

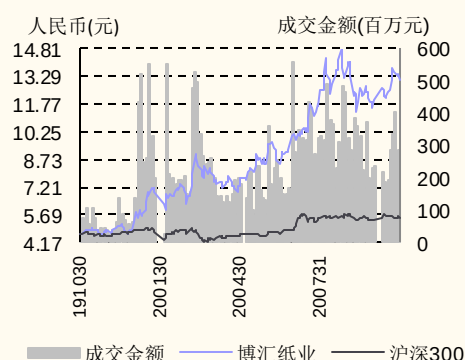
博汇纸业 (600966.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 13.07 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	13.37
已上市流通 A 股(亿股)	13.37
总市值(亿元)	174.73
年内股价最高最低(元)	14.83/4.59
沪深 300 指数	4695
上证指数	3225

**相关报告**

- 1.《APP 赋能启动, 维持“买入”评级-博汇纸业-事件点评》, 2020.10.14
- 2.《下半年将迎来行业景气和公司治理改善的共振-博汇纸业-半年报点评...》, 2020.8.27
- 3.《4Q 白卡加速提价, 脱胎换骨的旅程开始-博汇纸业-首次覆盖》, 2020.7.28

姜浩

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

3Q 盈利能力和现金流环比大幅改善**公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,339	9,740	14,181	19,308	21,809
营业收入增长率	-6.87%	16.79%	45.60%	36.15%	12.95%
归母净利润(百万元)	256	134	1,040	2,053	2,370
归母净利润增长率	-70.11%	-47.73%	677.64%	97.35%	15.44%
摊薄每股收益(元)	0.191	0.100	0.778	1.536	1.773
每股经营性现金流净额	0.80	0.84	1.80	2.87	2.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.98%	2.54%	17.64%	28.80%	27.72%
P/E	16.40	53.07	16.80	8.51	7.37
P/B	0.82	1.35	2.96	2.45	2.04

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2020 年前三季度公司实现营收 93.27 亿元, 同比+43.43%; 实现归母净利润 5.27 亿元, 同比+284.72%; 其中, 3Q 实现营收 35.94 亿元, 同比上升 46.13%; 实现归母净利润 2.6 亿元, 我们预计 3Q 博汇纸业吨纸净利大致 400-450 元/吨。

经营分析

- **3Q 景气显著回升, 毛利率环比大幅改善。**1Q/2Q/3Q 营收同比+20.1%/+66.9%/+46.1%, 3Q 营收同比大幅增长, 一方面白卡均价同比+10% (500-600 元/吨), 另一方面 3Q2019 箱板纸、白卡产能刚投产, 产量方面贡献有限。3Q2020 年营收环比 2Q 提升 14.9%, 其中白卡均价环比提升 4.9%, 销量环比预计+10%。1Q/2Q/3Q 毛利率为 21.7%/14.1%/19.4%, 3Q 毛利率环比+5.3pct, 随着白卡纸价格触底回升, 公司的盈利能力在 3Q 显著改善。鉴于 9 月后, 白卡纸已经累计宣布提价 800 元/吨, 我们判断 4Q 公司毛利率将继续环比大幅提升, 4Q 公司的利润将继续快速环比增加。3Q 公司的净经营性现金流为 11.5 亿, 环比 2Q+108%。
- **费用管控良好, 盈利能力提升。**前三季度公司期间费用率为 10.8%, 同比-0.6pct, 其中 3Q 期间费用率同比-2.2pct。3Q 销售费用率同比+0.8pct 至 3.5%, 主要在于销售返利和运费有所增加; 管理费用率同比-0.7pct 至 2.1%。3Q 归母净利率 7.2%, 同比+7.02pct。
- **高集中度助力白卡提价落地, 利好 4Q 及 1H2020 公司盈利弹性释放。**目前白卡纸行业开工负荷率 81%, 距离行业开工负荷率峰值的提升幅度有限, 行业供给通过开工率提升的空间不大, 伴随四季度传统消费旺季以及国内出口的快速增长, 白卡提价逻辑有望继续演绎。10 月 22 日, APP 等纸厂宣布自 11 月 1 日起白卡纸提涨 300 元/吨, 我们预计纸价在年底之前有望再度提价 300 元/吨, 价格将达到 7000 元/吨之间。
- **正式纳入 APP 体系, 协同效应值得期待。**10 月 14 日, 公司发布董事会换届选举及关联交易公告, 标志着 APP 系管理层顺利入驻博汇纸业。且 APP 通过与博汇在化机浆、阔叶浆、箱板纸、白卡纸业务开展关联交易, 在降低采购成本、提高产能利用率方面对博汇进行多维度帮扶, 我们预计从 4Q 开始, 博汇纸业将逐渐从季度财务数据中, 反映出 APP 入主后的变革成果和协同效应。

盈利预测和投资建议

- 我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.78、1.54 和 1.77 元, 当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 16.8/8.5/7.4 倍, 我们预计白卡纸价格在 2021 年仍将延续上涨态势, 同时考虑到 APP 后续对博汇将全力赋能, 我们认为公司目前的价值仍被低估, 维持买入评级。

风险提示

- 下游需求不及预期的风险; 新增产能投放进度不达预期的风险; 公司费用率控制不力的风险; 原料价格大幅波动的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	8,955	8,339	9,740	14,181	19,308	21,809
增长率		-6.9%	16.8%	45.6%	36.1%	13.0%
主营业务成本	-6,803	-7,002	-8,320	-11,195	-14,695	-16,667
%销售收入	76.0%	84.0%	85.4%	78.9%	76.1%	76.4%
毛利	2,152	1,338	1,420	2,987	4,613	5,142
%销售收入	24.0%	16.0%	14.6%	21.1%	23.9%	23.6%
营业税金及附加	-49	-35	-28	-50	-62	-70
%销售收入	0.6%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
销售费用	-464	-331	-401	-667	-830	-894
%销售收入	5.2%	4.0%	4.1%	4.7%	4.3%	4.1%
管理费用	-145	-170	-274	-411	-541	-589
%销售收入	1.6%	2.0%	2.8%	2.9%	2.8%	2.7%
研发费用	0	-6	-7	-11	-19	-22
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	1,493	797	710	1,848	3,161	3,567
%销售收入	16.7%	9.6%	7.3%	13.0%	16.4%	16.4%
财务费用	-332	-465	-512	-488	-451	-435
%销售收入	3.7%	5.6%	5.3%	3.4%	2.3%	2.0%
资产减值损失	-6	-18	-3	-9	-9	-9
公允价值变动收益	0	0	-11	0	0	0
投资收益	0	2	15	10	10	10
%税前利润	0.0%	0.6%	10.7%	0.7%	0.4%	0.3%
营业利润	1,165	311	191	1,367	2,717	3,140
营业利润率	13.0%	3.7%	2.0%	9.6%	14.1%	14.4%
营业外收支	-10	-2	-50	20	20	20
税前利润	1,155	309	142	1,387	2,737	3,160
利润率	12.9%	3.7%	1.5%	9.8%	14.2%	14.5%
所得税	-281	-53	-8	-347	-684	-790
所得税率	24.3%	17.0%	5.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	874	256	134	1,040	2,053	2,370
少数股东损益	18	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	856	256	134	1,040	2,053	2,370
净利率	9.6%	3.1%	1.4%	7.3%	10.6%	10.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	874	256	134	1,040	2,053	2,370
少数股东损益	18	0	0	0	0	0
非现金支出	480	477	634	1,000	1,029	1,101
非经营收益	365	435	421	632	471	440
营运资金变动	-433	-95	-70	-264	289	47
经营活动现金净流	1,286	1,073	1,118	2,408	3,842	3,958
资本开支	-1,196	-2,352	-1,539	-805	-1,112	-1,312
投资	-40	40	0	-12	-20	-20
其他	0	2	15	10	10	10
投资活动现金净流	-1,236	-2,310	-1,523	-807	-1,122	-1,322
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	586	2,651	547	-550	-495	-631
其他	-646	-1,399	-256	-916	-1,325	-1,421
筹资活动现金净流	-61	1,252	291	-1,466	-1,820	-2,052
现金净流量	-10	15	-114	136	900	584

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,164	1,947	1,968	2,104	3,004	3,588
应收账款	2,734	1,913	1,950	2,822	3,752	4,158
存货	1,622	1,706	1,325	2,145	2,655	2,965
其他流动资产	219	626	661	721	783	825
流动资产	5,737	6,192	5,905	7,791	10,194	11,536
%总资产	43.0%	33.5%	30.5%	37.2%	43.4%	46.0%
长期投资	303	295	174	184	204	224
固定资产	5,592	11,213	12,179	12,692	12,777	12,990
%总资产	41.9%	60.6%	62.9%	60.6%	54.4%	51.8%
无形资产	243	280	231	262	292	321
非流动资产	7,612	12,296	13,464	13,138	13,273	13,535
%总资产	57.0%	66.5%	69.5%	62.8%	56.6%	54.0%
资产总计	13,349	18,488	19,369	20,929	23,466	25,071
短期借款	5,087	4,840	6,337	5,787	5,306	4,675
应付款项	2,021	4,143	3,689	5,072	6,669	7,429
其他流动负债	256	114	173	284	487	540
流动负债	7,365	9,097	10,198	11,143	12,463	12,645
长期贷款	978	3,312	2,925	2,925	2,925	2,925
其他长期负债	42	941	974	965	951	951
负债	8,384	13,350	14,097	15,033	16,339	16,521
普通股股东权益	4,966	5,138	5,272	5,896	7,128	8,550
其中：股本	1,337	1,337	1,337	1,337	1,337	1,337
未分配利润	2,077	2,251	2,385	3,009	4,241	5,663
少数股东权益	-1	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	13,349	18,488	19,369	20,929	23,466	25,071

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.640	0.191	0.100	0.778	1.536	1.773
每股净资产	3.715	3.844	3.944	4.410	5.332	6.396
每股经营现金净流	0.962	0.803	0.837	1.801	2.874	2.961
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.311	0.614	0.709
回报率						
净资产收益率	17.24%	4.98%	2.54%	17.64%	28.80%	27.72%
总资产收益率	6.41%	1.38%	0.69%	4.97%	8.75%	9.45%
投入资本收益率	10.24%	4.98%	4.61%	9.49%	15.43%	16.57%
增长率						
主营业务收入增长率	14.86%	-6.87%	16.79%	45.60%	36.15%	12.95%
EBIT增长率	143.78%	-46.61%	-11.00%	160.43%	71.03%	12.86%
净利润增长率	325.26%	-70.11%	-47.73%	677.64%	97.35%	15.44%
总资产增长率	10.84%	38.50%	4.76%	8.06%	12.12%	6.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.6	40.9	37.1	36.5	36.0	35.5
存货周转天数	76.0	86.7	66.5	70.0	66.0	65.0
应付账款周转天数	47.9	63.2	70.0	68.0	67.0	66.0
固定资产周转天数	196.4	248.5	453.0	298.6	236.0	204.1
偿债能力						
净负债/股东权益	98.72%	120.76%	137.02%	110.89%	72.36%	46.12%
EBIT利息保障倍数	4.5	1.7	1.4	3.8	7.0	8.2
资产负债率	62.81%	72.21%	72.78%	71.83%	69.63%	65.90%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-07-28	买入	11.35	18.19~18.19
2	2020-08-27	买入	13.31	N/A
3	2020-10-14	买入	12.25	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


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。

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