

新龙头扬帆起航，赋能效应有望加速兑现

——首次覆盖报告

公司深度

● 白卡纸龙头，携手 APP 再启程

公司于1994年成立，2004年上交所上市，主营产品为白卡纸、双胶纸、牛皮箱板纸、纸浆。2011-2019年，营收从53亿元增长到97亿元，CAGR达7.85%，业绩长期保持稳健增长。APP（金光纸业）在2019年启动对公司的收购计划，最终于9月底完成，合计持股48.84%。

● 白卡纸行业景气度延续，中长期维持良性循环

①行业进入盈利周期上行通道：木浆价格偏低并大概率延续至明年底，白卡纸提价弹性高，格局优化下价格中枢中长期预计上移。

②新增产能有限，供给压力较小：未来3年，白卡纸规划产能预计约670万吨；其中广西金桂预计明年投产180万吨、太阳纸业预计23年投产90万吨。

③替代效应+限塑令+消费升级，打开需求空间：富阳白板纸产能关停，产能减少带来对高质量白卡纸的需求，限塑令+消费升级驱动供求向好。

● 强强联合，实现 1+1>2，持续看好成本、产能、管理与财务赋能效应

①成本优势加强：APP上游林地、海内外原材料资源丰富，公司可通过整合获得更为优质的木浆资源，享受成本红利，助力业绩修复。

②产能协同降低物流成本：APP的白卡产能主要分布在浙江、广西，博汇产能以山东、江苏为主。收购后将在产能分布区域上形成互补，规模效应提升，降低物流成本，提升订单响应效率。

③整合后经营效率与协同性有望大幅改善：APP是亚洲地区屈指可数的综合性造纸企业，多年运营与管理经验资源丰富，已派管理层入驻，有望对其进行规范化管理和运营，大幅提升经营效率，协同效应将逐步体现。

④负债与融资成本有望下降：受前期产能扩张，资产负债水平急剧增加，融资成本也高于行业平均。未来有望凭借APP背书，实现债务和成本的双改善。

盈利预测、估值与评级

预计2020-2022年营收分别为138.79亿元、187.37亿元、208.92亿元；净利润分别为9.86亿元、15.41亿元、19.07亿元，EPS分别为0.74元、1.15元、1.43元，对应PE为16.8X、10.7X、8.7X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：1) 白卡产能扩张超预期；2) 原材料价格大幅波动；3) 疫情反复需求放缓。4) 白卡纸替代效应不足；5) 限塑令推进缓慢。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,339	9,740	13,879	18,737	20,892
增长率(%)	-6.9	16.8	42.5	35.0	11.5
净利润(百万元)	256	134	986	1,541	1,907
增长率(%)	-70.1	-47.7	636.9	56.3	23.7
毛利率(%)	16.0	14.6	19.5	20.0	20.5
净利率(%)	3.1	1.4	7.1	8.2	9.1
ROE(%)	5.0	2.5	16.3	20.1	19.9
EPS(摊薄/元)	0.19	0.10	0.74	1.15	1.43
P/E(倍)	64.7	123.8	16.8	10.7	8.7
P/B(倍)	3.2	3.1	2.7	2.1	1.7

推荐（首次评级）

赵汐雯（分析师）

zhaoxiwen@xsdzq.cn

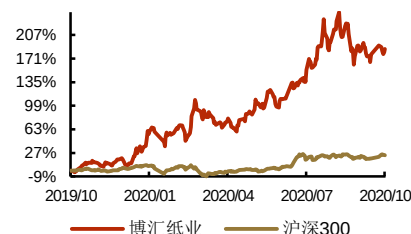
证书编号：S0280520020001

市场数据

时间 2020.10.16

收盘价(元):	12.39
一年最低/最高(元):	4.22/15.22
总股本(亿股):	13.37
总市值(亿元):	165.64
流通股本(亿股):	13.37
流通市值(亿元):	165.64
近3月换手率:	90.88%

股价一年走势



相关报告

盈利预测、估值与评级

考虑到本身公司位居行业第二，龙头 APP 收购后行业地位更加稳固。白卡纸行业产能扩张有序、格局进一步优化、替代需求增加，景气度与盈利空间处于上升周期。公司话语权进一步加大，经营效率、产能布局、产品研发、财务状况等多方面均有改善空间，未来综合实力与盈利稳定性值得期待。预计 2020-2022 年营收分别为 138.79 亿元、187.37 亿元、208.92 亿元；净利润分别为 9.86 亿元、15.41 亿元、19.07 亿元，EPS 分别为 0.74 元、1.15 元、1.43 元，对应 PE 为 16.8X、10.7X、8.7X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

关键假设

1) 白卡纸新增产能有限，行业扩张有序；2) 主要原材料浆价保持低位区间；3) 公司原材料、产能、产品等协同性与稳定性增强。

我们与市场观点的差异

1) 二季度以来，白卡纸提价速度与落实情况较好。我们认为，需求恢复、行业集中度持续向好、新增产能有限、限塑令替代需求将助力提价行情延续。

2) 收购落地后，APP 已派驻管理层，整合与协同效应符合预期，双方将在白卡纸资产注入、产品研发、物流运输、经营管理等多方面实现效应最大化。

3) 合并后，公司在白卡纸行业龙头地位进一步巩固，享受龙头与估值溢价。同时，行业本身扩张相对有序，公司话语权与议价能力将加大。

股价上涨的催化因素

1) 行业基本面稳定、景气度延续，四季度白卡纸有望加速提价，原材料成本维持低位，盈利周期向上。

2) APP 收购博汇后，两者将在产能规划、产品研发、经营管理、财务改善等多方面有效协同，未来公司盈利修复空间大。

3) 限塑令细则推出、具体替代方案落地，政策执行加快将显著提升白卡纸增量需求。

4) 白板纸产能减少以及外废禁令下，国废中长期抬升，白板纸成本增加，白卡替代效应增强，公司与 APP 合并后将充分借助整合实现产能、行业话语权、原材料成本优势的提升。

投资风险

1) **白卡纸产能超预期扩张**：白卡纸价格上涨、浆价低位促使盈利能力持续上涨，行业进入者与新增产能超市场预期可能会引发价格竞争带来的风险。

2) **原材料价格波动**：白卡纸主要原材料为木浆，若木浆价格超预期大幅上涨会直接影响公司成本端，从而带来盈利性的下滑。

3) **疫情再次反复影响需求回暖**：若国内疫情再蔓延会直接影响终端白卡纸用纸需求，从而导致提价落地无法顺利进行。

4) **白卡纸替代效应不足**：白板纸产能减少对白卡纸的增量需求不及此前预期。

5) **限塑令推进缓慢**：禁止塑料包装进程与白卡纸替代需求不达预期。

目 录

1、 博汇纸业：白卡纸龙头，携手 APP 再启程	5
1.1、 成长历程：26 年专注白卡纸行业，实现多次产能扩张	5
1.2、 股权结构：APP 收购博汇，享有公司控制权	5
1.3、 主营业务：以白卡纸为主，箱瓦和文化纸贡献加大	7
1.4、 产销：产能加速布局，白卡竞争优势较强	8
2、 白卡纸行业景气度看涨，中长期供需维持良性循环	10
2.1、 浆价低位、纸价上行，行业盈利进入上升期	10
2.2、 供给端：集中度提升，中短期新增产能有限	11
2.2.1、 APP 收购博汇后，白卡纸行业竞争格局再优化	11
2.2.2、 新增产能有限，供需缺口有望带动价格进一步上行	12
2.3、 需求端：替代效应+限塑令+消费升级，提升白卡纸需求空间	12
2.3.1、 白板纸产能下降，白卡纸替代效应增加	12
2.3.2、 限塑令细化，环保白卡纸迎来增量空间	13
2.3.3、 价格优势叠加消费升级，白卡纸需求升温	15
3、 强强联合，实现 1+1>2	17
3.1、 APP 林地、木浆资源深厚，博汇将共享原材料成本优势	17
3.2、 产能布局进一步完善，降低物流运输成本	19
3.3、 费用改善空间大，经营效率提升	21
3.4、 拥有 APP 背书，资产负债与融资成本有望下降	22
4、 关键假设与盈利预测	23
5、 估值水平与评级	25
6、 风险分析	25

图表目录

图 1： 公司深耕白卡纸行业二十余载，产能实现多次扩张	5
图 2： APP 完成收购博汇纸业，合计持股 48.84%，集中股权提升决策效率	6
图 3： 博汇纸业&APP 营业收入与增速	7
图 4： 博汇纸业&APP 归母净利润与增速	7
图 5： 2018 年行业价格战导致公司盈利能力下降	7
图 6： 公司各项业务毛利率变化，包装纸进入上升期	7
图 7： 白卡为主，箱瓦与文化纸有望继续增加	8
图 8： 2019 年公司产品收入贡献占比中，白卡 80.93%	8
图 9： 机制纸产销量提升，产销率近年平稳	9
图 10： 博汇毛利率与净利率走势	10
图 11： 博汇各纸品毛利率水平	10
图 12： 全球木浆库存水平维持中高水平	10
图 13： 外盘针叶浆价格低位	10
图 14： 外盘阔叶浆价格低位	11
图 15： 白卡纸库存消化，价格上行	11
图 16： 近年来，白卡纸产能与产量增长	11
图 17： 近年来，白卡纸进出口量	11
图 18： 白卡纸表观消费逐年增长	12
图 19： 白卡纸 CR4 近 80%	12

图 20: 白卡纸可部分替代白板纸, 且质量更佳	13
图 21: 互联网餐饮外卖订单量显著上升	15
图 22: 互联网餐饮外卖领域活跃用户规模上升	15
图 23: 白卡纸白板纸价差低于平均水平	16
图 24: 白卡纸出厂价	16
图 25: 白板纸出厂价	16
图 26: 白卡纸下游需求分布	16
图 27: 药品销售额显著上升, 但增速趋缓	17
图 28: 卷烟销量保持上升态势	17
图 29: 乳制品销售额小幅波动	17
图 30: 化妆品零售额增幅显著	17
图 31: APP 七年营收与净利润复合增速较高	18
图 32: 产能利用率持续上升	18
图 33: APP 各产品收入占比	18
图 34: APP 毛利率与净利率	18
图 35: APP 消耗性物资生产物资显著高于同行	19
图 36: APP&博汇产能分布	19
图 37: 白卡纸行业产能分布	19
图 38: 博汇平均单吨运输费用逐年下降	19
图 39: 博汇运输费平均收入占比提升	19
图 40: 博汇总体费用率位于行业较低水平	21
图 41: 2020 年博汇管理费用率小幅改善	21
图 42: 博汇销售费用率维持平稳增长	22
图 43: 博汇财务费用率逐年小幅下降	22
图 44: 近三年来, 博汇资产负债率高于 APP	22
图 45: 博汇产能扩张致使资产负债水平持续上升	22
图 46: APP 货币资金充裕、带息负债比合理	22
图 47: APP 债务成本明显优于博汇	22
图 48: 公司历史 PE 走势	25
图 49: 公司历史 PB 走势	25
表 1: 2018 年-2020 年, APP 收购博汇纸业主要进程	6
表 2: 2019 年博汇纸业主要产品产销情况	8
表 3: 博汇主要生产基地与造纸产能	9
表 4: 博汇纸业生产项目进程	9
表 5: 博汇细分纸种产能投放进程	10
表 6: 未来 2-3 年, 白卡纸新增产能规划与投产情况	12
表 7: “中国白板纸之乡”富阳地区产能清退进程与安排	13
表 8: 《关于进一步加强塑料污染治理的意见》的目标	14
表 9: 禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用的细则	14
表 10: 塑料制品推广应用替代产品和模式的细则	15
表 11: APP2015-2019 年产销情况	20
表 12: APP 全国工厂主要区域分布	21
表 13: 博汇主营业务分拆与盈利预测	23
表 14: 可比公司估值	25

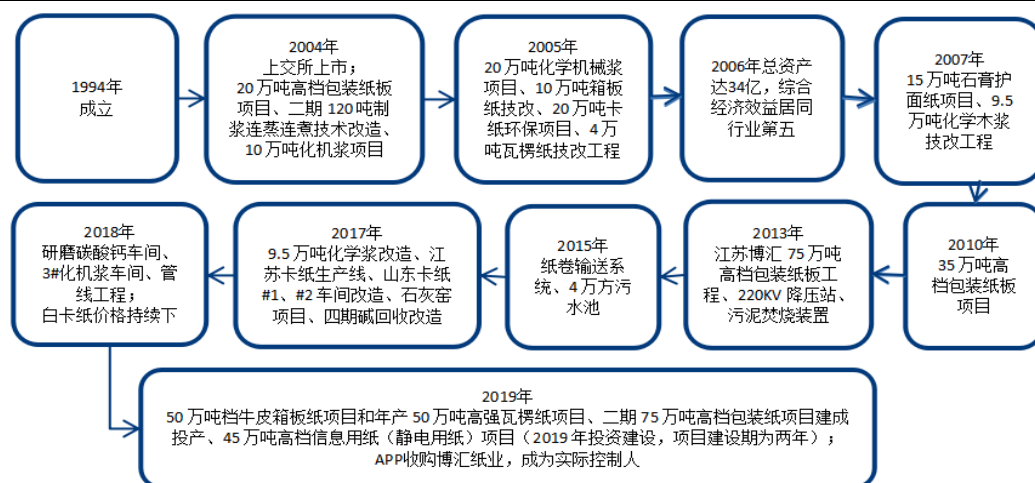
1、博汇纸业：白卡纸龙头，携手 APP 再启程

1.1、成长历程：26 年专注白卡纸行业，实现多次产能扩张

深耕白卡纸行业，26 年间不断升级产能，经营业绩稳健。博汇纸业于 1994 年成立，2004 年在上交所上市，是一家集纸张研发、生产、销售于一体的公司，主营产品为白卡纸、双胶纸、牛皮箱板纸、纸浆等，是国家科技部认定的国家级高新技术企业。公司产品主要客户为大型出版社、印刷物资公司、印刷包装公司、大型烟厂等。2011-2019 年，公司营收从 53 亿元增长到 97 亿元，CAGR 达到 7.85%，业绩长期保持稳健增长。

自上市以来，公司多次扩张产能。目前，机制纸总产能已达到 370 万吨，其中，白卡纸产能实现 215 万吨。2019 年，公司新增白卡纸产能 75 万吨、箱板纸产能 50 万吨、瓦楞纸产能 50 万吨、二期 75 万吨高档包装纸项目建成投产。此外，公司将投资 17.19 亿元建设年产 45 万吨高档信息用纸项目，建设期预计为 2 年，届时公司机制纸总产能增长至 415 万吨。

图1： 公司深耕白卡纸行业二十余载，产能实现多次扩张



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

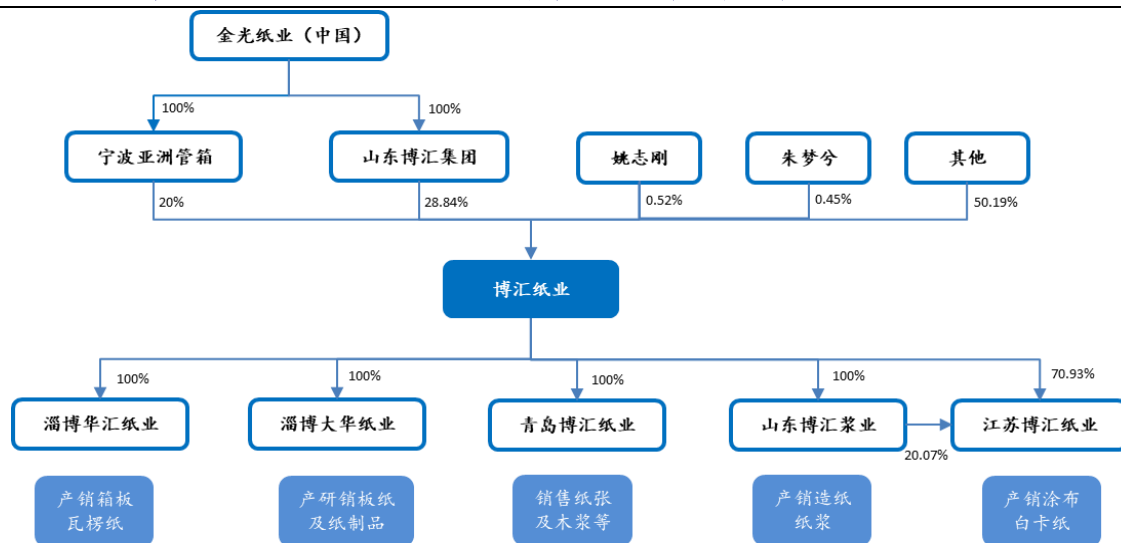
1.2、股权结构：APP 收购博汇，享有公司控制权

APP 收购博汇纸业最终于 9 月底完成，合计持股 48.84%。APP 在 2019 年开始启动收购进程，同年 4 月 APP 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的股票，通过连续四次举牌直至持股比例达到 20%。2019 年底，博汇纸业发布实控人转让 28.84% 股份的公告，并于 2020 年 9 月底正式完成收购案。APP 收购博汇纸业前，公司控股权较为分散，实际控制人仅持有不到 30% 的股份。收购完成后公司股权集中度增强，有利于提升后期经营管理与决策效率。

表1: 2018年-2020年, APP收购博汇纸业主要进程

时间	收购进程
2018年一季度	博汇计划新设两条白卡纸生产线。
2018年5月-12月	白卡纸价格持续下跌。
2019年5月1日	公司新增卡纸产能75万吨投产, 在原有140万产能基础上, 白卡纸产能扩展到200万吨。
2019年6月20日	APP金光纸业持股达5%。
2019年7月27日	APP金光纸业持股达10%。
2019年10月12日	APP金光纸业持股达15%。
2019年11月15日	APP金光纸业持股达20%。
2019年12月30日	金光集团与博汇控股股东达成协议, 本次收购完成, 金光集团持有博汇纸业48.84%股份, 成为实际控制人。
2020年6月25日	国家市场监督管理总局向金光纸业(中国)投资有限公司出具的《经营者集中反垄断审查不予禁止决定书》, 决定对本次收购不予禁止。
2020年8月24日	金光投资收到国家发展和改革委员会不对本次股权转让进行外商投资安全审查的通知。
2020年8月25日	公司公告金光纸业要约收购报告书, 本次要约收购价格为5.36元/股, 收购数量为683,978,451股, 占博汇纸业已发行股份的比例为51.16%, 要约收购期限为2020年8月28日至2020年9月26日。

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

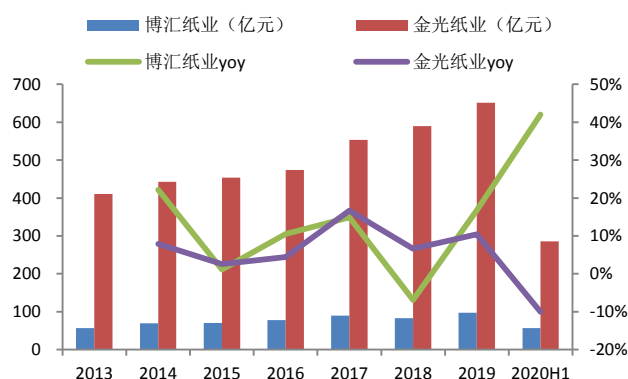
图2: APP完成收购博汇纸业, 合计持股48.84%, 集中股权提升决策效率

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

1.3、主营业务：以白卡纸为主，箱瓦和文化纸贡献加大

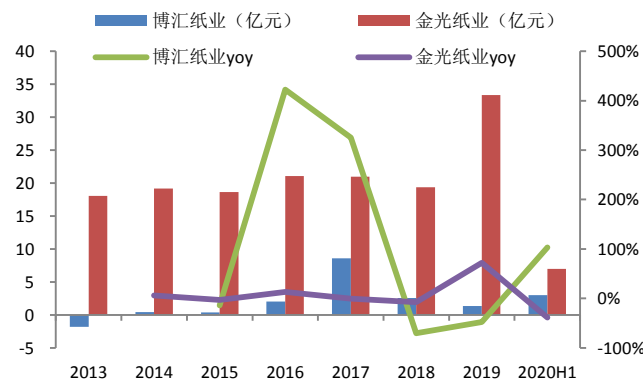
收购后协同效应加大，公司产能增加与经营效率改善有望带动净利润水平再上台阶。2013-2019年，公司业绩总体呈平稳增长，但2018年由于行业价格战导致白卡纸价格下滑，公司净利润出现负增长。2018年，实现营收83.39亿元、归母净利润2.56亿元，同比增速分别为-6.87%、-70.11%，较2017年大幅下滑。2019年开始，公司营收快速反弹、利润降幅趋缓，当年营收97.4亿元、归母净利润1.34亿元，同比增速分别为16.79%、-47.73%。2020H1营业收入57.33亿元（+41.78%），归母净利润2.67亿元（+102.88%），今年上半年受益于纸浆低位，白卡纸价格增长，公司业绩出现明显反转。目前，APP收购已经完成，未来公司将共享APP国内外原材料优势，成本有望大幅降低，同时销售渠道随之拓宽，业绩将持续修复。

图3：博汇纸业&APP 营业收入与增速



资料来源：wind，新时代证券研究所

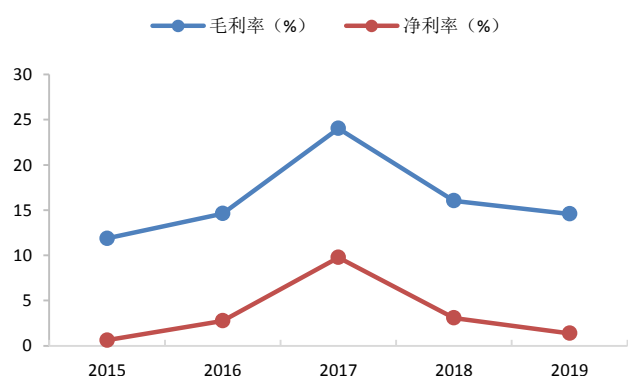
图4：博汇纸业&APP 归母净利润与增速



资料来源：wind，新时代证券研究所

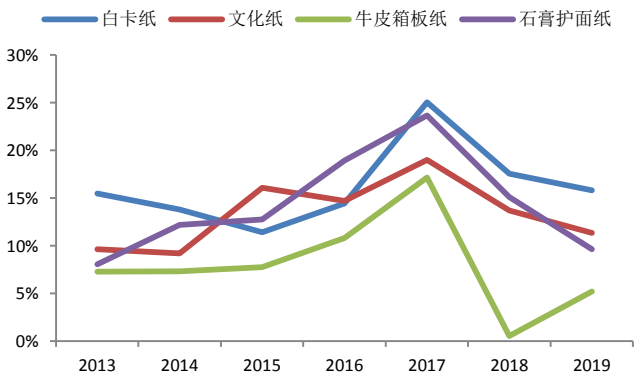
白卡纸毛利率在各纸品中居于最高水平。2019年，博汇毛利率14.58%，同比下降1.46pct，净利率1.37%，同比下降1.70pct，主要由于下半年新增产能投产后，试机成本较高导致。分产品看，2019年白卡纸、箱板纸、文化纸、石膏护面纸的毛利率分别为15.81%、5.20%、11.34%、9.65%，分别同比变动-1.74pct、4.65pct、-2.37pct、-5.45pct。2020H1，公司毛利率、净利率分别为17.54%、4.66%，较上年同期均有提升，今年白卡纸价格上涨，木浆价格低位导促使利润空间提升。

图5：2018年行业价格战导致公司盈利能力下降



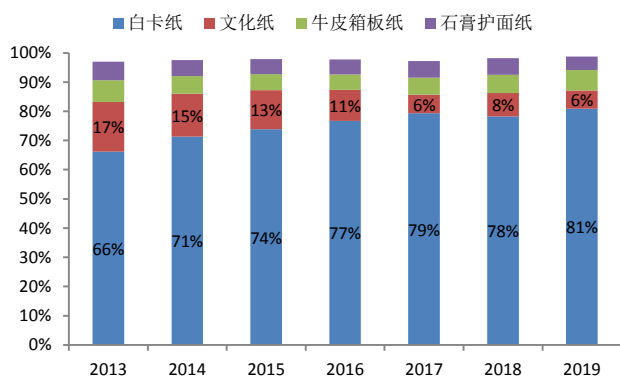
资料来源：wind，新时代证券研究所

图6：公司各项业务毛利率变化，包装纸进入上升期

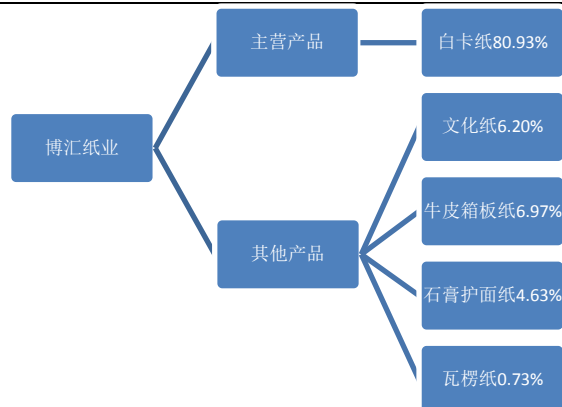


资料来源：wind，新时代证券研究所

以白卡纸生产为主，纸种日渐多元化，箱瓦纸与文化纸收入贡献有望持续增加。公司 26 年来深耕白卡纸领域，与 APP 合并前稳居行业第二位。除白卡纸以外，公司拓展生产文化纸、牛皮箱板纸、石膏护面纸、瓦楞纸纸种，实现产品多元化。2019 年，白卡纸、箱瓦纸、文化纸与石膏护面纸收入占比分别为 80.93%、7.70%、6.20%、4.23%。伴随未来箱瓦纸与文化纸产能释放传导，收入贡献有望显著增加

图7：白卡为主，箱瓦与文化纸有望继续增加

资料来源：wind，新时代证券研究所

图8：2019 年公司产品收入贡献占比中，白卡 80.93%

资料来源：wind，新时代证券研究所

表2：2019 年博汇纸业主要产品产销情况

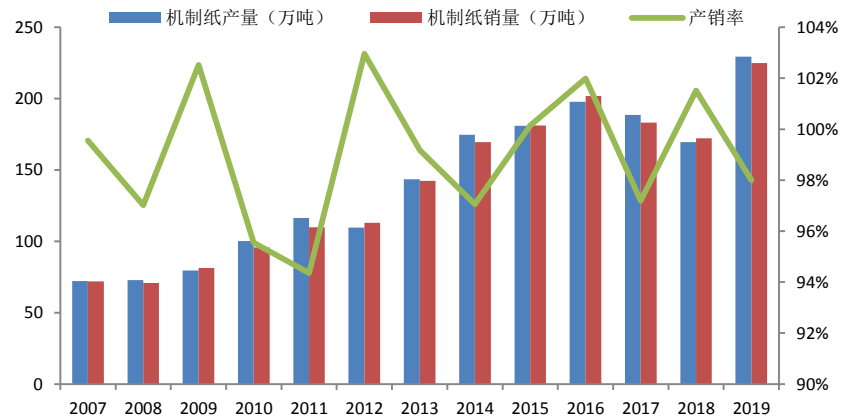
主要产品	生产量(万吨)	销售量(万吨)	库存量(万吨)	生产量比上年增减(%)	销售量比上年增减(%)	库存量比上年增减(%)	产销率(%)
卡纸	175.38	175.93	16.56	33	31	-3	100
文化纸	12.46	12.30	0.53	10	7	43	99
石膏护面纸	14.39	11.99	3.63	17	-1	195	83
箱板纸	24.05	22.27	2.06	109	90	636	93

资料来源：公司年报，新时代证券研究所

1.4、产销：产能加速布局，白卡竞争优势较强

近年来，公司产能与产量总体维持稳中上升。机制纸产能在 2017、2018 年受行业去产能与价格战影响有所下降。2019 年公司 50 万吨牛皮箱纸项目、50 万吨高强瓦楞纸项目、二期 75 万吨高档包装纸项目建成陆续投产，产销量同步提升。

公司主要生产基地位于江苏和山东，2019 年投建项目提升高档纸产能。公司拥有总产能 370 万吨。2019 年白卡纸产能增速达 53.57%，主要来源于年 75 万吨高档包装纸项目投产。山东淄博产区纸种更为丰富、产能更多，江苏博汇生产基地主要生产白卡纸和木浆，建设了高档包装纸新产能。

图9： 机制纸产销量提升，产销率近年平稳

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表3： 博汇主要生产基地与造纸产能

城市	纸种	产能 (万吨)
山东淄博	白卡纸	65
	双胶纸	35
	箱板纸	65
	瓦楞纸	50
	石膏护面纸	15
江苏大丰	白卡纸	150
	木浆	80
合计		460

资料来源：卓创资讯，新时代证券研究所

表4： 博汇纸业生产项目进程

年份	生产项目
2004	20 万吨高档包装纸板项目、10 万吨化机浆项目
2005	20 万吨化学机械浆项目、10 万吨箱板纸技改、20 万吨卡纸环保项目、4 万吨瓦楞纸技改工程
2007	15 万吨石膏护面纸项目、9.5 万吨化学木浆技改工程
2010	35 万吨高档包装纸板项目
2013	江苏博汇 75 万吨高档包装纸板工程
2017	9.5 万吨化学浆改造、江苏卡纸生产线
2019	50 万吨牛皮箱板纸项目、50 万吨高强瓦楞纸项目、二期 75 万吨高档包装纸项目建成投产、45 万吨高档信息用纸项目（2021 投产）

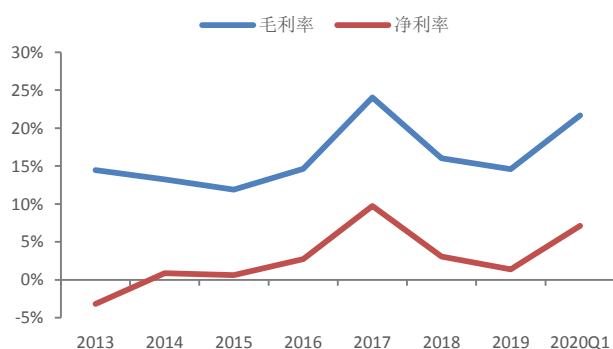
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

专注白卡纸行业，近年投放高档包装纸产能。2019 年白卡纸产能达 215 万吨，超过晨鸣纸业成为行业第二，被行业第一的金光纸业收购后产能效应更大。除白卡纸外，公司 2019 年扩张箱板纸和瓦楞纸产能，在建工程高档信息用纸项目将在 2021 年建成投产，高档包装纸产能逐步增加。

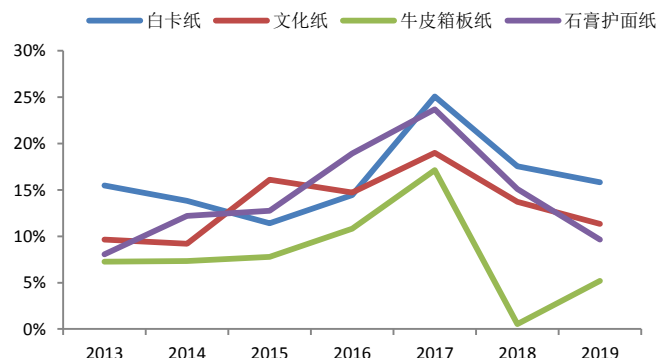
表5：博汇细分纸种产能投放进程

	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	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	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（万吨）	109.5	109.5	197.5	197.5	197.5	197.5	197.5	197.5	373	373	418

资料来源：公司年报，新时代证券研究所

图10：博汇毛利率与净利率走势

资料来源：wind，新时代证券研究所

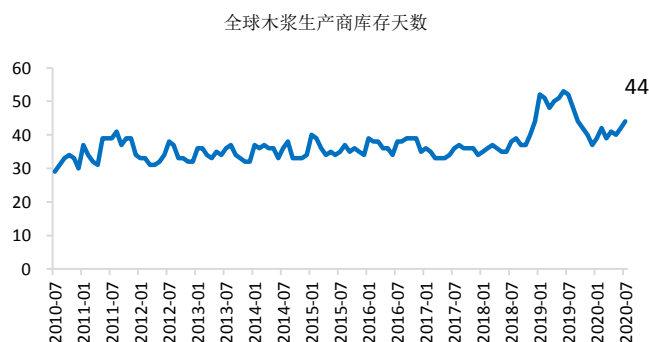
图11：博汇各纸品毛利率水平

资料来源：wind，新时代证券研究所

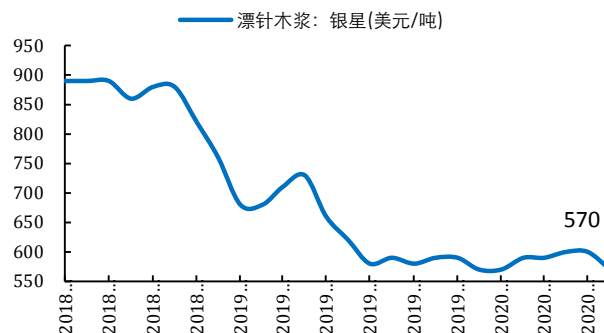
2、白卡纸行业景气度看涨，中长期供需维持良性循环

2.1、浆价低位、纸价上行，行业盈利进入上升期

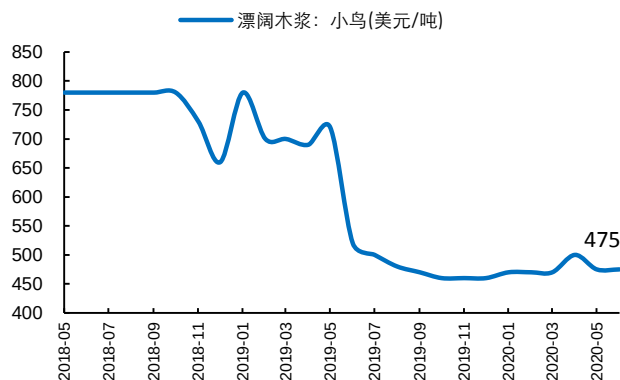
今年以来受疫情影响，纸品需求受到一定抑制和负面冲击。4月下旬开始，行业木浆系纸品出现大幅下滑，公司短期盈利承压。但6月开始，行业价格开始逐步企稳回升，伴随需求回暖，白卡纸去库存速度较好至合理水平后，APP开始逐月发布涨价函，价格提涨受集中度较高驱动，得到快速落实。成本端，全球木浆新增产能放缓，海外疫情控制落后于国内，全球库存天数仍在历史中高水平，中短期看浆价仍将低位运行有助于浆纸系公司盈利持续恢复。

图12：全球木浆库存水平维持中高水平

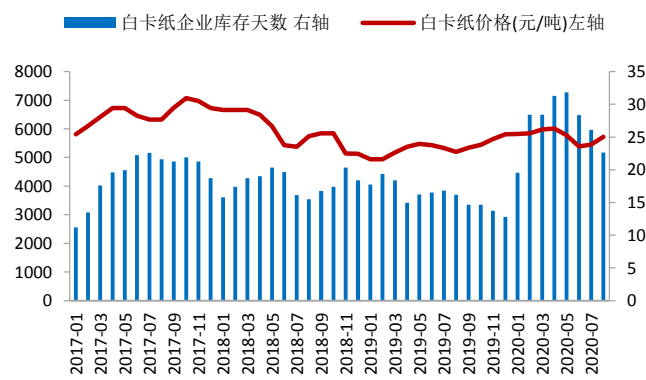
资料来源：wind，新时代证券研究所

图13：外盘针叶浆价格低位

资料来源：wind，新时代证券研究所

图14: 外盘阔叶浆价格低位

资料来源: wind, 新时代证券研究所

图15: 白卡纸库存消化, 价格上行

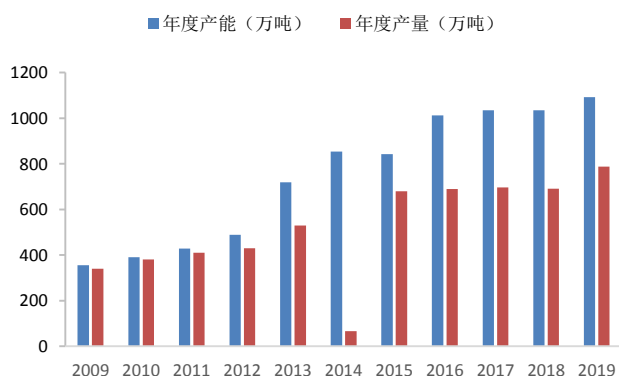
资料来源: wind, 新时代证券研究所

2.2、供给端: 集中度提升, 中短期新增产能有限

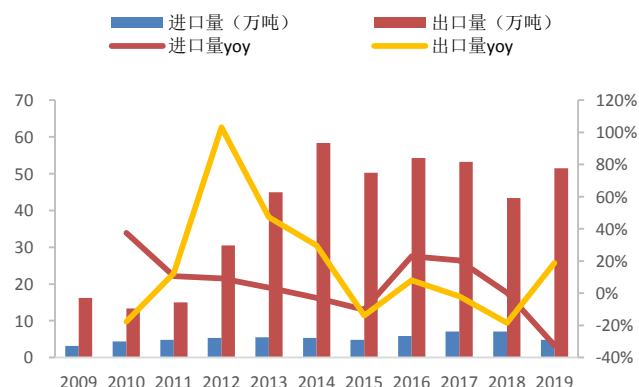
2.2.1、APP 收购博汇后, 白卡纸行业竞争格局再优化

2019 年, 白卡纸产能 1092 万吨, 同比增长 5.6%; 产量 787 万吨, 同比增长 13.89%。进出口方面, 2019 年出口量增速开始上升, 同比增长 18.83%, 进口量约 48 万吨, 同比持续下滑。表观消费量持续增长, 2019 年消费量 740 万吨, 同比增长 13.07%, 预计在白卡纸应用场景多元化与消费升级助力下, 消费量将继续攀升。

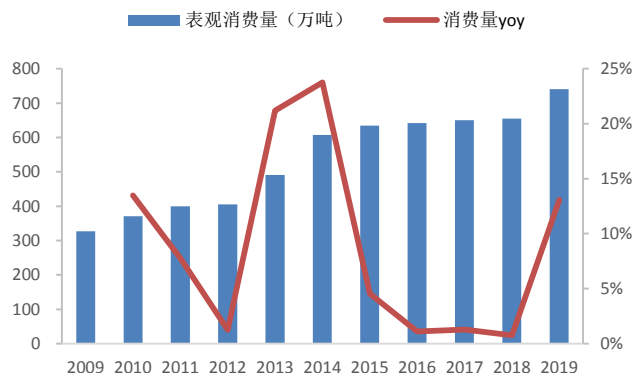
白卡纸行业 CR4 分别为 APP (金光纸业)、博汇纸业、晨鸣纸业、太阳纸业, 2019 年底 CR4 白卡纸产能分别为 355 万吨、215 万吨、204 万吨、140 万吨, 分别在国内白卡纸总产能中占比 29.8%、18.1%、17.1%、11.8%, CR4 达到 76.8%, 行业集中度较高。APP 收购博汇后, 两者合计市占率将近 50%, 行业竞争优势增强。白卡纸集中度提升, 将对行业产能投放节奏、开工率等形成有效控制, 产能协同性增强有利于稳定纸价, 降低季节性波动。

图16: 近年来, 白卡纸产能与产量增长

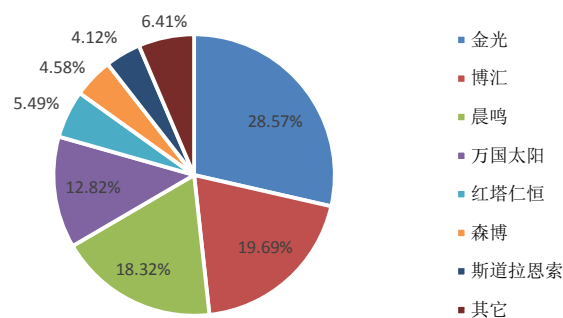
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图17: 近年来, 白卡纸进出口量

资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

图18: 白卡纸表观消费逐年增长

资料来源：卓创资讯，新时代证券研究所

图19: 白卡纸 CR4 近 80%

资料来源：卓创资讯，新时代证券研究所

2.2.2、新增产能有限，供需缺口有望带动价格进一步上行

根据卓创资讯数据显示，中短期内白卡纸新增产能较为有限，预计今明两年供给压力较小。未来 2-3 年，白卡纸规划产能预计约 670 万吨；其中，广西金桂（APP）预计明年 10 月投产 180 万吨、太阳纸业预计于 2023 年 10 月投产 90 万吨。目前，白卡纸新增产能披露计划较少，叠加限塑令推进、白板纸替代白卡纸趋势下，预计白卡纸供给或将不能满足新增需求，缺口将带动白卡纸价格上涨。

表6: 未来 2-3 年，白卡纸新增产能规划与投产情况

省市	企业	产能 (万吨)	预计投产时间
广西	广西金桂	180	2021 年 10 月
广西	太阳纸业	90	2023 年 10 月
广西	亚太森博	200	2020 年 4 月签约项目
福建	联盛纸业	200	2020 年 3 月签约项目

资料来源：卓创资讯，新时代证券研究所

2.3、需求端：替代效应+限塑令+消费升级，提升白卡纸需求空间**2.3.1、白板纸产能下降，白卡纸替代效应增加**

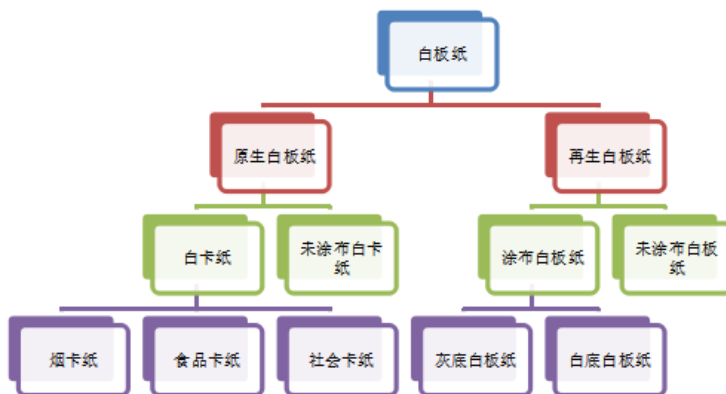
环保政策清退白板纸纸厂，替代品白卡纸需求有望体现。富阳地区“中国白板纸之乡”拥有年产能千万吨，在环保政策和产业格局落后的背景下，经过 2 年整治，于 2020 年彻底关停。根据《富阳区造纸制造业改造提升实施方案（2017-2020）》，2020 年底，富阳区将全面完成造纸园区企业腾退转型，可累计腾退造纸企业 113 家，关停产能 780 万吨，白板纸产能减少有望提升对白卡纸的增量需求。

表7: “中国白板纸之乡”富阳地区产能清退进程与安排

年份	进程
2014-2016 年	先后实施了 6 轮造纸行业整治, 造纸行业减至 127 家, 并建成投运 75 万吨/日上午配套污水处理厂 5 座、废塑料集中处置(清洗)中心 14 家。
2017 年	3 月成立造纸园区企业全面腾退转型工作指挥部, 统筹推进造纸园区企业腾退转型工作; 11 月正式启动造纸园区企业腾退转型, 两个月完成纳入第一批腾退计划 192 家企业(其中造纸企业 18 家)的腾退关停任务。
2018 年	3 月区政府成功收储全区最大的造纸集团-永正控股集团, 并提前关停下属 11 家造纸企业 150 万吨产能、1 家热电厂和 1 家污水处理厂; 6 月底, 关停第二批 135 家企业(其中造纸企业两家); 11 月启动第三批 200 家企业腾退工作(其中造纸企业 35 家), 现已全面腾退关停到位。
2019 年	先后累计关停拆除造纸企业 300 余家, 淘汰产能约 500 万吨, 削减造纸产能约 60%。
2020 年	彻底关停清退 20 家企业, 产能清退超过 200 万吨; 预计年底全面完成造纸园区企业腾退转型, 可累计腾退造纸企业 113 家, 削减产能 780 万吨

资料来源: 中国环境报, 新时代证券研究所

白板白卡可部分互相替代, 白卡纸质量更高。白卡纸(原生白板纸)原材料为木浆, 白板纸(再生白板纸)原材料为废纸。白卡较白板纸更光滑, 价格更高, 更多用作高档包装, 但在一定程度上二者可相互替代。废纸价格中长期受外废清零与国废稀缺因素而维持中高水平, 木浆价格尚在低位红利期, 有利于白卡纸盈利。

图20: 白卡纸可部分替代白板纸, 且质量更佳

资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究

2.3.2、限塑令细化, 环保白卡纸迎来增量空间

2020 年 1 月 19 日, 国家发展改革委、生态环境部公布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》, 提出要有序禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用, 积极推广替代产品, 规范塑料废弃物回收利用, 建立健全塑料制品生产、流通、使用、回收处置等环节的管理制度。本次限塑令目标更明确(分 2020、2022、2025 年三个阶段分别设置目标逐步推进)、应用场景更全面(商超、超市、餐饮外卖、物流快递、星级宾馆等)、替代方案已经落地(推广环保布袋、纸袋、可降解购物袋)。

目前, 塑料制品的替代品主要包括纸制品、可降解塑料、环保布袋等。但根据技术水平判断, 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, 但便利性有待提升, 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，因此纸制品是现在综合性价比最好的替代品。政策指引预计塑料制品将显著减少、塑料污染得到有效控制，同时对环保纸制品的需求有望带动白卡纸量价齐升。

表8：《关于进一步加强塑料污染治理的意见》的目标

时间	目标
2020 年	率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用。
2022 年	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。
2025 年	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。

资料来源：发改委，生态环境部，新时代证券研究所

表9：禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用的细则

时间	细则
2020 年前	禁止： 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。
2020 年底	禁止： 1、生产和销售一次性发泡塑料餐具、一次性塑料棉签； 2、生产含塑料微珠的日化产品； 3、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； 4、全国范围餐饮行业使用不可降解一次性塑料吸管； 5、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。 规范和限制： 1、农贸市场使用不可降解塑料袋。
2022 年底	禁止： 1、销售含塑料微珠的日化产品； 2、全部地级以上城市建成区和沿海地区县城建成区使用不可降解塑料袋； 3、县城建成区、景区景点餐饮堂食服务使用不可降解一次性塑料餐具； 4、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。 其它： 1、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。
2025 年底	禁止： 1、全部地级以上城市建成区和沿海地区县城建成区的集贸市场使用不可降解塑料袋； 2、全国范围邮政快递网点使用不可降解的塑料包装袋、塑料胶带、一次性塑料编织袋等。 鼓励： 1、有条件的地方，在城乡结合部、乡镇和农村地区集市等场所停止使用不可降解塑料袋。 其他： 1、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%；

2、所有宾馆、酒店、民宿不再主动提供一次性塑料用品。

资料来源：发改委，生态环境部，新时代证券研究所

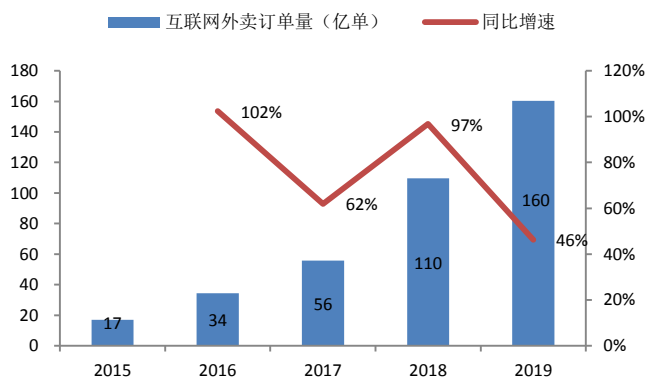
商超、快递、外卖业寻求塑料替代品，环保白卡纸为首选。我国互联网外卖订单持续高增，商家对于环保餐盒的需求量显著提升。根据《国家食品安全标准食品接触用纸和纸板材料及制品》，食品级包装用纸需以原木浆为原料，食品级环保白卡有望成为主要替代材料。根据易观资讯数据显示，2018 年我国互联网餐饮外卖订单达到 110 亿单，同比增长 97%，2019 年在高基数的基础上，增速达到 46%。从季度互联网外卖活跃用户规模上看，2019 年开始持续走高，表现出较高的景气度，行业的蓬勃发展为使用场景奠定基础，限塑令推进将助推塑料包装向环保级食品卡转移。

表10： 塑料制品推广应用替代产品和模式的细则

时间	目标
推广应用替代产品	1、商场、超市、药店、书店等场所 环保布袋、纸袋等非塑料制品和可降解购物袋、生鲜产品可降解包装膜（袋）； 2、餐饮外卖 符合性能和食品安全要求的秸秆覆膜餐盒等生物基产品、可降解塑料袋等； 3、重点覆膜区域 可降解地膜。
培育优化新业态新模式	1、电商、外卖 加强入驻商户管理，制定一次性塑料制品减量替代实施方案，并向社会发布执行情况； 2、连锁商超、大型集贸市场、物流仓储、电商快递等。积极推广可循环、可折叠包装产品和物流配送器具，建设可循环包装跨平台运营体系，使用商品和物流一体化包装，建立可循环物流配送器具回收体系。

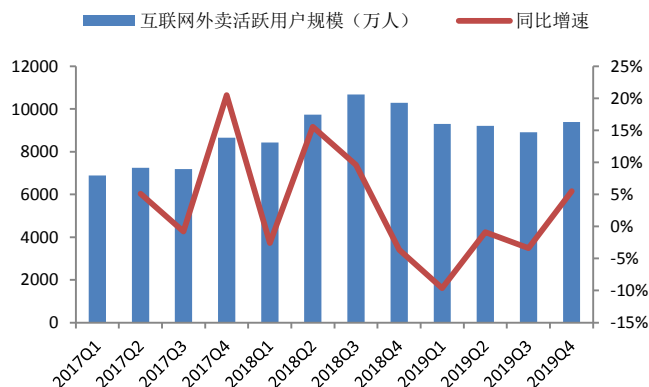
资料来源：发改委，生态环境部，新时代证券研究所

图21： 互联网餐饮外卖订单量显著上升



资料来源：易观资讯，新时代证券研究所

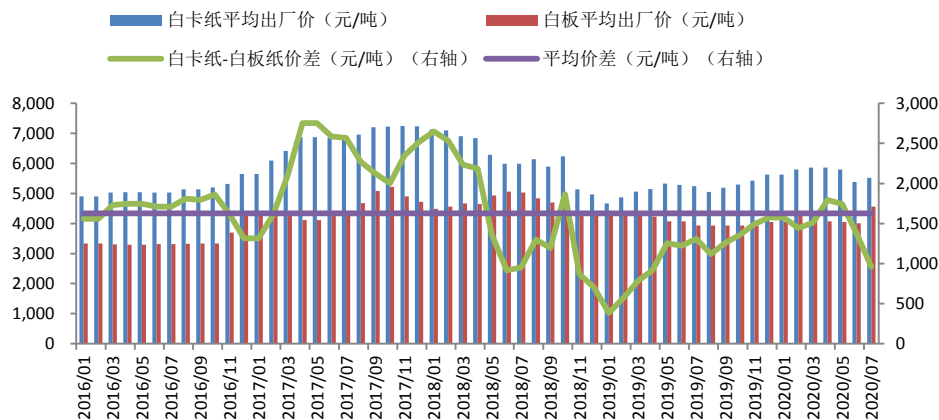
图22： 互联网餐饮外卖领域活跃用户规模上升



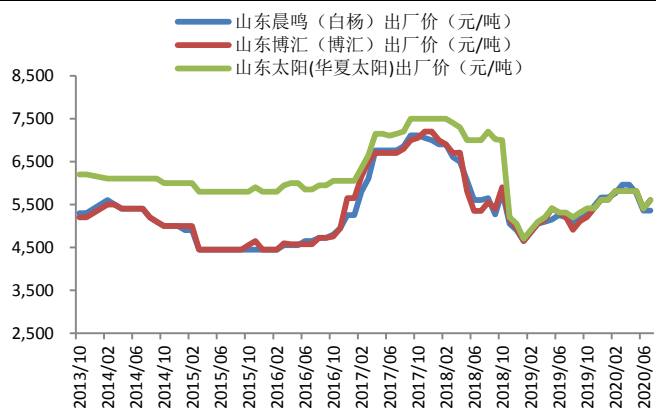
资料来源：易观资讯，新时代证券研究所

2.3.3、价格优势叠加消费升级，白卡纸需求升温

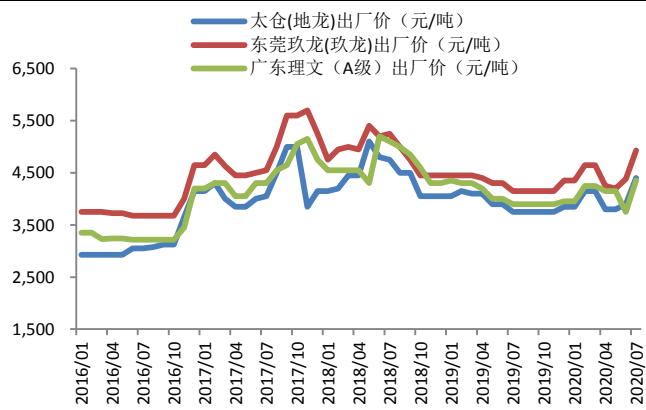
白卡纸白板纸价差走低，促进下游企业选择白卡纸。由于废纸成本上升，“富阳纸厂”关停导致产能下降，白板纸价格存在向上增长动力。此外，木浆进口量上升，产能扩张较为充分以及近年来行业整合等因素，白卡纸定价自主权较好，具有较强稳定性。目前，白卡白板纸价差低于 4 年内历史平均价差，叠加替代效应与消费升级等趋势，总体上白卡纸景气度与需求得到较强支撑。

图23: 白卡纸白板纸价差低于平均水平

资料来源：wind，新时代证券研究

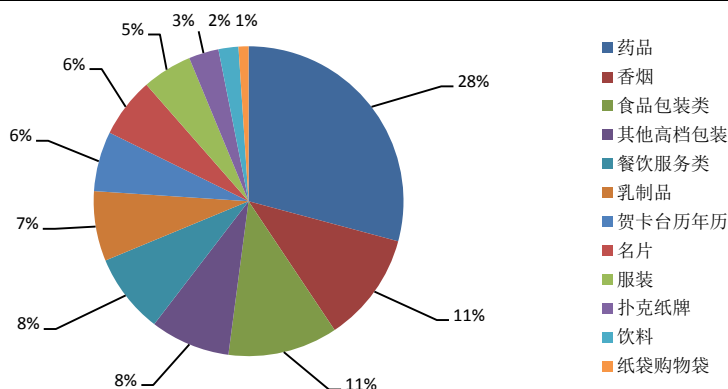
图24: 白卡纸出厂价

资料来源：wind，新时代证券研究所

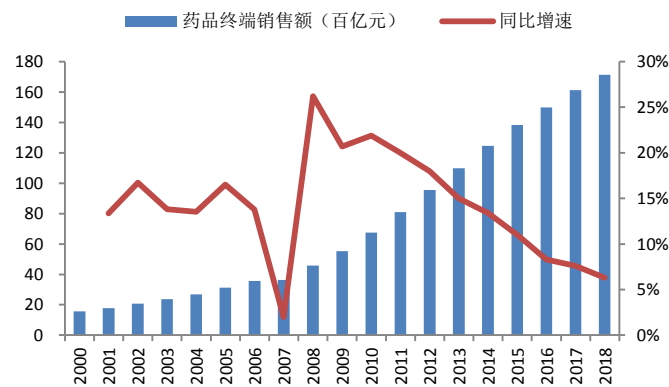
图25: 白板纸出厂价

资料来源：wind，新时代证券研究所

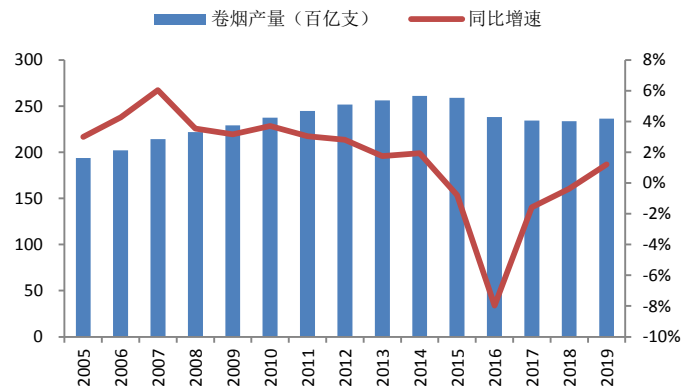
药品和高档化妆品销量回暖，包装消费升级提升白卡纸下游需求。白卡纸下游需求多样化，多用于制作药品、香烟乳制品、台历、名片等高档包装，以及食品包装、餐饮服务类等环保包装。其中药品、香烟和食物类包装需求最大，分别占28%，11%和11%。今年以来，必选品增长稳健，可选消费于二季度逐步复苏，药品和化妆品销售额显著回升，卷烟和乳制品销量保持平稳增长，互联网外卖订单量高增，随着消费升级和环保政策，白卡纸行业景气度最旺。

图26: 白卡纸下游需求分布

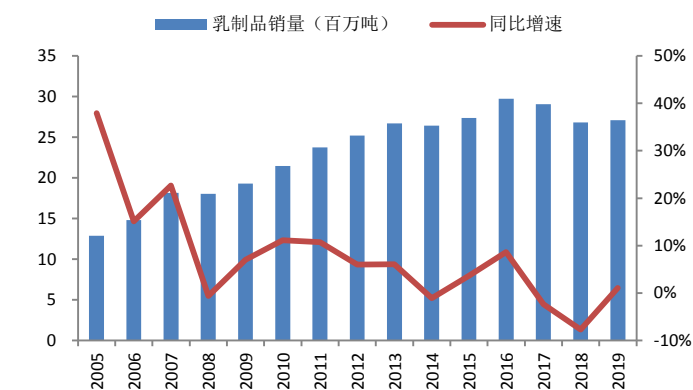
资料来源：卓创资讯，新时代证券研究

图27: 药品销售额显著上升, 但增速趋缓

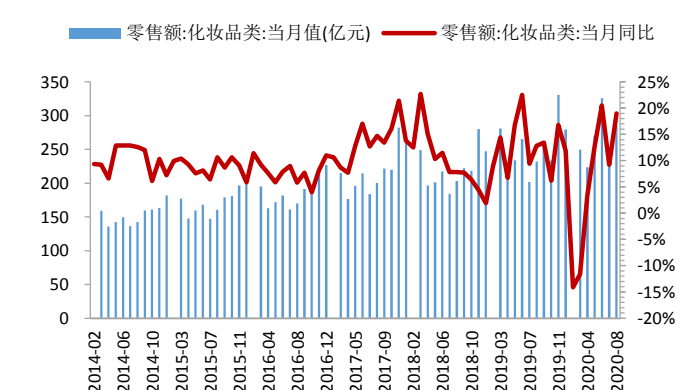
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图28: 卷烟销量保持上升态势

资料来源: wind, 新时代证券研究所

图29: 乳制品销售额小幅波动

资料来源: wind, 新时代证券研究所

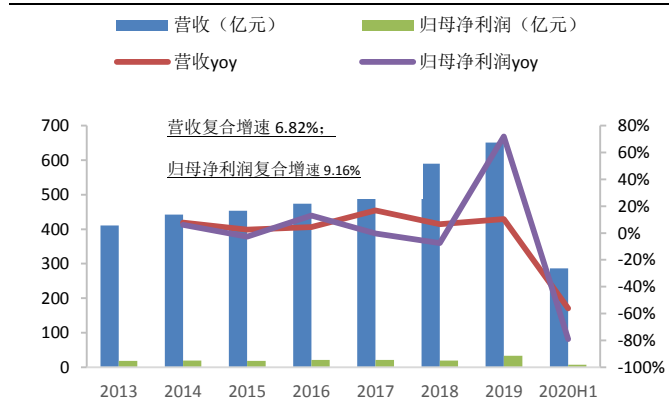
图30: 化妆品零售额增幅显著

资料来源: wind, 新时代证券研究所

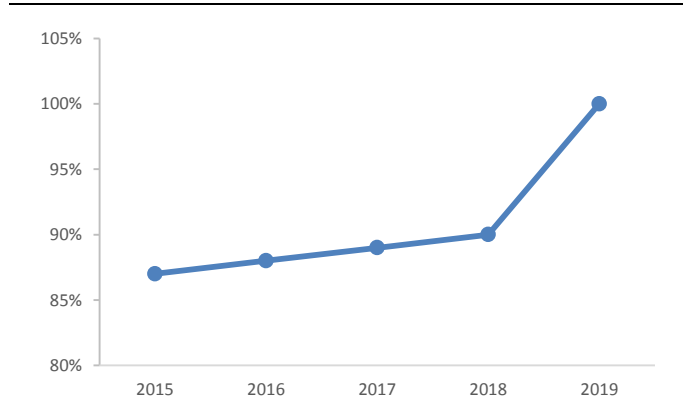
3、强强联合, 实现 1+1>2

3.1、APP 林地、木浆资源深厚, 博汇将共享原材料成本优势

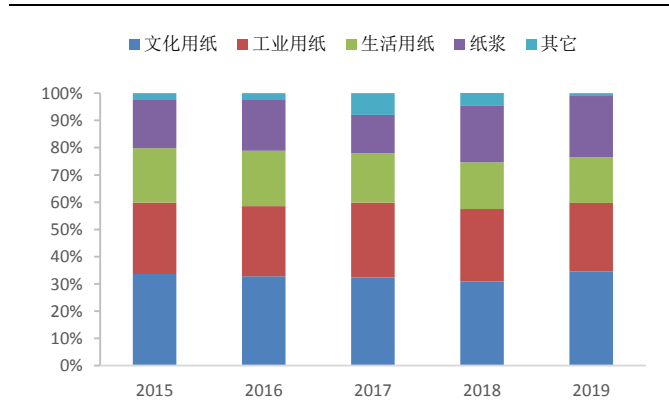
金光纸业（APP 中国）是国内营收规模与产量最大的综合型造纸企业。金光集团成于 1994 年成立，在印尼、中国等地拥有 30 多家纸浆、造纸公司及 100 多万公顷速生林，是亚洲地区（除日本以外）规模最大的浆纸业集团公司。APP 在 1992 年进入中国，率先将林浆纸一体化经营模式引入国内。公司主营产品包括文化用纸、工业用纸、生活用纸、纸浆等。2019 年拥有纸产能超 900 万吨，其中工业用纸产能 360 万吨，浆产能 210 万吨，同时产能利用率自 2015 年开始持续提升。2019 年，APP 营收规模达到 651.1 亿元，同比增长 10.45%，复合增速 6.82%，归母净利润 33.35 亿元，同比增长 72.03%，复合增速 9.16%。

图31: APP 七年营收与净利润复合增速较高

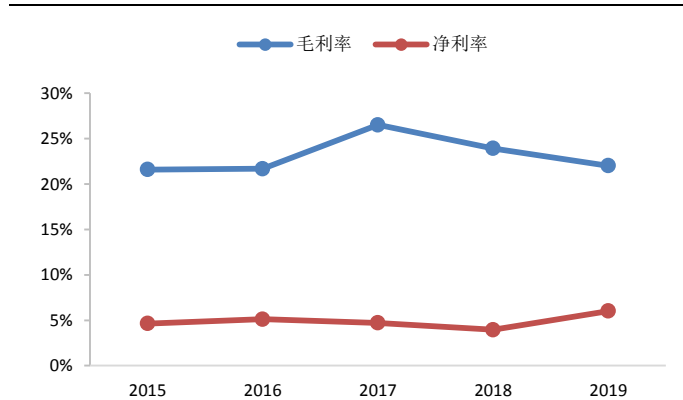
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图32: 产能利用率持续上升

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

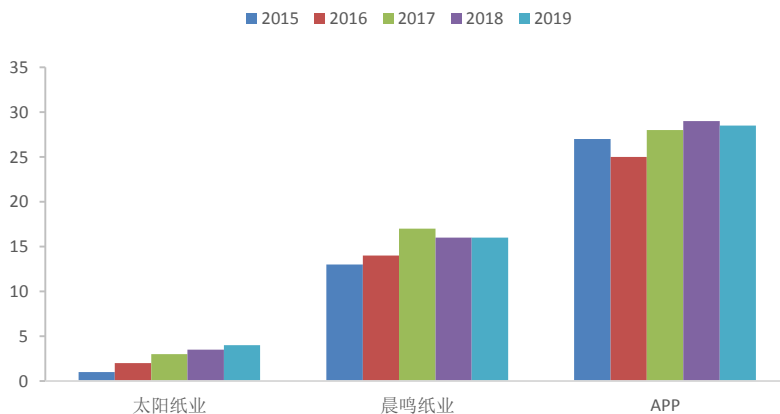
图33: APP 各产品收入占比

资料来源: wind, 新时代证券研究所

图34: APP 毛利率与净利率

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

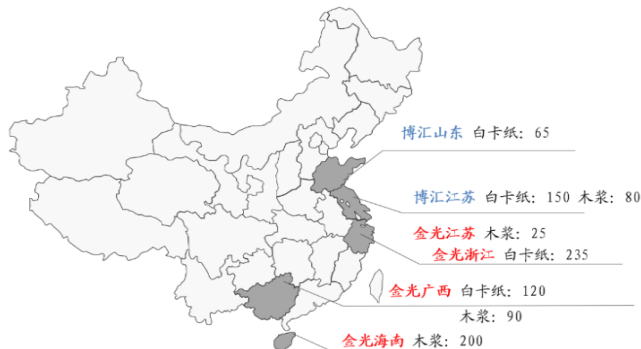
APP 海内外资源禀赋突出, 收购博汇助力其提升原材料优势。截至 2018 年底, APP 在中国 8 个省份管理和经营 420 万亩林地, 其中已种植面积 389 万亩, 以桉树为主 (栽植面积 347 万亩), 2019 年末公司消耗性生物资产 (自营林成本和购入林木资产的相关费用) 为 28.46 亿元, 显著高于晨鸣纸业 (15.41 亿元)、太阳纸业 (2.45 亿元)。此外, 金光集团在印尼拥有永吉 (Indah Kiat)、集伟化工 (Tjiwi Kimia)、Lontar Papyrus、Ogan Komiring Ilir (OKI) 等大型浆纸厂, 享受印尼丰富的原始森林资源, 顺利开展林浆纸一体化商业模式, 已逐步形成强大的成本优势。APP 收购博汇, 也将提升后者获取木浆资源的优势, 充分享受低原材料成本红利, 中长期有助于公司业绩释放。

图35: APP 消耗性物资生产物资显著高于同行

资料来源:公司公告,新时代证券研究

3.2、产能布局进一步完善,降低物流运输成本

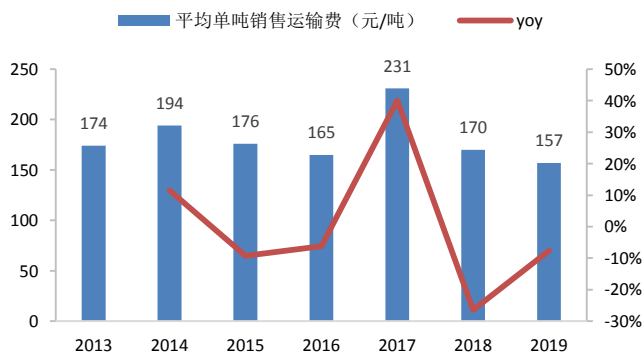
APP 收购博汇后,产能布局将更加完善,提升物流效率降低运输成本。从区域分布来看,APP 的白卡产能主要分布在浙江、广西,博汇的产能以山东、江苏为主,金光收购博汇后,将在产能分布的区域形成互补。产能覆盖区域增加,规模效应提升,能够更好的实现就近协调运输订单,降低物流成本,提升订单响应效率,从而提升盈利弹性。

图36: APP&博汇产能分布

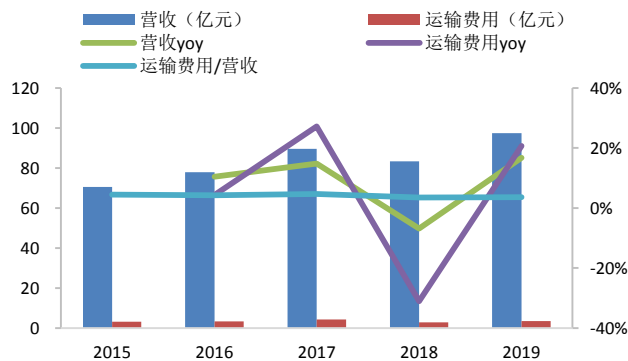
资料来源:卓创资讯,新时代证券研究所

图37: 白卡纸行业产能分布

资料来源:卓创资讯,新时代证券研究所

图38: 博汇平均单吨运输费用逐年下降

资料来源:wind,新时代证券研究所

图39: 博汇运输费平均收入占比提升

资料来源:wind,新时代证券研究所

APP 全盘统筹产线，提升整体产能利用率。2019 年，APP 总产能达到 1074 万吨，其中工业用纸产能 312 万吨、文化纸产能 374 万吨，产能利用率与产销率分别为 111%、98%。APP 的铜版纸和白卡纸市占率均为第一，纸品多元化有望未来淡化周期属性。收购完成后，APP 合计拥有 9 条白卡生产线，可根据目前自身和博汇的产能情况与客户资源，以及这 9 条白卡生产线的特点和区位，统一全盘制定更为合理的生产计划，减少生产线的转产频率，降低转产成本，从而提高生产效率。

表11: APP2015-2019 年产销情况

主营业务	主要产品	项目 (万吨)	2015	2016	2017	2018	2019
纸浆	漂白硫酸盐桉木浆、桉木化学浆	产能	220	210	210	210	210
		产量	217	217	227	246	261
		销量	208	200	196	204	210
		产能利用率	99%	103%	108%	117%	124%
		产销率	96%	92%	86%	83%	80%
文化纸	铜版纸、双胶纸、复写纸	产能	365	365	367	367	367
		产量	374	379	376	353	374
		销量	371	376	378	349	382
		产能利用率	102%	104%	102%	96%	102%
		产销率	102%	103%	103%	95%	104%
工业用纸	白板纸、白卡纸、食品卡	产能	232	260	312	312	312
		产量	137	233	322	361	403
		销量	139	234	318	363	407
		产能利用率	59%	90%	103%	116%	129%
		产销率	101%	100%	99%	101%	101%
生活用纸	厨房用纸、卫生纸	产能	117	132	137	137	137
		产量	97	104	112	102	113
		销量	92	99	107	104	119
		产能利用率	83%	79%	82%	74%	82%
		产销率	95%	95%	96%	102%	105%
其它	各类纸制品	产能	57	73	48	48	48
		产量	47	43	37	40	39
		销量	47	43	40	46	46
		产能利用率	82%	59%	77%	83%	81%
		产销率	100%	100%	108%	115%	118%
合计	/	产能	991	1040	1074	1074	1074
		产量	872	974	1075	1103	1190
		销量	857	952	1040	1066	1164
		产能利用率	88%	94%	100%	103%	111%
		产销率	98%	98%	97%	97%	98%

资料来源：wind，公司公告，新时代证券研究所

表12: APP 全国工厂主要区域分布

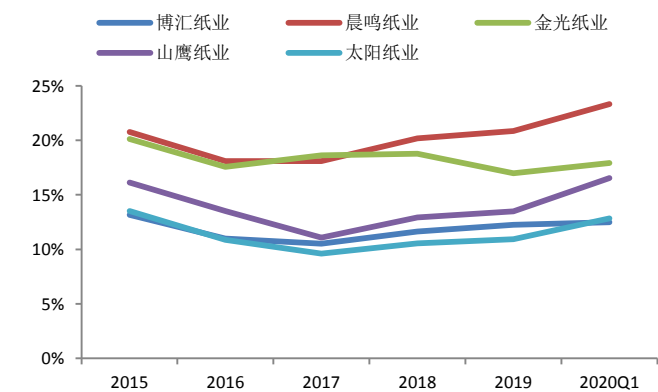
分类	工厂	区域	产品	年产能(万吨)
纸浆	金海浆	海南	漂白硫酸盐桉木浆	135
	金桂浆	广西	桉木化学浆	75
文化纸	金东纸业	江苏	铜版纸	200
	金海浆	海南	铜版纸	100
	金华盛	江苏	双胶纸、复写纸	67
白卡纸	宁波中华	浙江	白板纸、白卡纸	62
	亚洲浆	浙江	白板纸、白卡纸	150
	金桂浆	广西	白卡纸、食品卡	100
生活用纸	金红叶	江苏	厨房用纸、卫生用纸	137
其它纸制品	其它	/	其它综合纸制品	48
/	合计		/	1074

资料来源: wind, 公司公告, 新时代证券研究所

3.3、费用改善空间大，经营效率提升

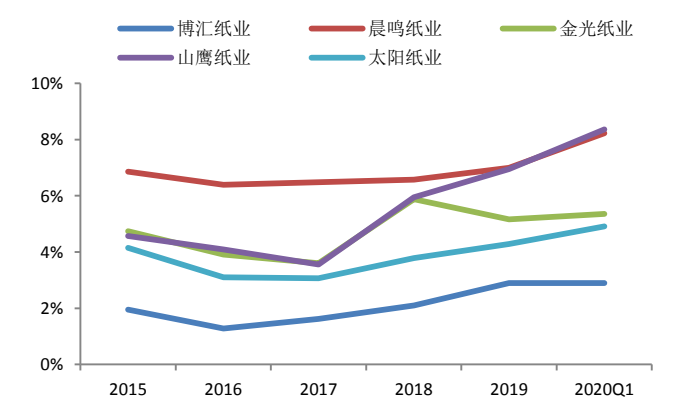
期间费用控制良好，APP 入驻后仍有改善空间。近年来，公司期间费用率在 10%-15% 之间，处于行业较低水平；同时，管理费用率远低于其他四家公司，维持在 1%~3% 之间；销售费用率从 2017 年的 5.18% 下降到 2020Q1 的 4.49%；2019 年财务费用率小幅下降，表明企业控费能力较好。APP 是亚洲地区屈指可数的综合性造纸企业，多年运营与管理经验资源丰富，收购博汇后已派管理层入驻，有望对其进行规范化管理和运营，大幅提升经营效率，协同效应将逐步体现，进一步促进盈利改善。

图40: 博汇总体费用率位于行业较低水平

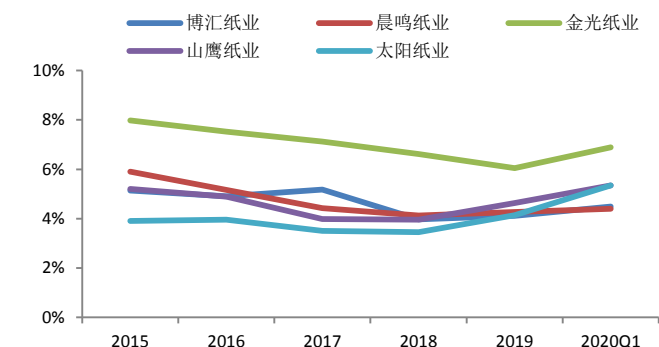


资料来源: wind, 新时代证券研究所

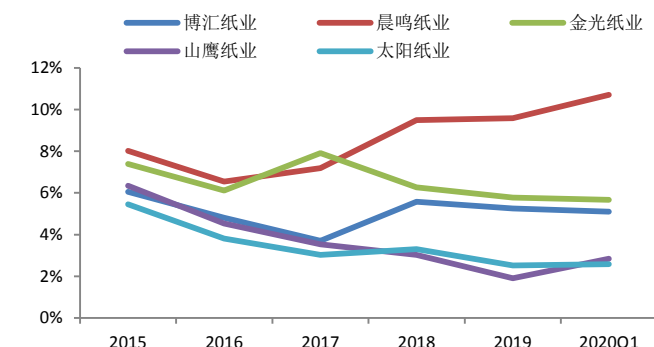
图41: 2020 年博汇管理费用率小幅改善



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图42: 博汇销售费用率维持平稳增长

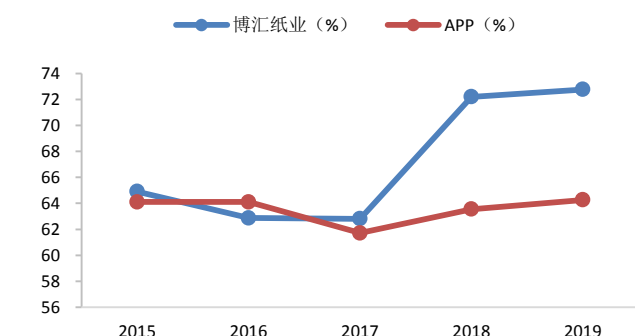
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图43: 博汇财务费用率逐年小幅下降

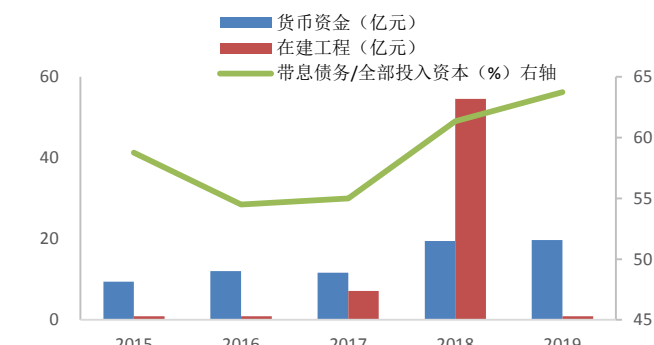
资料来源: wind, 新时代证券研究所

3.4、拥有 APP 背书，资产负债与融资成本有望下降

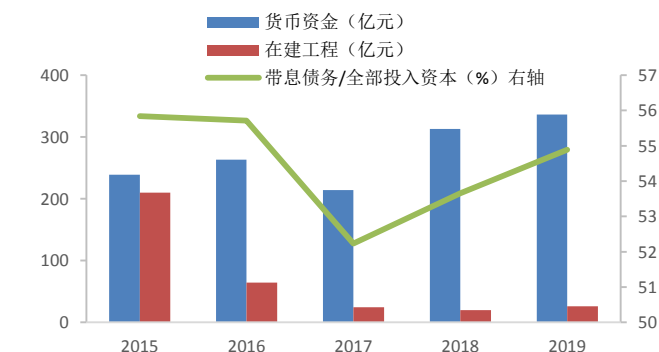
近三年来，博汇由于快速扩张产能，资产负债水平持续攀升。2019 年资产负债率达到 72.78%，较 2017 年的 61.71%，提升 11pct，并且持续三年高于 APP。2018 年是公司产能急剧扩张的一年，在建工程由 17 年的 7.13 亿攀升到 54.54 亿，带息负债占比持续走高至 63.73%。从债务成本角度看，博汇近年平均水平高于 APP 约 1-2pct 左右，叠加负债水平上升，借款成本或将上升。APP 收购博汇后进行全方位整合，有望得到 APP 的背书有效缓债务压力和降低资金成本。

图44: 近三年来，博汇资产负债率高于 APP

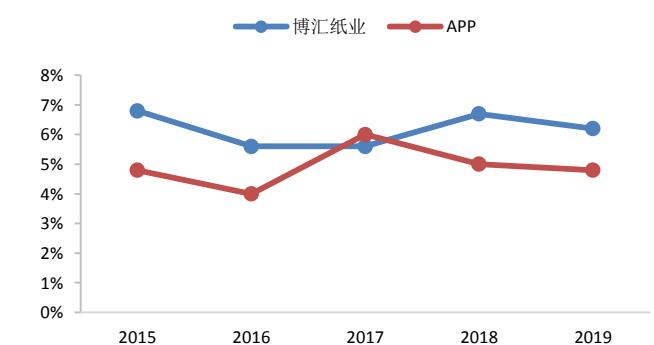
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图45: 博汇产能扩张致使资产负债水平持续上升

资料来源: wind, 新时代证券研究所

图46: APP 货币资金充裕、带息负债比合理

资料来源: wind, 新时代证券研究所

图47: APP 债务成本明显优于博汇

资料来源: wind, 新时代证券研究所

4、关键假设与盈利预测

根据公司与 APP 合并后在产能规划、经营效率与产品布局等多方面产生协同效应，以及白卡纸行业需求向上、提价较好与原材料成本低位，我们对公司未来三年主营业务进行详细拆分与盈利预测，基于以下核心假设：

1) 白卡纸：2020-2022 年新增产能均为 215 万吨，行业集中度较好，价格中枢向上并维持在较高水平，吨毛利稳中有升分别为 1185 元/吨、1158 元/吨、1112 元/吨。白卡纸收入增长分别为 50%、8%、5%；毛利率分别达到 19.74%、20.48%、20.48%。

2) 文化纸：公司明年有 45 万吨文化纸投产，由此预计 2020-2022 年文化纸产能分别为 25 万吨、70 万吨、70 万吨。文化纸行业教辅印刷需求总体平稳，由于明年是我国建党 100 周年，社会需求将增加，价格大概率呈现稳步上涨趋势，预计 2020-2022 年文化纸收入增长分别为-2%、400%、5%；吨毛利分别为 604 元/吨、888 元/吨、999 元/吨；毛利率分别为 12%、21%、23%。

3) 箱瓦纸：2020-2022 年公司箱瓦纸产能均维持在 115 万吨，考虑到 2019 年公司新增箱瓦纸产能，目前处于爬坡期且包装纸盈利性已经拐点向上，我们预计箱瓦纸收入增长分别为 25%、120%、20%；吨毛利分别为 254 元/吨、423 元/吨、568 元/吨；毛利率分别为 8%、12%、14%。

4) 石膏护面纸：假设公司 2020-2022 年石膏护面纸产能均保持在 15 万吨，2021 年开始收入小幅增长分别为 4%、4%；吨毛利分别为 362 元/吨、414 元/吨、470 元/吨；毛利率分别为 9.7%、10.5%、11.4%。

综上，预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 138.79 亿元、187.37 亿元、208.92 亿元，增速分别为 42.5%、35.0%、11.5%；毛利率为 19.5%、20.0%、20.5%；净利率为 7.1%、8.2%、9.13%。

表13：博汇主营业务拆分与盈利预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
产能（万吨）	195.00	195.00	370.00	370.00	415.00	415.00
产量（万吨）	188.00	170.00	229.00	317.00	420.00	420.00
销量（万吨）	183.00	172.00	225.00	315.00	418.00	418.00
收入（百万元）	8954.81	8339.44	9739.80	13879.21	18736.94	20891.69
收入 yoy(%)	14.86	-6.87	16.79	42.50	35.00	11.50
成本（百万元）	6803.12	7001.82	8319.53	11172.77	14989.55	16608.89
成本 yoy (%)	2.20	2.92	18.82	34.30	34.16	10.80
毛利润（百万元）	2151.69	1337.62	1420.27	2706.45	3747.39	4282.80
毛利润 yoy(%)	88.68	-37.83	6.18	90.56	38.46	14.29
毛利率 (%)	24.03	16.04	14.58	19.50	20.00	20.50
归母净利润（百万元）	856.14	255.94	133.77	985.75	1540.83	1906.52
归母净利润 yoy (%)	325.26	-70.11	-47.73	636.90	56.31	23.73
净利率 (%)	9.56	3.07	1.37	7.10	8.22	9.13
白卡纸						
产能（万吨）	140.00	140.00	215.00	215.00	215.00	215.00
产量（万吨）	145.00	132.00	175.00	197.00	226.00	247.00
销量（万吨）	139.00	134.00	176.00	197.00	226.00	247.00
收入（百万元）	7106.30	6521.59	7882.88	11824.32	12770.27	13408.78

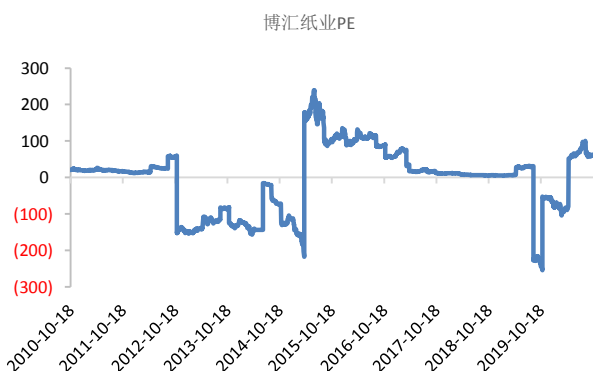
收入 yoy(%)	18.79	-8.23	20.87	50.00	8.00	5.00
成本 (百万元)	5325.93	5376.78	6636.44	9490.11	10154.42	10662.14
成本 yoy (%)	4.04	0.95	23.43	43.00	7.00	5.00
毛利润 (百万元)	1780.37	1144.81	1246.44	2334.21	2615.85	2746.64
毛利润 yoy(%)	106.24	-35.70	8.88	87.27	12.07	5.00
毛利率 (%)	25.05	17.55	15.81	19.74	20.48	20.48
吨毛利 (元/吨)	1280.84	854.34	708.20	1184.88	1157.46	1112.00
文化纸						
产能 (万吨)	25.00	25.00	25.00	25.00	70.00	70.00
产量 (万吨)	11.00	11.00	12.00	12.00	70.00	70.00
销量 (万吨)	11.00	11.00	12.00	12.00	70.00	70.00
收入 (百万元)	564.78	667.06	603.45	591.38	2956.91	3104.75
收入 yoy(%)	-31.77	18.11	-9.54	-2.00	400.00	5.00
成本 (百万元)	457.41	575.61	535.01	518.96	2335.32	2405.38
成本 yoy (%)	-35.21	25.84	-7.05	-3.00	350.00	3.00
毛利润 (百万元)	107.37	91.45	68.44	72.42	621.59	699.37
毛利润 yoy(%)	-11.84	-14.83	-25.16	5.82	758.29	12.51
毛利率 (%)	19.01	13.71	11.34	12.25	21.02	22.53
吨毛利 (元/吨)	976.09	831.36	570.33	603.51	887.98	999.10
箱瓦纸						
产能 (万吨)	15.00	15.00	115.00	115.00	115.00	115.00
产量 (万吨)	14.00	12.00	25.00	30.00	60.00	60.00
销量 (万吨)	14.00	12.00	25.00	30.00	60.00	60.00
收入 (百万元)	521.95	473.22	750.00	937.50	2062.50	2475.00
收入 yoy(%)	27.62	-9.34	58.49	25.00	120.00	20.00
成本 (百万元)	432.47	470.65	706.05	861.38	1808.90	2134.50
成本 yoy (%)	18.55	8.83	50.02	22.00	110.00	18.00
毛利润 (百万元)	89.48	2.57	43.95	76.12	253.60	340.50
毛利润 yoy(%)	102.54	-97.13	1610.12	73.19	233.16	34.27
毛利率 (%)	17.14	0.54	5.86	8.12	12.30	13.76
吨毛利 (元/吨)	639.14	21.42	175.80	253.73	422.67	567.50
石膏护面用纸						
产能 (万吨)	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
产量 (万吨)	14.00	14.00	12.00	12.00	12.00	12.00
销量 (万吨)	14.00	14.00	12.00	12.00	12.00	12.00
收入 (百万元)	509.75	528.43	450.58	450.58	473.11	496.76
收入 yoy(%)	27.09	3.67	-14.73	0.00	5.00	5.00
成本 (百万元)	389.02	448.64	407.10	407.10	423.38	440.32
成本 yoy (%)	19.64	15.33	-9.26	0.00	4.00	4.00
毛利润 (百万元)	120.73	79.79	43.48	43.48	49.73	56.45
毛利润 yoy(%)	58.94	-33.90	-45.51	0.00	14.36	13.51
毛利率 (%)	23.68	15.10	9.65	9.65	10.51	11.36
吨毛利 (元/吨)	862.36	569.93	362.33	362.33	414.38	470.38

资料来源: wind, 新时代证券研究所

5、估值水平与评级

公司当前（2020/10/16）PE/PB 分别为 61.5X/2.87X，均高于行业平均水平。今年以来，白卡纸提价、公司与 APP 的合并预期均以反应在当前股价中。我们按照 PE 相对估值法以及结合公司自身成长性、白卡纸行业景气度回升与 APP 合并后带来的赋能效应、产能大幅提升与未来的盈利改善，给予公司 2021 年 15X-20X 合理估值（行业均值约 10X）。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图48： 公司历史 PE 走势



资料来源：wind，新时代证券研究所

图49： 公司历史 PB 走势



资料来源：wind，新时代证券研究所

表14： 可比公司估值

代码	简称	收盘价 (元)	股本 (亿股)	市值 (亿元)	EPS(元)				PE				PB(19)
					19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
600966.SH	博汇纸业	12.39	13.37	166	0.10	0.74	1.15	1.43	53.07	16.74	10.77	8.66	3.00
可比公司													
000488.SZ	晨鸣纸业	5.37	29.84	160	0.57	0.63	0.77	0.90	8.92	8.52	6.97	5.97	0.65
600567.SH	山鹰纸业	3.14	45.96	144	0.30	0.32	0.41	0.49	12.69	9.81	7.66	6.41	1.02
002078.SZ	太阳纸业	12.94	26.02	337	0.84	0.88	1.03	1.18	16.5	14.70	12.56	10.97	2.18
平均值					0.45	0.64	0.84	1.00	22.80	12.45	9.49	8.00	1.71

资料来源：wind，新时代证券研究所（时间截止为 2020.10.17）

6、风险分析

- 1) 白卡纸产能超预期扩张：白卡纸价格上涨、浆价低位促使盈利能力持续上涨，行业进入者与新增产能超市场预期可能会引发价格竞争带来的风险。
- 2) 原材料价格波动：白卡纸主要原材料为木浆，若木浆价格超预期大幅上涨会直接影响公司成本端，从而带来盈利性的下滑。
- 3) 疫情再次反复影响需求回暖：若国内疫情再蔓延会直接影响终端白卡纸用纸需求，从而导致提价落地无法顺利进行。
- 4) 白卡纸替代效应不足：白板纸产能减少对白卡纸的增量需求不及此前预期。
- 5) 限塑令推进缓慢：禁止塑料包装进程与白卡纸替代需求不达预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	6192	5905	6816	5874	7740	营业收入	8339	9740	13879	18737	20892
现金	1947	1968	2119	1168	2276	营业成本	7002	8320	11173	14990	16609
应收票据及应收账款合计	1678	1022	0	0	0	营业税金及附加	35	28	60	85	89
其他应收款	234	204	420	422	517	营业费用	331	401	647	855	940
预付账款	178	188	333	371	414	管理费用	170	274	269	363	432
存货	1706	1325	2745	2715	3335	研发费用	6	7	4	7	9
其他流动资产	449	1198	1198	1198	1198	财务费用	465	512	478	500	471
非流动资产	12296	13464	15951	18728	19176	资产减值损失	18	-3	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	-11	-2	-3	-3
固定资产	5677	12087	14489	17199	17624	其他收益	6	1	5	6	7
无形资产	280	231	228	228	229	投资净收益	2	15	4	4	5
其他非流动资产	6339	1147	1234	1301	1322	营业利润	311	191	1252	1942	2347
资产总计	18488	19369	22767	24602	26916	营业外收入	1	1	51	24	16
流动负债	9097	10198	12845	13395	14485	营业外支出	2	50	14	17	19
短期借款	4071	5174	5174	5174	5174	利润总额	309	142	1289	1949	2343
应付票据及应付账款合计	3887	3371	6377	6701	7790	所得税	53	8	264	370	405
其他流动负债	1139	1653	1294	1519	1521	净利润	256	134	1024	1578	1938
非流动负债	4253	3899	3648	3370	2674	少数股东损益	0	0	38	38	32
长期借款	3312	2925	2674	2396	1700	归属母公司净利润	256	134	986	1541	1907
其他非流动负债	941	974	974	974	974	EBITDA	1174	1220	2582	3494	4066
负债合计	13350	14097	16493	16765	17159	EPS(元)	0.19	0.10	0.74	1.15	1.43
少数股东权益	0	0	38	76	108	主要财务比率					
股本	1337	1337	1337	1337	1337	成长能力					
资本公积	1333	1333	1333	1333	1333	营业收入(%)	-6.9	16.8	42.5	35.0	11.5
留存收益	2473	2607	3548	4973	6742	营业利润(%)	-73.4	-38.4	554.9	55.1	20.9
归属母公司股东权益	5138	5272	6235	7761	9649	归属于母公司净利润(%)	-70.1	-47.7	636.9	56.3	23.7
负债和股东权益	18488	19369	22767	24602	26916	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	16.0	14.6	19.5	20.0	20.5
经营活动现金流	1073	1137	4833	3721	4118	净利率(%)	3.1	1.4	7.1	8.2	9.1
净利润	256	134	1024	1578	1938	ROE(%)	5.0	2.5	16.3	20.1	19.9
折旧摊销	459	631	949	1197	1393	ROIC(%)	5.1	4.4	10.3	12.4	14.7
财务费用	465	512	478	500	471	偿债能力					
投资损失	-2	-15	-4	-4	-5	资产负债率(%)	72.2	72.8	72.4	68.1	63.7
营运资金变动	-95	-70	2381	443	314	净负债比率(%)	139.1	156.6	117.4	103.8	65.1
其他经营现金流	-10	-54	5	6	8	流动比率	0.7	0.6	0.5	0.4	0.5
投资活动现金流	-2310	-1523	-3437	-3976	-1844	速动比率	0.4	0.3	0.2	0.1	0.2
资本支出	2365	1612	2487	2777	448	营运能力					
长期投资	40	0	0	0	0	总资产周转率	0.5	0.5	0.7	0.8	0.8
其他投资现金流	95	88	-951	-1199	-1396	应收账款周转率	3.9	7.2	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流	1253	294	-1245	-696	-1167	应付账款周转率	2.5	2.3	0.0	0.0	0.0
短期借款	-545	1103	0	0	0	每股指标(元)					
长期借款	2334	-387	-250	-278	-696	每股收益(最新摊薄)	0.19	0.10	0.74	1.15	1.43
普通股增加	0	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	2.59	0.89	3.62	2.78	3.08
资本公积增加	-1	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.84	3.94	4.66	5.81	7.22
其他筹资现金流	-533	-422	-995	-417	-471	估值比率					
现金净增加额	15	-95	151	-951	1108	P/E	64.7	123.8	16.8	10.7	8.7
						P/B	3.2	3.1	2.7	2.1	1.7
						EV/EBITDA	20.2	20.3	9.3	7.1	5.6

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

赵汐雯，加拿大圣玛丽大学，金融学硕士。2015年开始从事行业研究工作，曾先后供职于民生证券研究院、方正证券研究所。2020年1月加盟新时代证券研究所，从事轻工和纺织服装领域研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>