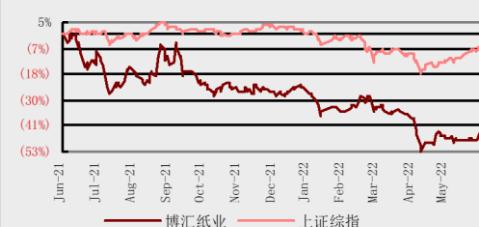


600966.SH
增持
原评级: 未有评级
市场价格: 人民币 7.64
板块评级: 强于大市

#### 本报告要点

- 稳步拓展的白纸板行业龙头。

#### 股价表现



|                  | 今年     | 1     | 3      | 12     |
|------------------|--------|-------|--------|--------|
|                  | 至今     | 个月    | 个月     | 个月     |
| 绝对               | (25.6) | 5.0   | (15.5) | (44.6) |
| 相对上证指数           | (16.1) | (1.9) | (19.2) | (38.0) |
| 发行股数(百万)         | 1,337  |       |        |        |
| 流通股(%)           | 100    |       |        |        |
| 总市值(人民币 百万)      | 10,467 |       |        |        |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 71     |       |        |        |
| 净负债比率%(2022E)    | 14     |       |        |        |
| 主要股东(%)          |        |       |        |        |
| 山东博汇集团有限公司       | 29     |       |        |        |

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以2022年6月17日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造: 造纸

证券分析师: 郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521030002

联系人: 杨雨钦

(8610)66229231

yuqin.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080061

## 博汇纸业

行业格局持续优化, 白纸板龙头稳健发展

公司为白纸板行业龙头, 现有机制纸产能约330万吨, 浆产能约80万吨。在下游消费品行业稳健发展叠加限塑令与白板纸产能清退背景下白卡纸行业景气度较高, 公司有望持续受益。首次覆盖, 给予增持评级。

#### 支撑评级的要点

- 白纸板龙头稳健发展。**公司以白纸板业务为核心, 同步发展文化纸、箱板纸等。2021年白纸板/文化纸/箱板纸业务收入占比分别为77.2%/9.8%/9.8%。2020年下半年到2021年上半年白纸板受木浆价格上升, 疫情后需求复苏等影响进入上行周期, 公司白纸板单吨收入从2019年4481元提升至2021年5554元, 在白纸板价格高增推动下, 2021年公司收入162.8亿元, 同增16.4%, 净利润17.1亿元, 同增104.5%。
- 白纸板供给侧集中, 需求稳健增长。**1) 从下游需求看, 白纸板下游以消费品包装为主, 经济发展推动下游行业稳健增长, 带动白纸板需求提升。同时新限塑令与白板纸产能清退催生白卡纸替换需求。2) 供给侧来看, 在中小产能清退叠加高投资门槛下行业集中度呈现提升趋势, 2021年CR5为83.9%, 同比提升5.5pct。受益于行业政策利好、原料供应结构调整等商业机遇, 造纸行业的供给侧改革得到进一步深化, 为大型造纸企业提供了良好的经营环境。
- 把握绿色产品商机, 白纸板有望量价齐升。**1) 股东持续赋能: 在大股东赋能下公司加大“以白代灰”、“以纸代塑”等产品研发投入, 有望共享政策变化带来的机遇。同时公司优化机制运行, 完善生产流程以提升综合经营效率。2) 量: 2021年白纸板产能利用率为105.0%, 维持在较高水平。公司仍有100万吨白纸板产能规划, 白纸板销量有望稳健增长。3) 价: 在供给侧扰动下木浆价格大幅提升, 白卡纸价格短期内有较大支撑。疫情反复抑制下游需求以及未来两年白卡纸产能集中投放对纸价有扰动。但长期看, 在下游消费品行业稳健发展以及大量白卡纸替代需求产生背景下, 白卡纸价格有望企稳上涨。公司成本控制情况较好, 白卡纸价上升有望带动盈利能力回升。

#### 估值

- 预计公司2022-2024年营收分别为150.0/165.9/199.3亿元, 归母净利润为9.8/12.0/15.7亿元, 对应PE分别为10/9/7倍。公司是白纸板龙头, 持续拓产能同时优化产业链, 发展前景良好。首次覆盖, 给予增持评级。

#### 评级面临的主要风险

- 原材料价格波动、疫情反复抑制需求、产能投放进度不及预期

#### 投资摘要

| 年结日: 12月31日   | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入(人民币 百万)  | 13,982 | 16,276 | 14,999 | 16,586 | 19,933 |
| 变动(%)         | 44     | 16     | (8)    | 11     | 20     |
| 净利润(人民币 百万)   | 834    | 1,706  | 984    | 1,195  | 1,570  |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.624  | 1.276  | 0.736  | 0.894  | 1.174  |
| 变动(%)         | 523.5  | 104.5  | (42.3) | 21.5   | 31.3   |
| 全面摊薄市盈率(倍)    | 24     | 8      | 10     | 9      | 7      |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 目录

|                                     |           |
|-------------------------------------|-----------|
| <b>1. 白纸板龙头稳步发展 .....</b>           | <b>6</b>  |
| 1.1 白纸板龙头多维度拓展 .....                | 6         |
| 1.2 股权结构集中，管理层经验丰富 .....            | 10        |
| 1.3 整合后龙头效应扩大，公司发展步入新阶段 .....       | 11        |
| 1.4 产能持续扩张，同步发展浆产能降低成本 .....        | 11        |
| 1.5 原材料成本占比较大，能源价格高位运行 .....        | 12        |
| 1.6 多纸种共驱收入增长，静待盈利水平回升 .....        | 13        |
| <b>2. 白纸板：供给侧集中，需求稳健增长 .....</b>    | <b>17</b> |
| 2.1 白纸板：行业规模稳健增长 .....              | 17        |
| 2.2 需求端：下游行业稳健发展，短期波动不改长期景气 .....   | 18        |
| 2.3 供给端：集中度较高，未来产能稳健扩张 .....        | 24        |
| <b>3. 大股东金光纸业拥有林浆纸一体化优势 .....</b>   | <b>26</b> |
| 3.1 APP（中国）背靠金光集团，拥有林浆纸产业链 .....    | 26        |
| 3.2 大股东金光纸业多年深耕铸就林浆纸一体化龙头 .....     | 28        |
| 3.3 金光纸业林浆纸一体化布局，浆纸产能多点分布 .....     | 28        |
| <b>4. 股东持续赋能，白纸板有望实现量价齐升 .....</b>  | <b>30</b> |
| 4.1 金光纸业持续赋能，提升公司综合经营效率 .....       | 30        |
| 4.2 集团市占率提升，公司有望持续收益 .....          | 30        |
| 4.3 白卡纸价格处于上升通道，销量有望稳健提升 .....      | 31        |
| <b>5. 盈利预测与投资建议 .....</b>           | <b>35</b> |
| 5.1 估值水平随周期波动，行业供需短期扰动不改长期高景气 ..... | 35        |
| 5.2 盈利预测与投资建议 .....                 | 36        |
| <b>风险提示 .....</b>                   | <b>39</b> |

## 图表目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 股价表现                              | 1  |
| 投资摘要                              | 1  |
| 图表 1. 公司近两年收入与净利润快速增长 (单位: 亿元)    | 6  |
| 图表 2. 公司构建多纸种产品矩阵匹配不同需求           | 7  |
| 图表 3. 文化纸与箱板纸近年占比提升 (单位: 亿元)      | 8  |
| 图表 4. 白卡纸下游应用以消费品包装为主             | 9  |
| 图表 5. 金光纸业 (APP) 为大股东, 股权结构集中     | 10 |
| 图表 6. 金光纸业骨干赋能, 拥有丰富行业经验          | 10 |
| 图表 7. 整合后龙头效应扩大, 公司发展步入新阶段        | 11 |
| 图表 8. 公司拥有较大规模浆纸产能 (单位: 万吨)       | 12 |
| 图表 9. 原材料占比较大 (单位: 亿元)            | 12 |
| 图表 10. 木浆价格处于高位 (单位: 元/吨)         | 12 |
| 图表 11. 公司白卡纸出厂价企稳回升 (单位: 元/吨)     | 12 |
| 图表 12. 山东动力煤价格 (单位: 元/吨)          | 13 |
| 图表 13. 2021 年江苏电价显著上升 (单位: 元/兆瓦时) | 13 |
| 图表 14. 文化纸与箱板纸近年比例提升 (单位: 亿元)     | 13 |
| 图表 15. 公司主要纸产品销量稳健提升 (单位: 万吨)     | 14 |
| 图表 16. 白纸板回暖拉动公司毛利率提升             | 14 |
| 图表 17. 2022Q1 毛利率环比有所改善           | 14 |
| 图表 18. 近两年公司单吨毛利大幅提升 (单位: 元)      | 15 |
| 图表 19. 公司费用率整体稳定                  | 15 |
| 图表 20. 公司盈利能力环比有所恢复 (单位: 亿元)      | 15 |
| 图表 21. 公司 ROE 有较大幅度的提升            | 15 |
| 图表 22. 近两年资产负债率逐步改善               | 16 |
| 图表 23. 公司加大原材料储备 (单位: 亿元)         | 16 |
| 图表 24. 应收账款周转改善, 预付账款有所提升 (单位: 天) | 16 |
| 图表 25. 白卡纸行业规模稳中有升 (单位: 万吨)       | 17 |
| 图表 26. 2021 年下半年白卡纸开工率有所下降        | 17 |
| 图表 27. 西药零售额稳健增长 (单位: 亿元)         | 18 |
| 图表 28. 卷烟销量维持稳定 (单位: 亿包)          | 18 |
| 图表 29. 乳制品产量稳中有升 (单位: 万吨)         | 18 |
| 图表 30. 化妆品零售额快速增长 (单位: 亿元)        | 18 |

|   |    |
|---|----|
| 图表 31. 限塑令系列政策由来已久 .....                                  | 19 |
| 图表 32. 2020 年新版限塑令推出 .....                                | 20 |
| 图表 33. 新限塑令后其他政策陆续推出 .....                                | 20 |
| 图表 34. 全国各地积极落实新限塑令相关要求 .....                             | 21 |
| 图表 35. 2020 年各品类外卖订单占比 (单位: 亿元) .....                     | 22 |
| 图表 36. 外卖塑料包装盒替换催生长白卡纸需求 (单位: 万吨) .....                   | 22 |
| 图表 37. 塑料袋替换催生长白卡纸需求 (单位: 万吨) .....                       | 23 |
| 图表 38. 近两年白板纸产量、消费量相较之前有较大幅下滑 (单位: 万吨) .....              | 23 |
| 图表 39. 白卡纸行业规模稳中有升 (单位: 万吨) .....                         | 24 |
| 图表 40. 白卡纸 CR5 呈现提升趋势 (单位: 万吨) .....                      | 24 |
| 图表 41. 白卡纸将迎来密集投放 (单位: 万吨) .....                          | 25 |
| 图表 42. 公司收入规模保持稳健增长 (单位: 亿元) .....                        | 26 |
| 图表 43. APP (中国) 股权结构集中稳定 .....                            | 26 |
| 图表 44. 公司构建多纸种产品矩阵匹配不同需求 .....                            | 27 |
| 图表 45. 收购博汇纸业后工业用纸占比大幅提升 (单位: 亿元) .....                   | 27 |
| 图表 46. 收购博汇纸业后公司工业用纸业务规模大幅提升 .....                        | 28 |
| 图表 47. 公司从江浙开始布局, 逐步拓展至沿海各省市 .....                        | 29 |
| 图表 48. 公司收入规模保持稳健增长 (单位: 亿元) .....                        | 30 |
| 图表 49. 公司近期进行多次提价 .....                                   | 30 |
| 图表 50. 我国纸浆来源以进口为主 (单位: 万吨) .....                         | 31 |
| 图表 51. 纸浆价格呈上升趋势 (单位: 元/吨) .....                          | 31 |
| 图表 52. 欧洲木浆港口库存近期呈现下降趋势 (单位: 万吨) .....                    | 32 |
| 图表 53. 白卡纸价格处于上升通道 (单位: 元/吨) .....                        | 32 |
| 图表 54. 2020 下半年开始公司白卡纸出厂价格随着跟随木浆价格上涨 (单位: 元/吨) .....      | 33 |
| 图表 55. 当行业景气度提升时, 公司白纸板单吨毛利亦大幅提升 (单位: 元) .....            | 33 |
| 图表 56. 公司的盈利水平在周期上行阶段有较大幅提升 (单位: 元) .....                 | 33 |
| 图表 57. 白纸板产能利用率在较高水平 .....                                | 34 |
| 图表 58. 公司纸产量稳健增长 (单位: 万吨) .....                           | 34 |
| 图表 59. 2005-2008 年中国经济处于高速增长阶段, 造纸下游行业快速发展 (单位: 万吨) ..... | 35 |
| 图表 60. 白卡纸行业产能 (单位: 万吨) .....                             | 35 |
| 图表 61. 公司白纸板单吨毛利跟随周期波动 (单位: 万吨) .....                     | 36 |
| 图表 62. 公司 PB 走势与行业周期吻合 .....                              | 36 |
| 图表 63. 公司收入拆分表 (单位: 亿元) .....                             | 37 |

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图表 64. 公司盈利预测的主要假设.....         | 37 |
| 图表 65. 公司 PE 估值表 (单位: 亿元) ..... | 38 |
| 损益表(人民币 百万).....                | 40 |
| 资产负债表(人民币 百万).....              | 40 |
| 现金流量表 (人民币 百万).....             | 40 |
| 主要比率 (%).....                   | 40 |

## 1.白纸板龙头稳步发展

### 1.1 白纸板龙头多维度拓展

公司为白纸板行业龙头。公司创立于1994年，专注于浆纸一体化的研发、生产和销售，公司为白纸板行业龙头，主营产品为白纸板、瓦楞纸、箱板纸、石膏护面纸等，2021年机制纸产销量超310万吨。2021年公司实现销售收入162.8亿元，同比增长16.4%，净利润17.1亿元，同比增长104.5%，近两年净利润呈现快速增长态势。公司现有机制纸产能330万吨，浆产能80万吨。

图表1. 公司近两年收入与净利润快速增长 (单位: 亿元)

|                | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入           | 89.5   | 83.4   | 97.4   | 139.8  | 162.8  |
| <sup>yoY</sup> | 14.9%  | -6.9%  | 16.8%  | 43.6%  | 16.4%  |
| 净利润            | 8.6    | 2.6    | 1.3    | 8.3    | 17.1   |
| <sup>yoY</sup> | 325.3% | -70.1% | -47.7% | 523.5% | 104.5% |

资料来源：公司公告，中银证券

公司以白纸板为核心产品，其他纸种为辅。公司以白纸板为核心品类，同步发展文化纸、瓦楞纸、箱板纸、石膏护面纸等产品，多纸种产品矩阵降低了单个纸种周期波动带来的影响，并可以满足更多需求。公司白纸板业务包括白卡纸（占比超80%）以及白板纸。2021年，白纸板收入规模为125.1亿元，占比77.2%；文化纸收入规模为15.7亿元，占比9.8%；石膏护面纸收入规模为5.2亿元，占比3.2%；箱板纸收入规模为15.9亿元，占比9.8%；瓦楞纸收入规模为0.1亿元。公司形成多纸种发展趋势，文化纸与箱板纸近年占比逐步提升。

图表 2. 公司构建多纸种产品矩阵匹配不同需求

| 产品    | 产品图示  | 发展概况   |
|-------|---|--|
| 白纸板   |    | 公司以白卡纸为核心产品，同时生产白板纸。2021年收入规模为125.1亿元，占比77.2%，近五年复合增速为15.9%。 |
| 文化纸   |    | 2021年收入规模为15.7亿元，占比9.8%，近五年复合增速为13.72%。                      |
| 石膏护面纸 |    | 2021年收入规模为5.2亿元，占比3.2%，近五年复合增速为5.5%。                         |
| 箱板纸   |   | 2021年收入规模为15.9亿元，占比9.8%，近五年复合增速为31.2%。                       |
| 瓦楞纸   |  | 2021年收入规模为0.1亿元。   |

资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

图表 3. 文化纸与箱板纸近年占比提升 (单位: 亿元)

|       | 2017   | 2018  | 2019   | 2020  | 2021   |
|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
| 白纸板   | 71.1   | 65.2  | 78.8   | 110.1 | 125.1  |
| yoy   | 18.8%  | -8.2% | 20.9%  | 39.7% | 13.6%  |
| 占比    | 79.8%  | 78.6% | 81.4%  | 78.9% | 77.2%  |
| 文化纸   | 5.6    | 6.7   | 6.0    | 9.8   | 15.7   |
| yoy   | -31.8% | 18.1% | -9.5%  | 61.9% | 61.1%  |
| 占比    | 6.3%   | 8.0%  | 6.2%   | 7.0%  | 9.8%   |
| 石膏护面纸 | 5.1    | 5.3   | 4.5    | 5.7   | 5.2    |
| yoy   | 27.1%  | 3.7%  | -14.7% | 27.0% | -8.4%  |
| 占比    | 5.7%   | 6.3%  | 4.6%   | 4.1%  | 3.2%   |
| 箱板纸   | 5.2    | 4.7   | 6.8    | 13.1  | 15.9   |
| yoy   | 27.6%  | -9.3% | 43.4%  | 93.8% | 20.9%  |
| 占比    | 5.8%   | 5.7%  | 7.0%   | 9.4%  | 9.8%   |
| 瓦楞纸   | -      | 1.0   | 0.7    | 0.8   | 0.1    |
| yoy   | -      | -     | -27.9% | 9.5%  | -86.5% |
| 占比    | -      | 1.2%  | 0.7%   | 0.6%  | 0.1%   |

资料来源: 公司公告, 中银证券

**白卡纸为木浆系产品, 下游主要需求为消费品包装。**白纸板分为白卡纸与白板纸, 其中白卡纸主要原料为木浆, 白板纸主要原料为废纸浆, 受禁废令影响, 公司进行创新研发, 生产销售木浆系白板纸产品, 主要作用为替代白板纸。白卡纸是完全用漂白化学制浆制造并充分施胶的单层或多层结合的纸, 适用于印刷和产品的包装, 一吨白卡纸约消耗 0.7-0.8 吨木浆。白卡纸具有质量高、韧性好等特点, 广泛运用于大众消费品的包装, 包括药品包装 (约占 28%) , 卷烟包装 (约占 11%) , 食饮包装 (约占 11%) 等。随着我国消费行业稳步发展, 白卡纸有较好发展前景。

图表 4. 白卡纸下游应用以消费品包装为主

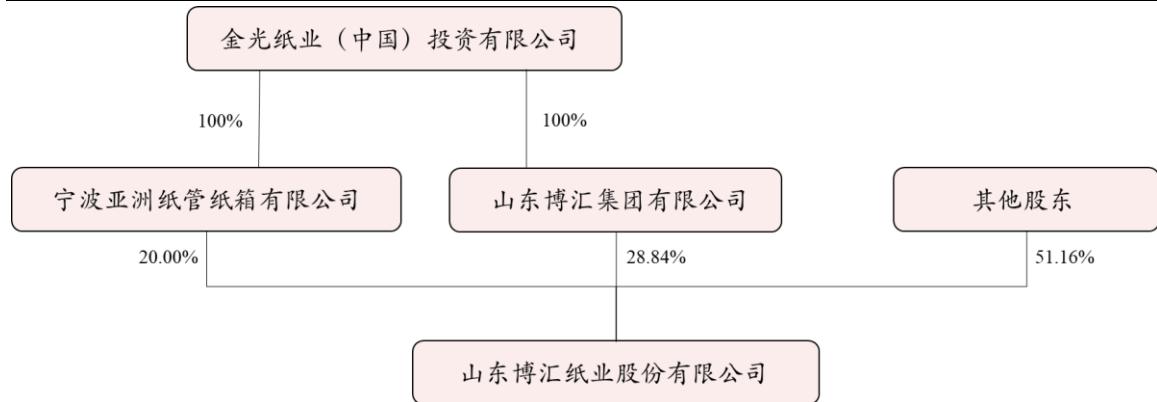
| 下游行业   | 产品图示  | 占比情况                                |
|--------|---|-------------------------------------|
| 药品包装   |    | 药品包装白卡纸消耗量占比约为 28%，其中以西药包装为主。       |
| 卷烟包装   |    | 卷烟包装白卡纸消耗量占比约为 11%。                 |
| 饮食包装   |    | 饮食包装白卡纸消耗量占比约为 11%。                 |
| 高档包装   |   | 高档包装白卡纸消耗量占比约为 8%，主要以化妆品、奢侈品等包装为主。  |
| 餐饮服务   |  | 餐饮服务包装白卡纸消耗量占比约为 8%。                |
| 乳制品    |  | 乳制品包装白卡纸消耗量占比约为 7%。                 |
| 贺卡台历年历 |  | 贺卡台历年历包装白卡纸消耗量占比约为 6%。              |
| 名片     |  | 名片包装白卡纸消耗量占比约为 6%。                  |
| 其他     |  | 其他用途白卡纸消耗量占比约为 11%，包括扑克牌、服装等购物硬纸盒等。 |

资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

## 1.2 股权结构集中，管理层经验丰富

金光纸业为大股东，股权结构集中。博汇纸业创始人杨延良出生于1948年，于1994年成立公司，经过持续经营公司规模逐渐壮大。金光纸业（APP）旗下子公司宁波亚洲纸管纸箱有限公司自2019年4月开始，经过数次举牌累计持有博汇纸业20%的股份。此外，金光纸业（APP）于2020年10月完成对山东博汇集团的收购，总计持有公司48.84%的股份，股权结构集中。

图表 5. 金光纸业（APP）为大股东，股权结构集中



资料来源：万得，公司公告，中银证券

公司高管拥有丰富行业经验。金光纸业成为公司大股东后，公司管理层迎来更新。董事长龚神佑先生2009年起即担任金光纸业（中国）投资公司投资总监，总经理林新阳先生历任玖龙纸业（东莞）有限公司总经理，金光纸业（中国）投资有限公司总裁特别助理，金华盛纸业（苏州工业园区）有限公司总经理，现任山东省造纸协会副会长，管理层在造纸行业具备丰富的经验及资源。管理层在上任后继续充分发挥公司在规模、技术、设备、产品及管理资源等方面的优势，同时优化组织结构，有望持续提升公司综合实力。

图表 6. 金光纸业骨干赋能，拥有丰富行业经验

| 姓名  | 职务         | 履历   |
|-----|------------|--|
| 龚神佑 | 董事长        | 2009年1月起，担任金光纸业（中国）投资公司投资总监；2020年10月起任公司董事长。   |
| 林新阳 | 董事、总经理     | 历任玖龙纸业（东莞）有限公司总经理，金光纸业（中国）投资有限公司总裁特别助理，金华盛纸业（苏州工业园区）有限公司总经理。现任山东省造纸协会副会长，山东淄博企业联合会，企业家协会副主席。2020年10月起任公司总经理。                   |
| 卢永强 | 副总经理       | 1995年至2010年就职于宁波中华纸业有限公司，2011年至2018年任宁波亚洲浆纸业有限公司生产总监，2019年至2020年3月任宁波中华纸业有限公司副总经理，2020年3月起任江苏博汇纸业股份有限公司总经理助理。2020年10月起任公司副总经理。 |
| 卫永清 | 副总经理，董事会秘书 | 历任普华永道中天会计师事务所高级审计师，花旗环球金融亚洲有限公司证券分析师，Caledonia对冲基金投资经理，2017年起担任金光纸业（中国）投资有限公司投资总监，负责证券投资事务。2020年10月起任公司副总经理，董事会秘书。            |
| 周雪林 | 副总经理       | 曾任亚太森博（山东）有限公司纸板运营总经理/总监，广西金桂浆纸业有限公司技术总监，宁波亚洲浆纸业有限公司技术总监，2021年1月起担任山东博汇纸业股份有限公司技术部负责人，2021年12月起任公司副总经理。                        |
| 于洋  | 董事、财务总监    | 现任宁波中华纸业有限公司董事及财务总监，宁波亚洲浆纸业有限公司副董事长及财务总监。2020年10月起任公司财务总监。   |

资料来源：公司公告，中银证券

## 1.3 整合后龙头效应扩大，公司发展步入新阶段

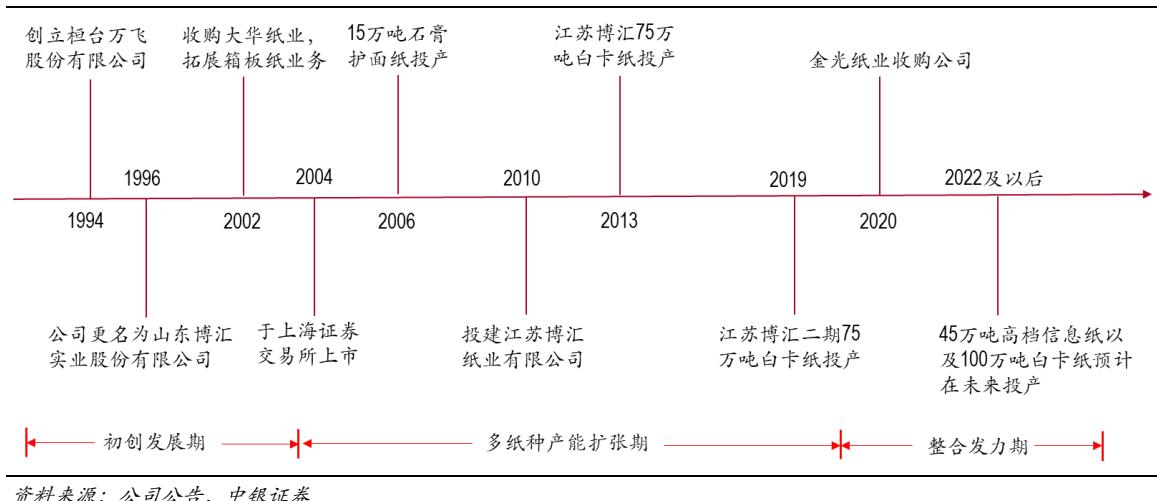
博汇纸业二十多年的发展主要可以分为初创发展期，多纸种产能扩张期和整合发力期。

**第一阶段（1994-2003）初创发展期：**公司创立于1994年，名称为桓台万飞股份有限公司，主营业务为生产和销售霓虹灯、配电箱和日光灯架等产品。在1996年完成对淄博博汇实业有限公司的定向增资后主营业务变为生产和销售各类文化纸，并于同年更名为山东博汇实业股份有限公司。公司以文化纸为主要产品，在发展初期拥有文化纸产能15万吨。为丰富产品种类，平缓单个产品周期波动，公司于2002年8月收购大华纸业，大华纸业拥有13万吨包装纸产能，公司以此确立了多品种共同发展的战略。期间受益于全国在校学生数的提升，文化纸需求上行，公司收入规模快速增长，2003年公司实现收入9.6亿元，2001-2003年复合增速为41.7%。

**第二阶段（2004-2019）多纸种产能扩张期：**为进一步扩大产能，提升综合实力，2004年公司于上海证券交易所上市，募集资金扩建产能，并加大白纸板产能建设投入，确立以白纸板为核心产品。2010年公司投建江苏博汇纸业有限公司，构建多元产能布局。截至2019年末，公司共有机制纸产能330万吨，其中白纸板产能215万吨，文化纸与瓦楞纸合计50万吨，石膏护面纸15万吨，箱板纸50万吨，瓦楞纸50万吨。期间受益于下游药品、烟草等行业快速发展，公司收入规模稳健增长，2019年公司收入规模达97.4亿元，其中白纸板收入78.8亿元，占比81.4%。

**第三阶段（2020至今）整合发力期：**2020年10月金光纸业（APP）完成了对公司的收购，金光集团为世界最大制浆造纸企业之一，在收购博汇纸业后中国区总产能超1500万吨，龙头效应进一步扩大。同时管理层在保持公司原有经营优势前提下进行组织结构优化，进一步提升经营效率，综合来看公司步入发展新阶段。2021年公司实现收入162.8亿元，同比增长16.4%，净利润17.1亿元，同比增长104.5%，净利率有较大幅提升。

图表7. 整合后龙头效应扩大，公司发展步入新阶段



资料来源：公司公告，中银证券

## 1.4 产能持续扩张，同步发展浆产能降低成本

**公司造纸产能稳步扩张。**公司产能基地位于山东淄博与江苏盐城，公司自成立以来积极扩建产能实现快速发展。截止2021年末，公司共有纸产能330万吨，其中白纸板产能215万吨，文化纸和瓦楞纸产能总计50万吨，石膏护面纸产能15万吨，箱板纸产能50万吨。此外，公司于2019年投资17.2亿元建设年产45万吨高档信息用纸项目，目前仍处于在建状态。同时公司于2021年2月拟用38.3亿元在江苏盐城投建三期年产100万吨高档包装纸板及其配套项目，为后续白纸板稳健增长进一步提供增量，公司机制纸产能保持稳步扩张态势。

**公司同步拓展浆产能降低成本。**为顺应行业浆纸一体化趋势，降低生产成本，公司持续拓建纸浆产能降低生产成本。截至2021年末，公司浆设计产能约80万吨，化机浆自给率超90%。

图表 8. 公司拥有较大规模浆纸产能 (单位: 万吨)

|              | 山东淄博       | 江苏盐城       | 总计         |
|--------------|------------|------------|------------|
| 白纸板          | 65         | 150        | 215        |
| 文化纸/瓦楞纸      | 50         |            | 50         |
| 石膏护面纸        | 15         |            | 15         |
| 箱板纸          | 50         |            | 65         |
| <b>纸产能合计</b> | <b>180</b> | <b>150</b> | <b>330</b> |
| 纸浆           | 20         | 60         | 80         |
| <b>纸产能合计</b> | <b>20</b>  | <b>60</b>  | <b>80</b>  |

资料来源: 公司公告, 卓创资讯, 中银证券

## 1.5 原材料成本占比较大, 能源价格高位运行

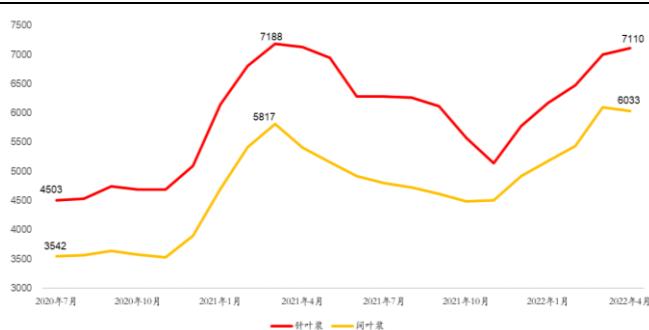
原材料占比较大。公司营业成本组成部分主要有原材料、折旧、人工成本、能源等, 其中原材料是成本的主要成分, 公司主要原材料为针叶浆、阔叶浆等。2020 年前原材料占比约为 75%, 自 2020 年开始, 会计准则发生变化, 运输费用转至营业成本中, 致使其他制造费用占比大幅提升, 2020 年其他制造费用占比 7.9%, 同比提升 6.3pct。原材料占比下降 6.1pct 至 67.9%。2021 年动力煤等能源成本出现大幅提升, 能源动力成本占比提升 6.1pct 至 23.2%, 运输费用占比亦有小幅提升, 原材料占比进一步下降。综合来看, 在现有营业成本结构下, 公司原材料占比稳定在约 65%。

图表 9. 原材料占比较大 (单位: 亿元)

|                | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>白纸板营业成本</b> | 53.3  | 53.8  | 66.4  | 85.6  | 89.8  |
| 其中: 原材料        | 39.8  | 40.1  | 49.1  | 58.1  | 53.7  |
| 占比             | 74.7% | 74.5% | 74.0% | 67.9% | 59.8% |
| 其中: 累计折旧       | 3.7   | 3.5   | 3.8   | 4.5   | 4.8   |
| 占比             | 6.9%  | 6.5%  | 5.8%  | 5.3%  | 5.3%  |
| 其中: 人工成本       | 0.8   | 0.9   | 1.5   | 1.5   | 2.2   |
| 占比             | 1.4%  | 1.7%  | 2.2%  | 1.7%  | 2.4%  |
| 其中: 能源动力       | 7.7   | 7.9   | 10.9  | 14.6  | 20.9  |
| 占比             | 14.5% | 14.7% | 16.4% | 17.1% | 23.2% |
| 其中: 其他制造费用     | 1.4   | 1.4   | 1.1   | 6.8   | 8.3   |
| 占比             | 2.6%  | 2.5%  | 1.6%  | 7.9%  | 9.2%  |

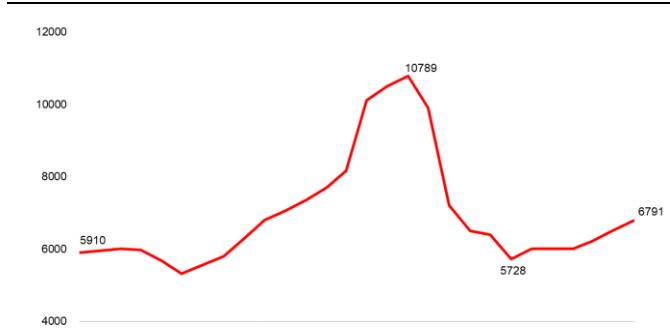
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 10. 木浆价格处于高位 (单位: 元/吨)



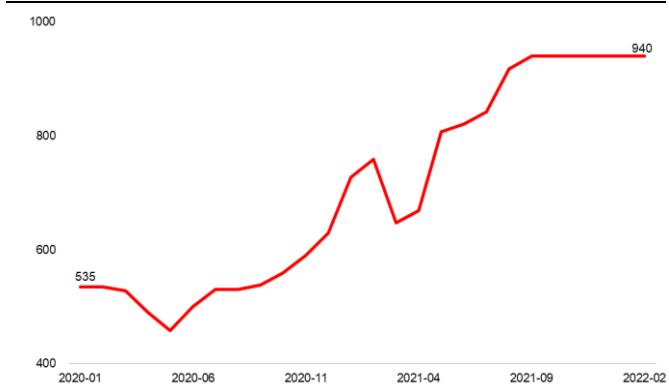
资料来源: 卓创资讯, 中银证券

图表 11. 公司白卡纸出厂价企稳回升 (单位: 元/吨)



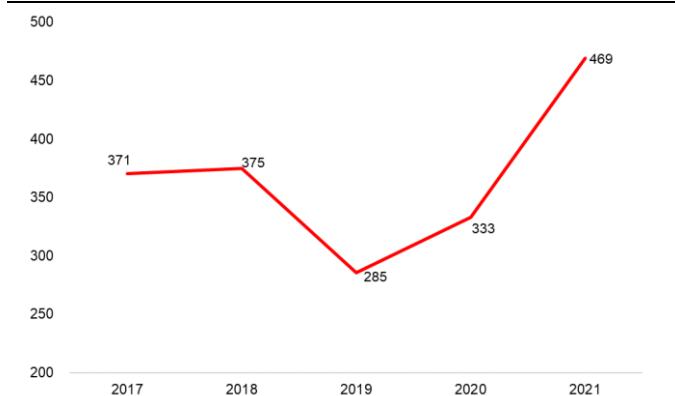
资料来源: 卓创资讯, 中银证券

图表 12. 山东动力煤价格 (单位: 元/吨)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 2021 年江苏电价显著上升 (单位: 元/兆瓦时)



资料来源: 万得, 中银证券

## 1.6 多纸种共驱收入增长, 静待盈利水平回升

### 1.6.1 多纸种共同发力, 收入稳健增长

公司收入稳健增长。2021 年公司实现营业收入 162.8 亿元, 同比增长 16.4%。2017-2018 年公司销售收入整体保持平稳, 主要系下游需求相对疲弱, 白纸板价格在供给侧改革后呈现冲高回落态势。2019 年公司收入稳健增长, 主要系白纸板新增产能投产, 开工率上升, 2019 年公司白纸板销量为 175.9 万吨, 同比增长 31.3%。2020-2021 年公司收入迎来大幅提升, 主要系公司在 2018 年与 2019 年投产的 150 万吨白纸板产能爬坡, 同时在纸浆价格快速上升的推动下, 白纸板价格大幅上升, 白纸板单吨收入从 2019 年 4481 元提升至 2021 年 5554 元。此外, 在新增产能推动下文化纸与箱板纸销量亦迎来快速增长。综合来看公司收入规模保持快速增长, 随着后续盐城 100 万吨白纸板产能投产, 白纸板产量有望维持增长趋势。

图表 14. 文化纸与箱板纸近年比例提升 (单位: 亿元)

|       | 2017   | 2018  | 2019   | 2020  | 2021   |
|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
| 营业收入  | 89.5   | 83.4  | 97.4   | 139.8 | 162.8  |
| yoY   | 14.9%  | -6.9% | 16.8%  | 43.6% | 16.4%  |
| 白纸板   | 71.1   | 65.2  | 78.8   | 110.1 | 125.1  |
| yoY   | 18.8%  | -8.2% | 20.9%  | 39.7% | 13.6%  |
| 占比    | 79.8%  | 78.6% | 81.4%  | 78.9% | 77.2%  |
| 文化纸   | 5.6    | 6.7   | 6.0    | 9.8   | 15.7   |
| yoY   | -31.8% | 18.1% | -9.5%  | 61.9% | 61.1%  |
| 占比    | 6.3%   | 8.0%  | 6.2%   | 7.0%  | 9.8%   |
| 石膏护面纸 | 5.1    | 5.3   | 4.5    | 5.7   | 5.2    |
| yoY   | 27.1%  | 3.7%  | -14.7% | 27.0% | -8.4%  |
| 占比    | 5.7%   | 6.3%  | 4.6%   | 4.1%  | 3.2%   |
| 箱板纸   | 5.2    | 4.7   | 6.8    | 13.1  | 15.9   |
| yoY   | 27.6%  | -9.3% | 43.4%  | 93.8% | 20.9%  |
| 占比    | 5.8%   | 5.7%  | 7.0%   | 9.4%  | 9.8%   |
| 瓦楞纸   | -      | 1.0   | 0.7    | 0.8   | 0.1    |
| yoY   | -      | -     | -27.9% | 9.5%  | -86.5% |
| 占比    | -      | 1.2%  | 0.7%   | 0.6%  | 0.1%   |

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 15. 公司主要纸产品销量稳健提升 (单位: 万吨)

|       | 2017   | 2018   | 2019   | 2020  | 2021   |
|-------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 白纸板   | 139.0  | 134.0  | 175.9  | 227.0 | 225.2  |
| yoY   | -5.6%  | -3.6%  | 31.3%  | 29.0% | -0.8%  |
| 文化纸   | 11.2   | 11.5   | 12.3   | 22.5  | 33.2   |
| yoY   | -43.1% | 1.9%   | 7.4%   | 83.2% | 47.4%  |
| 石膏护面纸 | 13.7   | 12.2   | 12.0   | 17.0  | 12.2   |
| yoY   | -0.3%  | -11.3% | -1.4%  | 41.9% | -28.2% |
| 箱板纸   | 14.6   | 11.5   | 24.1   | 41.2  | 43.1   |
| yoY   | -8.1%  | -20.8% | 108.8% | 71.4% | 4.5%   |
| 瓦楞纸   | -      | -      | 2.3    | 3.1   | 0.4    |
| yoY   | -      | -      | -      | 32.5% | -87.7% |

资料来源: 公司公告, 中银证券

### 1.6.2 短期盈利承压, 期待后续盈利水平持续恢复

近两年毛利率大幅提升。公司 2017-2019 年毛利率有所下滑, 主要系供给端行业内白纸板产能集中投放以及经济下行压力带来的需求端疲弱共同导致白卡纸价格下降, 期间白纸板单吨收入从 2017 年 5112 元下降至 2019 年 4481 元, 公司盈利承压。近两年公司毛利率呈现较大幅度改善, 2021 年毛利率为 22.9%, 同比提升 5.8pct, 主要系从 2020 年下半年开始受上游原材料价格大幅上升、下游需求回暖影响, 白纸板价格大幅上升。同时, 在纸浆价格上升背景下公司浆纸一体化优势显现, 较好地控制了成本。2021 年白纸板单吨收入为 5554 元, 同比增长 14.5%, 单吨成本为 3988 元, 同比增长 5.8%。单吨毛利为 1566 元, 同比增长 45.1%。

**2022Q1 毛利率环比改善, 待需求进一步回暖产品盈利有望回升。**2021Q4 公司毛利率为 3.5%, 同比下降 11.2pct, 环比下降 18.3pct, 盈利承压, 主要系市场需求疲弱以及煤炭等能源价格提升幅度较大。2022Q1 公司毛利率为 14.9%, 同比下降 18.5pct, 环比提升 11.4pct, 盈利拐点显现, 主要系公司 2022Q1 白卡纸平均出厂价环比 2021Q4 提升 2.5%, 且较好地控制了成本。展望未来, 在纸浆价格持续上升背景下, 白纸板价格仍处于上升通道, 公司保持了良好地原材料储备, 成本控制情况良好, 未来毛利率有望进一步回升。

图表 16. 白纸板回暖拉动公司毛利率提升

|          | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 公司整体毛利率  | 24.0% | 16.0% | 14.6% | 17.1% | 22.9% |
| 白纸板毛利率   | 25.1% | 17.6% | 15.8% | 22.3% | 28.2% |
| 文化纸毛利率   | 19.0% | 13.7% | 11.3% | -1.8% | 4.8%  |
| 石膏护面纸毛利率 | 23.7% | 15.1% | 9.7%  | -1.9% | 7.9%  |
| 箱板纸毛利率   | 17.1% | 0.5%  | 5.2%  | -3.3% | 3.1%  |
| 瓦楞纸毛利率   | -     | 5.3%  | 12.1% | -8.4% | -6.9% |

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 17. 2022Q1 毛利率环比有所改善

|         | 2021Q1  | 2021Q2  | 2021Q3 | 2021Q4   | 2022Q1   |
|---------|---------|---------|--------|----------|----------|
| 公司整体毛利率 | 33.4%   | 34.6%   | 21.8%  | 3.5%     | 14.9%    |
| yoY     | 11.8pct | 20.5pct | 2.4pct | -11.2pct | -18.5pct |

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 18. 近两年公司单吨毛利大幅提升 (单位: 元)

|         | 2017   | 2018   | 2019   | 2020  | 2021  |
|---------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 白纸板单吨收入 | 5113   | 4866   | 4481   | 4850  | 5554  |
| yoY     | 25.9%  | -4.8%  | -7.9%  | 8.3%  | 14.5% |
| 白纸板单吨成本 | 3832   | 4012   | 3772   | 3771  | 3988  |
| yoY     | 10.3%  | 4.7%   | -6.0%  | -0.0% | 5.8%  |
| 白纸板单吨毛利 | 1281   | 854    | 708    | 1080  | 1566  |
| yoY     | 118.5% | -33.3% | -17.1% | 52.4% | 45.1% |

资料来源: 公司公告, 中银证券

**加大研发与管理投入, 总费用率整体稳定。**公司销售费用率保持稳定, 2020 年下降幅度较大主要系会计准则变化, 运费转到营业成本中统计。2021 年公司管理及研发费用率有所上升, 主要系公司为维持扩张节奏增加了员工薪酬支出与加大研发投入。2021 年财务费用率为 1.0%, 同比降低 3.1pct, 主要系借款费用下降以及汇兑收益增加。

图表 19. 公司费用率整体稳定

|       | 2017  | 2018  | 2019  | 2020 | 2021 |
|-------|-------|-------|-------|------|------|
| 销售费用率 | 5.2%  | 4.0%  | 4.1%  | 0.3% | 0.4% |
| 管理费用率 | 1.6%  | 2.0%  | 2.8%  | 2.6% | 3.3% |
| 研发费用率 | 0.0%  | 0.1%  | 0.1%  | 2.0% | 3.4% |
| 财务费用率 | 3.7%  | 5.6%  | 5.3%  | 4.1% | 1.0% |
| 总费用率  | 10.5% | 11.6% | 12.3% | 9.0% | 8.2% |

资料来源: 公司公告, 中银证券

**在 2022Q1 毛利率企稳回升作用下净利率环比修复。**受下游需求复苏, 白纸板价格上涨推动, 2021 年公司实现净利润 17.1 亿元, 同比增长 104.5%。2017 年公司净利率达到相对高点, 主要系 2016 年供给侧改革带来供应结构变化以及原材料、运费、能源等成本上行推动白纸板价格高企。2017-2019 年行业新增产能释放叠加需求趋缓, 公司净利率受毛利率影响有所下降。2020 年疫情后行业下游需求快速回升, 叠加纸浆上涨带动白纸板价格快速上升, 2020 年净利率为 6.0%, 同比提升 4.6pct。

2021 年 H1 白纸板价格延续了 2020 年下半年的上升趋势, 全年净利率为 10.5%, 同比提升 4.5pct。但是随着 2021 下半年白纸板价格冲顶回落, 公司盈利水平有所下降。2022Q1 公司净利率为 4.4%, 同比下降 15.6pct, 环比提升 9.3pct, 主要系白纸板价格企稳回升, 未来有较大修复空间。公司资本结构稳定, ROE 亦保持提升趋势, 2021 年为 25.6%, 同比提升 10.9pct。

图表 20. 公司盈利能力环比有所恢复 (单位: 亿元)

|      | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2021Q4           | 2022Q1          |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|------------------|-----------------|
| 净利润  | 8.6    | 2.6    | 1.3    | 8.3    | 17.1   | -2.1             | 1.8             |
| yoY  | 325.3% | -70.1% | -47.7% | 523.5% | 104.5% | -168.8%          | -77.7%          |
| 净利润率 | 9.8%   | 3.1%   | 1.4%   | 6.0%   | 10.5%  | -4.9% (-11.5pct) | 4.4% (-15.6pct) |

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 21. 公司 ROE 有较大幅度的提升

|     | 2017  | 2018 | 2019 | 2020  | 2021  |
|-----|-------|------|------|-------|-------|
| ROE | 18.8% | 5.1% | 2.6% | 14.7% | 25.6% |

资料来源: 公司公告, 中银证券

### 1.6.3 资产负债率改善，运营效率提升

资产负债率逐步改善，运营效率稳步提升。2021年末公司资产负债率为63.5%，下降主因公司偿还部分长期借款，近四年看资产负债率逐步改善。从库存情况看，近两年公司存货周转天数相较之前有明显改善。2021年原材料周转天数同比提升约9天，主因公司加大了原材料储备力度。

2021年应收账款周转天数为14天，同比减少约7天，呈现改善趋势，反映出公司加强了应收账款管理。近三年看，预付账款周转天数上升，反映出公司加大原材料储备力度以应对上游木浆等价格上涨带来的冲击。公司应付账款周转天数总体稳定。综合来看，公司近两年加大了原材料储备力度，运营效率整体保持稳健提升。

图表 22. 近两年资产负债率逐步改善

|       | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 62.8% | 72.2% | 72.8% | 68.7% | 63.5% |

资料来源：公司公告，中银证券

图表 23. 公司加大原材料储备（单位：亿元）

|             | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|-------------|------|------|------|------|------|
| 存货          | 16.2 | 17.1 | 13.2 | 15.0 | 20.9 |
| 存货周转天数（天）   | 74.9 | 85.5 | 65.6 | 43.9 | 51.6 |
| 其中：库存商品     | 8.7  | 7.7  | 6.4  | 5.0  | 6.7  |
| 库存商品周转天数（天） | 38.0 | 42.2 | 30.6 | 17.8 | 16.9 |
| 其中：原材料      | 7.5  | 9.5  | 6.8  | 10.1 | 14.4 |
| 原材料周转天数（天）  | 36.8 | 43.7 | 35.3 | 26.3 | 35.1 |

资料来源：公司公告，中银证券

图表 24. 应收账款周转改善，预付账款有所提升（单位：天）

|          | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|----------|------|------|------|------|------|
| 应收账款周转天数 | 35.1 | 40.3 | 36.6 | 21.1 | 14.0 |
| 预付款项周转天数 | 9.0  | 9.1  | 7.9  | 9.5  | 11.4 |
| 应付款项周转天数 | 47.2 | 62.4 | 69.0 | 59.1 | 61.9 |

资料来源：公司公告，中银证券

## 2. 白纸板：供给侧集中，需求稳健增长

### 2.1 白纸板：行业规模稳健增长

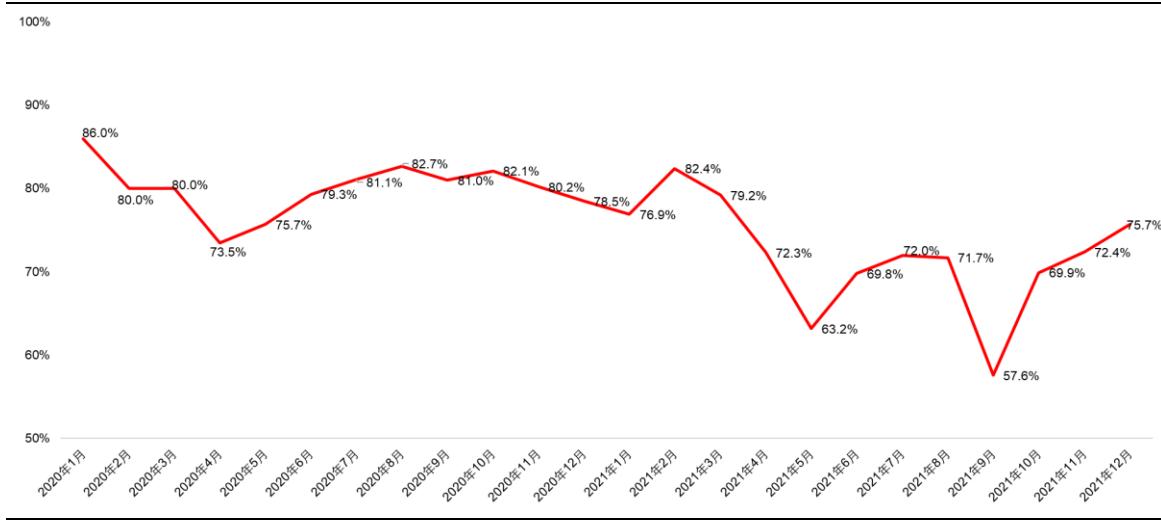
白纸板供需量较为平衡且保持稳健增长态势。公司以白纸板为主要业务，白纸板产品包括白卡纸和白板纸，其中白卡纸比重超 80%。2021 年白卡纸行业产量为 866.3 万吨，同比减少-7.1%，主要系 2021 下半年疫情反复、限电限产等影响，开工率有所下滑，四年 CAGR 为 1.8%。2021 年白卡纸消费量为 879.0 万吨，四年 CAGR 为 2.7%，在下游消费品稳健发展叠加限塑令等政策的推动下保持稳健增长。从进出口情况看，我国白卡纸消费基本均为国产，且出口依赖度亦在较低水平，2021 年出口量占产量比例为 4.6%。从库存上看，由于存在 45.0 万吨供给缺口，2021 年末我国白卡纸社会库存量为 92.5 万吨，同比下降-33.0%。整体来看，白卡纸整体供需平衡且保持稳健增长态势。

图表 25. 白卡纸行业规模稳中有升（单位：万吨）

|         | 2017  | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   |
|---------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 产量      | 805.1 | 817.7  | 904.2  | 932.6  | 866.3  |
| yoY     | -     | 1.6%   | 10.6%  | 3.1%   | -7.1%  |
| 出口量     | 53.2  | 43.4   | 51.5   | 36.2   | 39.6   |
| yoY     | -     | -18.5% | 18.8%  | -29.8% | 9.5%   |
| 消费量     | 789.0 | 781.4  | 867.5  | 843.0  | 879.0  |
| yoY     | -     | -1.0%  | 11.0%  | -2.8%  | 4.3%   |
| 进口量     | 7.1   | 7.1    | 4.8    | 4.2    | 7.3    |
| yoY     | -     | 0.3%   | -32.3% | -11.9% | 73.6%  |
| 供给缺口    | 30.1  | 0.0    | 10.0   | -57.7  | 45.0   |
| 期末社会库存量 | 90.0  | 90.0   | 80.0   | 138.0  | 92.5   |
| yoY     | -     | 0.0%   | -11.1% | 72.5%  | -33.0% |

资料来源：海关总署，卓创资讯，中银证券

图表 26. 2021 年下半年白卡纸开工率有所下降



资料来源：卓创资讯，中银证券

## 2.2 需求端：下游行业稳健发展，短期波动不改长期景气

### 2.2.1 下游需求稳健增长

白卡纸下游主要行业景气度较高，需求稳健增长。白卡纸下游主要包括药品包装（约占 28%，以西药包装为主），卷烟包装（约占 11%），餐饮包装（约占 11%），餐饮服务（约占 8%）以及化妆品等高档包装（约占 8%）等。下游行业需求大多较为刚性或受益于消费升级等因素影响拥有较好景气度，从历史数据看，西药、乳制品、化妆品等行业均保持稳健发展，销量逐步提升，卷烟销量亦维持稳定。从未来看，我国 60 岁以上老年人口占比预计进一步提升，西药及其他药品需求有较大支撑。在人均消费水平提升的背景下，白卡纸包装的高档食品及乳制品消费比例有望保持稳健增长，化妆品行业预计维持高景气发展，我们预计下游行业稳健发展将带动白卡纸消费量提升。

图表 27. 西药零售额稳健增长（单位：亿元）

|     | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016 | 2017  | 2018 | 2019 | 2020 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|------|------|------|
| 零售额 | 2536  | 3368  | 4180  | 4878  | 5568  | 5942 | 6656  | 7074 | 7427 | 7798 |
| yoY | 17.3% | 32.8% | 24.1% | 16.7% | 14.1% | 6.7% | 12.0% | 6.3% | 5.0% | 5.0% |

资料来源：国家统计局，中银证券

图表 28. 卷烟销量维持稳定（单位：亿包）

|     | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销量  | 1203.1 | 1230.8 | 1245.3 | 1274.8 | 1244.8 | 1175.3 | 1172.0 | 1184.4 | 1181.5 | 1195.6 | 1197.9 |
| yoY | 3.9%   | 2.3%   | 1.2%   | 2.4%   | -2.4%  | -5.6%  | -0.3%  | 1.1%   | -0.2%  | 1.2%   | 0.2%   |

资料来源：Euromonitor，中银证券

图表 29. 乳制品产量稳中有升（单位：万吨）

|     | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 产量  | 2387.5 | 2545.2 | 2698.0 | 2651.8 | 2782.5 | 2993.2 | 2935.0 | 2687.1 | 2719.4 | 2780.4 | 3031.7 |
| yoY | 10.6%  | 6.6%   | 6.0%   | -1.7%  | 4.9%   | 7.6%   | -1.9%  | -8.4%  | 1.2%   | 2.2%   | 9.0%   |

资料来源：万得，中银证券

图表 30. 化妆品零售额快速增长（单位：亿元）

|     | 2011  | 2012 | 2013  | 2014  | 2015  | 2016 | 2017  | 2018 | 2019  | 2020  | 2021  |
|-----|-------|------|-------|-------|-------|------|-------|------|-------|-------|-------|
| 零售额 | 1102  | 1115 | 1353  | 1531  | 1721  | 1861 | 2171  | 2219 | 2522  | 2996  | 3410  |
| yoY | 24.0% | 1.2% | 21.4% | 13.2% | 12.4% | 8.1% | 16.7% | 2.2% | 13.7% | 18.8% | 13.8% |

资料来源：国家统计局，中银证券

### 2.2.2 限塑令系列政策推行提升白卡纸替代需求

限塑令系列政策由来已久。从 1999 年开始，我国推出有关限塑的系列政策，针对塑料的厚度、使用场景、生产处理标准等方面作出规范，起到了较好效果。根据国家发改委等 9 部门在 2013 联合发布的《关于深化限制生产销售使用塑料购物袋实施工作的通知》，自 2008 年正式实施“限塑令”以来 5 年内超市、商场的塑料购物袋使用量普遍减少了 2/3 以上，全国主要商品零售场所塑料购物袋使用量累计减少 670 亿个，累计减少塑料消耗 100 万吨。超薄塑料袋的使用得到了较好地控制，但是总体来说政策的执行力度、适用场景等方面仍有提升空间。

图表 31. 限塑令系列政策由来已久

| 时间          | 政策   | 主要内容   |
|-------------|--|--|
| 1999 年 1 月  | 国家经贸委发布第六号令  | 2000 年底前全面禁止生产和使用一次性发泡塑料餐具。  |
| 2007 年 12 月 | 《国务院办公厅关于限制生产销售使用塑料购物袋的通知》   | 从 2008 年 6 月 1 日起, 在全国范围内禁止生产、销售、使用厚度小于 0.025 毫米的塑料购物袋(以下简称超薄塑料购物袋)。   |
| 2013 年 4 月  | 国家发改委等 9 部门发布《关于深总结过去 5 年限塑令取得的效果。鼓励各部宣减少使用塑料购化限制生产销售使用塑料购物袋物袋等一次性制品, 要求质检、工商、价格、环保等部门加强实施工作的通知》 | 对企业的监督检查, 对违反规定的行为进行严厉查处。  |
| 2017 年 8 月  | 工信部发布《废塑料综合利用行业规范条件》   | 明确行业新建、已建的三大重点类型企业在废塑料处理能力上的门槛, 资源综合利用及能耗标准  |
| 2018 年 3 月  | 环境保护部办公厅《环境标志产品技术要求塑料包装》   | 对塑料包装制品的原材料和生产过程, 产品降解性能、生物碳含量、印刷、标识等提出了环境保护要求。  |
| 2018 年 4 月  | 国家标准管理委员会《聚乙烯吹塑农用地面覆盖薄膜》   | 将地膜最低厚度从 0.008mm(极限偏差 $\pm 0.003$ mm)提高到 0.010mm(负极限偏差为 0.002mm), 并根据不同地膜厚度修改力学性能指标, 提升产品质量与可回收性。  |
| 2019 年 10 月 | 国家发改委发布《产业结构调整指导目录(2019 年本)》   | 鼓励类生物可降解塑料及其系列产品开发、生产与应用, 农用塑料节水器材和长寿命(三年及以上)功能性农用薄膜的开发、生产。淘汰一次性发泡塑料餐具、一次性塑料棉签(2020 年 12 月 31 日); 含塑料微珠的日化用品(到 2020 年 12 月 31 日禁止生产, 到 2022 年 12 月 31 日禁止销售); 厚度低于 0.025 毫米的超薄型塑料袋、厚度低于 0.01 毫米的聚乙烯农用地膜。 |

资料来源: 国务院, 国家发改委, 生态环境部, 中银证券

**新版限塑令于 2020 年出台。**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》, 相较过去的限塑政策更加细化, 对塑料的生产、流通、消费、回收利用全过程的各个环节都有相应规定。同时新版限塑令目标更细化, 针对 2020、2022 以及 2025 均有详细目标, 并从大城市和省会城市开始逐步延伸至地市级、县级、农贸市场。此外, 新限塑令提到了推广应用替代品, 包括布袋、纸袋等非塑制品和可降解购物袋, 使得整体方案更具有可行性。在此后又有限塑相关政策陆续推出, 全国各省市也纷纷出台相关规定落实新限塑令相关要求, 新版限塑令有望进一步减少塑料用品使用量。

图表 32. 2020 年新版限塑令推出

## 主要目标

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。

## 禁止生产、销售的塑料制品。

禁止生产和销售厚度小于 0.025 毫米的超薄塑料购物袋、0.01 毫米的聚乙烯农用地膜。

禁止以医疗废物为原料制造塑料制品。全面禁止废塑料进口。

到 2020 年底，禁止生产和销售一次性发泡塑料餐具、一次性塑料棉签；禁止生产含塑料微珠的日化产品。到 2022 年底，禁止销售含塑料微珠的日化产品。

## 禁止、限制使用的塑料制品。

**不可降解塑料袋：**到 2020 年底，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，禁止使用不可降解塑料袋，集贸市场规范和限制使用不可降解塑料袋；到 2022 年底，实施范围扩大至全部地级以上城市建成区和沿海地区县城建成区。到 2025 年底，上述区域的集贸市场禁止使用不可降解塑料袋。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：**到 2020 年底，全国范围餐饮行业禁止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，禁止使用不可降解一次性塑料餐具。到 2022 年底，县城建成区、景区景点餐饮堂食服务，禁止使用不可降解一次性塑料餐具。到 2025 年，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：**到 2022 年底，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；到 2025 年底，实施范围扩大至所有宾馆、酒店、民宿。

**快递塑料包装：**到 2022 年底，北京、上海、江苏、浙江、福建、广东等省市的邮政快递网点，先行禁止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。到 2025 年底，全国范围邮政快递网点禁止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。

## 推广应用替代产品和模式

**推广应用替代产品：**在商场、超市、药店、书店等场所，推广使用环保布袋、纸袋等非塑制品和可降解购物袋，鼓励设置自助式、智慧化投放装置，方便群众生活。推广使用生鲜产品可降解包装膜（袋）。建立集贸市场购物袋集中购销制。在餐饮外卖领域推广使用符合性能和食品安全要求的秸秆覆膜餐盒等生物基产品、可降解塑料袋等替代产品。在重点覆膜区域，结合农艺措施规模化推广可降解地膜。

**培育优化新业态新模式：**强化企业绿色管理责任，推行绿色供应链。电商、外卖等平台企业要加强入驻商户管理，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。鼓励企业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。

**增加绿色产品供给：**塑料制品生产企业要严格执行有关法律法规，生产符合相关标准的塑料制品，不得违规添加对人体、环境有害的化学添加剂。推行绿色设计，提升塑料制品的安全性和回收利用性能。积极采用新型绿色环保功能材料，增加使用符合质量控制标准和用途管制要求的再生塑料，加强可循环、易回收、可降解替代材料和产品研发，降低应用成本，有效增加绿色产品供给。

资料来源：国家发改委，中银证券

图表 33. 新限塑令后其他政策陆续推出

| 时间         | 政策                          | 主要内容   |
|------------|-----------------------------|--|
| 2020 年 7 月 | 国家发改委发布《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》  | 加强对禁止生产销售塑料制品的监督检查；加强对零售餐饮等领域禁限塑的监督管理；推进农膜治理；规范塑料废弃物收集和处置；开展塑料垃圾专项清理。                            |
| 2020 年 8 月 | 商务部《关于进一步加强商务领域塑料污染治理工作的通知》 | 各地商务主管部门要聚焦商场、超市、集贸市场、餐饮、住宿、展会、电子商务等重点领域，准确把握不同塑料用品在实施区域、时间节点等具体禁塑限塑要求，认真抓好贯彻落实。                 |
| 2020 年 9 月 | 国家邮政局召开《邮政业塑料污染治理工作推会》      | 北京、上海、江苏、浙江、福建、广东六省（市）邮政快递网点要在 2022 年年底前禁止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，2025 年年底前在全行业实施。 |
| 2021 年 7 月 | 国家发改委印发《“十四五”循环经济发展规划的通知》   | 提出塑料污染全链条治理专项行动，因地制宜、积极稳妥推广循环经济，降解塑料，健全标准体系，提升监测能力，规范应用和处置。                                      |

资料来源：国家发改委，商务部，邮政局，中银证券

图表 34. 全国各地积极落实新限塑令相关要求

| 地区 | 时间       | 政策                                  | 主要内容   |
|----|----------|-------------------------------------|--|
| 北京 | 2020年4月  | 《北京市餐饮服务不得主动提供一次性餐具目录》              | 饭馆餐厅不得主动提供一次性餐具，包括筷子、勺子、刀具、叉子；外卖平台默认“不勾选=不需要”模式  |
| 北京 | 2020年6月  | 《北京市生活垃圾管理条例》                       | 禁止生产、销售超薄塑料袋。超市、商场、集贸市场等商品销售场所不得使用超薄塑料袋，不得免费提供塑料袋。   |
| 北京 | 2020年12月 | 《北京市塑料污染治理行动计划（2020-2025年）》         | 推动六大重点行业的塑料污染治理，明确了部分行业不可降解一次性塑料制品的禁限目标  |
| 北京 | 2021年4月  | 《塑料污染治理行动计划2021年度工作要点》              | 到2022年，本市塑料污染治理政策标准体系初步建立，重点领域塑料污染治理措施全面实施，一次性塑料制品消费量明显减少，替代产品得到推广，充分发挥北京2022年冬奥会和冬残奥会示范引领作用。注重三个“突出”：一是突出建章立制。二是突出完善基础性政策标准体系。三是突出试点探索。   |
| 上海 | 2020年9月  | 《上海市关于进一步加强塑料污染治理的实施方案》             | 2020年底，率先在餐饮、宾馆、酒店、邮政快递等重点领域禁止和限制部分塑料制品的生产、销售和使用，基本实现塑料废弃物零填埋。2021年，全市一次性塑料制品消费量明显减少，替代产品有效推广；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。2022年，全面实现塑料废弃物零填埋。2023年，全市塑料制品生产、流通、消费和回收处置等环节的管理制度基本建立，政府主导、企业主体、全民参与的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，塑料污染得到有效控制。 |
| 广东 | 2020年9月  | 《关于进一步加强塑料污染治理的实施意见》                | 2020年，率先在部分地市、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用。2022年，一次性塑料制品禁限范围进一步扩大，替代产品得到有效推广，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。   |
| 深圳 | 2021年6月  | 《深圳市工业和信息化局关于推动塑料生产领域绿色化发展的通知》      | 引导涉及生产淘汰类塑料制品的企业及时做好生产调整，全面淘汰关停列入“禁塑”名录的塑料制品生产企业。  |
| 深圳 | 2021年9月  | 《深圳经济特区生态环境保护条例》                    | 禁止生产、销售不符合规定的塑料制品。商场、超市、药店、书店、餐厅等经营者和展会活动的主办方、参展方，不得提供不符合规定的塑料制品。宾馆、酒店等场所经营者不得主动提供一次性塑料用品，从事电子商务、快递、外卖等行业的生产经营者应当遵守国家和地方有关禁止、限制使用不可降解塑料包装袋等一次性塑料制品的规定，优先采用可重复使用、易回收利用的包装物，优化物品包装，减少包装物的使用，并按照规定回收利用包装物。  |
| 海南 | 2020年3月  | 《海南省禁止生产销售使用一次性不可降解塑料制品名录》          | 在本经济特区禁止生产、运输、销售、储存、使用一次性不可降解塑料袋、塑料餐具等塑料制品。  |
| 河北 | 2020年3月  | 《关于进一步加强塑料污染治理的实施方案》                | 全省范围禁止生产、销售厚度小于0.025毫米的超薄塑料购物袋，禁止生产、销售厚度小于0.01毫米的聚乙烯农用地膜。禁止以医疗废物为原料制造塑料制品，加强医疗废物无害化处置能力建设。   |
| 吉林 | 2020年3月  | 《关于进一步加强塑料污染治理的实施方案(征求意见稿)》         | 全省范围禁止生产、销售一次性不可降解塑料袋、塑料餐具、厚度小于0.01毫米的聚乙烯农用地膜。禁止以医疗废物为原料制造塑料制品，严禁废塑料进口。  |
| 广西 | 2020年3月  | 《广西壮族自治区进一步加强塑料污染治理工作实施方案（修订征求意见稿）》 | 禁止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。禁止以医疗废物为原料制造塑料制品。  |

资料来源：各省市官网，中银证券

限塑令推行催生长白卡纸替代需求。在新版限塑令禁止和限制使用的塑料制品中，可应用白卡纸替代的使用场景主要是外卖中使用包装盒，以及日常购物时使用的购物袋。

**场景 1：外卖包装盒替代。**我们假设每单外卖为 25 元，平均每单外卖中有两个餐盒，考虑到只有茶饮点心、米饭、烧烤、部分炒菜订单可能产生增量白卡纸替代需求，我们计算可用白卡纸替代的餐盒比例约为 50.8%，计算出 2020 年可替代餐盒数约为 269.9 亿个。我们假设 2021-2025 年可替代餐盒中白卡纸替代率分别为 20%/23%/26%/28%/30%，并假设单个白卡纸餐盒重量约为 30-35 克，计算出 2022-2025 年相较 2021 年新增白卡纸需求分别为 8.7/19.6/31.1/44.4 万吨。

图表 35. 2020 年各品类外卖订单占比（单位：亿元）

|    | 西式快餐  | 粉面类   | 茶饮点心  | 火锅   | 烧烤    | 麻辣烫   | 快餐饭类  |
|----|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| 占比 | 19.1% | 15.1% | 11.3% | 6.5% | 10.2% | 13.4% | 24.5% |

资料来源：艾媒网，中银证券

图表 36. 外卖塑料包装盒替换催生长白卡纸需求（单位：万吨）

|                  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 外卖规模（亿元）         | 2741  | 4250  | 5779  | 6646  | 8117  | 9740  | 11494 | 13333 | 15199 |
| yoY              | 64.8% | 55.1% | 36.0% | 15.0% | 22.1% | 20.0% | 18.0% | 16.0% | 14.0% |
| 平均每单价格（元）        | 25    | 25    | 25    | 25    | 25    | 25    | 25    | 25    | 25    |
| 对应餐盒数（个）         | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 可用白卡纸替代比例        | 50.8% | 50.8% | 50.8% | 50.8% | 50.8% | 50.8% | 50.8% | 50.8% | 50.8% |
| 可替代餐盒数（亿个）       | 111.3 | 172.6 | 234.7 | 269.9 | 329.7 | 395.6 | 466.8 | 541.5 | 617.3 |
| 可替代餐盒中白卡纸替代率     |       |       |       |       | 10%   | 20%   | 23%   | 26%   | 28%   |
| 白卡纸盒个数（亿个）       |       |       |       |       | 27.0  | 65.9  | 91.0  | 121.4 | 151.6 |
| 单个白卡纸盒重量（克）      |       |       |       |       | 30    | 31    | 32    | 33    | 35    |
| 白卡纸总重            |       |       |       |       | 8.1   | 20.4  | 29.1  | 40.1  | 51.6  |
| 相较 2021 年新增白卡纸需求 |       |       |       |       |       | 8.7   | 19.6  | 31.1  | 44.4  |

资料来源：华经产业研究院，艾媒网，中银证券

**场景 2：购物塑料袋替代。**根据中国塑协塑料再生利用专业委员会统计数据，我国每天使用塑料袋约 30 亿个，其中用于买菜的塑料袋约占 1/3。因此我国每年总塑料袋消费量约为 1.1 万亿个，其中非集贸市场塑料袋消费量约 7300 亿个，集贸市场塑料袋消费量约 3600 亿个。根据新版限塑令政策指引，预计 2022-2025 年非集贸市场塑料袋替代比例为 75%，集贸市场塑料袋替代比例为 30%/40%/50%/75%。我们假设 2022-2025 年非集贸市场可用白卡纸替代比例分别为 23%/26%/29%/32%，集贸市场可用白卡纸替代比例为 1%，单个白卡纸盒重量为 30 克，计算出 2022-2025 年相较 2021 年新增白卡纸需求分别为 160/210/261/313 万吨。

根据我们的测算，两个使用场景中 2022-2025 年产生的白卡纸新增替换需求总计相较 2021 年分别提升 168.5/229.9/291.7/357.0 万吨，未来白卡纸有较大替换需求产生，叠加经济增长推动下游消费品行业稳健发展带来的白卡纸新增需求，白卡纸有较大增长潜力。

图表 37. 塑料袋替换催生长白卡纸需求 (单位: 万吨)

|                  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总塑料袋消费量 (亿个)     | 10950 | 10950 | 10950 | 10950 | 10950 |
| 非集贸市场塑料袋消费量 (亿个) | 7300  | 7300  | 7300  | 7300  | 7300  |
| 集贸市场塑料袋消费量 (亿个)  | 3650  | 3650  | 3650  | 3650  | 3650  |
| 非集贸市场塑料袋替代比例     | 50%   | 75%   | 75%   | 75%   | 75%   |
| 集贸市场塑料袋替代比例      | 20%   | 30%   | 40%   | 50%   | 75%   |
| 非集贸市场可用白卡纸替代比例   | 20%   | 23%   | 26%   | 29%   | 32%   |
| 集贸市场可用白卡纸袋替代比例   | 1%    | 1%    | 1%    | 1%    | 1%    |
| 白卡纸盒替代个数 (亿个)    | 737   | 1270  | 1438  | 1606  | 1779  |
| 单个白卡纸重量 (克)      | 30    | 30    | 30    | 30    | 30    |
| 白卡纸新增需求          | 221   | 381   | 431   | 482   | 534   |
| 相较 2021 年新增白卡纸需求 |       | 160   | 210   | 261   | 313   |

资料来源: 中国塑协塑料再生利用专业委员会, 中银证券

### 2.2.3 产能扩张受限加消费升级加速白板纸被替换

近两年白板纸产能与消费量呈现双减趋势。白板纸与白卡纸为白纸板的两个种类, 白卡纸采用木浆制造, 白板纸采用废纸浆制造, 除了在食品包装上必须用原生木浆为材料, 二者在多数包装上均可使用, 有一定的替代作用。白板纸产能与消费量呈现下降趋势, 2021 年白板纸行业产量/消费量/产能分别为 728.0/802.8/1103.4 万吨, 近两年相较之前有较大幅度下降, 产能持续下降主要系环保政策趋严。

如浙江富阳地区, 2017 年 6 月, 杭州市政府发布《杭州市 2017 年大气污染防治实施计划》, 表示 2017 年富阳区要启动江南区块新城建设, 五年内实现江南区块造纸、化工等相关企业全部腾退。2017 年 11 月, 《富阳区江南新城拆除工业企业补偿方案》制定出台, 要求造纸企业须在 2019 年底前完成停产腾空。自 2017 年 11 月开始富阳区累计启动三批落后产能腾退行动, 根据富阳区 2020 年政府工作报告, 行动期间累计关停造纸企业 103 家, 削减造纸产能 800 余万吨, 其中白板纸产能约 400 万吨。相较白板纸, 白卡纸消费量与产能呈现稳健增长态势, 白卡纸替代白板纸趋势显现。

图表 38. 近两年白板纸产量、消费量相较之前有较大幅下滑 (单位: 万吨)

|        | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 白板纸产量  | 876.7  | 892.7  | 909.5  | 723.0  | 728.0  |
| yoY    |        | 1.8%   | 1.9%   | -20.5% | 0.7%   |
| 白板纸消费量 | 987.2  | 966.7  | 975.0  | 797.5  | 802.8  |
| yoY    |        | -2.1%  | 0.9%   | -18.2% | 0.7%   |
| 白板纸产能  | 1350.0 | 1290.0 | 1133.0 | 1086.0 | 1103.4 |
| yoY    |        | -4.4%  | -12.2% | -4.1%  | 1.6%   |
| 白卡纸产量  | 805.1  | 817.7  | 904.2  | 932.6  | 866.3  |
| yoY    | -      | 1.6%   | 10.6%  | 3.1%   | -7.1%  |
| 白卡纸消费量 | 789.0  | 781.4  | 867.5  | 843.0  | 879.0  |
| yoY    | -      | -1.0%  | 11.0%  | -2.8%  | 4.3%   |
| 白卡纸产能  | 1034.0 | 1034.0 | 1092.0 | 1122.0 | 1267.0 |
|        | 2.2%   | 0.0%   | 5.6%   | 2.7%   | 12.9%  |

资料来源: 卓创资讯, 中银证券

产能扩张受限加消费升级趋势加速白板纸替换。2017 年 7 月国务院发布《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》, 规定自 2021 年 1 月 1 日起, 我国禁止以任何方式进口固体废物。外废令的推行使得白板纸上游原材料来源受限, 白板纸产能扩张受限, 预计将加速白卡纸对白板纸的替换。同时, 过去白板纸大量使用主要系白卡纸价格较高, 在消费升级背景下, 白卡纸高挺度、耐破度、平滑度以及高印刷质量等优势有望得到重视, 在食品、药品及日用化学品包装等领域白板纸有望被白卡纸进一步替代, 2021 年末白板纸消费量占白纸板比例约 47.7% (2021 白板纸消费量比上白板纸与白卡纸消费量的和), 未来仍有较大替换空间。

## 2.3 供给端：集中度较高，未来产能稳健扩张

### 2.3.1 行业集中度较高

白卡纸总产能稳健提升。2021年白卡纸产能约为1267.0万吨，同比增长12.9%，行业总产能保持稳健扩张态势。2021年行业白卡纸产量为866.3万吨，产能利用率为68.4%，同比下降14.8pct，行业产能利用率有所下降，主要系疫情反复与限电限产等因素影响了开工率。从产量贡献来看，前五大公司占85.3%，其中2021年金光纸业白卡纸产量约350.0万吨，博汇纸业产量为225.8万吨（白卡纸+白板纸），晨鸣纸业产量约85.0万吨，万国太阳产量约50.0万吨，五洲特纸产量为27.9万吨，白卡纸供给较为集中。

图表 39. 白卡纸行业规模稳中有升（单位：万吨）

|       | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 产能    | 1034.0 | 1034.0 | 1092.0 | 1122.0 | 1267.0 |
| yoY   | 2.2%   | 0.0%   | 5.6%   | 2.7%   | 12.9%  |
| 产量    | 805.1  | 817.7  | 904.2  | 932.6  | 866.3  |
| yoY   | -      | 1.6%   | 10.6%  | 3.1%   | -7.1%  |
| 产能利用率 | 77.9%  | 79.1%  | 82.8%  | 83.2%  | 68.4%  |

资料来源：卓创资讯，中银证券

**行业集中度呈现提升趋势。**从销量集中度来看，行业整体集中度呈现提升趋势，2021年CR5为83.9%，同比提升5.5pct，行业集中度提升主因供给侧结构性改革，淘汰落后产能，并且新建白卡纸产能需要高昂投资额，所以大部分新增产能均为龙头企业投建。金光集团成为公司大股东后，头部产能进一步整合，金光纸业与博汇纸业2021年白卡纸产能总计超620.0万吨，产量总计约575.8万吨，市占率合计约65.4%，议价能力有望进一步提升。

图表 40. 白卡纸CR5呈现提升趋势（单位：万吨）

|          | 金光 APP | 博汇纸业  | 晨鸣纸业  | 万国太阳 | 五洲特纸 | CR5   |
|----------|--------|-------|-------|------|------|-------|
| 2021 销售量 | 350    | 225   | 85    | 50   | 27   |       |
| 市占率      | 39.8%  | 25.6% | 9.7%  | 5.7% | 3.1% | 83.9% |
| 2020 销售量 | 325    | 227   | 80    | 48   | 26   |       |
| 市占率      | 36.1%  | 25.2% | 8.9%  | 5.3% | 2.9% | 78.4% |
| 2019 销售量 | 320    | 176   | 76    | 46   | 27   |       |
| 市占率      | 37.3%  | 20.5% | 8.8%  | 5.4% | 3.1% | 75.2% |
| 2018 销售量 | 315    | 134   | 75    | 44   | 26   |       |
| 市占率      | 40.3%  | 17.2% | 9.6%  | 5.6% | 3.3% | 75.9% |
| 2017 销售量 | 310    | 139   | 88    | 42   | 25   |       |
| 市占率      | 40.8%  | 18.3% | 11.6% | 5.5% | 3.3% | 79.5% |

资料来源：公司公告，万得，卓创资讯，中银证券

### 2.3.2 未来两年行业产能投放较为密集

**未来白卡纸产能投放较密集。**白卡纸在未来两年预计迎来密集投放，2022年预计新增白卡纸产能122万吨，2023年预计新增白卡纸产能688万吨，合计810万吨，其中金光纸业与博汇纸业合计投放342万吨，占比42.2%，保持了稳健的产能投放节奏。在未来两年可能新增大量产能情况下，供需可能出现短期失衡，但我们认为在密集产能投放过后白卡纸仍有望保证良好发展，一方面供给端中小产能有望持续出清，另一方面在下游包装等需求快速增长叠加限塑令等政策持续发力的背景下，白卡纸的价格拥有较好的支撑，白卡纸有望保持长期景气发展。

图表 41. 白卡纸将迎来密集投放 (单位: 万吨)

| 企业              | 预计投产时间 | 产能          | 所在省份 |
|-----------------|--------|-------------|------|
| 仙鹤股份            | 2022Q3 | 30          | 浙江   |
| 金光纸业            | 2022Q4 | 92          | 广西   |
| <b>2022 年总计</b> |        | <b>122</b>  |      |
| 联盛纸业            | 2023Q1 | 100         | 福建   |
| 金光纸业            | 2023Q3 | 150         | 浙江   |
| 博汇纸业            | 2023Q3 | 100         | 江苏   |
| 亚太森博            | 2023Q4 | 100         | 江苏   |
| 联盛纸业            | 2023Q4 | 100         | 福建   |
| 晨鸣纸业            | 2023Q4 | 138         | 湖北   |
| <b>2023 年总计</b> |        | <b>688</b>  |      |
| 亚太纸业            | 2025Q4 | 100         | 广东   |
| 晨鸣纸业            | 2025Q4 | 36          | 湖北   |
| 亚太纸业            | 2027Q4 | 100         | 广东   |
| <b>总计</b>       |        | <b>1046</b> |      |

资料来源：卓创资讯，公司官网，中银证券（备注：口径为各公司披露计划口径，或有偏差，结果以实际投产为准）

### 3. 大股东金光纸业拥有林浆纸一体化优势

#### 3.1 APP (中国) 背靠金光集团，拥有林浆纸产业链

APP (中国) 为林浆纸一体化造纸龙头。金光集团由印尼知名华人黄奕聪先生于 1938 年创立，产业覆盖制浆造纸业、金融业、农业及食品加工业、房地产业等。1972 年金光集团创立 APP (Asia Pulp & Paper)，产品横跨林、浆、工业用纸、文化用纸、生活用纸以及纸制品，并于 1992 年进入中国，于 1999 年设立金光纸业 (中国) 投资有限公司，即 APP (中国)。目前，APP (中国) 旗下拥有林务事业部、纸浆事业部、大纸事业部、生活用纸事业部等，2021 年公司实现销售收入 972.7 亿元，同比增长 31.8%，归母净利润 45.8 亿元，同比减少-9.3%。不含博汇纸业口径下公司现有机制纸产能超 930 万吨，纸浆产能超 255 万吨，人工林面积超 26.7 万公顷。

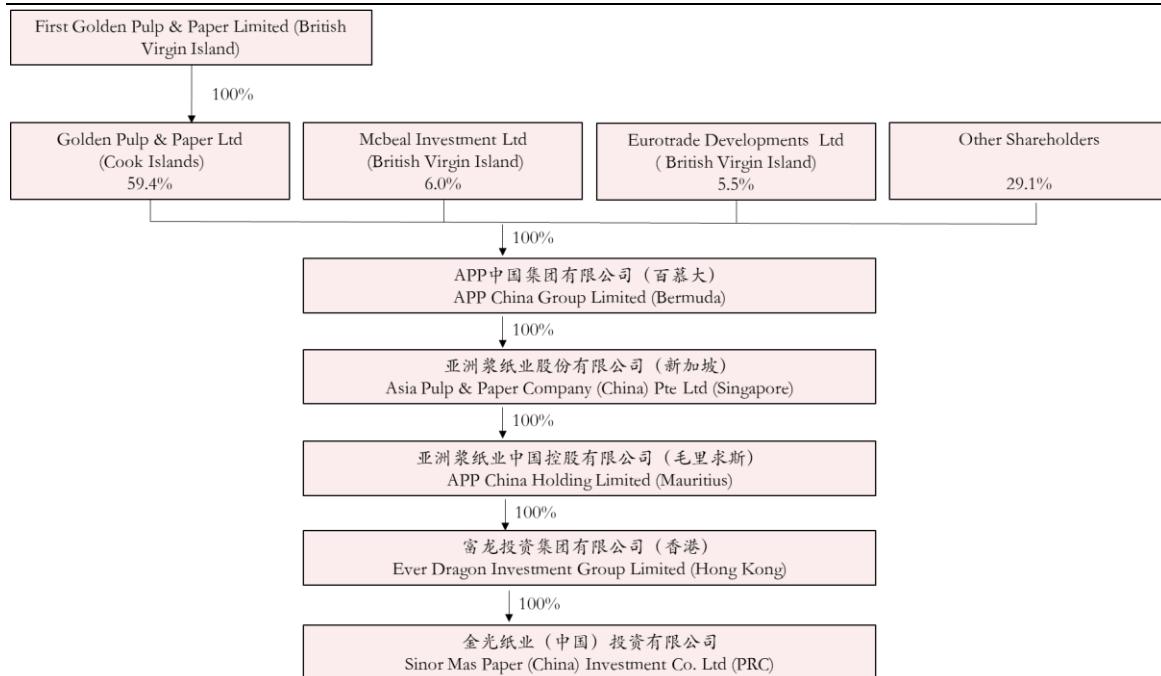
图表 42. 公司收入规模保持稳健增长 (单位: 亿元)

|      | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入 | 552.9 | 589.5 | 651.1 | 737.9 | 972.7 |
| yoY  | 16.7% | 6.6%  | 10.5% | 13.3% | 31.8% |
| 净利润  | 21.0  | 19.4  | 33.4  | 50.5  | 45.8  |
| yoY  | -0.4% | -7.5% | 72.0% | 51.5% | -9.3% |

资料来源：万得，中银证券

股权结构集中稳定。金光纸业 (中国) 投资有限公司成立于 1999 年，实控人为黄志源先生。黄志源及其家族成员于境外通过协议安排实际控制 First Golden Pulp& Paper Limited，并通过其持有 Golden Pulp & Paper Limited 100% 的股权。截至 2022 年 4 月，Golden Pulp & Paper Limited 间接持有金光纸业 (中国) 投资有限公司 59.4% 的股权，股权结构集中稳定。

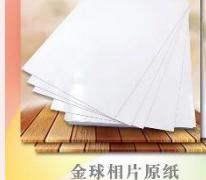
图表 43. APP (中国) 股权结构集中稳定



资料来源：金光纸业公告，中银证券

APP（中国）构建多元浆纸矩阵。公司拥有文化纸、工业用纸、生活纸、纸浆等产品，在收购博江纸业后公司工业用纸（白纸板）成为收入占比最大的产品。2021年末，工业用纸收入规模为364.4亿元，占比37.5%，在收购博江纸业后占比明显提升；文化用纸收入规模为244.3亿元，占比25.1%；生活用纸收入规模为98.4亿元，占比10.1%。公司各产品收入较为均衡，已形成多元浆纸共同发展态势。

图表 44. 公司构建多纸种产品矩阵匹配不同需求

| 产品   | 产品图示  | 简介  |
|------|---|---|
| 浆    |    | 产品包括阔叶浆、化机浆等，旗下品牌包括金钱豹、龙头等。                   |
| 工业用纸 |    | 产品包括食品卡、铜版卡、烟卡、专用纸、白卡等，旗下品牌包括金鸥、金采、金蝶兰、亚洲之星等。 |
| 文化用纸 |   | 产品包括双亚铜、单铜、白牛、双胶纸、特种纸，旗下品牌包括金球、太空梭、鲸王、NEVIA等。 |
| 生活用纸 |  | 旗下品牌包括清风、铂丽雅、唯洁雅、真真、怡丽等                       |

资料来源：APP 官网，中银证券

图表 45. 收购博江纸业后工业用纸占比大幅提升（单位：亿元）

|      | 2017  | 2018  | 2019  | 2020   | 2021  |
|------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 纸浆   | 77.9  | 122.4 | 146.6 | 150.8  | 144.0 |
| yoY  |       | 57.2% | 19.8% | 2.9%   | -4.5% |
| 占比   | 14.1% | 20.8% | 22.5% | 20.4%  | 14.8% |
| 工业用纸 | 152.1 | 156.4 | 163.4 | 246.6  | 364.4 |
| yoY  |       | 2.8%  | 4.5%  | 50.9%  | 47.8% |
| 占比   | 27.5% | 26.5% | 25.1% | 33.4%  | 37.5% |
| 文化用纸 | 178.6 | 182.6 | 225.1 | 215.2  | 244.3 |
| yoY  |       | 2.2%  | 23.3% | -4.4%  | 13.5% |
| 占比   | 32.3% | 31.0% | 34.6% | 29.2%  | 25.1% |
| 生活用纸 | 99.9  | 101.3 | 109.6 | 94.6   | 98.4  |
| yoY  |       | 1.4%  | 8.2%  | -13.6% | 4.0%  |
| 占比   | 18.1% | 17.2% | 16.8% | 12.8%  | 10.1% |

资料来源：金光纸业公告，中银证券

### 3.2 大股东金光纸业多年深耕铸就林浆纸一体化龙头

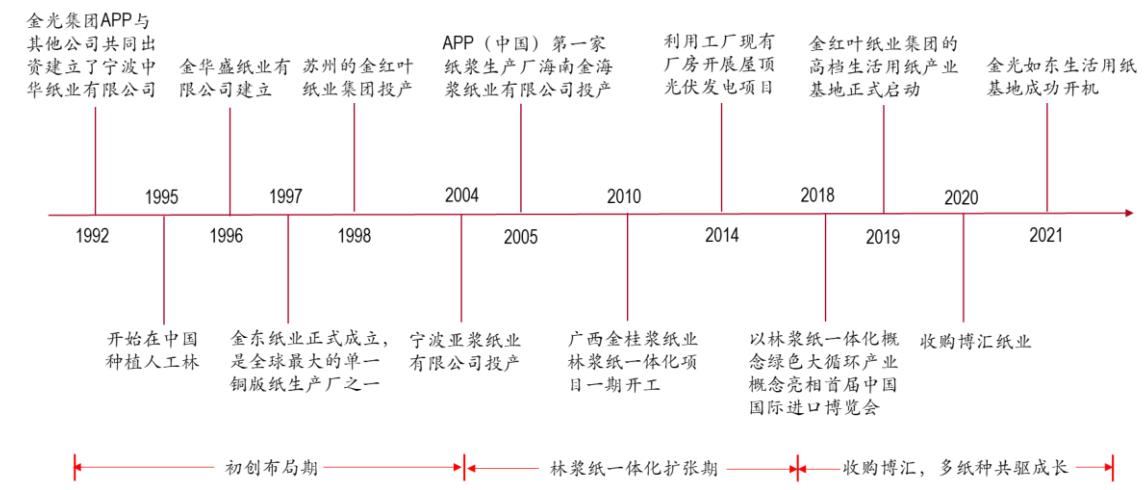
公司大股东金光纸业在中国约 30 年发展历程主要可以分为三个阶段。

**第一阶段（1992-2004）初创布局期：**1992 年金光集团 APP 与其他公司共同出资建立了国内第一家工厂——宁波中华纸业有限公司，并于 1995 年开始在国内种植人工林，构建林浆纸产业链。在发展初期公司围绕江浙地区发展，在苏州、昆山、宁波等地兴建工厂并确立了多纸种发展战略，拓展文化用纸、工业用纸和生活用纸等产能。期间受益于全国在校学生数的提升、人口与 GDP 快速增长，机制纸需求上行，公司收入规模在 2004 年实现约 200 亿元。

**第二阶段（2004-2017）林浆纸一体化扩张期：**2005 年 APP（中国）第一家纸浆生产厂——海南金海浆纸业有限公司正式投产，林浆纸一体化产业链初具雏形。此外公司为扩张产能与地域在广西、广东等地投建产能，产能覆盖范围大幅提升。在产能快速扩张以及林浆纸产业链支撑的背景下，公司收入规模快速增长。2017 年公司实现收入 552.9 亿元，同比增长 16.7%，已成为我国造纸龙头之一。

**第三阶段（2018 至今）收购博汇，多纸种共驱成长：**2020 年金光纸业完成了对博汇纸业的收购，工业用纸产能大幅提升，龙头优势进一步扩大，截至 2021 年末，APP（中国）拥有白卡纸产能约 620 万吨，产能市占率提升至约 48.9%。除工业用纸外，文化用纸、生活用纸和纸浆亦保持稳健发展态势。2021 年公司实现营收 972.7 亿元，其中工业用纸、文化用纸、生活用纸和纸浆占比分别为 37.5%、25.1%、10.1% 和 14.8%，各纸种占比较为均衡，共同驱动营收增长。

图表 46. 收购博汇纸业后公司工业用纸业务规模大幅提升



资料来源：公司公告，中银证券

### 3.3 金光纸业林浆纸一体化布局，浆纸产能多点分布

公司构建林浆纸产业链提升综合实力。公司生产基地从江浙开始布局，逐步拓展至沿海各省市，目前有林务、纸浆、大纸、生活用纸四大事业部，公司通过林浆纸一体化布局提升综合实力，现有浆产能约 375 万吨，机制纸产能约 1262 万吨。

- 1) **林地：**APP（中国）林务事业部下辖 17 家林业公司及 2 家大型苗圃，自 1995 年起陆续在我国广东、海南、广西、云南、河南、江西等省区种植人工林面积 26.74 万公顷，根据我们估算约能提供约 400 万立方米木材以及多种工业原料、燃料等。
- 2) **纸浆：**公司在海南与广西有两家纸浆生产基地，可合计年产木浆约 255 万吨，在收购博汇纸业后，公司总计拥有浆产能约 375 万吨。
- 3) **机制纸：**公司在沿海各省市拥有多个生产基地，拓展各纸种产能，包括文化用纸、工业用纸、生活用纸、其他纸制品等，在收购博汇纸业后工业用纸产能大幅提升，现有工业用纸产能超 645 万吨，文化用纸产能约 417 万吨，生活用纸产能约 137 万吨，其他纸制品约 63 万吨。

图表 47. 公司从江浙开始布局，逐步拓展至沿海各省市



资料来源：公司官网，中银证券

## 4. 股东持续赋能，白纸板有望实现量价齐升

### 4.1 金光纸业持续赋能，提升公司综合经营效率

公司与 APP（中国）携手成为国内最大纸浆系集团。在 APP（中国）收购公司后，APP（中国）成为纸浆系最大集团。现共有浆产能约 335 万吨，机制纸产能约 1262 万吨。

图表 48. 公司收入规模保持稳健增长（单位：亿元）

|       | APP（中国）含博汇 | 太阳纸业 | 晨鸣纸业 | 华泰纸业 |
|-------|------------|------|------|------|
| 浆产能   | 335        | 423  | 430  | 44   |
| 机制纸产能 | 1262       | 547  | 680  | 228  |

资料来源：各公司公告，卓创资讯，中银证券

**金光纸业持续赋能，提升公司综合经营效率。**公司有望依托金光纸业多元优势进一步降本增效。在产能布局方面，公司产能主要集中在江苏与山东，金光纸业成为大股东后集团产能分布遍布沿海地区，包括广西、海南、广东以及浙江等省份，多区域产能布局有望帮助公司合理分配订单，提升综合运输效率，并有望依托金光纸业优质客户群体扩大订单来源。同时，金光纸业在海外亦有产能布局与客户基础，公司有望凭借金光纸业在海外的发展基础更好地调整内外销销量结构，优化资源分配。

在产品方面，公司积极加大“以白代灰”、“以纸代塑”等产品研发投入，有望优享政策变化带来的发展机遇。在原材料方面，公司依托金光纸业纸浆产能优势，公司有望拥有更为稳定的原材料来源。此外，金光纸业深耕造纸领域，拥有较深厚的造纸产业经验与技术积累，有望协助公司提升生产经营效率，进一步降本增效。**综合来看，依靠金光纸业产能优势、客户资源、经验技术，公司有望持续提升综合竞争力。**

### 4.2 集团市占率提升，公司有望持续收益

**公司议价能力有望持续提升。**金光集团成为公司大股东后，行业市占率进一步提升，金光纸业与博汇纸业 2021 年白卡纸产能总计超 550 万吨，产量总计约 575.8 万吨，市占率合计约 65.4%。随着市占率持续提升，规模优势进一步增强，公司对上下游的议价能力有望同时提升。在原材料方面，公司除自主生产纸浆外另需外购部分纸浆，议价能力的提升有望帮助公司降低原材料成本并更好地锁定价格，降低原材料波动风险。

在销售方面，公司有望进一步加大对下游包装厂的议价权，自 2020 下半年开始行业原材料价格出现大幅提升，公司在 2021 到 2022 年进行多次提价，较好地转嫁了成本。**我们认为公司议价能力的提升有望更好地将原材料价格向下游传导，并提高行业白卡纸价格稳定性，减少自身利润波动。同时集团规模的提升有望与下游客户形成更深度的绑定，公司有望从多维度收益。**

图表 49. 公司近期进行多次提价

| 时间          | APP（中国）           | 博汇纸业            |
|-------------|-------------------|-----------------|
| 2021 年 12 月 | 全纸种上调 300 元/吨     | 卡纸类产品涨价 300 元/吨 |
| 2022 年 1 月  | 全纸种上调 200 元/吨     | 卡纸类产品涨价 200 元/吨 |
| 2022 年 2 月  | 工业用纸上调 200 元/吨    |                 |
| 2022 年 3 月  | 文化用纸上调 300 元/吨    | 白板纸上调 100 元/吨   |
| 2022 年 4 月  | 工业用纸上调 300 元/吨    | 卡纸类产品上调 300 元/吨 |
| 2022 年 5 月  | 文化及工业用纸上调 200 元/吨 | 卡纸类产品上调 200 元/吨 |

资料来源：卓创资讯、博汇纸业销售部公告，中银证券

## 4.3 白卡纸价格处于上升通道，销量有望稳健提升

纸浆价格呈上升趋势。我国纸浆以进口为主要来源，2021年我国纸浆年消费量为3565.6万吨，产量为1202.5万吨，进口量为2370.3万吨，出口量为7.2万吨。生产一吨白卡纸约需0.1吨针叶浆，0.4吨化机浆和0.3吨阔叶浆，自去年Q4以来木浆价格呈上升趋势。2022年4月针叶浆/阔叶浆/化机浆单吨价格分别为7110.1/6033.2/5459.9元，同比-0.3%/+11.6%/+20.5%，环比+1.6%/-1.1%/+3.2%，纸浆价格提升主要由于供给侧受极端天气、地缘政治、运力堵塞以及计划外的停机检修等多因素扰动，南美、北美、俄罗斯等多个主要的纸浆贸易流出国的供应链大幅缩减。目前欧洲木浆港口库存呈现下降趋势。2022年3月欧洲木浆港口库存为110.8万吨，同比下降20.2%，环比下降3.8%。综合来看，纸浆供应链扰动预计在短期内对纸浆价格形成较大支撑。

图表 50. 我国纸浆来源以进口为主 (单位: 万吨)

|     | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|
| 产量  | 1016.5 | 1064.2 | 1119.1 | 1195.3 | 1202.5 |
| yoY | -      | 4.7%   | 5.2%   | 6.8%   | 0.6%   |
| 消费量 | 3116.3 | 3216.4 | 3425.5 | 3739.4 | 3565.6 |
| yoY | -      | 3.2%   | 6.5%   | 9.2%   | -4.6%  |
| 进口量 | 2102.3 | 2154.4 | 2310.1 | 2547.4 | 2370.3 |
| yoY | -      | 2.5%   | 7.2%   | 10.3%  | -7.0%  |
| 出口量 | 2.4    | 2.6    | 4.2    | 3.4    | 7.2    |
| yoY | -      | 5.3%   | 63.3%  | -18.4% | 110.9% |

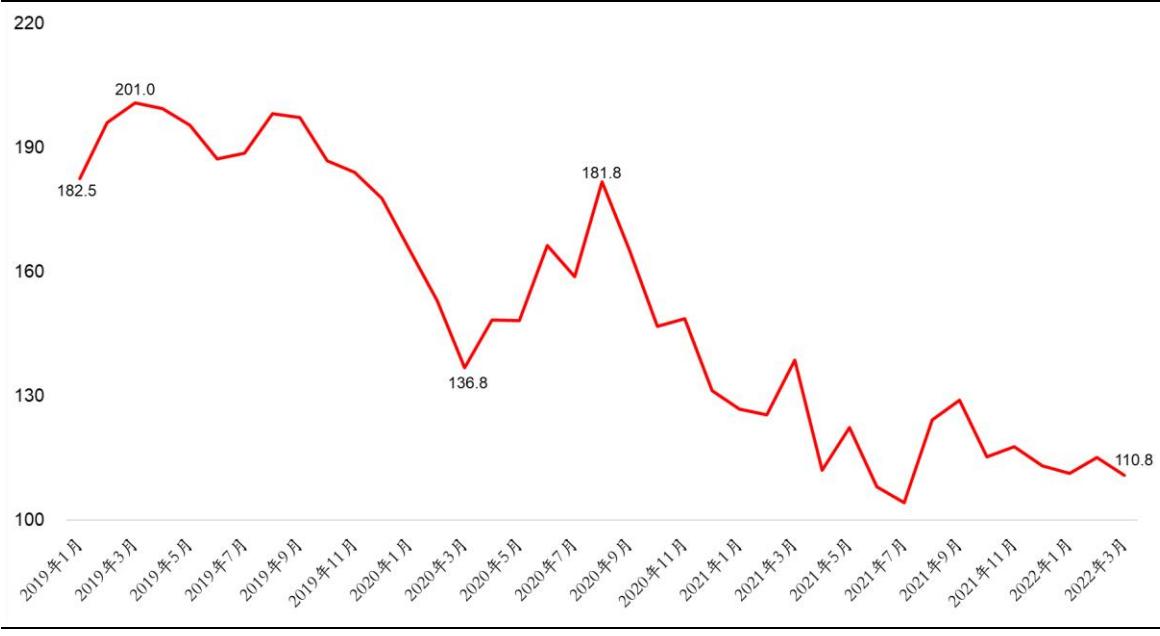
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 51. 纸浆价格呈上升趋势 (单位: 元/吨)

|          | 针叶浆    | 阔叶浆    | 化机浆    |
|----------|--------|--------|--------|
| 2022年4月  | 7110.1 | 6033.2 | 5459.9 |
| 2022年3月  | 6997.9 | 6097.7 | 5291.3 |
| 2022年2月  | 6472.0 | 5432.8 | 4776.0 |
| 2022年1月  | 6171.4 | 5174.2 | 4627.4 |
| 2021年12月 | 5773.6 | 4922.6 | 4265.6 |
| 2021年11月 | 5140.0 | 4500.8 | 3749.8 |
| 2021年10月 | 5576.4 | 4486.2 | 3527.0 |
| 2021年9月  | 6116.7 | 4618.5 | 3477.5 |
| 2021年8月  | 6264.8 | 4724.0 | 3512.7 |
| 2021年7月  | 6284.6 | 4795.7 | 3580.7 |
| 2021年6月  | 6283.4 | 4921.4 | 3852.4 |
| 2021年5月  | 6949.9 | 5155.5 | 4130.5 |
| 2021年4月  | 7131.8 | 5407.4 | 4531.1 |
| 2021年3月  | 7187.8 | 5817.1 | 4825.4 |
| 2021年2月  | 6806.1 | 5415.0 | 4319.1 |
| 2021年1月  | 6144.2 | 4695.4 | 4030.4 |

资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 52. 欧洲木浆港口库存近期呈现下降趋势 (单位: 万吨)



资料来源：卓创资讯，中银证券

**白卡纸价格筑底，有望重回上升通道。**在上游纸浆价格上涨的推动下，白卡纸价格亦呈现上升趋势，去年 Q4 以来行业内公司发布多次提价函，2022 年 4 月白卡纸平均价格为 6428 元/吨，环比提升 1.2%。白卡纸价格提升幅度相较原材料较小，主要系疫情反复致使下游消费需求承压。2022Q1 白卡纸消费量为 177.7 万吨，同比下降 26.1%。我们认为白卡纸价格筑底，并有望重回上升通道，一方面白卡纸下游需求以药品、餐饮、化妆品等高频消费品为主，且体积较小，适合线上消费场景，受疫情影响相对较小。另一方面在我国严控疫情措施下，疫情有望得到较好管控，下游需求有望转暖，2022 年 4 月白卡纸行业开工率为 78.5%，同比增加 6.2pct，环比提升 0.7pct，保持稳健提升趋势，显示下游需求逐步恢复，待疫情影响进一步减弱，预计需求将迎来较大幅回升，对白卡纸价格形成较强支撑。

中长期来看，限塑令叠加白板纸替代提升白卡纸需求，且下游消费品景气度较高，有望带动白卡纸消费量持续提升，供给端产能投放等短期扰动不改白卡纸行业长期景气趋势。综合来看，预计白卡纸价格将维持稳健增长态势。

图表 53. 白卡纸价格处于上升通道 (单位: 元/吨)

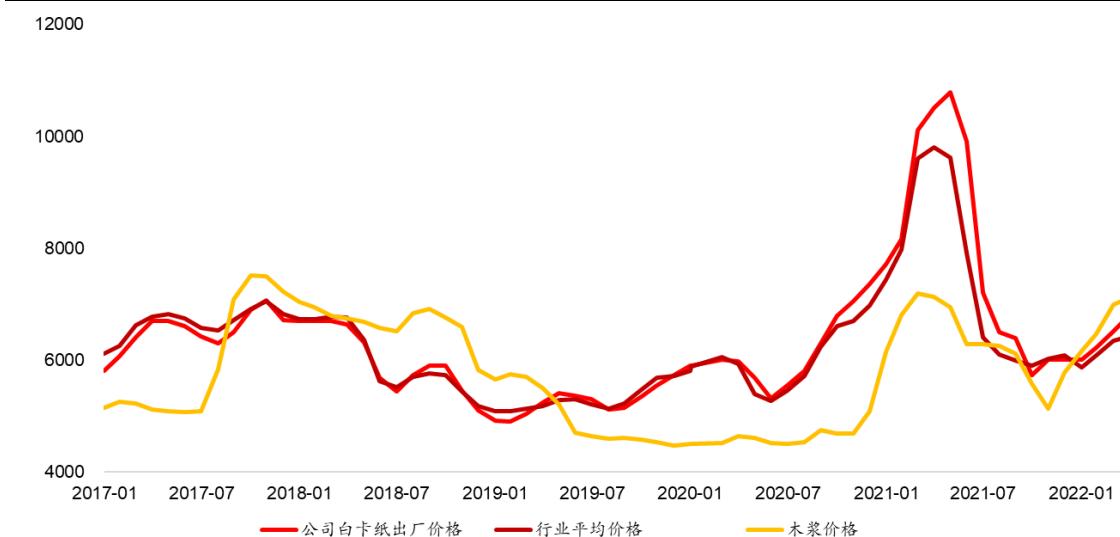
|             | 白卡纸价格  | 开工率   | 消费量 (万吨) | 消费量 yoy |
|-------------|--------|-------|----------|---------|
| 2022 年 4 月  | 6428.1 | 78.5% | -        | -       |
| 2022 年 3 月  | 6354.6 | 77.8% | 58.5     | -25.6%  |
| 2022 年 2 月  | 6093.7 | 78.1% | 61.7     | -23.8%  |
| 2022 年 1 月  | 5871.0 | 70.9% | 57.5     | -28.9%  |
| 2021 年 12 月 | 6094.2 | 75.7% | 74.6     | -6.4%   |
| 2021 年 11 月 | 6031.8 | 72.4% | 84.2     | 5.0%    |
| 2021 年 10 月 | 5902.1 | 69.9% | 68.9     | -8.3%   |
| 2021 年 9 月  | 5991.8 | 57.6% | 67.3     | -5.7%   |
| 2021 年 8 月  | 6102.7 | 71.7% | 70.8     | -10.8%  |
| 2021 年 7 月  | 6412.0 | 72.0% | 69.7     | -3.2%   |
| 2021 年 6 月  | 7910.2 | 69.8% | 72.1     | 2.1%    |
| 2021 年 5 月  | 9621.3 | 63.2% | 64.8     | -22.4%  |
| 2021 年 4 月  | 9806.7 | 72.3% | 66.7     | 10.4%   |
| 2021 年 3 月  | 9612.0 | 79.2% | 78.6     | 28.6%   |
| 2021 年 2 月  | 7977.3 | 82.4% | 81.0     | 62.0%   |
| 2021 年 1 月  | 7434.1 | 76.9% | 80.9     | 36.4%   |

资料来源：卓创资讯，中银证券

强议价能力+成本控制，未来盈利能力有望持续提升。从历史情况看，公司白卡纸价格普遍略高于行业平均水平，显示出公司较强的议价能力。且在2020下半年开始的上行周期中，公司白卡纸出厂价格跟随木浆价格上升，显示出良好的成本传导。从成本端看，2021年木浆平均价格大幅提升36.0%至6305元/吨，但公司白卡纸单吨成本整体稳定，其中单吨白卡纸所耗原材料下降6.9%至2385元/吨，主要得益于公司浆纸一体化布局，且积极储备原材料，较好地控制了成本。强议价能力叠加成本控制使得公司的盈利水平在周期上行阶段有较大幅提升。

综合来看，我们认为中短期内上游纸浆价格走高以及限塑令等带来的白卡纸替换需求对纸价形成一定拉动，疫情反复导致的下游需求承压叠加2022-2023年行业新增产能投放可能对白卡纸价格形成一定扰动，但是从长期来看下游行业高景气度叠加公司在行业定价权持续提升，白卡纸价格拥有较大支撑。同时随着公司依托金光纸业进一步完善林浆纸一体化产业链并提高经营效率，成本端优势有望持续扩大。我们看好公司盈利能力的持续提升。

图表 54. 2020下半年开始公司白卡纸出厂价格随着跟随木浆价格上涨（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 55. 当行业景气度提升时，公司白纸板单吨毛利亦大幅提升（单位：元）

|           | 2017  | 2018  | 2019   | 2020  | 2021  |
|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 木浆单吨价格    | 5905  | 6685  | 4990   | 4636  | 6305  |
| yoY       | -     | 13.2% | -25.4% | -7.1% | 36.0% |
| 公司白纸板单吨成本 | 3832  | 4012  | 3772   | 3771  | 3988  |
| yoY       | 10.3% | 4.7%  | -6.0%  | -0.0% | 5.8%  |
| 其中：原材料    | 2861  | 2991  | 2791   | 2562  | 2385  |
| yoY       | 7.1%  | 4.5%  | -6.7%  | -8.2% | -6.9% |

资料来源：公司公告，中银证券

图表 56. 公司的盈利水平在周期上行阶段有较大幅提升（单位：元）

|         | 2015   | 2016  | 2017   | 2018   | 2019   | 2020  | 2021  |
|---------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 白纸板单吨收入 | 4073   | 4062  | 5113   | 4866   | 4481   | 4850  | 5554  |
| yoY     | -6.2%  | -0.3% | 25.9%  | -4.8%  | -7.9%  | 8.3%  | 14.5% |
| 白纸板单吨毛利 | 454    | 586   | 1281   | 854    | 708    | 1080  | 1566  |
| yoY     | -24.4% | 29.2% | 118.5% | -33.3% | -17.1% | 52.4% | 45.1% |

资料来源：公司公告，中银证券

高产能利用率+积极扩建产能，白纸板销量有望稳健增长。公司近两年白纸板产能利用率维持在较高水平，2021年白纸板产能利用率为105.0%，显示良好的订单需求，预计未来将维持。同时公司于2019年投建的45万吨高档信息纸项目仍处于在建过程，预计投产后文化纸销量亦保持稳健增长。

公司于2021年2月拟用38.3亿元在江苏盐城投建三期年产100万吨高档包装纸板及其配套项目，预计将于2023年下半年投产，该产能投产后预计白纸板产能将达315万吨。我们预计产能爬坡时间为两年，2023-2024年预计新建产能将分别增加白纸板产量约20、60万吨，白纸板销量有望维持稳健增长。综合来看，未来公司白纸板业务有望呈现量价齐升态势，驱动公司业绩上升。

图表 57. 白纸板产能利用率在较高水平

|          | 2017   | 2018  | 2019  | 2020   | 2021   |
|----------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 白纸板产能利用率 | 111.2% | 94.2% | 81.6% | 102.5% | 105.0% |

资料来源：公司公告，中银证券

图表 58. 公司纸产量稳健增长（单位：万吨）

|       | 2017   | 2018   | 2019   | 2020  | 2021   |
|-------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 白纸板   | 144.5  | 131.8  | 175.4  | 220.3 | 225.8  |
| yoY   | 0.8%   | -8.8%  | 33.0%  | 25.6% | 2.5%   |
| 文化纸   | 10.6   | 11.4   | 12.5   | 24.2  | 32.3   |
| yoY   | -43.5% | 7.6%   | 9.7%   | 94.5% | 33.3%  |
| 石膏护面纸 | 14.0   | 12.3   | 14.4   | 14.2  | 12.1   |
| yoY   | -5.7%  | -11.8% | 17.0%  | -1.3% | -14.6% |
| 箱板纸   | 14.6   | 11.5   | 24.1   | 41.2  | 43.1   |
| yoY   | -8.1%  | -20.8% | 108.8% | 71.4% | 4.5%   |

资料来源：卓创资讯，中银证券

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1 估值水平随周期波动，行业供需短期扰动不改长期高景气

历史估值水平与行业周期趋势较为一致。自 2005 年以来，造纸行业主要经历 4 轮周期，从历史情况来看，公司的估值水平与行业周期高度相关：

**第一轮周期：2005-2008 年**我国经济处于高速增长阶段，造纸下游行业快速发展，带动国内纸及纸板消费量快速增长，驱动纸价上升，2008 年公司白纸板单吨毛利约 1230 元，同比增长 8.7%。受益于行业景气度提升，公司估值水平呈现大幅提升，期间 PB 最高达 3.8 倍。**2008 年到 2009 年初**受全球金融危机影响纸需求降低，白纸板价格回落，估值水平有所下降，期间 PB 最低为 0.8 倍。

**第二轮周期：2009 年初到 2010 年底**我国政府为扩大内需出台“四万亿计划”，经济景气度逐步回升，带动白纸板价格上行，2010 年公司白纸板单吨毛利约 1258 元，同比提升 37.1%，期间估值水平提升，PB 最高达 2.0 倍。**2011 年到 2016 年**白卡纸处于下行周期，主要系行业高景气带来大量新增产能投放，行业总产能从 2010 年约 391 万吨提升至 2016 年约 1012 万吨，平均每年投放 103.5 万吨，行业短期内出现供过于求状况。白纸板价格下行，期间公司白纸板单吨毛利稳定在 400-800 元/吨之间，估值水平除 2015 年外维持稳定，期间 PB 最低为 0.7 倍。

**第三轮周期：2017 年**白纸板进入上行周期，在 2016 年供给侧改革影响下，行业中小产能逐步清退，叠加外废令的出台，白纸板价格快速上升，2017 年公司白纸板单吨毛利为 1281 元，同增 118.5%，公司估值水平有较大幅提升，期间 PB 最高达 1.7 倍。**2018 年到 2020 年上半年**白纸板进入下行周期，主要系经济下行压力带来的需求端疲弱以及白卡纸产能集中投放，2019 年公司白纸板单吨毛利为 708 元，公司估值水平回落，期间 PB 最低为 0.8 倍。

**第四轮周期：2020 年下半年到 2021 年上半年**疫情后下游需求快速回升，叠加纸浆价格上涨，白纸板进入上行周期。公司盈利能力呈现较大幅提升，2020/2021 年白纸板单吨毛利为 1080/1566 元，期间估值水平亦有大幅提升，PB 最高达 3.6 倍。2021 年下半年至今随着下游需求逐渐减弱，白纸板价格从高位回落，公司盈利承压，估值亦有较大幅下降。

图表 59. 2005-2008 年中国经济处于高速增长阶段，造纸下游行业快速发展（单位：万吨）

|         | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009 | 2010  |
|---------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
| 纸消耗量    | 5930  | 6600  | 7290  | 7935  | 8569 | 9173  |
| yoY     | 9.0%  | 11.3% | 10.5% | 8.8%  | 8.0% | 7.0%  |
| GDP（万亿） | 18.8  | 22.0  | 27.0  | 31.8  | 34.8 | 40.9  |
| yoY     | 16.3% | 17.0% | 23.2% | 17.6% | 9.3% | 17.5% |

资料来源：国家统计局，中银证券

图表 60. 白卡纸行业产能（单位：万吨）

|       | 2008  | 2009  | 2010 | 2011 | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017 | 2018 | 2019 | 2020  | 2021  |
|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|-------|-------|
| 行业产能  | 356   | 356   | 391  | 429  | 489   | 719   | 854   | 842   | 1012  | 1034 | 1034 | 1092 | 1122  | 1267  |
| yoY   | -     | 0.0%  | 9.8% | 9.7% | 14.0% | 47.0% | 18.8% | -1.4% | 20.2% | 2.2% | 0.0% | 5.6% | 2.7%  | 12.9% |
| 公司产能  | 20    | 20    | 55   | 55   | 55    | 130   | 130   | 130   | 130   | 130  | 195  | 270  | 270   | 270   |
| 行业消费量 | 340   | 327   | 371  | 400  | 405   | 491   | 607   | 635   | 754   | 759  | 781  | 858  | 901   | 879   |
| yoY   | -3.8% | 13.5% | 7.8% | 1.2% | 21.2% | 23.7% | 4.5%  | 18.9% | 0.6%  | 3.0% | 9.7% | 5.1% | -2.4% |       |

资料来源：公司公告，卓创资讯，中银证券

图表 61. 公司白纸板单吨毛利跟随周期波动 (单位: 万吨)

|      | 销售量 | yoY   | 单吨收入 | yoY    | 单吨成本 | yoY    | 单吨毛利 (元) | yoY    |
|------|-----|-------|------|--------|------|--------|----------|--------|
| 2007 | 23  | -     | 5686 | -      | 4456 | -      | 1230     | -      |
| 2008 | 21  | -8.4% | 6112 | 7.5%   | 4776 | 7.2%   | 1336     | 8.7%   |
| 2009 | 25  | 18.7% | 4915 | -19.6% | 3997 | -16.3% | 918      | -31.3% |
| 2010 | 46  | 84.5% | 6019 | 22.5%  | 4760 | 19.1%  | 1258     | 37.1%  |
| 2011 | 55  | 20.0% | 5921 | -1.6%  | 4722 | -0.8%  | 1198     | -4.8%  |
| 2012 | 58  | 5.7%  | 5269 | -11.0% | 4475 | -5.2%  | 795      | -33.7% |
| 2013 | 81  | 38.9% | 4671 | -11.4% | 3949 | -11.8% | 722      | -9.2%  |
| 2014 | 115 | 41.5% | 4342 | -7.0%  | 3743 | -5.2%  | 600      | -16.9% |
| 2015 | 128 | 11.6% | 4073 | -6.2%  | 3619 | -3.3%  | 454      | -24.4% |
| 2016 | 147 | 15.0% | 4062 | -0.3%  | 3476 | -4.0%  | 586      | 29.2%  |
| 2017 | 139 | -5.6% | 5113 | 25.9%  | 3832 | 10.3%  | 1281     | 118.5% |
| 2018 | 134 | -3.6% | 4866 | -4.8%  | 4012 | 4.7%   | 854      | -33.3% |
| 2019 | 176 | 31.3% | 4481 | -7.9%  | 3772 | -6.0%  | 708      | -17.1% |
| 2020 | 227 | 29.0% | 4850 | 8.2%   | 3771 | 0.0%   | 1080     | 52.4%  |
| 2021 | 225 | -0.8% | 5554 | 14.5%  | 3988 | 5.8%   | 1566     | 45.1%  |

资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 62. 公司 PB 走势与行业周期吻合



资料来源: 万得, 中银证券

## 5.2 盈利预测与投资建议

**白纸板:** 随着公司进一步扩大白纸板产能, 预计白纸板销量保持稳健增长。预计 2022-2024 年收入分别为 113.7/119.6/146.6 亿元, 同比增长-9.1%/5.2%/22.5%。

**文化纸:** 预计 2022-2024 年收入分别为 14.9/23.6/29.2 亿元, 同比增长-5.6%/59.1%/23.6%。

**石膏护面纸:** 预计 2022-2024 年收入分别为 4.8/5.0/5.1 亿元, 同比增长-7.9%/3.0%/2.0%。

**箱板纸:** 预计 2022-2024 年收入分别为 15.3/16.1/16.8 亿元, 同比增长-3.9%/5.3%/4.2%。

图表 63. 公司收入拆分表 (单位: 亿元)

|           | 2020  | 2021   | 2022E  | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 主营收入 (亿元) | 139.8 | 162.8  | 150.0  | 165.9 | 199.3 |
| yoy       | 43.6% | 16.4%  | -7.8%  | 10.6% | 20.2% |
| 白纸板       | 110.1 | 125.1  | 113.7  | 119.6 | 146.6 |
| yoy       | 39.6% | 13.6%  | -9.1%  | 5.2%  | 22.5% |
| 文化纸       | 9.8   | 15.7   | 14.9   | 23.6  | 29.2  |
| yoy       | 61.9% | 61.1%  | -5.6%  | 59.1% | 23.6% |
| 石膏护面纸     | 5.7   | 5.2    | 4.8    | 5.0   | 5.1   |
| yoy       | 27.0% | -8.3%  | -7.9%  | 3.0%  | 2.0%  |
| 箱板纸       | 13.1  | 15.9   | 15.3   | 16.1  | 16.8  |
| yoy       | 93.8% | 20.9%  | -3.9%  | 5.3%  | 4.2%  |
| 瓦楞纸       | 0.8   | 0.1    | 0.5    | 0.5   | 0.5   |
| yoy       | 9.5%  | -86.5% | 394.7% | 3.0%  | 2.0%  |

资料来源: 万得, 中银证券

**毛利率:** 随着白卡纸价格同比下降, 公司毛利率或呈现下滑态势, 预计 2022-2024 年公司毛利率分别为 16.6%/18.0%/18.9%。

**费用率:** 随着公司加强费用管控, 提升运营效率, 预计未来费用率整体稳定。我们预计 2022-2024 年公司销售费用率为 0.4%/0.4%/0.3%, 管理费用率为 3.2%/3.1%/3.1%, 研发费用率为 3.1%/3.5%/3.5%。

综合来看, 预计公司 2022-2024 年营收分别为 150.0/165.9/199.3 亿元, 同比增长-7.8%/10.6%/20.2%; 归母净利润为 9.8/12.0/15.7 亿元, 同比增长-42.3%/21.5%/31.3%。

图表 64. 公司盈利预测的主要假设

|              | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E | 2024E |
|--------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 总收入 (单位: 亿元) | 139.8  | 162.8  | 150.0  | 165.9 | 199.3 |
| yoy          | 43.6%  | 16.4%  | -7.8%  | 10.6% | 20.2% |
| 毛利率          | 17.1%  | 22.9%  | 16.6%  | 18.0% | 18.9% |
| 费用率          | 9.0%   | 8.2%   | 7.5%   | 8.0%  | 8.0%  |
| 销售费用率        | 0.3%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.4%  | 0.3%  |
| 管理费用率        | 2.6%   | 3.3%   | 3.2%   | 3.1%  | 3.1%  |
| 研发费用率        | 2.0%   | 3.4%   | 3.1%   | 3.5%  | 3.5%  |
| 财务费用率        | 4.1%   | 1.0%   | 0.8%   | 1.1%  | 1.1%  |
| 营业利润率        | 7.8%   | 13.8%  | 8.7%   | 9.5%  | 10.4% |
| 所得税率         | 23.7%  | 23.9%  | 23.9%  | 23.9% | 23.9% |
| 净利润          | 8.3    | 17.1   | 9.8    | 12.0  | 15.7  |
| yoy          | 523.5% | 104.5% | -42.3% | 21.5% | 31.3% |
| 净利润率         | 6.0%   | 10.5%  | 6.6%   | 7.2%  | 7.9%  |
| EPS          | 0.62   | 1.28   | 0.74   | 0.89  | 1.17  |

资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

我们选取国内造纸企业作为其可比公司, 当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 10/9/7 倍, 对比行业平均值 12/10/9 倍。公司作为白纸板行业龙头, 持续拓建产能同时优化产业链, 发展前景良好。首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 65. 公司 PE 估值表 (单位: 亿元)

| 公司名称 | 公司代码      | 收盘价   | 净利润  |      |      |      | 净利润增速 |       |      |      | PE   |      |      |      |
|------|-----------|-------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|
|      |           |       | 21A  | 22E  | 23E  | 24E  | 21A   | 22E   | 23E  | 24E  | 21A  | 22E  | 23E  | 24E  |
| 太阳纸业 | 002078.SZ | 12.10 | 29.6 | 31.0 | 34.5 | 37.4 | 51.4  | 4.9   | 11.2 | 8.4  | 10.4 | 10.5 | 9.4  | 8.7  |
| 晨鸣纸业 | 000488.SZ | 5.59  | 20.7 | 18.7 | 21.3 | 25.2 | 20.7  | -9.4  | 13.6 | 18.5 | 10.5 | 8.9  | 7.9  | 6.6  |
| 山鹰国际 | 600567.SH | 2.80  | 15.2 | 16.3 | 19.9 | 22.6 | 9.7   | 7.6   | 22.2 | 13.1 | 10.0 | 7.9  | 6.5  | 5.7  |
| 岳阳林纸 | 600963.SH | 6.33  | 3.0  | 5.3  | 6.4  | 7.8  | -28.1 | 77.2  | 20.7 | 22.0 | 47.7 | 21.6 | 17.9 | 14.7 |
| 行业平均 |           |       | 17.1 | 17.8 | 20.5 | 23.3 | 13.4  | 20.1  | 16.9 | 15.5 | 19.7 | 12.2 | 10.4 | 8.9  |
| 博汇纸业 | 600966.SH | 7.64  | 17.1 | 9.8  | 12.0 | 15.7 | 104.5 | -42.3 | 21.5 | 31.3 | 8.1  | 10.3 | 8.6  | 6.5  |

资料来源: 万得, 中银证券, 博汇纸业采用预测数据, 其余公司盈利预测皆来自万得预期。

注: 股价及 PE 均对应 6 月 17 日收盘数据

## 风险提示

**原材料价格波动：**纸浆为公司成本主要组成部分，若未来产生波动，可能对公司的毛利率产生一定影响。

**疫情反复抑制需求：**公司业绩与纸价高度相关，若疫情持续反复可能会抑制下游需求，对纸价上行形成阻力，进而影响公司业绩。

**产能投放不及预期：**公司稳步拓建产能，预计在2023下半年投产100万吨白卡纸，若投放进度不及预期，可能对未来产量产生影响。

**损益表(人民币 百万)**

| 年结日: 12 月 31 日 | 2020     | 2021     | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 销售收入           | 13,982   | 16,276   | 14,999   | 16,586   | 19,933   |
| 销售成本           | (11,650) | (12,622) | (12,582) | (13,677) | (16,267) |
| 经营费用           | 374      | 136      | 8        | 17       | (29)     |
| 息税折旧前利润        | 2,707    | 3,790    | 2,425    | 2,926    | 3,638    |
| 折旧及摊销          | (788)    | (750)    | (545)    | (599)    | (659)    |
| 经营利润(息税前利润)    | 1,919    | 3,041    | 1,880    | 2,327    | 2,979    |
| 净利润收入/(费用)     | 593      | 169      | 145      | 175      | 240      |
| 其他收益/(损失)      | 54       | (231)    | (171)    | (171)    | (171)    |
| 税前利润           | 1,093    | 2,242    | 1,293    | 1,571    | 2,063    |
| 所得税            | (259)    | (536)    | (309)    | (376)    | (494)    |
| 少数股东权益         | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 净利润            | 834      | 1,706    | 984      | 1,195    | 1,570    |
| 核心净利润          | 830      | 1,694    | 972      | 1,183    | 1,558    |
| 每股收益(人民币)      | 0.624    | 1.276    | 0.736    | 0.894    | 1.174    |
| 核心每股收益(人民币)    | 0.621    | 1.267    | 0.727    | 0.885    | 1.165    |
| 每股股息(人民币)      | 0.126    | 0.000    | 0.221    | 0.268    | 0.352    |
| 收入增长(%)        | 44       | 16       | (8)      | 11       | 20       |
| 息税前利润增长(%)     | 173      | 58       | (38)     | 24       | 28       |
| 息税折旧前利润增长(%)   | 102      | 40       | (36)     | 21       | 24       |
| 每股收益增长(%)      | 524      | 104      | (42)     | 22       | 31       |
| 核心每股收益增长(%)    | 886      | 104      | (43)     | 22       | 32       |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

| 年结日: 12 月 31 日 | 2020     | 2021     | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 税前利润           | 1,093    | 2,242    | 1,293    | 1,571    | 2,063    |
| 折旧与摊销          | 788      | 750      | 545      | 599      | 659      |
| 净利息费用          | (571)    | (169)    | (123)    | (175)    | (218)    |
| 运营资本变动         | 1,503    | 742      | 357      | 55       | (157)    |
| 税金             | (259)    | (536)    | (309)    | (376)    | (494)    |
| 其他经营现金流        | 1,042    | 616      | 232      | 337      | 424      |
| 经营活动产生的现金流     | 3,596    | 3,645    | 1,996    | 2,012    | 2,277    |
| 购买固定资产净值       | 742      | 1,012    | (1,083)  | (1,191)  | (1,310)  |
| 投资减少/增加        | 9        | (60)     | 0        | 0        | 0        |
| 其他投资现金流        | (1,078)  | (1,259)  | 784      | 902      | 1,005    |
| 投资活动产生的现金流     | (328)    | (307)    | (299)    | (290)    | (305)    |
| 净增权益           | 24,190   | 26,125   | 23,505   | 19,295   | 17,555   |
| 净增债务           | (2,083)  | (1,180)  | (254)    | 316      | 666      |
| 支付股息           | 169      | 0        | 295      | 359      | 471      |
| 其他融资现金流        | (12,079) | (13,661) | (10,606) | (10,192) | (10,510) |
| 融资活动产生的现金流     | (3,252)  | (3,092)  | (1,582)  | (1,507)  | (1,782)  |
| 现金变动           | 16       | 246      | 115      | 216      | 190      |
| 期初现金           | 1,968    | 2,663    | 3,302    | 3,417    | 3,633    |
| 公司自由现金流        | 3,291    | 3,337    | 1,719    | 1,722    | 1,994    |
| 权益自由现金流        | 689      | 1,842    | 1,174    | 1,717    | 2,275    |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

| 年结日: 12 月 31 日  | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物        | 2,663  | 3,302  | 3,417  | 3,633  | 3,823  |
| 应收账款            | 620    | 642    | 0      | 0      | 0      |
| 库存              | 1,504  | 2,095  | 1,620  | 1,779  | 2,260  |
| 其他流动资产          | 424    | 368    | 414    | 436    | 544    |
| 流动资产总计          | 6,436  | 7,310  | 6,853  | 7,218  | 8,217  |
| 固定资产            | 11,753 | 11,223 | 12,345 | 13,579 | 14,937 |
| 无形资产            | 223    | 272    | 326    | 385    | 450    |
| 其他长期资产          | 166    | 88     | 88     | 88     | 88     |
| 长期资产总计          | 13,017 | 12,604 | 12,997 | 14,314 | 15,763 |
| 总资产             | 19,453 | 19,914 | 19,850 | 21,532 | 23,981 |
| 应付账款            | 4,964  | 4,603  | 4,733  | 5,156  | 5,807  |
| 短期债务            | 3,437  | 3,240  | 2,986  | 3,302  | 3,969  |
| 其他流动负债          | 2,142  | 2,359  | 1,207  | 1,313  | 1,345  |
| 流动负债总计          | 10,543 | 10,202 | 8,926  | 9,771  | 11,121 |
| 长期借款            | 2,580  | 1,596  | 1,596  | 1,596  | 1,596  |
| 其他长期负债          | 243    | 849    | 1,013  | 1,014  | 1,015  |
| 股本              | 1,337  | 1,337  | 1,337  | 1,337  | 1,337  |
| 储备              | 4,751  | 6,290  | 6,978  | 7,814  | 8,912  |
| 股东权益            | 6,087  | 7,267  | 8,314  | 9,151  | 10,249 |
| 少数股东权益          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 总负债及权益          | 19,453 | 19,914 | 19,850 | 21,532 | 23,981 |
| 每股账面价值(人民币)     | 4.55   | 5.44   | 6.22   | 6.84   | 7.67   |
| 每股有形资产(人民币)     | 4.38   | 5.22   | 5.95   | 6.53   | 7.29   |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 2.51   | 1.15   | 0.87   | 0.95   | 1.30   |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

**主要比率(%)**

| 年结日: 12 月 31 日  | 2020 | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|-------|
| <b>盈利能力</b>     |      |       |       |       |       |
| 息税折旧前利润率(%)     | 19.4 | 23.3  | 16.2  | 17.6  | 18.2  |
| 息税前利润率(%)       | 13.7 | 18.7  | 12.5  | 14.0  | 14.9  |
| 税前利润率(%)        | 7.8  | 13.8  | 8.6   | 9.5   | 10.4  |
| 净利率(%)          | 6.0  | 10.5  | 6.6   | 7.2   | 7.9   |
| <b>流动性</b>      |      |       |       |       |       |
| 流动比率(倍)         | 0.6  | 0.7   | 0.8   | 0.7   | 0.7   |
| 利息覆盖率(倍)        | 3.7  | 9.7   | 6.5   | 7.3   | 7.7   |
| 净权益负债率(%)       | 55.1 | 21.1  | 14.0  | 13.8  | 17.0  |
| 速动比率(倍)         | 0.5  | 0.5   | 0.6   | 0.6   | 0.5   |
| <b>估值</b>       |      |       |       |       |       |
| 市盈率(倍)          | 24   | 8     | 10    | 9     | 7     |
| 核心业务市盈率(倍)      | 12.6 | 6.2   | 10.8  | 8.8   | 6.7   |
| 市净率(倍)          | 1.7  | 1.4   | 1.3   | 1.1   | 1.0   |
| 价格/现金流(倍)       | 2.9  | 2.9   | 5.2   | 5.2   | 4.6   |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 5.1  | 3.2   | 4.8   | 4.0   | 3.4   |
| <b>周转率</b>      |      |       |       |       |       |
| 存货周转天数          | 76.4 | 102.1 | 90.3  | 86.9  | 83.2  |
| 应收账款周转天数        | 29.7 | 31.2  | 28.7  | 13.3  | 12.0  |
| 应付账款周转天数        | 64.8 | 51.6  | 57.6  | 56.8  | 53.2  |
| <b>回报率</b>      |      |       |       |       |       |
| 股息支付率(%)        | 20.3 | 0.0   | 30.0  | 30.0  | 30.0  |
| 净资产收益率(%)       | 27.4 | 46.9  | 23.7  | 26.1  | 30.6  |
| 资产收益率(%)        | 13.1 | 20.6  | 13.3  | 15.3  | 17.7  |
| 已运用资本收益率(%)     | 3.4  | 7.0   | 3.8   | 4.3   | 5.0   |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

#### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；  
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；  
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；  
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

#### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；  
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；  
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## **中银国际证券股份有限公司**

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## **相关关联机构：**

### **中银国际研究有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### **中银国际(英国)有限公司**

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### **中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371