

2020年12月29日

张楠
H70294@capital.com.tw
目标价(元)

15.6

博汇纸业(600966.SH)

BUY 买进

“限塑令”来袭助推白卡纸价上涨，盈利能力有望持续释放

公司基本信息

产业别	轻工制造		
A 股价(2020/12/25)	13.62		
上证指数(2020/12/25)	3396.56		
股价 12 个月高/低	16.53/4.79		
总发行股数(百万)	1336.84		
A 股数(百万)	1336.84		
A 市值(亿元)	182.08		
主要股东	山东博汇集团有限公司 (28.84%)		
每股净值(元)	4.32		
股价/账面净值	3.15		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-8.8	18.3	182.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2020-10-30	13.07	买进
2020-8-27	13.31	买进
2020-7-1	10.15	买进

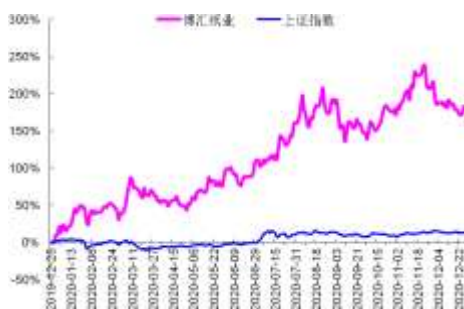
产品组合

白卡纸	80.93%
文化纸	6.20%
箱板纸	6.97%
瓦楞纸	0.73%
石膏护面纸	4.63%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.3%
一般法人	51.7%

股价相对大盘走势



结论与建议:

■ **最严限塑令刺激白卡纸需求增加:** 2020年1月,国家发布最严“限塑令”,全面限制不可降解塑料使用。据发改委等联合发布的意见,2021年1月1日起直辖市、省会等地区商超、药店及餐饮外卖服务等领域将率先禁塑,推广使用可降解购物袋、环保布袋、纸袋。基于目前可替代方案中可降解购物袋成本高、产能不足以及布袋便利性和应用场景有限等,纸制品的产能充足,生产技术成熟,成本优势明显,是塑料制品的最佳替代品。其中,白卡纸作为食品外包装纸有望率先成为外卖餐盒的替代品,预计2021年将有约50万吨白卡纸的替代需求。

■ **行业整合,格局优化:** 在环保政策趋严的背景下,与白卡纸下游需求重合度较高的白板纸(低端产品)产能逐年减少,其中“中国白板纸之乡”的浙江富阳780万吨产能将于2020年底彻底关停。伴随消费升级,消费者对包装外在要求的提高,白卡纸对白板纸的替代将是行业趋势。其次,2020年9月底,博汇纸业与金光纸业(APP)顺利完成股权变更,公司实际控制人变为金光集团,持有上市公司股份48.8%。作为国内第二大白卡纸企业,公司2019年底拥有白卡纸产能215万吨,市占率21%,与APP在白卡纸行业市占率合计达50%以上,前两大龙头企业的合并将有利于白卡纸行业集中度提升,进一步巩固龙头地位。其次,在原料成本、生产效率、经营管理等方面存在较大优化空间,同时减少因价格战引起的行业恶性竞争,优化行业环境并提升龙头企业话语权,白卡纸价格有望上移,行业盈利能力有望大幅改善。

■ **价格提涨助推业绩增长:** 疫情后随着需求恢复,6月中下旬白卡纸景气开始回暖,7、8月价格稳步提升,9月下旬大型纸厂连续两次大幅提涨白卡纸价500元/吨,10-11月相继发布提价函,每次提价300元/吨,截至12/25日,白卡纸价格为7010元/吨,较20H1上涨35%以上。12月29日,大型纸厂继续发布1月提价函,提价300元/吨,预计白卡纸价格有望超过2017年景气高点。此外,2020、21年行业暂无供给压力,预计最快新增产能将在21Q4释放180万吨。整体来看,白卡纸行业新增产能有限、行业集中度提升,叠加限塑令和白板纸退出,供需格局将大幅改善,白卡纸价格有望进一步提升。成本方面,受国外疫情反复需求疲软、2021年仍有产能释放以及港口库存高位运行等影响,预计原材料木浆价格将继续在底部运行,未来公司营收净利仍将稳步提升。

■ **盈利预测:** 限塑令的持续推进、白板纸替代需求以及消费升级,白卡纸景气度与需求将得到较强的支撑,纸价或将继续提升,公司营收有望持续增长。预计20、21年实现净利9.34亿元、12.44亿元,YOY分别增598%、33%,EPS为0.7元、0.93元,当前A股对应PE为19.5倍、14.6倍。同时考虑到APP管理层已顺利入驻公司,后续随着龙头地位的凸显,管理的持续优化以及APP相关资产的注入等,看好公司估值存持续上行空间,给予“买入”评级。

■ **风险提示:** 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	256	134	934	1,244
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	21.27	71.14	136.11	19.49	14.63
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%	0.15%	0.15%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

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,或会买进,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。