

基于供需平衡表，把握白卡纸赛道的一致预期与预期差

——白卡纸行业跟踪

民生轻工&中小盘徐皓亮团队



核心结论

- **现状：**行业处于新一轮产能投放尾声，行业开工率处于低位，纸价和纸品盈利处于历史低位，行业库存相对较低；
- **2023年景气演绎：**V型走势：1) 23Q1行业或需求继续往下，一方面国内受到疫情放开冲击，需求阶段性走弱，另一方面，海外渐进衰退周期预计需求逐步偏弱，考虑到目前部分企业已处于盈利能力低点，预计利润率难有下行空间；2) 23Q2后逐步恢复，伴随内需走强，海外流动性逐步宽松，需求或企稳上行，考虑目前行业库存处于相对较低水平（下游以刚需采购为主），且纸企和经销商存在长达一年多时间盈利低位，行业集中度处于高位，或有提价机会。从供需看，依然处于弱平衡，较难出现较大提价弹性；
- **中期演绎：**根据行业投产跟踪，我们预计2023-2024年行业产能大概率会低于预期。伴随需求逐步恢复，我们预计行业盈利将逐步进入上行周期。通过整合金光APP资源，博汇纸业有望在2026年实现年产800万吨白卡纸。
- **目前公司存在两大预期差：**1) 行业产能密集投放，中期难有投资机会；2) 通过股权激励措施，绑定全体股东利益。
- **风险提示：**需求恢复不及预期，纸制品价格大幅波动，汇率大幅波动。



- 01 白卡纸行业现状**
- 02 2023年展望**
- 03 供需平衡分析**
- 04 博汇纸业现状分析**
- 05 风险提示**

CONTENTS

目录



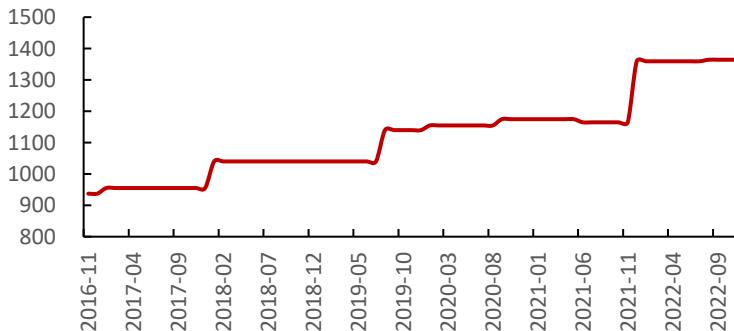
01. 白卡纸行业现状

01

现状：行业产能过剩，内需承压，外需部分对冲

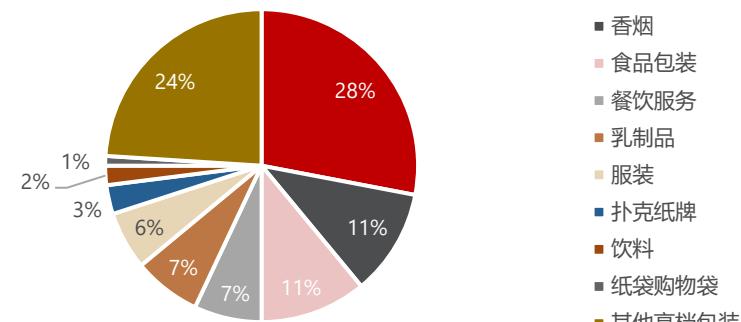
- 供给：**截至2022年11月，行业整体产能1365万吨，产能投放高峰刚刚过去。2020-2022年为投产大年，如太阳新投90万吨，玖龙新投115万吨；
- 需求-内需：**白卡纸需求主要为消费品，其中药品/香烟/食品包装占比分别为28%/11%/11%，合计占比50%。22H1白卡纸需求量为345.9万吨，同比下滑22%，假设下半年维持这一趋势，我们预计2022年内需约为685.1万吨。

图表：白卡纸产能（万吨）

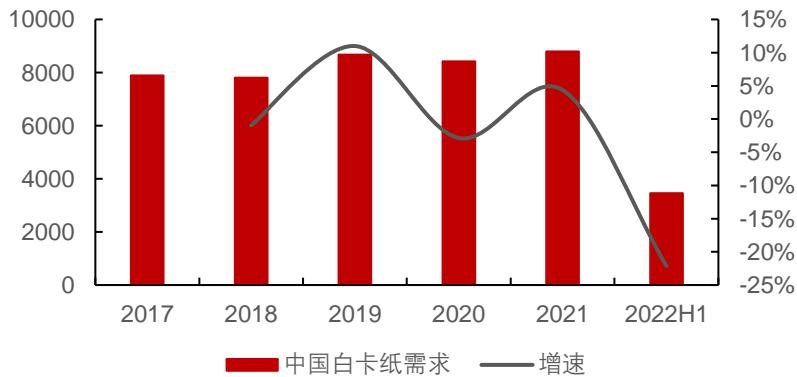


资料来源：wind，观研天下，民生证券研究院

图表：2021年中国白卡纸下游需求结构



图表：中国白卡纸需求（千吨）及同比增速（%）



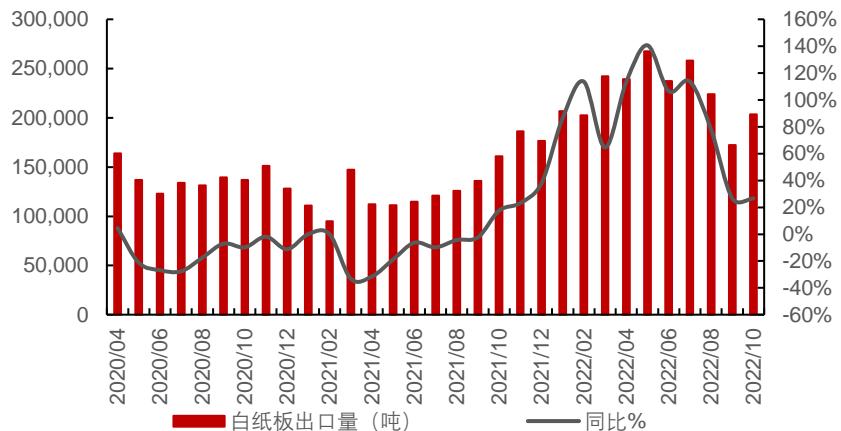
* 请务必阅读最后一页免责声明

01

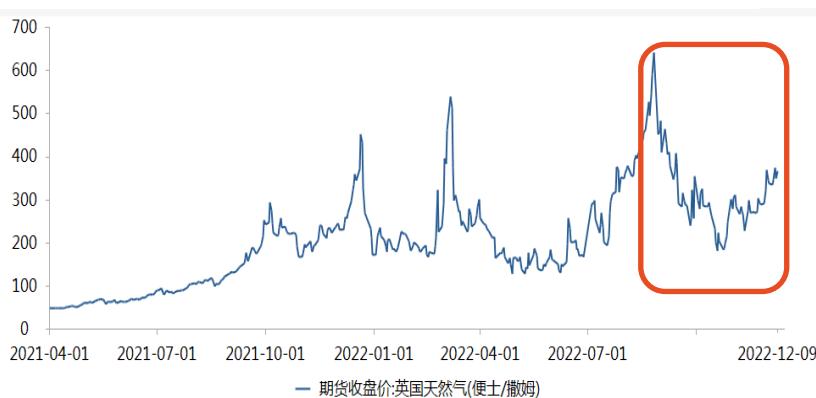
现状：行业产能过剩，内需承压，外需部分对冲

- 需求-外需：**2022年前10月行业出口产能达225万吨，同比增长83%，主因2022年海外需求复苏叠加全球浆价高位，同时欧洲能源价格大幅上涨（如天然气价格上涨超过8倍），而能源在造纸成本占比超过10%，我国白卡纸主要依靠低价煤炭，带动出口明显提升。**不过值得注意的是伴随海外天然气价格逐步回落，Q4白纸板出口环比趋弱。**假设2022年11-12月白卡纸出口同比稳定，我们预计2022年全年出口271.2万吨，同比增长70%。

图表：中国白卡纸出口量



图表：英国天然气期货收盘价



资料来源：中国海关，Choice，腾讯网，民生证券研究院

01

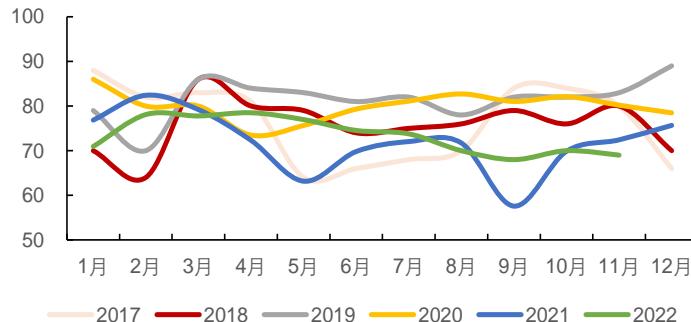
现状：行业产能过剩，内需承压，外需部分对冲

- 库存量：**目前纸企库存处于正常水平，反馈库存不高；考虑今年过年较早，目前下游包装厂大多即采即用，库存相对较低；截至2022年11月底，企业库存64.2万吨，位于2017年以来的51%百分位。
- 盈利&开工率：**目前白卡纸价格以及毛利率均为底部，截至2022年12月7日，白卡纸价格为5350元/吨，对应毛利率为1.9%。自2021年下半年，行业盈利持续低迷，行业开工率亦不足70%。

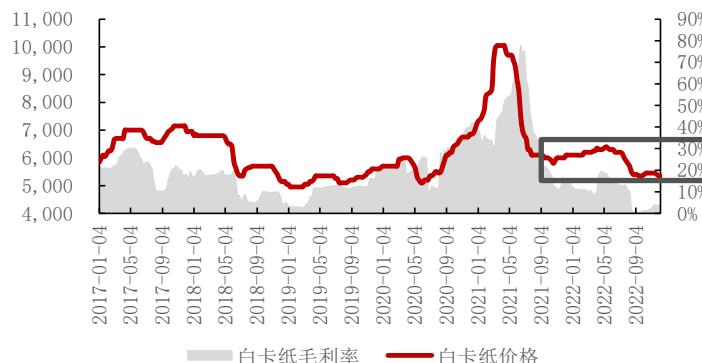
图表：中国白卡纸企业库存



图表：中国白卡纸月度开工负荷率 (%)



图表：中国白卡毛利率及价格 (元/吨)



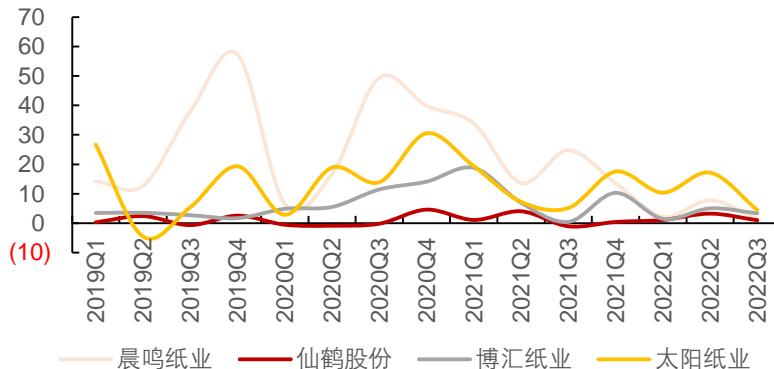
02. 2023年展望

02

2023年展望：新产能投建或低于预期

- 根据纸业联讯统计，2023年申报产能超过700万吨。但从实际跟踪来看，在白卡开工率持续走低和纸价低迷背景下，行业经营性现金流净额阶段性承压，行业盈利能力大幅下降（2021H1吨毛利为4279元，而截至2022年12月2日，吨毛利仅为101元），考虑白卡投建成本高（大多50亿元起投），且目前头部纸企资产负债率较高，预计新投产能或低于预期。

图表：白卡纸重点企业资产负债率



图表：白卡新增产能（万吨）

	2022	2023E
亚太森博	-	100
联盛纸业	-	200
晨鸣纸业	200	-
五洲特纸	-	20
仙鹤股份	-	30
博汇纸业	215	-
宁波亚洲浆纸	-	102
玖龙纸业	115	120
湛江中纸	-	102
金桂浆纸业	-	90
万国太阳	140	-
金光纸业	350	-
合计	1020	764

资料来源：wind, 中研网, 纸业联讯, 公司公告, 福建省包装联合会, 民生证券研究院整理

02 2023年展望：下游需求呈现V型走势，白卡供Q2需边际改善

- 2023Q1需求仍有压力：**白卡下游以消费品居多，一方面国内或受到放开后冲击，另一方面海外逐步进入衰退周期，我们预计2023Q1白卡纸内外需均面临较大压力；
- 2023Q2后逐步恢复：**受益于国内需求复苏和海外流动性转向，我们看好白卡纸需求在2023Q2迎来边际改善。
- 短期库存周期叠加高集中度，或加速行业盈利修复，不过从供需视角，即使国内需求恢复到疫情之前（870万吨）且海外需求维持稳定（270万吨），行业仍为弱平衡状态。**

图表：欧元区及美国制造业PMI



资料来源：wind，民生证券研究院

03. 供需平衡分析

03

供需平衡分析：2023年行业开工率或重回80%以上

- 2023年供需情况改善。**在新增产能80%实现投产以及开工率85%的假设下，2023年预计供给1540万吨。预计2023年开工率高于今年的70%，和2020年年初相当（2020/1/31白卡纸开工率86%，吨毛利1284元）。需求方面，乐观估计需求可达到1439万吨，中性估计需求为1351万吨。

图表：2023年供需情况预计

项目	2023E
预计供给（万吨）	1540
预计需求-乐观（万吨）	1439
预计需求-中性（万吨）	1351

图表：2023年需求情况预计

2023年白卡纸需求预测				
预估类别	需求结构	细分结构	预估增速	预估规模（万吨）
乐观	下游端	药品	5.20%	272.382
		香烟	0.30%	97.271
		食品包装	3.30%	103.177
		餐饮服务	8.30%	72.168
		乳制品	6.30%	69.527
		服装	4.60%	57.704
		扑克纸牌	2.07%	27.473
		饮料	4.46%	19.183
		纸袋购物袋	4.40%	9.581
		其他高档包装	10.30%	256.656
中性	下游端	以纸代塑	-	168.832
		外需	-	5%
		合计		1438.750
		药品	3.70%	264.670
		香烟	-1.20%	94.383
		食品包装	1.80%	100.202
		餐饮服务	6.80%	70.183
		乳制品	4.80%	67.579
		服装	3.10%	56.061
		扑克纸牌	0.57%	26.671
		饮料	2.96%	18.636
		纸袋购物袋	2.90%	9.307
		其他高档包装	8.80%	249.723
		以纸代塑	-	135.791
		外需	-	-5%
		合计		1350.879

资料来源：观研天下，前瞻产业研究院，中商产业研究院，QYR，中国包装联合会，贝哲斯咨询，民生证券研究院预测

03

供需平衡分析：以纸代塑2023年或增加130-170万吨需求

图表：乐观估计“以纸代塑”新增白卡纸需求

替代种类	乐观估计			
	2022E	2023E	2024E	2025E
替代餐饮外卖领域一次性塑料餐具				
餐饮外卖订单量 (亿)	272	340	391	449
单个订单一次性塑料餐具量 (个)	4.2	4.3	4.4	4.5
一次性塑料餐具总量 (亿)	1141	1460	1718	2021
中国塑料制品产量 (万吨)	7151	6238	5568	5465
中国可降解塑料制品产量 (万吨)	226	232	238	250
不可降解塑料占比 (%)	96.84%	96.28%	95.73%	95.43%
一次性不可降解塑料餐具总量 (亿个)	1105	1406	1645	1929
纸包装替代率 (%)	16%	19%	22%	25%
白卡纸占比 (%)	90%	90%	90%	90%
单个纸餐具重量 (g)	35	35	35	35
白卡纸需求 (万吨)	55.7	84.2	114.0	151.9
替代商超药店等零售领域不可降解塑料袋				
不实行限塑令每人每天塑料袋用量 (个)	3.4	3.5	3.6	3.7
总人口数 (亿人)	14.12	14.16	14.2	14.25
全国每年塑料袋使用总数 (亿个)	17523	18089	18659	19245
中国塑料制品产量 (万吨)	6151	5838	5568	5465
中国可降解塑料制品产量 (万吨)	226	232	238	250
不可降解塑料占比 (%)	96.33%	96.03%	95.73%	95.43%
全国不可降解塑料袋使用总数 (亿个)	16879	17370	17861	18364
纸带替换率 (%)	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%
白卡纸占比 (%)	25%	25%	25%	25%
单个白卡纸袋重量 (g)	30	30	30	30
白卡纸需求 (万吨)	76.0	84.7	93.8	103.3
合计	131.65	168.83	207.77	255.18

图表：中性估计“以纸代塑”新增白卡纸需求

替代种类	中性估计			
	2022E	2023E	2024E	2025E
替代餐饮外卖领域一次性塑料餐具				
餐饮外卖订单量 (亿)	252	289	333	383
单个订单一次性塑料餐具量 (个)	4.2	4.3	4.4	4.5
一次性塑料餐具总量 (亿)	1057	1244	1464	1722
中国塑料制品产量 (万吨)	7151	6238	5568	5465
中国可降解塑料制品产量 (万吨)	226	232	238	250
不可降解塑料占比 (%)	96.84%	96.28%	95.73%	95.43%
一次性不可降解塑料餐具总量 (亿个)	1023	1198	1401	1643
纸包装替代率 (%)	16%	17%	18%	19%
白卡纸占比 (%)	90%	90%	90%	90%
单个纸餐具重量 (g)	35	35	35	35
白卡纸需求 (万吨)	51.6	64.1	79.5	98.3
替代商超药店等零售领域不可降解塑料袋				
不实行限塑令每人每天塑料袋用量 (个)	3.4	3.4	3.4	3.4
总人口数 (亿人)	14.12	14.16	14.2	14.25
全国每年塑料袋使用总数 (亿个)	17523	17573	17622	17684
中国塑料制品产量 (万吨)	6151	5838	5568	5465
中国可降解塑料制品产量 (万吨)	226	232	238	250
不可降解塑料占比 (%)	96.33%	96.03%	95.73%	95.43%
全国不可降解塑料袋使用总数 (亿个)	16879	17370	17861	18364
纸带替换率 (%)	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%
白卡纸占比 (%)	25%	25%	25%	25%
单个白卡纸袋重量 (g)	30	30	30	30
白卡纸需求 (万吨)	63.3	71.7	80.4	89.5
合计	114.87	135.79	159.83	187.86

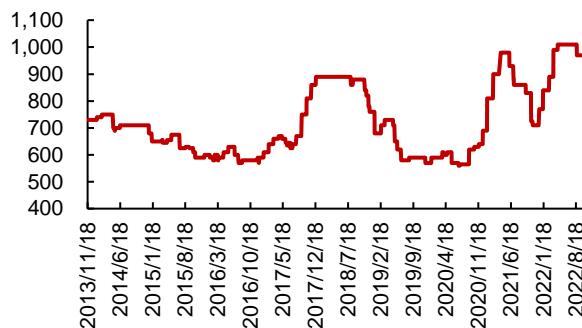
资料来源：智研咨询，产业信息网，民生证券研究院预测

03

供需平衡分析：当供需改善遇到浆价下行，看好纸企盈利反弹

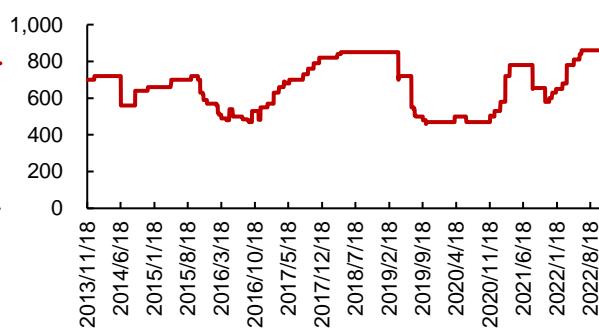
- 当前浆价处于近五年历史高点，截至2022年12月9日，外盘针叶浆/阔叶浆分别报价940/860美元/吨。
- 白卡纸市场价处于近五年历史低点，截至2022年12月7日，白卡纸市场价为5350元/吨。
- 明年浆纸格局有望反转，一方面纸品景气度环比改善，另一方面纸浆新产能投放有望带动浆价下行，预计不排除出现浆跌纸不跌情况。

图表：漂白针叶浆（外盘银星）价格（美元/吨）



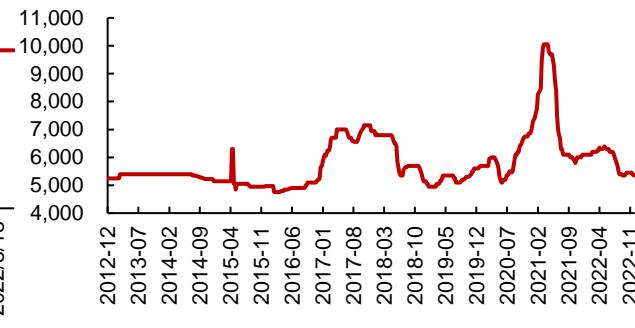
注：数据截至2022.12.9

图表：漂白阔叶浆（外盘阔叶）价格（美元/吨）



注：数据截至2022.12.9

图表：白卡纸市场价格（元/吨）



注：数据截至2022.12.7

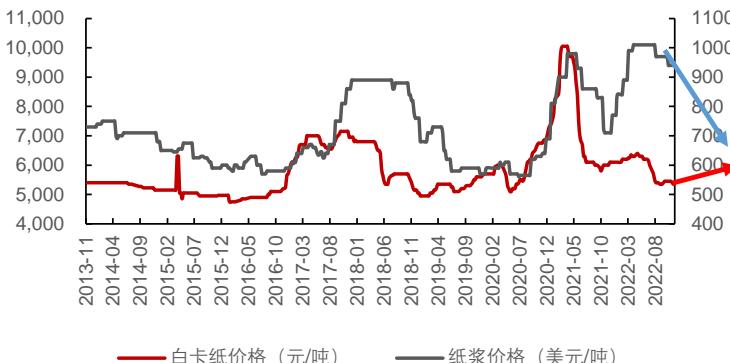
03 供需平衡分析：以纸代塑和下游消费恢复，白卡纸供需将改善

- 博汇纸业在浆价下行时盈利弹性较好。木浆约占白卡纸成本的70%，根据2021年年报，博汇白纸板原材料占总成本的42.82%，据此我们预计，浆价下行5%和25%时，博汇纸业行业毛利率和净利率均分别变化1.24/6.22pct，净利率同比变化7.29/36.43pct。

图表：博汇纸业净利润对木浆价格弹性测算

博汇纸业					
木浆单价变化	-5%	-10%	-15%	-20%	-25%
原材料成本变动	-3.5%	-7.0%	-10.5%	-14.0%	-17.5%
营业成本变动	-1.5%	-3.0%	-4.5%	-6.0%	-7.5%
毛利率变化 (pct)	1.24	2.49	3.73	4.98	6.22
净利率变化 (pct)	1.24	2.49	3.73	4.98	6.22
净利润同比变动 (pct)	7.29	14.57	21.86	29.14	36.43

图表：白卡纸价格和纸浆价格



注：数据截至2022.12.7

资料来源：wind, 格隆汇, 公司公告, 民生证券研究院

04. 博汇纸业现状分析

04

产能情况：预计2024年实现年产能460万吨

- 2022年：**根据界面新闻报道，公司现有215万吨白卡纸产能（山东淄博65万吨、江苏盐城150万吨）和100万吨箱板纸产能；
- 2023年：**根据公司公告，公司预计新增45万吨文化纸产能和50万吨白卡纸产能（计划投产100万吨白卡纸产能，2023/2024年分别投产50万吨），同时山东将把一二号机技改，制作烟卡和液包；
- 2024年：**公司预计新增50万吨白卡纸产能，预计总产能达到460万吨。

图表：博汇纸业产能情况

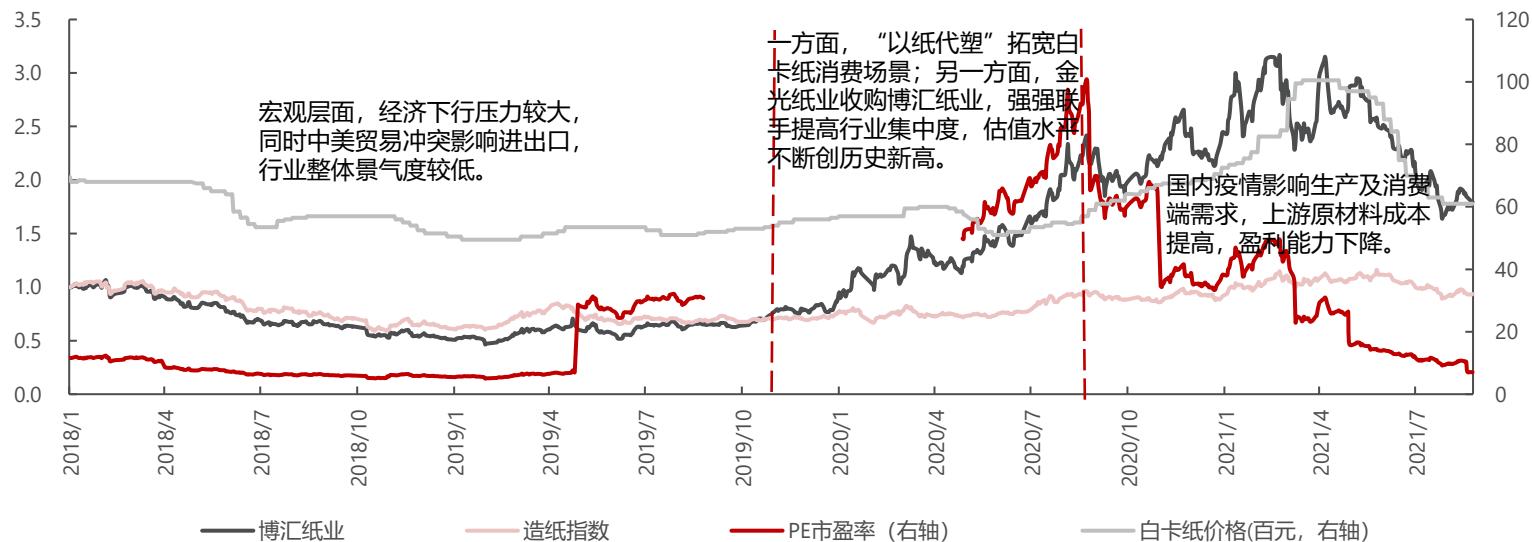
	2022E	2023E	2024E	2025E
白卡纸	215	265	315	315
文化纸	-	45	45	45
箱板纸	100	100	100	100
合计	260	305	460	460

04

股价复盘：股价与业绩共振

- 复盘博汇纸业股价，价格与基本面共振，同时受浆价和宏观环境影响。

图表：博汇纸业股价及历史复盘



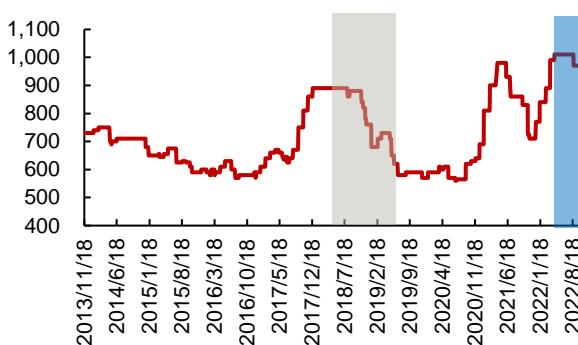
资料来源：wind, 民生证券研究院；注：数据截至2022.12.9

04

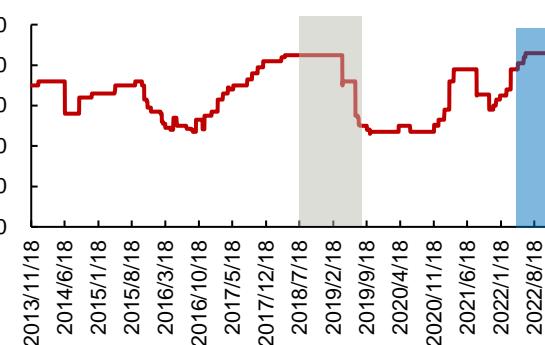
治理改善金光入主博汇，带来其盈利稳定性提升

- 盈利能力方面：**自从金光入主博汇后，2019-2022H1年单吨净利润分别为58.31/275.92/544.06/245.61元。目前相比2018年，纸价更低且原材料同样处于高位，不过对于博汇盈利而言保持相对稳定水平。主因效率优化叠加费用优化。

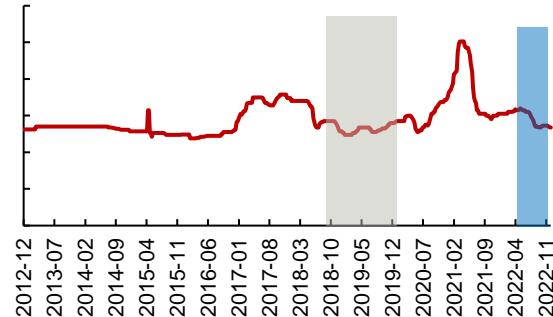
图表：漂白针叶浆（外盘银星）价格（美元/吨）



图表：漂白阔叶浆（外盘阔叶）价格（美元/吨）



图表：白卡纸市场价格（元/吨）



注：数据截至2022.12.9

注：数据截至2022.12.9

注：数据截至2022.12.7

资料来源：wind, 公司公告, 民生证券研究院

04

金光是家怎样的公司？

- 金光APP是全球最大浆纸公司，于1994年在新加坡注册成立，创始人为华人企业家黄奕聪。经过 28 年的发展，APP 现拥有 130 多家制浆、造纸和纸业贸易等公司，分布于印尼、中国等地。现任总裁黄志源在高中时期来到中国，并毕业于北京大学，是金光中国的奠基人。
- 金光集团自 1992 年进入中国，坚持林浆纸一体化发展，重视木浆与造纸产能的同步扩张，目前金光纸业已成为国内木浆系纸品中收入和产能双第一的纸企，2021年营收/归母净利润分别达 972.7/45.8亿元，分别同比+31.82%/-9.32%。
- 截至2020年底，金光纸业拥有超过1200万吨浆纸产能，在金光纸业逐步把白卡装入上市公司体内后，博汇或将成为国内最大的白卡纸企，占国内白卡总产能的比重超过50%；根据金光纸业规划，未来将把博汇打造成全球领先的工业包装纸企业。

图表：金光纸业是国内纸业龙头

排序	企业名称	主要纸种	2021年营业收入 (亿元)	纸和纸板产量 (万吨)
1	APP(中国)	铜版纸、白卡纸、生活用纸等	973	1123
2	晨鸣纸业	铜版纸、双胶纸、白卡纸等	998	550
3	玖龙纸业	箱板原纸、瓦楞纸等	865	1734
4	华泰集团	新闻纸、铜版纸等	768	314
5	太阳纸业	文化纸、生活用纸等	603	712

资料来源：公司官网，公司公告，中国造纸协会，民生证券研究院整理

图表：金光纸业主要工厂、分布位置及主要产品情况

产品	工厂	分布位置	主要产品	年产能 (万吨)
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
文化用纸	金东纸业	江苏镇江	铜版纸	200
	金海浆纸业	海南洋浦	铜版纸	100
工业用纸	金华盛	江苏苏州	双胶纸等	67
	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
生活用纸	金桂浆	广西钦州	白卡纸、食品级白卡	100
	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

04

股权激励即将落地，看好大股东和中小股东利益绑定

图表：金光全面入驻博汇，管理团队进行调整

职务	姓名	任职日期	离职日期	离职原因	备注
总经理	陈春福	2016.01.15	2020.02.02	个人原因	
	李刚	2020.01.02	2020.01.06		代总经理
	李刚	2020.01.07	2020.10.29		
	林新阳	2020.10.30	2022.11.28	工作调整	
	卢永强	2022.11.28			现任
副总经理	罗磊	2015.04.28	2019.05.17	个人原因	
	周涛	2019.06.02	2020.10.29		
	赵兵	2015.04.28	2020.10.29		
	杨延智	2020.10.30	2021.08.31	个人原因	
	何建军	2020.10.30	2022.03.01	工作调整	
	周雪林	2021.12.14	2022.11.07	工作调整	
	卢永强	2020.10.30	2022.11.28		担任总经理
	仇如全	2022.11.15			现任
	卫永清	2020.10.30			现任，兼任董秘
董事会秘书	刘鹏	2015.04.28	2020.10.29		
	卫永清	2020.10.30			现任，兼任副总经理
财务总监	金文娟	2015.04.28	2020.10.29		
	于洋	2020.10.30			现任

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

05. 风险提示

05

风险提示

- 1) **需求恢复不及预期的风险。** 疫情管控措施放松后，病例或在短时间内增加，2023年上半年消费需求或受到负面影响。
- 2) **纸制品价格大幅波动的风险。** 终端产品的市场价格上升或不及预期，挤压纸企利润。
- 3) **汇率大幅波动的风险。** 白卡纸行业有相当部分为出口业务，国际地缘政治及经济形势变动或将影响人民币兑相应外币汇率，给企业造成潜在损失。

THANKS 致谢

民生轻工&中小盘研究团队：



分析师 徐皓亮

执业证号：S0100522110001

邮件：xuhaoliang@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明：

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅5%以上
		推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。