纸板、白卡纸	亚洲浆	150	
	食品级白卡、白卡纸	金桂浆	100	180
	食品级白卡、白卡纸(预计2021年H1投产)	金桂浆	180	
生活用纸	卫生纸、厨房用纸等		137	137
	卫生纸、厨房用纸等(预计2020年H1投产)	金红叶	36	36
	卫生纸、厨房用纸等(预计2021年投产)		78	78
其他用纸	各类纸制品	其他工厂	48	48
	现有浆/纸产能			210/864
	21E新增浆/纸			105/318

数据来源：金光纸业（中国）债评书，东吴证券研究所

6. 风险提示

(1) **并购整合不及预期**：若 APP 收购博汇纸业事项有变，则行业格局不确定性因素将增加，可能再次发生价格战导致公司盈利受损。

(2) **纸价提涨低于预期**：白卡纸价提振幅度若不达预期，则会造成公司毛利率和净利率的提升低于预期。

(3) **原材料价格大幅上涨**：尽管木浆原料在 19 年至今持续下滑至低位，且目前尚未有需求改善的迹象，若浆价触底反弹，则可能对公司盈利造成不利影响。

博汇纸业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6192	6566	9340	11397	营业收入	8339	9470	15836	19616
现金	1947	1579	2700	3876	减:营业成本	7002	8017	12852	15853
应收账款	963	1565	1032	2184	营业税金及附加	35	49	78	93
存货	1706	1451	3828	2710	营业费用	331	334	521	587
其他流动资产	1576	1972	1779	2625	管理费用	175	275	457	564
非流动资产	12296	12617	12929	13166	财务费用	465	492	623	612
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	18	39	57	59
固定资产	5677	8713	10324	11210	加:投资净收益	2	2	2	2
在建工程	5454	3226	1862	1180	其他收益	0	0	0	0
无形资产	280	273	266	259	营业利润	311	259	1242	1843
其他非流动资产	885	406	477	517	加:营业外净收支	-2	1	0	0
资产总计	18488	19183	22269	24562	利润总额	309	260	1243	1844
流动负债	9097	9486	10700	11731	减:所得税费用	53	44	212	277
短期借款	4071	4364	4351	4262	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	1474	1566	1915	2379	归属母公司净利润	256	216	1031	1567
其他流动负债	3552	3556	4435	5090	EBIT	832	843	2006	2611
非流动负债	4253	4368	5369	5369	EBITDA	1283	1241	2465	3113
长期借款	3312	3412	4412	4412					
其他非流动负债	941	956	957	957	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	13350	13854	16069	17100	每股收益(元)	0.19	0.16	0.77	1.17
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	3.84	3.99	4.64	5.58
归属母公司股东权益	5138	5329	6200	7462	发行在外股份(百万股)	1337	1337	1337	1337
负债和股东权益	18488	19183	22269	24562	ROIC(%)	5.5%	5.3%	11.1%	13.8%
					ROE(%)	5.1%	4.1%	17.9%	22.9%
					毛利率(%)	16.0%	15.3%	18.8%	19.2%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	3.1%	2.3%	6.5%	8.0%
经营活动现金流	1073	393	446	1820	资产负债率(%)	72.2%	72.2%	72.2%	69.6%
投资活动现金流	-2310	-1208	-770	-738	收入增长率(%)	-6.9%	13.6%	67.2%	23.9%
筹资活动现金流	1253	445	1446	94	净利润增长率(%)	-70.1%	-15.7%	377.8%	52.0%
现金净增加额	15	-369	1122	1176	P/E	38.29	45.43	9.51	6.25
折旧和摊销	451	398	459	502	P/B	1.91	1.84	1.58	1.31
资本开支	2365	1215	780	748	EV/EBITDA	7.64	7.89	3.97	3.15
营运资本变动	-1278	-15	1560	1026					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

