

博汇纸业(600966)

现金流大幅向好, 管理改善开始兑现

——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
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

公司发布 2020 年年报: 20 年公司实现收入 139.82 亿元 (+43.56%), 归母净利润 8.34 亿元 (+523.5%), 扣非净利 8.22 亿元 (+367.6%); 其中 20Q4 实现收入 46.55 亿元 (同比+43.82%), 归母净利润 3.07 亿元, 扣非净利 3.05 亿元 (+619.97%)。盈利表现符合预期。同时, 公司公告拟用人民币 10 亿元-20 亿元的自有资金及自筹资金以不超过 24.97 元/股的价格回购公司股票, 表明公司未来发展信心。

投资要点

□ 20 年销量大幅增长, 21 年预期量价齐升

20 年公司机制纸业务实现产量 302.29 万吨 (同比+31.76%), 销量 311.73 万吨 (同比+38.65%)。分业务看, 主要纸种白卡纸/箱板纸/文化纸 2020 年实现收入 110.08/13.15/9.77 亿元 (同比 39.65%/93.79%/61.91%), 对应销量 226.96/42.12/22.53 万吨 (同比 29.01%/89.13%/83.17%), 对应毛利率 22.26%/-3.28%/-1.78%(同比+6.45pct/- 8.48pct/-13.12pct)。21 年预期量价齐升。公司的主要产品是白卡纸, 20 年白卡纸的收入占比为 78.73%。当前白卡纸价格为 9821 元/吨, 相较 20 年年初上涨 4064 元/吨, 受益于竞争格局优化, 后续白卡纸价格仍有上涨空间。公司当前白卡纸年产量预期可超 250 万吨, 随着未来 2 年江苏博汇投建的年产 100 万吨白卡纸项目落地, 公司白卡产能将达 350 万吨, 产销将持续放量。

□ 融资成本改善, 研发费用增加

20 年公司实现毛利率 17.06% (+2.48pct), 期间费用率为 8.99% (-3.27pct), 其中, 销售费用率 0.26% (-4.09pct), 管理费用率 2.64% (-0.18pct), 财务费用率 4.08% (-1.17pct), 研发费用率 2% (+1.92pct), 测算 20 年单吨净利 268 元/吨。值得注意的是, 20Q4 公司实现毛利率 14.66% (-2.28pct), 期间费用率为 5.3% (-8.74pct), 其中, 销售费用率-6.55%, 主要系销售费用会计准则改变, 调整运费至成本所致, 管理费用率 3.07% (+0.07pct), 财务费用率 2.84% (-2.68pct), 主要系公司优质融资渠道拓宽, 资金成本明显下降所致, 研发费用率 5.93% (+5.89pct), 该费用主要用于产线更新、纸种升级投入, 测算 20Q4 单吨净利 319 元/吨。

□ 营运效率表现靓丽, 经营性现金流大幅好转

受益于收入放量、付款条件提升、回款改善, 20 年公司经营性现金流净额为 35.96 亿元, 较去年同期增加 24.59 亿元, 远高于净利润 8.34 亿元。20 年公司应收账款 6.2 亿元 (较期初减少 3.97 亿元), 主要系管理层加强销售管理和款项回收所致; 应付账款及票据合计 49.64 亿元 (较期初增加 15.93 亿元), 主要系公司与金光纸业发挥协同效应, 付款条件及商业信用能力有所提升所致。20 年公司长期借款 25.80 亿元 (较期初减少 3.45 亿), 短期借款 34.37 亿元 (较期初减少 17.38 亿元), 资产负债率 68.71% (较期初下降 4.07pct)。

□ 管理改善初步兑现, 看好中期发展

评级

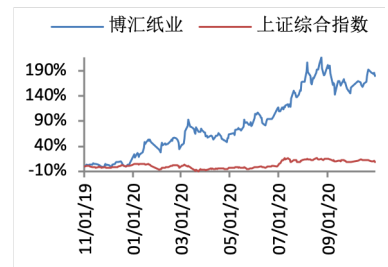
买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥15.68

单季度业绩

元/股

1Q/2020	0.14
2Q/2020	0.06
3Q/2020	0.19
4Q/2020	0.23



公司简介

白卡纸龙头, 白卡纸产能达 215 万吨

相关报告

- 1 《【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
- 2 《【浙商轻工】博汇纸业中报点评: 中报表现符合预期, 格局优化&需求改善促行业景气上行 200827》2020.08.27

报告撰写人: 史凡可、马莉

联系人: 傅嘉成

(1) 20 年公司改选董事会，提名四名高管均为 APP 系重量级人物，金光纸业管理层逐步入驻公司。入驻意味着 APP 全面赋能博汇纸业，公司管理改善在 20 年年报已经有所体现。(2) 从行业竞争格局来看，目前行业 CR3 超 80%，金光纸业&博汇纸业合计市占率超 50%，竞争格局优异。(3) 我们认为在目前竞争格局较好的背景下，白卡纸价格仍有上涨空间，21 年纸价提涨&管理改善预期下公司盈利弹性将大幅增强。

□ 盈利预测及估值

博汇纸业作为白卡纸绝对龙头，中长期成长性清晰且市场掌控能力有望进一步增强。我们预计公司 21-23 年分别实现营收 246.61/239.02/291.44 亿元，同增 76.38%/-3.08%/21.93%；归母净利润 30.94/29.57/31.33 亿元，同增 270.99%/-4.44%/5.95%；对应当前市值 20-22 年 PE 为 6.77X/ 7.09X/ 6.69X，给予“买入”评级。

□ 风险提示

纸价提涨低于预期、原材料价格上涨、行业产能超预期释放

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	13982.10	24661.38	23901.53	29144.31
(+/-)	43.56%	76.38%	-3.08%	21.93%
净利润	834.07	3094.37	2957.04	3133.12
(+/-)	406.03%	270.99%	-4.44%	5.95%
每股收益(元)	0.62	2.31	2.21	2.34
P/E	25.13	6.77	7.09	6.69

图 1：季度财务数据

单位：百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
营业总收入	1,716.94	2,646.83	2,048.63	1,927.05	2,170.50	1,873.27	2,459.35	3,236.67	2,606.47	3,126.95	3,593.80	4,654.89
YOY	-15.88%	31.25%	-10.22%	-26.31%	26.42%	-29.23%	20.05%	67.96%	20.09%	66.92%	46.13%	43.82%
归母净利润	205.06	206.40	97.98	-253.50	122.43	9.28	5.40	-3.33	185.37	81.84	260.26	306.60
YOY	4.01%	-0.87%	-52.17%	-203.08%	-40.30%	-95.50%	-94.49%	-98.68%	51.41%	781.84%	4722.60%	217.60%
扣非归母净利润	203.69	207.11	98.21	(349.00)	120.91	4.66	7.81	-42.40	181.71	81.13	253.85	305.28
YOY	3.17%	0.08%	-53.53%	-199.49%	-40.64%	-97.75%	-92.04%	-117.03%	50.28%	1642.51%	3148.88%	619.97%
毛利率	28.08%	20.27%	13.77%	1.92%	15.23%	14.24%	11.18%	16.94%	21.66%	14.11%	19.40%	14.66%
期间费用率	11.64%	9.68%	7.28%	18.98%	7.95%	13.90%	12.48%	14.04%	12.48%	10.11%	10.24%	5.30%
其中：销售费用	75.61	70.63	58.15	126.20	66.11	71.74	85.63	177.25	117.02	70.34	154.10	(304.81)
销售费用率	4.40%	2.67%	2.84%	6.55%	3.05%	3.83%	3.48%	5.48%	4.49%	2.25%	4.29%	-6.55%
其中：管理费用	45.61	26.27	26.43	73.62	52.24	56.09	68.95	97.19	74.74	75.17	76.22	143.03
研发费用	0.00	0.00	1.45	1.82	1.88	2.36	1.88	1.36	0.83	1.36	1.33	276.03
管理+研发费用率	2.66%	0.99%	1.36%	3.91%	2.49%	3.12%	2.88%	3.04%	2.90%	2.45%	2.16%	9.00%
其中：财务费用	78.58	159.19	63.02	164.12	52.35	130.21	150.51	178.68	132.77	169.40	136.46	132.39
财务费用率	4.58%	6.01%	3.08%	8.52%	2.41%	6.95%	6.12%	5.52%	5.09%	5.42%	3.80%	2.84%
归母净利润率	11.94%	7.80%	4.78%	-13.15%	5.64%	0.50%	0.22%	-0.10%	7.11%	2.62%	7.24%	6.59%
存货	1,769.15	1,988.94	2,008.58	1,705.83	1,385.34	1,766.72	1,413.32	1,324.77	1,952.30	1,568.91	1,659.87	1,503.81
较上年同期增减	288.71	287.96	308.32	84.31	-383.81	-222.22	-595.26	-381.07	566.97	-197.81	246.55	179.05
存货周转天数	123.58	97.14	95.87	85.54	75.60	90.68	74.78	65.57	72.22	55.09	52.85	43.90
较上年同期增减	44.99	10.71	14.31	10.61	-47.98	-6.46	-21.09	-19.97	-3.38	-35.59	-21.93	-21.67
应收账款	873.54	1,061.52	938.31	963.43	1,142.62	848.29	927.74	1,016.20	810.89	990.84	712.11	619.51
较上年同期增减	179.55	279.30	251.61	58.17	269.07	-213.23	-10.58	52.77	-331.73	142.56	-215.63	-396.69
应收账款周转天数	46.62	40.56	38.81	40.33	43.66	40.32	39.28	36.59	31.54	31.51	25.02	21.06
较上年同期增减	12.82	4.60	6.32	5.27	-2.96	-0.24	0.45	-3.75	-12.12	8.82	-14.24	-15.53
应付账款及应付票据	2218.31	3263.60	3085.90	3887.39	3768.95	3690.02	3980.68	3371.36	3631.51	3718.03	3539.90	4964.50
较上年同期增减	260.07	1296.01	1386.66	2095.41	1550.64	426.43	894.78	-516.02	-137.44	28.01	-440.78	1593.14
预收账款(合同负债)	204.95	138.53	196.22	188.25	103.98	275.26	384.58	290.93	327.81	237.56	726.62	350.74
较上年同期增减	33.99	-6.40	-7.24	31.96	-100.97	136.74	188.36	102.67	223.84	-37.70	342.04	59.81
经营性现金流净额	314.70	432.46	354.52	-28.55	344.85	353.23	269.69	169.53	488.07	551.12	1146.47	1410.49
较上年同期增减	-16.72	87.18	217.63	-501.25	30.14	-79.23	-84.83	198.08	143.22	197.89	876.79	1240.96
筹资性现金流净额	12.26	248.01	-174.15	1167.31	-224.67	-156.51	-72.33	747.59	-220.68	-447.04	-817.44	-1,767.15
较上年同期增减	81.26	194.98	-47.23	1083.97	-236.92	-404.52	101.82	-419.72	3.98	-290.53	-745.11	-2514.74
资本开支	370.92	516.17	385.08	1,092.82	233.05	117.02	369.48	892.00	258.64	89.64	17.19	-28.57
较上年同期增减	43.36	194.21	329.11	594.12	-137.87	-399.15	-15.60	-200.82	25.59	-27.38	-352.29	-920.57
ROE	4.04%	3.91%	1.81%	-4.78%	2.35%	0.18%	0.10%	-0.06%	3.46%	1.49%	4.60%	5.17%
YOY (z)	-0.63%	-0.80%	-2.63%	-9.86%	-1.70%	-3.74%	-1.70%	4.72%	1.11%	1.31%	4.50%	5.23%
资产负债率	64.30%	66.04%	66.63%	72.21%	71.28%	72.24%	72.56%	72.78%	71.67%	71.02%	70.57%	68.71%
YOY (z)	1.76%	1.42%	3.02%	9.40%	6.98%	6.20%	5.93%	0.57%	0.39%	-1.22%	-1.99%	-4.07%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：收入拆分一览

单位：百万元	2018	2019Q1-Q3	2019Q4	2019	2020Q1	2020Q2	2020H1	2020Q3	2020Q4	2020
造纸(整体)										
产能(万吨)	198	373	373	373	373	373	373	373	373	373
销量(万吨)	169	140	85	225	55	75	130	约85	96	312
均价(元)	4924	4645	3815	4332	4739	4169	4394	4228	4837	4485
吨毛利(元)	790	623	65	632	1026	588	771	820	709	765
毛利率	16.04%	13.41%	16.94%	14.58%	21.66%	14.11%	17.54%	19.40%	14.66%	17.06%
净利润	256.00	137.10	-3.33	133.77	185.37	81.84	267.22	260.26	306.60	834.07
吨净利(元)	151	98	-4	59	337	109	205	306	319	268
白卡										
产能(万吨)	140	215	215	215	215	215	215	215	215	215
销量(万吨)	134	-	-	176	约35	约45	约80	约55	92	227
均价(元)	4866	-	-	4481	-	-	约4900	约5000	4717	4850
吨毛利(元)	854	-	-	708	-	-	1000-1200	1100-1300	1050-1150	1080
毛利率	17.55%	-	-	15.81%	-	-	20%-25%	20%-25%	22%-25%	22.26%

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	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	6436	13429	14460	19222	营业收入	13982	24661	23902	29144
现金	2663	3464	10892	7495	营业成本	11597	18655	18357	23000
交易性金融资产	179	83	111	124	营业税金及附加	53	89	82	105
应收账款	620	3378	752	3742	营业费用	37	758	536	542
其它应收款	218	524	460	545	管理费用	369	607	580	697
预付账款	424	488	535	720	研发费用	280	370	359	437
存货	1504	4750	854	5807	财务费用	571	471	517	534
其他	829	743	857	788	资产减值损失	8	(9)	(9)	(9)
非流动资产	13017	14329	15501	15724	公允价值变动损益	10	10	10	10
金额资产类	0	17	6	8	投资净收益	9	9	9	9
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	11	6	6	7
固定资产	11352	12810	14191	14440	营业利润	1097	3746	3505	3863
无形资产	223	210	182	166	营业外收支	(5)	(17)	(23)	(15)
在建工程	401	105	75	65	利润总额	1093	3728	3482	3848
其他	1040	1187	1048	1045	所得税	259	634	525	715
资产总计	19453	27759	29961	34946	净利润	834	3094	2957	3133
流动负债	10543	14920	14364	16362	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	3437	4227	4279	3981	归属母公司净利润	834	3094	2957	3133
应付款项	4964	8634	7931	10143	EBITDA	1641	4962	4889	5365
预收账款	0	431	377	323	EPS (最新摊薄)	0.62	2.31	2.21	2.34
其他	2142	1627	1776	1914	主要财务比率				
非流动负债	2823	3658	3460	3313		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	2580	2939	2815	2778	成长能力				
其他	243	719	645	536	营业收入	43.56%	76.38%	(3.08%)	21.93%
负债合计	13366	18578	17823	19675	营业利润	393.71%	241.32%	(6.43%)	10.23%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	406.03%	270.99%	(4.44%)	5.95%
归属母公司股东权益	6087	9181	12138	15271	获利能力				
负债和股东权益	19453	27759	29961	34946	毛利率	17.06%	24.36%	23.20%	21.08%
					净利率	5.97%	12.55%	12.37%	10.75%
					ROE	14.69%	40.54%	27.74%	22.86%
					ROIC	9.33%	19.17%	16.08%	14.97%
					偿债能力				
					资产负债率	68.71%	66.93%	59.49%	56.30%
					净负债比率	53.41%	44.05%	45.98%	39.84%
					流动比率	0.61	0.90	1.01	1.17
					速动比率	0.47	0.72	0.85	0.91
					营运能力				
					总资产周转率	0.72	1.04	0.83	0.90
					应收帐款周转率	17.10	15.00	10.00	10.00
					应付帐款周转率	6.10	6.43	5.03	5.76
					每股指标(元)				
					每股收益	0.62	2.31	2.21	2.34
					每股经营现金	2.69	3.27	3.62	2.15
					每股净资产	4.55	6.87	9.08	11.42
					估值比率				
					P/E	25.13	6.77	7.09	6.69
					P/B	3.44	2.28	1.73	1.37
					EV/EBITDA	14.99	4.87	4.45	3.83

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3596	4368	4845	2875
净利润	834	3094	2957	3133
折旧摊销	0	789	922	1024
财务费用	571	471	517	534
投资损失	(9)	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	1829	1072	167	258
其它	371	(1049)	291	(2065)
投资活动现金流	(328)	(1789)	(627)	(609)
资本支出	426	(2101)	(908)	(861)
长期投资	6	(45)	28	(4)
其他	(759)	357	253	255
筹资活动现金流	(3252)	(3049)	(1161)	(591)
短期借款	3437	4227	4279	3981
长期借款	2580	2939	2815	2778
其他	(9269)	(10215)	(8255)	(7350)
现金净增加额	16	(470)	3058	1675

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>