

消费升级与娱乐研究中心

博汇纸业 (600966.SH) 买入 (首次评级)

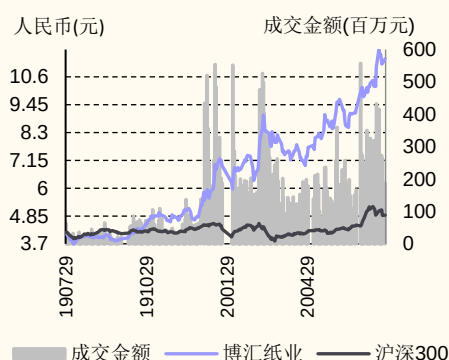
公司深度研究

市场价格(人民币): 11.35 元

目标价格(人民币): 18.19 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	13.37
已上市流通 A 股(亿股)	13.37
总市值(亿元)	151.73
年内股价最高最低(元)	11.73/9.78
沪深 300 指数	4528
上证指数	3205



APP 加持, 4Q 白卡加速提价, 脱胎换骨的旅程开始

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,339	9,740	14,791	17,981	21,114
营业收入增长率	-6.87%	16.79%	51.86%	21.57%	17.42%
归母净利润(百万元)	256	134	1,145	1,621	2,031
归母净利润增长率	-70.11%	-47.73%	756.04%	41.56%	25.31%
摊薄每股收益(元)	0.191	0.100	0.857	1.213	1.520
每股经营性现金流净额	0.80	0.84	1.88	2.55	2.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.98%	2.54%	19.22%	23.39%	24.92%
P/E	16.40	53.07	13.25	9.36	7.47
P/B	0.82	1.35	2.55	2.19	1.86

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 博汇纸业是国内白卡纸龙头之一, 2020 年联手 APP 再起航。公司深耕白卡纸产业链十余载, 稳坐国内白卡第二把交椅。2019 年底公司发布 APP 要约收购公告, 当前该并购已通过反垄断审查, 向前迈进关键性一步。
- 短期看, 伴随内需和出口逐月恢复, 白卡景气逐步回升。2020 年白卡行业的开工负荷率于 4 月见底, 5-6 月持续环比提升, 目前达到 79.3%, 已十分接近 2017 年底景气高点时的开工率峰值 84%, 我们认为四季度国内白卡供给端弹性很小, 并且目前行业库存已进入下行周期, 随着四季度需求旺季来临, 供求矛盾有望激化, 驱动白卡价格加速上行。
- 中长期看, 消费升级+白板替代+限塑令三大因素将驱动白卡行业继续增长。我们预计未来 5 年白卡需求复合增速 9%。供给端, 白卡未来三年新增产能 270 万吨, 从供求关系计算结果看, 白卡行业将保持良好的供求关系。并且, 未来三年国内白卡产能扩张以现有龙头为主, 且 APP 在增量产能中占据近 70% 的比重, APP 对白卡行业的话语权将进一步增强, 即整个行业供给端的秩序将继续改善。国内白卡行业中长期将持续处于良性循环之中。
- 博汇: 纳入 APP 体系, 1+1>2。博汇纳入 APP 体系之后, 一方面将做大 APP 市场份额, 进一步优化国内白卡行业的竞争格局, 降低白卡价格和盈利能力的波动率; 其次还将在生产、研发、融资等方面全面提升, 在新的体系下产生巨大的协同效应, 达到“1+1>2”的效果。对于 APP 而言, 其掌握的核心技术、渠道资源(尤其海外)则拥有更大的产能加以变现。假设收购完成后, APP 有机会将自身 360 万吨白卡资产注入博汇, 则博汇预计拥有 650 万吨白卡产能, 有望成为白卡纸行业巨无霸。

投资建议

- 我们预计 2020-2022 年公司的 EPS 为 0.86 元、1.21 元和 1.52 元, 当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 13.3/9.4/7.5 倍, 给予公司 2021 年合理估值 15 倍, 对应目标价为 18.19 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

- 并购整合进程不及预期的风险; 白卡纸产能过度扩张导致纸价大幅下跌的风险; 股权质押的风险; 限塑令推进落地不及预期的风险; 原料价格大幅波动的风险。

姜浩

分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

1) 白卡纸:

收入端: 参考白卡纸 2019 年均价与 2020 年上半年均价的价差, 考虑白卡纸景气度回暖的趋势, 以及 APP 收购完博汇之后, 整个行业的竞争格局将进一步优化, 我们预测 2020 年白卡纸均价同比+350 元(税后), 2021/2022 年均价同比+300/+250 元。考虑到江苏 120 万吨白卡纸新产能于 2019 年下半年投产, 我们预计 2020-2022 年白卡纸营收为 103.6/122.0/137.3 亿元, 同比+31.5%/17.7%/12.5%。

成本端: 参考阔叶浆 2019 年均价和 2020 年上半年均价, 以及浆价下半年逐渐企稳的走势预判, 我们预计 2020 年阔叶浆均价较 2019 年下跌 600 元(税后), 2021 年和 2022 年阔叶浆均价同比+270 元/+270 元, 我们假设白卡纸 2020/2021/2022 年单位成本-100/+180/+180 元。我们预测 2020/2021/2022 年白卡纸毛利率为 24.0%/24.9%/25.1%。

图表 1: 公司历史白卡纸单价(元/吨)及毛利率情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
白卡纸单价 (元/吨)	4191	4342	4073	4062	5113	4866	4481
单位成本(元/吨)	3543	3743	3619	3476	3832	4012	3772
毛利率	15.5%	13.8%	11.1%	14.4%	25.1%	17.6%	15.8%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2) 箱板纸&瓦楞纸:

收入端: 参考箱板纸 2019 年均价及 2020 年上半年均价, 考虑随着内外需求回暖, 下半年箱板纸景气度有望逐步回暖, 我们预测 2020 年箱板纸/瓦楞纸吨均价同比+100 元/+80 元, 预计箱板纸 2021/2022 年均价同比+270/+200 元, 预计瓦楞纸 2021/2022 年均价同比+230/+160 元。考虑到 2019 年下半年新投产 50 万吨箱板纸和 50 万吨瓦楞纸产能, 我们预计 2020-2022 年箱板纸营收为 17.0/20.7/22.1 亿元, 瓦楞纸营收为 13.2/15.0/16.6 亿元。

成本端: 考虑外废进口清零令国废供应逐渐紧张, 抬升国废价格中枢, 以及 2019 年设备试机导致拉高平均成本分摊, 2020 年开始单位设备分摊成本降低, 我们预测 2020-2022 年箱板纸单位成本同比-100/+270/+150 元, 瓦楞纸单位成本同比-50/+270/+150 元, 我们预测 2020-2022 年箱板纸毛利率为 11.4%/10.5%/11.3%, 瓦楞纸毛利率为 16.0%/13.7%/13.3%。

3) 2020-2022 年销售费用率预测: 考虑到 2020 年上半年公司对下游经销商销售折扣的提高, 我们预计 2020 年销售费用率提升至 4.7%, 2021/2022 年预测值为: 4.3%/4.1%。

4) 2020-2022 年管理费用率预测: 我们认为 APP 收购后有望进一步提升公司管理效率, 预计 2020-2022 年公司管理费用率为 2.9%/2.8%/2.7%。

5) 2020-2022 年研发费用率预测: 0.08%/0.1%/0.1%, 研发费用绝对值分别为 0.12/0.18/0.2 亿元。

■ 我们区别于市场的观点

1、我们认为今年 8-12 月白卡将加速提价, 预计幅度 530 元/吨(税后), 2021 年白卡均价较 2020 年继续提升 300 元/吨(税后)。

2、从白卡纸行业格局演变的视角来看, 我们认为此次并购完成之后, 国内白卡纸的价格波动率将降低, 底部将抬升, 白卡行业的成长性变强, 周期属性变弱。

3、中长期看, 白卡行业的扩张均由龙头发起, 行业扩产有序, 并且 APP 的话

语权将进一步变大，白卡行业供求关系处于良性循环之中。

■ 股价上涨的催化因素

- 1、四季度白卡纸加速提价；
- 2、收购完成后，APP 有机会将白卡纸资产注入博汇纸业；
- 3、外废禁令下，国废价格抬升，白板纸成本端大幅增加，白卡替代白板加速；
- 4、限塑令加速落地，各地政府加快出台执行政策，加大限塑实施力度。

■ 估值和目标价格

我们预计 2020-2022 年公司的 EPS 为 0.86 元、1.21 元和 1.52 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 13.3/9.4/7.5 倍，给予公司 2021 年合理估值 15 倍，对应目标价为 18.19 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资风险

并购整合进程不及预期的风险：尽管 APP 收购博汇已通过反垄断审查，但后续仍有一系列审查程序，审批时间过长可能导致收购时间点延后，存在整合不及预期的风险。

白卡纸产能过度扩张导致纸价大幅下跌的风险：若未来白卡盈利较高，且保持稳定水平，其他纸种龙头企业涉足白卡，将导致白卡存在重新引发价格竞争的风险。

股权质押的风险：公司股东当前累计质押股数占总股本比例为 30.66%，若借款人到期未能及时履行还款义务，存在股权质押违约风险。

限塑令推进落地不及预期的风险：新版限塑令于 2020 年 1 月发布，该政策涉及范围广泛，需要各地方政府出台具体实施细则进行进一步落地实施，若后续落实不及预期，导致白卡纸需求增长不及预期。

原料价格大幅波动的风险：若上游浆企大量停工减产导致港存加快去库，纸浆供给不足导致价格上涨，将抬升白卡纸生产成本、降低白卡纸吨毛利。

内容目录

投资要件	2
1、国内白卡第二，联手 APP 再起航	7
1.1、APP 收购博汇反垄断审查获批，白卡纸集中度提升在即	7
1.2、多年深耕白卡主业，营收稳步增长	8
2、内需+出口恢复推升短期景气度，四季度看白卡加速提价	9
2.1、内需和出口逐月恢复，驱动白卡景气回升	9
2.2、白卡目前开工率已接近峰值，供给缺乏弹性	11
2.3、四季度需求旺季，供求矛盾有望激化，白卡提价加速	11
3、中长期“消费升级+环保”驱动增长，供求有望保持良性循环	12
3.1、白卡纸：过往 5 年，成长性最好的大宗细分纸种	12
3.2、需求端：中长期看，消费升级+白板替代+限塑令驱动白卡增长	13
3.3、供给端：未来扩张以龙头为主，APP 话语权提升	20
3.4、供求关系：中长期白卡纸供求有望保持良性循环	21
4、博汇：纳入 APP 体系，1+1>2	21
4.1、收购完成有助于白卡周期属性降低，成长属性增强	21
4.2、APP+博汇合并将产生巨大的经济价值	23
5、盈利预测和投资建议：首次覆盖给予“买入”评级	28
5.1、盈利预测	28
5.2、投资建议	29
6、风险提示	30

图表目录

图表 1：公司历史白卡纸单价（元/吨）及毛利率情况	2
图表 2：公司机制纸产能扩张历程	7
图表 3：公司收购前后股权变化示意图	7
图表 4：2019 年重点造纸企业产量前 10 名企业	8
图表 5：预计 2021 年公司造纸产能达到 493 万吨	8
图表 6：博汇纸业的营收主要来自于白卡纸	9
图表 7：2004-2019 年公司营业收入及增速	9
图表 8：2004-2019 年公司净利润及增速	9
图表 9：4 月以来，宏观消费逐步恢复	10
图表 10：各电商平台“618”成绩亮眼	10
图表 11：5 月起欧美制造业 PMI 环比好转	10
图表 12：4 月起中国出口贸易金额同比转正	10
图表 13：2020 年 4 月以来白卡纸开工负荷率持续提升	11
图表 14：我国白卡纸库存天数进入下行区间	11
图表 15：白卡纸下半年消费量好于上半年	12

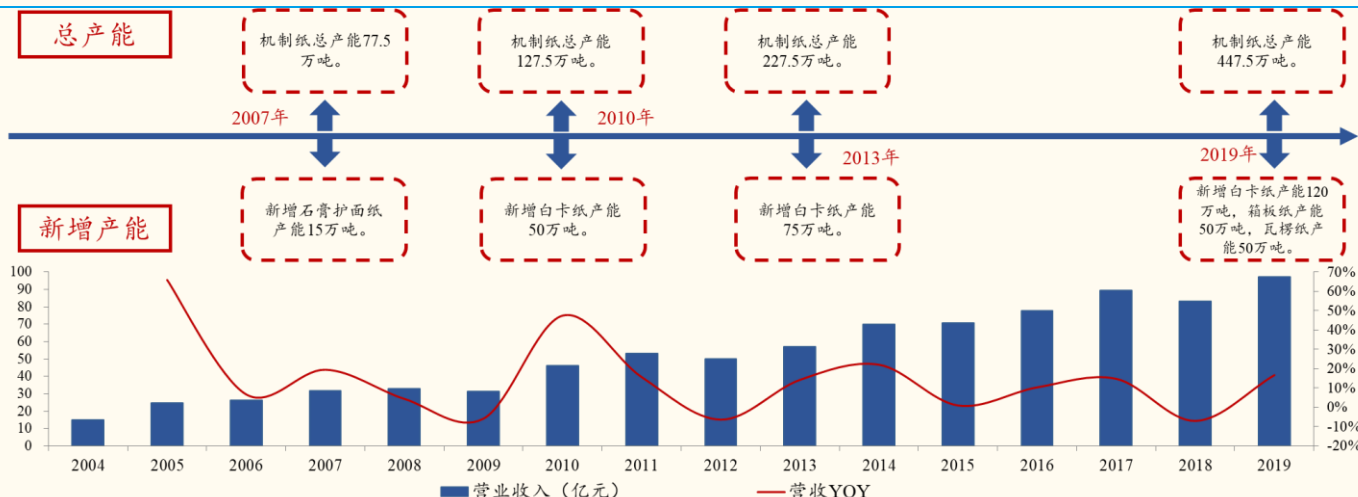
图表 16: 四季度一般为白卡纸消费旺季	12
图表 17: 白卡纸表观消费量呈上升态势	12
图表 18: 过去 5 年白卡纸需求复合增速居各纸种首位	12
图表 19: 白卡纸下游细分行业需求分布	13
图表 20: 白卡纸有望借助下游消费品消费升级进行替代	13
图表 21: 中国消费者倾向于购买更高端的品牌	14
图表 22: 一二类卷烟销量占比呈上升趋势	14
图表 23: 2011-2019 白卡纸和白板纸表观消费量对比	14
图表 24: 2011-2019 白卡纸和白板纸产量对比	14
图表 25: 白卡纸与白板纸的对比	15
图表 26: 2020 年预计杭州富阳 115 家造纸企业关停	15
图表 27: 2018 年以来杭州机制纸产量下滑显著	15
图表 28: 近年来白板纸产能逐步清退	15
图表 29: 2020 年前 9 批外废进口配额同比下滑 31.3%	16
图表 30: 白板与白卡纤维成本比值已超过 0.9	16
图表 31: 白卡纸和白板纸价差预计进一步缩小 (元/吨)	16
图表 32: 除 4 家纸企外, 剩余纸厂白板纸产能均低于 50 万吨	17
图表 33: 2020 年新版“限塑令”主要内容	18
图表 34: 纸制品是目前塑料制品的最佳替代品	19
图表 35: 全国外卖用户规模 (亿人) 与使用率	19
图表 36: 2021 年底, 全国外卖用户有望达到 5.7 亿人	19
图表 37: 餐饮行业白卡纸替代带来的增量需求空间测算	20
图表 38: 非餐饮领域白卡纸替代带来的增量需求空间测算	20
图表 39: 白卡纸行业未来预计新增产能	21
图表 40: 白卡纸供求有望保持良性循环	21
图表 41: 铜版纸和白卡纸的行业集中度更具优势	22
图表 42: 铜版纸和白卡纸价格底部不断抬升	22
图表 43: 此轮周期白卡纸价格下调幅度低于双胶纸和箱板纸 (元/吨)	22
图表 44: 合并后白卡纸行业 CR3 超过 80%	23
图表 45: APP 工业用纸吨成本优势显著	23
图表 46: APP 工业用纸毛利率优势显著	23
图表 47: APP 和博汇纸业研发费用率对比	24
图表 48: APP“以纸代塑”高端白卡纸产品及特点	24
图表 49: 2019 年博汇资产负债率为 72.78%	25
图表 50: 2019 年博汇资金成本为 5.88%	25
图表 51: 伴随产能扩张, 博汇负债不断攀升	25
图表 52: APP 货币资金充裕	25
图表 53: 2019 年博汇海外营收占比仅为 6.47%	26
图表 54: 2019 年 APP 主要出口产品内外销情况	26

图表 55: 欧洲部分国家或地区出台与“限塑令”相关的政策	26
图表 56: APP 营收规模稳健增长	27
图表 57: APP 归母净利润 CAGR5 为 11.7%	27
图表 58: 2019APP 工业用纸产能为 360 万吨.....	27
图表 59: APP 产能利用率不断提升	27
图表 60: APP 系白卡纸 2022 预计达到 830 万吨产能	27
图表 61: 2020-2022 公司分项收入及毛利率预测.....	29
图表 62: 可比公司估值水平.....	30

1、国内白卡第二，联手 APP 再起航

深耕白卡纸产业链十余载，稳坐国内白卡纸行业第二把交椅。博汇纸业成立于 1994 年，以文化纸和箱板纸为起点，于 2005 年切入白卡纸领域并多年深耕，依托山东淄博和江苏盐城两大生产基地，凭借原料采购、成本控制、销售网络的积累，成长为国内白卡纸第二龙头。公司当前实际拥有机制纸产能 448 万吨，其中白卡纸产能 290 万吨。2019 年，公司营收为 97.4 亿元，同比+16.8%，归母净利润为 1.34 亿元，同比-47.7%。

图表 2：公司机制纸产能扩张历程

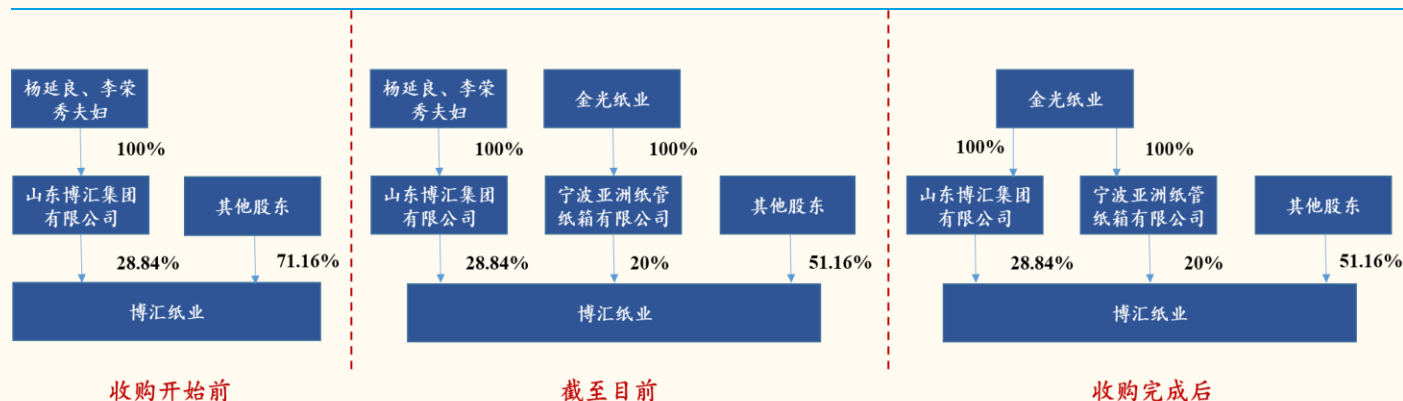


来源：RISI、公司公告、国金证券研究所

1.1、APP 收购博汇反垄断审查获批，白卡纸集中度提升在即

收购反垄断审查已通过，APP 有望成为博汇实控人。在 2019 年 APP 开启收购进程前，杨廷良夫妇通过博汇集团持有博汇纸业 28.84% 的股份并拥有公司控制权。2019 年 4 月起，APP（金光纸业简称，下同）通过全资子公司宁波亚洲纸管纸箱有限公司在二级市场上购买博汇纸业股票，连续四次举牌直至持股比例达到 20%。2019 年底博汇发布实控人股权转让公告，拟通过博汇集团间接转让博汇纸业 28.84% 的股份。若此次转让成功，APP 将以直接和间接的方式共持有公司 48.84% 的股份并享有公司控制权。当前 APP 收购案已通过反垄断审理，预计该交易大概率完成。

图表 3：公司收购前后股权变化示意图



来源：公司公告、国金证券研究所

2019 年，APP 产能居全国第二，当前拥有 360 万吨白卡纸产能，若此次收购顺利进行，APP 与博汇合计拥有白卡纸产能 650 万吨，市占率达到 52%，国

内白卡行业竞争格局将进一步优化，APP 对国内白卡纸价格将拥有不俗的掌控力。

图表 4：2019 年重点造纸企业产量前 10 名企业

序号	单位名称	产量（万吨）		
		2018 年	2019 年	同比 %
1	玖龙纸业（控股）有限公司	1394	1502	7.75
2	APP 纸业	861	914.62	6.23
3	理文造纸有限公司	563.17	593	5.3
4	山东晨鸣纸业集团股份有限公司	456.72	515	12.76
5	山东太阳控股集团有限公司	459.73	499.4	8.63
6	山鹰国际控股股份公司	463.21	473.59	2.24
7	华泰集团有限公司	313.64	307.7	-1.89
8	中国纸业投资有限公司	290	277.5	-4.31
9	江苏荣成环保科技股份有限公司	220.97	252	14.04
10	山东博汇集团有限公司	175.22	235.26	34.27

来源：中国造纸协会，国金证券研究所

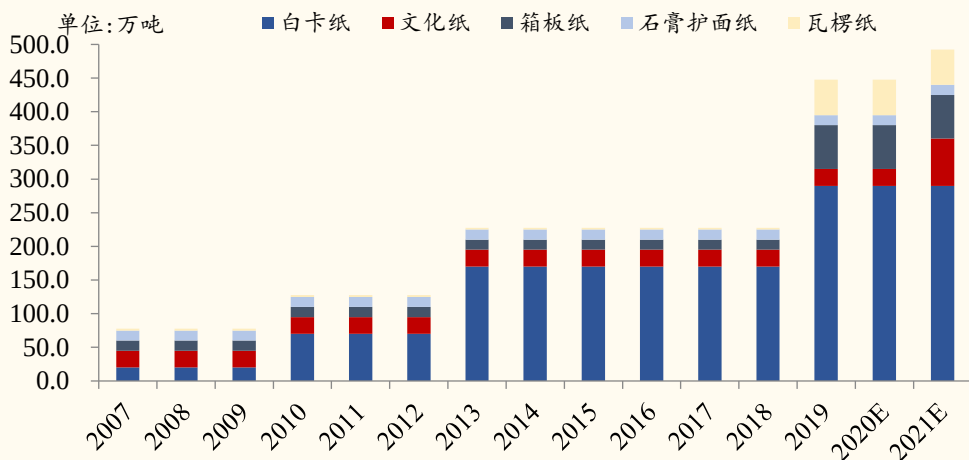
注：APP2019 年产量根据《中国造纸工业 2019 年度报告》中的附表：2019 年重点造纸企业产量前 30 名企业中 APP 子公司产量合计统计；2018 年产量统计原则同 2019 年。

1.2、多年深耕白卡主业，营收稳步增长

白卡纸：多年专注深耕白卡主业，产能复合增速超 20%。公司自 2005 年进入白卡纸行业以来，受益于多年深耕白卡主业，白卡产能从 2007 年 20 万吨提升至 2019 年 290 万吨，产能复合增速达到 25.0%。2004-2019 年公司营业收入从 15.0 亿元提升至 97.4 亿元，复合增速达到 13.31%，其中白卡纸收入占比由 41.1%提升至 80.9%。

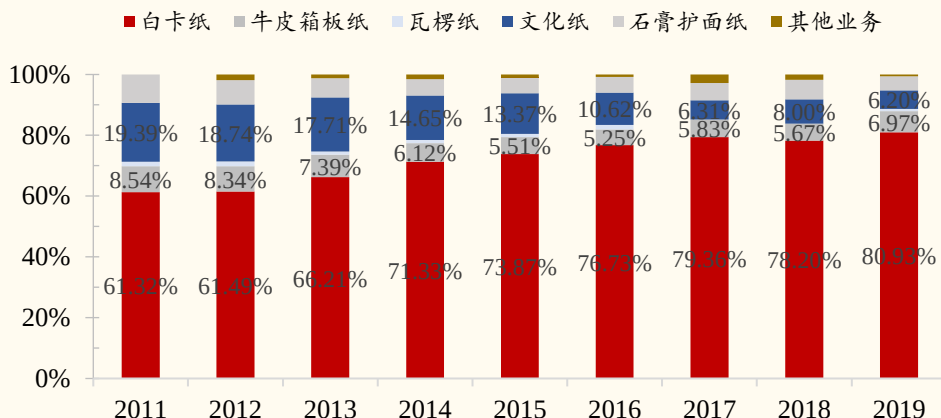
纵向延伸产业链，自 2019 年横向构建多维产品矩阵。①公司以白卡纸为基本盘，近年来逐步向箱板瓦楞纸行业拓展，当前文化纸/石膏护面纸/牛皮箱板纸/瓦楞纸产能分别为 25 /15 /65 /53 万吨，2019 年，公司白卡纸/箱板纸/文化纸/石膏护面纸/瓦楞纸的营收占比分别为 80.93%/6.97%/6.20%/4.63%/0.73%，预计 2021 年公司造纸产能有望达到 493 万吨。②自建浆产能保证原料稳定供应。公司已投产化机浆 120 万吨，当前在建 9.5 万吨化学浆产能，原料自供比例预计超过 40%。

图表 5：预计 2021 年公司造纸产能达到 493 万吨



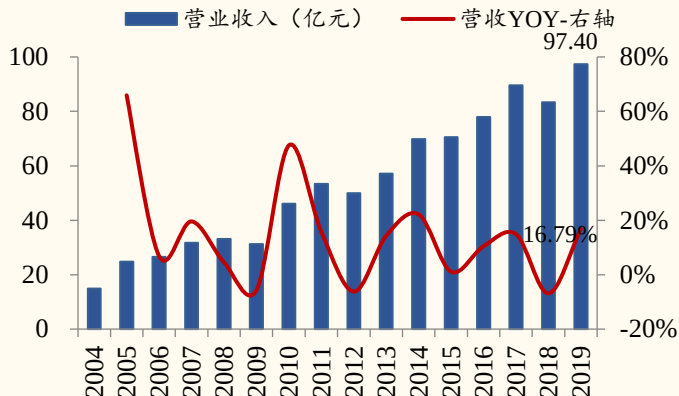
来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：博汇纸业的营收主要来自于白卡纸



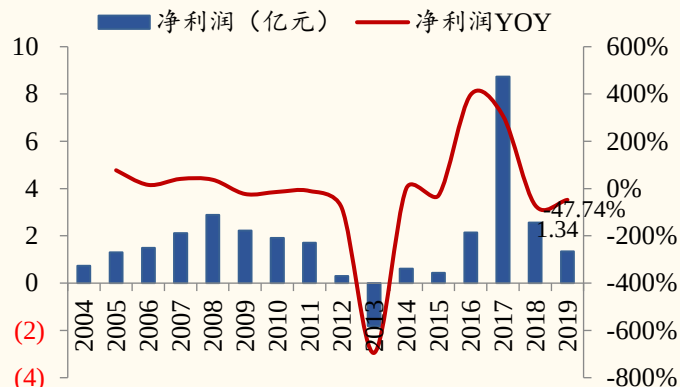
来源：公司年报、国金证券研究所

图表7：2004-2019 年公司营业收入及增速



来源：公司公告、国金证券研究所

图表8：2004-2019 年公司净利润及增速



来源：公司公告、国金证券研究所

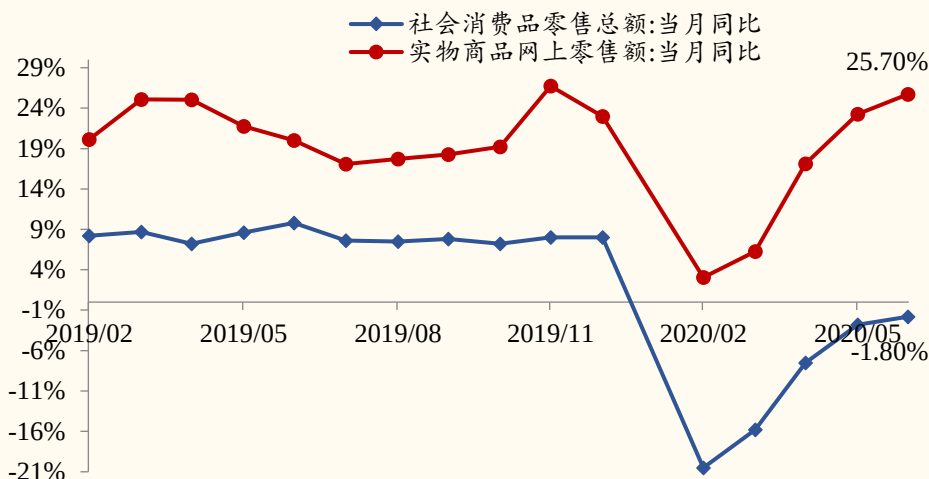
2、内需+出口恢复推升短期景气度，四季度看白卡加速提价

短期看，伴随内需和出口逐月恢复，白卡景气逐步回升。2020 年白卡行业的开工负荷率于 4 月见底，5-6 月持续环比提升，目前达到 79.3%，已十分接近 2017 年底景气高点时的开工率峰值 84%，我们认为四季度国内白卡供给端弹性很小，并且目前行业库存已进入下行周期，随着四季度需求旺季来临，供求矛盾有望激化，驱动白卡价格加速上行。

2.1、内需和出口逐月恢复，驱动白卡景气回升

6 月社零当月同比增速为-1.8%，降幅比 5 月收窄 1pcts。6 月实物商品网上零售额同比增加 25.7%，电商渠道成为消费回暖的一大助力，2020 年天猫 618 消费季的累计下单金额 6982 亿元，销售额超 1 亿元的品牌超过 150 个，京东平台累计下单金额超 2692 亿元，同比+33.6%；苏宁全渠道销售规模同比+129%。根据国家邮政局监测数据，6 月 1-18 日，全国快递业务完成量为 46.8 亿件，同比+48.7%。疫情之后，国内消费正在逐月向好，助推白卡景气改善。

图表 9：4 月以来，宏观消费逐步恢复



来源：WIND、国金证券研究所

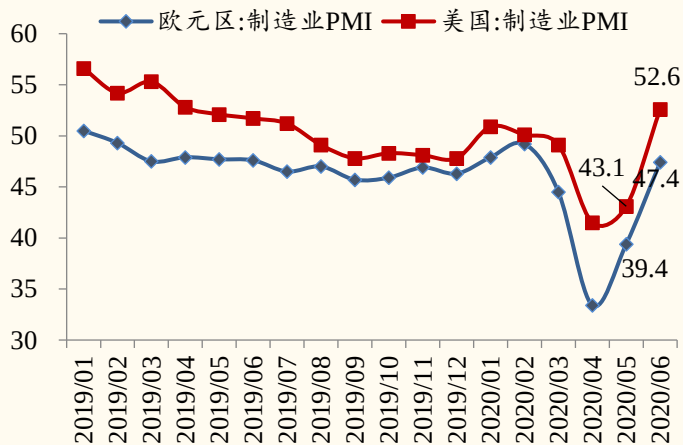
图表 10：各电商平台“618”成绩亮眼

电商	2020“618”销售表现
天猫	618 购物季累计下单金额为 6982 亿元，创造新纪录。
京东	6 月 1 日 0 时至 6 月 18 日 24 时，京东 618 全球年中购物节累计下单金额达到 2692 亿元，相较于去年的 2015 亿元同增 33.6%
苏宁易购	6 月 18 日 24 小时内，苏宁易购全渠道销售规模增长 129%，大快消订单增长 223%，到家业务订单暴增 510%。零售云门店销售增长 416%。

来源：天猫官网、苏宁官网、京东官网、国金证券研究所

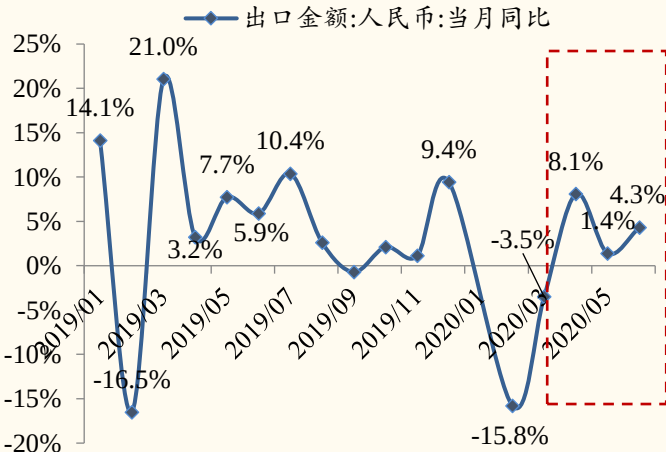
5 月以来欧美经济回暖，其中 6 月美国制造业 PMI 提升至 52.6，环比提升 9.5，已进入扩张区间。欧元区制造业虽然恢复的速度不及美国，但 6 月制造业 PMI 较 5 月大幅改善，表明经济下滑的动能显著减弱。海外经济持续回暖助力国内出口恢复，4 月起中国出口金额同比转正，我们认为伴随出口恢复正增长，无论以包装形式的间接出口还是白卡的直接出口，均将环比改善，从另一个维度提振白卡景气度。

图表 11：5 月起欧美制造业 PMI 环比好转



来源：WIND、国金证券研究所

图表 12：4 月起中国出口贸易金额同比转正

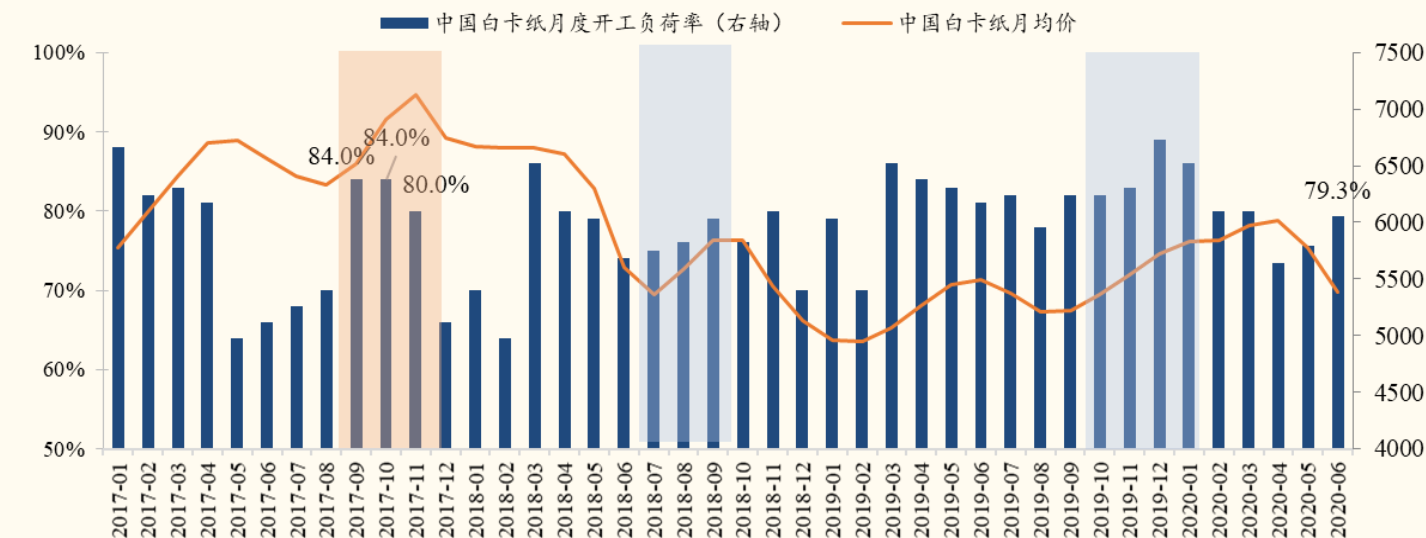


来源：海关总署、国金证券研究所

2.2、白卡目前开工率已接近峰值，供给缺乏弹性

今年白卡纸行业的开工负荷率于 4 月见底，5-6 月持续环比提升，目前达到 79.3%，2017 年白卡景气高峰之时，行业开工负荷率为 84%，当前开工率已接近峰值，白卡产能供给缺乏弹性。

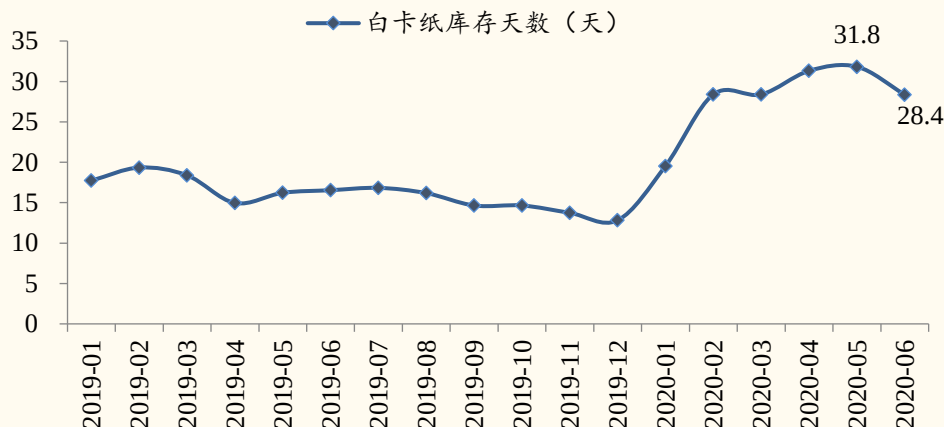
图表 13：2020 年 4 月以来白卡纸开工负荷率持续提升



来源：卓创资讯，国金证券研究所

库存角度，白卡企业库存天数于 5 月见此轮累库峰值，6 月环比下降 3.4 天至 28.4 天，我们判断随着需求恢复，行业库存已进入下行周期。

图表 14：我国白卡纸库存天数进入下行区间

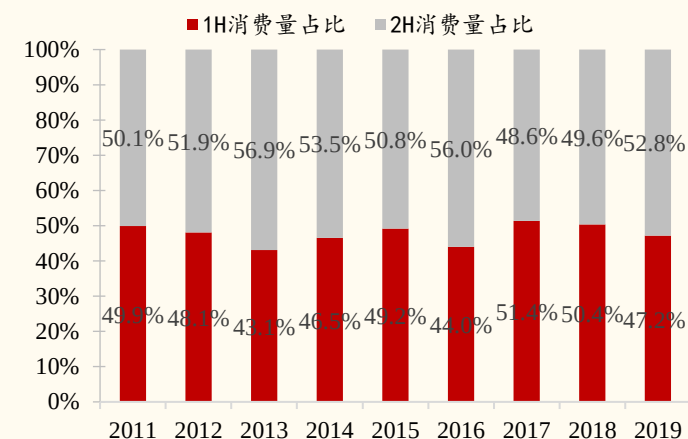


来源：卓创资讯，国金证券研究所

2.3、四季度需求旺季，供求矛盾有望激化，白卡提价加速

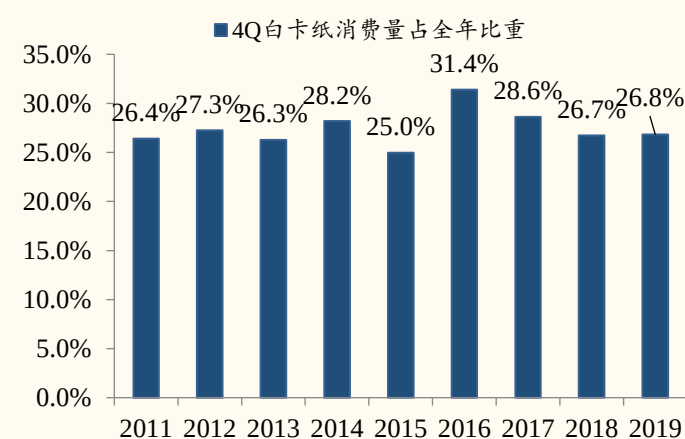
通过我们对白卡纸过往时段消费占比以及价格联动复盘看，白卡纸涨价时段多出现于下半年，尤其是四季度，这与国内四季度是传统消费旺季有关。鉴于白卡目前供给缺乏弹性，库存亦进入下行周期，我们判断随着 8 月下旬，消费开始进入季节性旺季时，白卡行业的供求矛盾将被激化，白卡价格将加速上行。

图表 15：白卡纸下半年消费量好于上半年



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 16：四季度一般为白卡纸消费旺季



来源：卓创资讯，国金证券研究所

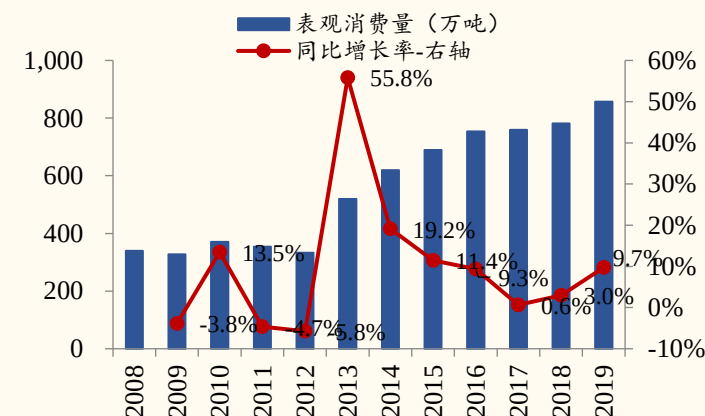
3、中长期“消费升级+环保”驱动增长，供求有望保持良性循环

中长期看，消费升级+白板替代+限塑令三大因素将驱动白卡行业继续增长，我们预计未来 5 年白卡需求复合增速 9%。供给端，白卡未来三年新增产能 270 万吨，从供求关系计算结果看，白卡行业将保持良好的供求关系。并且，未来三年国内白卡产能扩张以现有龙头为主，且 APP 在增量产能中占据近 70% 的比重，APP 对白卡行业的话语权将进一步增强，即整个行业供给端的秩序将继续改善。国内白卡行业中长期将持续处于良性循环之中。

3.1、白卡纸：过往 5 年，成长性最好的大宗细分纸种

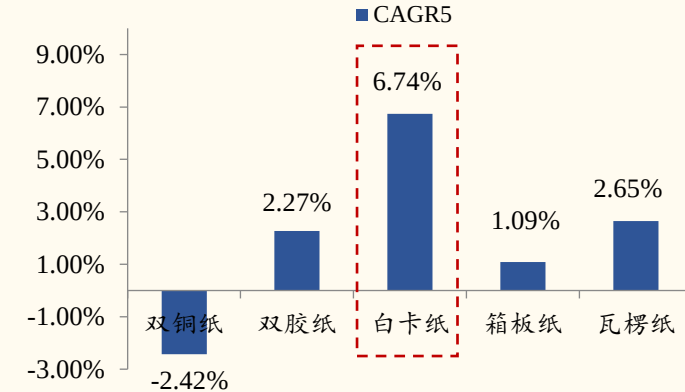
2019 年白卡的表现消费量为 857.5 万吨，同比+9.7%，过往 5 年的 CAGR 为 6.7%，显著强于其他大宗纸种。我们认为令白卡保持良好成长性的核心因素是国内的消费升级，高端消费占比的提升带动以白卡为基材的高档纸质包装需求快速增长。

图表 17：白卡纸表现消费量呈上升态势



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 18：过去 5 年白卡纸需求复合增速居各纸种首位



来源：卓创资讯，国金证券研究所

白卡下游主要分为三类：

- ① 刚需稳健型需求：如药品（35.5%）、食品包装（13.9%）、香烟（14.1%）
- ② 处于成长期的可选型需求：如各类电子电器具（1.0%）、化妆品（1.2%）、具有替换趋势的餐饮包装类需求。
- ③ 处于成熟期的可选型需求：如服装（6.4%），传统餐饮包装需求等。

图表 19：白卡纸下游细分行业需求分布

终端行业	社会卡	食品卡	烟卡
扑克牌纸	3.9%		
服装（包括吊牌等）	6.4%		
乳制品（液包等）		9.1%	
酒精类饮料	1.1%		
药品	35.5%		
香烟			14.2%
饮料（不包含酒精）		2.6%	
各类器具(电子类，家用小电器类等)	1.0%		
化妆品	1.2%		
出版印刷	0.2%		
纸袋/购物袋类	1.5%		
食品包装类（方便面碗，糕点，冷饮等）	9.9%	4.0%	
餐饮服务类（汉堡盒，咖啡杯等）		9.5%	
合计	60.6%	25.2%	14.2%

来源：中国产业信息网，国金证券研究所

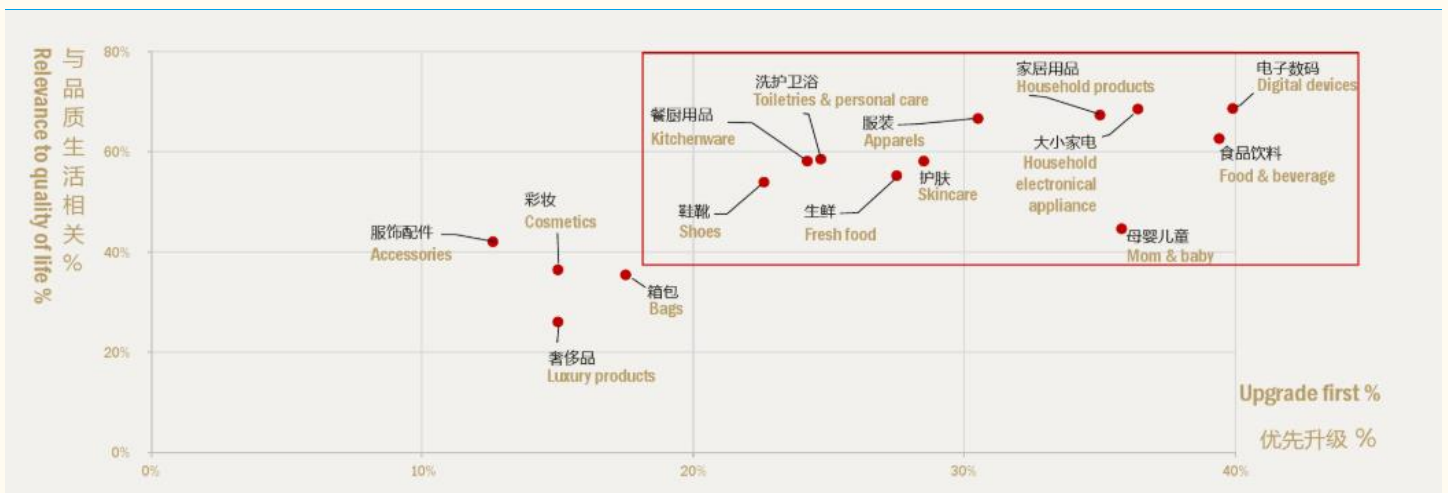
3.2、需求端：中长期看，消费升级+白板替代+限塑令驱动白卡增长

中长期看，白卡需求端的驱动因素主要有三点：1、消费升级，增量包装大量使用白卡纸；2、原有使用白板纸的纸质包装存在升级需求，被白卡替代；3、环保限制塑料使用，塑料制品被白卡替代。我们认为驱动中长期白卡纸需求增长的三个因素均为大势所趋，因此我们对白卡中长期的成长性坚定看好，预计未来5年白卡需求量的复合增速有望保持9%。

3.2.1、消费升级，增量包装大量使用白卡纸

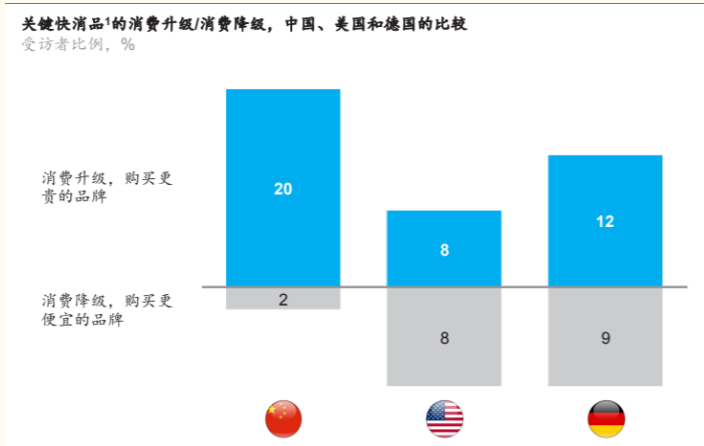
近年来伴随消费升级以及中产阶级的崛起，人们的品质化、品牌化消费趋势明显，食品饮料（酒）、电子数码、家电、化妆品等品牌化消费品在消费升级的位置更靠前，根据麦肯锡咨询报告，当下中国消费者相比欧美对购买更贵的品牌具有更强的意愿，表明国内消费升级的潜力依然巨大，白卡有望充分受益消费升级带来的长期需求红利。以香烟为例，近年来一、二类卷烟销量占比提升趋势显著，充分带动烟卡需求的提升。

图表 20：白卡纸有望借助下游消费品消费升级进行替代



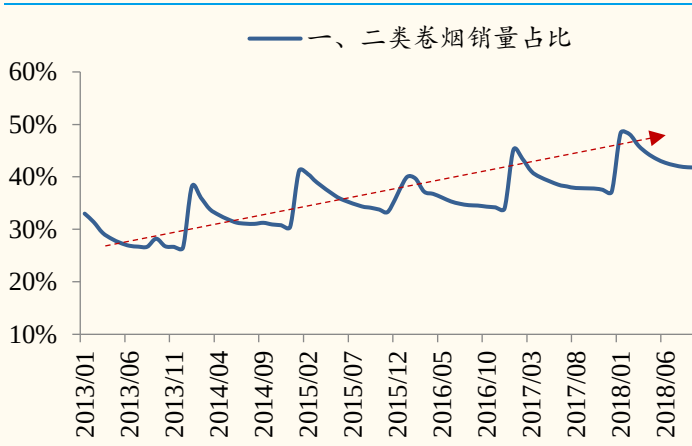
来源：网易严选《中国品质生活白皮书》，国金证券研究所

图表 21：中国消费者倾向于购买更高端的品牌



来源：麦肯锡，国金证券研究所

图表 22：一二类卷烟销量占比呈上升趋势



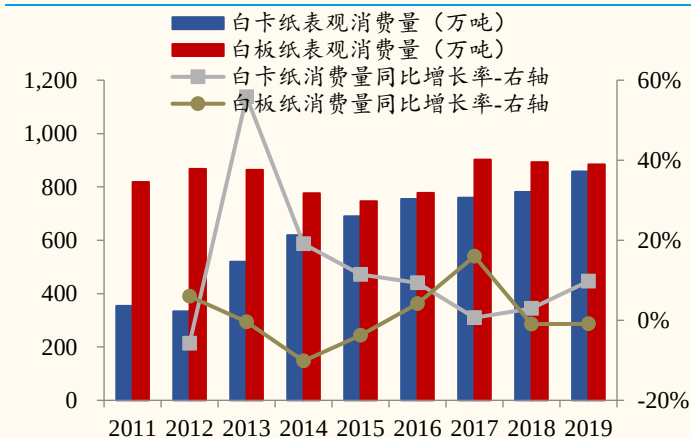
来源：WIND，国金证券研究所

3.2.2、白板纸产能清退、外废禁令以及中低端白卡的推广加快白卡替代速度

白板纸和白卡纸虽然同属包装白板纸，但白卡纸的主要材料是化机浆，阔叶浆和针叶浆，定位为中高端包装纸；而白板纸主要原材料为废纸，性价比较高，由于单面涂布使用感较白卡纸差，近年来随着消费升级和环保产能清退，白卡纸对白板纸的替代作用逐步增强。

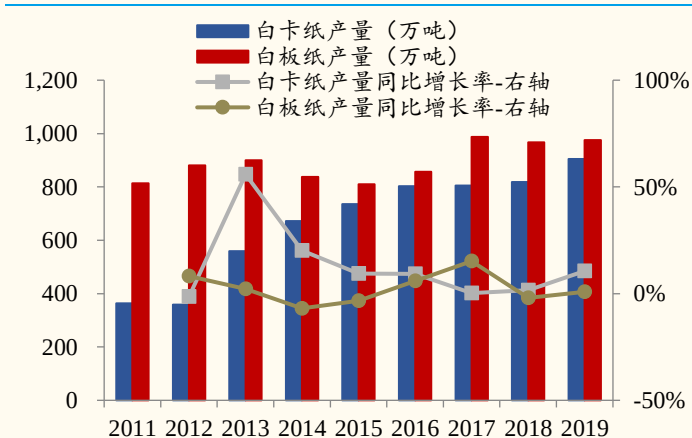
2014-2019 年，白卡纸产量由 672 万吨提升至 904 万吨，复合增速为 6.1%，同期白板纸产量复合增速为 3.1%。我们认为，伴随未来白板纸产能清退、外废禁令以及中低端白卡的推广，白卡纸替代白板的进度有望加速。

图表 23：2011-2019 白卡纸和白板纸表观消费量对比



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 24：2011-2019 白卡纸和白板纸产量对比



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 25：白卡纸与白板纸的对比

纸种	特点	主要用途	原料	价格	产品图片
白卡纸	坚挺厚实、白度高、纸面平滑、油墨受理性佳、光泽佳	用于手机盒、化妆品盒、食品餐盒、月份台历以及邮政明信片或类似的产品	化机浆、阔叶浆、针叶浆	5700-6200 元/吨	
灰底白板纸	正面呈白色且光滑，背面多为灰底	单面彩色印刷后制成纸盒供包装使用	废纸	4000-4700 元/吨	

来源：卓创资讯，国金证券研究所

(1)、富阳中小纸厂产能清退，白板纸供给收缩，为白卡腾出空间

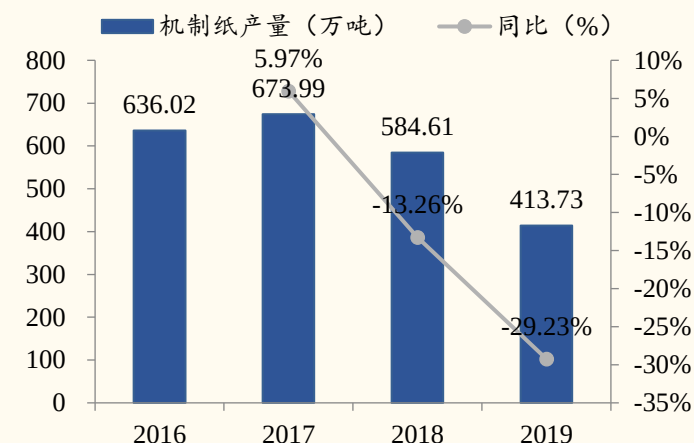
中小白板纸产能集中在杭州富阳地区，经 6 轮造纸行业整治后，截至目前富阳已累计关停拆除造纸企业 300 余家，淘汰产能 490 万吨，尽管部分白板纸产能转移至安徽等地区，但大部分产能已关停清退。2020 年富阳区预计将有 115 家造纸企业关停，清退白板纸产能 100 万吨左右。

图表 26：2020 年预计杭州富阳 115 家造纸企业关停

区域	项目名称	项目类型	实施时间
富阳区	115 家造纸企业	关停	2020 年
	4 家热电企业 (部分垃圾污泥焚烧处置锅炉除外)	关停	2020 年
	41 家化工企业	关停	2020 年
	35 家铸造企业	关停	2020 年
	3 家水泥企业产能合并	搬迁	2020 年

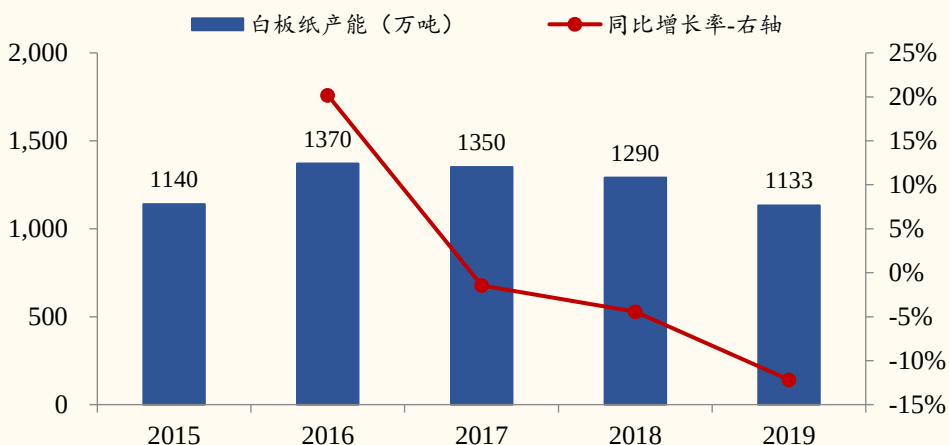
来源：杭州市政府，国金证券研究所

图表 27：2018 年以来杭州机制纸产量下滑显著



来源：浙江省统计局，国金证券研究所

图表 28：近年来白板纸产能逐步清退



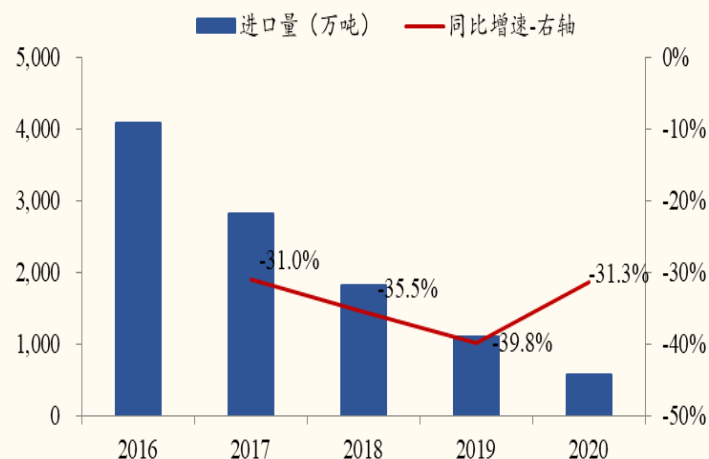
来源：卓创资讯，国金证券研究所

(2)、外废禁令提升白板纸成本中枢，白板、白卡纤维成本已经接近

除行政关停，从市场角度看，白卡与白板纤维成本差距的缩小、价格之间的逼近以及白板行业中小企业居多，都将成为白卡加速替代白板的有利因素。

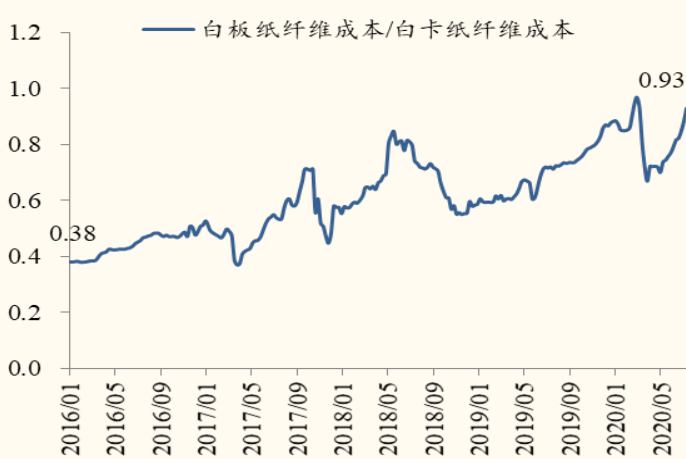
首先，2018 年国内开始实施外废禁令，外废进口额度持续缩减，推升国废价格中枢，抬升白板纸行业成本。①成本角度看，根据我们对白板纸和白卡纸纤维成本比值的测算，当前该比值已达到 0.93，意味着二者纤维成本已较为接近。②价格角度看，2018 年以前，白卡纸与白板纸的价格差在 1500 元以上，外废禁令抬高原料成本，进而支撑白板纸价格中枢上移，近年来白卡纸与白板纸价格呈缩小态势。预计 2020 年之后，外废进口额度清零，国废价格继续保持升势，白板纸成本中枢仍将继续抬升，白卡纸和白板纸的纤维成本差距有望进一步缩小。

图表 29：2020 年前 9 批外废进口配额同比下滑 31.3%



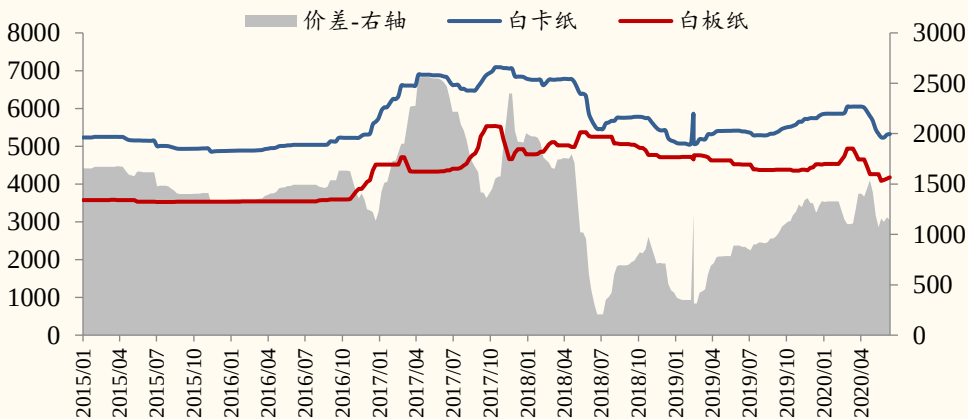
来源：卓创资讯、国金证券研究所（注：2020 年的国外废纸进口量截止至第七批为止，其同比数据是指 2020 年前 9 批累计值同比 2019 年前 9 批累计值的增速）

图表 30：白板与白卡纤维成本比值已超过 0.9



来源：卓创资讯、国金证券研究所；其中，白板纸纤维成本/白卡纸纤维成本 = $1.1 \times \text{国废黄板纸含税单价} / (0.7 \times \text{阔叶浆含税单价})$

图表 31：白卡纸和白板纸价差预计进一步缩小（元/吨）



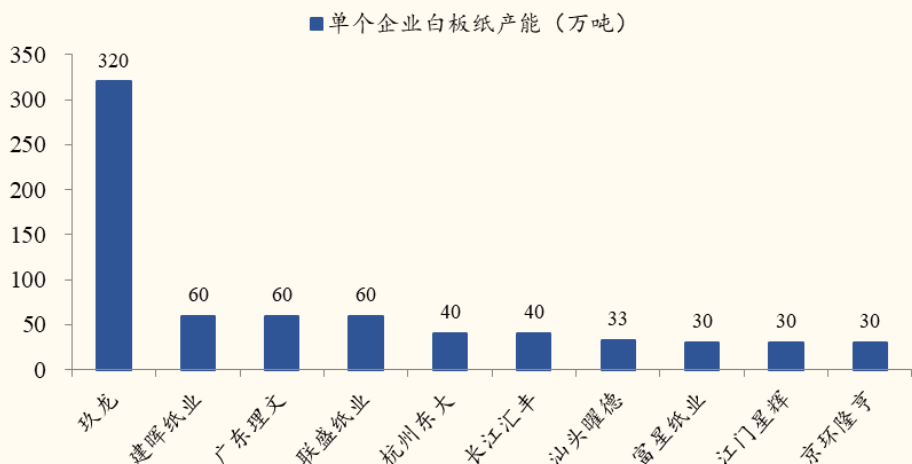
来源：卓创资讯、国金证券研究所

其次，白卡企业推出的高松度的中低端白卡，将进一步驱动白卡成本逼近白板纸，白卡替代白板的速度有望加快。例如，相似性能参数下，APP 高松白卡纸富桂的重量仅为普通白卡的 89%-93%，灰底白卡纸的 81%-86%。博汇高松白卡品牌“云帆”7 月初价格达到 4420 元/吨，对标白板纸价格相比已无明显劣势。我们认为高性价比的高松厚度白卡纸进一步缩小与白板纸的成本差距，大

中型白卡纸企业有望借助中低端高松度白卡纸产品加速抢占白板纸市场，中低端白卡纸市场空间有望全面打开。

最后，目前白板纸生产企业中，除玖龙、建晖、理文、联盛四家纸企外，其他纸厂的产能均在 50 万吨以下。我们认为，国内的白卡龙头企业完全可以凭借阶段性地将低端白卡降至令白板纸企业亏损的价格竞争策略，将大量中小白板纸企业淘汰出市场。无论从国内白卡龙头的资金实力，还是一边利用中低端产品打击白板纸，一边利用中高端白卡产品补血的“分层经营模式”，显然白卡纸龙头均占据绝对优势。

图表 32：除 4 家纸企外，剩余纸厂白板纸产能均低于 50 万吨



来源：卓创资讯，国金证券研究所

3.2.3、限塑令开辟白卡增量需求点——替代塑料制品

新限塑令目标更明确、应用场景更全面、替代方案更清晰。2020 年 1 月发改委颁布新限塑令，新版限塑令与 2007 年的旧版相比有以下几个特点：

- (1) **目标进程更明确：新版限塑令分时间、分地区制定目标逐步推进。**旧版限塑令仅规定在 2008 年，全国超市、商场、集贸市场实行塑料袋有偿使用制度，并没有对后续目标进行规定。而新版限塑令分 2020、2022、2025 年三个阶段分别设置目标逐步进行推进，并从大城市开始，逐步下沉到地级，县级市，更符合一般政策的实施特点。
- (2) **应用场景更全面：新版限塑令对多个领域的塑料制品进行全面规范。**新版限塑令的覆盖范围不仅包括此前已经覆盖的商场、超市等场景，还包括餐饮外卖、物流快递、星级宾馆等多个领域，全方面限制塑料制品的使用。
- (3) **出台替代方案加速落地：新版限塑令禁止、替代、限制多种手段相结合。**旧版限塑令是通过收费来限制超市等地方塑料制品的使用，但收取的价格较低，难以阻止顾客出于便捷等因素的考虑进行购买。新版限塑令在禁止和限制使用塑料制品的同时，还提出“在商场、书店、超市等场所，推广使用环保布袋，纸袋等非塑料制品和可降解购物袋，推广生鲜产品使用可降解包装袋。”替代产品的提出无疑使政策的实施更具人性化特点。

图表 33：2020 年新版“限塑令”主要内容

		2020 年	2022 年	2025 年
主要目标		率先在部分地区、部分领域，限制部分塑料制品的生产、销售和使用	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	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
禁止生产、销售		1、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 2、以医疗废物为原料制造塑料制品 3、废塑料进口 4、生产和销售一次性发泡塑料餐具、一次性塑料棉签		
禁止、限制使用	不可降解塑料袋	直辖市、省会城市、计划单列市城市建成区的商场、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使用不可降解塑料袋	合并范围逐渐扩大	
	一次性塑料餐具	全国范围餐饮行业使用不可降解一次性塑料吸管；地级以上城市建成区、景区景点的餐饮堂食服务使用不可降解一次性塑料餐具	扩大实施范围	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%
	宾馆、酒店一次性塑料用品	-	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	所有宾馆、酒店、民宿不再主动提供一次性塑料用品
	快递塑料包装	-	北京、上海、江苏、浙江、福建、广东等省市的邮政快递网点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	扩大实施范围
推广、应用替代产品和模式		在商场、超市、药店、书店等场所，推广使用环保布袋、纸袋等非塑料制品和可降解购物袋。推广生鲜产品可降解包装膜（袋）		

来源：发改委，国金证券研究所

我们认为，纸制品是目前塑料制品的最佳替代品。目前塑料制品的替代品有纸制品，可降解塑料，环保布袋等。但按照目前的技术水平，可降解塑料必须要在 50 摄氏度以上的环境下才可以在 6 个月之内降解，且生产成本较高，难以在短时间替代目前大量使用的不可降解塑料。而环保布袋虽然可以反复使用，但便利性不足，应用场景有限。相比于其他两种替代品，纸制品不仅价格便宜，并且易于腐化，且通过对纸制品回收利用可以节约木材消耗。综合来说，目前，纸制品是塑料制品的最佳替代品。对于塑料餐具和塑料袋的替代有望催化新增白卡纸需求。

图表 34：纸制品是目前塑料制品的最佳替代品

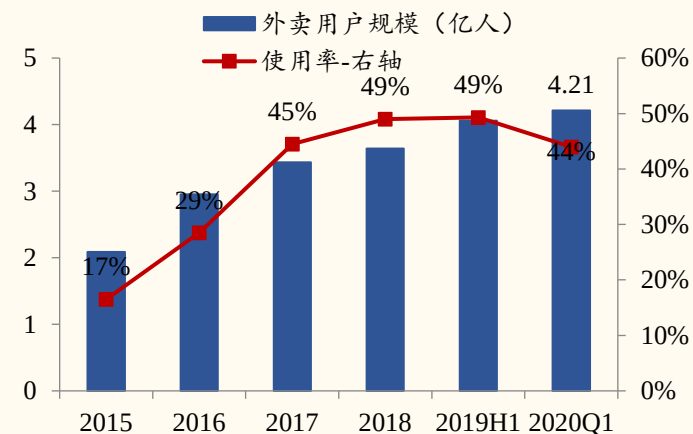
替代品名称	图片	特点
纸制品		易降解，可以循环使用，价格便宜
可降解塑料制品		生产成本高，在高温条件下（ $\geq 50^{\circ}\text{C}$ ）可以在 6 个月内降解
环保布袋		最为环保，但便捷性不强

来源：百度百科，国金证券研究所

外卖高速发展打开白卡纸餐盒需求空间，2025 年白卡餐盒替代需求有望超过 74 万吨。截至 1Q2020，外卖用户规模已经达到 4.21 亿人，利用指数平滑模型对其进行预测，我们预计 2021 年底，全国外卖用户有望达到 5.7 亿人。外卖行业的蓬勃发展进一步开拓一次性餐具使用场景，中长期看，限塑令有望加速包装类塑料餐具向食品卡的迁移。

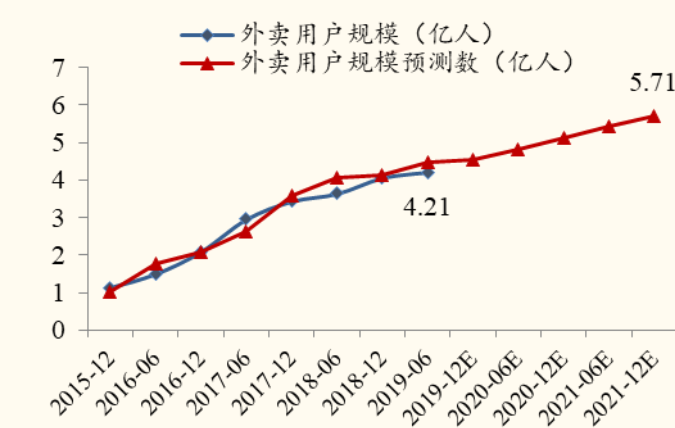
2020 年 1 月限塑令提出，2025 年底，地级以上城市餐饮外卖领域不可降解一次性塑料餐具消耗强度下降 30%。我们根据线上、线下场景的餐盒需求进行测算，认为当前仍有近 770 亿个塑料餐盒具有替代空间，进一步根据纸包装替代率和白卡纸餐盒占比，我们认为到 2025 年白卡纸替代需求有望达到 74.5 万吨。

图表 35：全国外卖用户规模（亿人）与使用率



来源：CNNIC，国金证券研究所

图表 36：2021 年底，全国外卖用户有望达到 5.7 亿人



来源：WIND，国金证券研究所

图表 37：餐饮行业白卡纸替代带来的增量需求空间测算

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
1、根据餐饮行业测算塑料餐盒市场规模							
1.1、线上外卖塑料餐盒需求量测算							
线上外卖市场订单量（亿笔）	145.2	195.97	254.76	320.99	398.03	477.64	563.61
线上外卖订单量同比增速	36.8%	35.0%	30.0%	26.0%	24.0%	20.0%	18.0%
线上外卖客单价	45.02	45.02	45.02	45.02	46.00	47.00	47.40
外卖市场容量（亿元）	6535.7	8823.2	11470.2	14452.4	18309.4	22448.9	26715.2
平均每个订单的塑料餐具量（个）	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
线上外卖塑料餐盒需求量（亿个）	508.06	685.88	891.65	1123.47	1393.11	1671.73	1972.64
1.2、线下塑料餐盒需求量测算							
餐饮收入（亿元）（社零口径）	46721	50225	54494	59126	64034	69156	74551
同比增速	9.4%	7.5%	8.5%	8.5%	8.3%	8.0%	7.8%
线下餐饮收入（亿元）	40185	41402	43024	44674	45724	46707	47835
打包率	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
餐盒数/百元	1	1	1	1	1	1	1
线下餐饮外带塑料餐盒数量（亿个）	80.37	82.80	86.05	89.35	91.45	93.41	95.67
塑料餐盒需求量合计（亿个）	588.4	768.7	977.7	1212.8	1484.6	1765.1	2068.3
单个塑料餐盒价格（元/个）	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35
餐盒市场规模（亿元）	206.0	269.0	342.2	424.5	519.6	617.8	723.9
2、白卡纸替代而产生的增量需求空间测算							
其他包装替代率	10%	13%	16%	19%	22%	27%	30%
白卡纸包装占比	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
单个餐盒重量（g）	30	30	30	30	30	30	30
白卡纸替代所带来的总需求（万吨）	7.1	12.0	18.8	27.7	39.2	57.2	74.5
白卡纸每年新增需求		4.9	6.8	8.9	11.5	18.0	17.3

来源：美团点评年报，国家统计局，国金证券研究所测算

2025 年非餐饮领域白卡纸替代带来的需求空间有望超过 65 万吨。据中国塑协塑料再生利用专业委员会统计，我国每天使用塑料袋约 30 亿个，其中仅用于买菜的塑料袋达 10 亿个。我们假设到 2025 年纸袋替代率达到 8.5%，其中白卡纸占比为 15%，保守估计 2025 年白卡纸替代需求规模至少达到 65 万吨。

图表 38：非餐饮领域白卡纸替代带来的增量需求空间测算

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
1、非餐饮领域塑料袋消费量测算							
1.1、买菜用途塑料袋消费量（亿个）	3650	3595	3541	3488	3436	3384	3334
同比增速		-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
1.2、其他用途塑料袋消费量（亿个）	7300	7227	7155	7083	7012	6942	6873
同比增速		-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
非餐饮领域塑料袋消费量合计（亿个）	10950	10822	10696	10571	10448	10327	10206
2、白卡纸替换产生的增量需求测算							
纸袋替换率	2.0%	3.5%	4.5%	5.5%	6.0%	7.5%	8.5%
白卡纸占比	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
白卡纸纸袋数量（亿个）	32.9	56.8	72.2	87.2	94.0	116.2	130.1
单个纸袋重量（g）	50	50	50	50	50	50	50
白卡纸替代总需求（万吨）	16.4	28.4	36.1	43.6	47.0	58.1	65.1
白卡纸每年新增需求（万吨）		12.0	7.7	7.5	3.4	11.1	7.0

来源：中国塑协塑料再生利用专业委员会，国金证券研究所测算

3.3、供给端：未来扩张以龙头为主，APP 话语权提升

梳理未来 3 年产能投放情况，APP 旗下金桂纸业投产 180 万吨白卡纸产能，预计分两批于 4Q2021、4Q2022 投产，太阳纸业 90 万吨白卡纸预计于 2023 年投产。其他公司有立项产能，未来投产进程不确定。从未来三年产能扩张看，首先产能集中于现有的两家头部企业——APP 和太阳，其次，APP 占新增产能比重为 67%，高于目前 APP 整合完博汇之后的市占率 52%，因此 APP 在未来三年对国内白卡行业的话语权将进一步提升。

图表 39：白卡纸行业未来预计新增产能

厂家	拟新建产能	预计建成时间
广西金桂	180	2021Q4
广西太阳	90	2023Q4

来源：卓创资讯、纸业联讯，国金证券研究所

3.4、供求关系：中长期白卡纸供求有望保持良性循环

基于我们对于白卡纸需求驱动因素的假设判断，我们假设 2020-2023 年白卡纸内需增长率均为 9%，需求增量分别为 77/84/92/100 万吨，结合白卡纸每年出口保持平稳，APP 白卡纸的 180 万吨产能部分用于出口业务，以及中小产能的退出，我们认为中长期看白卡纸供求关系可以保持良性循环。

图表 40：白卡纸供求有望保持良性循环

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
需求端：						
白卡纸表观消费量（测算）（万吨）	781	858	935	1019	1110	1210
需求增长率	3.0%	9.7%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
新增需求测算（万吨）		76	77	84	92	100
供给端：						
理论新增产能供给（万吨）		120	0	90	90	90
新增产能开工率		90%	90%	90%	90%	90%
实际新增产能供给（万吨）		108	0	81	81	81
供需关系测算：						
△需求-△供给		-32	77	3	11	19
累计（△需求-△供给）		-32	45	48	59	78

来源：国金证券研究所测算

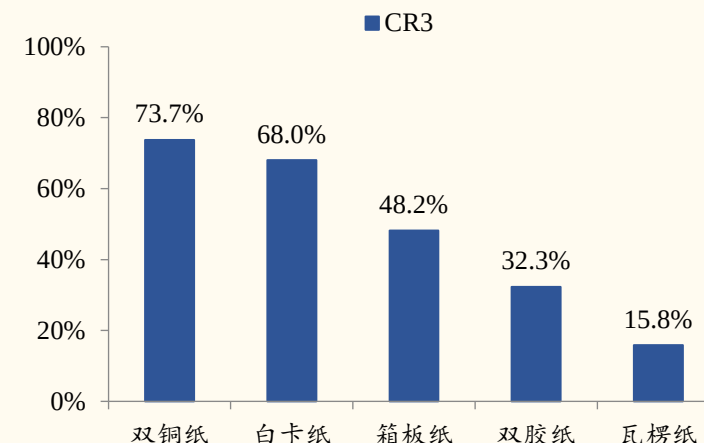
4、博汇：纳入 APP 体系，1+1>2

博汇纳入 APP 体系之后，一方面将做大 APP 市场份额，进一步优化国内白卡行业的竞争格局，降低白卡价格和盈利能力的波动率；其次还将在生产、研发、融资等方面全面提升，在新的体系下产生巨大的协同效应，达到“1+1>2”的效果。

4.1、收购完成有助于白卡周期属性降低，成长属性增强

从过往 5 年，国内高集中度的铜版纸和白卡纸价格变化趋势看，两者价格底部不断抬升，表明集中度提升之后，纸价波动率的确降低。而此次 APP 完成博汇纸业收购之后，行业集中度将进一步提升，因此我们认为未来国内白卡的价格和盈利波动率将进一步降低，白卡将展现出越来越强的成长性，周期属性将逐渐弱化。

图表 41：铜版纸和白卡纸的行业集中度更具优势



来源：卓创资讯，国金证券研究所

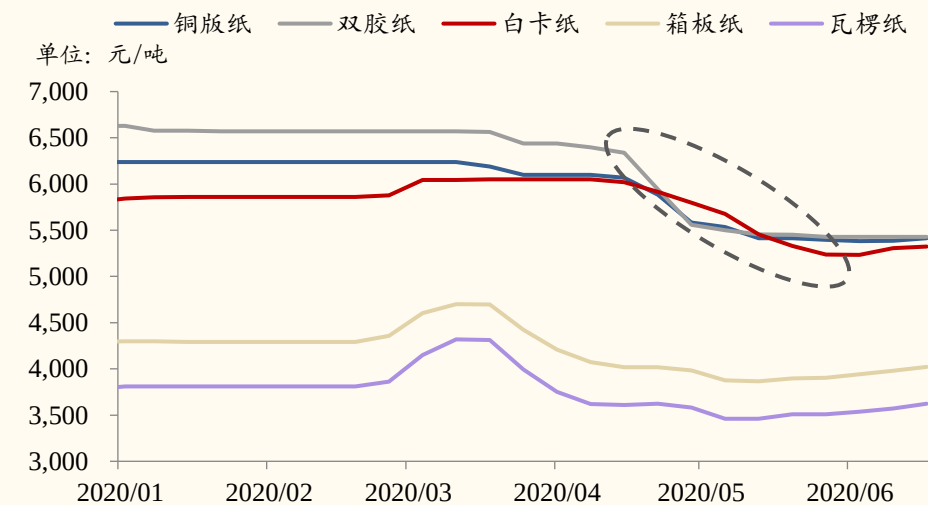
图表 42：铜版纸和白卡纸价格底部不断抬升



来源：卓创资讯，国金证券研究所

以 2020 年 3 月以来的纸价下行周期为例，行业集中度更高的白卡纸和铜版纸在本轮下行周期中价格下跌的时间点更为滞后、价格降幅更窄。①从价格下跌时间角度：白卡纸、铜版纸降价时间点晚于箱板纸和瓦楞纸。我们认为白卡纸和铜版纸的头部企业采取了限产保价行为。②从价格降幅角度：2020 年以来白卡纸和铜版纸价格最高点到最低点的降幅近 15%，而同期行业集中度较低的双胶纸和箱板瓦楞纸价格降幅超过 20%。

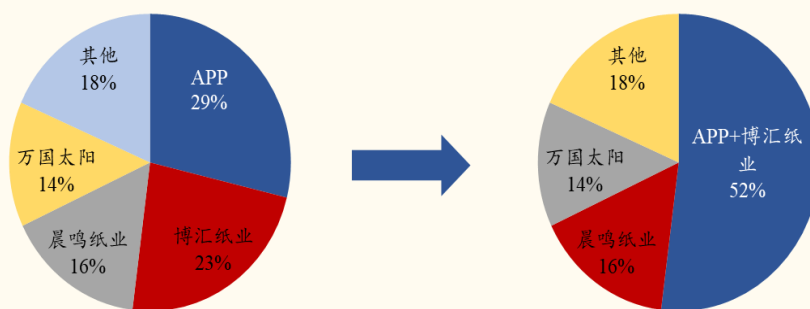
图表 43：此轮周期白卡纸价格下调幅度低于双胶纸和箱板纸（元/吨）



来源：卓创资讯，国金证券研究所

APP 成功收购博汇后，将掌握国内 52% 的白卡产能，尤其在华东片区，原本博汇和 APP 竞争的局面将彻底转变为 APP “一家独大”，新的 APP 将在华东对白卡拥有绝对的话语权。

图表 44：合并后白卡纸行业 CR3 超过 80%



合并前：CR3=68%

合并后：CR3=82%

来源：卓创资讯，国金证券研究所

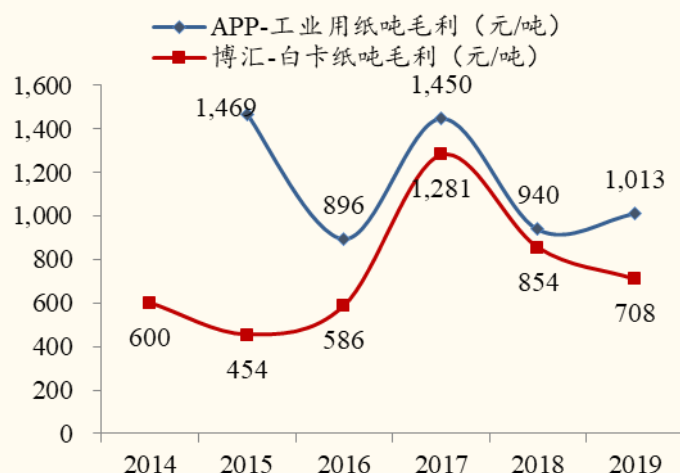
4.2、APP+博汇合并将产生巨大的经济价值

在 APP 完成对博汇的收购之后，我们认为会产生巨大的经济价值。1、博汇纸业将在生产、研发、融资等方面得到 APP 的全面扶持，实现脱胎换骨，公司的业绩有望实现大幅改善；2、对于 APP 而言，其掌握的核心技术、渠道资源（尤其海外）则拥有更大的产能加以变现；3、原有的竞争关系不复存在，无论是内销还是出口，纸价都将处于更有利的水平；4、APP 完成控盘之后，将拥有共计 9 条白卡生产线，完全可以根据当下博汇和自身所掌握的客户资源，以及这 9 条白卡生产线的特点和地理位置，统一全盘制定烟卡、社卡、食品卡等品类的生产计划，减少生产线的转产频率，降低转产成本，提高生产效率。

4.2.1、收购完成后，博汇将在生产、研发、融资等方面全面提升

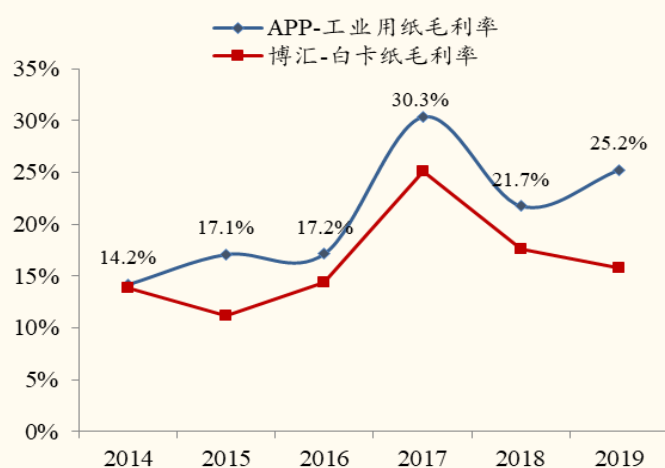
生产端：博汇纸业拥有浆产能 140 万吨，对应其白卡产能的木浆自给率接近 70%，而 APP 在国内拥有木浆产能 210 万吨，对应其白卡产能的木浆自给率为 58%，从木浆自给率角度看，博汇的白卡吨纸毛利应当高于 APP，但从历史数据看，APP 吨纸毛利较博汇高出 100-300 元，表明 APP 在生产端的效率更高，因此收购完成后，博汇纸业在生产效率方面将得到较好的改进。

图表 45：APP 工业用纸吨成本优势显著



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 46：APP 工业用纸毛利率优势显著

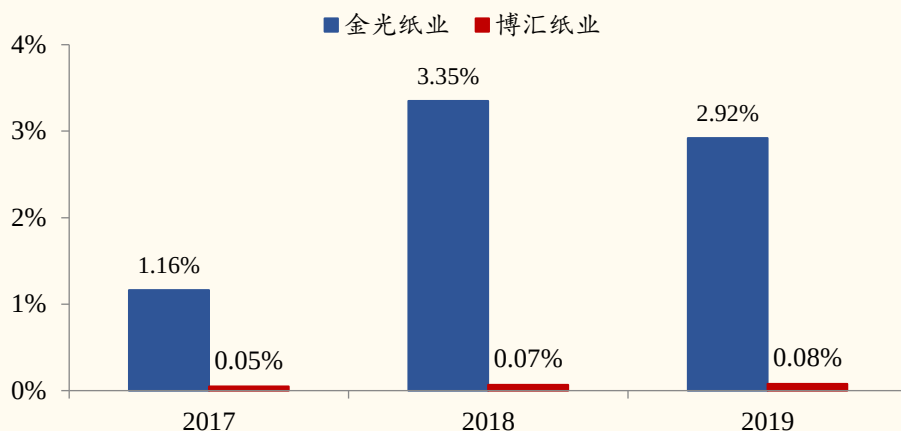


来源：公司公告，国金证券研究所

研发端：2018/2019 年 APP 研发费用率为 3.4%/2.9%，远高于博汇不到 0.1% 的研发费用率。APP 作为推动食品餐饮包装环保替代项目的先行者，近年来相继推出“零塑”涂布食品卡（EPP）、“零塑”防油食品卡（OPB）等高端食品级白卡，防水防油性能强，完全实现可降解、可回收。在收购完成后，博汇将完全

可以共享 APP 的先进技术和专利，博汇的研发能力将在短期完成飞跃，而且两家合二为一之后，显然在研发方面将不可能存在重叠部分，这将有助于减少整体的研发费用投入，协同效应明显。

图表 47: APP 和博汇纸业研发费用率对比



来源：公司公告，国金证券研究所

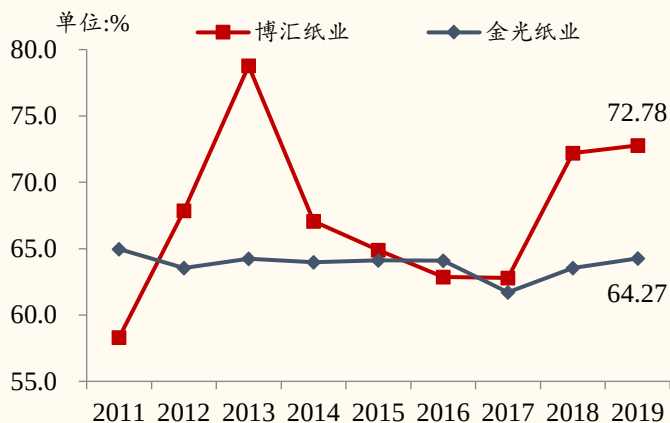
图表 48: APP “以纸代塑” 高端白卡纸产品及特点

产品	特性
“零塑”涂布食品卡 (EPP)	a. 无需 PE 淋膜，纸张自带防水抗渗性能，适用于直接制作各类纸杯、纸碗、餐盒、汤桶等外卖餐饮包装 b. 在造纸过程中涂布 EPP 食品级环保聚合物，使纸张表面具备良好的阻隔性、热封性，无需二次 PE 淋膜加工，纸张即可直接制作餐饮包装，提高生产效率和综合成本 c. 不含塑料，不含荧光剂，完全实现可回收、可工业降解(100%)、可重新碎浆、可堆肥，安全环保
“零塑”防油食品卡 (OPB)	a. 无需 PE 淋膜，不含硅油/氟类涂层，纸张自带防油防粘和抗渗性能，适合于直接制作食品包装纸盒、餐饮防油纸包装、冲压餐盒等 b. 采用石墨烯纳米阻隔技术，以其独特的分子结构和柔性薄片结构在纸张表面形成致密涂层，赋予 OPB 超强的抗油脂渗透性能 c. 不含塑料、硅油、氟类物质和荧光剂，可直接微波（家用）加热，同时可完全实现可降解、可回收，安全环保
吸管原纸 (WSX)	a. 适用于纸制吸管、航空杯、纸袋杯等相关产品的生产 b. 具有强度高，湿强好的优良品质，采用原生木浆抄造，拥有可回收，可降解的特性，符合全球减少使用一次性塑料吸管，降低塑料使用及绿色环保的发展趋势

来源：APP 官方微信号，国金证券研究所

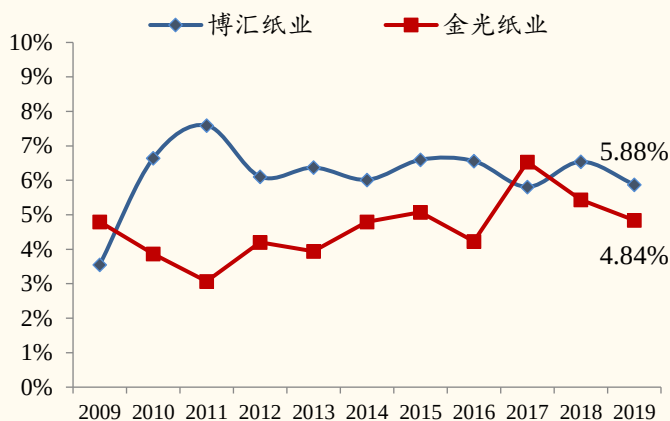
融资端：过去伴随着产能扩张，博汇纸业的负债率不断攀升，2019 年公司资产负债率为 72.8%，资金成本（财务费用/有息负债平均值）为 5.9%，比 APP 同期资金成本高出约 1pcts。我们认为在并购完成后，拥有 APP 背书，博汇纸业的融资成本将下降。

图表 49：2019 年博汇资产负债率为 72.78%



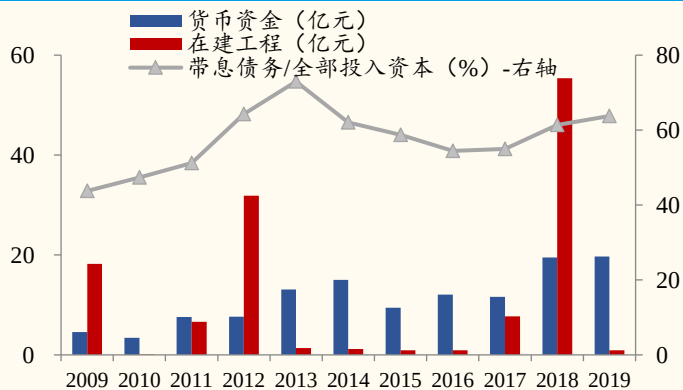
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 50：2019 年博汇资金成本为 5.88%



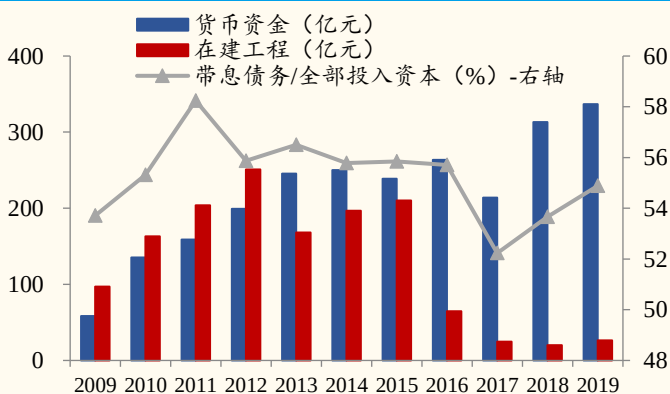
来源：公司公告，国金证券研究所（注：资金成本=财务费用/有息负债平均值，有息负债包括短期借款，一年内到期的非流动负债，长期借款，应付债券）

图表 51：伴随产能扩张，博汇负债不断攀升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 52：APP 货币资金充裕



来源：公司公告，国金证券研究所

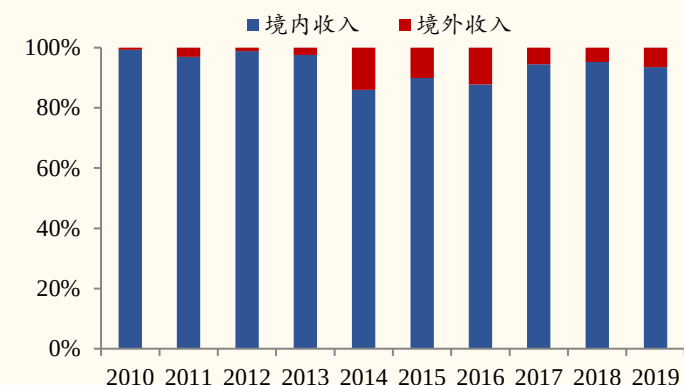
4.2.2、APP 统一调度全国 9 条白卡纸产线，提升整体产能利用率

收购完成后，APP 共计拥有 9 条白卡纸生产线，APP 将完全可以根据目前博汇和自身所掌握的客户资源，以及这 9 条白卡纸生产线的特点和地理位置，统一全盘制定烟卡、社卡、食品卡等品类的生产计划，减少生产线的转产频率，降低转产成本，提高生产效率。

4.2.3、减少出口竞争，提升出口定价权

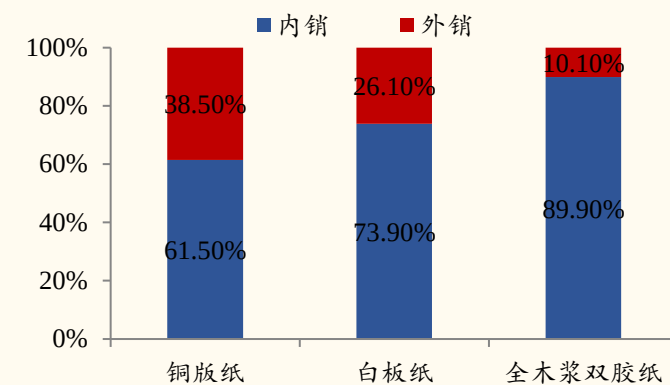
收购完成后，两家公司不仅在国内市场不再存在竞争的问题，出口端也必然是一致对外，出口的定价能力将增强。2019 年，博汇海外营收占比仅 6.5%，而 APP 作为亚洲浆纸巨擘，纸品出口至亚洲，拉美，北美，欧洲等多个区域，2019 年，APP 铜版纸/白板纸/全木浆双胶纸的外销占比分别为 38.5%/26.1%/10.1%。博汇将借 APP 现有的销售渠道，打开海外市场销路，提升公司高端白卡纸的国际市场份额。

图表 53：2019 年博汇海外营收占比仅为 6.47%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 54：2019 年 APP 主要出口产品内外销情况



来源：公司公告，国金证券研究所

与此同时，根据 2018 年欧洲议会提案，到 2021 年欧盟将禁止使用有替代品的一次性塑料产品，法国、英国等国家相继立法跟进，通过征税、寻找替代品等方式实施落地。我们认为，食品卡有望受益于此轮限塑令打开成长空间。APP 一旦完成对博汇纸业的收购，即是博汇纸业借船出海之时。

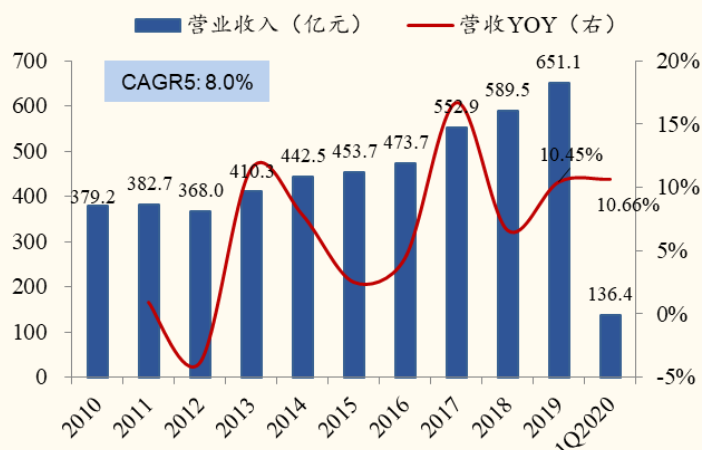
图表 55：欧洲部分国家或地区出台与“限塑令”相关的政策

国家/地区	措施/政策
欧盟	从 2021 年起完全禁用一次性塑料吸管、餐具、棉签等物品，并由更环保的材料加以替代；到 2025 年，至少 90% 的塑料瓶都应该被回收利用。
法国	到 2024 年全面禁止一次性塑料包装使用，到 2025 年实现 100% 塑料循环利用，到 2030 年实现一次性塑料瓶销售量减少一半。
英国	时任英国首相特蕾莎梅宣布会对征收各种塑料制品税费、加大对可替换材料的研发，并计划 2042 年前消除所有可避免的塑料垃圾。

来源：人民日报，国金证券研究所

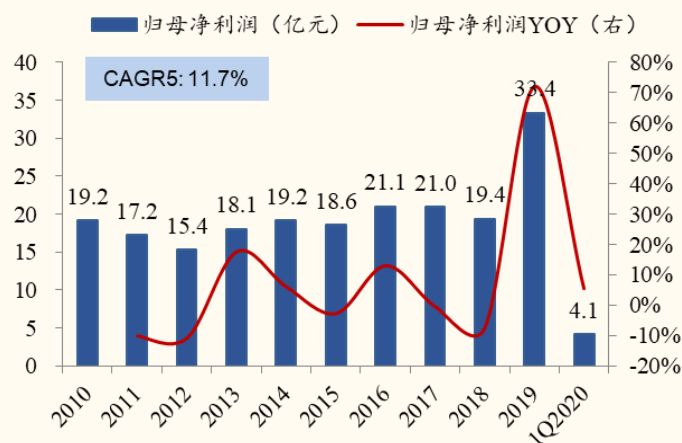
APP 集团 APP 是国内最大浆系造纸企业，世界纸业十强，2019 年拥有纸产能超 900 万吨，其中工业用纸产能 360 万吨，浆产能 210 万吨。2019 年，APP 营收规模达到 651.1 亿元，同比+10.45%，CAGR5 为 8.0%，自 2013 年起，营收一直保持正增长。此次收购完成后，若 APP 将自身 360 万吨白卡资产注入博汇，则博汇将拥有 650 万吨白卡产能，预计 2022 年将拥有白卡纸产能 830 万吨，成为国内白卡行业的巨无霸。

图表 56: APP 营收规模稳健增长



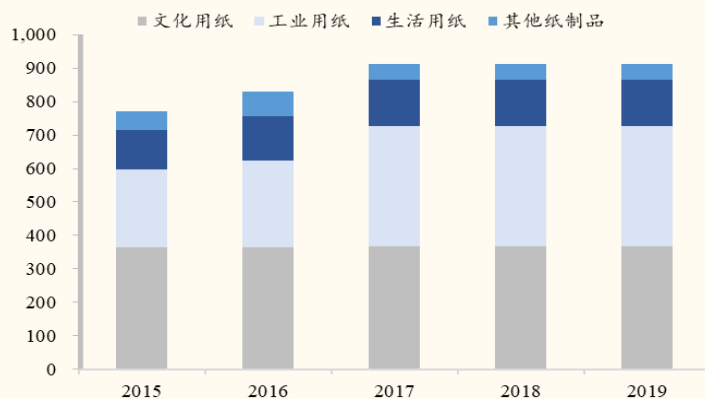
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 57: APP 归母净利润 CAGR5 为 11.7%



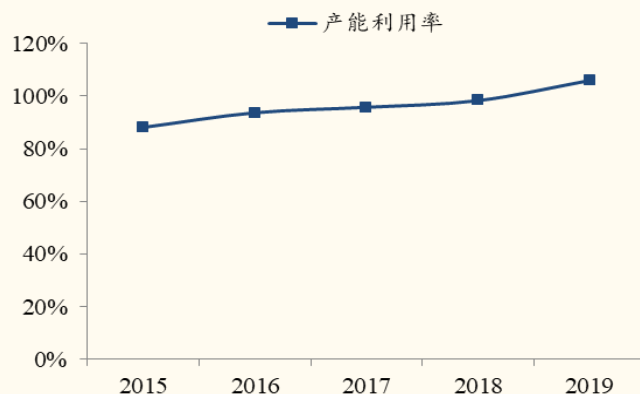
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 58: 2019APP 工业用纸产能为 360 万吨



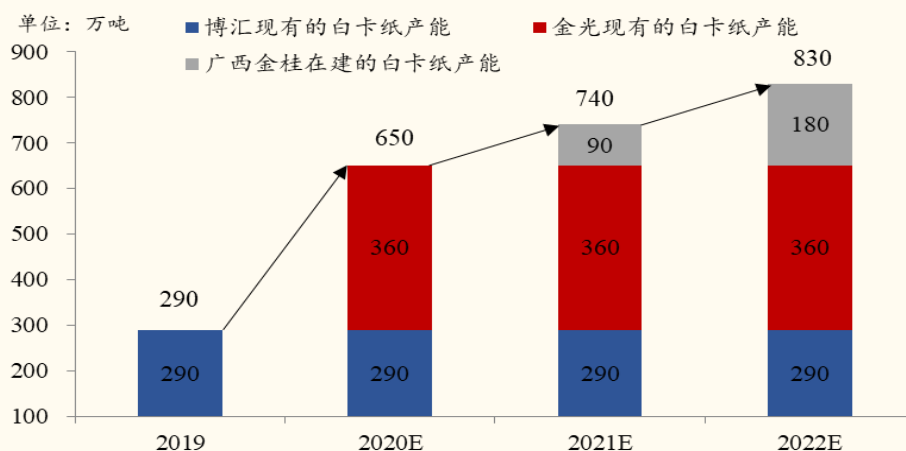
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 59: APP 产能利用率不断提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 60: APP 系白卡纸 2022 预计达到 830 万吨产能



来源: 公司公告, RISI, 国金证券研究所

5、盈利预测和投资建议：首次覆盖给予“买入”评级

我们预计 2020-2022 年博汇纸业的营收分别为 148、180、211 亿元，归母净利润分别为 11.5、16.2、20.3 亿元，对应 EPS 分别为 0.86 元、1.21 元和 1.52 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 13.3/9.4/7.5 倍，考虑同业公司的估值水平，基于博汇自身成长性和管理水平改善带动公司业绩提升的预期，以及白卡纸行业整体盈利能力和盈利稳定性提升的预期，我们给予公司 2021 年合理估值 15 倍，对应目标价为 18.19 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5.1、盈利预测

■ 核心假设

1) 白卡纸:

收入端：参考白卡纸 2019 年均价与 2020 年上半年均价的价差，考虑白卡纸景气度回暖的趋势，以及 APP 收购完博汇之后，整个行业的竞争格局将进一步优化，我们预测 2020 年白卡纸均价同比+350 元（税后），2021/2022 年均价同比+300/+250 元。考虑到江苏 120 万吨白卡纸新产能于 2019 年下半年投产，我们预计 2020-2022 年白卡纸营收为 103.6/122.0/137.3 亿元，同比+31.5%/17.7%/12.5%。

成本端：参考阔叶浆 2019 年均价和 2020 年上半年均价，以及浆价下半年逐渐企稳的走势预判，我们预计 2020 年阔叶浆均价较 2019 年下跌 600 元（税后），2021 年和 2022 年阔叶浆均价同比+270 元/+270 元，我们假设白卡纸 2020/2021/2022 年单位成本-100/+180/+180 元。我们预测 2020/2021/2022 年白卡纸毛利率为 24.0%/24.9%/25.1%。

2) 箱板纸&瓦楞纸:

收入端：参考箱板纸 2019 年均价及 2020 年上半年均价，考虑随着内外需求回暖，下半年箱板纸景气度有望逐步回暖，我们预测 2020 年箱板纸/瓦楞纸吨均价同比+100 元/+80 元，预计箱板纸 2021/2022 年均价同比+270/+200 元，预计瓦楞纸 2021/2022 年均价同比+230/+160 元。考虑到 2019 年下半年新投产 50 万吨箱板纸和 50 万吨瓦楞纸产能，我们预计 2020-2022 年箱板纸营收为 17.0/20.7/22.1 亿元，瓦楞纸营收为 13.2/15.0/16.6 亿元。

成本端：考虑外废进口清零令国废供应逐渐紧张，抬升国废价格中枢，以及 2019 年设备试机拉高平均成本分摊，2020 年开始单位设备分摊成本降低，我们预测 2020-2022 年箱板纸单位成本同比-100/+270/+150 元，瓦楞纸单位成本同比-50/+270/+150 元，我们预测 2020-2022 年箱板纸毛利率为 11.4%/10.5%/11.3%，瓦楞纸毛利率为 16.0%/13.7%/13.3%。

图表 61：2020-2022 公司分项收入及毛利率预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入 (百万元)	8339.4	9739.8	14791.3	17981.2	21113.9
白卡纸	6521.6	7882.9	10366.7	12200.8	13731.5
牛皮箱板纸	473.2	678.5	1697.7	2065.5	2209.9
瓦楞纸	99.1	71.4	1315.8	1500.6	1664.5
文化纸	667.1	603.4	867.3	1638.3	2899.1
石膏护面纸	528.4	450.6	492.8	523.9	555.6
其他业务	50.0	52.9	51.1	52.1	53.2
同比增速	-6.9%	16.8%	51.9%	21.6%	17.4%
白卡纸	-8.2%	20.9%	31.5%	17.7%	12.5%
牛皮箱板纸	-9.3%	43.4%	150.2%	21.7%	7.0%
瓦楞纸	-52.1%	-27.9%	1741.9%	14.1%	10.9%
文化纸	18.1%	-9.5%	43.7%	88.9%	77.0%
石膏护面纸	3.7%	-14.7%	9.4%	6.3%	6.1%
其他业务	10.6%	5.8%	-3.5%	2.1%	2.1%
毛利率	16.0%	14.6%	21.5%	21.9%	22.0%
白卡纸	17.6%	15.8%	24.0%	24.9%	25.1%
牛皮箱板纸	0.5%	5.2%	11.4%	10.5%	11.3%
瓦楞纸	5.3%	12.1%	16.0%	13.7%	13.3%
文化纸	13.7%	11.3%	21.3%	22.4%	21.6%
石膏护面纸	15.1%	9.7%	17.5%	17.6%	17.7%
其他业务	27.4%	34.0%	30.0%	30.0%	30.0%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

3) 2020-2022 年销售费用率预测：考虑到 2020 年上半年公司对下游经销商销售折扣的提高，我们预计 2020 年销售费用率提升至 4.7%，2021/2022 年预测值为：4.3%/4.1%。

4) 2020-2022 年管理费用率预测：我们认为 APP 收购后有望进一步提升公司管理效率，预计 2020-2022 年公司管理费用率为 2.9%/2.8%/2.7%。

5) 2020-2022 年研发费用率预测：0.08%/0.1%/0.1%，研发费用绝对值分别为 0.12/0.18/0.2 亿元。

综上，我们预计 2020-2022 年博汇纸业的营收分别为 148、180、211 亿元，同比+51.9%/21.6%/17.4%，归母净利润分别为 11.5、16.2、20.3 亿元。

5.2、投资建议

我们按照 PE 相对估值法以及结合公司自身的成长性，给予公司合理估值。2020-2021 年，可比公司平均估值水平为 9.3 倍和 7.9 倍。考虑博汇纸业自身成长性，以及并入 APP 生态下后管理水平明显改善带来盈利能力整体提升的预期，公司的合理估值水平应当得到提升，我们给予博汇纸业 2021 年合理估值水平 15 倍，对应目标价 18.19 元。

图表 62：可比公司估值水平

代码	公司简称	收盘价 (元)	PE				PB(MRQ)
			19A	20E	21E	22E	
002078.SZ	太阳纸业	11.72	11.71	13.02	10.79	9.04	2.03
000488.SZ	晨鸣纸业	5.31	8.92	8.06	6.98	6.00	0.90
600567.SH	山鹰纸业	3.14	12.69	9.38	7.34	6.26	1.05
2314.HK	理文造纸	4.67	7.96	6.75	6.43	7.32	0.85
平均值			10.32	9.30	7.88	7.15	1.21
600966.SH	博汇纸业	11.35	53.07	13.25	9.36	7.47	2.78

来源：WIND，国金证券研究所；股价截至日期为 2020 年 7 月 27 日

6、风险提示

并购整合进程不及预期的风险：尽管 APP 收购博汇已通过反垄断审查，但后续仍有一系列审查程序，审批时间过长可能导致收购时间点延后，存在整合不及预期的风险。

白卡纸产能过度扩张导致纸价大幅下跌的风险：若未来白卡盈利较高，且保持稳定水平，其他纸种龙头企业涉足白卡，将导致白卡存在重新引发价格竞争的风险。

股权质押的风险：公司股东当前累计质押股数占总股本比例为 30.66%，若借款人到期未能及时履行还款义务，存在股权质押违约风险。

限塑令推进落地不及预期的风险：新版限塑令于 2020 年 1 月发布，该政策涉及范围广泛，需要各地方政府出台具体实施细则进行进一步落地实施，若后续落实不及预期，导致白卡纸需求增长不及预期。

原料价格大幅波动的风险：若上游浆企大量停工减产导致港存加快去库，纸浆供给不足导致价格上涨，将抬升白卡纸生产成本、降低白卡纸吨毛利。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	8,955	8,339	9,740	14,791	17,981	21,114
增长率		-6.9%	16.8%	51.9%	21.6%	17.4%
主营业务成本	-6,803	-7,002	-8,320	-11,616	-14,044	-16,462
%销售收入	76.0%	84.0%	85.4%	78.5%	78.1%	78.0%
毛利	2,152	1,338	1,420	3,176	3,938	4,652
%销售收入	24.0%	16.0%	14.6%	21.5%	21.9%	22.0%
营业税金及附加	-49	-35	-28	-52	-58	-68
%销售收入	0.6%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
销售费用	-464	-331	-401	-695	-773	-866
%销售收入	5.2%	4.0%	4.1%	4.7%	4.3%	4.1%
管理费用	-145	-170	-274	-429	-503	-570
%销售收入	1.6%	2.0%	2.8%	2.9%	2.8%	2.7%
研发费用	0	-6	-7	-12	-18	-21
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	1,493	797	710	1,988	2,585	3,128
%销售收入	16.7%	9.6%	7.3%	13.4%	14.4%	14.8%
财务费用	-332	-465	-512	-488	-453	-447
%销售收入	3.7%	5.6%	5.3%	3.3%	2.5%	2.1%
资产减值损失	-6	-18	-3	-10	-7	-9
公允价值变动收益	0	0	-11	0	0	0
投资收益	0	2	15	10	10	10
%税前利润	0.0%	0.6%	10.7%	0.7%	0.5%	0.4%
营业利润	1,165	311	191	1,507	2,141	2,688
营业利润率	13.0%	3.7%	2.0%	10.2%	11.9%	12.7%
营业外收支	-10	-2	-50	20	20	20
税前利润	1,155	309	142	1,527	2,161	2,708
利润率	12.9%	3.7%	1.5%	10.3%	12.0%	12.8%
所得税	-281	-53	-8	-382	-540	-677
所得税率	24.3%	17.0%	5.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	874	256	134	1,145	1,621	2,031
少数股东损益	18	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	856	256	134	1,145	1,621	2,031
净利率	9.6%	3.1%	1.4%	7.7%	9.0%	9.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	874	256	134	1,145	1,621	2,031
少数股东损益	18	0	0	0	0	0
非现金支出	480	477	634	1,000	1,027	1,102
非经营收益	365	435	421	632	472	450
营运资金变动	-433	-95	-70	-261	291	55
经营活动现金净流	1,286	1,073	1,118	2,517	3,412	3,637
资本开支	-1,196	-2,352	-1,539	-805	-1,112	-1,312
投资	-40	40	0	-12	-20	-20
其他	0	2	15	10	10	10
投资活动现金净流	-1,236	-2,310	-1,523	-807	-1,122	-1,322
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	586	2,651	547	-525	-497	-340
其他	-646	-1,399	-256	-959	-1,154	-1,295
筹资活动现金净流	-61	1,252	291	-1,484	-1,650	-1,635
现金净流量	-10	15	-114	226	639	680

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,164	1,947	1,968	2,195	2,834	3,514
应收账款	2,734	1,913	1,950	2,943	3,494	4,025
存货	1,622	1,706	1,325	2,225	2,537	2,929
其他流动资产	219	626	661	730	770	820
流动资产	5,737	6,192	5,905	8,094	9,635	11,289
%总资产	43.0%	33.5%	30.5%	38.1%	42.1%	45.5%
长期投资	303	295	174	184	204	224
固定资产	5,592	11,213	12,179	12,692	12,777	12,990
%总资产	41.9%	60.6%	62.9%	59.8%	55.8%	52.3%
无形资产	243	280	231	262	292	321
非流动资产	7,612	12,296	13,464	13,138	13,273	13,535
%总资产	57.0%	66.5%	69.5%	61.9%	57.9%	54.5%
资产总计	13,349	18,488	19,369	21,232	22,907	24,824
短期借款	5,087	4,840	6,337	5,812	5,329	4,989
应付款项	2,021	4,143	3,689	5,265	6,362	7,326
其他流动负债	256	114	173	306	408	482
流动负债	7,365	9,097	10,198	11,382	12,100	12,797
长期贷款	978	3,312	2,925	2,925	2,925	2,925
其他长期负债	42	941	974	965	951	951
负债	8,384	13,350	14,097	15,273	15,976	16,673
普通股股东权益	4,966	5,138	5,272	5,959	6,932	8,150
其中：股本	1,337	1,337	1,337	1,337	1,337	1,337
未分配利润	2,077	2,251	2,385	3,072	4,045	5,263
少数股东权益	-1	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	13,349	18,488	19,369	21,232	22,907	24,824

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.640	0.191	0.100	0.857	1.213	1.520
每股净资产	3.715	3.844	3.944	4.458	5.185	6.097
每股经营现金净流	0.962	0.803	0.837	1.883	2.552	2.721
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.343	0.485	0.608
回报率						
净资产收益率	17.24%	4.98%	2.54%	19.22%	23.39%	24.92%
总资产收益率	6.41%	1.38%	0.69%	5.39%	7.08%	8.18%
投入资本收益率	10.24%	4.98%	4.61%	10.15%	12.77%	14.60%
增长率						
主营业务收入增长率	14.86%	-6.87%	16.79%	51.86%	21.57%	17.42%
EBIT 增长率	143.78%	-46.61%	-11.00%	180.15%	30.05%	20.98%
净利润增长率	325.26%	-70.11%	-47.73%	756.04%	41.56%	25.31%
总资产增长率	10.84%	38.50%	4.76%	9.62%	7.89%	8.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.6	40.9	37.1	36.5	36.0	35.5
存货周转天数	76.0	86.7	66.5	70.0	66.0	65.0
应付账款周转天数	47.9	63.2	70.0	68.0	67.0	66.0
固定资产周转天数	196.4	248.5	453.0	286.2	253.4	210.9
偿债能力						
净负债/股东权益	98.72%	120.76%	137.02%	108.62%	77.19%	53.13%
EBIT 利息保障倍数	4.5	1.7	1.4	4.1	5.7	7.0
资产负债率	62.81%	72.21%	72.78%	71.93%	69.74%	67.17%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH