

H1 利润率大幅提升；静待白卡纸价格反弹

博汇纸业(600966)

评级:	买入	股票代码:	600966
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	20.03/9.66
目标价格:		总市值(亿)	150.93
最新收盘价:	11.29	自由流通市值(亿)	150.93
		自由流通股数(百万)	1,336.84

事件概述

博汇纸业发布 2021 年中报，报告期内公司实现营收 80.04 亿元，同比增长 39.59%；实现归母净利润 15.14 亿元，同比增长 466.63%；实现扣非净利润 15.22 亿元，同比增长 479.07%。单季度看，2021 年 Q1/Q2 分别实现营收 40.53/39.51 亿元，同比增长 55.49%/26.35%；分别实现归母净利润 8.11/7.04 亿元，同比增长 337.24%/759.70%。

分析判断:

► 收入端：行业高景气度致量价齐升

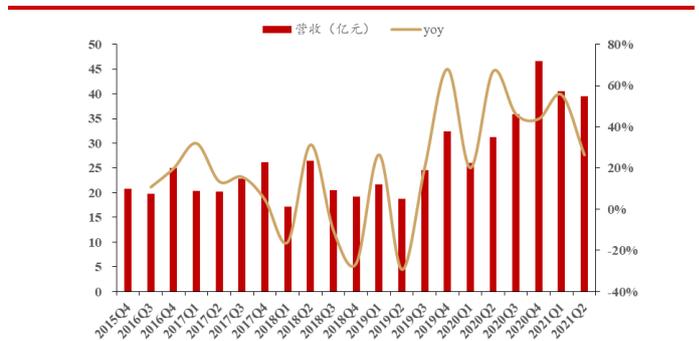
2021 年 H1，公司共生产机制纸 164.16 万吨，同比增长了 19.69%，销售机制纸 142.35 万吨，同比增长了 9.10%，实现营业收入 800,351.34 万元，同比增加 39.59%。根据卓创数据的统计，2021 年 H1，白卡纸的市场均价为 8816 元/吨，同比增长了 51.77%。白卡纸行业的高景气度导致了公司产品的量价齐升，营收同比大幅增长。分季度看，2021 年 Q1，在政策利好、需求恢复、大宗商品顺周期等因素刺激下，国内浆纸市场保持了良好的发展势头。而在 2021 年 Q2，随着海外疫情输入、大宗商品保供稳价政策等多重因素叠加，浆纸市场呈现出前高后低的短期走势，行业供需矛盾变化。面对此情况，公司积极顺应市场变化趋势，及时调整产销策略，优化产品结构，销售环比基本保持稳定。

图 1 公司营业收入



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 公司单季度营收



资料来源：公司公告，华西证券研究所

► 利润端：利润率大幅提升

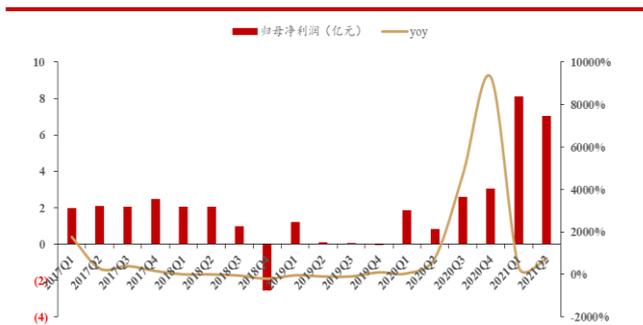
2021H1 公司毛利率为 34.02%，同比提高了 16.47pct。净利率为 18.92%，同比上升了 14.26pct。单季度看，2021 年 Q2 公司毛利率同比提高了 20.52pct 至 34.63%，净利率同比提升了 15.19pct 至 17.81%。费用方面，2021 年 H1 公司期间费用率同比减少 2.46pct 至 8.73%，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别同比增加-2.8/0.25/-3.41/3.5pct 至 0.47%/2.86%/1.86%/3.54%。其中，销售费用率的下滑主要是因为根据新收入准则调整运费至成本所致。管理费用率的提升，主要是因为公司治污费、职工薪酬及福利、保险费增加所致。公司财务费用率的下滑，主要是因为公司贷款减少、汇盈增加所致。研发费用率的增加，主要是因为加大研发投入所致。

► 回购计划进展顺利

根据公司 2021 年 8 月 02 日公告，截至 2021 年 7 月 31 日，公司以集中竞价交易方式已累计回购股份数量为

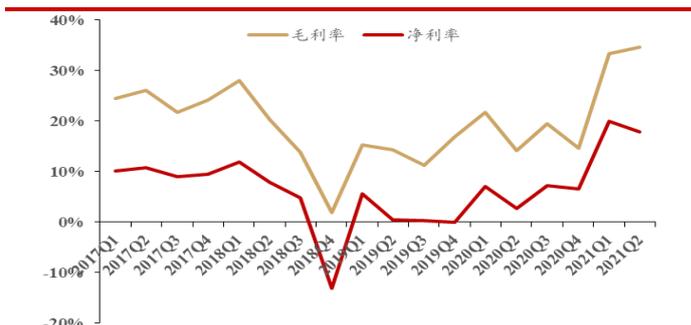
1541 万股，占公司总股本的比例为 1.15%，最高成交价为 19.62 元/股，最低成交价为 13.03 元/股，已支付的总金额为人民币约为 2.79 亿元（不含佣金等交易费用）。

图 3 公司单季度归母净利润



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 公司毛利率/净利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

投资建议

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。同时白卡纸价格目前已经阶段性见底，行业中的新增产能可能会延后投放缓解了市场供需压力，白卡纸价格在 9 月可能会迎来反弹。不过考虑到白卡纸自二季度以来价格大幅下挫，我们略微下调公司的盈利预测，2021 年-2023 年公司的营收由 215.71/226.06/231.41 亿元下调至 186.28/202.34/215.52 亿元，归母净利润由 27.96/30.25/32.16 亿元下调至 24.52/25.02/25.49 亿元，对应 EPS 为 1.83/1.87/1.91 元/股。考虑到公司在行业中的龙头地位以及白卡纸未来需求在限塑令等利好下的持续释放，继续给予“买入”评级。

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。

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	18,628	20,234	21,252
YoY (%)	16.8%	43.6%	33.2%	8.6%	5.0%
归母净利润(百万元)	134	834	2,452	2,502	2,549
YoY (%)	-47.7%	523.5%	194.0%	2.0%	1.9%
毛利率 (%)	14.6%	17.1%	23.3%	22.0%	21.6%
每股收益 (元)	0.10	0.62	1.83	1.87	1.91
ROE	2.5%	13.7%	29.6%	23.8%	19.9%
市盈率	112.83	18.10	6.16	6.03	5.92

资料来源：wind, 华西证券研究所

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：

联系人：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

联系电话：

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	18,628	20,234	21,252	净利润	834	2,452	2,502	2,549
YoY (%)	43.6%	33.2%	8.6%	5.0%	折旧和摊销	788	750	750	750
营业成本	11,597	14,296	15,778	16,653	营运资金变动	1,503	637	398	222
营业税金及附加	53	66	71	76	经营活动现金流	3,596	4,019	3,918	3,883
销售费用	37	84	90	91	资本开支	-336	2	2	-4
管理费用	369	531	516	531	投资	0	0	-20	0
财务费用	571	133	167	204	投资活动现金流	-328	20	2	17
资产减值损失	-9	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	9	19	20	21	债务募资	6,849	2,000	2,000	2,000
营业利润	1,097	3,183	3,247	3,314	筹资活动现金流	-3,252	1,541	1,451	1,361
营业外收支	-5	2	2	-4	现金净流量	15	5,580	5,371	5,261
利润总额	1,093	3,185	3,249	3,310	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	259	732	747	761	成长能力 (%)				
净利润	834	2,452	2,502	2,549	营业收入增长率	43.6%	33.2%	8.6%	5.0%
归属于母公司净利润	834	2,452	2,502	2,549	净利润增长率	523.5%	194.0%	2.0%	1.9%
YoY (%)	523.5%	194.0%	2.0%	1.9%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.62	1.83	1.87	1.91	毛利率	17.1%	23.3%	22.0%	21.6%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	6.0%	13.2%	12.4%	12.0%
货币资金	2,663	8,243	13,614	18,875	总资产收益率 ROA	4.3%	9.8%	8.3%	7.3%
预付款项	424	523	577	609	净资产收益率 ROE	13.7%	29.6%	23.8%	19.9%
存货	1,504	1,854	2,046	2,160	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1,846	2,139	2,270	2,346	流动比率	0.61	0.92	1.11	1.25
流动资产合计	6,436	12,758	18,507	23,990	速动比率	0.43	0.75	0.95	1.11
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.25	0.59	0.82	0.99
固定资产	11,352	10,602	9,852	9,102	资产负债率	68.7%	66.9%	65.0%	63.1%
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	0.74	0.67	0.61
资产合计	19,453	25,025	30,023	34,756	每股指标 (元)				
短期借款	3,437	5,437	7,437	9,437	每股收益	0.62	1.83	1.87	1.91
应付账款及票据	4,964	6,120	6,754	7,129	每股净资产	4.55	6.19	7.87	9.58
其他流动负债	2,142	2,366	2,488	2,556	每股经营现金流	2.69	3.01	2.93	2.90
流动负债合计	10,543	13,923	16,679	19,122	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	18.10	6.16	6.03	5.92
非流动负债合计	2,823	2,823	2,823	2,823	PB	3.30	1.82	1.43	1.18
负债合计	13,366	16,746	19,501	21,945					
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	8,279	10,522	12,812					
负债和股东权益合计	19,453	25,025	30,023	34,756					

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，9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。

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。