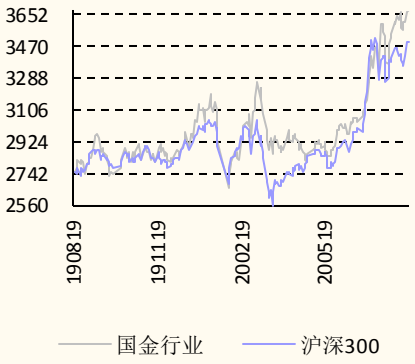
消费升级与娱乐研究中心

造纸行业研究 买入（首次评级）

行业点评

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金造纸指数	3674
沪深 300 指数	4813
上证指数	3451
深证成指	13768
中小板综指	13120



相关报告

1.《淡季不淡的文化纸-轻工行业周报-淡季不淡的文化纸》，2020.7.12

2.《浆价还有继续下跌的空间吗？有！-浆价还有继续下跌的空间吗？有...》，2020.7.9

3.《浆价续跌，文化、白卡景气持续改善-浆价续跌，文化、白卡景气持...》，2020.7.5

姜浩 分析师 SAC 执业编号：S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

8 月白卡进入加速提价期，推荐博汇纸业

事件

- 8 月 19 日，APP 发布涨价函，宣布自 9 月 1 日起对子公司宁波中华、亚洲浆纸、广西金桂所有纸品（主要纸种为白卡纸）提价 500 元/吨（含税）。此轮提价是自 APP 宣布收购博汇后首次大幅提价。

点评

- **白卡进入加速提价期，验证前期推演逻辑。**我们于 7 月底发布的博汇纸业深度报告中提到，预计 8 月下旬白卡供求矛盾激化，白卡价格加速上行。8 月 12 日白卡纸均价 5713 元/吨（含税），较 5 月底提涨 9.2%，提价逻辑开始兑现。伴随下游需求回暖，此次 APP 作为白卡龙头率先提价。受益于行业本身集中度高以及 APP 收购博汇加速集中度提升的预期，市场提价协同性强，加之个别纸厂利润承压，此轮提价积极跟随。

- **需求回暖+后续供给弹性偏弱，白卡顺利进入加速提价期。**需求端看，6-7 月纸厂进行小幅提价，但因当时市场需求弹性偏弱，提价落实有限。下半年伴随开学季、中秋、国庆、出口订单驱动，8 月起需求逐月回暖。供给端看，开工率角度，7 月白卡纸企业开工负荷率 81.1%，环比+1.8pct，2017 年白卡纸景气度高峰时开工负荷率 84%，当前开工率已接近峰值，白卡纸产能供给缺乏弹性；库存角度，白卡企业库存天数于 5 月见此轮累库峰值，7 月环比下降 2.3 天至 26.1 天，行业库存已进入下行周期。此外，6 月以来博汇白卡纸机器排产替代白板纸的低端白卡“云帆”产品，导致中端白卡纸月供应量减少 7-8 万吨，月产量减少 1/10 左右。

- 鉴于白卡目前供给缺乏弹性，库存亦进入下行周期，随下游需求转暖，我们判断白卡行业供求矛盾加速演绎，白卡价格进入加速上行通道。结合近期木浆价格仍处于疲软态势，此轮提价有助于促进价格与成本剪刀差走阔，白卡纸吨毛利稳中向上。

- **中长期看，消费升级+白板替代+限塑令三大因素将驱动白卡行业继续增长。**我们预计未来 5 年白卡需求复合增速 9%。供给端，白卡未来三年新增产能 270 万吨，且未来三年国内白卡产能扩张以现有龙头为主，国内白卡行业中长期将持续处于良性循环之中。

投资建议

重点推荐：白卡纸纯正标的博汇纸业。2019 年底公司发布 APP 要约收购公告，当前该并购已通过反垄断审查，向前迈进关键性一步。博汇纳入 APP 体系之后，有望做大 APP 市场份额，进一步优化行业竞争格局，降低白卡价格和盈利能力的波动率。假设收购完成后，基于消除同业竞争和减少关联交易的角度，APP 有机会将自身 360 万吨白卡资产注入博汇，博汇有望成为白卡纸行业巨无霸。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.86、1.21、1.52 元，当前股价对应 PE 为 16、11.3 和 9 倍，维持买入评级。

风险提示

白卡纸产能过度扩张导致纸价大幅下跌的风险；下游需求释放不及预期的风险；限塑令推进落地不及预期的风险；原料价格大幅波动的风险。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH