

现金流改善明显, 21 年盈利空间充分

投资要点

- **业绩摘要:** 公司发布 2020 年年报, 2020 年实现收入 139.8 亿元, 同比增长 43.6%; 实现归母净利润 8.3 亿元, 同比增加 523.5%; 实现扣非归母净利润 8.2 亿元, 同比增长 367.6%。其中, 单 Q4 公司实现营业收入 46.5 亿元, 同比增长 43.5%; 实现净利润 3.1 亿元, 对比 2019 年 Q4 季度净亏损 333.5 万元, 业绩边际改善明显。
- **白卡延续高景气, 吨盈利有望持续上行。** 公司主营业务毛利率为 17.0%, 同比增长 2.5pp, 其中白卡纸收入 110.1 亿元 (+39.7%), 毛利率 22.3% (+6.5pp); 文化纸实现收入 9.8 亿元 (+61.9%), 毛利率 -1.8% (-13.1pp); 箱板纸/瓦楞纸/石膏护面纸分别实现营业收入 13.1 亿元 (+93.8%) / 7819.5 万元 (+9.5%) / 5.7 亿元 (+27%), 毛利率分别为 -3.3% / -8.4% / -1.9%。白卡纸延续高景气, 全年维持量价齐升。20 年受浆价上行驱动, 纸厂调价函频发, 20 年白卡纸市场价从年初的 5757 元/吨提升至 7128 元/吨, 公司白卡纸吨毛利从 710.7 元/吨提升至 1112.4 元/吨, 吨盈利大幅改善。今年以来, 白卡纸市场价格涨幅达到 2650 元/吨, 当前价格 9821 元/吨, 纸价涨幅有望超过浆价涨幅, 纸厂盈利增厚, 支撑 21 年盈利能力提升。中长期视角来看, 文化纸和白卡纸竞争格局经过几年调整出清后明显向好, 大厂产业链议价力大幅增强, 21 年盈利空间打开。
- **销量大幅增长, 21 年新增产能投放支撑产销放量。** 2020 年, 公司共生产机制纸 302.3 万吨, 销售机制纸 311.7 万吨, 产品销量同比增长 38.7%。其中, 白板纸销量同比增长 29%, 文化纸销量同比增长 83.2%。公司年产 50 万吨高档牛皮箱板纸项目、年产 50 万吨高强瓦楞纸项目及子公司江苏博汇二期年产 75 万吨高档包装纸项目于 2019 年下半年投产, 新投产机台 2020 年全年生产, 产量稳步提升。APP 和博汇纸业分别拥有白卡纸产能 312 万吨和 215 万吨, APP 还有 180 万吨在建产能预计 2021Q4 投产。收购完成后, 至 2021 年二者合计将拥有 707 万吨产能, 占白卡行业 55.6%。博汇在 2019 年 75 万吨白卡新产能投产后, 产能利用率降低, 19 年为 81.6%, 而 APP 产能利用率高达 129.2%。收购成功后, 二者产能整合, 扩产增量, 产能利用率有望上行。
- **原材料储备充裕, 现金流明显改善。** 费用方面, 本年度公司整体费率为 9.0%, 同比下降 3.3pp。其中, 销售费率为 0.3%, 同比下降 3.9%, 主要由于会计准则变化, 20 年运输费用转为计入营业成本; 管理费率为 2.6%, 同比下降 0.2pp; 研发费率为 2%, 同比上涨 1.9pp, 研发投入力度加大; 财务费率为 4.1%, 同比下降 1.2pp, 主要由于与 APP 整合后, 公司整体融资成本优化。20 年公司实现归母净利率 6.0%, 同比增长 4.6pp, 盈利能力较快提升。公司全年经营活动产生的现金流量净额 36.0 亿元, 同比增长 216.2%, 现金流大幅改善。截至报告期末, 公司原材料存货 10.1 亿元, 同比增长 49.7%; 预付账款 4.2 亿元, 同比增长 125.2%, 推断公司提前签订订单储备纸浆库存, 锁定价格以对冲原材料价格上涨风险, 利润空间有望保持。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.08 元、2.14 元、2.26 元, 对应 PE 分别为 8 倍、8 倍、7 倍, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险; 纸价出现大幅波动的风险; 新产能投产不及预期的风险; 汇率波动风险。

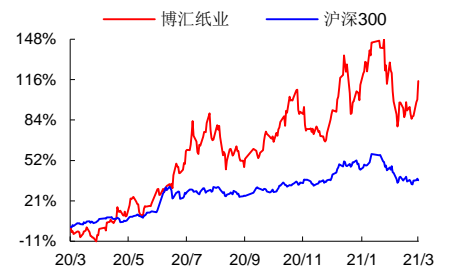
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	13982.10	20998.06	22627.30	24873.06
增长率	43.56%	50.18%	7.76%	9.92%
归属母公司净利润 (百万元)	834.07	2780.32	2857.98	3026.27
增长率	523.50%	233.34%	2.79%	5.89%
每股收益 EPS (元)	0.62	2.08	2.14	2.26
净资产收益率 ROE	13.70%	31.74%	25.43%	21.83%
PE	27	8	8	7
PB	3.70	2.57	2.00	1.62

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn
联系人: 赵兰亭
电话: 023-67511807
邮箱: zhlts@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.37
流通 A 股(亿股)	13.37
52 周内股价区间(元)	6.94-19.41
总市值(亿元)	224.99
总资产(亿元)	194.53
每股净资产(元)	4.55

相关研究

1. 博汇纸业 (600966): 白卡景气提升叠加新产能放量, 业绩表现亮眼 (2020-11-01)
2. 博汇纸业 (600966): 新产能放量, 盈利能力大幅提升 (2020-08-27)

关键假设：

假设 1：21-23 年白卡纸维持景气向上，纸价保持高位，21-23 年公司白卡纸毛利率分别为 23.5%、26%、25.5%；

假设 2：APP180 万吨在建产能项目如期投产，2021-2023 年分别达到预定产能的 10%、60%、100%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入拆分

百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
合计				
营业收入	13982.1	20,998.1	22,627.3	24,873.1
yoy	43.6%	50.2%	7.8%	9.9%
营业成本	11596.7	15,790.2	17,497.8	19,284.6
毛利率	17.1%	24.8%	22.7%	22.5%
白卡纸				
收入	11008.1	16,732.3	18,070.9	19,878.0
yoy	39.6%	52%	8%	10%
箱板瓦楞纸				
收入	1393.1	2,159.4	2,332.1	2,565.3
yoy	85.8%	55.0%	8.0%	10.0%
文化纸				
收入	977.1	1,416.7	1,501.7	1,651.9
yoy	61.9%	45.0%	6.0%	10.0%
石膏护面纸				
收入	572.3	658.1	691.0	746.3
yoy	27.0%	15%	5%	8%
其他				
收入	31.53	31.5	31.5	31.5
yoy	-40.4%	0%	0%	0%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13982.10	20998.06	22627.30	24873.06	净利润	834.07	2780.32	2857.98	3026.27
营业成本	11596.68	15790.24	17497.78	19284.62	折旧与摊销	782.24	1621.31	1641.95	1657.11
营业税金及附加	53.22	74.53	79.69	171.62	财务费用	571.03	414.48	354.08	349.79
销售费用	36.66	524.95	271.53	373.10	资产减值损失	-9.01	0.00	0.00	0.00
管理费用	369.16	566.95	599.62	646.70	经营营运资本变动	2398.23	364.10	466.69	422.72
财务费用	571.03	414.48	354.08	349.79	其他	-980.42	0.88	-7.31	-4.30
资产减值损失	-9.01	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3596.15	5181.09	5313.39	5451.59
投资收益	8.70	0.00	0.00	0.00	资本支出	467.69	-110.00	-110.00	-110.00
公允价值变动损益	10.11	3.04	5.40	4.61	其他	-795.26	3.04	5.40	4.61
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-327.57	-106.96	-104.60	-105.39
营业利润	1097.44	3629.94	3829.99	4051.84	短期借款	-1737.52	-3436.57	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.55	-19.14	-19.36	-16.82	长期借款	-345.09	0.00	0.00	0.00
利润总额	1092.89	3610.80	3810.63	4035.02	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	258.81	830.48	952.66	1008.76	支付股利	-22.71	-108.48	-379.25	-399.68
净利润	834.07	2780.32	2857.98	3026.27	其他	-1146.99	-1535.43	-354.08	-349.79
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-3252.31	-5080.49	-733.33	-749.47
归属母公司股东净利润	834.07	2780.32	2857.98	3026.27	现金流量净额	14.91	-6.37	4475.45	4596.73
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2662.50	2656.13	7131.58	11728.31	成长能力				
应收和预付款项	1261.67	2483.82	2549.68	2755.10	销售收入增长率	43.56%	50.18%	7.76%	9.92%
存货	1503.81	2507.69	2611.27	2877.03	营业利润增长率	473.88%	230.77%	5.51%	5.79%
其他流动资产	1007.97	487.06	510.93	543.84	净利润增长率	523.50%	233.34%	2.79%	5.89%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	82.91%	131.19%	2.83%	3.99%
投资性房地产	166.44	166.44	166.44	166.44	获利能力				
固定资产和在建工程	11753.06	10261.11	8748.52	7220.76	毛利率	17.06%	24.80%	22.67%	22.47%
无形资产和开发支出	223.19	203.84	184.48	165.13	三费率	6.99%	7.17%	5.41%	5.51%
其他非流动资产	874.03	874.03	874.03	874.03	净利率	5.97%	13.24%	12.63%	12.17%
资产总计	19452.68	19640.12	22776.93	26330.63	ROE	13.70%	31.74%	25.43%	21.83%
短期借款	3436.57	0.00	0.00	0.00	ROA	4.29%	14.16%	12.55%	11.49%
应付和预收款项	5405.51	7746.88	8371.36	9263.32	ROIC	11.00%	30.67%	36.29%	48.14%
长期借款	2579.86	2579.86	2579.86	2579.86	EBITDA/销售收入	17.53%	26.98%	25.75%	24.36%
其他负债	1944.14	553.52	587.11	622.27	营运能力				
负债合计	13366.08	10880.25	11538.33	12465.45	总资产周转率	0.72	1.07	1.07	1.01
股本	1336.84	1336.84	1336.84	1336.84	固定资产周转率	1.19	1.97	2.44	3.18
资本公积	1333.08	1333.08	1333.08	1333.08	应收账款周转率	17.10	18.92	14.19	15.17
留存收益	3418.11	6089.94	8568.67	11195.26	存货周转率	8.19	7.86	6.83	7.02
归属母公司股东权益	6086.60	8759.87	11238.60	13865.18	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.33%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	6086.60	8759.87	11238.60	13865.18	资产负债率	68.71%	55.40%	50.66%	47.34%
负债和股东权益合计	19452.68	19640.12	22776.93	26330.63	带息债务/总负债	45.01%	23.71%	22.36%	20.70%
					流动比率	0.61	1.01	1.47	1.86
					速动比率	0.47	0.70	1.17	1.56
					股利支付率	2.72%	3.90%	13.27%	13.21%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	2450.71	5665.74	5826.02	6058.75	每股收益	0.62	2.08	2.14	2.26
PE	26.97	8.09	7.87	7.43	每股净资产	4.55	6.55	8.41	10.37
PB	3.70	2.57	2.00	1.62	每股经营现金	2.69	3.88	3.97	4.08
PS	1.61	1.07	0.99	0.90	每股股利	0.02	0.08	0.28	0.30
EV/EBITDA	10.37	3.68	2.81	1.95					
股息率	0.10%	0.48%	1.69%	1.78%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn