西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

造纸系列专题（二）

白卡行业新与旧的转变：边际改善最明显板块

www.swsc.com.cn

西南证券研究发展中心
轻工行业研究团队
2020年7月

主要观点

□ 白卡纸行业格局：需求有增量，行业集中度大幅提升

1）白卡供需格局明显向好，需求端“限塑令”引发的白卡替代需求可达129万吨，同时供给侧改革后白板厂腾退的替代需求也逐渐显现，在细分纸种中白卡的需求增长最为亮眼。

2）供给端在APP收购博汇前，白卡CR4集中度可达到79.4%，APP收购博汇后，第一大白卡纸企APP的市占率可以达到48%，2021年新增产能投放后可达到56%。未来产能投放主要集中在大厂，产业链议价力明显提升，周期性有望逐步减弱，行业出现积极正面的重大变化，公司步入新的发展阶段。

3）成本端，纸浆港口库存仍处较高水平，未来阔叶浆新增产能投放预期较多，浆价难见大幅反弹。

□ 建议关注标的：博汇纸业（600966）

1）从盈利能力来看，目前博汇白卡的吨盈利水平低于APP和晨鸣，收购后博汇可借鉴APP优秀管理经验，实现渠道互补协同，提升生产制造能力，盈利上行空间打开。

2）2019年是博汇产能扩张大年，100万吨箱板瓦楞纸及75万吨白卡纸陆续投产，业绩会在2020年集中释放，今年业绩向上弹性较大，且行业竞争格局优化，估值有上行空间，今年是估值与业绩戴维斯双击大年。

风险提示：行业竞争加剧的风险；纸价出现大幅波动的风险；原材料价格波动的风险。

目　录

1 行业景气度：白卡库存下降，浆价低位盘整

1.1 白卡纸库存下降，价格区域性抬升

1.2 木浆主要依赖进口，浆价触底库存高企

2 行业格局：需求有增量，行业集中度大幅提升

2.1 行业格局：资金链条长，技术壁垒高

2.2 供给端：未来新增产能有限，集中度提升

2.3 需求端：传统需求稳健增长，“限塑令”催生新增量

3 关注标的：博汇纸业（600966）

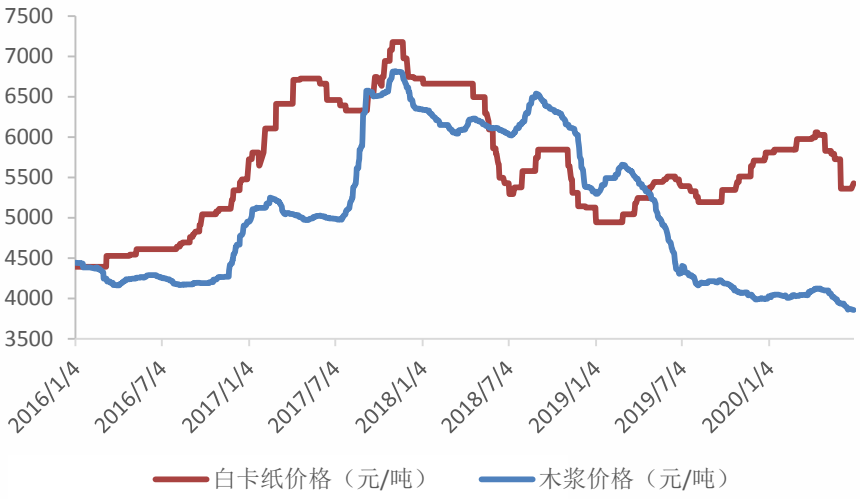
3.1 白卡龙头之一，盈利能力有较大提升空间

3.2 两大龙头深度整合，行业景气度向上

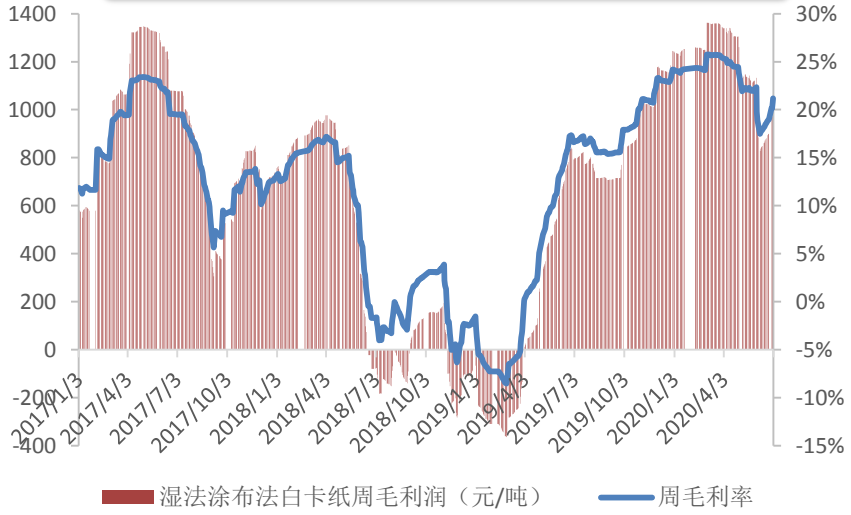
行业景气度：白卡纸库存下降，价格区域性抬升

- 在经历17年行业景气高点后，白卡价格一路下行，最低达到5000元/吨。随着行业库存逐渐清理，19年白卡价格经历一波小幅反弹。在原材料木浆价格不断回落下，白卡纸企的吨毛利出现明显回升。
- **年初至今价格下滑，7月初企业齐发涨价函。**今年上半年受疫情影响，白卡价格有所下滑，随着疫情缓解，6月白卡区域性提价，平均价格上升至5427元/吨，7月，金光、博汇和晨鸣白卡产品均调涨100-200元/吨，经销商跟涨，白卡价格向上趋势显现。

白卡纸价格趋势



白卡纸毛利率

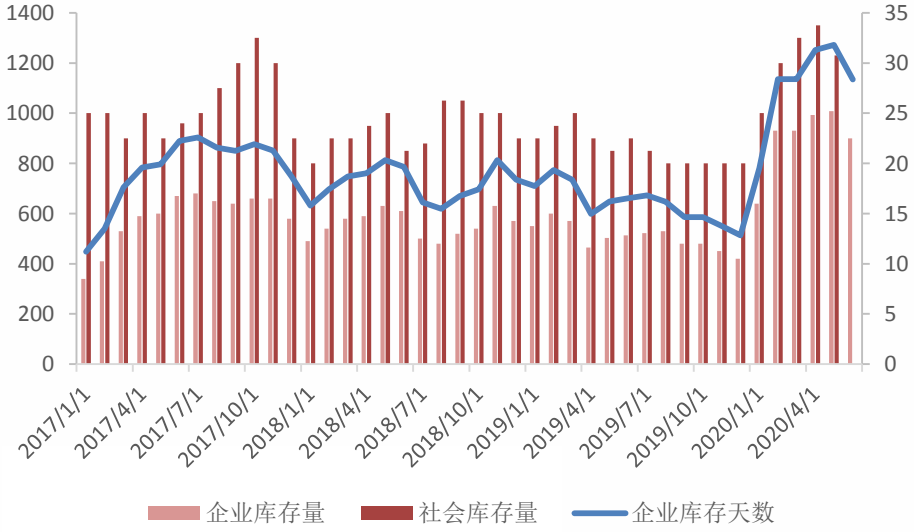


数据来源：卓创资讯，西南证券整理

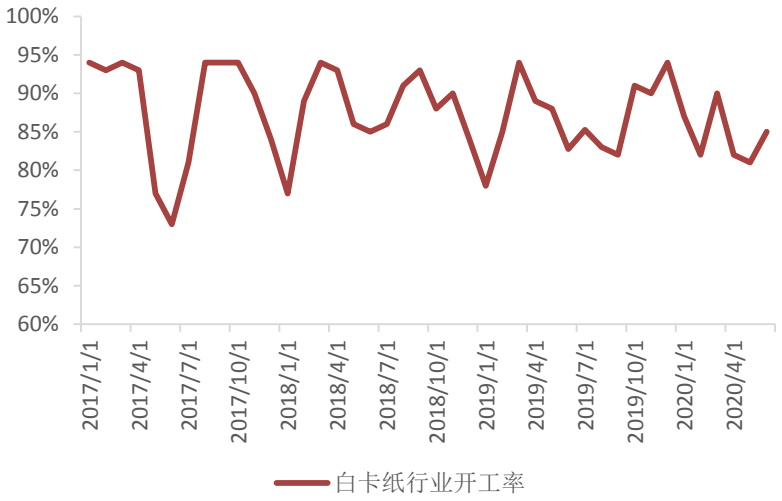
行业景气度：白卡纸库存下降，价格区域性抬升

- **白卡库存高点回落。**2017年底开始，由于环保政策趋严，供给侧改革，行业内中小产能关停，社会库存和企业库存均保持窄幅下降趋势。进入20年由于春节和疫情影响，物流运输受阻，下游需求抑制，企业库存和社会库存双攀升。5月企业库存天数和企业库存量达到32天和100万吨的峰值。进入6月，在过去几个月复产复工顺利推进后，需求逐渐修复，企业库存开始松动下行。我们认为疫情影响偏短期，下半年随着疫情得到控制，消费恢复，白卡纸需求将明显回暖，库存进入下行期。
- 开工率方面，近两月开工逐渐复苏，表明终端库存消化后，纸企需求向好。

白卡纸库存情况（千吨）



白卡纸开工率

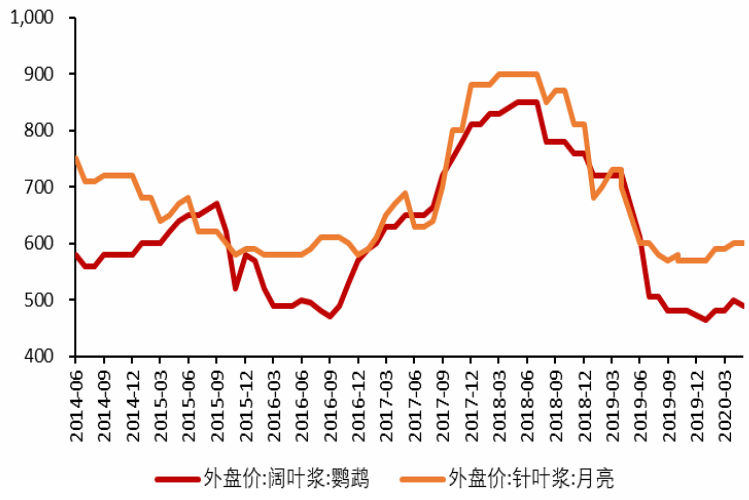


数据来源：卓创资讯，西南证券整理

成本端：木浆主要依赖进口，浆价触底库存高企

- **库存高企，价格低位盘整。**白卡主要原材料是木浆，木浆价格从2018年底开始呈下行走势。疫情后全球经济放缓，终端需求增速不及预期，浆价更为疲弱，国内木浆价格已跌破3900元/吨的历史低位，期货针叶浆价格也从18年11月的5300元/吨跌落至目前4476元/吨，期货价格在4500元/吨的水平已盘整半年，目前难以看到大幅反弹。

外盘浆价走势（美元/吨）



针叶浆期货价格走势（元/吨）

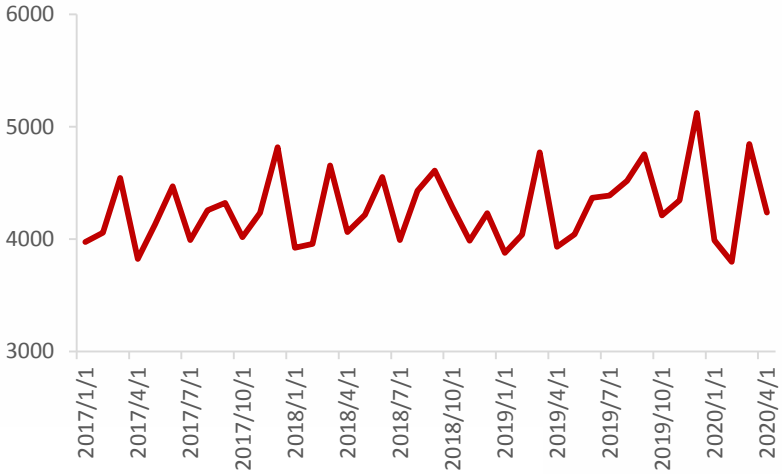


数据来源：卓创资讯，Wind，西南证券整理

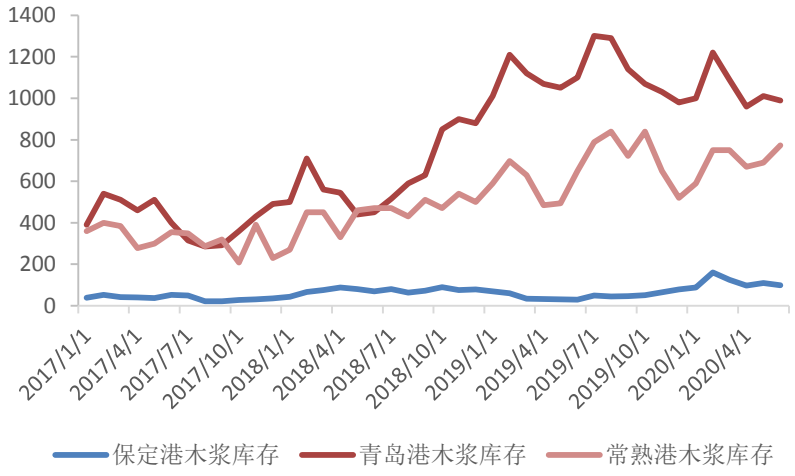
成本端：木浆主要依赖进口，浆价触底库存高企

- 库存方面，以国内三大港青岛、保定、常熟港纸浆库存变动走势为参考，6月底三大港口库存总和达到186万吨，库存较上月增加2.8%，库存水平仍处高位。全球纸价发运量稳定在均衡水平，但由于海外经济恢复较慢，许多纸浆改运到中国销售，导致国内库存依然高企，而下游纸企纸浆库存较高，采购积极性偏弱，以消耗库存为主，短期内预计木浆市场需求端难大幅改善，港口木浆库存去化缓慢，浆价保持低位盘整为主。

全球木浆发运量（千吨）



木浆库存情况（千吨）

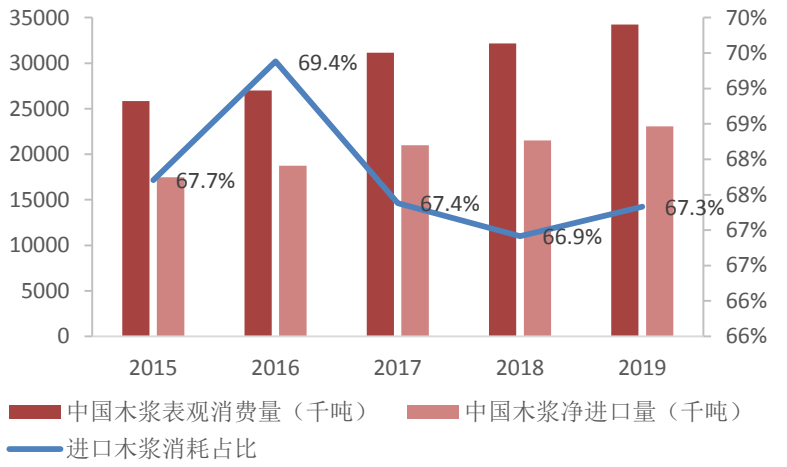


数据来源：卓创资讯，西南证券整理

成本端：阔叶浆未来新增产能较多，或对价格有所压制

- 木浆主要依靠进口，2019年我国进口木浆2306万吨，占总消耗量约67%，因此在判断未来浆价走势时，我们主要参考海外大厂的产能释放情况。回顾浆价历史走势，可以发现2016年和2019年都出现了较大幅度下跌，而这两次下跌之前都经历了产能的明显扩张。
- 未来两年全球木浆产能仍有较大规模投放。从结构上来看，针叶浆产能增加有限，而阔叶浆的产能在明后两年预计新增370万吨，将对浆价形成压制。预计阔叶浆价格中长期仍将维持底部震荡，针阔叶木浆价差也可能进一步拉大。

中国木浆进口依赖度



未来全球木浆产能投放情况

公司	类型	产能（万吨/年）	预计投产时间
智利Arauco	阔叶浆	127	2021年
印度泰米尔纳德邦新闻纸业公司	阔叶浆	33	2021年Q1
芬兰UPM集团	阔叶浆	210	2022年下半年
巴西Euca Energy	阔叶浆	200	2023年
加拿大魁北克省LSQ浆厂	针叶浆	30	2020年上半年
美国Domtar公司	绒毛浆/针叶浆	9	2020年
俄罗斯ILIM集团	针叶浆	5	2021年
俄罗斯远东投资&出口局	商品浆	550-600	——
俄罗斯联邦工业&贸易部	纸浆	330	——

数据来源：卓创资讯，西南证券整理

目　录

1 行业景气度：白卡库存下降，浆价低位盘整

1.1 白卡纸库存下降，价格区域性抬升

1.2 木浆主要依赖进口，浆价触底库存高企

2 行业格局：需求有增量，行业集中度大幅提升

2.1 行业格局：资金链条长，技术壁垒高

2.2 供给端：未来新增产能有限，集中度提升

2.3 需求端：传统需求稳健增长，“限塑令”催生新增量

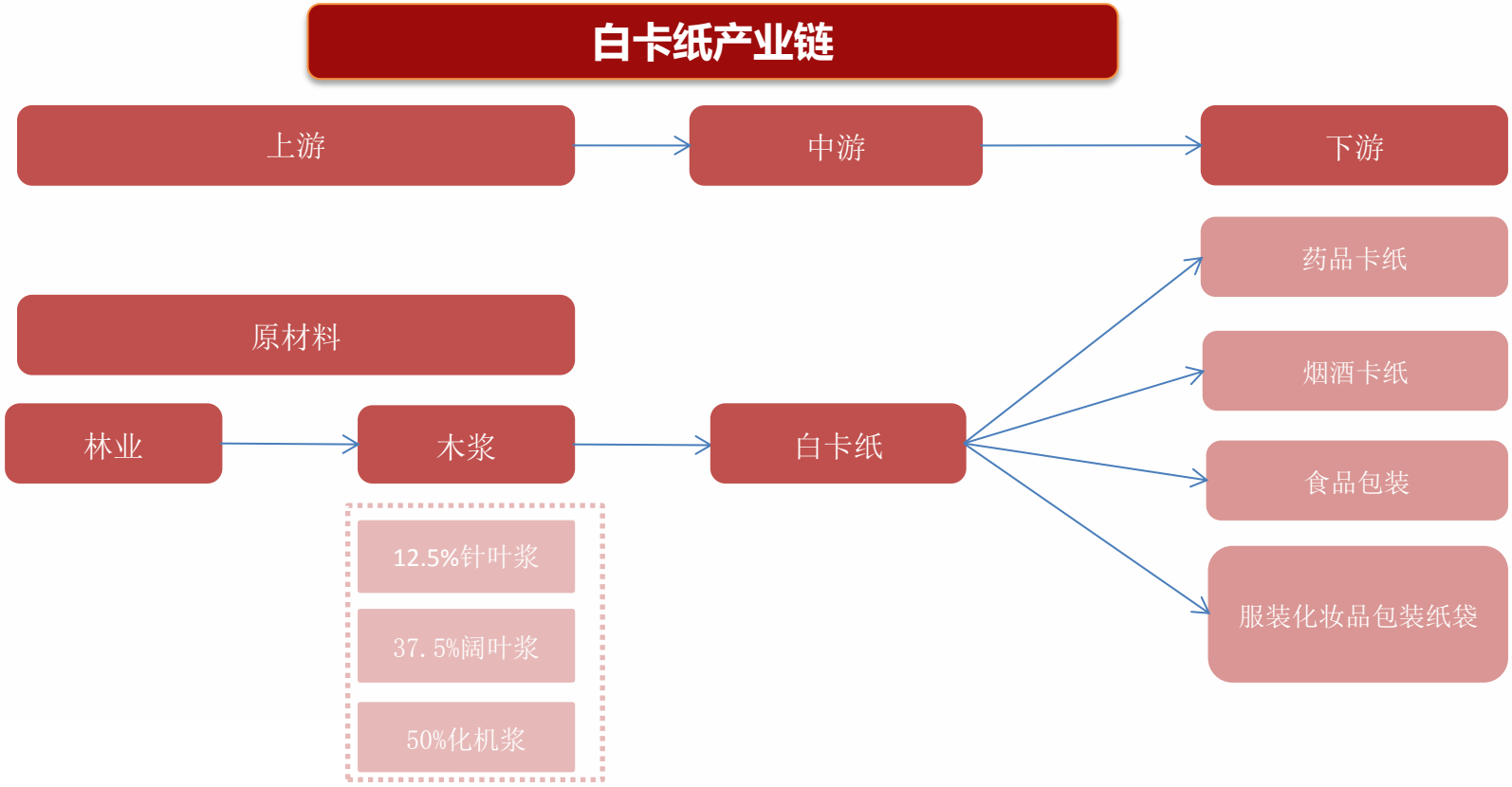
3 关注标的：博汇纸业（600966）

3.1 白卡龙头之一，盈利能力有较大提升空间

3.2 两大龙头深度整合，行业景气度向上

行业格局：资金链条长，技术壁垒高

- 白卡纸是通过干燥、施胶、压光等操作将木浆制成的纸制品。其上游为原材料木浆，下游应用需求非常广泛，可以用于食品、药品、烟酒、服装化妆品等多种消费品的包装，需求结构较为稳定。



资料来源：中国造纸工业协会，西南证券整理

行业格局：建设周期长，投产规模大

- **白卡纸产能建设周期长。**根据各纸企产能建设公告统计，白卡纸建设周期平均在2.5年，比瓦楞纸和箱板纸长半年时间。建设周期长使得白卡纸的下游需求变动难以吸引中小产能，产能波动较低。
- **资金投入规模大，**白卡产能投资额普遍高于0.4亿元/万吨，平均比其他两种包装纸高0.2亿元/万吨，资金壁垒较高，投产产能量级大，规模效应显著，小厂难以进入。环保政策下中小产能淘汰和大厂扩产，推动行业集中度提升。

各纸种单位产能投资额比较

纸种	企业	宣布时间	投产时间	投资额（亿元）	产能（万吨）	建设周期	单位产能投资额（亿元/万吨）
白卡纸	博汇纸业	2010年12月	2013年5月	30.86	75	2.4	0.41
		2017年1月	2019年9月	32.31	75	2.7	0.43
	晨鸣纸业	2014年2月	2015年9月	20	35	1.6	0.57
		2015年4月	2016年8月	55	120	1.3	0.46
	斯道拉恩索	2012年3月	2016年6月	52.68	45	4.3	1.17
瓦楞纸	河南银鸽	2007年7月	2008年10月	2.06	15	1.3	0.14
	景兴纸业	2013年4月	2016年6月	4.6	30	3.2	0.15
	博汇纸业	2017年12月	2019年8月	共23.36	50	1.7	0.23
箱板纸	太阳纸业	2013年12月	2016年9月	23.92	50	2.8	0.48
		2017年2月	2018年8月	21	80	1.5	0.26
	博汇纸业	2017年12月	2019年8月	共23.36	50	1.7	0.23
	山鹰纸业	2011年5月	（开工延误）2015年3月	14.55	45	2.5	0.32
		2020年初	2021年中	25.96	100	1.5	0.26
文化纸	博汇纸业	2019年6月	2021年	17.19	45	-	0.38
	太阳纸业	2019年7月	2021年	20.16	45	1.5	0.45
		2020年4月	2021年	23.77	55	1.5	0.43

数据来源：公司公告，西南证券整理

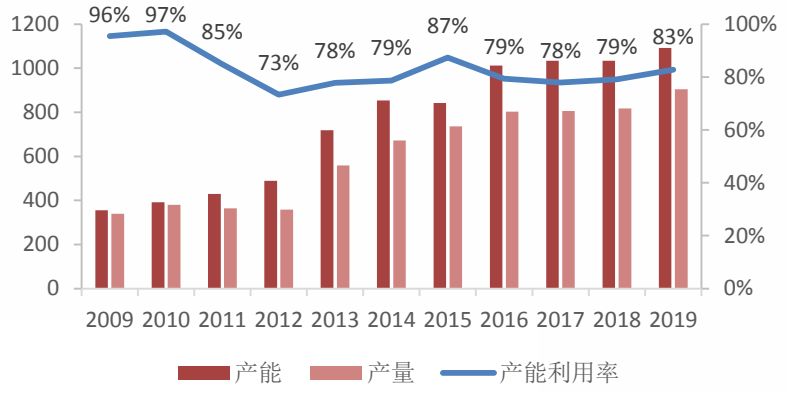
供给端：未来新增产能有限，且集中在大厂

- 白卡行业经历2011-2013和2016-2018两次产能扩张，13年和16年产能分别增加230万吨和170万吨，行业处于供过于求状态。近两年产能增速放缓，19年博汇75吨新建产能投放后，**总产能达到1092万吨，产量904万吨**，同比增长10.6%，产能利用率达82.8%，连续两年提升，表明行业供需格局有所改善。
- **未来新增产能有限，主要集中在大厂。**目前看未来新增产能确定性较高的是2021年行业龙头金光纸业拟新增的180万吨产能，2021年后产能增量具有不确定性，但主要集中在大厂，行业集中度有望进一步提升。

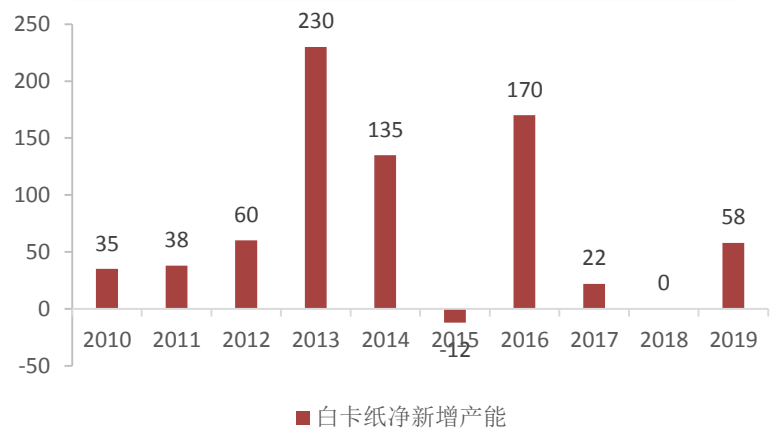
白卡纸未来新增产能

企业	地点	产能（万吨）	内容	预计投产时间
APP	广西钦州	180	90万吨普通白卡纸，90万吨食品级白卡纸	2021Q4
新亚纸业	河南新乡	40	40万吨液包纸	在建
斯道拉恩索	广西北海	45	林浆纸一体化三期规划，45万吨白卡纸	规划中
亚太森博	广西北海	200	林浆纸一体化项目，200万吨白卡纸	规划中
太阳纸业	广西北海	90	林浆纸一体化项目二期规划，90万吨白卡纸	规划中

白卡行业产能情况（千吨）



白卡纸净新增产能（万吨）



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

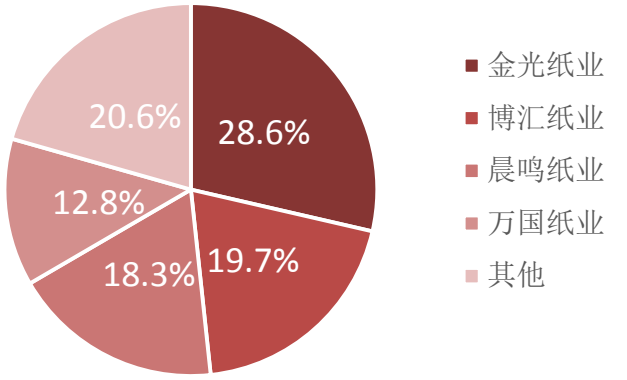
供给端：收购促成行业竞争格局大幅向好

- **金光收购博汇后行业竞争格局大幅向好。**白卡2019年总产能约1092万吨，其中行业CR4金光纸业312万吨，博汇纸业215万吨，晨鸣纸业200万吨，万国纸业140万吨，产能集中度达79.4%，议价权掌握在行业龙头手中。如果金光成功收购博汇纸业，则金光产能占比将达到48%，龙头地位进一步稳固。行业深度整合，产业议价力将大幅提升。

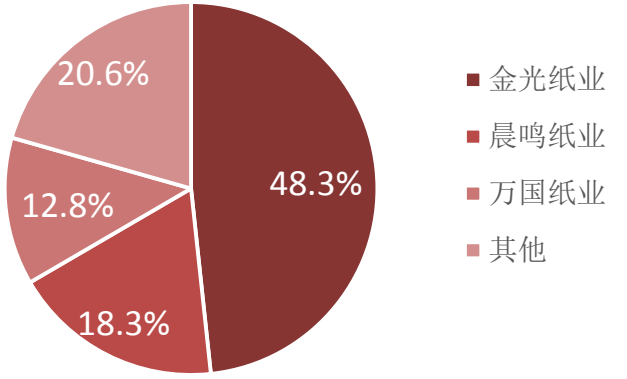
白卡纸已投产产能分布

企业	地点	产能分布(万吨)	总产能(万吨)
金光纸业	宁波中华	62	312
	宁波亚洲浆	150	
	广西金桂浆	100	
博汇纸业	山东博汇	65	215
	江苏博汇	150	
晨鸣纸业	湛江晨鸣	120	200
	山东晨鸣	45	
	江西晨鸣	35	
万国纸业	万国太阳	140	140
红塔仁恒		60	60
亚太森博		50	50
斯道拉恩索		45	45
其他		70	70
总产能	1092		

收购前CR4集中度



收购后CR3集中度

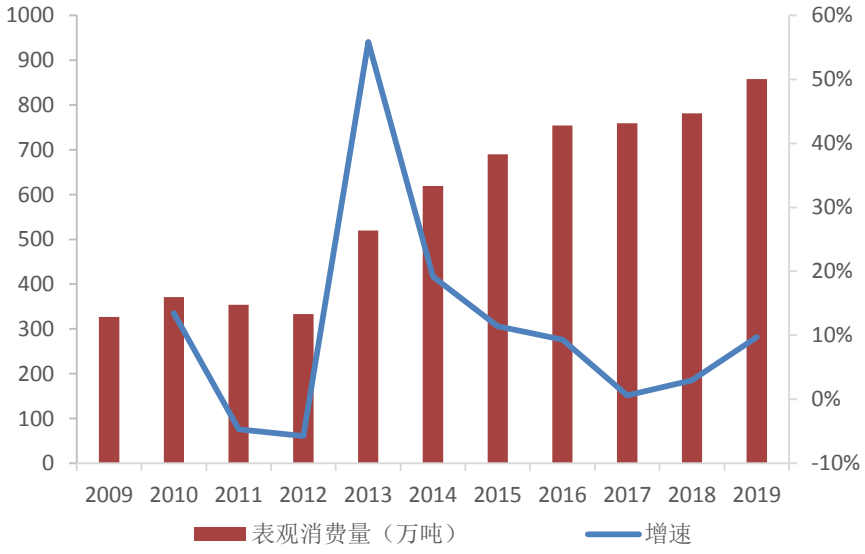


数据来源：卓创资讯，西南证券整理

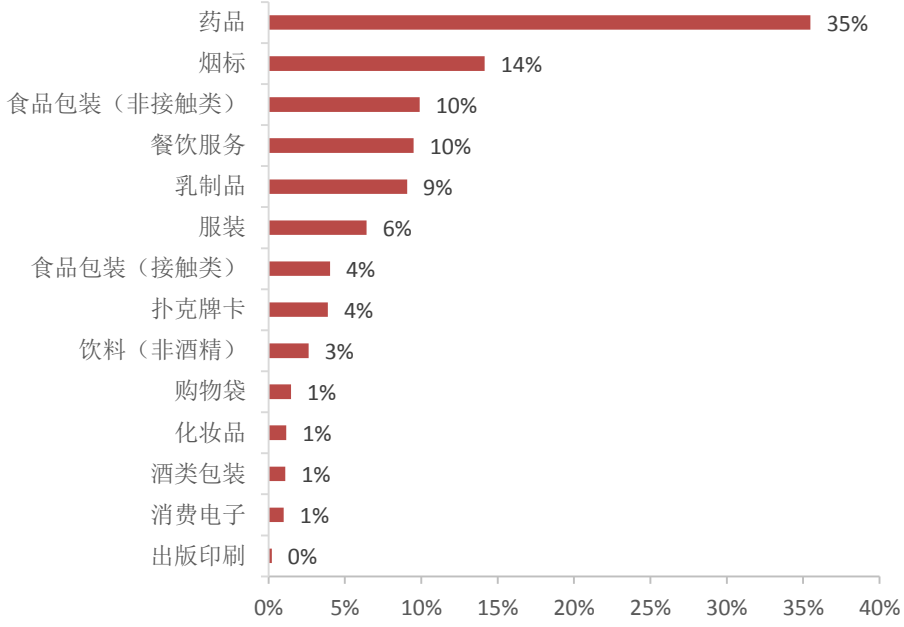
需求端：传统需求稳健增长，“限塑令”催生新增量

- **白卡纸下游应用广泛，多为必选消费品。**白卡纸相比白板纸具有坚挺厚实、平滑度高的特点。其主要产品类型为烟卡纸、食品卡纸和社会卡纸。其中社会卡纸占比61%，主要应用为药品、食品外包装、服装化妆品、扑克牌等；烟卡占比14%；食品卡纸（接触类）包括餐盒、乳制品液包等占比25%。白卡纸下游应用大多属于必选消费品，终端需求稳定，消费量保持稳健增长，需求增速在造纸各领域中表现亮眼，2019年表观消费量增速达到10%。

白卡表观消费量及增速



白卡下游应用结构

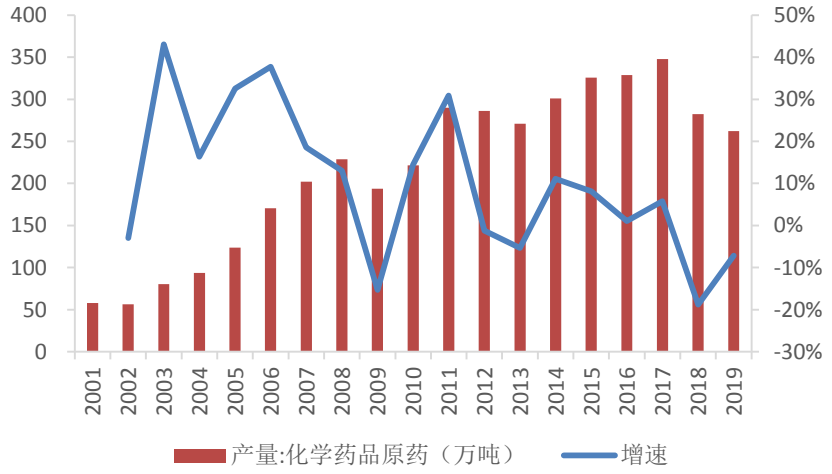


数据来源：卓创资讯，中国产业信息网，西南证券整理

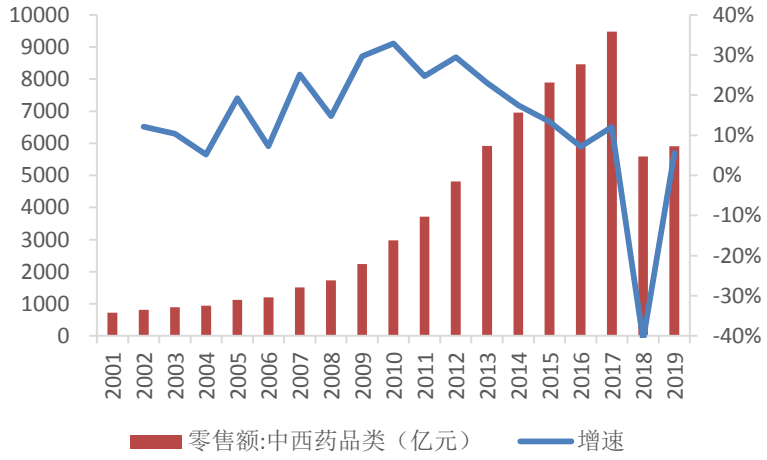
需求端：下游应用广泛，传统需求稳健增长

- **占比最大的药品包装终端需求保持增长。**下游需求中，药品、烟酒、食品、乳制品包装占白卡纸份额超过80%。最大需求来源药品包装占比超过35%。在2008-2017十年里药品的产量和销量保持较快增速，近两年由于医改和带量采购，产量和销售额有一定下滑。但我们认为随着老龄化人口占比提升以及疫情激发下全民保健意识增强，药品用量预计保持增长。

化学药品产量



药品零售额

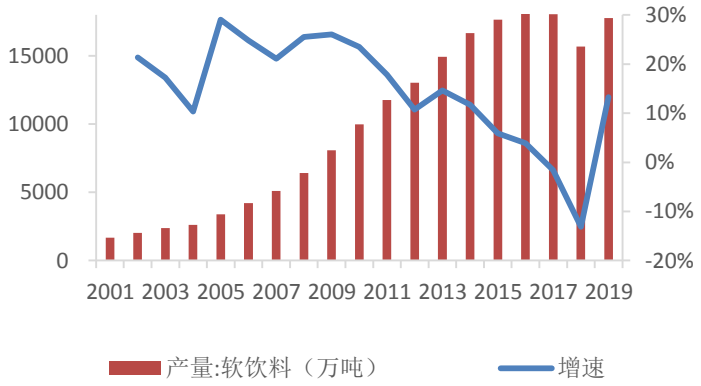


数据来源：WIND，西南证券整理

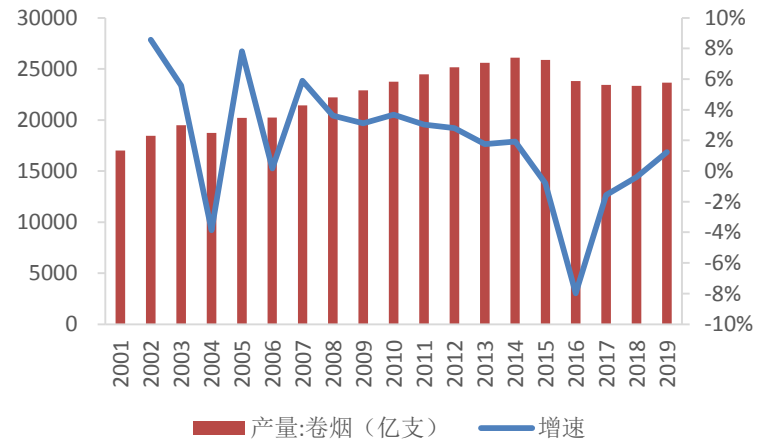
需求端：下游应用广泛，传统需求稳健增长

- 卷烟由于控烟政策及去库存，产量增速放缓，19年产量236.4百亿支，同比上涨1.2%，库存去化完毕。我国乳制品行业进入成熟发展期，但人均消费量远低于国际水平，预计未来将稳定增长，2019年产量2719万吨，增速为1.2%。软饮料2019年产量1.8亿吨，增速13.3%，受消费升级影响，软饮料需求持续向好，利好食品包装卡。

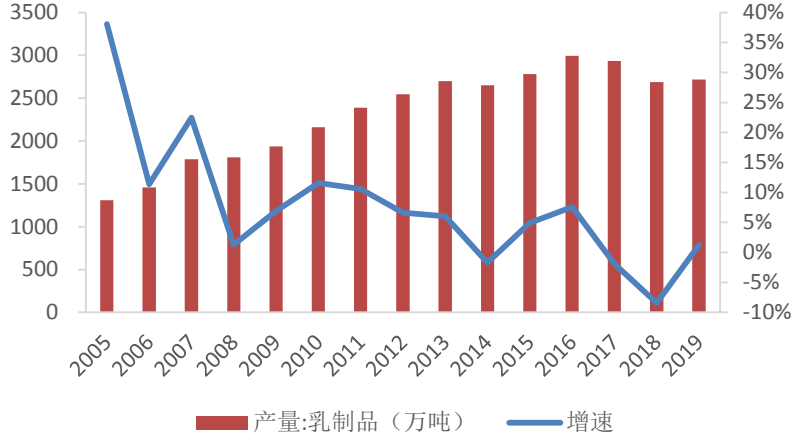
软饮料产量



下游卷烟产量



乳制品产量

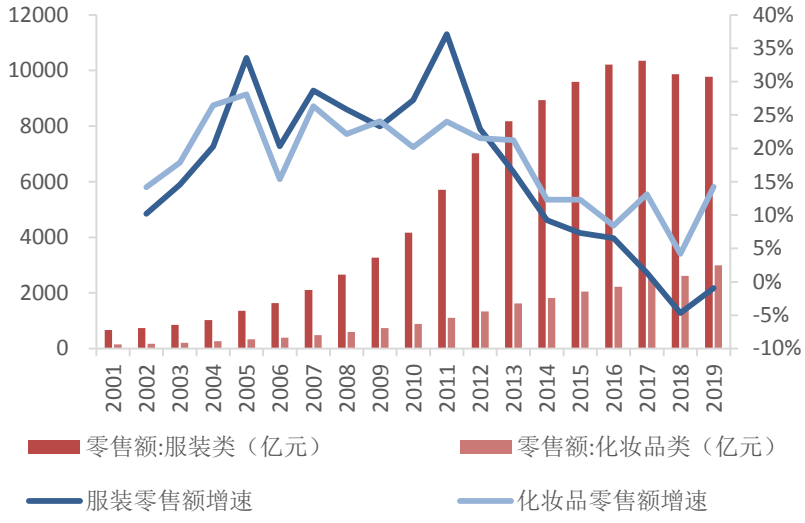


数据来源：卓创资讯，西南证券整理

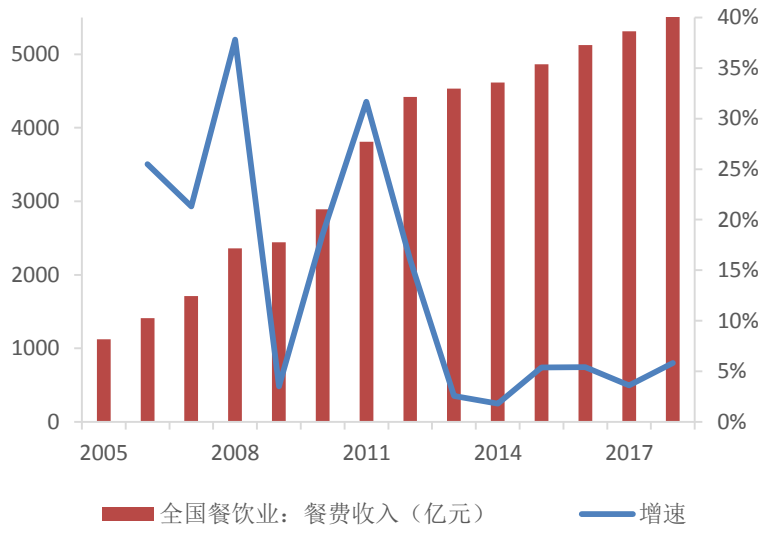
需求端：下游应用广泛，传统需求稳健增长

- 其他方面，服装终端需求有所下降，但化妆品增长亮眼，19年销售2992亿元，同比增长14.3%。餐饮服务业收入保持稳健增长，20年上半年受疫情影响有所回落，预计下半年需求将逐渐恢复正常。受益于新限塑令政策，白卡在餐饮打包和外卖餐盒上的替代需求显现。总体而言，白卡纸下游需求保持稳定，受益于人均消费潜能释放，长期保持稳中向好态势。

服装、化妆品零售额



餐饮服务业收入



数据来源：卓创资讯，WIND，西南证券整理

需求端：限塑令带来食品包装纸替代需求

- **新限塑令颁发，禁止一次性不可降解塑料制品使用。**2020年1月19日，国家发改委、生态环境部公布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，新限塑令系统性地对部分塑料制品的生产、销售、使用和回收处置等流程都作出了明确规定。4月10日，国家发改委发布《禁止、限制生产、销售和使用的塑料制品目录（征求意见稿）》；9月1日起将正式施行的新固废法也增设了塑料制品的相关规定。

时间	新限塑令主要内容
-	1、 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； 2、 禁止以医疗废物为原料制造塑料制品； 3、 全面禁止废塑料进口。
2020	1、 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； 2、 重点城市的商场、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； 3、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。 4、规范和限制农贸市场使用不可降解塑料袋。
2022	1、 禁止销售含塑料微珠的日化产品。 2、 全部地级以上城市建成区和沿海地区县城建成区禁止使用不可降解塑料袋； 3、 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； 4、 北京、上海、江苏、浙江、福建、广东等省市的邮政快递网点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； 5、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。
2025	1、 全部地级以上城市建成区和沿海地区县城建成区的集贸市场禁止使用不可降解塑料袋； 2、 全国范围内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。 3、 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 其它： 4、 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%； 5、 所有宾馆、酒店、民宿不再主动提供一次性塑料用品。

数据来源：国家发展改革委官网，西南证券整理

需求端：限塑令带来食品包装纸替代需求

- 新限塑令规定，至2020年重点城市的商场、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；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。2022年和2025年禁止范围逐步扩大至全国，并推广使用环保布袋、纸袋等非塑制品作为替代产品。此措施将增加白卡纸纸盒和纸袋对餐饮外卖餐盒、塑料包装袋等塑料制品的替代需求，为白卡纸带来替代增量。

新限塑令推广替代产品规定

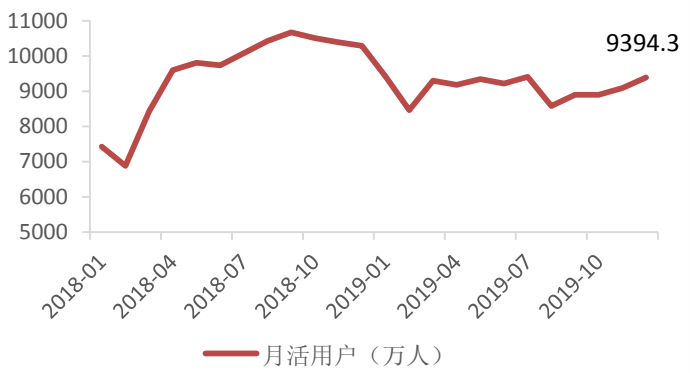
方向	内容
推广应用替代产品和模式	1、在商场、超市、药店、书店等场所，推广环保布袋、纸袋等非塑制品和可降解购物袋；推广生鲜产品可降解包装膜（袋）； 2、餐饮外卖：符合性能和食品安全要求的秸秆覆膜餐盒等生物基产品、可降解塑料袋等； 3、 重点覆膜区域：可降解地膜。
培育优化新业态新模式	1、电商、外卖要加强入驻商户管理，制定一次性塑料制品减量替代实施方案，并向社会发布执行情况； 2、连锁商超、大型集贸市场、物流仓储、电商快递等：积极推广可循环、可折叠包装产品和物流配送器具；建设可循环包装跨平台运营体系；鼓励使用商品和物流一体化包装，建立可循环物流配送器具回收体系。
增加绿色产品供给	传统塑料制品：开展绿色设计，提升回收和再利用性能；不得违规添加对人体、环境有害的化学添加剂； 新兴替代材料：加大技术研发和应用力度，提升产品性能，降低应用成本。晚上可降解塑料相关标准，保障降解产物安全可控。

数据来源：国家发展改革委官网，西南证券整理

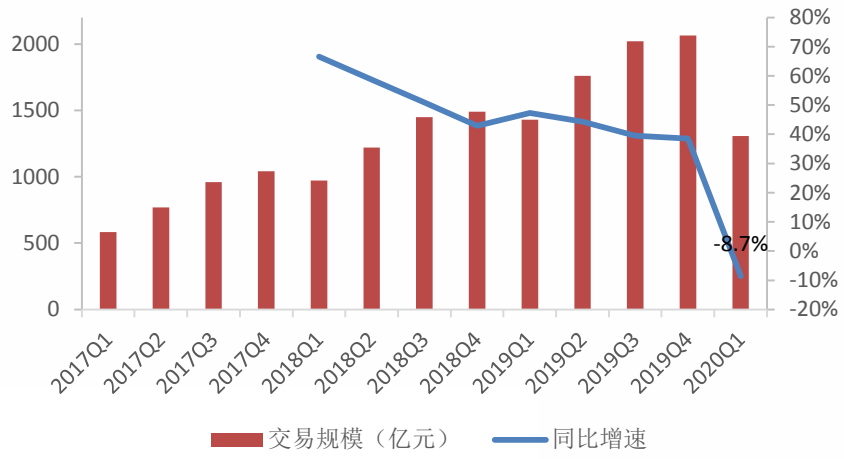
2.3.3 需求端：外卖行业发展助推食品级白卡替代

- 2019年我国互联网餐饮外卖交易规模、订单量、月度活跃用户均有显著增长，用户习惯逐渐形成。餐饮外卖领域活跃人数全网渗透率9.2%，用户规模仍有较大上涨空间。
- 据新限塑令，至2025年餐饮外卖领域不可降解一次性塑料餐具消耗强度下降30%。食品级白卡纸性质优良，将成为塑料餐盒的完美替代品，利好食品级白卡需求。

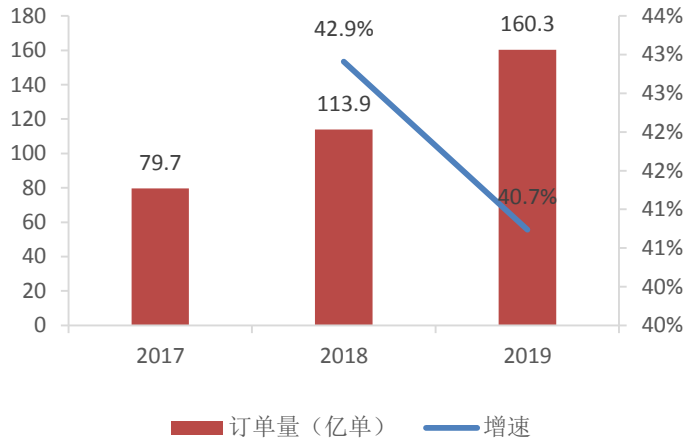
互联网餐饮外卖月活用户



互联网餐饮外卖交易规模



互联网餐饮外卖订单量



数据来源：易观资讯，西南证券整理

需求端：限塑令5年内将带来129万吨白卡替换需求

□ 对白卡纸在限塑令政策中的替代需求进行测算，我们做出如下假设：

1）假设外卖订单每15元消耗一个餐盒，餐饮打包每200元消耗一个餐盒；

2）白卡包装盒的渗透率到2025年达到30%，白卡纸袋占纸袋比例为15%；

3）塑料包装袋使用量方面，据中国塑协塑料再生利用专业委员会，我国每天要用掉塑料袋超30 亿个，即每年塑料袋使用量为10950 亿个。

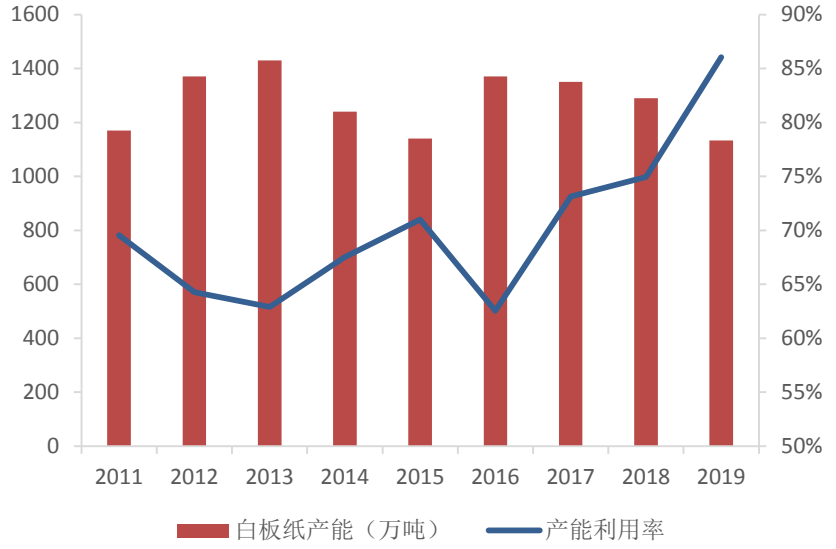
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
外卖和餐饮打包纸盒需求								
外卖销售规模（亿元）	4613	6035	7543.8	9052.5	10682.0	12284.2	13758.4	15134.2
YOY	55.4%	30.8%	25%	20%	18%	15%	12%	10%
餐饮占比	92.0%	90.0%	89.0%	88.0%	87.0%	86.0%	85.0%	85.0%
餐饮规模（亿元）	4244	5432	6714	7966	9293	10564	11695	12864
每15元消耗一个餐盒	15	15	15	15	15	15	15	15
外卖餐盒数量（亿个）	283	362	448	531	620	704	780	858
餐饮业餐费收入	4998	5248	5484	5703	5931	6168	6415	6672
YOY	5.6%	5%	4.5%	4%	4%	4%	4%	4%
每200元消耗一个打包盒	200	200	200	200	200	200	200	200
打包餐盒数量（亿个）	25	26	27	29	30	31	32	33
食品级白卡渗透率	10%	12%	15%	18%	20%	23%	25%	30%
单个纸餐盒重量（克）	30	30	30	30	30	30	30	30
外卖白卡需求（万吨）	**8**	**13**	**20**	**29**	**37**	**49**	**58**	**77**
餐饮打包白卡需求（万吨）	**1**	**1**	**1**	**2**	**2**	**2**	**2**	**3**
白卡纸袋替代塑料袋需求								
塑料袋使用量（亿个）		10950	10933.6	10922.6	10913.9	10907.4	10903.0	10900.8
YOY		-0.20%	-0.15%	-0.10%	-0.08%	-0.06%	-0.04%	-0.02%
纸袋渗透率		2.5%	5%	8%	10%	12%	14%	15%
纸袋数量（亿个）		274	547	874	1091	1309	1526	1635
单个纸袋重量（克）		20	20	20	20	20	20	20
白卡纸袋占比		15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
白卡纸袋需求（万吨）		**8**	**16**	**26**	**33**	**39**	**46**	**49**
总需求（万吨）	**9**	**22**	**38**	**56**	**72**	**90**	**107**	**129**

数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

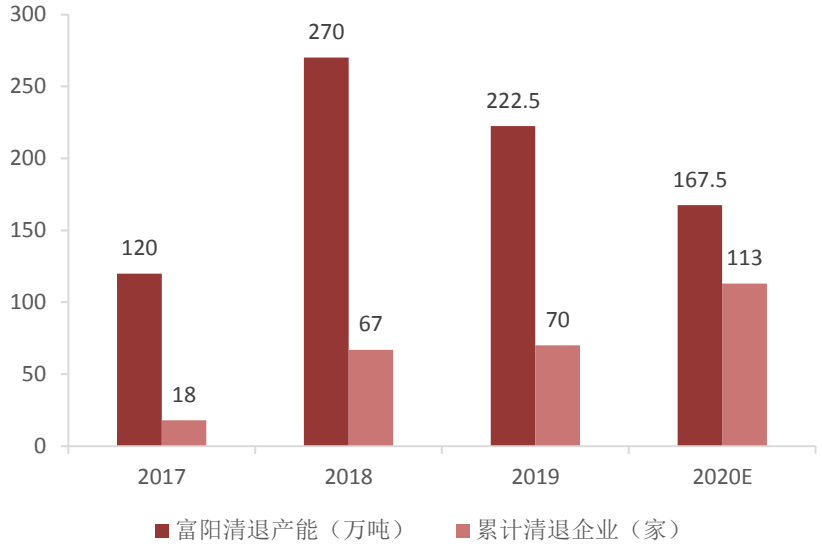
需求端：白板纸产能缩减成本提高，白卡纸替代效应明显

- **浙江富阳白板纸中小企业被清退，产能降低。**富阳拥有白板纸近千万吨产能，自2016年富阳政府开始整顿造纸行业，清退落后产能，据《富阳区造纸制造业改造提升实施方案2017-2020》，至2020年底富阳区将全面腾退造纸企业，累计腾退造纸企业113 家、减少造纸产能780万吨。截至2019年底，已清退产能612.5万吨，占白板纸总产能54%。我们预计部分白板纸终端需求会向白卡纸转移，如果白卡对白板替代需求达到10%，则会新增白卡需求约70万吨。

白板纸产能



杭州富阳白板纸清退产能及企业

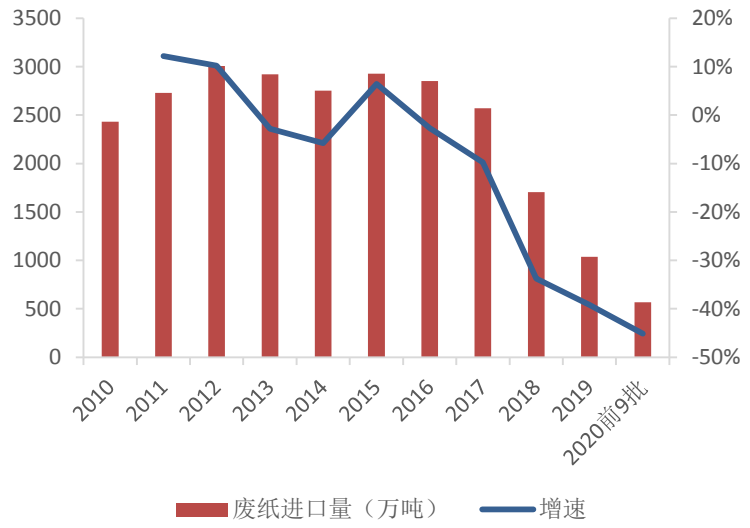


数据来源：卓创资讯，富阳政府官网，西南证券整理

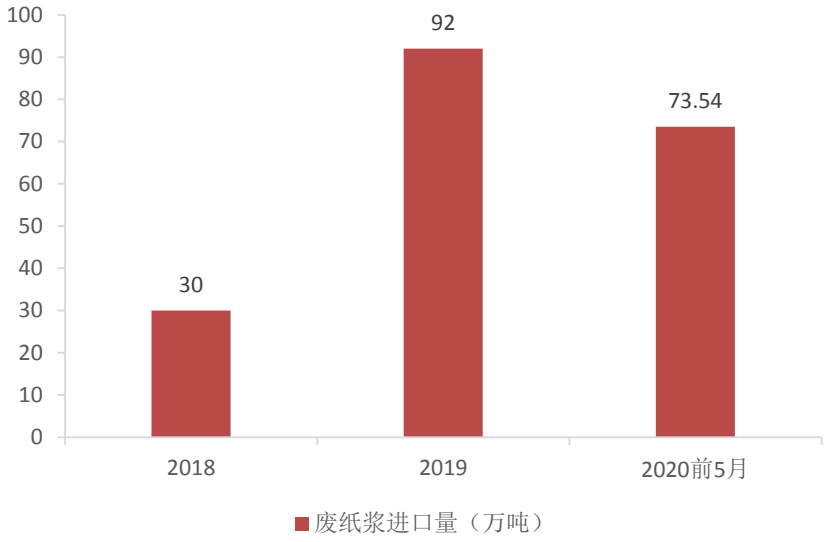
需求端：白板纸产能缩减成本提高，白卡纸替代效应明显

- **外废进口即将清零，原材料供应收紧。**白卡与白板的区别在于白卡纸以原生木浆为原料，而白底和灰底白板纸以废纸为主要原料。新固废法指出自2021年起，中国全面禁止固体废物进口，2020年外废配额大幅缩减，预计年底实现外废零进口。目前我国废纸的实际回收率已不低，我们预计2021年国内废纸回收量不会出现大幅增加，因此2021年国内的废纸供应缺口将继续加大，不排除废纸价格上行的可能。

废纸进口量



废纸浆进口量



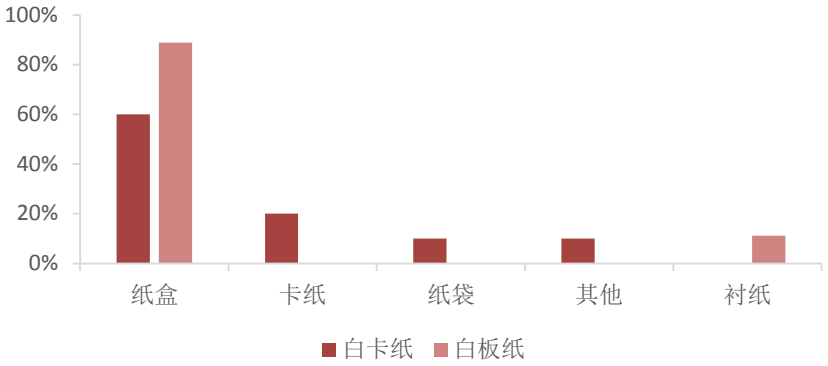
数据来源：卓创资讯，西南证券整理

需求端：白板纸产能缩减成本提高，白卡纸替代效应明显

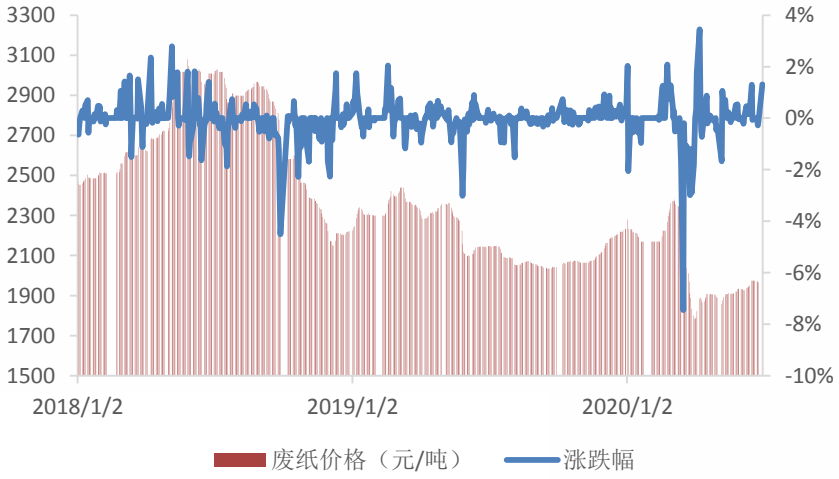
- **废纸缺口扩大，进一步刺激白卡对白板的替代。**

  原材料供应收紧、成本上升，推动白板纸价格向上，或导致白板与白卡的价差收窄。白卡纸与白板纸下游应用重合多，白板纸性价比降低后，高端替代品白卡纸需求扩大，进一步刺激白卡对白板的替代。

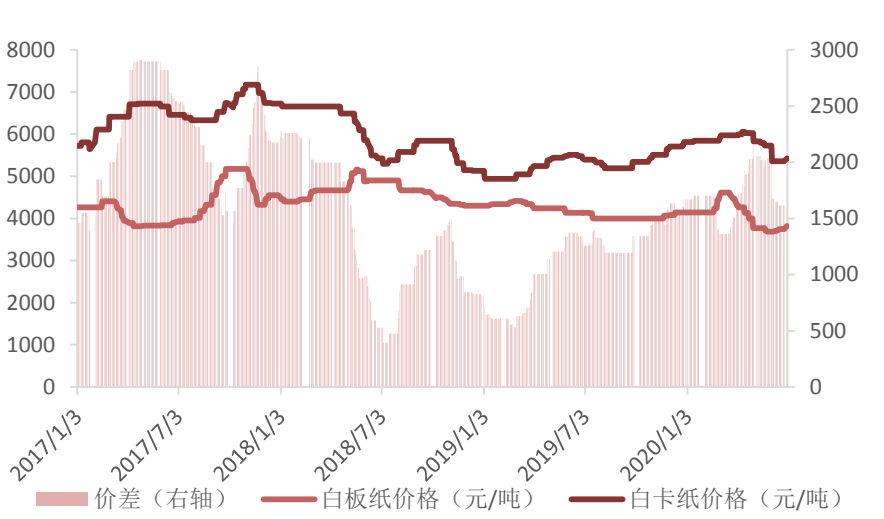
白板纸与白卡纸下游应用比较



国内废纸价格趋势



白板纸与白卡纸价格比较



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

目　录

1 行业景气度：白卡库存下降，浆价低位盘整

1.1 白卡纸库存下降，价格区域性抬升

1.2 木浆主要依赖进口，浆价触底库存高企

2 行业格局：需求有增量，行业集中度大幅提升

2.1 行业格局：资金链条长，技术壁垒高

2.2 供给端：未来新增产能有限，集中度提升

2.3 需求端：传统需求稳健增长，“限塑令”催生新增量

3 关注标的：博汇纸业（600966）

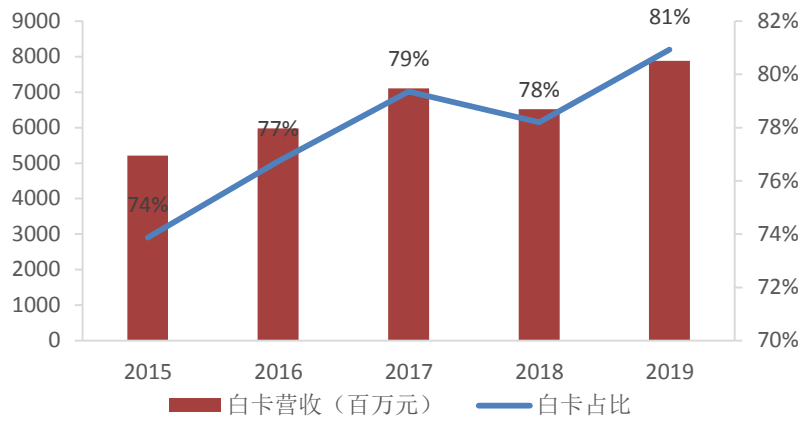
3.1 白卡龙头之一，盈利能力有较大提升空间

3.2 两大龙头深度整合，行业景气度向上

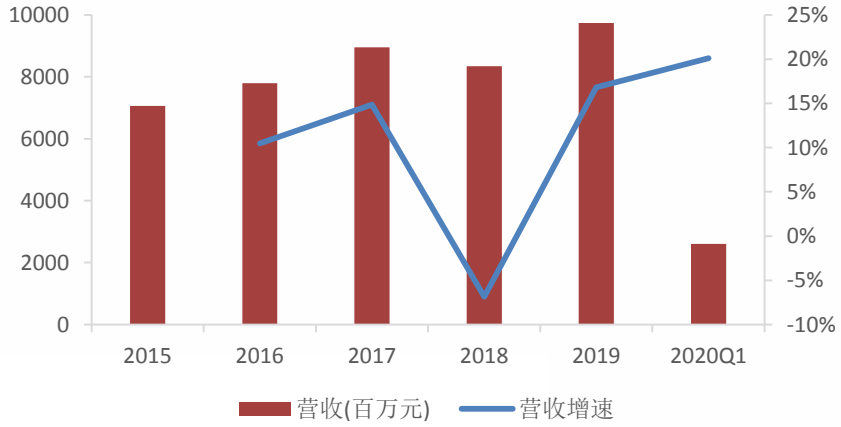
博汇纸业（600966）：白卡龙头之一，盈利能力有较大提升空间

- 博汇是国内白卡纸第二大企业，19年白卡占营收比例达81%。2018年行业竞争加剧，白卡价格大幅回落，公司营收和净利润增速下行。19年下游需求恢复，营收增长17%至97.4亿。公司19年共计175万吨新产能投产（100万吨箱板瓦楞+75万吨白卡），试机成本增加，导致公司净利润下滑48%达到1.3亿元。
- 今年来在浆价持续回落叠加产能增量下，Q1公司实现营收26.1亿元，净利润1.9亿元，同比上年增长51.4%，业绩大幅好转。

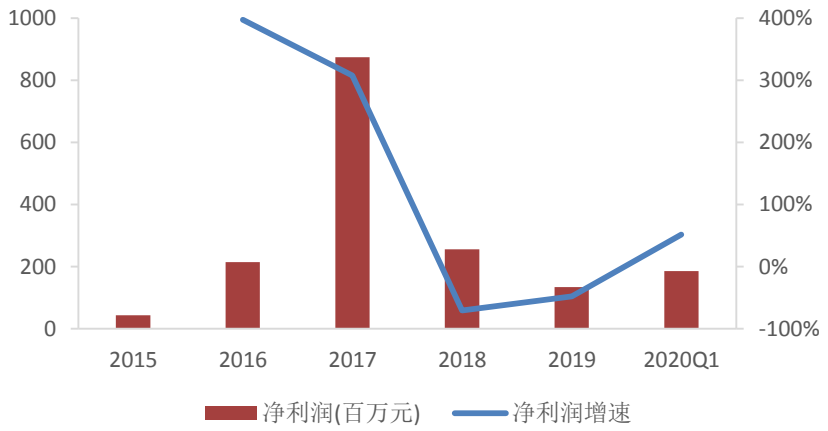
白卡营收及占比



博汇纸业营收及增速



博汇纸业净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

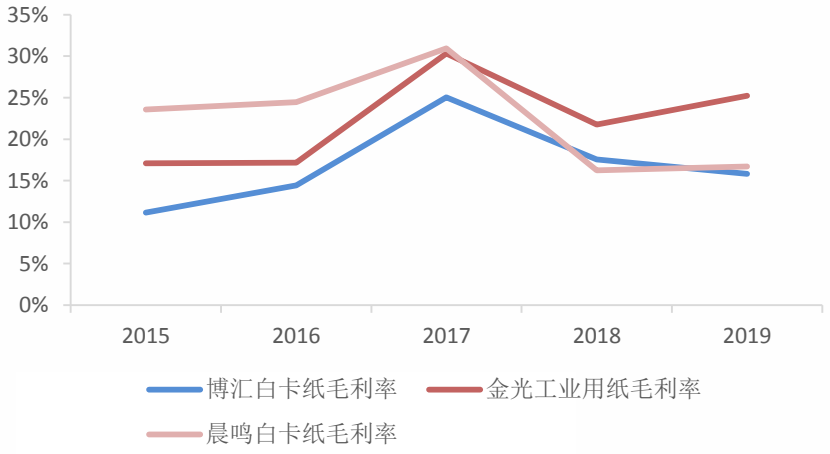
博汇纸业（600966）：白卡龙头之一，盈利能力有较大提升空间

- 博汇毛利率和净利率平均保持在20%和7%左右，盈利周期与行业景气度匹配。但与其他竞争对手如金光、晨鸣等主要纸企相比，博汇的白卡毛利率处于较低水平，19年博汇、金光、晨鸣白卡毛利率分别为16%、22%和17%，盈利能力有较大提升空间。

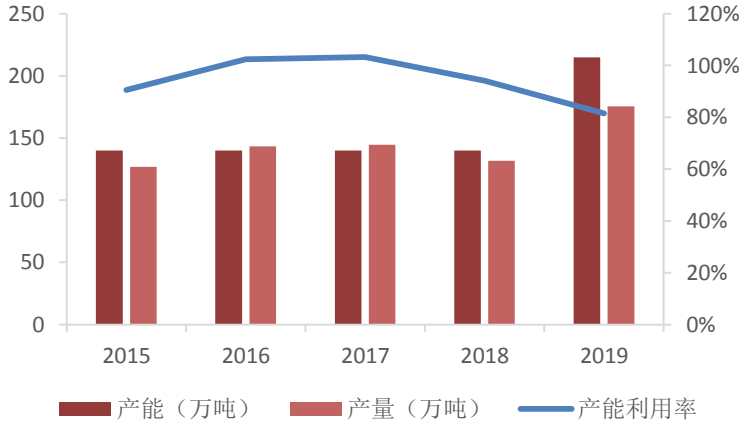
博汇已投产产能分布

产地	类型	产能（万吨）
制浆		
山东淄博	化学浆	110
	化学浆	9.5
合计		119.5
造纸		
山东淄博	涂布白卡纸	65
	高档牛皮箱板纸	65
	高强瓦楞纸	52.5
	未涂布印刷书写纸	25
江苏盐城	涂布白卡纸	150
合计		357.5

主要纸企白卡毛利率比较



博汇白卡产能及产能利用率

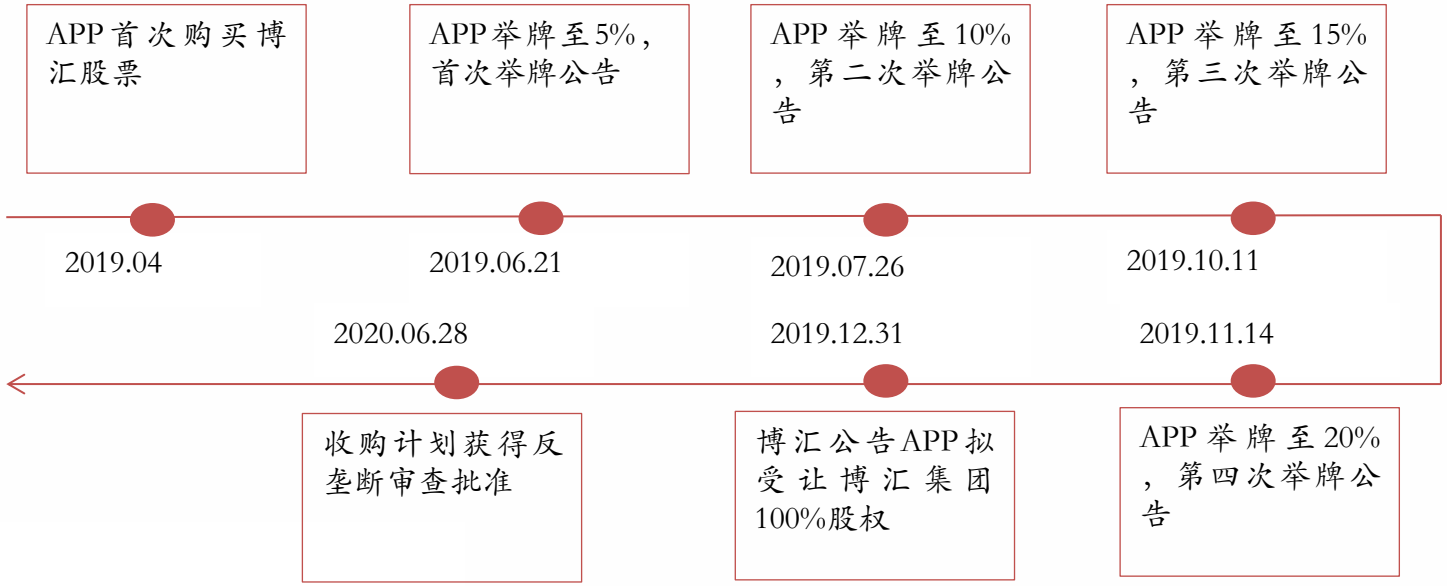


数据来源：公司公告，西南证券整理

博汇纸业（600966）：两大龙头深度整合，行业景气度向上

- 金光纸业（APP）和博汇是白卡行业两大龙头，2019年4月起，APP已通过全资子公司宁波亚洲纸管纸箱有限公司四次举牌持有博汇20%股份，12月博汇宣布APP拟受让其实控人博汇集团100%的股权，本次要约收购价格为5.36元/股，收购数量6.8亿股，所需资金总额36.7亿元。此次收购计划已于2020 年6 月28 日获得反垄断审查批准，此次收购成功后，APP将直接和间接持有博汇纸业48.8%的股份成为实际控制人。

APP收购博汇纸业进程

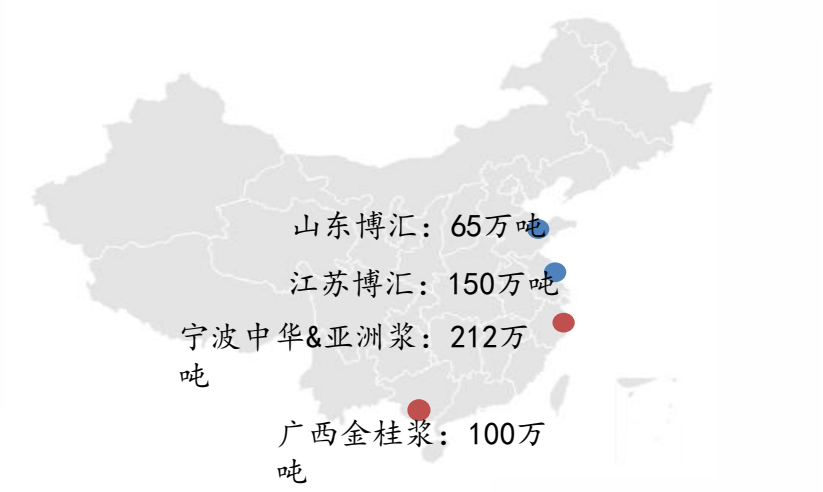


数据来源：公司公告，西南证券整理

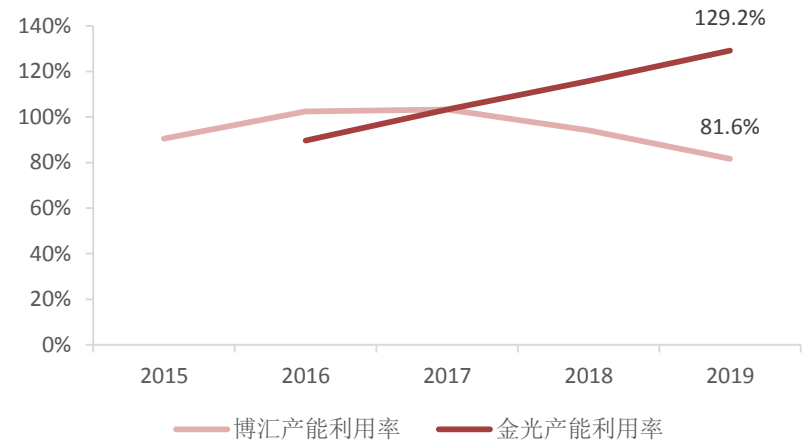
博汇纸业（600966）：两大龙头深度整合，行业景气度向上

- APP和博汇纸业分别拥有白卡纸产能312万吨和215万吨，APP还有180万吨在建产能预计2021Q4投产。收购完成后，至2021年二者合计将拥有707万吨产能，占白卡行业55.6%，行业CR3将达到82.3%。从同业竞争角度考虑，如果顺利收购，大概率APP的白卡产能会注入上市公司。此外环保政策趋严导致中小产能出清，小产能竞争力削弱，行业供给进一步集中，议价能力大幅提升，龙头在稳定纸价、控制产能扩张方面话语权增强，白卡纸吨盈利向好。
- 博汇在2019年75万吨白卡新产能投产后，产能利用率降低，19年为81.6%，而APP产能利用率高达129.2%。收购成功后，二者产能整合，扩产增量，博汇产能利用率和吨盈利均有望提升。

博汇与APP产能分布



博汇与APP白卡纸产能利用率

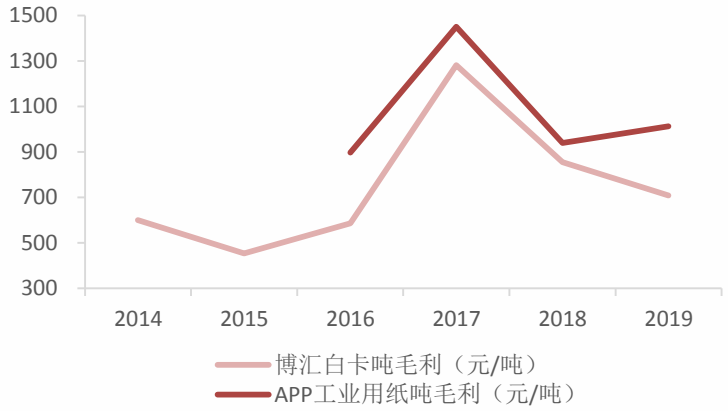


数据来源：公司公告，西南证券整理

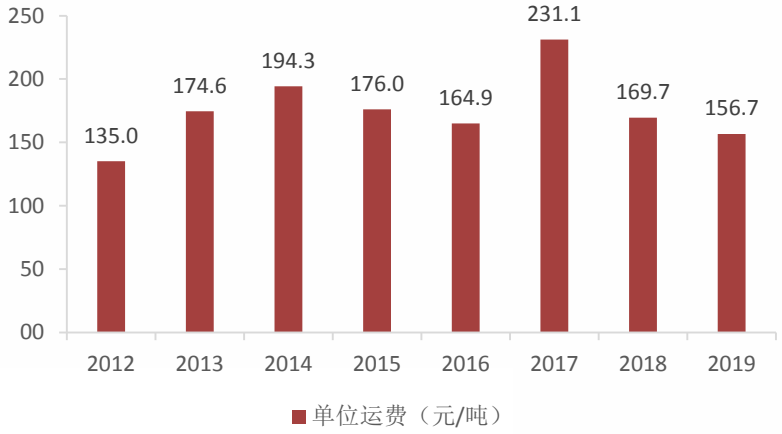
博汇纸业（600966）：两大龙头深度整合，行业景气度向上

- 产能方面，APP白卡产能主要分布在浙江宁波和广西钦州，而博汇拥有山东和江苏两大产能基地。合并后两公司在华北华南的产能进一步互补，产能协同效应明显，竞争格局改善，将进一步平滑纸价波动，减弱周期影响。
- 我们将博汇与APP工业用纸吨毛利进行对比，APP比博汇平均吨毛利高100-300元，我们判断差异主要体现在原材料和生产制造上。

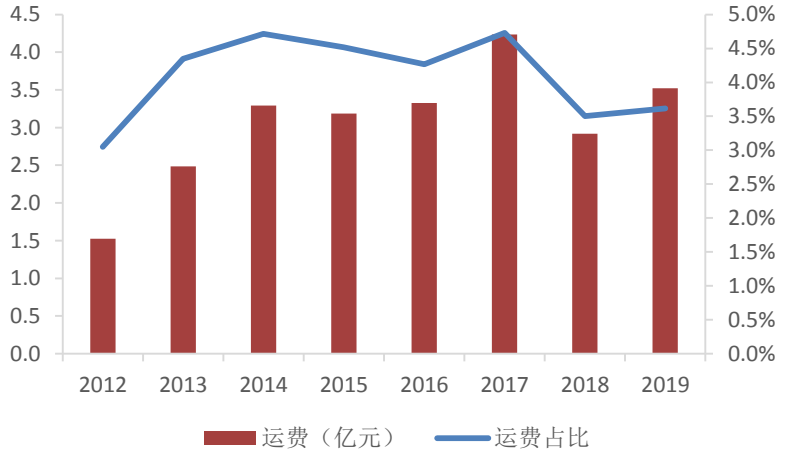
博汇与APP吨毛利差异



博汇单位运输成本



博汇运输费用及占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

博汇纸业（600966）：收购后吨盈利有望明显提升

- 原材料方面，博汇以国外供应商直接供货的方式为主，而APP具有“林浆纸一体化”产业布局，在海南和广西分别拥有年产135万吨和75万吨的纸浆生产线，木浆自给率达到80%。2021年APP预计将在广西和宁波分别投产75万吨和30万吨纸浆产能满足新增产能需求。收购成功后，博汇或可与APP原材料共享，实现上下游协同，降低原材料成本，博汇吨纸盈利有望明显提升。

APP纸浆预计投产产能

APP纸浆预计投产产能			
工厂	主要产品	年产能（万吨）	预计投产时间
广西金桂浆	桉木化机浆	75	2021年H1
宁波亚洲浆	化机浆	30	2021年

APP纸浆已投产产能分布

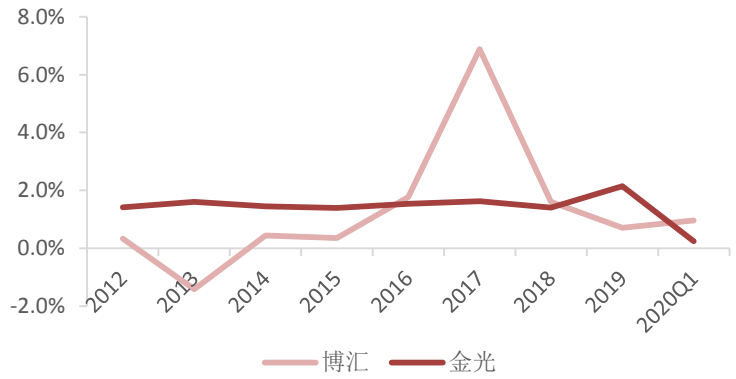
工厂	主要产品	年产能（万吨）	产量	销量	产能利用率
海南金海浆	漂白硫酸盐桉木浆	135	156	152	116%
广西金桂浆	桉木化机浆	75	90	52	120%

数据来源：金光纸业债券跟踪评级报告，西南证券整理

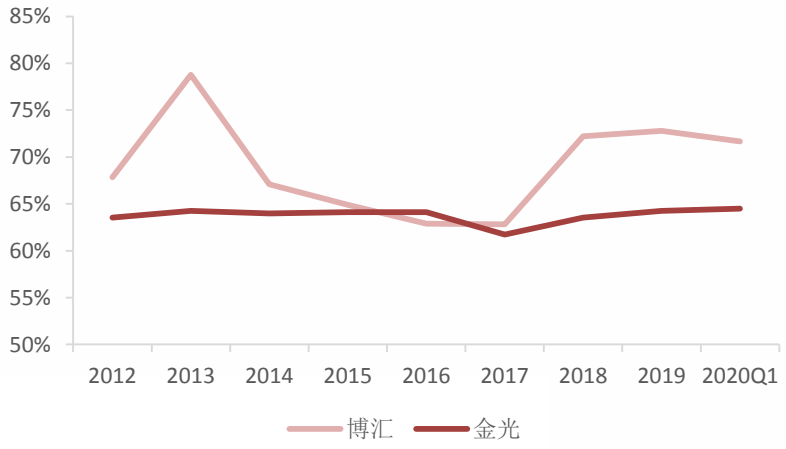
博汇纸业（600966）：收购后吨盈利有望明显提升

- 受新建产能影响，博汇负债水平持续攀升，19年资产负债率达72.8%，2020Q1为71.7%，而APP资产负债率长期稳定在64%左右，债务水平合理；APP经营净现金流充足，博汇现金流有望得到补充，改善博汇的营运能力。
- 今年来APP的ROA受疫情影响有所下滑，但总体保持稳定；博汇ROA波动较大。合并后博汇可借鉴APP的优秀管理经验，提升盈利能力，减弱周期波动。

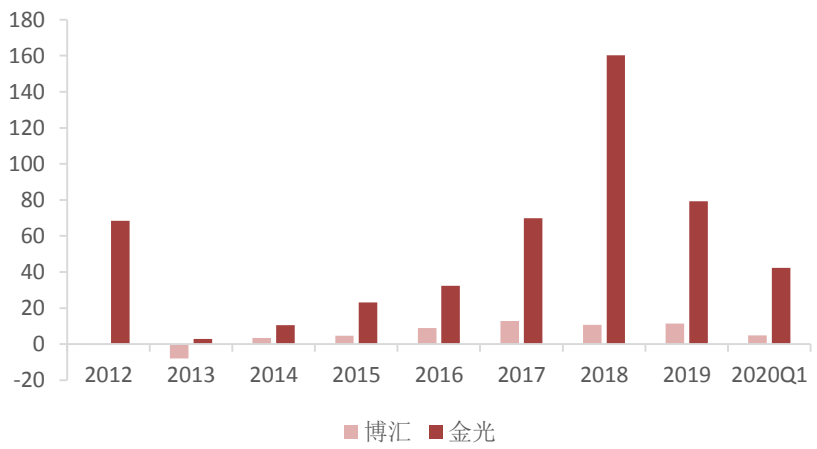
博汇与APP资产收益率



博汇与APP资产负债率



博汇与APP净经营现金流（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

分析师：蔡欣
执业证号：S1250517080002
电话： 023-67511807
邮箱： cxin@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn