

新产能放量，盈利能力大幅提升

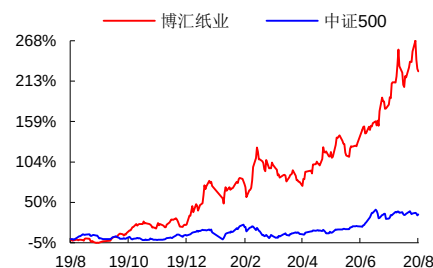
投资要点

- **业绩总结：**公司发布2020年中报。公司上半年实现营业收入57.3亿元，同比增长41.8%；实现归母净利润2.7亿元，同比增长102.9%；扣非后净利润2.6亿元，同比增长109.3%。其中，二季度实现营业收入31.3亿元，同比增长66.9%，实现归母净利润0.8亿元，同比增长781.8%。业绩恢复明显，表现非常亮眼。
- **新建产能投放，带动业绩上涨。**2019Q3，公司年产50万吨高档牛皮箱板纸项目、年产50万吨高强瓦楞纸项目及子公司江苏博汇二期年产75万吨高档包装纸板项目共计175万吨产能陆续建成投产，疫情期间复工复产较好，公司共生产机制纸137.2万吨，销售机制纸130.5万吨，同比分别增长49.9%和37.9%，带动营业收入和净利润实现同比大幅上升。我们预测下半年随着消费需求恢复，营收和净利润仍然有较大向上弹性。此外，2020年公司新建年产45万吨高档信息用纸项目，未来投产后公司产能继续释放，产销量有望进一步提升。
- **盈利能力显著提升。**2020年上半年公司毛利率为17.5%，同比增长2.8个百分点，净利率4.7%，同比提升1.4pp。毛利率提升主要系：1）上半年纸浆均价呈底部震荡态势，单位成本降低，带动毛利率明显上行。2）去年投放新产能的产能利用率提升，规模优势凸显，毛利率上升。费用方面，销售/管理费用率分别为3.3%和2.6%，基本保持稳定，财务费率上涨0.8pp至5.3%，主要系利息支出所致。2020年上半年公司经营活动产生的现金流量净额10.4亿元，同比增长48.9%，销售商品的现金回收增加，表明公司议价力和行业景气度上升。下半年，在新《固废法》叠加新“限塑令”政策下，将加快催生白卡对不可降解塑料的需求替代，8月底白卡企业密集发布提价函，普遍提价500元/吨，提价大幅超预期，表明行业供需格局明显好转，预计盈利能力还有较大提升空间。
- **白卡行业两大龙头合并在即，行业格局改善。**公司与APP（金光纸业）分别拥有白卡纸产能312万吨和215万吨，市占率合计达到49%。2019年12月31日，公司公告APP拟受让博汇集团100%股权；8月26日，公司反垄断与外商投资审查均已顺利通过，发布要约收购全文，APP收购博汇纸业顺利推进。此次收购完成后，APP将直接和间接持有博汇纸业48.8%的股份，白卡纸产能集中度大幅提升，公司作为白卡龙头产业链议价力增强，行业竞争格局明显改善。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2020-2022年EPS分别为0.66元、1.01元、1.33元，对应PE分别为20倍、13倍、10倍。考虑到博汇纸业在收购完成后行业竞争格局大幅变好，盈利提升空间很大，有资产注入预期，且逐渐进入四季度估值切换期，给予公司2021年15倍估值，目标价15.2元，给予“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险；纸价出现大幅波动的风险；新产能投产不及预期的风险；汇率波动风险。

西南证券研究发展中心

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

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.37
流通A股(亿股)	13.37
52周内股价区间(元)	3.84-14.83
总市值(亿元)	176.06
总资产(亿元)	191.11
每股净资产(元)	4.14

相关研究

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9739.80	15184.35	18084.56	20489.80
增长率	16.79%	55.90%	19.10%	13.30%
归属母公司净利润(百万元)	133.77	882.42	1352.52	1778.45
增长率	-47.73%	559.64%	53.27%	31.49%
每股收益EPS(元)	0.10	0.66	1.01	1.33
净资产收益率ROE	2.54%	14.36%	18.24%	19.62%
PE	133	20	13	10
PB	3.38	2.90	2.40	1.96

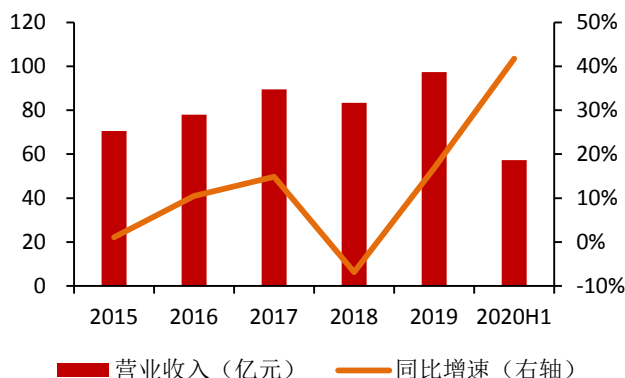
数据来源：Wind，西南证券

1 新增产能投放，推动业绩上行

受益于白卡行业景气度提升，公司业绩恢复明显。公司作为国内白卡纸第二大企业，盈利周期与行业景气度相匹配。2016 年，行业供给侧开始去产能，景气度向上，于 2017 年达到景气高点，公司营收增速达到 10% 以上，净利润增速为 325.9%。2018 年中随着行业竞争加剧，白卡纸价格跌至难以覆盖原材料成本的水平，导致公司出现亏损，2018 年净利润同比增速-70.1%。2019 年，行业供需结构改善，公司实现营业收入 97.4 亿元，同比增速由负转正，达到 16.8%；实现归母净利润 1.3 亿元，同比降幅收窄至 47.7%。

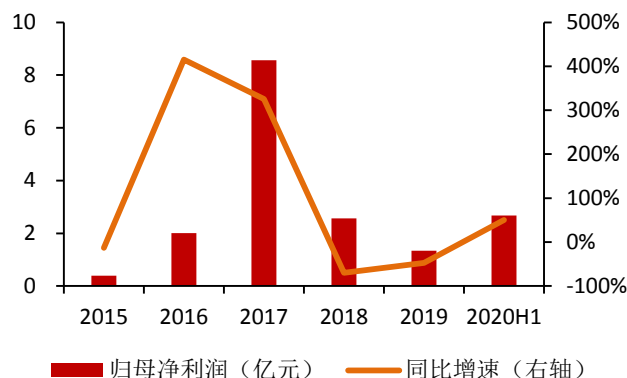
2020H1 公司实现营收 57.3 亿元，同比增长 41.8%；实现归母净利润 2.7 亿元，同比增长 50.6%。公司业绩高增长，主要受益于：**1) 白卡供需格局改善，吨毛利呈上升趋势。**成本端，木浆价格从 2018 年底开始呈下行走势，疫情后全球经济放缓，终端需求增速不及预期，浆价处于底部盘整。需求端，随着疫情得到控制，下游需求恢复，同时“限塑令”催生新增量，以及供给侧改革后白板厂腾退的替代需求也逐渐显现，白卡价格向上；**2) 公司新增产能放量。**2019Q3，公司年产 50 万吨高档牛皮箱板纸项目、年产 50 万吨高强瓦楞纸项目及子公司江苏博汇二期年产 75 万吨高档包装纸板项目共计 175 万吨产能陆续建成投产，疫情期间复工复产较好，公司共生产机制纸 137.2 万吨，销售机制纸 130.5 万吨，同比分别增长 49.9% 和 37.9%，带动营业收入和净利润较去年同期均大幅上升。

图 1：2015-2020H1 公司营业收入及增速情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：2015-2020H1 公司归母净利润及增速情况

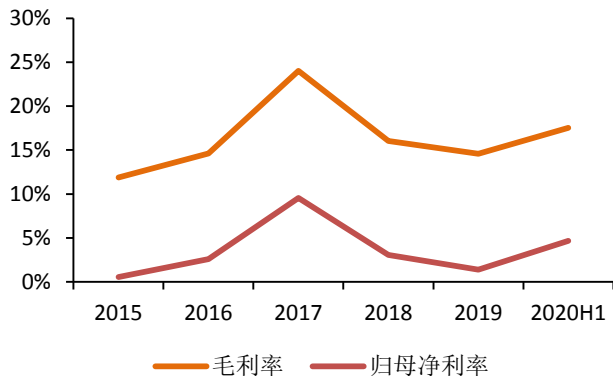


数据来源：Wind，西南证券整理

毛利率有望向上抬升，各项费用率管控较好。公司毛利率与净利率走势一致，受周期性影响较大，在 2017 年景气高点分别达到 24% 及 9.6%。2018 年来受行业价格战影响，毛利率和净利率有所下滑，但今年以来已开始呈现回升趋势，主要由于：1) 目前，纸浆港口库存仍处较高水平，浆价维持低位盘整。且新《固废法》叠加新“限塑令”政策加快催生白卡对不可降解塑料的替代需求，白卡价格大幅反弹。2) APP（金光纸业）意向收购博汇控制权，二者白卡纸产能市占率合计达 48.8%，合并后白卡纸产能高度集中，白卡行业定价权改变，龙头议价能力提升，公司盈利能力平稳向上。

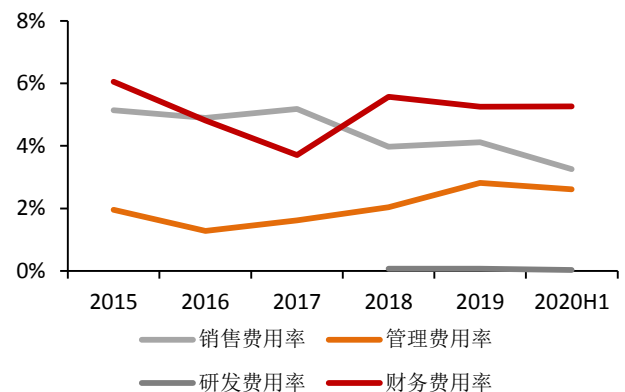
费用率方面，上半年期间费用率有所上升。销售/管理/财务费用率分别为 12.3%，5.5% 和 -0.2%，同比分别上涨 6.9pp/0.3pp/0.0pp，销售费用率增长主要为运杂费、销售人员工资、市场推广费、海外仓租金等费用增加。综合毛利率和费用率的影响来看，净利率同比降低 1.9pp 至 8.8%。我们认为随着公司跨境电商渠道和全球化生产制造基地建设完成，公司将进一步实现“降本提质增效”，盈利能力有望稳步提升。

图 3：公司毛利率及净利率变化情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司各项费用率变化情况



数据来源：Wind，西南证券整理

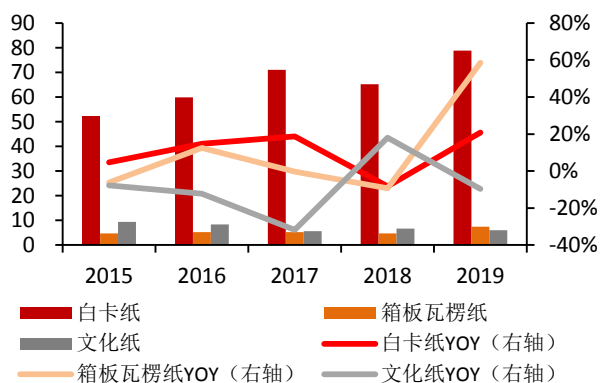
白卡纸业务增速强劲，占公司营收比例已超 80%。

1) 2010-2019 年白卡纸收入占比不断提高，从 60.1% 增至 80.9%，营收年均复合增速为 12.3%，表现强劲。2019 年公司销售白卡纸 224.8 万吨，同比增长 31.3%；实现营收 78.8 亿元，同比增长 20.9%；实现毛利率 15.8%，同比下降 1.7 个百分点，毛利率下降主要系公司新产能投产试机成本增加。目前来看，白卡纸行业景气度已开始向上提升，各大纸企纷纷提价，预计公司白卡纸业务收入和盈利将进一步增长。

2) 箱板瓦楞纸收入占比相对稳定，对公司总收入贡献在 6%-8% 之间，2019 年实现营收 7.5 亿元，同比增长 58.6%，为最快增速业务。

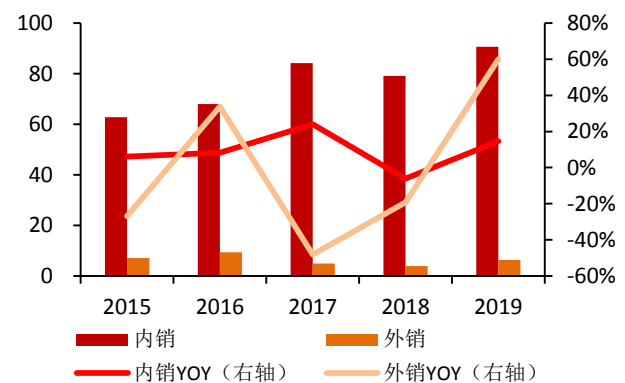
3) 文化纸收入占比持续下降，2010-2019 年文化纸收入占比从 21.5% 降至 6.2%，2019 年实现营收 6 亿元，同比下降 9.6%；实现毛利率 11.3%，同比下降 2.4 个百分点，与太阳、晨鸣等文化纸龙头企业毛利率相比还有较大提升空间。

图 5：公司分业务收入（亿元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司分地区收入（亿元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：白卡纸价底部反弹，旺季可回到 6000 元/吨以上的水平；

假设 2：在收购顺利进行后，博汇的吨盈利增强，公司 2020-2022 年整体毛利率分别可达到 17.7%、19.3%和 20.9%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分项业务收入与成本预测

百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计						
营业收入	8,954.8	8,339.4	9,739.8	15,186.5	18,080.3	20,485.9
yoy	14.9%	-6.9%	16.8%	55.9%	19.1%	13.3%
营业成本	6,803.1	7,001.8	8,319.5	12,492.5	14,587.4	16,202.4
毛利率	24.0%	16.0%	14.6%	17.7%	19.3%	20.9%
白卡纸						
收入	7,106.3	6,521.6	7,882.9	11,036.0	13,243.2	15,229.7
yoy	18.8%	-8.2%	20.9%	40%	20%	15%
成本	5,325.9	5,376.8	6,636.4	8,939.2	10,462.1	11,726.9
毛利率	25.1%	17.6%	15.8%	19.0%	21.0%	23.0%
箱板瓦楞纸						
收入	522.0	473.2	750.0	2,999.9	3,599.9	3,959.8
yoy	-	-9.3%	58.5%	300.0%	20.0%	10.0%
成本	432.5	470.6	706.1	2,549.9	3,059.9	3,365.9
毛利率	17.1%	0.5%	5.9%	15.0%	15.0%	15.0%
文化纸						
收入	564.8	667.1	603.4	633.6	697.0	731.8
yoy	-31.8%	18.1%	-9.5%	5.0%	10.0%	5.0%
成本	457.4	575.6	535.0	551.3	592.4	614.7
毛利率	19.0%	13.7%	11.3%	13.0%	15.0%	16.0%
石膏护面纸						
收入	509.75	528.43	450.58	464.10	487.30	511.70
yoy	-	3.7%	-14.7%	3%	5%	5%
成本	389.02	448.64	407.10	417.70	438.60	460.50
毛利率	23.7%	15.1%	9.7%	10%	10%	10%
其他						
收入	252.04	149.13	52.92	52.90	52.90	52.90
yoy	-74%	-40.8%	-64.5%	0%	0%	0%
成本	198.29	130.14	34.92	34.40	34.40	34.40
毛利率	21.3%	12.7%	34.0%	35%	35%	35%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.66 元、1.01 元、1.33 元，对应 PE 分别为 20 倍、13 倍、10 倍。我们选取太阳纸业、晨鸣纸业作为可比公司，可比公司 20 年、21 年平均 PE 分别为 12 倍、10 倍，考虑到博汇纸业在收购完成后行业竞争格局大幅变好，盈利提升空间很大，有资产注入预期，且逐渐进入四季度估值切换期，给予公司 2021 年 15 倍估值，目标价 15.2 元，给予“持有”评级。

表 2：可比公司一致性预期

公司代码	公司名称	最新价 (2020.8.27)	EPS (元)			PE		
			20E	21E	22E	20E	21E	22E
002078.SZ	太阳纸业	13.42	0.86	1.07	1.23	15.99	12.86	11.14
000488.SZ	晨鸣纸业	5.46	0.64	0.76	0.90	8.30	6.97	5.92
平均值						12.15	9.92	8.53

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9739.80	15184.35	18084.56	20489.80	净利润	133.77	882.42	1352.52	1778.45
营业成本	8319.53	12490.70	14590.86	16205.46	折旧与摊销	636.90	1610.44	1619.86	1629.42
营业税金及附加	27.95	56.67	63.52	141.38	财务费用	511.74	469.41	403.18	378.59
销售费用	400.74	577.01	705.30	819.59	资产减值损失	-2.67	0.00	0.00	0.00
管理费用	274.48	409.98	479.24	532.73	经营营运资本变动	-1.96	260.60	406.65	-123.17
财务费用	511.74	469.41	403.18	378.59	其他	-140.49	12.11	3.25	10.13
资产减值损失	-2.67	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1137.29	3234.99	3785.45	3673.42
投资收益	15.22	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1093.02	-110.00	-110.00	-110.00
公允价值变动损益	-11.10	-7.40	-8.63	-8.22	其他	-430.33	-7.40	-8.63	-8.22
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1523.35	-117.40	-118.63	-118.22
营业利润	191.23	1173.18	1833.82	2403.83	短期借款	1102.63	-3445.42	-1728.68	0.00
其他非经营损益	-49.63	-27.18	-30.46	-32.56	长期借款	-386.77	0.00	0.00	0.00
利润总额	141.60	1146.00	1803.36	2371.27	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	7.83	263.58	450.84	592.82	支付股利	-22.72	-13.37	-83.98	-129.43
净利润	133.77	882.42	1352.52	1778.45	其他	-399.05	-1627.30	-403.18	-378.59
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	294.09	-5086.09	-2215.84	-508.03
归属母公司股东净利润	133.77	882.42	1352.52	1778.45	现金流量净额	-95.19	-1968.49	1450.98	3047.18
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1968.49	0.00	1450.98	4498.15	成长能力				
应收和预付款项	1413.76	2693.27	3048.25	3484.59	销售收入增长率	16.79%	55.90%	19.10%	13.30%
存货	1324.77	2510.45	2843.38	3096.04	营业利润增长率	-38.42%	513.49%	56.31%	31.08%
其他流动资产	1197.74	698.36	818.51	918.15	净利润增长率	-47.74%	559.64%	53.27%	31.49%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	8.58%	142.79%	18.56%	14.39%
投资性房地产	172.08	172.08	172.08	172.08	获利能力				
固定资产和在建工程	12179.16	10698.07	9207.57	7707.50	毛利率	14.58%	17.74%	19.32%	20.91%
无形资产和开发支出	230.71	211.36	192.00	172.65	三费率	12.19%	9.59%	8.78%	8.45%
其他非流动资产	882.27	882.27	882.27	882.27	净利率	1.37%	5.81%	7.48%	8.68%
资产总计	19368.98	17865.86	18615.03	20931.44	ROE	2.54%	14.36%	18.24%	19.62%
短期借款	5174.10	1728.68	0.00	0.00	ROA	0.69%	4.94%	7.27%	8.50%
应付和预收款项	3831.61	6047.62	7249.31	7910.85	ROIC	6.07%	11.98%	19.24%	29.54%
长期借款	2924.94	2924.94	2924.94	2924.94	EBITDA/销售收入	13.76%	21.42%	21.33%	21.53%
其他负债	2166.36	1018.90	1026.52	1032.37	营运能力				
负债合计	14097.01	11720.14	11200.77	11868.17	总资产周转率	0.51	0.82	0.99	1.04
股本	1336.84	1336.84	1336.84	1336.84	固定资产周转率	1.10	1.34	1.83	2.45
资本公积	1333.08	1333.08	1333.08	1333.08	应收账款周转率	9.84	11.46	10.10	9.89
留存收益	2606.74	3475.79	4744.33	6393.35	存货周转率	5.45	6.50	5.44	5.45
归属母公司股东权益	5271.97	6145.72	7414.26	9063.27	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.65%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	5271.97	6145.72	7414.26	9063.27	资产负债率	72.78%	65.60%	60.17%	56.70%
负债和股东权益合计	19368.98	17865.86	18615.03	20931.44	带息债务/总负债	57.45%	39.71%	26.11%	24.65%
					流动比率	0.58	0.75	1.12	1.51
					速动比率	0.45	0.43	0.73	1.12
					股利支付率	16.98%	1.52%	6.21%	7.28%
					每股指标				
					每股收益	0.10	0.66	1.01	1.33
					每股净资产	3.94	4.60	5.55	6.78
					每股经营现金	0.85	2.42	2.83	2.75
					每股股利	0.02	0.01	0.06	0.10
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1339.87	3253.03	3856.86	4411.84					
PE	133.01	20.16	13.16	10.00					
PB	3.38	2.90	2.40	1.96					
PS	1.83	1.17	0.98	0.87					
EV/EBITDA	17.63	6.45	4.62	3.34					
股息率	0.13%	0.08%	0.47%	0.73%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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。

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

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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
广深	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn