

博汇纸业(600966)

Q2符合预期, 期待旺季到来

——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 2021 年中报: 21H1 实现收入 80.04 亿元 (+39.59%), 归母净利润 15.14 亿元 (+466.63%); 其中 21Q2 实现收入 39.51 亿元 (+26.35%), 归母净利润 7.04 亿元 (+759.70%), 业绩表现符合预期。

投资要点

□ H1 吨净利高位, 云帆表现靓丽

21H1 公司实现产量 164.16 万吨, 销量 142.35 万吨, 对应吨售价 5622 元/吨 (+27.96%), 吨净利 1064 元/吨 (+419.38%), 受益于供需改善、原材料成本优势, 21H1 吨净利创历史新高。期内白卡价格维持较高位置 (21Q1/21Q2 行业出厂均价分别为 8441/9087 元/吨), 白板替代产品云帆受益禁废令增长靓丽。

□ 库存压力去化, 旺季到来温和看涨

Q2 末期行业库存压力较大 (工厂库存 1 个月、渠道库存 1-1.5 个月)、淡季需求偏弱, 6 月至今价格下跌 3211 元/吨至 6100 元/吨, 纸厂吨盈利压缩。当前渠道库存逐渐去化 (工厂库存 20-25 天、渠道库存 1 个月), 且旺季到来需求预期转好、年内暂无新增供给 (太阳、APP 白卡项目延期投产), 看好下半年白卡价格温和提涨, 吨盈利有望向上修复。

□ 回购进展顺利, 预期激励稳步推进

2021 年 3 月 31 日公司发布公告, 拟以不低于 10 亿元、不超过 20 亿元自有资金及自筹资金, 以不超过 24.97 元/股的价格回购股票, 拟回购股份数量占总股本比例 3.00%-5.99%, 期限为 12 个月。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 1541.0089 万股, 占公司总股本的比例为 1.15%, 已支付的总金额约人民币 2.79 亿元 (不含佣金等交易费用)。预计伴随回购进展顺利, 员工激励计划也将陆续稳步推进, 公司中长期发展信心充足。

□ 去杠杆成效明显, 研发费用增加

21H1 公司实现毛利率 34.02% (+16.48pct), 期间费用率 8.72% (-2.46pct), 其中销售费用率 0.46% (-2.8pct), 下滑主要系会计准则改变; 管理费用率 2.86% (+0.24pct), 研发费用率 3.54% (+3.51pct), 主要系公司期内持续进行纸机技改提效、推出各类新品; 财务费用率 1.86% (-3.41pct), 去杠杆成效明显、融资成本显著改善, 其中公司短期借款较期初减少 12.92 亿元至 21.45 亿元, 长期应付款较期初减少 1.84 亿元至 0.17 亿元, 有息负债规模显著下降, 对应资产负债率同比降低至 64.52% (-6.5pct)。

□ 存货高位, 应收周转改善

(1) 21H1 公司经营现金流净额为 25.73 亿, 较去年同期增加 10.69 亿元, 其中 21Q2 经营现金流净额为 6.94 亿元, 环比下滑较多, 主要系 Q2 存货较高; 期内公司 ROE 达 22.60%, 表现靓丽。(2) 21H1 公司账上存货 28.21 亿 (较去年同期+12.52 亿元), 其中原材料存货 14.96 亿元 (期初 10.09 亿元), 存货周转天数同比增加 18.62 天至 73.71 天; 应收账款 2.29 亿元 (较去年同期-7.62 亿元), 应收账款周转天数同比减少 22.05 天至 9.54 天。

评级

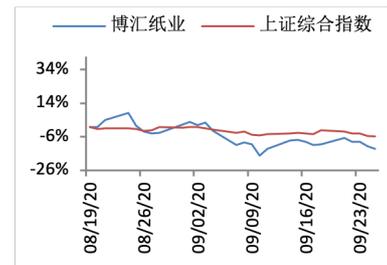
买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥11.34

单季度业绩

元/股

2Q/2021 0.53
 1Q/2021 0.61
 4Q/2020 0.23
 3Q/2020 0.19



公司简介

纸业白卡龙头。

相关报告

- 1 《【浙商轻工】博汇纸业: Q1 盈利表现靓丽, 白卡景气全年无忧 210430》 2021.04.30
- 2 《【浙商轻工】博汇纸业: 现金流大幅向好, 管理改善开始兑现 210330》 2021.03.31
- 3 《【浙商轻工】博汇纸业: 坚定看多白卡赛道, 扩产保障成长 210204》 2021.02.05

报告撰写人: 史凡可

联系人: 傅嘉成

□ 盈利预测及估值

公司系白卡龙头，中期成长清晰且市场掌控能力有望增强。我们预计 21-23 年营收 181.64/194.74/210.95 亿元，同增 29.91%/7.21%/8.32%；归母净利润 27.04/26.54/27.16 亿元，同比+224.15%/ -1.85%/+2.36%，对应 PE 为 5.61X/ 5.71X/ 5.58X，维持买入评级。

□ 风险提示

下游需求不及预期、纸价提涨不及预期、行业规划产能较多

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	13982.10	18164.19	19474.13	21095.13
(+/-)	43.56%	29.91%	7.21%	8.32%
净利润	834.07	2703.69	2653.79	2716.48
(+/-)	406.03%	224.15%	-1.85%	2.36%
每股收益(元)	0.62	2.02	1.99	2.03
P/E	18.18	5.61	5.71	5.58

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	2021Q1	2021Q2
营业收入	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	4,052.72	3,950.79
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%	55.49%	26.35%
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	810.54	703.60
YOY	4.01%	-0.87%	-52.17%	-203.08%	-40.30%	-95.50%	-94.49%	-98.68%	51.41%	781.84%	4722.60%	-	337.24%	759.70%
扣非归母净利润	203.69	207.11	98.21	(249.00)	120.91	4.66	7.81	42.40	181.71	81.13	253.85	305.28	808.31	713.72
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%	344.83%	779.74%
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%	33.42%	34.63%
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%	6.30%	11.23%
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)	14.58	22.79
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%	0.36%	0.58%
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	124.74	104.55
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	82.02	201.11
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%	5.10%	7.74%
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	34.01	115.09
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%	0.84%	2.91%
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%	20.00%	17.81%
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	2,313.99	2,821.26
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	361.68	1252.35
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	63.67	73.71
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	-8.55	18.62
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	516.22	229.03
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	-294.67	-761.81
应收账款周转天数	46.62	40.56	38.81	40.33	43.66	40.32	39.26	36.59	31.54	31.51	25.02	21.06	12.61	9.54
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	-18.93	-21.96
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	5817.36	6474.82
较上年同期增减	260.07	1296.01	1386.66	2095.41	1550.64	426.43	890.78	-516.02	-137.44	28.01	-440.78	1593.14	2185.85	2756.79
预收账款(含合同负债)	204.95	138.53	196.22	188.25	103.98	275.26	384.58	290.93	327.81	237.56	726.62	350.74	1,193.40	560.54
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	59.82	865.59	322.98
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	1878.61	694.85
较上年同期增减	-16.72	87.18	217.63	-501.25	301.14	-79.23	-84.83	198.08	143.22	197.89	876.79	1240.96	1390.54	143.73
筹资性现金流净额	12.26	248.01	-417.15	1167.31	-234.67	-156.51	-72.33	747.59	-220.68	-447.04	-817.44	-1767.15	-4751.12	-951.72
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	-715.11	-2514.74	-1530.44	-484.67
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	33.38	23.69
较上年同期增减	45.36	194.21	329.11	594.12	-137.87	-399.15	-15.60	-200.82	25.59	-27.38	-352.29	-920.57	-225.26	-65.94
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%	12.49%	10.01%
YOY (+)	-0.63%	-0.80%	-2.63%	-9.86%	-1.70%	-3.74%	-1.70%	4.72%	1.11%	1.31%	4.50%	5.23%	9.03%	8.53%
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%	67.06%	64.52%
YOY (+)	1.76%	1.42%	3.02%	9.40%	6.98%	6.20%	5.93%	0.57%	0.39%	-1.22%	-1.99%	-4.07%	-4.61%	-6.50%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：收入拆分

单位：百万元	2018	2019Q1-Q3	2019Q4	2019	2020Q1	2020Q2	2020H1	2020Q3	2020Q4	2020	2021H1
造纸(整体)											
产能(万吨)	198	373	373	373	373	373	373	373	373	373	373
销量(万吨)	169	140	85	225	55	75	130	约85	96	312	142
均价(元)	4924	4645	3815	4332	4739	4169	4394	4228	4837	4485	5622
吨毛利(元)	790	623	65	632	1026	588	771	820	709	765	1913
毛利率	16.04%	13.41%	16.94%	14.58%	21.66%	14.11%	17.54%	19.40%	14.66%	17.06%	34.02%
净利率	25.00%	137.10	-3.33	133.77	185.37	81.84	267.22	260.26	306.60	834.07	1514.13
吨净利(元)	151	98	-4	59	337	109	205	306	319	268	1064
白卡											
产能(万吨)	140	215	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：Wind，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	10289	12024	14850	营业收入	13982	18164	19474	21095
现金	2663	5127	5497	8565	营业成本	11597	13109	14575	15955
交易性金融资产	179	83	111	124	营业税金及附加	53	65	67	76
应收账款	620	2325	2283	2398	营业费用	37	558	437	392
其它应收款	218	386	375	395	管理费用	369	447	472	504
预付账款	424	217	424	499	研发费用	280	272	292	316
存货	1504	1409	2477	2081	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	14327	15496	15714	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	3275	3148	3352
无形资产	223	207	176	155	营业外收支	(5)	(17)	(23)	(15)
在建工程	401	105	75	65	利润总额	1093	3258	3125	3337
其他	1040	1187	1048	1045	所得税	259	554	471	620
资产总计	19453	24616	27520	30564	净利润	834	2704	2654	2716
流动负债	10543	12168	12616	13090	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	2704	2654	2716
应付款项	4964	6067	6297	7036	EBITDA	2429	4494	4535	4858
预收账款	0	318	307	234	EPS (最新摊薄)	0.62	2.02	1.99	2.03
其他	2142	1556	1732	1839	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%	29.91%	7.21%	8.32%
负债合计	13366	15826	16076	16404	营业利润	393.71%	198.42%	-3.88%	6.47%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	406.03%	224.15%	-1.85%	2.36%
归属母公司股东权益	6087	8790	11444	14161	获利能力				
负债和股东权益	19453	24616	27520	30564	毛利率	17.06%	27.83%	25.16%	24.37%
					净利率	5.97%	14.88%	13.63%	12.88%
					ROE	14.69%	36.35%	26.23%	21.22%
					ROIC	9.33%	17.39%	15.14%	13.85%
					偿债能力				
					资产负债率	68.71%	64.29%	58.42%	53.67%
					净负债比率	53.41%	51.71%	50.98%	47.79%
					流动比率	0.61	0.85	0.95	1.13
					速动比率	0.47	0.73	0.76	0.98
					营运能力				
					总资产周转率	0.72	0.82	0.75	0.73
					应收帐款周转率	17.10	15.00	10.00	10.00
					应付帐款周转率	6.10	5.58	5.35	5.41
					每股指标(元)				
					每股收益	0.62	2.02	1.99	2.03
					每股经营现金	2.69	2.93	2.16	3.90
					每股净资产	4.55	6.58	8.56	10.59
					估值比率				
					P/E	18.18	5.61	5.71	5.58
					P/B	2.49	1.72	1.32	1.07
					EV/EBITDA	10.12	4.19	4.05	3.05

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>