

# 19 年符合预期, 20Q1 表现靓丽, 白卡龙头扬帆起航

买入 (维持)

2020 年 04 月 28 日

证券分析师 史凡可

执业证号: S0600517070002  
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	9,740	15,328	19,392	22,415
同比 (%)	16.8%	57.4%	26.5%	15.6%
归母净利润 (百万元)	134	1,041	1,547	1,943
同比 (%)	-47.7%	677.9%	48.6%	25.6%
每股收益 (元/股)	0.10	0.78	1.16	1.45
P/E (倍)	73.25	9.42	6.34	5.04

## 投资要点

■ 公司发布 2019 年报及 2020 年一季报: (1) 19 年公司实现营收 97.40 亿元 (+16.79%), 归母净利润 1.34 亿元 (-47.73%), 扣非归母净利润 1.76 亿元 (-32.39%); 19Q4 单季营收 32.37 亿元 (+67.96%), 归母净利润-0.03 亿元 (+98.69%), 扣非归母净利润 0.42 亿元 (+117.03%)。 (2) 20Q1 公司营收 26.06 亿元 (+20.09%), 归母净利润 1.85 亿元 (+51.41%), 扣非归母净利润 1.82 亿元 (50.28%), 表现靓丽。

■ Q4 表现靓丽, 白卡纸行业景气度回升。2019 年公司生产机制纸 229.42 万吨, 销售机制纸 224.83 万吨, 产销率达 98.0% (-3.5pct)。分产品看, 白卡纸/文化纸/石膏护面纸/箱板纸/瓦楞纸全年实现收入 78.83/6.03/4.51/6.79/0.71 亿, 同比+20.87%/-9.54%/-14.73%/+43.39%/-27.92%。分季度看, 公司 Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别为 21.71 亿 (+26.42%)、18.73 亿 (-29.23%)、24.59 亿 (+20.05%)、32.37 亿 (+67.96%), Q4 表现靓丽。Q4 业绩高增长主要源于白卡纸行业景气度回升, 上半年白卡纸均价为 5193 元/吨, 下半年提升为 5407 元/吨, 同比增长 4.12%。

■ 供需格局优, 预计年内白卡盈利能力稳中向上。19 年纸销量为 225 万吨 (+33.14%), 吨毛利为 632 元 (-20.00%)。其中, 白卡纸销量为 176 万吨 (+31.34%), 吨毛利为 708 元 (-17.10%)。盈利能力下降主要系 APP 等主动降价, 白卡纸价自 18 年 4 月的高点 6700 元/吨下跌至 19 年 1 月近 5000 元/吨的绝对低位。后期走势方面, 供给端行业年内无较大新增产能投放; 需求端消费集中在药品、香烟、食品等必选类, “限塑令”带来潜在增量 (预期 100-300 万吨); 叠加竞争格局大幅优化 (博汇+APP 的白卡产能将达近 600 万吨, 市占率 52%), 企业可通过联合限产保证纸价稳定。我们判断 4-5 月需求淡季下白卡纸价以盘整为主, 随着下游需求复苏、订单修复, 年内白卡表现仍将相对强势, 盈利预期将呈现稳中向上趋势。

■ 白卡龙头, 2021 年公司产能将达近 420 万吨。2019 年随 100 万吨箱板瓦楞纸及 75 万吨白卡纸投产, 公司总产能较 18 年接近翻倍, 达到 373 万吨, 白卡纸产能达到 215 万吨 (其中山东淄博 65 万吨、江苏盐城 150 万吨), 箱板瓦楞等废纸系 133 万吨, 文化纸 25 万吨, 此外公司位于本部投建的 45 万吨高档信息纸已于 19 年中开工, 预计将于 2020 年底-2021H1 正式投产, 公司总产能将达到近 420 万吨。

■ 公司盈利能力小幅下降, 营运能力提升。19 年公司实现毛利率 14.58% (-1.46pct), 主要原因系公司新产能 2019 年下半年陆续试机投产, 试机期间成本较高所致。存货较去年同期减少 3.81 亿至 13.25 亿, 存货周转天数较去年同期下降 19.97 天至 65.57 天, 营运能力明显提升; 在建工程 9231.81 万元 (-98.33%), 主要系 100 万吨箱板瓦楞纸生产线转固定资产。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	7.33
一年最低/最高价	3.13/9.31
市净率(倍)	1.80
流通 A 股市值(百万元)	9799.04

## 基础数据

每股净资产(元)	4.08
资产负债率(%)	71.67
总股本(百万股)	1336.84
流通 A 股(百万股)	1336.84

## 相关研究

1、《博汇纸业 (600966): 白卡产业巨变, 综合造纸龙头起航》2020-02-25

- 20Q1 盈利能力提升，APP、博汇强强联合形成协同效应。**20Q1 毛利率 21.66% (+6.43pct)，主要得益于白卡纸价格上涨(20Q1 白卡纸价格同比上涨 18.16%)及上游木浆原料价跌下跌(20Q1 木浆价格同比下降 26.64%)。此外，APP 与博汇的整合有助于公司提高管理效率，完善全国产能布局，协调进行区域订单统筹，降低公司生产运输成本，此外博汇借力 APP 具备的纸浆原料布局，带来原材料成本优势，综合测算我们判断整合对博汇毛利改善保守达到 100-200 元。
- 盈利预测与投资评级：**博汇纸业是我国白卡行业细分赛道龙头，和 APP 整合后，将跻身成为 A 股造纸板块的龙头企业。我们预计公司 20-22 年分别实现营收 153.28/193.92/224.15 亿元，同增 57.4%/26.5%/15.6%；归母净利润 10.41/15.47/19.43 亿元，同增 677.9%/48.6%/25.6%；对应当前市值 20-22 年 PE 为 9.42X/6.34X/5.04X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**并购整合不及预期，纸价提涨低于预期，原材料价格大幅上涨

表 1：博汇纸业季度财务数据一览

单位：百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
<b>营业总收入</b>	1,716.94	2,646.83	2,048.63	1,927.05	2,170.50	1,873.27	2,459.35	3,236.67	2,606.47
<b>YOY</b>	-15.88%	31.25%	-10.22%	-26.31%	26.42%	-29.23%	20.05%	67.96%	20.09%
<b>归母净利润</b>	205.06	206.40	97.98	-253.50	122.43	9.28	5.40	-3.33	185.37
<b>YOY</b>	4.01%	-0.87%	-52.17%	-203.08%	-40.30%	-95.50%	-94.49%	98.69%	51.41%
<b>扣非归母净利润</b>	203.69	207.11	98.21	-249.00	120.91	4.66	7.81	42.40	181.71
<b>YOY</b>	3.17%	0.08%	-53.53%	-199.49%	-40.64%	-97.75%	-92.04%	117.03%	50.28%
<b>毛利率</b>	28.08%	20.27%	13.77%	1.92%	15.23%	14.24%	11.18%	16.94%	21.66%
<b>期间费用率</b>	11.64%	9.68%	7.28%	18.98%	7.95%	13.90%	12.48%	14.04%	12.48%
其中：销售费用	75.61	70.63	58.15	126.20	66.11	71.74	85.63	177.25	117.02
销售费用率	4.40%	2.67%	2.84%	6.55%	3.05%	3.83%	3.48%	5.48%	4.49%
其中：管理费用	45.61	26.27	26.43	73.62	52.24	56.09	68.95	97.19	74.74
研发费用	0.00	0.00	1.45	1.82	1.88	2.36	1.88	1.36	0.83
管理+研发费用率	2.66%	0.99%	1.36%	3.91%	2.49%	3.12%	2.88%	3.04%	2.90%
其中：财务费用	78.58	159.19	63.02	164.12	52.35	130.21	150.51	178.68	132.77
财务费用率	4.58%	6.01%	3.08%	8.52%	2.41%	6.95%	6.12%	5.52%	5.09%
<b>归母净利润率</b>	11.94%	7.80%	4.78%	-13.15%	5.64%	0.50%	0.22%	-0.10%	7.11%
<b>存货</b>	1,769.15	1,988.94	2,008.58	1,705.83	1,385.34	1,766.72	1,413.32	1,324.77	1,952.30
较上年同期增减	19.50%	16.93%	18.13%	5.20%	-21.69%	-11.17%	-29.64%	-22.34%	40.93%
<b>应收票据</b>	1,844.88	1,475.63	871.48	715.06	1,015.67	827.14	671.41	5.69	6.16
较上年同期增减	-556.61	-669.00	-1544.17	-1032.03	-829.21	-648.50	-200.07	-709.36	-1009.51
<b>应收账款</b>	873.54	1,061.52	938.31	963.43	1,142.62	848.29	927.74	1,016.20	810.89
较上年同期增减	179.55	279.30	251.61	58.17	269.07	-213.23	-10.58	52.77	-331.73
<b>应付账款及应付票据</b>	2,218.31	3,263.60	3,085.90	3,887.39	3,768.95	3,690.02	3,980.68	3,371.36	3,631.51
较上年同期增减	260.07	1,296.01	1,386.66	2,095.41	1,550.64	426.43	894.78	-516.02	-137.44
<b>预收账款</b>	204.95	138.53	196.22	188.25	103.98	275.26	384.58	290.93	327.81
较上年同期增减	33.99	-6.40	-7.24	31.96	-100.97	136.74	188.36	102.67	223.83
<b>经营性现金流净额</b>	314.70	432.46	354.52	-28.55	344.85	353.23	269.69	169.53	488.07
较上年同期增减	-16.72	87.18	217.63	-501.25	30.14	-79.23	-84.83	198.08	143.22
<b>筹资性现金流净额</b>	12.26	248.01	-174.15	1167.31	-224.67	-156.51	-72.33	747.59	-220.68
较上年同期增减	81.26	194.98	-47.23	1083.97	-236.92	-404.52	101.82	-419.72	3.99
<b>资本开支</b>	370.92	516.17	385.08	1,092.82	233.05	117.02	369.48	892.00	258.64
较上年同期增减	45.36	194.21	329.11	594.12	-137.87	-399.15	-15.60	-200.82	25.59
<b>ROE</b>	4.04%	3.91%	1.81%	-4.78%	2.35%	0.18%	0.10%	-0.06%	3.46%
<b>YOY (±)</b>	-0.63%	-0.80%	-2.63%	-9.86%	-1.70%	-3.74%	-1.70%	4.72%	1.11%
<b>资产负债率</b>	64.30%	66.04%	66.63%	72.21%	71.28%	72.24%	72.56%	72.78%	71.67%
<b>YOY (±)</b>	1.76%	1.42%	3.02%	9.40%	6.98%	6.20%	5.93%	0.57%	0.39%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：博汇纸业吨盈利拆分一览

		单位：百万元					
		2016	2017	2018	2019Q4	2019	2020Q1
造纸（整体）	产能（万吨）	198	198	198	373	373	373
	销量（万吨）	167	178	169	85	225	-
	均价（元）	4667	5021	4924	3815	4332	-
	吨毛利（元）	682	1206	790	646	632	-
	毛利率	14.62%	24.03%	16.04%	16.94%	14.58%	21.66%
	净利润	214.38	874.02	256.00	-3.33	133.77	185.37
	吨净利（元）	128	490	151	-4	59	-
白卡	产能（万吨）	140	140	140	215	215	215
	销量（万吨）	147	139	134	-	176	-
	均价（元）	4062	5113	4866	-	4481	-
	吨毛利（元）	586	1281	854	-	708	-
	毛利率	14.43%	25.05%	17.55%	-	15.81%	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

博汇纸业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	5905	9074	10926	13643	<b>营业收入</b>	9740	15328	19392	22415
现金	1968	4890	6107	8240	减:营业成本	8320	12475	15723	18189
应收账款	1016	1524	1690	2025	营业税金及附加	28	64	72	80
存货	1325	1741	2138	2346	营业费用	401	503	636	670
其他流动资产	1595	920	992	1033	管理费用	282	451	567	624
<b>非流动资产</b>	13464	12928	13163	13365	财务费用	512	594	591	583
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-3	-3	-3	-3
固定资产	12087	11864	11941	12050	加:投资净收益	15	15	15	15
在建工程	92	296	398	450	其他收益	0	0	0	0
无形资产	231	266	259	252	<b>营业利润</b>	191	1254	1820	2286
其他非流动资产	1054	501	566	613	加:营业外净收支	-50	0	0	-0
<b>资产总计</b>	19369	22002	24089	27008	<b>利润总额</b>	142	1255	1820	2286
<b>流动负债</b>	10198	10941	11782	13055	减:所得税费用	8	214	273	343
短期借款	5174	4621	4622	4806	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	1717	2519	2820	3357	<b>归属母公司净利润</b>	134	1041	1547	1943
其他流动负债	3307	3802	4339	4893	EBIT	738	1899	2466	2933
<b>非流动负债</b>	3899	4909	4910	4912	EBITDA	1368	2409	2995	3480
长期借款	2925	3925	3925	3925					
其他非流动负债	974	984	985	988	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	14097	15850	16692	17967	每股收益(元)	0.10	0.78	1.16	1.45
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	3.94	4.60	5.53	6.76
归属母公司股东权益	5272	6152	7398	9040	发行在外股份(百万股)	1337	1337	1337	1337
<b>负债和股东权益</b>	19369	22002	24089	27008	ROIC(%)	5.2%	10.7%	13.1%	14.0%
					ROE(%)	2.6%	18.2%	22.8%	23.6%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	毛利率(%)	14.6%	18.6%	18.9%	18.9%
经营活动现金流	1137	1064	1946	2420	销售净利率(%)	1.4%	6.8%	8.0%	8.7%
投资活动现金流	-1523	-761	-722	-699	资产负债率(%)	72.8%	72.0%	69.3%	66.5%
筹资活动现金流	294	2618	-7	412	收入增长率(%)	16.8%	57.4%	26.5%	15.6%
现金净增加额	-95	2921	1217	2133	净利润增长率(%)	-47.7%	677.9%	48.6%	25.6%
折旧和摊销	631	510	529	548	P/E	73.25	9.42	6.34	5.04
资本开支	1612	800	773	757	P/B	1.86	1.59	1.32	1.08
营运资本变动	-1388	2427	1011	1444	EV/EBITDA	7.16	4.07	3.27	2.82

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

