

2020年7月1日

张楠  
H70294@capital.com.tw  
目标价(元)

12

### 公司基本信息

產業別	轻工制造		
A 股价(2020/6/30)	10.15		
上证指数(2020/6/30)	2984.67		
股價 12 個月高/低	10.37/3.63		
總發行股數(百萬)	1336.84		
A 股數(百萬)	1336.84		
A 市值(億元)	135.69		
主要股東	山东博汇集团 有限公司 (28.84%)		
每股淨值(元)	4.08		
股價/賬面淨值	2.49		
股價漲跌(%)	一个月	三个月	一年
	19.1	34.1	167.8

### 近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

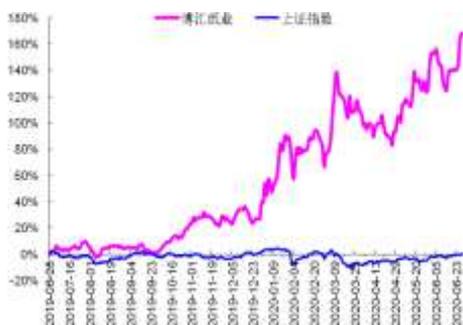
### 產品組合

白卡紙	80.93%
文化紙	6.20%
箱板紙	6.97%
瓦楞紙	0.73%
石膏護面紙	4.63%

### 機構投資者占流通 A 股比例

基金	4.5%
一般法人	49.8%

### 股價相對大盤走勢



## 博匯紙業(600966.SZ)

BUY 買入

APP 收購博匯通過反壟斷審查，龍頭整合帶來盈利能力持續改善

### 結論與建議：

- 事件：**博匯紙業近日收到國家市場監督管理總局向金光紙業（中國）出具的《經營者集中反壟斷審查不予禁止決定書》，對金光紙業（中國）收購博匯集團股權案不予禁止。
- 反壟斷審查通過，收購進度順暢：**2019年12月31日博匯紙業公告，金光紙業（APP）擬以19.27億元收購公司控股股東（博匯集團）所持有公司28.84%股權，結合前期通過二級市場增持20%股權，若股權順利轉讓完成，金光紙業將持有公司48.84%股份，成為公司實際控制人。伴隨著反壟斷審查無條件通過，意味著APP收購博匯取得實質性進展。
- 強強聯手鞏固龍頭地位：**APP是全球綜合漿紙龍頭，旗下有工業用紙、文化用紙、生活用紙及紙漿四大主營業務，擁有20多家漿紙企業，在規模、技術、管理等各方面具有顯著的競爭優勢。截至2019年底，總產能達到1100萬噸以上，總資產為1914億元，總營收為651億元 淨利潤39.2億元。APP在白卡紙領域擁有350萬噸的產能，市占率34%排名第一。而博匯紙業一直深耕白卡紙領域，擁有215萬噸白卡紙產能，是國內第二大白卡紙企，市占率21%。2019年實現營收97.4億元，同比增17%，淨利1.34億元，同比降48%。20Q1受行業景氣度回升以及紙價上漲等因素影響，實現營收26.1億元，同比增20%，歸母淨利1.85億元，同比增51%。此次收購成功後，APP將控制白卡紙近60%產能，將有利於白卡紙行業集中度提升，進一步鞏固龍頭地位。在原料成本、生產效率等方面存在較大優化空間，同時減少因價格戰引起的行業惡性競爭，優化行業環境並提升龍頭企業話語權。我們認為APP白卡紙業務將首先注入上市公司中，但考慮到其還擁有文化紙/生活紙/木漿等多個紙種和業務，不排除非白卡紙品注入可能，後續整合方案值得期待。
- 供需優化，白卡紙盈利有望提升：**白卡紙主要應用於中高端包裝，需求具備相對韌性。2018年白卡紙龍頭對新增產能未能達成一致，引發行業價格戰，2019H2受行業景氣度回升，價格開始緩慢上揚。進入2020年新版“限塑令”的出台，白卡紙替代需求增加，疊加環保政策趨嚴下，低端白卡紙因環保因素逐漸退出以及消費升級驅動高檔包裝需求增加，白卡紙供需將持續改善，疊加原材料木漿價格持續低位運行，行業盈利有望迎來修復。
- 短期價格波動不改長期向上趨勢：**雖然疫情短期打亂行業復蘇節奏，5月價格出現回調，但隨著紙廠及經銷商庫存不高且各大紙廠安排停機檢

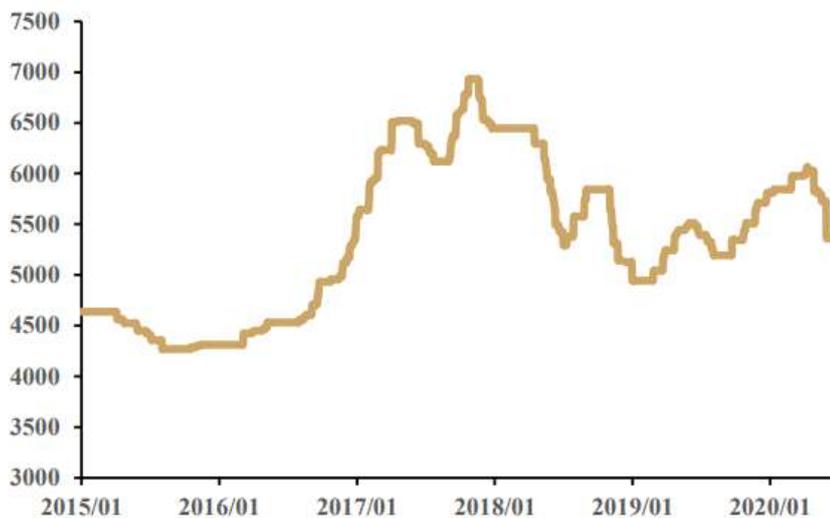
修，纸厂涨价意愿强烈。而随着“618”电商大促和端午节带动下，需求有所恢复。同时，6月中旬开始，白卡纸企业陆续发布涨价函，预计7月初白卡纸价格将上调200元/吨。随着疫情逐渐趋稳和终端需求的回暖，20H2白卡纸行业需求和价格将逐步企稳回升。

- **盈利预测：**预计20、21年实现净利9.34亿元、12.4亿元，YOY分别增598%、33%，EPS为0.7元、0.93元，当前A股对应PE为14.5倍、10.9倍。随着收购的完成，短期看有利于成本端的持续改善，后续随着APP相关资产注入预期的进一步推进，看好公司估值存持续上行空间，给予“买入”评级。
- **风险提示：**收购进度不及预期、价格竞争激烈，终端需求疲软等

..... 接续下页 .....

年度截止 12月31日		2017	2018	2019	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	856.14	255.94	133.77	934.20	1,244.33
同比增减	%	325.26%	-70.11%	-47.73%	598.36%	33.20%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.64	0.19	0.10	0.70	0.93
同比增减	%	325.26%	-70.11%	-47.73%	598.36%	33.20%
A股市盈率(P/E)	X	9.24	16.30	53.07	14.52	10.90
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.64%	0.38%	0.20%	0.20%

图：白卡纸价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，群益金鼎證券整理（截至2020年6月26日）

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

## 附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	8,954.81	8,339.44	9,739.80	14,532.41	17,516.64
经营成本	6,803.12	7,001.82	8,319.53	11,730.54	14,076.64
毛利	2,151.69	1,337.62	1,420.27	2,801.88	3,440.00
营业税金及附加	49.29	34.52	27.95	42.14	52.55
销售费用	464.03	330.59	400.74	610.36	700.67
管理费用	140.73	169.53	274.48	406.91	437.92
财务费用	331.73	464.92	511.74	581.30	700.67
资产减值损失	6.41	0.00	0.00	0.00	20.00
投资收益	0.00	1.74	15.22	20.00	15.00
营业利润	1,165.40	310.53	191.23	1,129.54	1,489.19
税前利润	1,155.07	308.58	141.60	1,125.54	1,499.19
所得税	281.05	52.58	7.83	191.34	254.86
少数股东权益	17.89	0.06	0.00	0.00	0.00
净利润	856.14	255.94	133.77	934.20	1,244.33

## 附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
货币资金	1,163.83	1,947.38	1,968.49	2,234.05	3,148.95
应收账款	1,621.52	1,705.83	1,324.77	1,391.01	1,460.56
存货	2,652.34	1,678.48	1,021.89	1,072.98	1,126.63
流动资产合计	5,737.43	6,192.18	5,904.76	6,298.04	7,236.14
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	4,819.61	5,677.38	12,086.84	12,691.18	13,325.74
在建工程	771.94	5,535.15	92.32	96.94	101.78
非流动资产合计	243.10	279.93	230.71	242.25	254.36
资产总计	13,349.21	18,488.25	19,368.98	20,086.16	21,663.66
流动负债合计	7,364.54	9,097.47	10,198.46	9,813.25	9,968.49
非流动负债合计	1,019.69	4,252.50	3,898.55	4,093.48	4,298.15
负债合计	8,384.23	13,349.97	14,097.01	13,906.72	14,266.64
少数股东权益	(1.45)	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	4,964.98	5,138.28	5,271.97	6,179.43	7,397.02
负债及股东权益合计	13,349.21	18,488.25	19,368.98	20,086.16	21,663.66

## 附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	1,286.28	1,073.13	1,137.29	1,401.30	1,866.49
投资活动产生的现金流量净额	-1,235.90	-2,310.18	-1,523.35	-1,371.02	-1,233.91
筹资活动产生的现金流量净额	-59.55	1,253.43	294.09	235.27	282.33
现金及现金等价物净增加额	-10.17	15.12	-95.19	265.56	914.90

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。