

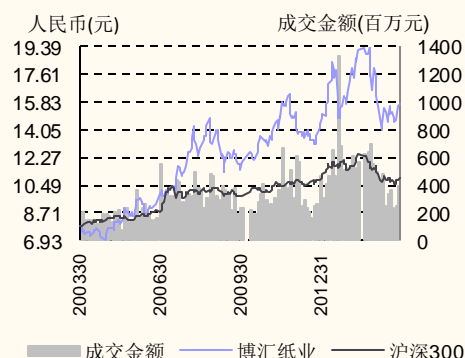
博汇纸业 (600966.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 15.68 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)	209.62
年内股价最高最低(元)	19.41/6.93
沪深 300 指数	5095
上证指数	3457



相关报告

- 1.《高景气驱动营收增长，盈利弹性释放在即-博汇纸业-业绩快报点评》，2021.03.03
- 2.《3Q 盈利能力和现金流环比大幅改善-博汇纸业-三季报点评》，2020.11.1
- 3.《APP 赋能启动，维持“买入”评级-博汇纸业-事件点评》，2020.10.14
- 4.《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...》，2020.8.27
- 5.《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

尹新悦 联系人

景气上升&管理赋能，提业绩，回购彰显中长期自信

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,740	13,982	21,314	22,979	24,486
营业收入增长率	16.79%	43.56%	52.44%	7.81%	6.56%
归母净利润(百万元)	134	834	2,725	2,831	3,040
归母净利润增长率	-47.73%	523.50%	226.68%	3.89%	7.41%
摊薄每股收益(元)	0.100	0.624	2.038	2.117	2.274
每股经营性现金流净额	0.84	2.67	1.29	3.43	3.29
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.54%	13.70%	35.29%	30.05%	27.04%
P/E	53.07	24.09	7.69	7.41	6.89
P/B	1.35	3.30	2.71	2.23	1.86

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 3月30日公司发布2020年报，全年实现营收139.5亿元，同比+43.2%；归母净利8.4亿元，同比+524%。4Q实现营收46.2亿元，同比+42.7%；实现归母净利3.1亿元，去年同期亏损333万元，业绩符合预期。

经营分析

- 4Q 白卡高景气度支撑公司营收高增速。1Q、2Q、3Q、4Q 营收同比+20.1%、+66.9%、+46.1%、+42.7%，其中4Q营收环比+28.5%，主要原因是4Q白卡均价6780元/吨，较3Q提涨910元/吨（涨幅+15.5%），以及在APP入主之后，纸机利用率提升所带来的产量增长。
- 管理赋能落实于报表端，现金流&负债率改善明显。应收账款及票据较19年减少5亿元，全年净经营性现金流36亿元，同比+24.6亿元，其中4Q净经营性现金流14.1亿元，环比3Q增加11.5亿元，提升幅度23%。2020年底短期借款环比3Q减少14.8亿元，长期借款减少2.2亿元，公司的资产负债率环比降低1.8pcts至68.7%。2020年底公司的原料库存较2019年底增加3.2亿元，结合预付款的变化，我们判断公司在2020年下半年进行了低价木浆储备。4Q行业高景气和APP入主之后，管理赋能的效果凸显。
- 费用摊销拖累4Q净利率。4Q净利率6.7%，环比下降0.6pcts，主要原因是计提的管理费用+研发费率达到9%，环比+6.8pct。其中治污费、折旧费较上年分别增加0.42/0.36亿元，同比+53%/+37%，4Q公司计提的研发费用达到2.76亿元，令2020年研发费用较2019增加2.7亿元。
- 高集中度助力白卡高景气度延续，利好1H2021盈利弹性释放。目前白卡纸均价10010元/吨。较2021年1月初提涨2600元/吨（涨幅+37%）。产能供给角度，宁波60万吨白卡纸产能预计将在下半年停产，虽然太阳90万吨新产能预计4Q投产，但我们判断实际贡献产量有限，我们判断白卡下半年供求关系有望进一步趋紧。
- 产能扩张驱动内生增长，回购彰显中长期自信。公司宣布拟花费10-20亿元回购股票用于股权激励，回购数量4004.8-8009.5万股，占公司总股本比例3-5.99%，回购价格不超过24.97元/股，回购期限12个月，再次彰显中长期发展决心。

盈利预测和投资建议

- 我们上调公司2021-2022年EPS至1.88和1.94元，上调幅度为12.6%/15.1%，预计2023年EPS为2.27元，当前股价对应2020-2023年PE分别为7.7/7.4/6.9倍，我们预计白卡纸价格在2021年仍将延续上涨态势，公司目前估值仍较便宜，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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	8,339	9,740	13,982	21,314	22,979	24,486	货币资金	1,947	1,968	2,663	3,111	3,586	4,029
增长率		16.8%	43.6%	52.4%	7.8%	6.6%	应收账款	1,913	1,950	1,461	4,241	4,465	4,668
主营业务成本	-7,002	-8,320	-11,597	-15,284	-17,007	-18,110	存货	1,706	1,325	1,504	2,928	3,072	3,222
%销售收入	84.0%	85.4%	82.9%	71.7%	74.0%	74.0%	其他流动资产	626	661	808	723	743	767
毛利	1,338	1,420	2,385	6,030	5,972	6,376	流动资产	6,192	5,905	6,436	11,002	11,867	12,686
%销售收入	16.0%	14.6%	17.1%	28.3%	26.0%	26.0%	%总资产	33.5%	30.5%	33.1%	46.3%	47.8%	48.9%
营业税金及附加	-35	-28	-53	-75	-74	-78	长期投资	295	174	168	178	198	218
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	固定资产	11,213	12,179	11,753	12,325	12,465	12,732
销售费用	-331	-401	-37	-1,002	-988	-1,028	%总资产	60.6%	62.9%	60.4%	51.9%	50.2%	49.1%
%销售收入	4.0%	4.1%	0.3%	4.7%	4.3%	4.2%	无形资产	280	231	223	254	285	314
管理费用	-170	-274	-369	-957	-804	-930	非流动资产	12,296	13,464	13,017	12,758	12,948	13,264
%销售收入	2.0%	2.8%	2.6%	4.5%	3.5%	3.8%	%总资产	66.5%	69.5%	66.9%	53.7%	52.2%	51.1%
研发费用	-6	-7	-280	-17	-23	-24	资产总计	18,488	19,369	19,453	23,760	24,814	25,950
%销售收入	0.1%	0.1%	2.0%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	4,840	6,337	4,559	4,925	3,487	2,411
息税前利润 (EBIT)	797	710	1,647	3,980	4,083	4,314	应付款项	4,143	3,689	4,982	6,974	7,735	8,097
%销售收入	9.6%	7.3%	11.8%	18.7%	17.8%	17.6%	其他流动负债	114	173	1,003	595	641	667
财务费用	-465	-512	-571	-376	-337	-289	流动负债	9,097	10,198	10,543	12,493	11,864	11,175
%销售收入	5.6%	5.3%	4.1%	1.8%	1.5%	1.2%	长期贷款	3,312	2,925	2,580	2,580	2,580	2,580
资产减值损失	-18	-3	9	-14	-8	-8	其他长期负债	941	974	243	965	951	951
公允价值变动收益	0	-11	10	0	0	0	负债	13,350	14,097	13,366	16,038	15,394	14,706
投资收益	2	15	9	10	10	10	普通股股东权益	5,138	5,272	6,087	7,721	9,420	11,244
%税前利润	0.6%	10.7%	0.8%	0.3%	0.3%	0.2%	其中：股本	1,337	1,337	1,337	1,337	1,337	1,337
营业利润	311	191	1,097	3,584	3,754	4,034	未分配利润	2,251	2,385	3,185	4,820	6,518	8,343
营业利润率	3.7%	2.0%	7.8%	16.8%	16.3%	16.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-2	-50	-5	20	20	20	负债股东权益合计	18,488	19,369	19,453	23,760	24,814	25,950
税前利润	309	142	1,093	3,604	3,774	4,054	比率分析						
利润率	3.7%	1.5%	7.8%	16.9%	16.4%	16.6%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-53	-8	-259	-879	-944	-1,013	每股指标						
所得税率	17.0%	5.5%	23.7%	24.4%	25.0%	25.0%	每股收益	0.191	0.100	0.624	2.038	2.117	2.274
净利润	256	134	834	2,725	2,831	3,040	每股净资产	3.844	3.944	4.553	5.776	7.046	8.411
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.803	0.837	2.673	1.288	3.432	3.288
归属于母公司的净利润	256	134	834	2,725	2,831	3,040	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.815	0.847	0.910
净利率	3.1%	1.4%	6.0%	12.8%	12.3%	12.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	4.98%	2.54%	13.70%	35.29%	30.05%	27.04%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	1.38%	0.69%	4.29%	11.47%	11.41%	11.72%
净利润	256	134	834	2,725	2,831	3,040	投入资本收益率	4.98%	4.61%	9.49%	19.76%	19.77%	19.93%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	477	634	773	946	973	1,047	主营业务收入增长率	-6.87%	16.79%	43.56%	52.44%	7.81%	6.56%
非经营收益	435	421	463	597	374	305	EBIT 增长率	-46.61%	-11.00%	132.07%	141.67%	2.58%	5.68%
营运资金变动	-95	-70	1,503	-2,545	411	3	净利润增长率	-70.11%	-47.73%	523.50%	226.68%	3.89%	7.41%
经营活动现金净流	1,073	1,118	3,574	1,722	4,588	4,395	总资产增长率	38.50%	4.76%	0.43%	22.14%	4.44%	4.58%
资本开支	-2,352	-1,539	-336	-890	-1,112	-1,312	资产管理能力						
投资	40	0	0	-12	-20	-20	应收账款周转天数	40.9	37.1	21.3	36.5	36.0	35.5
其他	2	15	9	10	10	10	存货周转天数	86.7	66.5	44.5	70.0	66.0	65.0
投资活动现金净流	-2,310	-1,523	-328	-892	-1,122	-1,322	应付账款周转天数	63.2	70.0	59.9	68.0	67.0	66.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	248.5	453.0	296.4	187.1	188.5	173.4
债权募资	2,651	547	-1,938	1,113	-1,452	-1,076	偿债能力						
其他	-1,399	-256	-1,316	-1,495	-1,539	-1,554	净负债/股东权益	120.76%	137.02%	70.60%	54.58%	24.43%	6.96%
筹资活动现金净流	1,252	291	-3,254	-382	-2,991	-2,630	EBIT 利息保障倍数	1.7	1.4	2.9	10.6	12.1	14.9
现金净流量	15	-114	-8	448	475	443	资产负债率	72.21%	72.78%	68.71%	67.50%	62.04%	56.67%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2	9	16	31
增持	0	0	0	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.16	1.00

来源：朝阳永续

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

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
4	2020-11-01	买入	13.07	N/A
5	2021-03-09	买入	14.77	N/A

来源：国金证券研究所



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，不作为或被视作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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402