

2021年8月20日

张楠
H70294@capital.com.tw
目标价(元) 13.5

公司基本信息

產業別	轻工制造		
A 股价(2021/8/20)	11.29		
上证指数(2021/8/20)	3427.33		
股價 12 個月高/低	19.86/9.66		
總發行股數(百萬)	1336.84		
A 股數(百萬)	1336.84		
A 市值(億元)	151.60		
主要股東	山东博汇集团 有限公司 (28.84%)		
每股淨值(元)	5.35		
股價/賬面淨值	2.12		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-5.2	-24.9	-16.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

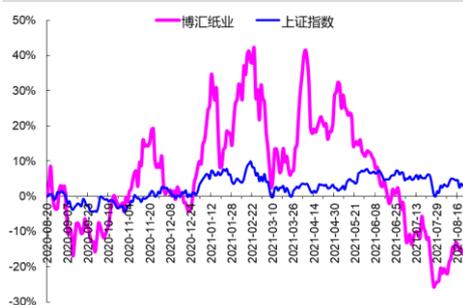
产品组合

白卡纸	80.93%
文化纸	6.20%
箱板纸	6.97%
瓦楞纸	0.73%
石膏护面纸	4.63%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	13.0%
一般法人	49.9%

股价相对大盘走势



博汇纸业 (600966. SH)

BUY 买进

21H1 业绩超预期，静待旺季价格触底反弹

結論與建議:

- **事件:** 公司发布 2021 年上半年业绩, 2021H1 实现营收 80.04 亿元, 同比增长 40%, 归母净利 15.14 亿元, 同比增 467%, 扣非净利为 15.22 亿元, 同比增 479%, 毛利率同比提升 16.5pct 至 34.02%。其中, 2Q 实现营收 39.51 亿元, 同比增 26.35%, 归母净利 7.04 亿元, 同比增长 759%, 毛利率同比提升 20.52pct 至 34.63%, 业绩超市场预期。
- **21H1 量价齐升带动业绩增长:** 21H1 受益于限塑令催生新需求以及白板纸产能清退等因素影响, 行业景气度提升带来的量价齐升, 带动营收同比增长 40%。随着公司 100 万吨箱板瓦楞纸及 75 万吨白卡纸产能全部释放, 21H1 共生产机制纸 164.16 万吨, 销售机制纸 142.35 万吨, 产销量较去年同比上涨 19.69%、9.1%。价格方面, 21H1 公司机制纸均价为 5622 元/吨, 较去年同期增长 28%, 主要系在上游原材料、运输等成本上涨推动下浆系纸价格整体上涨。以公司主要纸品白卡纸为例, 5 月初国内白卡纸均价曾达到 1.1 万元/吨的历史高点, 后随着下游需求淡季, 原料价格回落等影响, 价格出现下滑, 截止 6 月底白卡纸均价为 6910 元/吨, 但较去年同期仍上涨 52%。当前白卡纸均价 6100 元/吨, 较去年同期约提升 10%, 随着下游需求旺季的到来, 白卡纸龙头企业纷纷发布 500 元/吨和 200 元/吨涨价函以及择机停机检修公告, 考虑到高集中度下龙头企业定价话语权强以及去库存进入尾声, 价格有望止跌企稳。
- **毛利率大幅提升, 费用率持续下降:** APP 收购提升龙头优势的同时对原料采购、生产效率、经营管理等方面均带来大幅提升。21H1 公司综合毛利率 34%, 较去年大幅提升 16.5pct, 其中 2Q 毛利率 34.63%, 环比提升 1.2pct。费用方面, 综合费用率同比下降 2.46pct 至 8.73%。其中, 销售、财务费用率同比下降 2.8pct、3.41pct 至 0.47%、1.86%; 管理费用率提升 0.25pct 至 2.86%。随着“限塑令”、“禁废令”全面推广, 公司积极加大“以白代灰”、“以纸代塑”产品研发, 研发费用率大幅提升 3.5pct 至 3.54%。
- **盈利预测:** 限塑令持续推进、白板纸替代需求及消费升级, 白卡纸景气度与需求具有较强支撑。高毛利产品持续增加叠加传统旺季即将来临, 纸价或将企稳回升, 公司营收有望持续增长。但考虑到当前受需求淡季影响, 白卡纸价格大幅回调, 我们下调盈利预测, 预计 21、22 年实现净利 26.34 亿元、28.98 亿元 (前值为 28.74 亿元、31.79 亿元), YOY 分别增 216%、10%, EPS 为 1.97 元、2.17 元, 当前 A 股对应 PE 为 7 倍、6 倍, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 价格竞争激烈, 终端需求疲软等

..... 接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020	2021E	2022E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	256	134	834	2,634	2,898
同比增减	%	-70%	-48%	524%	216%	10%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.19	0.10	0.62	1.97	2.17
同比增减	%	-70%	-48%	524%	216%	10%
A 股市盈率 (P/E)	X	68.27	130.62	20.95	6.63	6.03
股利 (DPS)	RMB 元	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
股息率 (Yield)	%	0.64%	0.38%	0.13%	0.15%	0.15%

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進 (Strong Buy)	潜在上漲空間 \geq 35%
買進 (Buy)	15% \leq 潜在上漲空間 $<$ 35%
區間操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上漲空間 $<$ 15%
中立 (Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020	2021E	2022E
營業收入	8,339.44	9,739.80	13,982.10	18,052.96	20,429.26
經營成本	7,001.82	8,319.53	11,596.68	13,490.12	15,513.64
毛利	1,337.62	1,420.27	2,385.42	4,562.85	4,915.62
營業稅金及附加	34.52	27.95	53.22	54.16	61.29
銷售費用	330.59	400.74	36.66	180.53	204.29
管理費用	169.53	274.48	369.16	577.69	612.88
財務費用	464.92	511.74	571.03	180.53	204.29
資產減值損失	0.00	0.00	0.00	20.00	20.00
投資收益	1.74	15.22	8.70	15.00	15.00
營業利潤	310.53	191.23	1,097.44	3,163.87	3,481.43
稅前利潤	308.58	141.60	1,092.89	3,173.87	3,491.43
所得稅	52.58	7.83	258.81	539.56	593.54
少數股東權益	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
淨利潤	255.94	133.77	834.07	2,634.32	2,897.89

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020	2021E	2022E
货币资金	1,947.38	1,968.49	2,662.50	3,993.75	4,792.50
应收账款	1,705.83	1,324.77	1,503.81	2,255.72	2,368.50
存货	1,678.48	1,021.89	619.51	929.27	975.73
流动资产合计	6,192.18	5,904.76	6,435.96	8,678.73	9,336.73
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5,677.38	12,086.84	11,352.41	13,622.89	14,304.04
在建工程	5,535.15	92.32	400.66	420.69	441.73
非流动资产合计	279.93	230.71	223.19	234.35	246.07
资产总计	18,488.25	19,368.98	19,452.68	23,722.32	25,082.49
流动负债合计	9,097.47	10,198.46	10,543.39	12,064.31	10,405.14
非流动负债合计	4,252.50	3,898.55	2,822.69	2,963.82	3,112.02
负债合计	13,349.97	14,097.01	13,366.08	15,028.14	13,517.16
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	5,138.28	5,271.97	6,086.60	8,694.18	11,565.33
负债及股东权益合计	18,488.25	19,368.98	19,452.68	23,722.32	25,082.49

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020	2021E	2022E
经营活动产生的现金流量净额	1,073.13	1,137.29	3,596.15	3,951.47	4,346.84
投资活动产生的现金流量净额	-2,310.18	-1,523.35	-327.57	-294.81	-265.33
筹资活动产生的现金流量净额	1,253.43	294.09	-3,252.31	-3,902.77	-4,683.33
现金及现金等价物净增加额	15.12	-95.19	14.91	-246.11	-601.82

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证;@持意见或立场,或会买进,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证;@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。