

博汇纸业 (600966.SH)

行业整合打造白卡巨头，未来盈利中枢持续向上

核心观点：

- **公司白卡纸产能 (215 万吨) 位居行业次席；新版“限塑令”+白板纸产能出清刺激白卡需求增长。**根据公司 2019 年年报，公司主营白卡纸等造纸业务，浆纸产能共计 460 万吨，其中浆产能 80 万吨，白卡纸产能 215 万吨、箱板纸产能 65 万吨、瓦楞纸产能 52.5 万吨。限塑令提升行业长期需求，从替代外卖餐盒、餐饮业打包盒、不可降解塑料袋三个方面，预计会带来 84-194 万吨的白卡纸替代需求。
- **与金光纸业强强合并，充分发挥协同效应。**2020 年 8 月 28 日，博汇纸业披露，公司实际控制人与金光纸业 (中国) 投资有限公司按照股权转让协议顺利完成股权变更。收购完成后，金光与博汇占据我国白卡纸总产能 50%+，白卡纸行业集中度大幅提升，龙头议价能力随之增强，未来白卡纸价格中枢有望上移，行业盈利能力大幅改善。同时，公司将有望与金光在全国范围形成更广阔的覆盖，协调统筹订单和生产资源，降低运输成本，充分发挥协同效应。
- **预计 20-22 年业绩分别为 0.70、1.36、1.76 元/股。**随着公司 2019 年投产项目产能逐渐爬坡，预计各纸种产能利用率提升，推动营收保持较快增速。暂不考虑收购完成后与金光纸业的业务整合，预计 2020-2022 年分别实现营收 130.61、174.74、216.09 亿元，分别同比增长 34.1%、33.8%、23.7%。根据可比公司估值水平，考虑公司在白卡纸行业产能排名第二 (不考虑金光纸业，2019 年)，具有较强的定价能力，且未来白卡纸需求旺盛将带动行业高景气，给予公司 2021 年 EPS15xPE 估值，对应合理价值 20.4 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。**(1) 金光进驻后的管理风险；(2) 白卡纸行业产能大幅增加；(3) 原材料价格超预期上涨；(4) 白卡纸涨价低于预期；(5) 限塑令推行不及预期。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	8,339	9,740	13,061	17,474	21,609
增长率 (%)	-6.9	16.8	34.1	33.8	23.7
EBITDA (百万元)	1,256	1,347	2,371	3,460	4,220
归母净利润 (百万元)	256				
增长率 (%)	-70.1	-47.7	598.4	95.1	29.2
EPS (元/股)	0.19	0.10	0.70	1.36	1.76
市盈率 (P/E)	16.40	52.97	20.21	10.36	8.02
ROE (%)	5.0	2.5	16.0	26.3	28.2
EV/EBITDA	8.28	10.68	10.72	6.84	5.08

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

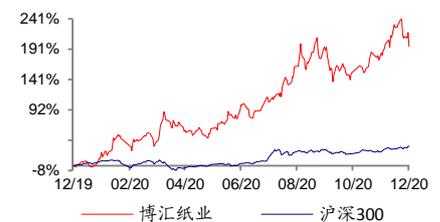
公司评级

公司评级	买入
当前价格	14.12 元
合理价值	20.4 元
报告日期	2020-12-02

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1336.8/1336.8
总市值/流通市值 (百万元)	18876/18876
一年内最高/最低 (元)	16.30/4.68
30 日日均成交量/成交额 (百万)	21/309
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	2.10/47.67

相对市场表现



分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005

SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

分析师：

张兆函



SAC 执证号：S0260520100001



zhangzhaohan@gf.com.cn

请注意，张兆函并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

目录索引

一、白卡龙头，产能持续扩张	4
（一）深耕白卡纸业务，行业地位稳固	4
（二）产能投放驱动营收增长，费用控制良好	4
二、行业供给趋理性，限塑令增加行业需求	9
（一）白卡行业产能增长稳定，巨头兼并重塑竞争格局	9
（二）传统需求保持稳定，限塑令等增加替代性需求	10
（三）预计 2020-2021 年行业将出现较大供给缺口	11
三、强强联合，充分发挥协同效应	11
（一）四度举牌+股份转让，博汇实际控制人发生变更	11
（二）金光纸业是林浆纸一体化的大型造纸企业	13
（三）整合后规模优势显著，有利于合理规划白卡产能和订单	14
（四）借助金光管理经验，博汇经营能力得到改善	15
四、盈利预测与估值分析	16
五、风险提示	18

图表索引

图 1: 博汇纸业近年营收情况	5
图 2: 博汇纸业近年归母净利润情况	5
图 3: 近年白卡纸价格走势 (元/吨)	5
图 4: 博汇纸业产品营收占比	6
图 5: 博汇纸业主要产品毛利率	6
图 6: 博汇纸业分地区业务构成	6
图 7: 博汇纸业期间费用率 (%)	7
图 8: 博汇纸业期间费用率同业对比 (%)	7
图 9: 博汇纸业近年固定资产和同比增长率	7
图 10: 博汇纸业近年固定资产和营业收入	7
图 11: 博汇纸业固定资产和在建工程	8
图 12: 博汇纸业主要产品的产能变化 (单位: 万吨)	9
图 13: 资本开支领先经营净现金流约 3 年 (百万元)	9
图 14: 白卡纸产能、产量及产能利用率	9
图 15: 2019 年白卡纸行业市占率	9
表 1: 博汇纸业主要控股参股公司	4
表 2: 博汇纸业产能投放历史	8
表 3: 白卡纸行业未来新增产能	10
表 4: 白卡纸价格假设对净利润的影响	16
表 5: 博汇纸业分纸种收入预测及增速	16
表 6: 博汇纸业毛利率与费用率假设	17
表 7: 可比公司估值情况	18

一、白卡龙头，产能持续扩张

（一）深耕白卡纸业务，行业地位稳固

两大生产基地，浆纸合计产能460万吨，其中包卡纸产能215万吨（2019年）。博汇纸业成立于1994年，集纸张的研发、生产、销售于一体，主要产品有白卡纸、文化纸、石膏护面纸、箱板纸等多种纸品。其中白卡纸为公司核心业务，2019年占公司总营收的80.93%。公司的重要子公司有：大华纸业和江苏博汇（主要负责纸品生产）、博汇浆业（主要负责木浆生产）、香港博丰和青岛博汇（主要负责木浆和原纸贸易）。公司目前拥有位于山东淄博和江苏大丰的两大生产基地，总产能达到460万吨，其中山东基地主要生产白卡纸、箱板纸和瓦楞纸，产能合计230万吨；江苏基地主要生产白卡纸和木浆，目前该基地白卡纸产能已达到150万吨。公司为国内第二大白卡纸企，白卡纸产能达到215万吨。

表 1：博汇纸业主要控股参股公司

公司简称	持股比例	主营业务	注册资本 (亿元)	总资产(亿 元)	净资产(亿 元)	净利润(亿 元)
大华纸业	100%	开发、生产、销售板纸及纸制品，并从事上的进出口业务	1.44	4.73	4.30	-0.03
博汇浆业	100%	生产、销售造纸纸浆及以上产品的进出口；并从事非公司自产机制纸的批发	5.28	12.27	11.09	0.06
江苏博汇	100%	包装板纸（限涂布白卡纸）制造；纸张销售；自营和代理各类商品及技术的进出口业务；从事公司自身造纸生产项目预备期内的服务	17.2	97.70	31.06	3.53
香港博丰	100%	造纸、化工产品、原材料的采购、买卖，贸易和国外投资	30.9 万	0.49	-0.50	-8.61 万
青岛博汇	100%	销售纸张、造纸木浆、文化用品，货物进出口				
淄博华汇	100%	生产、销售箱板纸、瓦楞纸；废旧物资、废纸回收、利用、销售	0.03	1.15 万	-0.05 万	0.00

数据来源：博汇纸业 2019 年年度报告，广发证券发展研究中心

（二）产能投放驱动营收增长，费用控制良好

营收保持稳健增长，白卡纸价格上涨盈利能力大幅增强。2020年前三季度，公司实现营业收入 5.27 亿元，同比增长 3.43%；归母净利润 0.27 亿元，同比增长 284.72%。受益于白卡纸价格上涨，公司盈利能力持续改善，业绩快速增长。

图1: 博汇纸业近年营收情况

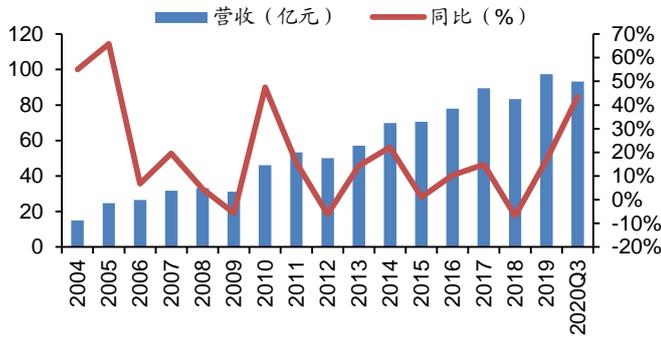
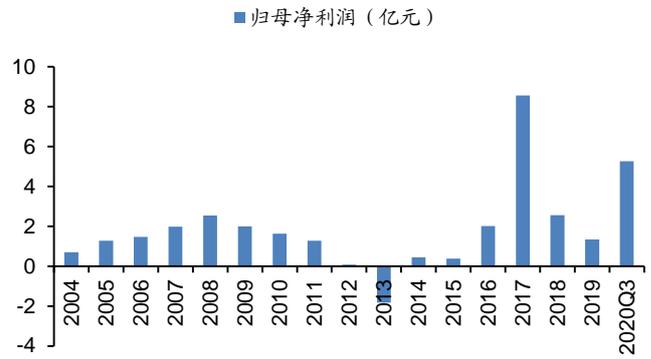


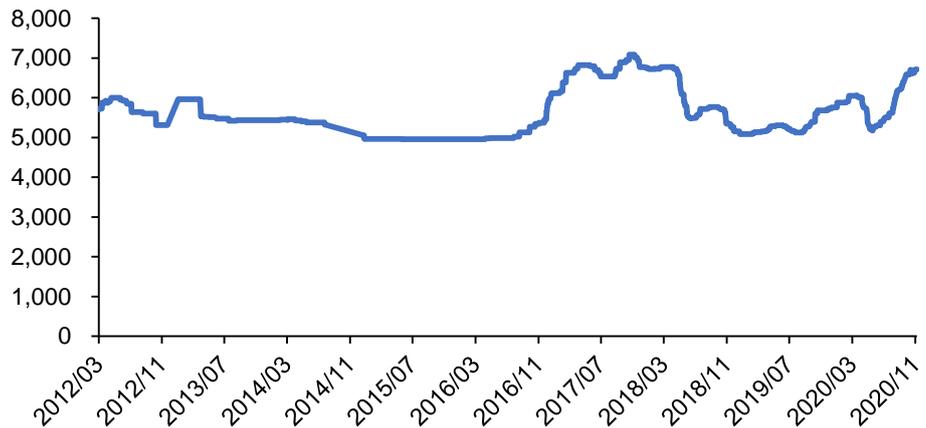
图2: 博汇纸业近年归母净利润情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

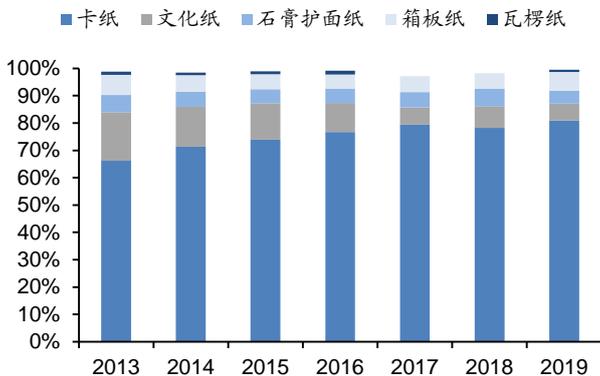
图3: 近年白卡纸价格走势 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

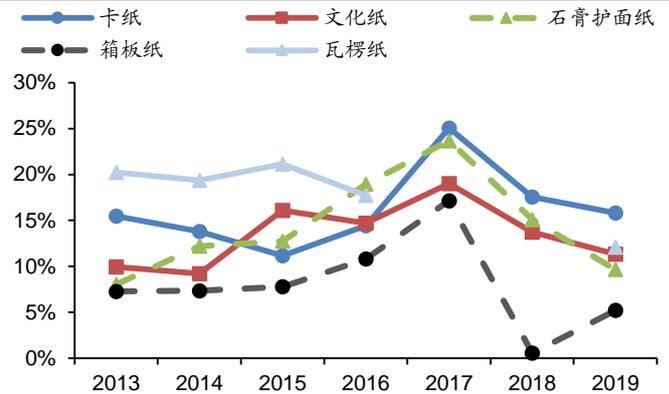
白卡纸为核心业务。2019年公司白卡纸、文化纸、石膏护面纸、箱板纸业务营收占比分别为80.9%、6.2%、4.6%和7.0%。其中白卡纸业务实现营收78.83亿元，同比增长20.9%；文化纸业务收入6.03亿元，同比减少9.5%；石膏护面纸业务收入4.51亿元，同比减少14.7%；箱板纸业务收入6.79亿元，同比增长43.4%。从分地区的业务构成来看，公司专注国内市场，海外业务占比少，2019年仅为6.5%。

图4: 博汇纸业产品营收占比



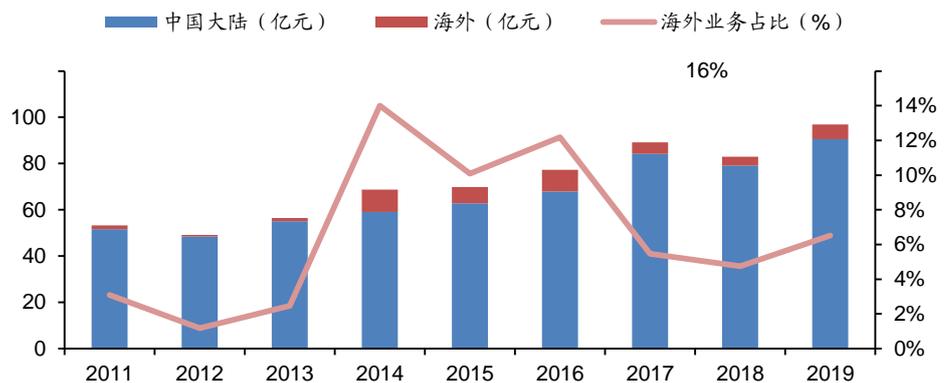
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图5: 博汇纸业主要产品毛利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

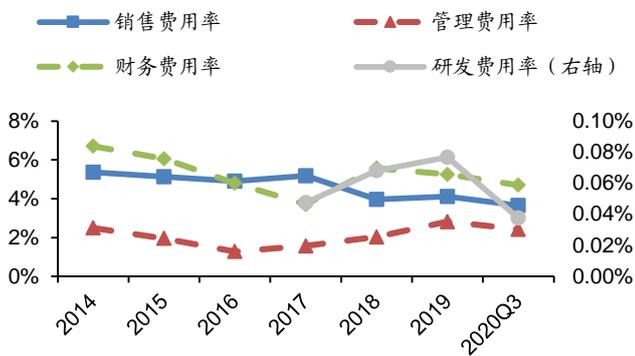
图6: 博汇纸业分地区业务构成



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

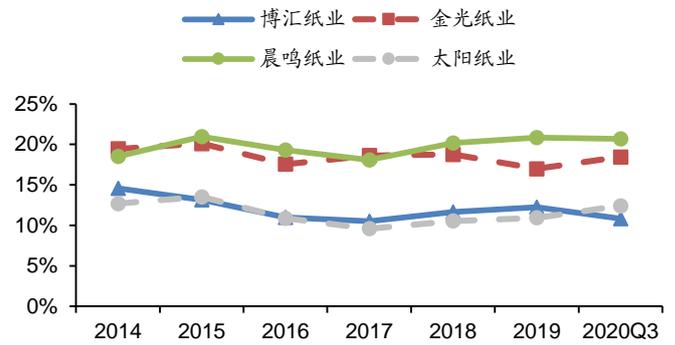
行业景气度下行, 毛利率下降; 费用控制良好, 费用率处于同行较低水平。2018年下半年至今, 造纸行业景气度下行, 主要产品毛利率下降。具体来看, 核心产品白卡纸毛利率最高, 2019年达15.81%。费用方面, 2013年以来, 公司不断优化客户结构, 降低运输成本, 销售费用率呈逐年下降的趋势; 财务费用率也整体下行, 主要系公司负债结构优化, 利息支出不断减少, 其中2018年同比上升的主要原因为新产能扩建带来的借款增加, 相应利息支出增加。管理费用在2016年后不断增加, 主要系公司加大了污水治污的投入。2019年公司销售期间费用率为12.26%, 低于晨鸣纸业的20.86%, 金光纸业的16.99%, 略高于太阳纸业的10.94%。晨鸣纸业受其融资租赁业务影响, 费用率较高; 金光纸业营收中有16.78%为生活用纸, 生活用纸整体费用率水平。综合来看, 博汇纸业费用控制良好。

图7: 博汇纸业期间费用率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

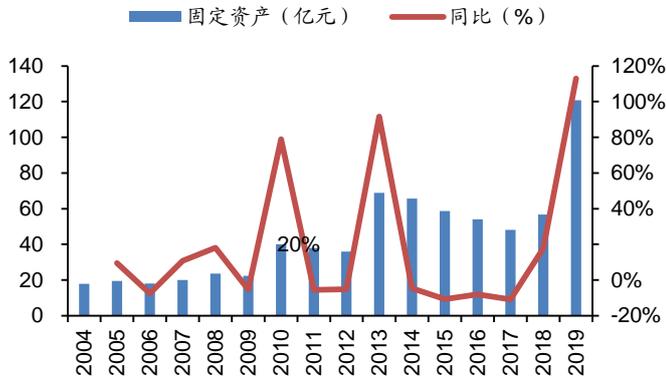
图8: 博汇纸业期间费用率同业对比 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

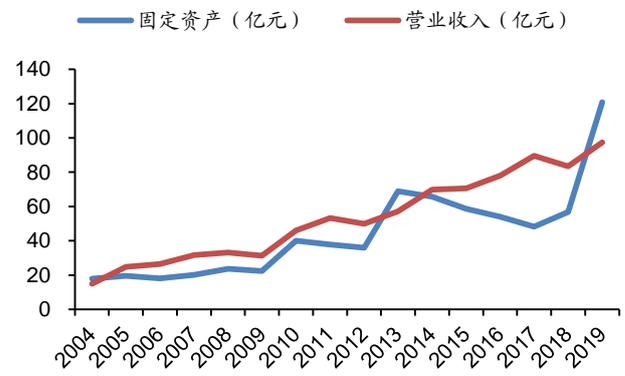
固定资产稳定扩张, 和营收规模保持同步增长。截至2019年底, 公司的固定资产达到120.87亿元, 近15年CAGR为13.60%, 同时营业收入的CAGR为13.31%, 营收增速与固定资产扩张速度基本保持一致。2019年, 公司多个项目投产, 固定资产达120.87亿元, 同比增长112.91%。

图9: 博汇纸业近年固定资产和同比增长率



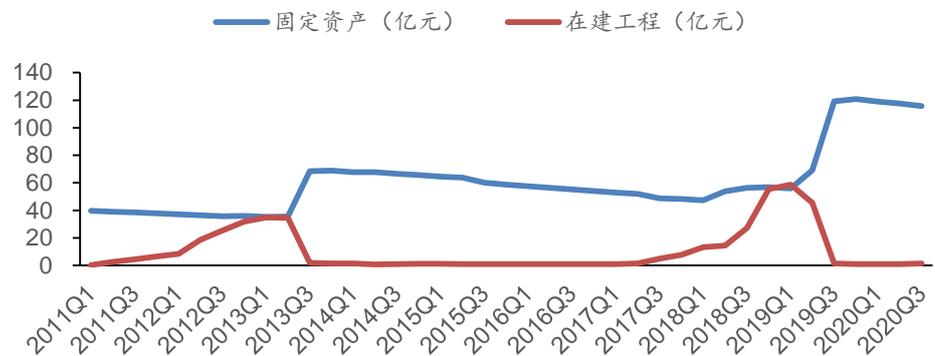
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图10: 博汇纸业近年固定资产和营业收入



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 博汇纸业固定资产和在建工程



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

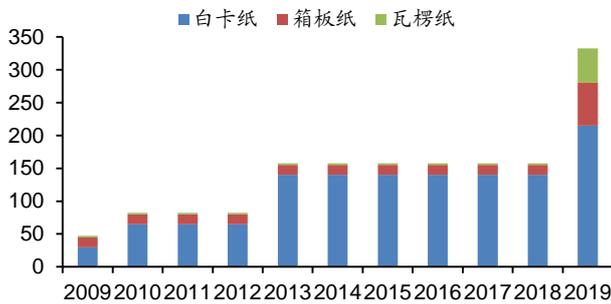
加大资本开支, 扩张产能助力营收增长。通过对比, 我们发现, 公司资本开支大于领先经营性活动净现金流3年。2017年之前, 博汇主要针对白卡纸业务分别在2010/2013年新增了35/75万吨的白卡纸产能; 2017年, 除了75万吨的白卡纸产能投放外, 博汇还投放了年产50万吨的箱板纸产能和年产50万吨的瓦楞纸产能; 2019年, 博汇投放了年产45万吨的高档信息用纸产能, 在白卡纸产能稳定扩张的同时发力其他产品业务。公司2018、2019年资本开支分别达23.65亿元、16.12亿元, 为未来发展奠定了基础。

表 2: 博汇纸业产能投放历史

公告日期	项目名称
2019年6月	年产45万吨高档信息用纸项目
2017年12月	年产50万吨高档牛皮箱板纸项目和年产50万吨高强瓦楞纸项目
2017年1月	二期年产75万吨高档包装纸板项目
2012年12月	75万吨/年高档包装纸板工程项目

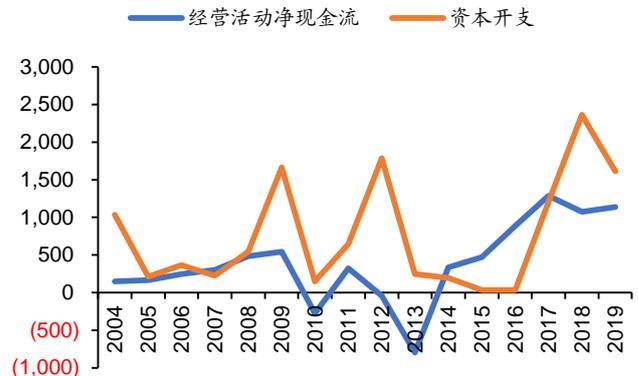
数据来源: 《博汇纸业: 关于拟投资建设年产45万吨高档信息用纸项目的公告》、《博汇纸业2017年第七次临时股东大会决议公告》、《博汇纸业: 关于全资子公司--江苏博汇纸业有限公司拟投资建设二期年产75万吨高档包装纸板项目的公告》、《博汇纸业: 关于全资子公司-江苏博汇纸业有限公司拟投资建设75万吨/年高档包装纸板工程项目的公告》、广发证券发展研究中心

图12: 博汇纸业主要产品的产能变化 (单位: 万吨)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图13: 资本开支领先经营净现金流约3年 (百万元)



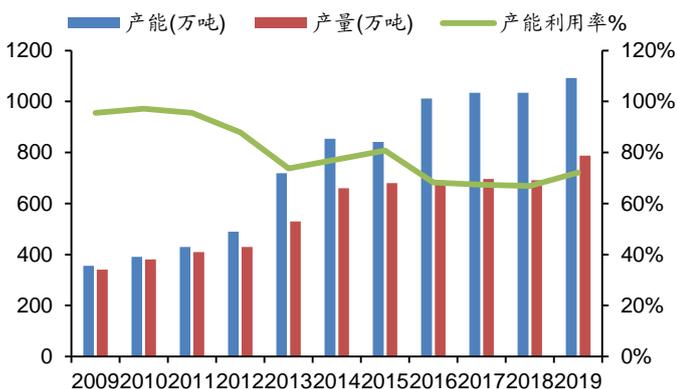
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

二、行业供给趋理性，限塑令增加行业需求

(一) 白卡行业产能增长稳定，巨头兼并重塑竞争格局

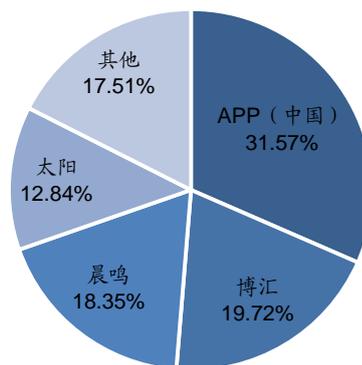
2019年，白卡纸行业总体产能约为1090万吨，产量为787万吨，产能利用率72.1%，近年产能利用率维持在70%+的较高水平，行业整体开工率保持较高水平，供需基本维持平衡。2013年和2016年，行业总产能同比大幅扩张230万吨和170万吨，此后行业产能投放有限。2017年以来，行业共计净新增产能80万吨，其中2019年净新增58万吨，主要来自博汇纸业新增的75万吨产能。

图14: 白卡纸产能、产量及产能利用率



数据来源: 中国造纸年鉴、广发证券发展研究中心

图15: 2019年白卡纸行业市占率



数据来源: 中国造纸年鉴、广发证券发展研究中心

金光收购博汇成功，CR3提升至83%。根据卓创资讯，截止至2019年末，国内白卡纸产能约为1090万吨，其中APP(中国)约355万吨，博汇纸业约215万吨，晨鸣纸业产能约195万吨，太阳纸业产能约140万吨，CR4集中度为83.49%。若APP(中国)收购博汇纸业成功，APP(中国)将占据我国白卡纸52.3%的市场份额，CR3增长为83.49%，集中度大幅提升。

未来两年，行业主要公司新增产能在280万吨以内，详情参见广发证券2020年6月6日发布报告：《白卡纸：需求迸发，行业盈利能力有望大幅好转》。

表 3：白卡纸行业未来新增产能

公司名称	地点	年产能/万吨	计划投产时间
博汇纸业	江苏大丰	100	2020年
APP	广西钦州	180	2022年
新亚纸业	河南新乡	40	在建
亚太森博	广西北海	200	规划中
万国太阳	广西北海	90	规划中
斯道拉恩索	广西北海	45	规划中
合计	-	455	-

数据来源：中国纸网、江苏博汇三期项目环评公示、太阳纸业林浆纸一体化项目环评公示、广发证券发展研究中心

（二）传统需求保持稳定，限塑令等增加替代性需求

烟卡等传统需求保持稳健。我们假设烟卡、液包、饮料等白卡纸细分需求与销售额成正相关。根据国家统计局数据，2019年1-12月，社会消费品零售总额411649亿元，同比增长8.0%。2019年我国饮料制造业营业收入同比增长3.04%；乳制品产

量为2719.4万吨，同比增长5.6%；化学药品原药产量为262.1万吨，同比增长3.1%。2019年烟草制品业营业收入为11092.4亿元，同比增长6.0%。我们认为未来香烟、药品、乳制品、饮料、服装、扑克牌、化妆品、酒精类饮料的消费仍将保持稳定，相应白卡纸消费维持稳定增速。我们对主要需求增量进行分析与测算，详情参见广发证券2020年6月6日发布报告：《白卡纸：需求迸发，行业盈利能力有望大幅好转》。

新增需求方面，白板产能清退+国废涨价，白卡纸替代效应增强。近年白卡纸替代灰底白板趋势明显，我们认为今年灰底白板替代效应将更加明显，主要原因有二：1. 浙江富阳地区灰底白板产能持续出清，生产成本上升，白卡白板价差缩小。**限塑令提升行业长期需求。**根据我们2020年3月8日发布报告：《限塑令激发白卡产业链的投资机会》中的测算，限塑令将为白卡纸带来以下增量：（1）替代外卖餐盒：2022年新增24-72万吨食品卡需求；（2）替代餐饮业打包盒：2022年新增1.6-4.7万吨食品卡需求；（3）替代不可降解塑料袋：2022年新增58-117万吨白卡纸需求。

通过对白卡纸的传统需求和新增需求进行整理和归纳，我们预计在多重因素的推动下，2020年白卡纸需求达到826.49万吨，相比2019年同比增长11.66%；2021-2025年白卡需求分别为874.74万吨(YOY=5.84%)、921.77万吨(YOY=5.38%)、1000.00万吨(YOY=4.97%)和1067.37万吨(YOY=5.03%)，白卡纸需求保持稳健增长。详情参见广发证券2020年6月6日发布报告：《白卡纸：需求迸发，行业盈利能力有望大幅好转》。

表 4: 2020-2025年整体需求预判 (万吨)

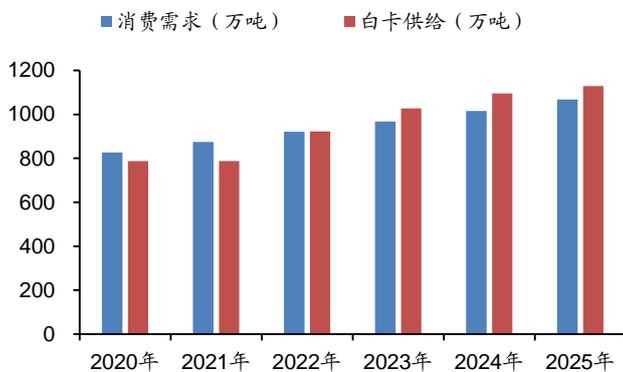
消费需求	2020E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E
传统消费品需求	721.96	747.43	772.68	798.20	825.47	854.67
限塑令新增需求	99.99	122.77	144.54	165.41	186.29	208.16
白板纸替代需求	4.55	4.55	4.55	4.55	4.55	4.55
合计	826.49	874.74	921.77	968.16	1016.30	1067.37
同比%	11.66%	5.84%	5.38%	5.03%	4.97%	5.03%

数据来源: 国家统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 预计 2020-2021 年行业将出现较大供给缺口

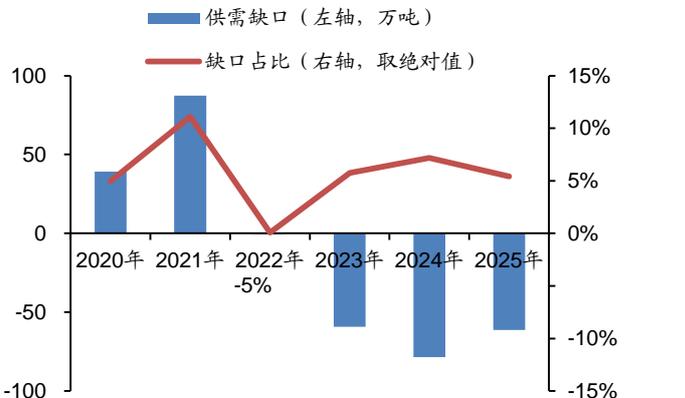
2020年和2021年白卡供给缺口分别为39.2万吨、87.4万吨。对比行业供给和需求, 2020年白卡纸行业供不应求, 供给缺口为39.2万吨; 在2021年供给缺口放大至87.4万吨, 占总供给的11.1%。2022年APP产能完全释放后, 行业产能富余0.6万吨; 2023年初随着亚太森博的一期100万吨白卡产能投产, 行业产能会分别在2023/2024/2025年富余59.2/78.5/61.2万吨。详情参见广发证券2020年6月6日发布报告:《白卡纸: 需求迸发, 行业盈利能力有望大幅好转》。

图 16: 预测2020-2025年白卡供给和消费需求



数据来源: 国家统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 2020-2025 年白卡供需缺口



数据来源: 国家统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 正值为存在缺口, 负值为产能富余

三、强强联合, 充分发挥协同效应

(一) 四度举牌+股份转让, 博汇实际控制人发生变更

自2019年4月起, 金光纸业通过旗下子公司宁波亚洲在二级市场陆续买入博汇纸业股票, 多次增持后, 根据博汇纸业2019年三季报, 金光纸业旗下的宁波亚洲纸管纸箱有限公司直接持有博汇纸业股份达20%。2019年12月31日, 博汇纸业发布公告, 实际控制人杨延良及其配偶李秀荣与金光纸业签署《股权转让意向书》, 拟协

议转让所持博汇集团100%的股权，其中包含博汇集团持有的博汇纸业28.84%股权。若交易顺利完成，金光纸业持有公司股权比例由20%提升至48.84%，博汇纸业实际控制人将由杨延良变更为黄志源先生及其家族成员。同时，根据《证券法》和《收购管理办法》，金光纸业成为博汇纸业的实际控制人且合计拥有上市公司表决权的股份超过30%，触发了法定要约收购义务。2020年1月8日，博汇纸业公告称收到金光纸业出具的《要约收购报告书摘要》，金光纸业向博汇纸业除宁波亚洲和博汇集团之外的其他公众股东发出全面要约。2020年7月22日，博汇纸业公告称金光纸业收到国家发展和改革委员会通知，并已于2020年7月20日按照国家发展和改革委员会要求提交外商投资安全审查申报材料。2020年8月28日，博汇纸业披露，公司实际控制人与金光纸业（中国）投资有限公司按照股权转让协议顺利完成股权变更，实际控制人由杨延良先生变更为黄志源先生。2020年10月1日，博汇纸业发布公告，要约收购清算过户手续已经办理完毕，金光纸业及其一致行动人持有公司股份652,871,937股，占公司总股本的48.84%。

公司前总经理陈春福在2020年1月2日向董事会提出辞职。公司在2020年1月4日发布的公告中称，陈春福先生因个人原因申请辞去公司总经理的职务，辞职后将不在本公司担任职务。陈春福先生于2016年出任博汇纸业总经理，自1994年至今20余年间一直从事工业用纸及相关领域的工作，此前曾在金光纸业和晨鸣纸业多家企业任职。公司已经在《博汇纸业2020年第一次临时股东大会会议决议公告》中表明，公司已经聘任李刚先生为公司总经理，任期同本届董事会。2020年10月30日，博汇纸业召开2020年第三次临时股东大会，决议更换管理层。

图18: APP(中国)收购博汇纸业进程



数据来源：《博汇纸业：关于上海证券交易所《关于对山东博汇纸业股份有限公司控制权变更事项的问询函》的回复公告》、广发证券发展研究中心

图 19: 博汇纸业股权结构图 (2019 年一季度末)

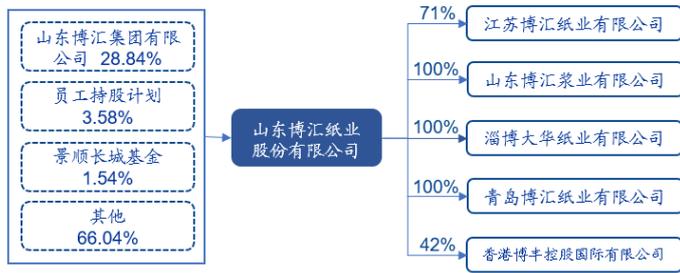
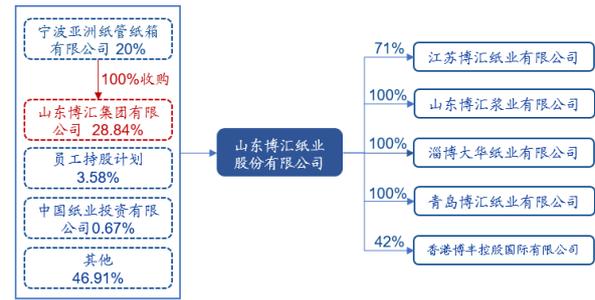


图 20: 收购后博汇纸业股权结构图 (2020 年三季度末)



数据来源: 博汇纸业 2019 年一季报、广发证券发展研究中心

数据来源: 《博汇纸业: 关于实际控制人签署《股权意向书》暨控制权拟发生变更的提示及复牌公告》、广发证券发展研究中心

收购通过反垄断审查。金光纸业是外资企业，虽然本次收购使我国白卡纸产能高度集中，但收购已通过反垄断审查。2020年5月7日，博汇纸业第三次发布《关于要约收购的进展公告》，公告称金光纸业已实施了阶段性尽职调查，交易双方正就本次尽调内容进行沟通并积极推动交易进程。金光纸业提交的经营者集中反垄断审查

查材料已由国家市场监督管理总局反垄断局受理，审查工作尚在进行之中。2020年6月29日，博汇纸业发布关于收到国家市场监督管理总局《经营者集中反垄断审查不予禁止决定书》的公告，经审查决定，国家市场监督管理总局对金光纸业（中国）投资有限公司收购山东博汇集团有限公司股权案不予禁止。博汇纸业从即日起可以实施集中。

(二) 金光纸业是林浆纸一体化的大型造纸企业

金光纸业是林浆纸一体化的大型造纸企业，自1992年起，金光纸业以长江三角洲、珠江三角洲为投资重点，先后建立了金东、宁波中华、宁波亚洲、金华盛、金红叶、海南金海、广西金桂等大型浆纸业企业，以及大规模的现代化速生林区。截至2018年底，金光纸业旗下拥有20多家全资和控股浆纸企业、19家林业公司。公司旗下的海南金海浆和广西金桂浆分别拥有木浆产能135万吨和75万吨，其生产的木浆大部分作为原材料直接或间接销售至金光纸业下属各纸厂。由于金光纸业乃至APP集团已形成较完整的林浆纸一体化产业链，APP集团在北美、欧洲、南美、印尼等地均拥有制浆厂，和国内竞争对手相比，金光纸业外购纸浆成本较低，具有较大的成本优势。

表 5: 2018年金光纸业各产品产销情况

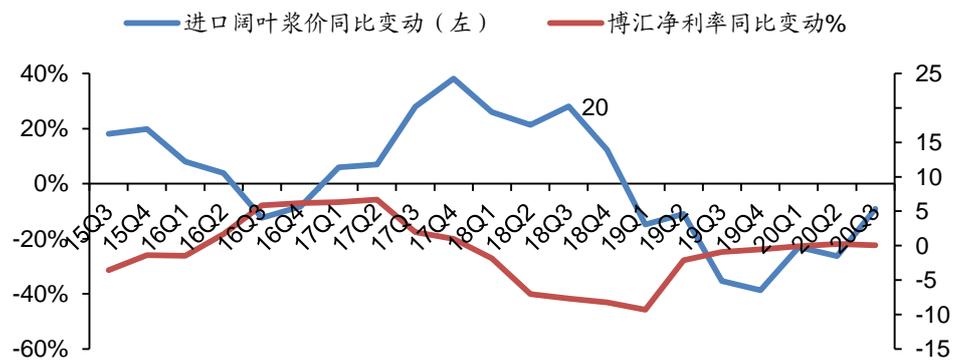
产品	工厂	主要产品	产量(万吨)	销量(万吨)	产能利用率%
文化用纸	金东纸业	铜版纸	191	188	95.52
	金海浆	铜版纸	104	103	104.00
	金华盛	无碳复写纸、双胶纸	58	58	87.51

	亚洲浆	白板纸、白卡纸	190	192	126.84
工业用纸	金桂浆	白板纸、白卡纸	109	109	109.09
	宁波中华	白卡纸	62	62	99.76
生活用纸	金红叶	卫生纸、厨房用纸	102	104	74.72
浆	金海浆	漂白硫酸盐桉木浆	156	152	115.56
	金桂浆	桉木化机浆	90	52	120.01
其他用纸	其他工厂	各类纸制品	40	46	83.10
合计			1103	1066	102.71

数据来源：《金光纸业（中国）投资有限公司主体与相关债项 2019 年度跟踪评级报告》、广发证券发展研究中心

按照生产一吨白卡纸需要0.3吨阔叶浆来计算，博汇纸业当前的阔叶浆自给率仅为23%（假设白卡纸和阔叶浆的产能利用率均为100%且生产的阔叶浆全部用于公司内白卡纸的生产），对于外购浆的依赖程度较高。未来45万吨静电复印纸产能落地后，博汇纸业的木浆自给率将进一步下降。根据博汇纸业2019年半年报中关于业务经营风险的披露，博汇生产白卡纸所需的商品木浆和生产箱板纸、瓦楞纸所需的废纸大部分依赖进口，且国际市场商品木浆和废纸波动较大。15Q3-19Q3数据显示，进口阔叶浆价格同比变动幅度最大达38%，且进口浆价变动与博汇净利率变动存在一定的负相关关系。未来若进口木浆等原材料价格大幅上涨，将对博汇纸业的盈利能力造成负面影响。博汇被金光收购之后，将能够享受到金光纸业集团林浆纸一体化布局带来的成本优势，降低进口原材料价格波动对公司盈利的扰动程度。

图21：进口浆价与博汇净利率同比变动对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）整合后规模优势显著，有利于合理规划白卡产能和订单

合理规划白卡产能投放，降低行业价格战风险。根据原有规划，江苏博汇预计2020年12月投放100万吨白卡纸产能，金光纸业旗下的广西金桂浆预计于2022年投放180万吨白卡纸产能。收购完成后，金光纸业可根据市场需求调节产能投放节奏，适当推迟部分产能投产时间，避免短期内供给大幅上升扰动白卡纸市场价格。此外，

由于收购后金光纸业拥有白卡纸行业过半产能，行业过度竞争而产生价格战的可能性下降，有望降低白卡纸价格波动风险。

整合有助于完善全国产能布局，协调统筹订单和生产资源。在产能布局上，金光纸业在浙江省的宁波中华和亚洲浆，拥有白卡产能共235万吨，在广西的金桂浆拥有产能120万吨，合计产能355万吨。博汇纸业有江苏和山东两大生产基地，分别拥有65万吨和150万吨白卡产能，合计产能215万吨。金光和博汇的白卡产地所在省份未有重合，整合将扩大产能的覆盖范围，有助于进行区域间的订单统筹和生产资源的调配，降低公司生产运输成本。

表 6: 金光纸业和博汇纸业白卡产能分布 (单位: 万吨)

省份	金光纸业	博汇纸业
浙江	235	-
广西	120	-
江苏	-	150
山东	-	65
合计	355	215

数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

(四) 借助金光管理经验，博汇经营能力得到改善

博汇纸业规模快速扩张导致债务水平升高，收购后资产质量提升。2017年后，博汇进行密集的产能扩张，固定资产大幅增长的同时，博汇纸业偿债负担和营运资金压力加大。2019年末，公司资产负债率从62.8%上升至72.8%，流动比率从77.9%下降至57.9%，速动比率从55.9%下降至45.0%。收购完成后，博汇纸业借助金光纸业的管理经验和资金实力，改善自身经营效率和偿债能力，资产质量提升，2020年第一季度至第三季度，公司资产负债率从71.7%下降至70.6%，流动比率从57%上升至59%，速动比率从38%上升至44%。随着资产负债率的进一步下降，公司的财务费用有望下行，增强公司盈利能力。

图22: 博汇纸业资产负债率 (%)

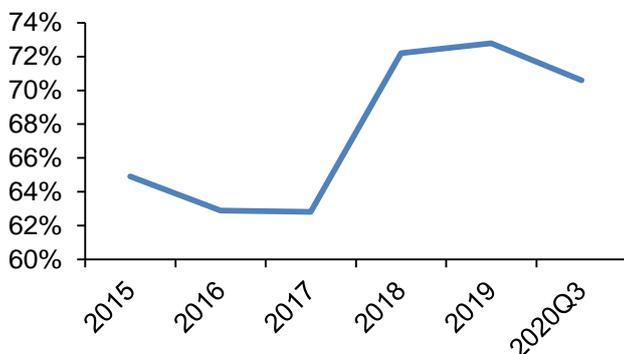
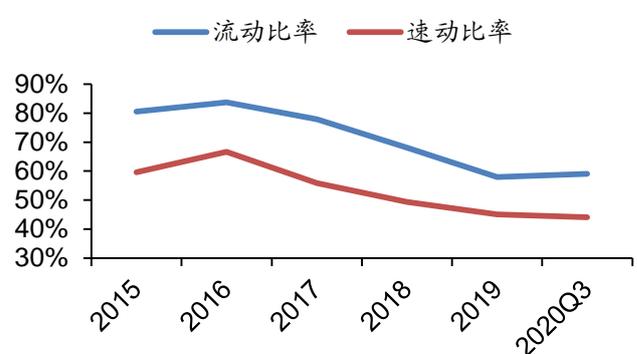


图 23: 博汇纸业流动比率和速动比率 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

四、盈利预测与估值分析

白卡纸价格假设对利润的影响分析。白卡纸是公司核心产品，价格对公司盈利能有巨大影响，根据卓创资讯，2020年11月20日白卡纸价为6714元/吨，对应税前价格为5841元/吨，我们谨慎假设2021年税前价格为5500元/吨，则白卡纸业务预计为公司贡献16.21亿元净利润。

表4：白卡纸价格假设对净利润的影响

白卡纸价假设 (元/吨)	4800	5000	5200	5500	5800	6000	6200
白卡纸吨净利 (元/吨)	-64.4	135.6	335.6	635.6	935.6	1135.6	1335.6
白卡纸贡献净利润 (万元)	-16422	34578	85578	162078	238578	289578	340578

数据来源：广发证券发展研究中心

随着公司2019年项目产能逐渐爬坡，预计公司各纸种产能利用率提升，推动营收将保持较快增速。我们假设未来三年白卡纸行业供不应求促进产品涨价，公司新投产产能利用率提高：谨慎假设白卡纸未来三年产能利用率分别为80%、85%、90%；文化纸产能利用率分别为90%、29%、90%；箱板纸产能利用率分别为20%、50%、80%。暂不考虑收购完成后与金光纸业的业务整合，预计2020-2022年分别实现营收120.60、130.60、140.60亿元，分别同比增长34.1%、33.8%、23.7%。其中预计白卡纸实现营收112.80、140.25、148.50亿元。预计2020-2022年分别实现归母净利润9.34、18.22、23.54亿元。预计20-22年业绩分别为0.70、1.36、1.76元/股。随着公司2019年投产项目产能逐渐爬坡，预计各纸种产能利用率提升，推动营收保持较快增速。暂不考虑收购完成后与金光纸业的业务整合。根据可比公司估值水平，考虑公司在白卡纸行业产能排名第二（不考虑金光纸业，2019年），具有较强的定价能力，且未来白卡纸需求旺盛将带来行业高景气，给予公司2021年EPS15xPE估值，对应合理价值20.4元/股，给予“买入”评级。

表5：博汇纸业分纸种收入预测及增速

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
白卡纸					
收入(百万元)	6521.59	7882.88	11280.00	14025.00	14850.00
收入增速	-8.23%	20.87%	43.09%	24.34%	5.88%
产能利用率	94%	82%	80%	85%	90%

文化纸					
收入(百万元)	667.06	603.45	567.00	837.90	2655.00
收入增速	18.11%	-9.54%	-6.04%	47.78%	216.86%
产能利用率	81%	89%	90%	29%	90%
箱板纸					
收入(百万元)	473.22	678.54	416.00	1267.50	2028.00
收入增速	-9.34%	43.39%	-38.69%	204.69%	60.00%
产能利用率	77%	37%	20%	50%	80%
石膏护面纸					
收入(百万元)	528.43	450.58	541.50	555.75	555.75
收入增速	3.67%	-14.73%	20.18%	2.63%	0.00%
产能利用率					

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

受益于白卡纸价格上涨,预计公司盈利能力抬升,预计公司20-22年毛利率分别为19.75%、22.20%、21.50%;销售、管理费用率随着白卡纸价格上涨逐渐下降,预计20-22年销售费用率分别为3.8%、3.7%、3.6%;管理费用率分别为2.50%、2.40%、2.30%。博汇纸业被收购后,凭借大股东金光纸业强大的经营管理能力与背书,预计公司负债率将持续下降。

表6: 博汇纸业毛利率与费用率假设

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	16.04%	14.58%	19.75%	22.20%	21.50%
销售费用率	3.96%	4.11%	3.80%	3.70%	3.60%
管理费用率	2.03%	2.82%	2.50%	2.40%	2.30%
研发费用率	0.07%	0.08%	0.04%	0.04%	0.04%

财务费用率 5.57% 5.25% 4.58% 3.11% 1.93%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表7：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	当前股价（元） （2020/12/02）	EPS（元）			PE（x）		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
002078.SZ	太阳纸业	15.19	0.84	0.74	1.11	18.08	20.53	13.68
000488.SZ	晨鸣纸业	6.89	0.57	0.51	0.64	12.09	13.51	10.77
002511.SZ	中顺洁柔	21.09	0.46	0.7	0.85	45.85	30.13	24.81

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；

注：表中公司 2020、2021 年 EPS 为广发证券预测

五、风险提示

（一）金光纸业进驻博汇纸业后的管理风险

收购完成后，博汇纸业管理层已实现换届，若出现管理风险则会对公司经营产生影响。

（二）白卡纸行业产能大幅增加

若白卡纸企业在短期内建设并投放大量产能，将使白卡纸供给大量增加，白卡纸行业竞争加剧，纸企议价能力减弱。

（三）原材料价格超预期上涨

若上游浆企大量停工减产或纸浆库存消耗迅速，导致纸浆供给不足、价格超预期上涨，将提高白卡纸生产成本、降低白卡纸企业盈利水平。

（四）白卡纸涨价低于预期

若白卡纸企业涨价措施未能顺利落实，则存在白卡纸涨价幅度低于预期或涨价节奏慢于预期的可能性，会造成行业毛利率提升不及预期。

（五）限塑令推行不及预期

《关于进一步加强塑料污染治理的意见》于2020年1月发布，由于政策过渡期不及预期的风险。

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6,192	5,905	7,609	8,912	10,284
货币资金	1,947	1,968	2,712	3,032	3,502
应收及预付	1,856	1,210	1,690	2,251	2,787
存货	1,706	1,325	1,723	2,048	2,324
其他流动资产	683	1,401	1,484	1,581	1,671
非流动资产	12,296	13,464	13,437	13,297	13,179
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	5,677	12,087	11,976	11,932	11,776
在建工程	5,535	92	194	100	142
无形资产	280	231	214	212	206
其他长期资产	804	1,054	1,054	1,054	1,054
资产总计	18,488	19,369	21,047	22,210	23,463
流动负债	9,097	10,198	11,440	12,164	12,540
短期借款	4,071	5,174	5,297	4,521	3,301
应付及预收	4,076	3,662	4,699	6,111	7,619
其他流动负债	950	1,362	1,444	1,532	1,620
非流动负债	4,253	3,899	3,774	3,120	2,584
长期借款	3,312	2,925	2,801	2,146	1,611
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	941	974	974	974	974
负债合计	13,350				
股本	1,337	1,337	1,337	1,337	1,337
资本公积	1,333	1,333	1,333	1,333	1,333
留存收益	2,473	2,607	3,167	4,261	5,673
归属母公司股东权益	5,138	5,272	5,833	6,926	8,338
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	18,488	19,369	21,047		

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,339	9,740	13,061	17,474	
营业成本	7,002	8,320	10,481	13,594	16,962
营业税金及附加	35	28	35	47	58
销售费用	331	401	496	647	778
管理费用	170	274	313	402	497
研发费用	6	7	5	7	9
财务费用	465	512	597	539	413
资产减值损失	18	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	-11	0	0	0
投资净收益	2	15	13	17	22
营业利润	311	191	1,156	2,270	2,931
营业外收支	-2	-50	19	22	30
利润总额	309				
所得税	53	8	241	470	607
净利润	256	134	934	1,822	2,354
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	256	134	934	1,822	2,354
EBITDA	1,256	1,347	2,371	3,460	4,220
EPS (元)	0.19	0.10	0.70	1.36	1.76

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,073	1,137	2,318	3,548	4,357
净利润	256	134	934	1,822	2,354
折旧摊销	459	637	642	683	915
营运资金变动	-95	-70	158	516	695
其它	453	437	584	526	393
投资活动现金流	-2,310	-1,523	-582	-503	-745
资本支出	-2,352	-1,539	-595	-521	-766
投资变动	40	0	0	0	0
其他	2	15	13	17	22
筹资活动现金流	1,253	294	-992	-2,724	-3,142
银行借款	12,876	9,689	-2	-1,430	-1,756
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-11,622	-9,395	-990	-1,295	-1,387
现金净增加额	15	-95	744	320	470
期初现金余额	416	432	1,968	2,712	3,032
期末现金余额	432	336	2,712	3,032	3,502

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	-6.9%	16.8%	34.1%	33.8%	23.7%
营业利润增长	-73.4%	-38.4%	504.4%	96.4%	29.1%
归母净利润增长	-70.1%	-47.7%	598.4%	95.1%	29.2%
获利能力					
毛利率	16.0%	14.6%	19.8%	22.2%	21.5%
净利率	3.1%	1.4%	7.2%	10.4%	10.9%
					28.2%
ROIC	5.0%	4.6%	9.1%	15.0%	18.2%
偿债能力					
资产负债率	72.2%	72.8%	72.3%	68.8%	64.5%
净负债比率	259.8%	267.4%	260.8%	220.7%	181.4%
流动比率	0.68	0.58	0.67	0.73	0.82
速动比率	0.47	0.43	0.49	0.54	0.60
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.50	0.62	0.79	0.92
应收账款周转率	8.66	9.58	9.13	9.13	9.13
存货周转率	4.89	7.35	7.58	8.53	9.30
每股指标 (元)					
每股收益	0.19	0.10	0.70	1.36	1.76
每股经营现金流	0.80	0.85	1.73	2.65	3.26
每股净资产	3.84	3.94	4.36	5.18	6.24
估值比率					
P/E	16.40	52.97	20.21	10.36	8.02
P/B	0.82	1.34	3.24	2.73	2.26
EV/EBITDA	8.28	10.68	10.72	6.84	5.08

广发造纸轻工行业研究小组

赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

陆逸：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。

张兆函：高级分析师，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。