

博汇纸业(600966)

点
评
报
告

行
业
公
司
研
究
—
造
纸
II
行
业
—

证
券
研
究
报
告

坚定看多白卡赛道，扩产保障成长

——博汇纸业点评报告

✍ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008
 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
 ☎ 联系人：傅嘉成、姜文镗
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

博汇纸业控股子公司江苏博汇拟投资建设三期年产100万吨高档包装纸板及其配套项目，投资金额38.33亿元，所需资金由自有或自筹方式解决，项目建设周期预定为2年。

投资要点

□ 产能扩产保障中长期成长性，市场掌控力增强

公司规划项目为白卡纸+配套化机浆联合项目，预期2023年投产，单吨投资额较低主要系前期定增项目包含厂房和环保设备投入。截止20年上半年，公司披露白卡产能为215万吨，但经过纸机技改，实际年产量预期可超250万吨。本次规划产能100万吨落地后，公司自身白卡产能将达350万吨，市场掌控能力进一步增强。

□ 纸浆提涨促浆系造纸景气，纸价提涨&管理改善共振释放盈利弹性

我们认为目前竞争格局较好的背景下，木浆成本大幅涨价推动浆系造纸景气，白卡纸公布2-3月份的提价函（2月、3月分别提价500、500元/吨）。目前白卡纸价格为7950元/吨，较20年5月低点上涨约2800元，预计目前白卡吨毛利超2500元；考虑2020年公司将前期包袱逐步出清，前次定增若顺利完成，负债率、财务费用率高、纸机效率低等问题陆续有效解决，21年纸价提涨&管理改善预期下公司盈利弹性将大幅增强。

□ 行业新增产能多于2023年后落地，供需稳定延续

从行业后续供需变化来看，太阳纸业90万吨白卡产能预计21年四季度投产，APP130万吨预期22年年初投产，但考虑到APP宁波基地20年2月底搬迁减少60万吨产能；此外联盛、亚太森博、江苏博汇新增产能预期2023年后才能逐步落地，因此行业供给端新增产能处于合理范围；需求端海内外需求自然修复，且富阳白板纸去产能叠加限塑令持续加码背景下，预计供需关系稳定局面有望持续延续至2022年。

□ 盈利预测及估值

博汇作为白卡纸绝对龙头，产能落地后中长期成长性更清晰且市场掌控能力进一步增强。我们预计公司20-22年分别实现营收143.0/215.8/243.7亿元，同增46.9%/50.9%/12.9%；归母净利润8.3/23.5/27.8亿元，同增519.0%/183.8%/18.2%；对应当前市值20-22年PE为29.0X/10.2X/8.7X，给予“买入”评级。

□ 风险提示

纸价提涨不及预期，原材料上涨超预期

评级

买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥17.97

单季度业绩

元/股

3Q/2020 0.19
 2Q/2020 0.06
 1Q/2020 0.14
 4Q/2019 0.00



公司简介

白卡纸龙头企业

相关报告

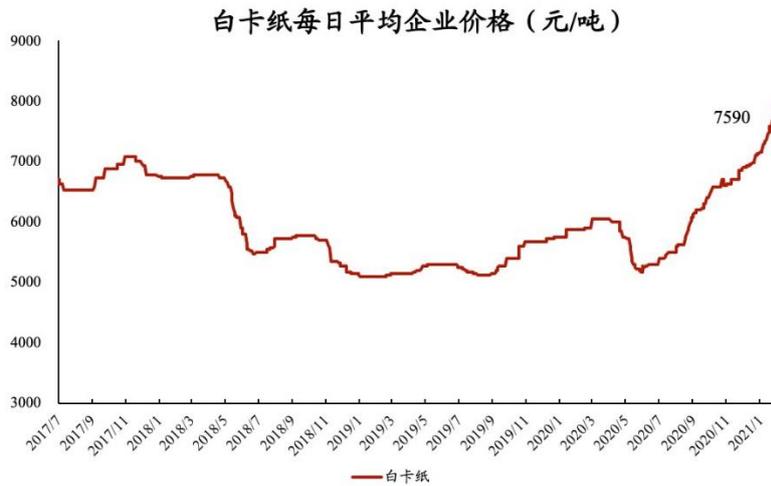
- 1《【浙商轻工】20年费用摊销略有拖累，21年盈利具有向上弹性 210117》2021.01.17
- 2《【浙商轻工】博汇纸业三季报点评：价格提涨&管理改善共振，盈利弹性有望释放 201101》2020.11.02
- 3《【浙商轻工】博汇纸业：金光纸业管理层入驻，协同效应显现促盈利改善 201014》2020.10.14

报告撰写人：史凡可、马莉
 联系人：傅嘉成、姜文镗

财务摘要

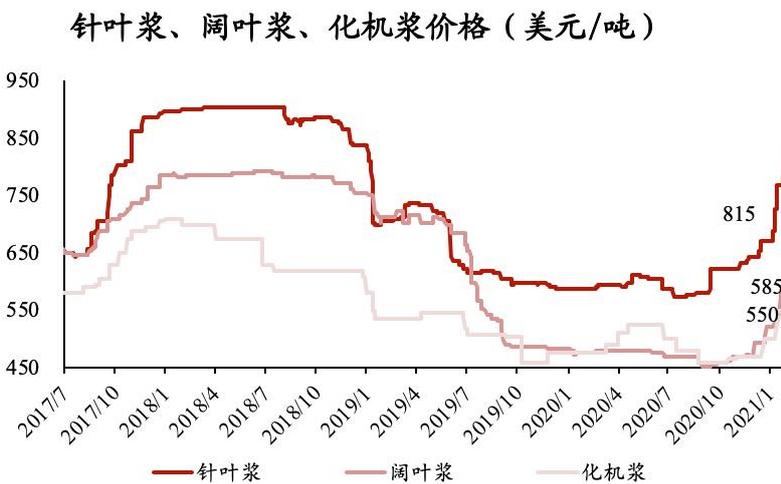
(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	9739.80	14302.55	21577.52	24369.02
(+/-)	16.79%	46.85%	50.86%	12.94%
净利润	133.77	827.98	2349.46	2776.63
(+/-)	-47.73%	518.95%	183.76%	18.18%
每股收益(元)	0.10	0.62	1.76	2.08
P/E	179.58	29.01	10.22	8.65

图 1：白卡纸价格



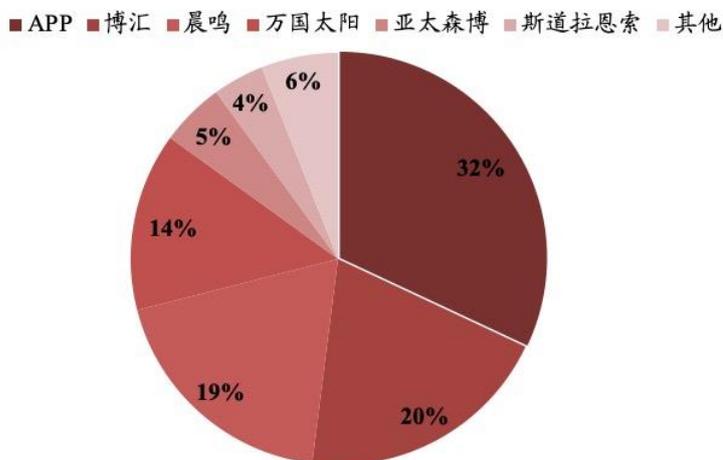
资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图 2：浆价走势



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图 3：白卡纸竞争格局



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5905	8609	10261	11150	营业收入	9740	14303	21578	24369
现金	1968	1685	1853	1819	营业成本	8320	11671	16641	18733
交易性金融资产	69	23	31	41	营业税金及附加	28	60	80	87
应收账款	1022	2872	3646	3856	营业费用	401	569	859	948
其它应收款	204	273	483	507	管理费用	282	449	680	767
预付账款	188	288	403	447	研发费用	7	11	17	19
存货	1325	2927	3136	3688	财务费用	512	575	569	582
其他	1128	542	709	793	资产减值损失	71	(3)	(3)	(3)
非流动资产	13464	15067	17087	19905	公允价值变动损益	(11)	(11)	(11)	(11)
金额资产类	0	34	28	21	投资净收益	15	15	15	15
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	5	12	9	9
固定资产	12087	13507	15701	18455	营业利润	191	998	2764	3267
无形资产	231	233	223	199	营业外收支	(50)	0	0	(0)
在建工程	92	74	59	47	利润总额	142	998	2764	3267
其他	1054	1220	1076	1183	所得税	8	170	415	490
资产总计	19369	23676	27348	31056	净利润	134	828	2349	2777
流动负债	10198	13999	15118	16078	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	5174	7794	5711	6161	归属母公司净利润	134	828	2349	2777
应付款项	3371	4761	7591	7926	EBITDA	1227	2418	4343	5066
预收账款	291	333	545	637	EPS (最新摊薄)	0.10	0.62	1.76	2.08
其他	1362	1111	1272	1353	主要财务比率				
非流动负债	3899	3577	3780	3752		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	2925	2925	2925	2925	成长能力				
其他	974	652	855	827	营业收入	16.79%	46.85%	50.86%	12.94%
负债合计	14097	17576	18899	19830	营业利润	-38.42%	421.75%	177.01%	18.20%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	-47.73%	518.95%	183.76%	18.18%
归属母公司股东权益	5272	6100	8449	11226	获利能力				
负债和股东权益	19369	23676	27348	31056	毛利率	14.58%	18.40%	22.88%	23.13%
					净利率	1.37%	5.79%	10.89%	11.39%
					ROE	2.57%	14.56%	32.30%	28.22%
					ROIC	3.60%	7.29%	15.49%	15.50%
					偿债能力				
					资产负债率	72.78%	74.24%	69.10%	63.85%
					净负债比率	65.70%	65.54%	50.52%	50.65%
					流动比率	0.58	0.61	0.68	0.69
					速动比率	0.45	0.41	0.47	0.46
					营运能力				
					总资产周转率	0.51	0.66	0.85	0.83
					应收帐款周转率	9.84	11.23	11.12	9.84
					应付帐款周转率	5.21	6.01	6.04	5.32
					每股指标(元)				
					每股收益	0.10	0.62	1.76	2.08
					每股经营现金	0.85	0.26	4.42	2.99
					每股净资产	3.94	4.56	6.32	8.40
					估值比率				
					P/E	179.58	29.01	10.22	8.65
					P/B	4.56	3.94	2.84	2.14
					EV/EBITDA	12.45	14.26	7.49	6.52

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1137	351	5908	3991
净利润	134	828	2349	2777
折旧摊销	637	840	999	1206
财务费用	512	575	569	582
投资损失	(15)	(15)	(15)	(15)
营运资金变动	(370)	(210)	2029	72
其它	240	(1667)	(22)	(631)
投资活动现金流	(1523)	(2316)	(3189)	(3930)
资本支出	(967)	(2274)	(3208)	(3964)
长期投资	123	(85)	15	18
其他	(680)	42	3	16
筹资活动现金流	294	1690	(2542)	(87)
短期借款	1103	2620	(2083)	450
长期借款	(387)	0	0	0
其他	(422)	(929)	(460)	(537)
现金净增加额	(92)	(275)	176	(26)

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>