

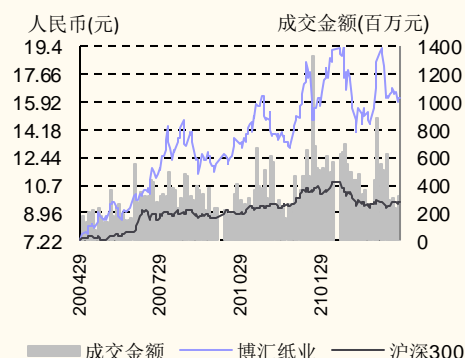
## 博汇纸业 (600966.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 16.18 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)	216.30
年内股价最高最低(元)	19.41/7.30
沪深 300 指数	5119
上证指数	3457



## 相关报告

- 1.《景气上升&管理赋能, 回购彰显中长期自信-博汇纸业业绩点评》, 2021.3.31
- 2.《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》, 2021.3.9
- 3.《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
- 4.《APP 赋能启动, 维持“买入”评级-博汇纸业-事件点评》, 2020.10.14
- 5.《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

姜浩 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003

尹新悦 联系人

## 吨净利创新高, 管理赋能持续兑现

## 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	20,782	22,398	24,520
营业收入增长率	16.79%	43.56%	48.63%	7.78%	9.47%
归母净利润(百万元)	134	834	3,015	3,115	3,172
归母净利润增长率	-47.73%	523.50%	261.49%	3.33%	1.81%
摊薄每股收益(元)	0.100	0.624	2.255	2.330	2.373
每股经营性现金流净额	0.84	2.67	1.60	3.62	3.40
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.54%	13.70%	38.19%	31.90%	27.18%
P/E	53.07	24.09	7.31	7.08	6.95
P/B	1.35	3.30	2.79	2.26	1.89

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 4月29日公司发布2021一季报, 1Q实现营收40.5亿元, 同比+55.5%; 实现归母净利8.1亿元, 去年同期1.85亿元, 同比+337.2%, 业绩超预期。

## 经营分析

- **1Q白卡量价齐升支撑公司营收高增速。**价格角度, 在上游原材料成本上涨推动下, 浆系纸价格整体上涨, 1Q白卡均价8350元/吨, 较去年4Q环比提涨1600元/吨(涨幅+23%), 同比提涨2400元/吨(涨幅+41%)。产能方面, APP入主之后, 纸机利用率的提升预计带来产量的增长。
- **管理赋能持续兑现, 现金流&负债率改善明显。**受益于造纸业务高景气, 1Q21账面合同负债11.9亿元, 环比4Q20增加8.4亿元, 净经营性现金流18.8亿元, 环比4Q20增加4.7亿元, 提升幅度33%。1Q21短期借款环比4Q减少9亿元, 长期借款减少0.6亿元, 公司剔除合同负债后的负债率环比降低5.5pcts至61.4%。1Q21公司账面库存环比增加8.1亿元, 我们判断主要原因是公司进行了低价木浆的储备。行业高景气和APP入主之后, 管理赋能的效果进一步凸显。
- **吨净利创历史新高, 财务费用率下降4.3pct。**1Q净利率20%, 同比+12pct, 其中财务费用下滑4.3pct至0.84%, 管理+研发费用率同比+2.2pct至5.1%, 主要原因是治污费、折旧费支出的进一步增加, 研发费用从82万元提升至8202万元。我们预计1Q公司白卡纸吨净利超1200元/吨。
- **高集中度助力白卡行业限产挺价, 全年盈利弹性释放可期。**当前处于行业淡季, 企业库存天数23.6天, 因此行业开始进行限产保价, 当前开工率已降至80%, 企业已于4月下旬向下游发放500元涨价函, 一方面为维持白卡整体价格趋势, 另一方面也体现了对行业整体供求关系的信心。展望下半年, 宁波60万吨白卡纸产能预计将在6月底停产, 虽然太阳90万吨新增产能预计4Q投产, 但我们判断实际贡献产量有限, 随着下半年消费旺季的到来, 整个白卡行业供求关系有望进一步趋紧, 我们继续看好下半年白卡纸高景气度, 公司盈利弹性有望继续释放。此外, 之前公司公告拟用不低于10亿元进行股票以回购用于股权激励, 当前已回购1463万股, 回购金额2.69亿元, 回购均价18.4元/股。

## 盈利预测和投资建议

- 根据公司1Q业绩表现, 我们上调公司2021-2023年EPS至2.26/2.33/2.37元, 上调幅度分别为10.7%/10.1%/4.3%, 当前股价对应PE分别为7.3/7.1/7倍, 我们预计白卡纸价格在2021年仍将延续上涨态势, 公司目前估值较低, 维持买入评级。

## 风险提示

- 下游需求不及预期导致纸价提涨不及预期的风险; 新增产能投放进度不达预期的风险; 行业产能过度投放的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	8,339	9,740	13,982	20,782	22,398	24,520
增长率		16.8%	43.6%	48.6%	7.8%	9.5%
主营业务成本	-7,002	-8,320	-11,597	-15,323	-16,994	-18,905
%销售收入	84.0%	85.4%	82.9%	73.7%	75.9%	77.1%
毛利	1,338	1,420	2,385	5,458	5,403	5,615
%销售收入	16.0%	14.6%	17.1%	26.3%	24.1%	22.9%
营业税金及附加	-35	-28	-53	-73	-72	-78
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
销售费用	-331	-401	-37	-83	-90	-123
%销售收入	4.0%	4.1%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%
管理费用	-170	-274	-369	-933	-784	-932
%销售收入	2.0%	2.8%	2.6%	4.5%	3.5%	3.8%
研发费用	-6	-7	-280	-17	-22	-25
%销售收入	0.1%	0.1%	2.0%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	797	710	1,647	4,353	4,436	4,458
%销售收入	9.6%	7.3%	11.8%	20.9%	19.8%	18.2%
财务费用	-465	-512	-571	-365	-311	-256
%销售收入	5.6%	5.3%	4.1%	1.8%	1.4%	1.0%
资产减值损失	-18	-3	9	-13	-8	-9
公允价值变动收益	0	-11	10	0	0	0
投资收益	2	15	9	10	10	10
%税前利润	0.6%	10.7%	0.8%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	311	191	1,097	3,968	4,134	4,209
营业利润率	3.7%	2.0%	7.8%	19.1%	18.5%	17.2%
营业外收支	-2	-50	-5	20	20	20
税前利润	309	142	1,093	3,988	4,154	4,229
利润率	3.7%	1.5%	7.8%	19.2%	18.5%	17.2%
所得税	-53	-8	-259	-973	-1,038	-1,057
所得税率	17.0%	5.5%	23.7%	24.4%	25.0%	25.0%
净利润	256	134	834	3,015	3,115	3,172
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	256	134	834	3,015	3,115	3,172
净利率	3.1%	1.4%	6.0%	14.5%	13.9%	12.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	256	134	834	3,015	3,115	3,172
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	477	634	773	945	972	1,048
非经营收益	435	421	463	584	344	270
营运资金变动	-95	-70	1,503	-2,411	405	49
经营活动现金净流	1,073	1,118	3,574	2,134	4,837	4,539
资本开支	-2,352	-1,539	-336	-890	-1,112	-1,312
投资	40	0	0	-12	-20	-20
其他	2	15	9	10	10	10
投资活动现金净流	-2,310	-1,523	-328	-892	-1,122	-1,322
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	2,651	547	-1,938	659	-1,630	-1,056
其他	-1,399	-256	-1,316	-1,599	-1,623	-1,572
筹资活动现金净流	1,252	291	-3,254	-940	-3,253	-2,628
现金净流量	15	-114	-8	302	462	589

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,947	1,968	2,663	2,965	3,427	4,016
应收账款	1,913	1,950	1,461	4,135	4,352	4,675
存货	1,706	1,325	1,504	2,936	3,070	3,363
其他流动资产	626	661	808	723	743	783
流动资产	6,192	5,905	6,436	10,759	11,592	12,837
%总资产	33.5%	30.5%	33.1%	45.7%	47.2%	49.2%
长期投资	295	174	168	178	198	218
固定资产	11,213	12,179	11,753	12,325	12,465	12,732
%总资产	60.6%	62.9%	60.4%	52.4%	50.8%	48.8%
无形资产	280	231	223	254	285	314
非流动资产	12,296	13,464	13,017	12,758	12,948	13,264
%总资产	66.5%	69.5%	66.9%	54.3%	52.8%	50.8%
资产总计	18,488	19,369	19,453	23,516	24,539	26,101
短期借款	4,840	6,337	4,559	4,470	2,854	1,799
应付款项	4,143	3,689	4,982	6,972	7,709	8,415
其他流动负债	114	173	1,003	634	680	688
流动负债	9,097	10,198	10,543	12,076	11,244	10,902
长期贷款	3,312	2,925	2,580	2,580	2,580	2,580
其他长期负债	941	974	243	965	951	951
负债	13,350	14,097	13,366	15,621	14,774	14,433
普通股股东权益	5,138	5,272	6,087	7,896	9,765	11,668
其中：股本	1,337	1,337	1,337	1,337	1,337	1,337
未分配利润	2,251	2,385	3,185	4,994	6,864	8,767
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	18,488	19,369	19,453	23,516	24,539	26,101

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.191	0.100	0.624	2.255	2.330	2.373
每股净资产	3.844	3.944	4.553	5.906	7.304	8.728
每股经营现金净流	0.803	0.837	2.673	1.596	3.618	3.395
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.902	0.932	0.949
回报率						
净资产收益率	4.98%	2.54%	13.70%	38.19%	31.90%	27.18%
总资产收益率	1.38%	0.69%	4.29%	12.82%	12.70%	12.15%
投入资本收益率	4.98%	4.61%	9.49%	22.02%	21.89%	20.84%
增长率						
主营业务收入增长率	-6.87%	16.79%	43.56%	48.63%	7.78%	9.47%
EBIT 增长率	-46.61%	-11.00%	132.07%	164.31%	1.90%	0.50%
净利润增长率	-70.11%	-47.73%	523.50%	261.49%	3.33%	1.81%
总资产增长率	38.50%	4.76%	0.43%	20.89%	4.35%	6.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.9	37.1	21.3	36.5	36.0	35.5
存货周转天数	86.7	66.5	44.5	70.0	66.0	65.0
应付账款周转天数	63.2	70.0	59.9	68.0	67.0	66.0
固定资产周转天数	248.5	453.0	296.4	191.9	193.3	173.1
偿债能力						
净负债/股东权益	120.76%	137.02%	70.60%	49.47%	18.72%	1.57%
EBIT 利息保障倍数	1.7	1.4	2.9	11.9	14.3	17.4
资产负债率	72.21%	72.78%	68.71%	66.42%	60.21%	55.30%

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	9	12	19	39
增持	0	2	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.18	1.14	1.10	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
6	2021-03-31	买入	15.68	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