

博汇纸业 (600966.SH)

降杠杆效果显著, 看好公司长期价值

核心观点:

- **量价齐升, 营收利润快速增长。**公司发布 2021 年半年报: 2021 年上半年公司实现营收 80.04 亿元, 同比增长 39.59%; 归母净利润 15.14 亿元, 同比增长 466.63%。其中单二季度实现营收 39.51 亿元, 同比增长 26.35%; 归母净利润 7.04 亿元, 同比增长 759.70%。今年上半年公司机制纸销量达 142.35 万吨, 同比增长 9.10%, 对应吨纸收入 5622 元/吨, 吨净利 1064 元/吨, 吨净利创历史新高, 量价齐升驱动公司上半年实现快速增长。
- **资产负债结构继续优化, 调整产品结构, 看好公司长期价值。**在我们 2021 年 5 月 6 日报告:《博汇纸业: 纸价持续上涨, 一季度盈利超预期》的报告中表示, 公司 21Q1 的各项经营指标改善, 而根据公司半年报, Q2 公司继续延续 Q1 的改善趋势。截止半年报, 公司资产负债率为 64.52%, 较一季报快速下降 2.54pct, 资产负债结构继续优化。同时, 公司 21H1 财务费用率为 1.86%, 同比下降 2.22pct。同时公司在今年推出各类新产品, 纸机技改升级, 研发费用率达到 3.54%, 同比提升 3.51pct。公司降杠杆成果显著, 产品结构不断升级, 用新产品切入新市场, 我们持续看好公司长期价值。
- **盈利预测与投资建议: 预计公司 2021-2023 年业绩分别为 1.91 元/股、2.20 元/股、2.43 元/股。**我们看好公司白纸板业务在行业的龙头地位, 具备较强的定价能力, 同时背靠金光纸业, 经营管理能力有望继续提升、资产负债结构继续优化, 给予公司 2021 年 EPS_{8xPE}, 对应公司合理价值 15.30 元/股, 维持公司“买入”评级。
- **风险提示。**产能落地进度不及预期; 行业竞争格局加速恶化; 纸品价格大幅波动; 国家环保政策趋严。

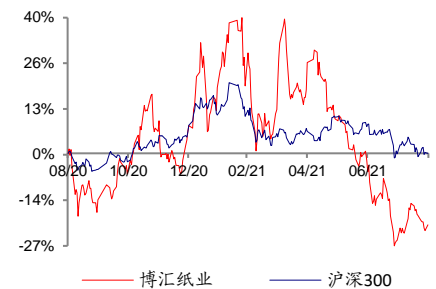
盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	9,740	13,982	20,632	23,288	24,807
增长率 (%)	16.8	43.6	47.6	12.9	6.5
EBITDA (百万元)	1,347	2,435	4,407	4,882	5,360
归母净利润 (百万元)	134	834	2,556	2,941	3,247
增长率 (%)	-47.7	523.5	206.5	15.1	10.4
EPS (元/股)	0.10	0.62	1.91	2.20	2.43
市盈率 (P/E)	-	24.09	5.71	4.96	4.50
ROE (%)	2.5	13.7	33.4	30.7	27.4
EV/EBITDA	5.42	10.09	4.26	3.32	2.50

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	10.92 元
合理价值	15.30 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-31

相对市场表现



分析师: 张兆函



SAC 执证号: S0260520100001



zhangzhaohan@gf.com.cn

分析师: 糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

请注意, 张兆函并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 博汇纸业 (600966.SH): 纸价持续上涨, 一季度盈利超预期
2021-05-06
- 博汇纸业 (600966.SH): 资产结构优化、盈利修复, 公司经营全面改善
2021-03-31
- 博汇纸业 (600966.SH): 定增预案点评: 优化资产, 轻装向前
2021-01-21

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,905	6,436	10,652	11,299	13,354
货币资金	1,968	2,663	4,012	4,160	6,066
应收及预付	1,210	1,043	2,643	2,985	3,180
存货	1,325	1,504	2,537	2,636	2,556
其他流动资产	1,401	1,226	1,460	1,518	1,552
非流动资产	13,464	13,017	12,999	12,860	12,743
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	12,087	11,352	11,251	11,207	11,053
在建工程	92	401	502	408	451
无形资产	231	223	206	204	199
其他长期资产	1,054	1,040	1,040	1,040	1,040
资产总计	19,369	19,453	23,651	24,159	26,097
流动负债	10,198	10,543	13,310	12,531	12,758
短期借款	5,174	3,437	4,593	2,832	2,501
应付及预收	3,662	4,964	6,961	7,888	8,414
其他流动负债	1,362	2,142	1,756	1,811	1,843
非流动负债	3,899	2,823	2,698	2,044	1,508
长期借款	2,925	2,580	2,455	1,801	1,266
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	974	243	243	243	243
负债合计	14,097	13,366	16,008	14,575	14,266
股本	1,337	1,337	1,337	1,337	1,337
资本公积	1,333	1,333	1,333	1,333	1,333
留存收益	2,607	3,418	4,974	6,916	9,163
归属母公司股东权益	5,272	6,087	7,643	9,584	11,831
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	19,369	19,453	23,651	24,159	26,097

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,740	13,982	20,632	23,288	24,807
营业成本	8,320	11,597	15,433	17,493	18,662
营业税金及附加	28	53	93	105	112
销售费用	401	37	83	93	99
管理费用	274	369	578	652	695
研发费用	7	280	681	745	794
财务费用	512	571	456	375	223
资产减值损失	-3	-9	9	1	1
公允价值变动收益	-11	10	0	0	0
投资净收益	15	9	21	23	25
营业利润	191	1,097	3,360	3,867	4,268
营业外收支	-50	-5	3	3	4
利润总额	142	1,093	3,363	3,870	4,272
所得税	8	259	807	929	1,025
净利润	134	834	2,556	2,941	3,247
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	134	834	2,556	2,941	3,247
EBITDA	1,347	2,435	4,407	4,882	5,360
EPS (元)	0.10	0.62	1.91	2.20	2.43

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,137	3,596	2,401	4,508	4,840
净利润	134	834	2,556	2,941	3,247
折旧摊销	637	788	642	683	915
营运资金变动	-70	1,503	-1,256	483	408
其它	437	471	460	401	270
投资活动现金流	-1,523	-328	-591	-517	-768
资本支出	-1,539	-336	-612	-540	-793
投资变动	0	0	0	0	0
其他	15	9	21	23	25
筹资活动现金流	294	-3,252	-460	-3,844	-2,166
银行借款	9,689	6,849	1,032	-2,415	-866
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-9,395	-10,101	-1,492	-1,428	-1,300
现金净增加额	-95	15	1,350	148	1,906
期初现金余额	432	336	2,663	4,012	4,160
期末现金余额	336	351	4,012	4,160	6,066

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	16.8%	43.6%	47.6%	12.9%	6.5%
营业利润增长	-38.4%	473.9%	206.2%	15.1%	10.4%
归母净利润增长	-47.7%	523.5%	206.5%	15.1%	10.4%
获利能力					
毛利率	14.6%	17.1%	25.2%	24.9%	24.8%
净利率	1.4%	6.0%	12.4%	12.6%	13.1%
ROE	2.5%	13.7%	33.4%	30.7%	27.4%
ROIC	4.6%	9.5%	18.1%	20.8%	20.2%
偿债能力					
资产负债率	72.8%	68.7%	67.7%	60.3%	54.7%
净负债比率	267.4%	219.6%	209.5%	152.1%	120.6%
流动比率	0.58	0.61	0.80	0.90	1.05
速动比率	0.43	0.43	0.58	0.66	0.81
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.72	0.87	0.96	0.95
应收账款周转率	9.58	22.57	9.13	9.13	9.13
存货周转率	7.35	9.30	8.13	8.83	9.70
每股指标 (元)					
每股收益	0.10	0.62	1.91	2.20	2.43
每股经营现金流	0.85	2.69	1.80	3.37	3.62
每股净资产	3.94	4.55	5.72	7.17	8.85
估值比率					
P/E	-	24.09	5.71	4.96	4.50
P/B	-	3.30	1.91	1.52	1.23
EV/EBITDA	5.42	10.09	4.26	3.32	2.50

广发造纸轻工行业研究小组

陆逸：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
张兆函：高级分析师，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
曹倩雯：高级分析师，北京大学硕士，2020年11月加入广发证券，曾就职于方正证券、太平洋证券。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。