

博汇纸业 (600966.SH) APP 收购提升龙头优势，行业整合优化竞争格局

2021 年 04 月 06 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2021/4/6
当前股价(元)	19.10
一年最高最低(元)	20.03/6.77
总市值(亿元)	255.34
流通市值(亿元)	255.34
总股本(亿股)	13.37
流通股本(亿股)	13.37
近 3 个月换手率(%)	122.93

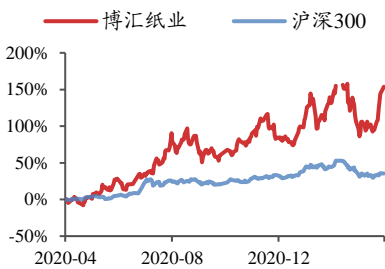
● **白卡行业领军企业，APP 收购后龙头优势提升，首次覆盖给予“买入”评级**
公司是造纸行业龙头公司之一，白卡纸是公司业绩提升主要驱动力。公司目前白卡纸产能排名全国第二，随着 APP 收购完成，白卡纸行业格局优化将带来景气度回暖，同时公司被纳入 APP 体系，经营管理效率改善，盈利能力将进一步提升。我们预测公司 2021-2023 年归母净利润为 26.4/28.8/30.6 亿元，对应 EPS 分别为 1.98/2.15/2.29 元，当前股价对应 PE 为 9.7/8.9/8.3 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● **白卡纸行业竞争格局优化，传统需求支撑稳固，长期来看新增需求空间加大**
(1) 供给端来看，APP 收购博汇纸业后，白卡纸行业集中度提高，龙头公司定价权提升，行业整合带来竞争格局优化，未来白卡行业盈利中枢有望进一步提升。行业产能压力有限，短期内无新增产能释放，新增产能主要集中于 2021 年下半年，且产能增量规模不大。(2) 需求端来看，白卡纸表观消费量保持稳定增长，药品、卷烟等传统下游需求增速平稳，对行业支撑力较强，同时，消费升级互联网外卖、家电、化妆品行业等新兴下游需求崛起，“限塑令”、“禁废令”、白板纸产能腾退加速白卡纸替代进程，为白卡纸需求带来增量空间。结合供给端龙头公司话语权提升与需求端增量需求驱动，我们看好公司未来成长属性增强。

● **APP 收购博汇纸业完成，协同效应带动公司业绩增长**
APP 是国内规模最大的综合性造纸企业，林浆纸一体化程度高，具有显著的原材料成本优势。截至 2020 年 3 月底，APP 总产能达 1074 万吨/年，机制纸产能 862 万吨/年，纸浆产能 210 万吨/年。APP 收购博汇纸业后，白卡纸行业集中度提高，公司定价权进一步提升。博汇纸业将共享印尼化学木浆资源，降低生产成本，提高生产效率，同时，二者合并后将进行区域产能互补，分别供应北方市场和南方市场，扩展覆盖区域，同时提高物流效率、降低运输成本，公司盈利能力有望进一步提升。

● **风险提示:** 原材料价格波动，需求不及预期，白卡纸价格下跌，产能不及预期。

股价走势图



数据来源: 贝格数据

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,740	13,982	20,855	22,501	23,858
YOY(%)	16.8	43.6	49.2	7.9	6.0
归母净利润(百万元)	134	834	2,644	2,877	3,058
YOY(%)	-47.7	523.5	217.0	8.8	6.3
毛利率(%)	14.6	17.1	27.8	26.2	25.0
净利率(%)	1.4	6.0	12.7	12.8	12.8
ROE(%)	2.5	13.7	31.0	25.3	21.3
EPS(摊薄/元)	0.10	0.62	1.98	2.15	2.29
P/E(倍)	190.9	30.6	9.7	8.9	8.3
P/B(倍)	4.8	4.2	3.0	2.2	1.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、博汇纸业：白卡行业领军企业，联手 APP 龙头优势再提升	4
1.1、深耕造纸行业，白卡纸业务是公司业绩主要驱动力	4
1.2、公司营收稳步提升，费用控制能力强	5
1.3、APP 收购博汇纸业完成，股权结构集中	7
2、白卡纸行业：竞争格局进一步优化，传统需求支撑稳固，长期来看新增需求还将继续释放	8
2.1、供给端：行业新增产能压力有限，竞争格局优化提升行业景气度	8
2.1.1、供给稳定，短期新增产能有限	8
2.1.2、APP 收购博汇纸业后白卡纸行业集中度提高，竞争格局进一步优化	9
2.2、需求端：传统需求稳定，限塑令、外废令、白板产能腾退驱动白卡纸行业继续增长	9
2.2.1、白卡纸传统需求稳定	9
2.2.2、新版限塑令增强白卡纸替代效应	12
2.2.3、外废令、国废涨价、白板产能腾退，催化白卡纸替代速度加快	14
2.3、多因素推动纸浆价格持续上涨，木浆价格预计高位调整至 2021H1	16
3、APP 收购博汇纸业，协同效应助力公司成长	19
3.1、APP 林浆纸一体化程度高，原材料成本优势显著	19
3.2、APP 收购带来协同效应，提高博汇纸业成本优势	20
3.3、APP 收购后公司定价权提高，新增产能释放，公司业绩有望维持高增长	21
4、盈利预测与投资建议	22
4.1、关键假设	22
4.2、盈利预测与估值	22
5、风险提示	23
附：财务预测摘要	24

图表目录

图 1：白卡纸业务为博汇纸业主要收入来源	4
图 2：博汇纸业营业收入增速稳定	5
图 3：博汇纸业 2020 年归母净利润增速达到 523.50%	5
图 4：白卡纸带动公司收入高速增长	6
图 5：公司控费能力强，2020 年净利率有所提升	7
图 6：公司期间费用率呈下降趋势	7
图 7：博汇纸业股权结构较为集中	7
图 8：白卡纸行业产能及产量较为稳定	8
图 9：白卡纸进口量呈下降趋势	8
图 10：白卡纸行业 CR4 市占率较高	9
图 11：白卡纸表观消费量逐年增长	10
图 12：白卡纸行业下游需求中社会卡、食品卡和烟卡占比较多	10
图 13：药品终端市场规模保持稳定增长	11
图 14：卷烟销量下滑趋势略有改善	11
图 15：连锁餐饮企业快餐服务营业收入增长稳定	12
图 16：连锁餐饮企业饮料及冷饮服务营业收入增速较快	12
图 17：家电行业需求增长稳定	12

图 18: 化妆品作为白卡行业新兴下游需求增长较快.....	12
图 19: 互联网餐饮外卖订单量快速增长.....	14
图 20: 互联网餐饮外卖用户规模及使用率迅速提升.....	14
图 21: 白卡纸产量已超过白板纸产量.....	14
图 22: 白卡纸表观消费量高于白板纸.....	14
图 23: 废纸进口量受禁废令影响逐年下降.....	15
图 24: 国废价格中枢提升.....	15
图 25: 白板纸产能逐年下降.....	15
图 26: 进口针叶浆均价 2021 年开始快速上涨.....	16
图 27: 进口阔叶浆均价 2021 年开始快速上涨.....	16
图 28: 针叶浆国内均价 2021 年开始快速上涨.....	16
图 29: 阔叶浆国内均价 2021 年开始快速上涨.....	16
图 30: 国内三大港口木浆库存量仍处于低位.....	17
图 31: 欧洲木浆港口库存量 2021 年仍持续走低.....	17
图 32: 纸浆进口量 2021 年 2 月份有所下滑.....	18
图 33: 我国木浆对进口依赖度较高.....	18
图 34: 主要木浆纸种开工负荷率逐渐恢复.....	19
图 35: 主要木浆纸种产量处于高位.....	19
图 36: APP 营收及归母净利润 2013-2019 年复合增长较快.....	20
图 37: APP 主营业务种类多元.....	20
图 38: APP 毛利率、净利率水平保持稳定.....	20
图 39: APP 工业用纸成本优势显著.....	21
图 40: APP 工业用纸毛利率相对较高.....	21
表 1: 博汇纸业白卡纸产能领先.....	4
表 2: 白卡纸行业未来三年新增产能有限.....	9
表 3: 白卡纸下游终端中药品占比最高.....	11
表 4: 2020 年新版限塑令目标更为细化.....	13
表 5: APP 产品种类多元,“林浆纸”一体化程度高.....	19
表 6: APP、博汇纸业白卡纸产能在区域上形成互补.....	21
表 7: APP、博汇纸业连续多轮发布涨价函.....	22
表 8: 部分造纸行业估值情况,博汇纸业估值低于行业估值水平.....	23

1、博汇纸业：白卡行业领军企业，联手 APP 龙头优势再提升

1.1、深耕造纸行业，白卡纸业务是公司业绩主要驱动力

博汇纸业专注白卡纸行业，产能排名全国第二，是国内造纸行业领先企业。博汇纸业成立于 1994 年，总部位于山东淄博，2004 年在上海证券交易所挂牌上市，2020 年 10 月金光纸业（APP）收购博汇纸业完成，公司股权结构进一步优化。博汇纸业专注于浆纸一体化的研发、生产和销售，主营产品为白卡纸、牛皮箱板纸、瓦楞纸、双胶纸、石膏护面纸等。2020 年公司营业收入达到 139.8 亿元，根据卓创资讯数据，2020 年公司总产能达到 425 万吨/年，其中白卡纸产能为 265 万吨/年，箱板瓦楞纸产能为 115 万吨/年，文化纸 30 万吨/年，石膏护面纸 15 万吨/年。

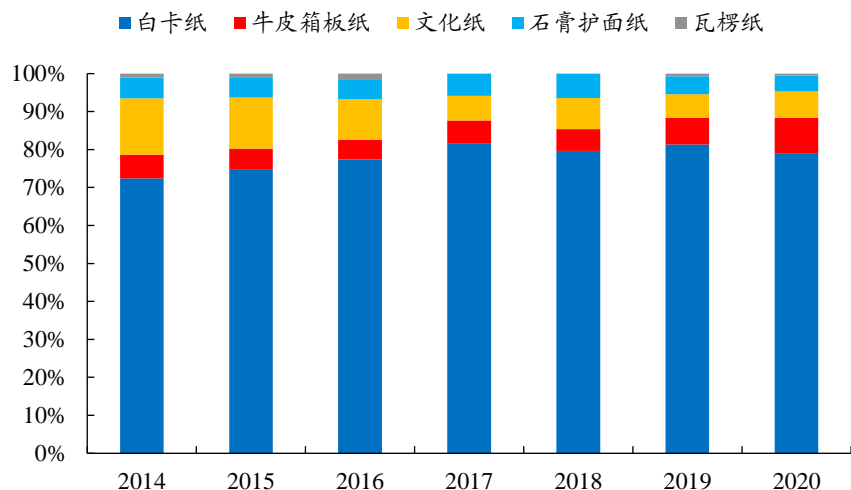
表1：博汇纸业白卡纸产能领先

品种	省份	投产时间	产能（万吨/年）	拟新增产能（万吨/年）	拟投产时间
白卡纸	江苏	2013/5/1	100	100	2023/12/31
		2019/9/17	100		
	山东	2005/1/1	30	-	-
		2010/2/1	35	-	-
箱板纸	山东	2005/12/1	15	-	-
		2019/6/30	50	-	-
瓦楞纸	山东	2019/3/8	50	-	-
双胶纸	山东	2019/9/4	30	45	2021/10/31
石膏护面纸	山东	2007/6/30	15	-	-

资料来源：公司公告、卓创资讯、开源证券研究所

公司主营产品以白卡纸为主，白卡业务是公司成长主要驱动力。博汇纸业 2020 年白卡纸收入 110.1 亿元，占公司营业收入 78.7%，白卡纸毛利为 24.5 亿元，是公司总毛利 102.7%，白卡纸毛利率高于其他纸种，随着 APP 收购博汇纸业、白卡纸竞争格局进一步优化，龙头公司定价权提升带动白卡纸价格中枢提高，白卡纸将为公司带来更大业绩弹性。

图1：白卡纸业务为博汇纸业主要收入来源

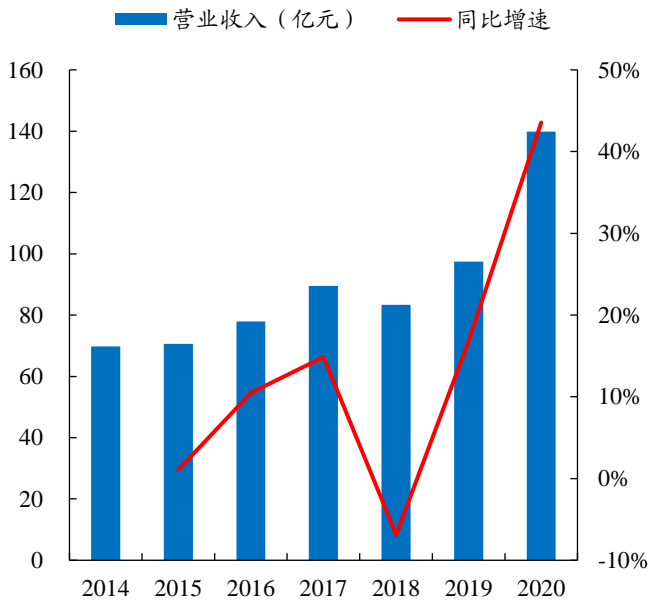


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、公司营收稳步提升，费用控制能力强

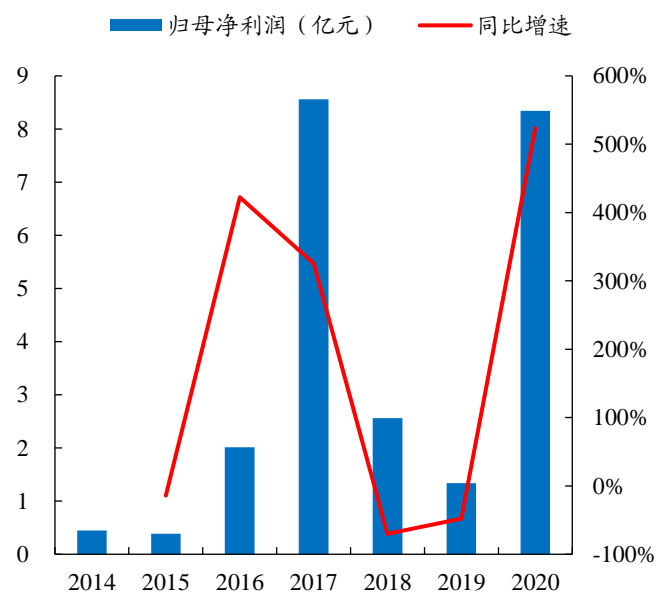
博汇纸业营业收入增速稳定，随着白卡纸行业景气度提升、公司新增产能逐步释放，未来盈利能力将持续提升。公司 2020 年营业收入达到 139.8 亿元，同比增长 43.6%，归母净利润为 8.3 亿元，同比增长 523.5%，2014-2020 年营业收入总体增速平稳，2020 年公司业绩增长较快。公司专注于白卡纸行业，受益于“限塑令”及“外废禁令”，白卡纸供需矛盾突出，叠加行业竞争格局优化，白卡行业景气度回暖，同时公司 2019 年新投产项目在 2020 年产能全面释放，白卡纸业务大幅拉动公司业绩增长。未来随着年产 45 万吨高档信用纸项目、100 万吨高档包装纸板及其配套项目分别于 2021Q3、2023Q3 投产，公司新增产能释放有望带来业绩高速增长。

图2：博汇纸业营业收入增速稳定

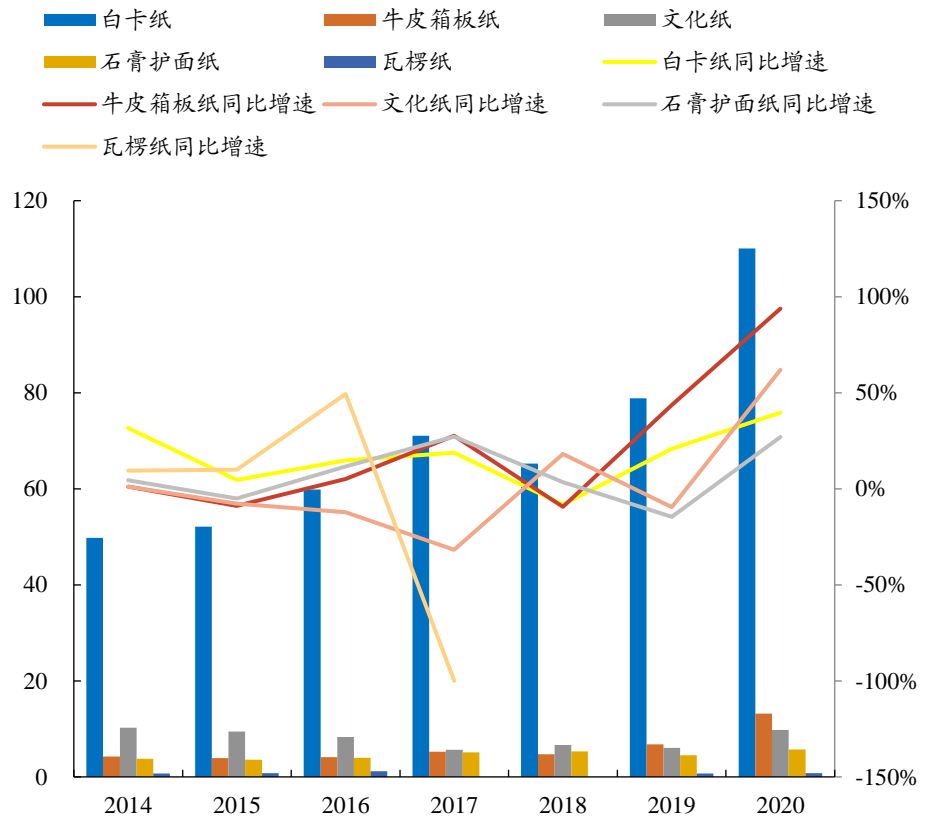


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：博汇纸业 2020 年归母净利润增速达到 523.50%



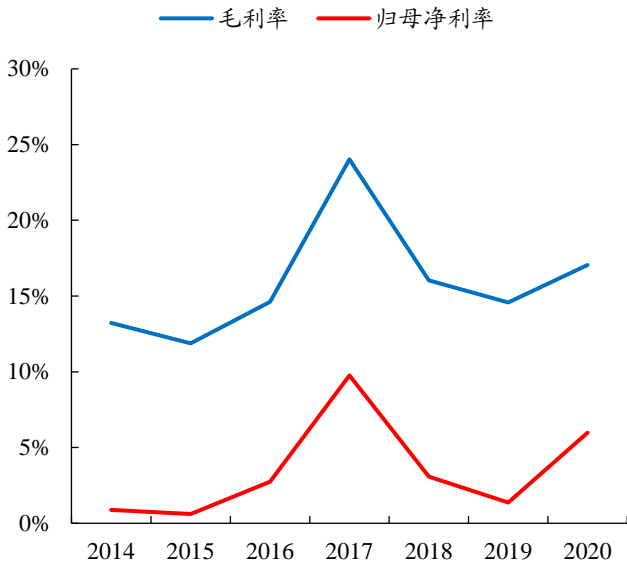
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4: 白卡纸带动公司收入高速增长


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

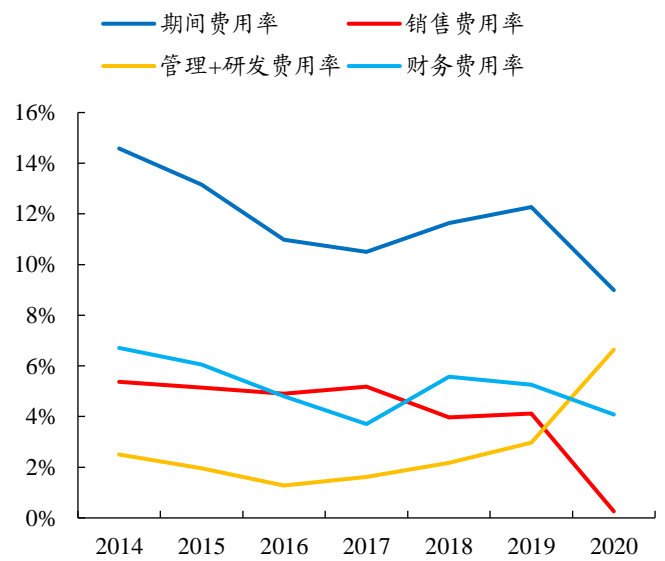
毛利率、净利率提升, 控费能力较强, 期间费用率呈下降趋势。公司 2020 年毛利率达到 17.06%, 归母净利率达到 5.97%, 较 2018、2019 年提升幅度较大, 白卡纸作为公司的核心业务, 行业景气度回暖大大提高公司盈利能力。公司控费能力进一步增强, 2020 年公司期间费用率为 8.99%, 期间费用率下降明显。未来随着 APP 收购博汇纸业, 带动公司管理效率提升, 同时公司与 APP 共享原材料成本优势, 公司盈利能力有望进一步提升。

图5: 公司控费能力强, 2020年净利率有所提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图6: 公司期间费用率呈下降趋势

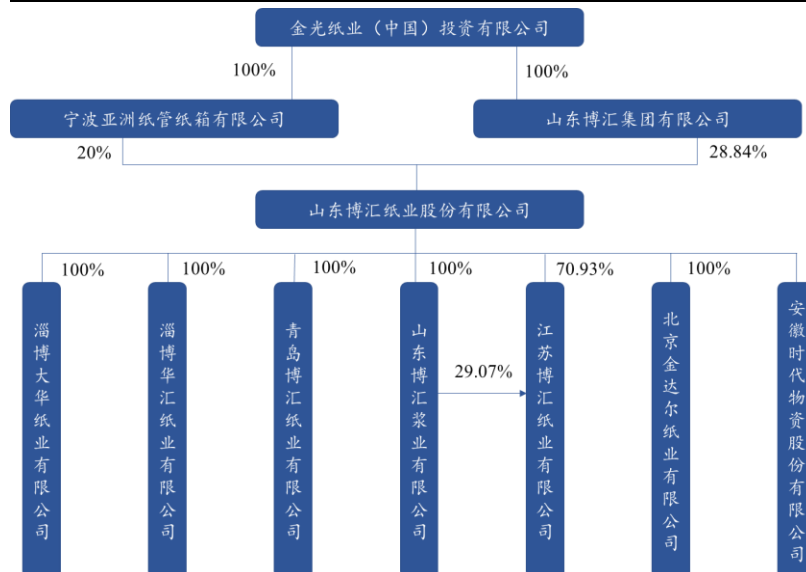


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

1.3、APP 收购博汇纸业完成, 股权结构集中

APP 收购博汇纸业, 合计持股 48.84%, 股权结构集中有利于提高决策效率。2020 年 9 月底, APP 完成对博汇纸业的收购, 此前 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连续举牌博汇纸业, 2019 年 11 月 15 日, APP 持股达 20%, 2019 年 12 月 30 日, 博汇纸业实际控制人杨延良夫妇与 APP 达成协议, 拟向 APP 转让其持有的博汇纸业控股股东博汇集团 100% 股权, 2020 年 9 月底, 邀约收购过户清算手续办理完毕, APP 持有博汇集团 100% 股权, 博汇集团仍为博汇纸业控股股东, 持有公司股份 28.84%, APP 及其一致行动人合计持有博汇纸业股份 48.84%。

图7: 博汇纸业股权结构较为集中



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

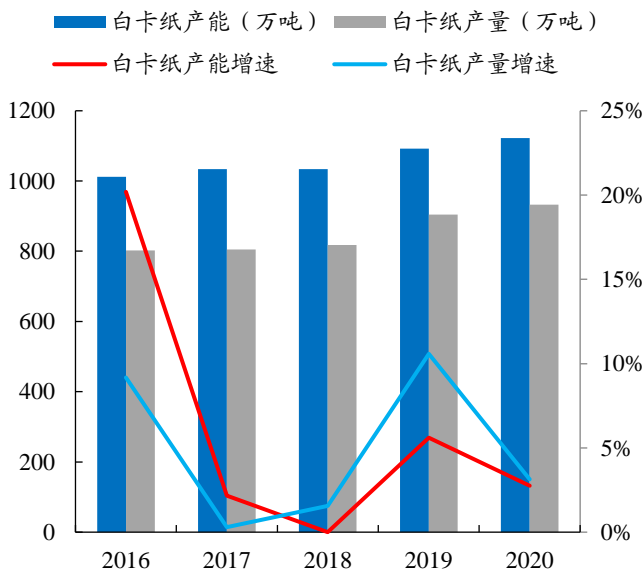
2、白卡纸行业：竞争格局进一步优化，传统需求支撑稳固，长期来看新增需求还将继续释放

2.1、供给端：行业新增产能压力有限，竞争格局优化提升行业景气度

2.1.1、供给稳定，短期新增产能有限

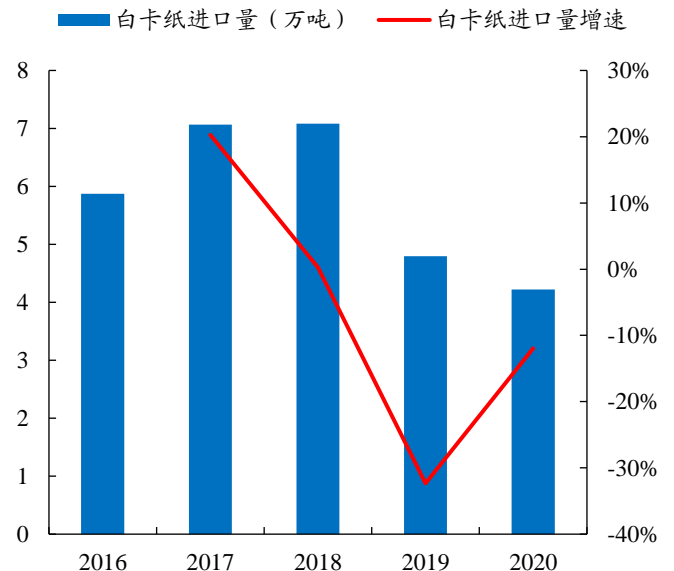
白卡纸行业产能及产量较为稳定。2016-2020年，白卡纸产能从1012.0万吨/年增长至1122.0万吨/年，复合增长率为2.61%，白卡纸产量从802.7万吨增长至932.6万吨，复合增长率为3.82%，近五年产能及产量复合增长率水平较低，供给端较为稳定。白卡纸进口依存度较低，且2017年后进口量持续下滑，进口量对国内市场供给端影响比较小。

图8：白卡纸行业产能及产量较为稳定



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图9：白卡纸进口量呈下降趋势



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

预计未来两年新增产能有限，供给压力较小。根据卓创资讯数据，2021年上半年无新增白卡纸产能释放，2021年新增产能主要集中于下半年，且产能增量规模不大，其中包括广西恩索45万吨、联盛纸业100万吨以及广西金桂（APP）180万吨，2021年底亚太纸业预计投产100万吨/年，2021-2022年供给端新增产能约425万吨/年，未来2年供给压力有限，短期内供需缺口有望带动白卡纸价格上涨。根据目前产能披露计划，2023年后产能新增压力较大，白卡纸价格或承压。

表2: 白卡纸行业未来三年新增产能有限

年份	公司	产能 (万吨/年)	拟投产时间	省份
2021 年	广西恩索	45	2021.8.1	广西
	联盛纸业	100	2021.9.24	福建
	广西金桂	180	2021.10.1	广西
2022 年	亚太纸业	100	2021.12.31	广东
	亚太纸业	100	2022.12.31	广东
2023 年	联盛纸业	100	2022.12.31	福建
	太阳纸业	90	2022.12.31	广西
	仙鹤股份	60	2022.12.31	浙江
	亚洲浆纸业	153	2023.9.30	浙江

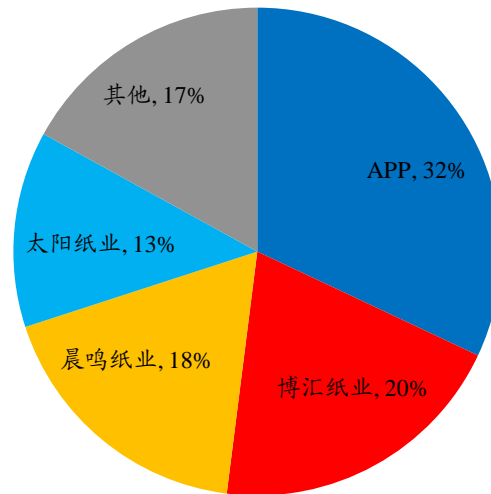
资料来源: 卓创资讯、开源证券研究所

2.1.2、APP 收购博汇纸业后白卡纸行业集中度提高, 竞争格局进一步优化

APP 收购博汇纸业后, 白卡纸行业 CR4 提升至 83%, 产业集中度提高推动龙头公司定价权增强, 有利于白卡纸行业景气度上行。收购完成后, 公司与 APP 市占率合计达到 52%。产能口径上, 根据卓创资讯数据, 2020 年白卡纸行业总产能为 1,122 万吨, 行业 CR4 产能为 971 万吨, 其中 APP、博汇纸业、晨鸣纸业、太阳纸业 2020 年产能分别为 355 万吨、265 万吨、200 万吨、151 万吨, 龙头公司优势增强将进一步降低白卡纸价格波动、弱化白卡纸周期属性、提高行业成长性。

图10: 白卡纸行业 CR4 市占率较高

■ APP ■ 博汇纸业 ■ 晨鸣纸业 ■ 太阳纸业 ■ 其他



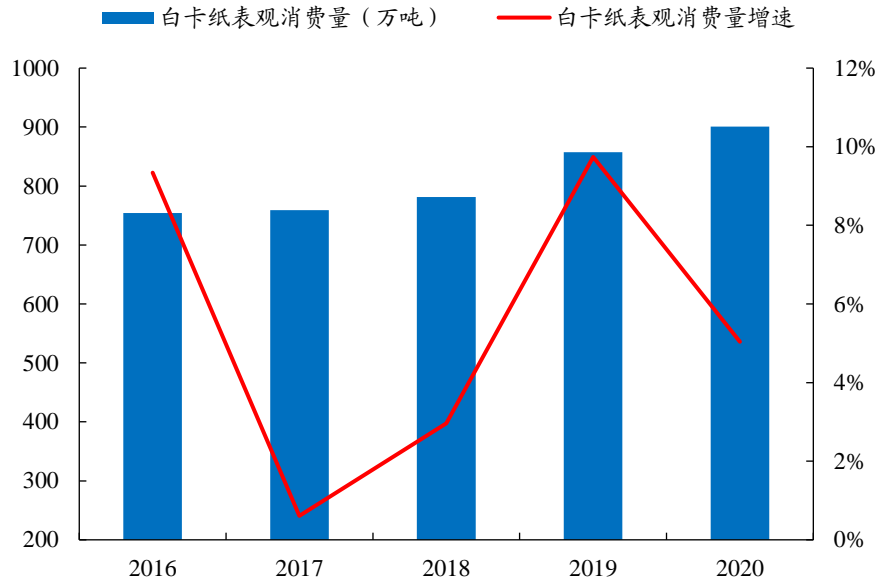
数据来源: 中国造纸年鉴、开源证券研究所

2.2、需求端: 传统需求稳定, 限塑令、外废令、白板产能腾退驱动白卡纸行业继续增长

2.2.1、白卡纸传统需求稳定

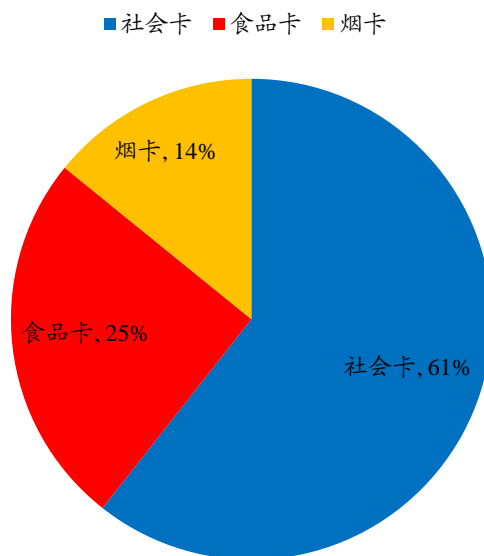
白卡纸行业表观消费量保持稳定增长。2020 年白卡纸表观消费量达到 900.7 万吨，同比增长 5.04%，白卡纸行业下游需求增速稳健，2016-2020 年复合增长率为 4.53%。白卡纸下游需求分别为社会卡、食品卡和烟卡，三大类需求占比分别为 61%、25% 和 14%。社会卡占比最高，包括药品(35.48%)、食品包装(9.89%)、服装(6.42%) 等，食品卡包括餐饮服务类(9.50%)、食品包装类(4.02%)、乳制品(9.07%) 等。

图11: 白卡纸表观消费量逐年增长



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图12: 白卡纸行业下游需求中社会卡、食品卡和烟卡占比较多



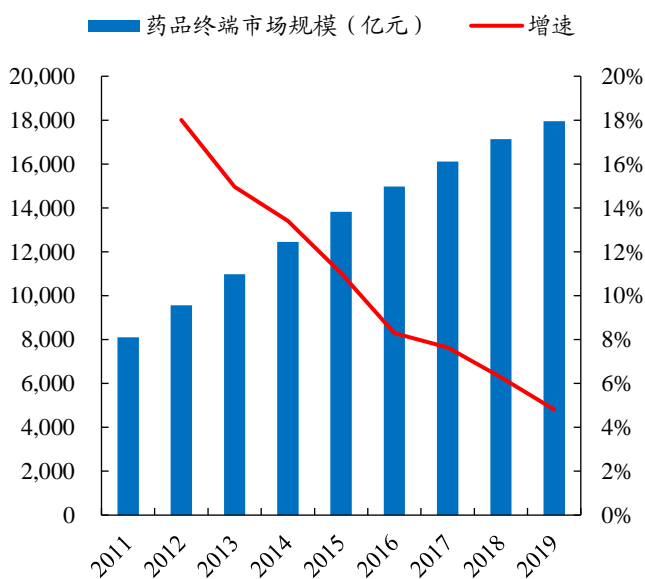
数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

表3: 白卡纸下游终端中药品占比最高

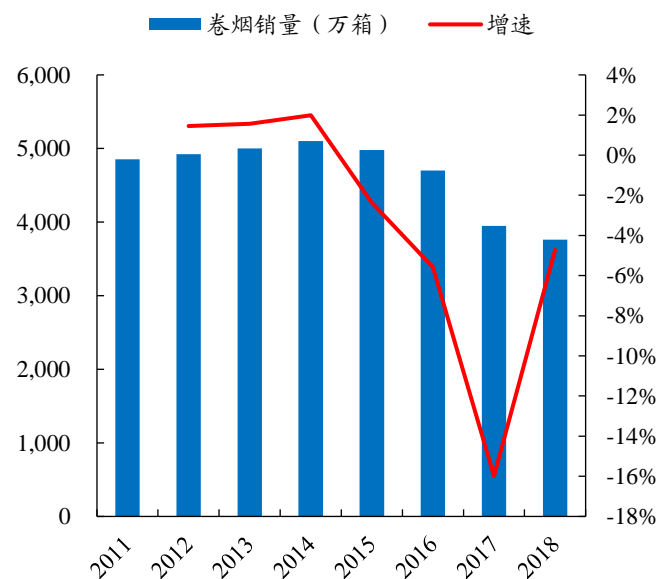
终端行业	社会卡	食品卡	烟卡
扑克牌纸	3.89%	-	-
服装(包括吊牌等)	6.42%	-	-
乳制品(液包)	-	9.07%	-
酒精类饮料	1.10%	-	-
药品	35.48%	-	-
鞋	-	-	-
玩具	-	-	-
香烟	-	-	14.15%
饮料(不包含酒精)	-	2.63%	-
各类器具(电子类, 家用小电器类等)	1.00%	-	-
化妆品	1.16%	-	-
出版印刷	0.21%	-	-
纸袋/购物袋类	1.47%	-	-
食品包装类(方便面碗, 糕点, 冷饮等)	9.89%	4.02%	-
餐饮服务类(汉堡盒, 咖啡杯等)	-	9.50%	-
合计	60.62%	25.22%	14.15%

数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

白卡纸下游需求中传统需求稳定, 互联网外卖需求、化妆品需求成为白卡新的增长点。药品作为白卡纸传统下游需求占比为 35.48%, 在需求端中占比最高, 2011-2019 年药品终端市场规模稳定增长, 复合增长率达到 10.47%。烟卡占比 14.15%, 2015-2018 年需求终端有所下滑。随着消费升级, 互联网外卖、家电、化妆品等需求迅速增长, 市场潜力较大, 预计未来将充分带动白卡纸需求。

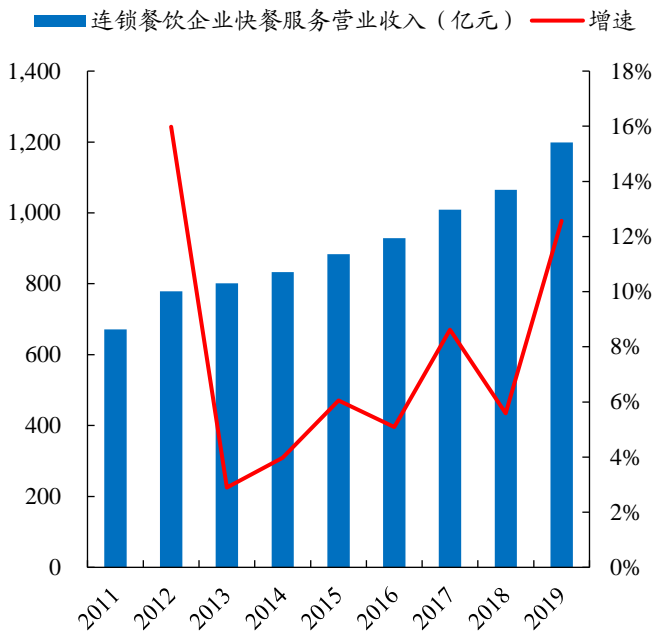
图13: 药品终端市场规模保持稳定增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 卷烟销量下滑趋势略有改善


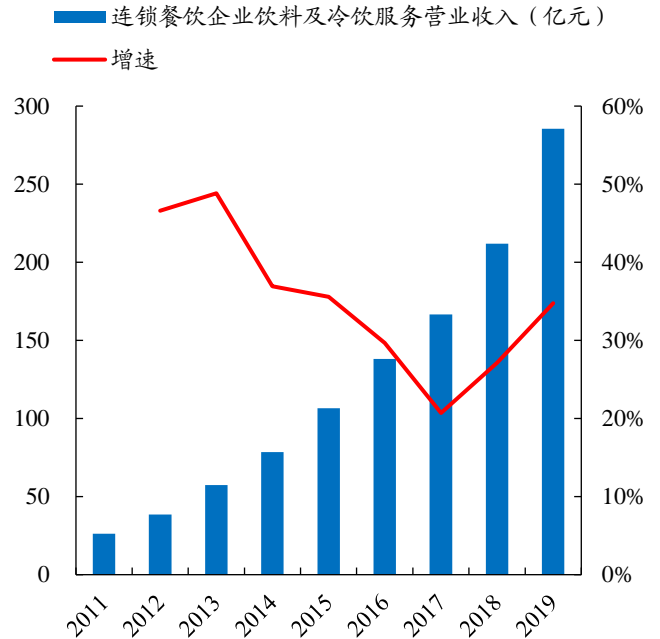
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 连锁餐饮企业快餐服务营业收入增长稳定



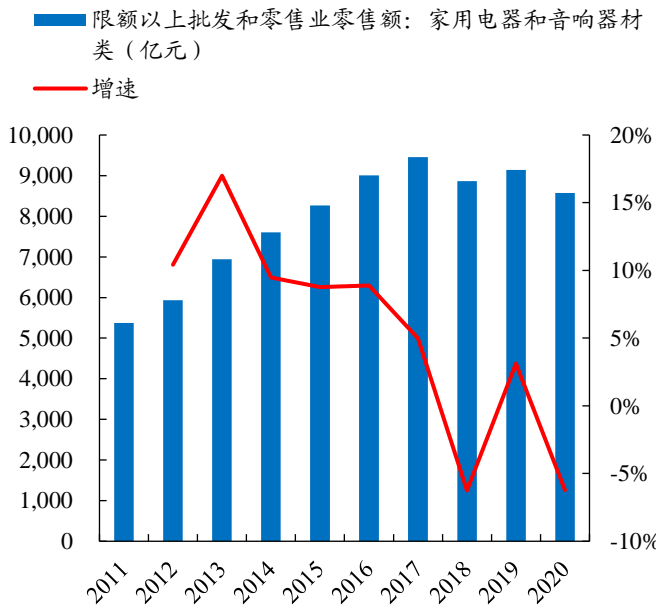
数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 连锁餐饮企业饮料及冷饮服务营业收入增速较快



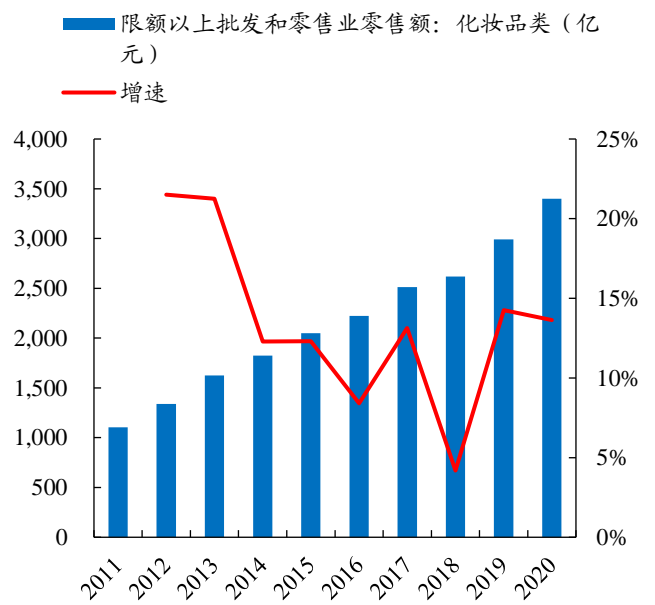
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 家电行业需求增长稳定



数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 化妆品作为白卡行业新兴下游需求增长较快



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2.2. 新版限塑令增强白卡纸替代效应

新版限塑令出台，目标更明确、实施力度更强，限塑令推进过程中将增强白卡

纸替代效应。2020年1月19日，国家发改委和生态环境部联合公布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，新版限塑令相较于2008年限塑令实施细则更加细化，目标更加明确，并且将具体目标划分为2020年、2022年、2025年三个阶段，替代塑料制品明确为不可降解塑料袋、一次性塑料餐具、宾馆、酒店一次性塑料用品和快递塑料包装，同时实施范围比较具体，如商场、超市、药店、书店、宾馆、酒店、民宿等。

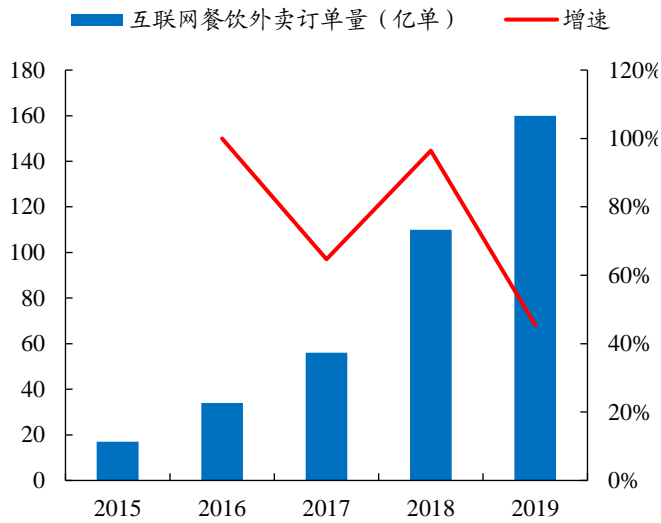
表4: 2020年新版限塑令目标更为细化

塑料制品	2020年	2022年	2025年
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	实施范围扩大至地级以上城市建成区和沿海地区县城建成区	实施范围扩大，鼓励有条件的地方，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。
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	实施范围扩大	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，可通过设置自助购买机、提供续充型洗洁剂等方式提供相关服务。	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。	实施范围扩大至全国

资料来源：国家发展和改革委员会、开源证券研究所

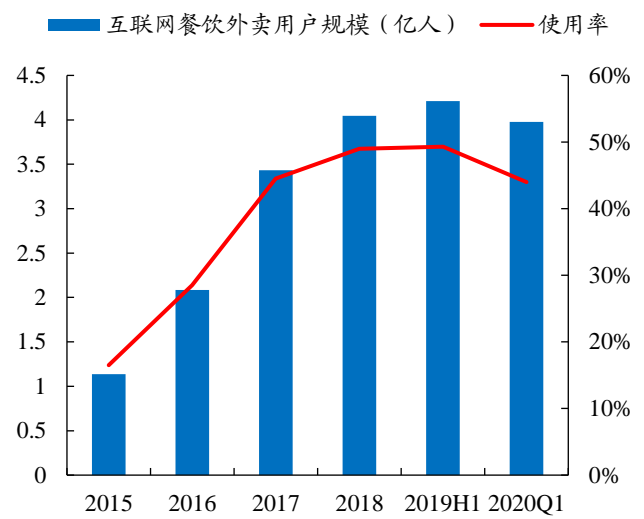
在新版限塑令实施过程中，外卖行业中塑料包装被白卡环保包装替代数量将增加，为白卡纸提供新的需求增量。根据《国家食品安全标准食品接触用纸和纸板材料及制品》要求，食品级包装需为原木浆纸，木浆系白卡纸为较为理想的食品包装用纸。我国互联网餐饮外卖行业发展迅速，2019年订单量增速超过40%，2020年Q1用户规模已经达到3.98亿人，使用率达到44%，随着限塑令稳步推进，塑料包装被替代率将逐渐增加，将为白卡纸带来需求增量。

图19: 互联网餐饮外卖订单量快速增长



数据来源: 易观资讯、开源证券研究所

图20: 互联网餐饮外卖用户规模及使用率迅速提升

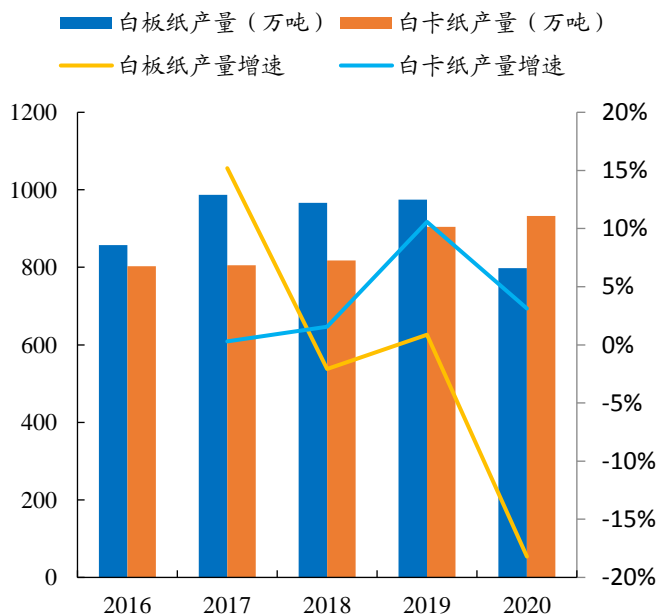


数据来源: CNNIC、开源证券研究所

2.2.3、外废禁令、国废涨价、白板产能腾退，催化白卡纸替代速度加快

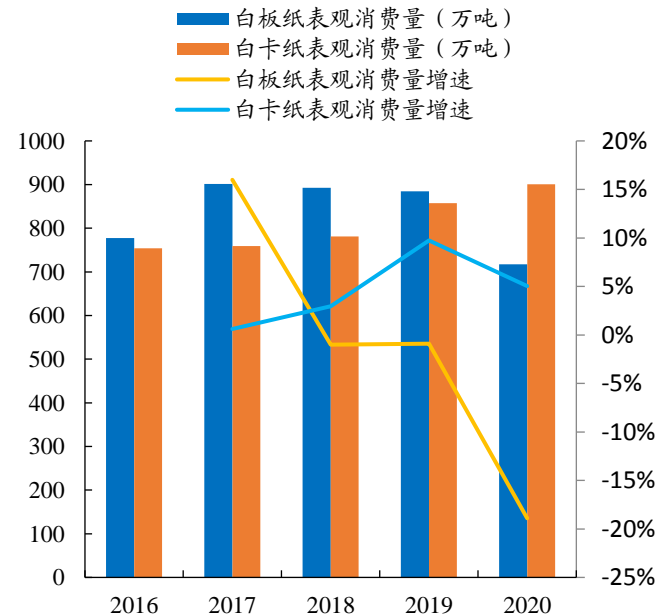
随着外废禁令的实施、白板纸产能清退，白卡纸有望加速替代白板纸。2016-2019年白板纸产量逐年下降，复合增长率为-1.78%，同期白卡纸产量复合增长率为3.82%，从表观消费量来看，白板纸2016-2019年复合增长率为-1.99%，同期白卡纸复合增速为4.53%。白板纸以废纸为主要原料，随着环保政策升级、外废令实施叠加国废涨价，白板纸产能未来将逐步清退，白卡纸替代进度有望加快。

图21: 白卡纸产量已超过白板纸产量



数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

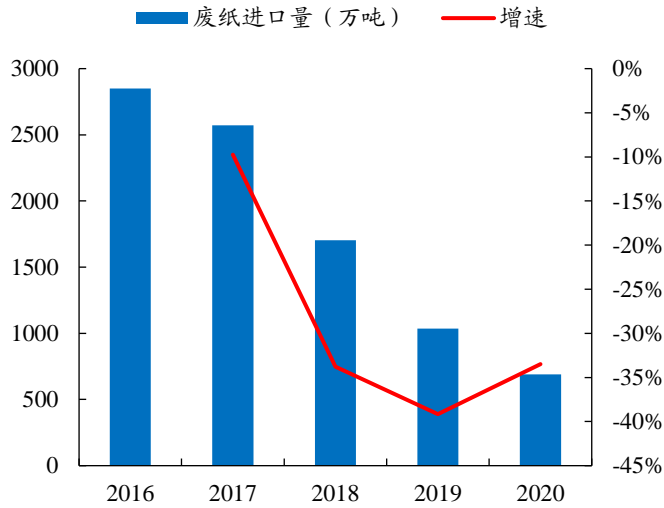
图22: 白卡纸表观消费量高于白板纸



数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

外废令实施，废纸系白板纸进口原材料供应短缺，国废涨价推动白板纸成本上升，白板纸竞争优势进一步降低。外废禁令于 2018 年实施，废纸进口量快速下降，带动国废价格中枢提升，废纸系白板纸相较纸浆系白板纸成本优势降低，未来外废进口配额逐渐归零、国废价格进一步抬升，白板纸和白卡纸价差有望进一步缩小，加快下游需求端的白卡纸替代。

图23: 废纸进口量受禁废令影响逐年下降



数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

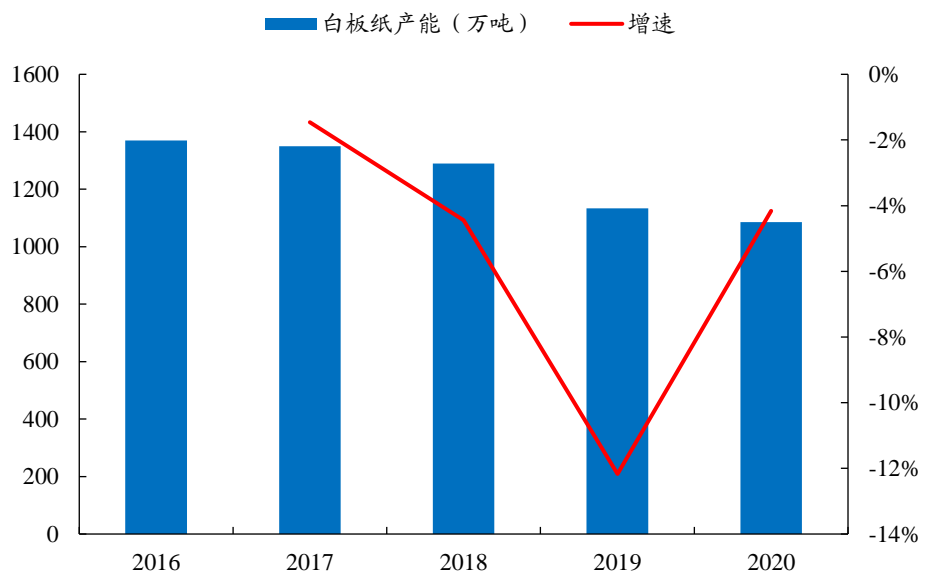
图24: 国废价格中枢提升



数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

浙江富阳地区完成产能腾退，白板纸产能进一步收缩。浙江富阳地区完成产能腾退，根据杭州市生态环境局富阳分局数据，近三年共削减造纸产能 805 万吨。我国中小白板纸产能集中在富阳地区，此次产业转型预计白板纸产能被清退约 400 万吨。白板纸产能进一步收缩有望提升白卡纸的增量需求。

图25: 白板纸产能逐年下降



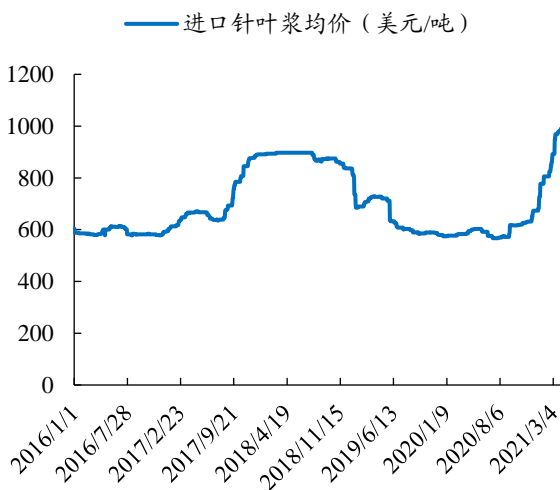
数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

2.3、多因素推动纸浆价格持续上涨，木浆价格预计高位调整至 2021H1

近期多因素共振推动浆价上涨。在全球流动性宽松以及通胀预期下，原材料价格普遍上涨，木浆期货价格上涨推动现货价格提升，同时海外疫情导致集装箱周转困难，进一步推动纸浆价格上涨。

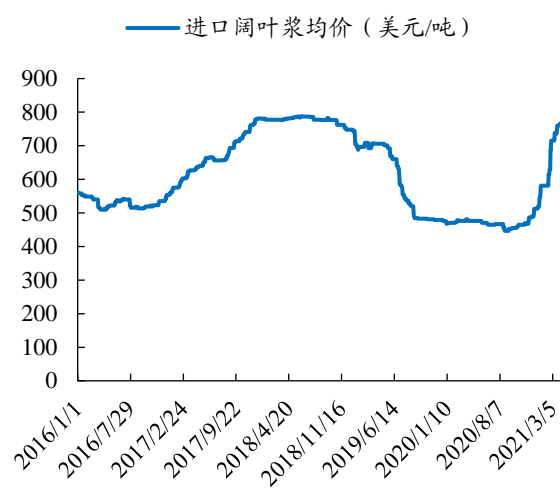
截至 2021 年 4 月 5 日，针叶浆外盘价格达到 992 美元/吨，折合人民币约 6604.08 元/吨，相较 2020 年年初增长 72.43%，阔叶浆外盘价格达到 767.14 美元/吨，折合人民币约 5109.71 元/吨，相较 2020 年年初增长 61.02%；针叶浆国内均价截至 2021 年 4 月 2 日达到 7100.12 元/吨，相较 2020 年年初增长 58.66%，阔叶浆国内均价达到 5664.74 元/吨，相较 2020 年年初增长 52.59%。

图26：进口针叶浆均价 2021 年开始快速上涨



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图27：进口阔叶浆均价 2021 年开始快速上涨



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图28：针叶浆国内均价 2021 年开始快速上涨



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图29：阔叶浆国内均价 2021 年开始快速上涨



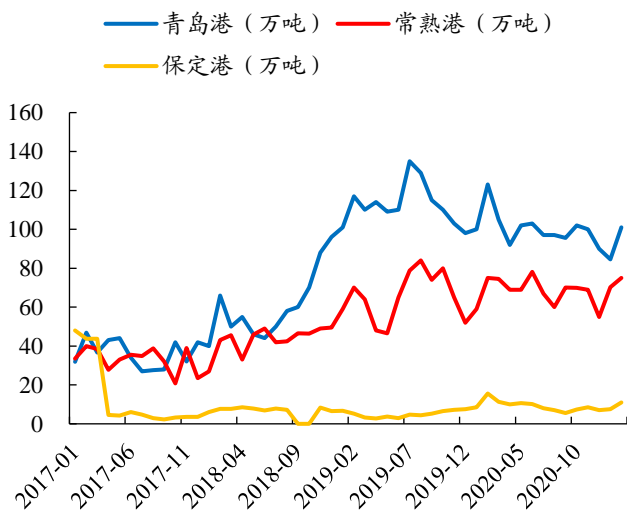
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

供给端来看，进口量、库存量减少支撑纸浆价格上涨。

2020 年全年进口量维持高位，12 月开始进口量有所下滑。2020 年全年纸浆进口量为 3063.9 万吨，全年进口量处于较高水平，2020 年 12 月由于国际疫情、集装箱短缺、国际海运费上涨较快，纸浆进口量呈下滑趋势，2020 年 12 月纸浆进口 249.3 万吨，环比下降 11.63%。2021 年 2 月份纸浆进口量延续下滑趋势，环比下降 20.54%，同比下降 0.66%。

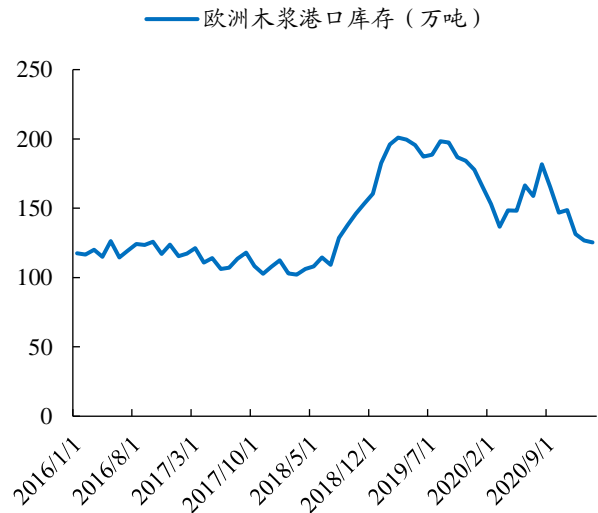
库存方面，国内港口纸浆库存仍处于低位，欧洲纸浆库存持续走低。截至 2021 年 2 月底，国内三大港口青岛港、常熟港、保定港库存量分别为 101.0 万吨、75 万吨、10.99 万吨，较 2020 年同期分别下降-17.89%、0.00%、-29.55%。欧洲港口 2021 年 2 月份月度纸浆库存量为 125.48 万吨，环比下降 1.08%，同比下降 18.05%。

图30: 国内三大港口木浆库存量仍处于低位

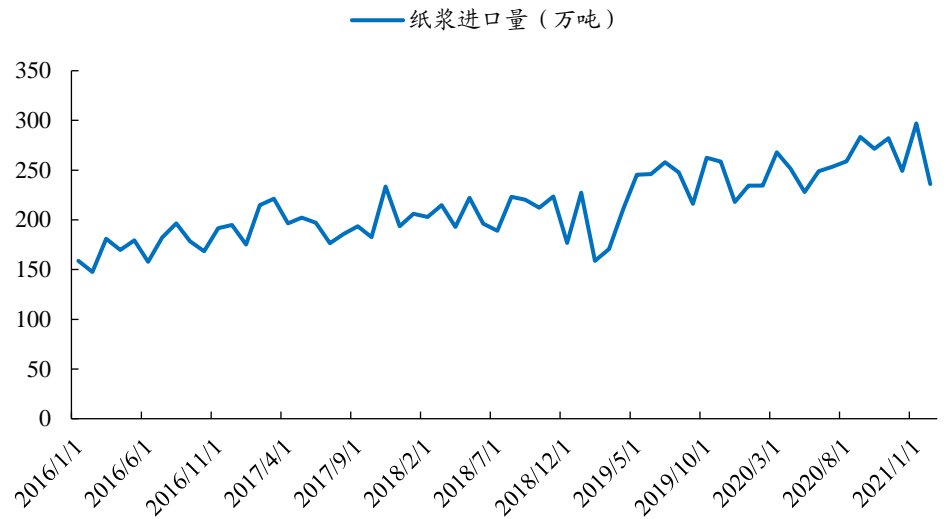


数据来源: Wind、开源证券研究所

图31: 欧洲木浆港口库存量 2021 年仍持续走低

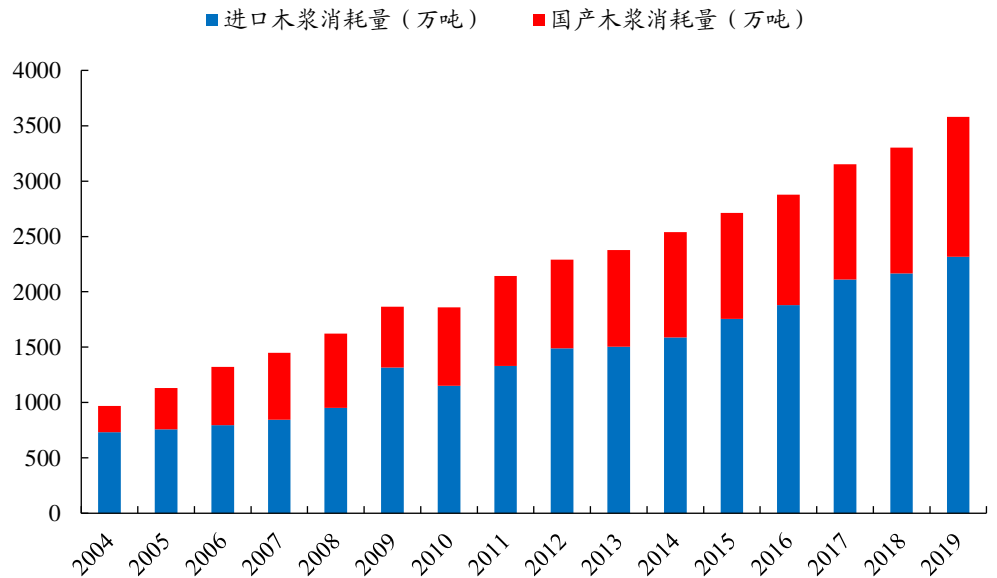


数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

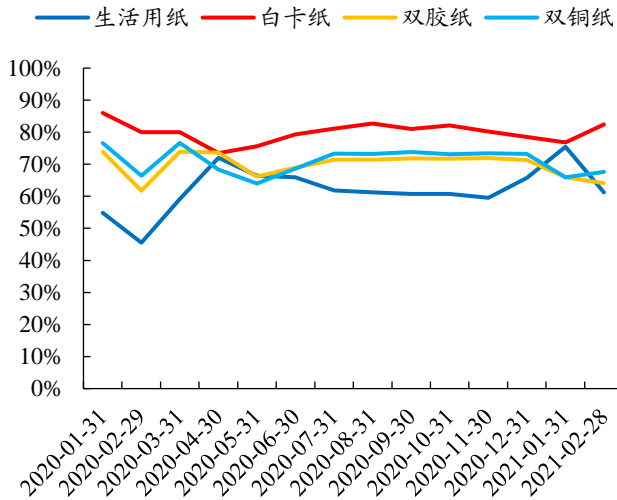
图32: 纸浆进口量 2021 年 2 月份有所下滑


数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

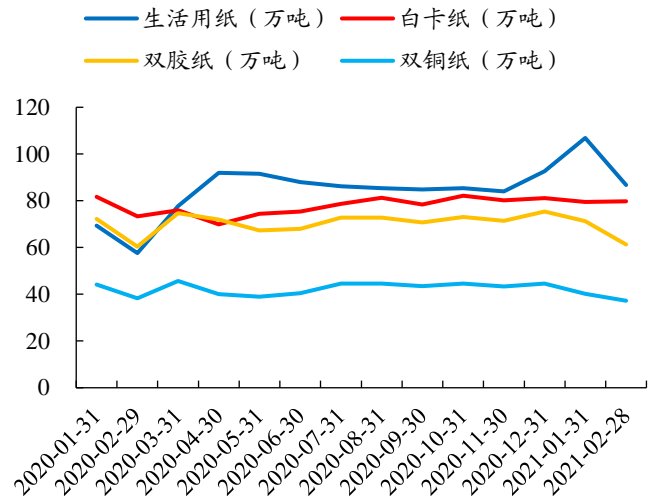
需求端来看,我国木浆以进口为主,疫情后木浆纸种行业开工负荷率逐渐恢复,下游纸种新增产量支撑木浆需求。近年来我国木浆系纸种产量处于高位,且我国进口木浆占比较大,对全球木浆需求量较大。同时,我国疫情之后造纸行业开工率恢复较快,2020年文化纸开工负荷率基本在70%左右,白卡纸开工负荷率达到80%左右。2021年3月份文化纸进入传统需求高峰季节,同时限塑令、外废禁令推动白卡纸景气度提升,未来看好木浆下游需求持续增加。

图33: 我国木浆对进口依赖度较高


数据来源: Wind、开源证券研究所

图34: 主要木浆纸种开工负荷率逐渐恢复


数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

图35: 主要木浆纸种产量处于高位


数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

3、APP 收购博汇纸业，协同效应助力公司成长

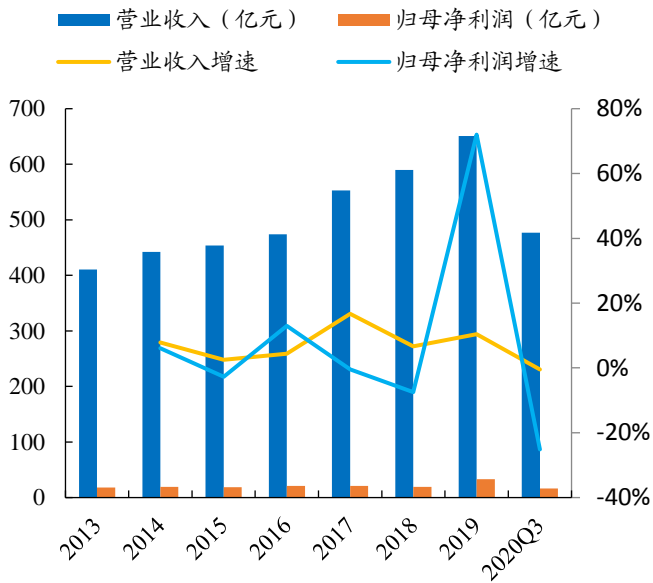
3.1、APP 林浆纸一体化程度高，原材料成本优势显著

金光纸业 APP (Asia Pulp & Paper Co., Ltd., 简称 APP) 成立于 1992 年 2 月, 是国内规模最大的综合性造纸企业, 在中国拥有 20 多家全资或控股浆纸企业、将近 20 家林业公司。APP 自 1992 年起先后建立了金东、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 2020 年 3 月底, 公司总产能达 1074 万吨/年, 机制纸产能 862 万吨/年, 纸浆产能 210 万吨/年。2019 年 APP 营收规模达到 651.10 亿元, 2020Q3 营收为 477.07 亿元, 2013-2019 年营业收入复合增长率为 8.00%, 2019 年归母净利润为 33.5 亿元, 2020Q3 归母净利润为 16.4 亿元, 2013-2019 年归母净利润复合增速达到 10.8%, 公司毛利率、净利率稳定, 盈利能力较强。

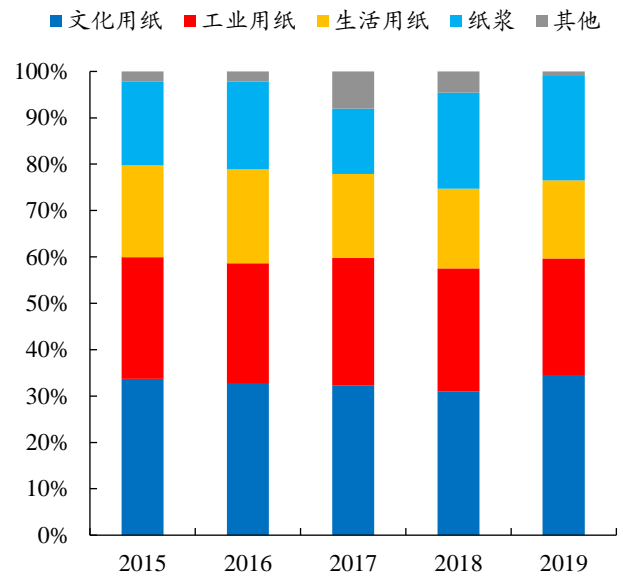
表5: APP 产品种类多元, “林浆纸”一体化程度高

产品	工厂	产地	主要产品	产能 (万吨/年)
浆	金海浆纸业	海南洋浦	漂白硫酸盐桉木浆	135
	金桂浆	广西钦州	桉木化机浆	75
	金东纸业	江苏镇江	铜版纸	200
文化用纸	金海浆纸业	海南洋浦	铜版纸	100
	金华盛	江苏苏州	无碳复写纸、双胶纸等	67
工业用纸	宁波中华	浙江宁波	白纸板、白卡纸	62
	亚洲浆	浙江宁波	白纸板、白卡纸	150
	金桂浆	广西钦州	白卡纸、食品级白卡	100
生活用纸	金红叶	江苏苏州	卫生纸、厨房用纸等	137
其他用纸	其他工厂	-	各类纸制品	48
合计	-	-	-	1074

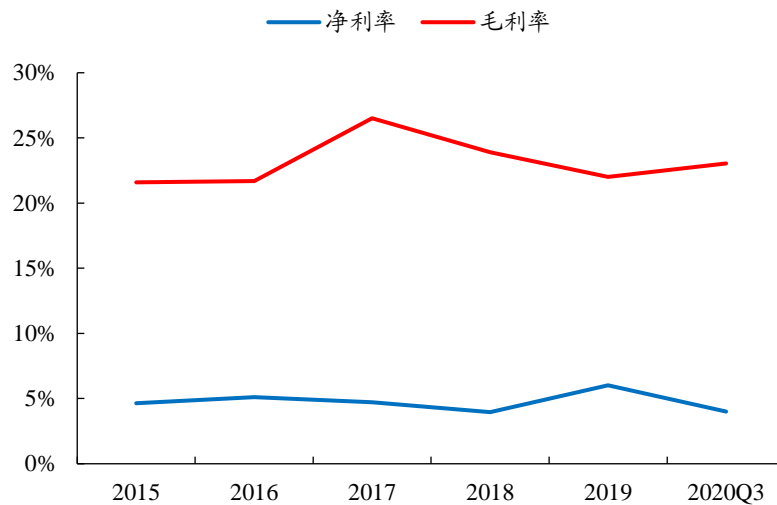
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图36: APP 营收及归母净利润 2013-2019 年复合增长较快


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图37: APP 主营业务种类多元


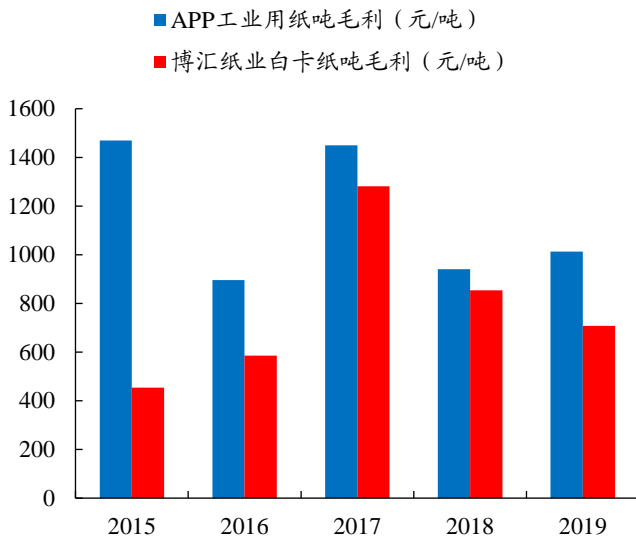
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图38: APP 毛利率、净利率水平保持稳定


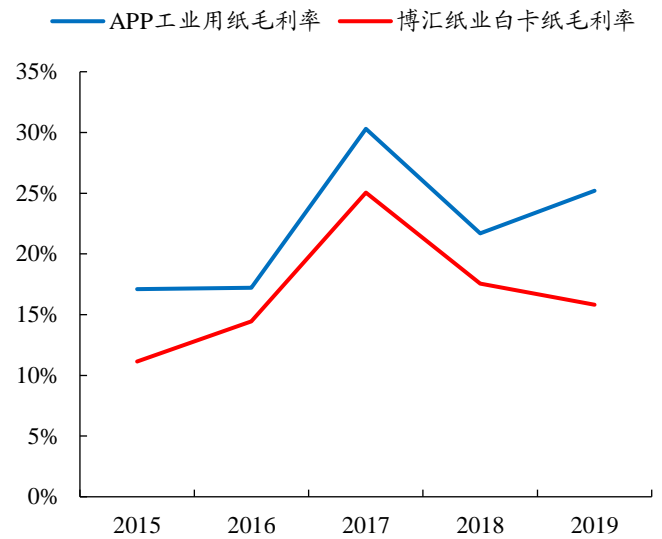
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.2、APP 收购带来协同效应, 提高博汇纸业成本优势

共享 APP 国外纸浆降低原材料成本。 APP 林浆纸一体化程度高, 自营林面积、木浆产能位居国内前列。根据公司官网, 截至 2019 年末, APP 在国内经营、管理林地 417 万亩, 其中已种植林地面积 344 万亩。APP 收购后, 博汇纸业将共享印尼化学木浆资源, 降低生产成本, 提高生产效率。

图39: APP 工业用纸成本优势显著


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图40: APP 工业用纸毛利率相对较高


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

APP 收购后, 产能分布贯通南北, 将提高物流效率、降低运输成本。博汇纸业产能主要分布在江苏、山东, 集中在我国北方地区, APP 产能主要分布在浙江、广西等南方省份, 二者合并后, 博汇纸业和金光纸业将进行区域产能互补, 分别供应北方市场和南方市场, 扩展覆盖区域, 同时提高物流效率、降低运输成本、提升公司盈利能力。

表6: APP、博汇纸业白卡纸产能在区域上形成互补

公司	产能 (万吨/年)	省份
江苏博汇纸业	200	江苏
山东博汇纸业	65	山东
亚洲浆纸业	175	浙江
广西金桂	120	广西
宁波中华纸业	60	浙江
合计	620	---

资料来源: 卓创资讯、开源证券研究所

3.3、APP 收购后公司定价权提高, 新增产能释放, 公司业绩有望维持高速增长

APP 收购博汇纸业后, 白卡纸行业集中度提高, 公司定价权进一步提升。根据卓创资讯数据, 收购完成后, 白卡纸行业 CR4 提高至 83%, APP 和博汇纸业合并后市占率达到 52%, 产能合计 620 万吨, 占行业产能总量 54.96%, 在白卡纸行业内对产品价格的话语权进一步提高。2020 年 8 月份以后 APP 和博汇纸业连续多轮发布涨价函, 根据公司公告, 2021 年 3 月, APP 和博汇纸业分别提高白卡纸价格至 10000 元/吨以上。

表7: APP、博汇纸业连续多轮发布涨价函

公司	涨价日期	涨价幅度 (元/吨)	公司	涨价日期	涨价幅度 (元/吨)
APP	2021/3/1	1800	博汇纸业	2021/2/26	1000
APP	2021/2/1	500	博汇纸业	2021/12/6	500
APP	2021/1/4	300	博汇纸业	2020/12/28	300
APP	2020/12/1	300	博汇纸业	2020/11/26	300
APP	2020/11/2	300	博汇纸业	2020/10/26	300
APP	2020/10/9	500	博汇纸业	2020/9/27	500
APP	2020/9/1	400	博汇纸业	2020/8/26	500

资料来源: 卓创资讯、开源证券研究所

新投产项目为公司注入成长新动力。根据公司公告,公司年产 50 万吨高档牛皮箱板纸项目、年产 50 万吨高强瓦楞纸项目及子公司江苏博汇二期年产 75 万吨高档包装纸项目于 2019 年下半年投产,新投产机台 2020 年全年生产,产能稳步提升。根据公司公告,公司将拆除现有 14 万吨文化纸项目生产设备和车间,拟投资建设年产 45 万吨高档信用纸项目,于 2021 年正式投产,拟投资建设 100 万吨高档包装纸板及其配套项目,于 2023 年开始投产,预计项目投产后公司产能将达到 585 万吨/年。随着新增项目逐步投产,产销量稳步提升,预计公司未来业绩维持较高增长水平。

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

(1) 白卡纸供给端新增产能压力有限,行业整合促使竞争格局进一步优化,龙头公司定价权提升。

(2) 随着消费升级、“限塑令”+“禁废令”+白板纸产能腾退加速白卡纸替代过程,白卡纸需求端仍有增量空间。

4.2、盈利预测与估值

公司是造纸行业龙头公司之一,白卡纸是公司业绩提升主要驱动力。公司目前产能排名全国第二,随着 APP 收购完成,白卡纸行业格局优化将带来景气度回暖,同时公司被纳入 APP 体系,经营管理效率改善,盈利能力有望进一步提升。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 26.4/28.8/30.6 亿元,对应 EPS 分别为 1.98/2.15/2.29 元,当前股价对应 PE 为 9.7/8.9/8.3 倍。与可比公司相比,博汇纸业受益于白卡纸行业景气度提升处于较快成长阶段,当前估值低于行业平均水平。

首次覆盖,给予“买入”评级。

表8: 部分造纸行业估值情况, 博汇纸业估值低于行业估值水平

证券代码	证券简称	收盘价 (单位: 元)	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002078.SZ	太阳纸业	16.49	-9.55	41.3	21.1	-	21.70	15.41	12.78	-
000488.SZ	晨鸣纸业	11.75	3.35	175.89	-1.67	9.05	20.61	-	7.53	6.91
600963.SH	岳阳林纸	6.21	32.26	55.31	27.26	-	-	17.25	13.80	-
600567.SH	山鹰国际	3.62	8.33	35.35	22.54	-	11.68	8.62	7.10	-
	平均		8.60	76.96	17.31	-	18.00	16.33	10.30	6.91
600966.SH	博汇纸业	19.10	523.50	217.00	8.80	6.30	30.81	9.65	8.88	8.34

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2021/04/06, 除已覆盖公司太阳纸业、博汇纸业外其他公司盈利预测来源于 Wind 一致预测。)

5、风险提示

原材料价格波动, 需求不及预期, 白卡纸价格下跌, 产能不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5905	6436	8217	9682	12854
现金	1968	2663	2309	5217	6370
应收票据及应收账款	1022	620	1829	813	1988
其他应收款	204	218	411	268	452
预付账款	188	424	489	496	549
存货	1325	1504	2171	1880	2487
其他流动资产	1198	1008	1008	1008	1008
非流动资产	13464	13017	14103	14933	15382
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	12087	11352	11579	12359	12811
无形资产	231	223	220	220	211
其他非流动资产	1147	1441	2304	2354	2361
资产总计	19369	19453	22320	24615	28236
流动负债	10198	10543	11277	11164	12300
短期借款	5174	3437	3437	3437	3437
应付票据及应付账款	3371	4964	5865	6074	6797
其他流动负债	1653	2142	1976	1654	2067
非流动负债	3899	2823	2466	2046	1535
长期借款	2925	2580	2223	1803	1292
其他非流动负债	974	243	243	243	243
负债合计	14097	13366	13743	13210	13835
少数股东权益	0	0	14	18	23
股本	1337	1337	1337	1337	1337
资本公积	1333	1333	1333	1333	1333
留存收益	2607	3418	5771	8238	10820
归属母公司股东权益	5272	6087	8563	11387	14379
负债和股东权益	19369	19453	22320	24615	28236

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1137	3596	3025	5407	3457
净利润	134	834	2658	2881	3063
折旧摊销	631	782	784	871	971
财务费用	512	571	423	367	335
投资损失	-15	-9	-6	-8	-10
营运资金变动	-70	1503	-834	1296	-903
其他经营现金流	-54	-86	0	0	0
投资活动现金流	-1523	-328	-1864	-1693	-1411
资本支出	1612	337	1087	830	449
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	88	9	-778	-863	-962
筹资活动现金流	294	-3252	-1514	-806	-893
短期借款	1103	-1738	0	0	0
长期借款	-387	-345	-357	-420	-511
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-422	-1170	-1157	-386	-382
现金净增加额	-95	15	-354	2908	1153

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9740	13982	20855	22501	23858
营业成本	8320	11597	15066	16609	17905
营业税金及附加	28	53	85	84	86
营业费用	401	37	1001	900	763
管理费用	274	369	834	878	883
研发费用	7	280	209	225	239
财务费用	512	571	423	367	335
资产减值损失	-3	-9	0	0	0
其他收益	1	11	0	0	0
公允价值变动收益	-11	10	-0	-0	-0
投资净收益	15	9	6	8	10
资产处置收益	4	-1	0	0	0
营业利润	191	1097	3244	3446	3657
营业外收入	1	3	1	1	2
营业外支出	50	7	18	20	24
利润总额	142	1093	3227	3428	3634
所得税	8	259	569	548	571
净利润	134	834	2658	2881	3063
少数股东损益	0	0	14	4	5
归母净利润	134	834	2644	2877	3058
EBITDA	1220	2174	4224	4461	4691
EPS(元)	0.10	0.62	1.98	2.15	2.29

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	16.8	43.6	49.2	7.9	6.0
营业利润(%)	-38.4	473.9	195.6	6.3	6.1
归属于母公司净利润(%)	-47.7	523.5	217.0	8.8	6.3
获利能力					
毛利率(%)	14.6	17.1	27.8	26.2	25.0
净利率(%)	1.4	6.0	12.7	12.8	12.8
ROE(%)	2.5	13.7	31.0	25.3	21.3
ROIC(%)	3.6	7.9	18.9	17.3	15.7
偿债能力					
资产负债率(%)	72.8	68.7	61.6	53.7	49.0
净负债比率(%)	156.6	77.1	48.1	7.3	-5.7
流动比率	0.6	0.6	0.7	0.9	1.0
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.7	1.0	1.0	0.9
应收账款周转率	7.2	17.0	17.0	17.0	17.0
应付账款周转率	2.3	2.8	2.8	2.8	2.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.62	1.98	2.15	2.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	2.69	2.26	4.04	2.59
每股净资产(最新摊薄)	3.94	4.55	6.41	8.52	10.76
估值比率					
P/E	190.9	30.6	9.7	8.9	8.3
P/B	4.8	4.2	3.0	2.2	1.8
EV/EBITDA	27.6	13.8	7.0	5.9	5.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn