



2021年03月31日

全年业绩显著提升，回购计划彰显公司信心

博汇纸业(600966)

事件概述

博汇纸业发布 2020 年年报，2020 年公司实现营收 139.82 亿元，同比增长 43.56%；归母净利润 8.34 亿元，同比增长 523.50%；扣非后净利为 8.22 亿元，同比增长 367.60%。Q4 单季度公司实现营收 46.55 亿元，同比增长 43.82%，归母净利润 3.07 亿元，同比增长 9293.98%；扣非后净利为 3.05 亿元，同比增长 619.97%。2020 年，公司实现 EPS0.62 元/股。公司业绩符合我们的预期。

分析判断：

► 收入端：行业景气度回暖叠加新项目投产，助力产品销量售价齐攀升。

报告期内，公司营收同比增长 43.56%，2020H2 营收环比增长 43.87%。一方面由于公司受益于国家“限塑令”等产业政策变化拉动的行业景气度回暖，2020 年度产品单价攀升；另一方面，公司于 2019 年下半年投产新项目，包括公司年产 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 万吨高档包装纸板项目，投产机台 2020 年全年生产，产品销量同比增长 38.65%，其中文化纸、箱板纸销量提升显著，分别同比增加 83.17%、89.13%。报告期内，公司共生产、销售机制纸 302.29/311.73 万吨，同比提升 31.76%/38.65%。分产品看，2020 年白纸板/文化纸/石膏护面纸/箱板纸/瓦楞纸营收同比提升 39.65%/61.91%/27.01%/93.79%/9.46%。

► 利润端：H2 净利润大幅攀升，Q4 费用率环比改善显著。

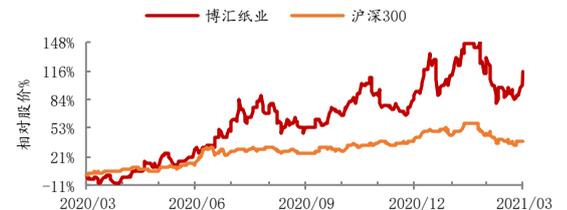
公司 2020 年实现净利润 8.34 亿元，同比增长 523.50%。H2 实现净利润 5.67 亿元，环比提升 112.13%，其中 Q4 净利润同比提高 9293.98%至 3.07 亿元。主要系公司新产能投放后，公司营收同比大幅提升，同时公司纸产品主要原材料木浆价格同比有所下降，公司毛利率有所提升。公司 2020 年毛利率为 17.06%，同比提升 2.48pct；净利率为 5.97%，同比提升了 4.59pct。其中白纸板毛利率为 22.26%，较 19 年提升 6.45pct。由于新会计准则将运费由销售费用调整至成本，如果不考虑运费的影响，白纸板毛利率为 26.66%，较 19 年提升了 10.85pct。

► 其他重要财务指标

2020 年上半年货币资金 26.62 亿元人民币，同比增长 35.26%，

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	16.83
股票代码：	600966
52 周最高价/最低价：	20.03/6.77
总市值(亿)	224.99
自由流通市值(亿)	224.99
自由流通股数(百万)	1,336.84



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn
 SAC NO: S1120519080002
 联系电话：

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn
 SAC NO: S1120519100001
 联系电话：

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn
 SAC NO: S1120520080001
 联系电话：

相关研究

- 1.【华西轻工】博汇纸业(600966)2020年业绩快报点评报告：2020年业绩高速增长，定增助力长远发展
 2021.01.17

主要系本期销售收入增长导致销售回款增加所致；应收账款 6.20 亿元，同比下降 39.04%，主要系本期应收账款加大催收力度所致；经营活动产生的现金流量净额为 35.96 亿元，同比增加 216.20%，主要系经营活动现金流入大幅增加所致。

► 回购计划亟待落地，员工激励彰显增长信心。

公司拟采用 10-20 亿元人民币以不超过 24.97 元/股的价格回购 4004.81-8009.61 万股股票，占公司总股本 3.00-5.99%。该回购拟用于实施员工持股计划或股权激励。回购股份期限为自董事会审议通过本次回购股份方案之日起不超过 12 个月，即从 2021 年 3 月 30 日至 2022 年 3 月 29 日。预计该回购计划将助力完善长效激励机制和利益共享机制，充分调动公司员工的积极性，体现公司对未来的增长信心。

投资建议

目前白卡纸供需结构逐步改善，终端需求保持着较为快速的增长，伴随着今年富阳地区白板纸产能的清退，白卡纸的替代效应将逐渐显现。目前木浆价格持续上涨，成本端利好纸价上涨。同时，塑料污染治理力度加强，纸包装需求有望得到提振。目前 APP+博汇纸业已经掌握了中国近半白卡纸产能，龙头地位凸显。考虑到公司的龙头地位以及白卡纸价格大幅上涨，我们上调公司 2021 年和 2022 年的盈利预测，收入由 200.22/208.76 亿元上调至 215.71/226.06 亿元，归母净利润由 16.40/18.75 亿元上调至 27.96/30.25 亿元，我们预计公司 2023 年将实现收入 231.41 亿元，归母净利润为 32.16 亿元。2021 年-2023 年的 EPS 为 2.09/2.26/2.41 元/股。对应 8.05/7.44/7.00X PE，继续给予“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅波动。海外疫情反复导致需求恢复不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,740	13,982	21,571	22,606	23,141
YoY (%)	16.8%	43.6%	54.3%	4.8%	2.4%
归母净利润(百万元)	134	834	2,796	3,025	3,216
YoY (%)	-47.7%	523.5%	235.2%	8.2%	6.3%
毛利率 (%)	14.6%	17.1%	26.1%	25.6%	25.2%
每股收益 (元)	0.10	0.62	2.09	2.26	2.41
ROE	2.5%	13.7%	32.4%	26.6%	22.4%
市盈率	168.19	26.97	8.05	7.44	7.00

资料来源：华西证券研究所

正文目录

1. 事件概述.....	4
2. 收入端：行业景气度回暖叠加新项目投产，产品销量售价齐攀升.....	4
3. 利润端：H2 净利润大幅攀升，Q4 费用率环比改善显著.....	5
4. 其他重要财务指标.....	7
5. 回购计划亟待落地，员工激励彰显增长信心.....	7
6. 投资建议.....	7
7. 风险提示.....	7

图表目录

图 1 公司营业收入.....	4
图 2 公司单季度营业收入.....	4
图 3 白卡纸价格走势（元/吨）.....	5
图 4 2020 公司机制纸产品生产量与销售量.....	5
图 5 国内木浆价格走势（元/吨）.....	6
图 6 针叶浆/阔叶浆市场价格走势（元/吨）.....	6
图 7 公司归母净利润.....	6
图 8 公司单季度归母净利润.....	6
图 9 公司毛利率与净利率.....	6
图 10 公司各项费用率.....	6
图 11 APP 并购博汇纸业后的市场竞争格局.....	7
图 12 白卡纸吨毛利润走势（元/吨）.....	7

1. 事件概述

博汇纸业发布 2020 年年报，2020 年公司实现营收 139.82 亿元，同比增长 43.56%；归母净利润 8.34 亿元，同比增长 523.50%；扣非后净利为 8.22 亿元，同比增长 367.60%。2020H2 公司实现营收 82.49 亿元，环比增长 43.87%，归母净利润 5.67 亿元，环比增长 112.13%。

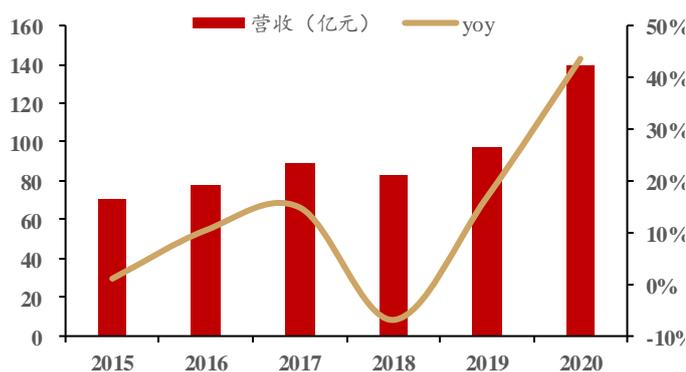
分季度看，公司 2020 年 Q3/Q4 分别实现营收 35.94/46.55 亿元，同比增长 46.13%/43.82%；分别实现归母净利润 2.60/3.07 亿元，同比增长 4722.60%/9293.98%；2020 年，公司实现 EPS0.62 元/股。公司业绩符合我们的预期。

2. 收入端：行业景气度回暖叠加新项目投产，产品销量售价齐攀升

报告期内，公司营收同比增长 43.56%，2020H2 营收环比增长 43.87%。一方面由于公司受益于国家“限塑令”等产业政策变化拉动的行业景气度回暖，2020 年度产品单价攀升；另一方面，公司于 2019 年下半年投产新项目，包括公司年产 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 万吨高档包装纸板项目，投产机台 2020 年全年生产，产品销量同比增长 38.65%，其中文化纸、箱板纸销量提升显著，分别同比增加 83.17%、89.13%。

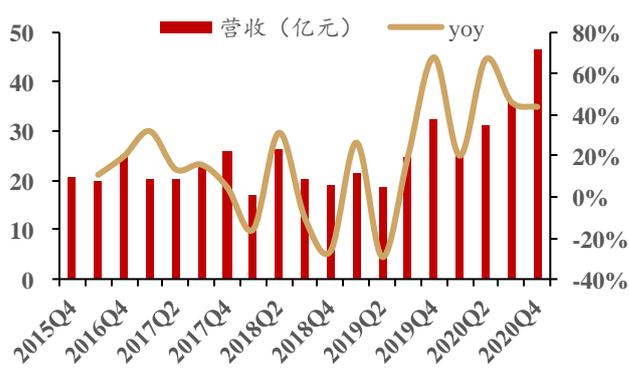
报告期内，公司共生产、销售机制纸 302.29/311.73 万吨，同比提升 31.76%/38.65%。分产品看，2020 年白纸板/文化纸/石膏护面纸/箱板纸/瓦楞纸营收同比提升 39.65%/61.91%/27.01%/93.79%/9.46%。

图 1 公司营业收入



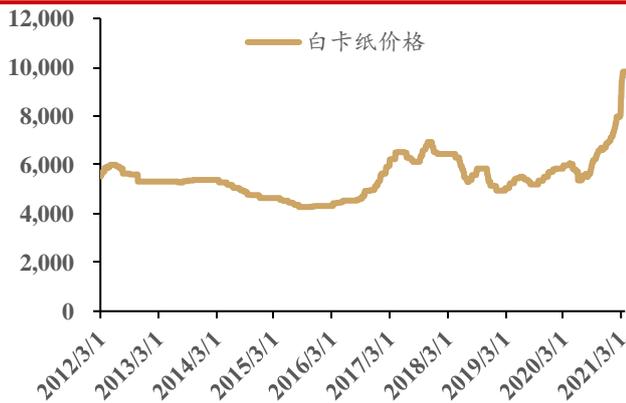
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 公司单季度营业收入



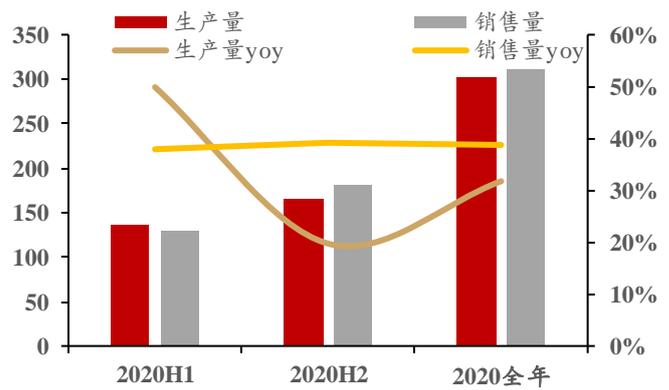
资料来源：Wind，华西证券研究所

图3 白卡纸价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图4 2020 公司机制纸产品生产量与销售量（万吨）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

3. 利润端：H2 净利润大幅攀升，Q4 费用率环比改善显著

公司 2020 年实现净利润 8.34 亿元，同比增长 523.50%。H2 实现净利润 5.67 亿元，环比提升 112.13%，其中 Q4 净利润同比提高 9293.98%至 3.07 亿元。主要系公司新产能投放后，公司营收同比大幅提升，同时公司纸产品主要原材料木浆价格同比有所下降，公司毛利率有所提升。2020 年公司整体毛利率为 17.06%，同比提升 2.48pct；净利率为 5.97%，同比提升了 4.59pct。

成本方面，主营业务毛利率为 17.01%，同比增加 2.53 pct，主要系核心产品白板纸毛利率攀升弥补其余产品毛利率的不同程度的下跌所致。白板纸贡献总营收 79%，其毛利率提升 6.45pct 至 22.26%。由于新会计准则将运费由销售费用调整至成本，如果不考虑运费的影响，白板纸毛利率为 26.66%，较 19 年提升了 10.85pct。其余产品文化纸/石膏护面纸/箱板纸/瓦楞纸毛利率同比减少 13.12/11/55/8.48/20.54pct。**费用方面**，2020 年公司的期间费用率为 8.99%，同比下降 3.28pct。其中销售/管理/财务费用率分别为 0.26%/2.64%/4.08%，同比下降 3.85/0.18/1.17pct。若考虑运费的影响，2020 年公司的销售费用率为 4.36%，同比上升 0.25pct。研发费用率同比提升 1.92pct 至 2.00%，主要系加大研发投入所致。

2020 年 Q4，公司毛利率为 14.66%，同比下滑 2.28pct，环比下滑 4.74pct。净利率为 6.59%，同比增长 6.69pct，环比下滑 0.66pct。公司 2020 年 Q4 的期间费用率为 5.30%，同比下降 8.74pct，环比下滑 4.94pct。其中销售费用率为 -6.55%，同比下滑 12.02pct，主要系 2019 年运费计入销售费用科目，2020 年运费计入营业成本科目，从而导致的销售费用下滑所致。管理费用率为 3.07%，同比增加 0.07pct。研发费用率为 5.93%，同比增加 5.89pct，主要系研发支出增加所致。

3 月 26 日，白卡纸价格达 9821 元/吨，接近万元关卡，吨毛利润持续走高。2021 年年初至今白卡纸均价为 8350 元/吨，同比上涨 41.99%。截至 2021 年 3 月底，纸厂挺价意向强烈，预计 4 月份接单价格持续提涨。自 APP 收购博汇纸业后，白卡纸行业加速整合，集中度确定性提升。一方面公司作为白卡纸龙头，有望持续受益于行业高景气。另一方面，同 APP 收购后，公司有望发挥协同效应。

图5 国内木浆价格走势（元/吨）



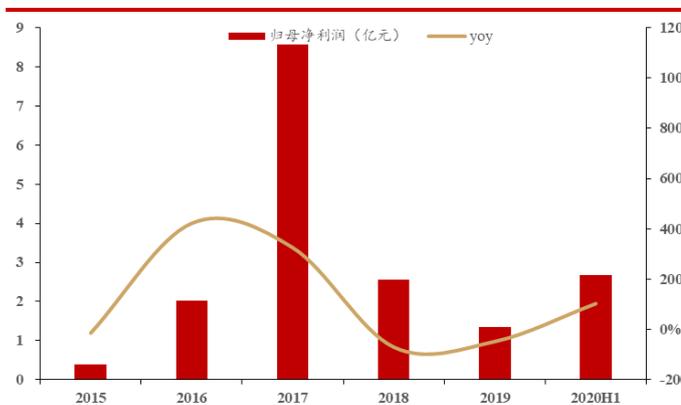
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图6 针叶浆/阔叶浆市场价格走势（元/吨）



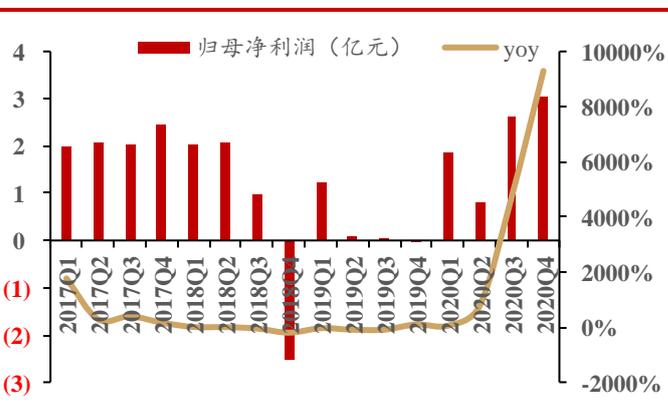
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图7 公司归母净利润



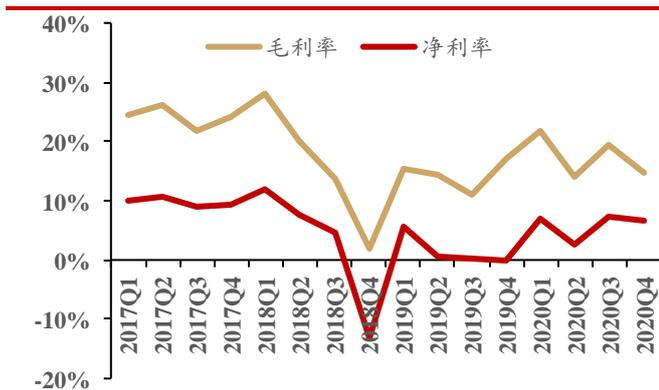
资料来源：wind，华西证券研究所

图8 公司单季度归母净利润



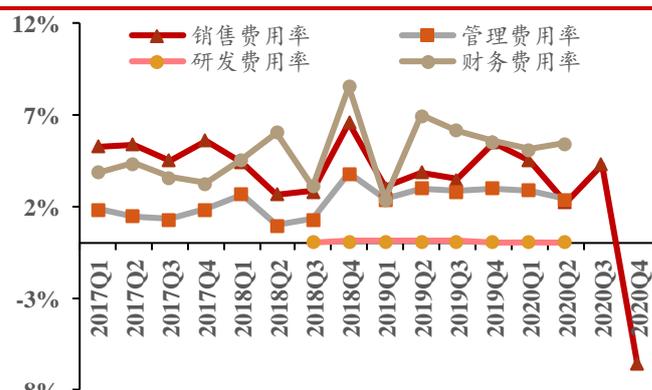
资料来源：Wind，华西证券研究所

图9 公司毛利率与净利率



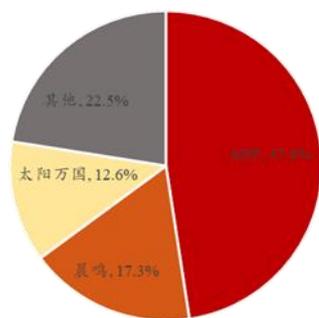
资料来源：wind，华西证券研究所

图10 公司各项费用率



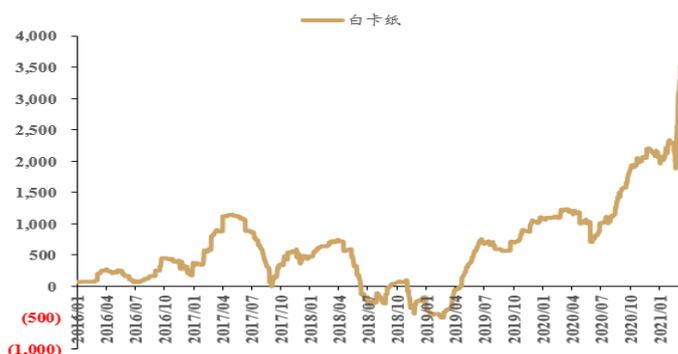
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 APP 并购博汇纸业后的市场竞争格局



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 12 白卡纸吨毛利润走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

4. 其他重要财务指标

2020 年上半年货币资金 26.62 亿元人民币，同比增长 35.26%，主要系本期销售收入增长导致销售回款增加所致；应收账款 6.20 亿元，同比下降 39.04%，主要系本期应收账款加大催收力度所致；经营活动产生的现金流量净额为 35.96 亿元，同比增加 216.20%，主要系经营活动现金流入大幅增加所致。

5. 回购计划亟待落地，员工激励彰显增长信心

公司拟采用 10-20 亿元人民币以不超过 24.97 元/股的价格回购 4,004.81-8,009.61 万股股票，占公司总股本 3.00-5.99%。本次回购拟用于实施员工持股计划或股权激励。回购股份期限为自董事会审议通过本次回购股份方案之日起不超过 12 个月，即从 2021 年 3 月 30 日至 2022 年 3 月 29 日。预计该回购计划将助力完善长效激励机制和利益共享机制，充分调动公司员工的积极性，体现公司对未来的增长信心。

6. 投资建议

目前白卡纸供需结构逐步改善，终端需求保持着较为快速的增长，伴随着今年富阳地区白板纸产能的清退，白卡纸的替代效应将逐渐显现。目前木浆价格持续上涨，成本端利好纸价上涨。同时，塑料污染治理力度加强，纸包装需求有望得到提振。目前 APP+博汇纸业已经掌握了中国近半白卡纸产能，龙头地位凸显。考虑到公司的龙头地位以及白卡纸价格大幅上涨，我们上调公司 2021 年和 2022 年的盈利预测，收入由 200.22/208.76 亿元上调至 215.71/226.06 亿元，归母净利润由 16.40/18.75 亿元上调至 27.96/30.25 亿元，我们预计公司 2023 年将实现收入 231.41 亿元，归母净利润为 32.16 亿元。2021 年-2023 年的 EPS 为 2.09/2.26/2.41 元/股。对应 8.05/7.44/7.00X PE，继续给予“买入”评级。

7. 风险提示

- 1) 原材料价格大幅波动。
- 2) 海外疫情反复导致需求恢复不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	13,982	21,571	22,606	23,141	净利润	834	2,796	3,025	3,216
YoY (%)	43.6%	54.3%	4.8%	2.4%	折旧和摊销	788	750	750	750
营业成本	11,597	15,938	16,826	17,319	营运资金变动	1,503	1,029	240	124
营业税金及附加	53	77	80	83	经营活动现金流	3,596	4,787	4,312	4,475
销售费用	37	216	203	139	资本开支	-336	-13	-7	-5
管理费用	369	1,132	949	764	投资	0	0	-20	0
财务费用	571	133	160	193	投资活动现金流	-328	-13	-27	-5
资产减值损失	-9	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	9	0	0	0	债务募资	6,849	2,000	2,000	2,000
营业利润	1,097	3,644	3,936	4,181	筹资活动现金流	-3,252	1,541	1,451	1,361
营业外收支	-5	-13	-7	-5	现金净流量	15	6,315	5,736	5,831
利润总额	1,093	3,631	3,929	4,176	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	259	835	904	961	成长能力 (%)				
净利润	834	2,796	3,025	3,216	营业收入增长率	43.6%	54.3%	4.8%	2.4%
归属于母公司净利润	834	2,796	3,025	3,216	净利润增长率	523.5%	235.2%	8.2%	6.3%
YoY (%)	523.5%	235.2%	8.2%	6.3%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.62	2.09	2.26	2.41	毛利率	17.1%	26.1%	25.6%	25.2%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	6.0%	13.0%	13.4%	13.9%
货币资金	2,663	8,977	14,713	20,544	总资产收益率 ROA	4.3%	10.7%	9.6%	8.8%
预付款项	424	583	615	633	净资产收益率 ROE	13.7%	32.4%	26.6%	22.4%
存货	1,504	2,067	2,182	2,246	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1,846	2,315	2,412	2,459	流动比率	0.61	0.94	1.16	1.33
流动资产合计	6,436	13,942	19,923	25,883	速动比率	0.43	0.76	0.99	1.18
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.25	0.61	0.85	1.05
固定资产	11,352	10,602	9,852	9,102	资产负债率	68.7%	67.1%	63.8%	60.9%
无形资产	223	223	223	223	经营效率 (%)				
非流动资产合计	13,017	12,267	11,517	10,767	总资产周转率	0.72	0.82	0.72	0.63
资产合计	19,453	26,209	31,440	36,649	每股指标 (元)				
短期借款	3,437	5,437	7,437	9,437	每股收益	0.62	2.09	2.26	2.41
应付账款及票据	4,964	6,823	7,203	7,414	每股净资产	4.55	6.45	8.52	10.73
其他流动负债	2,142	2,504	2,588	2,630	每股经营现金流	2.69	3.58	3.23	3.35
流动负债合计	10,543	14,763	17,228	19,481	每股股利	0.00	0.19	0.19	0.19
长期借款	2,580	2,580	2,580	2,580	估值分析				
其他长期负债	243	243	243	243	PE	26.97	8.05	7.44	7.00
非流动负债合计	2,823	2,823	2,823	2,823	PB	3.30	2.61	1.98	1.57
负债合计	13,366	17,586	20,051	22,304					
股本	1,337	1,337	1,337	1,337					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	6,087	8,623	11,389	14,346					
负债和股东权益合计	19,453	26,209	31,440	36,649					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。