

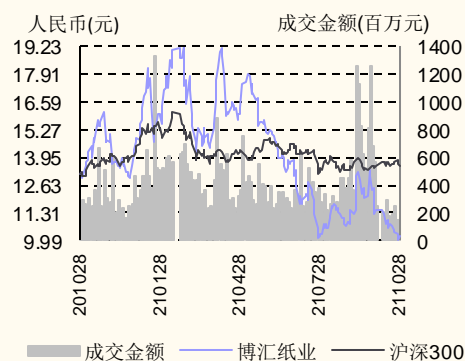
博汇纸业 (600966.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 10.21 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)	136.49
年内股价最高最低(元)	19.24/9.99
沪深 300 指数	4864
上证指数	3518



3Q 业绩符合预期，成本下行+提价驱动 4Q 弹性

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	16,812	17,240	19,000
营业收入增长率	16.79%	43.56%	20.24%	2.55%	10.21%
归母净利润(百万元)	134	834	2,456	2,128	2,367
归母净利润增长率	-47.73%	523.50%	194.44%	-13.33%	11.18%
摊薄每股收益(元)	0.100	0.624	1.837	1.592	1.770
每股经营性现金流净额	0.84	2.67	2.27	2.37	2.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.54%	13.70%	29.60%	20.84%	19.17%
P/E	53.07	24.09	5.56	6.41	5.77
P/B	1.35	3.30	1.65	1.34	1.11

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10月28日公司发布三季报, 3Q 实现营收 39.3 亿元, 同比+9.4%, 实现归母净利润 4 亿元, 同比+54.7%, 前三季度实现营收 119.4 亿元, 同比+28%, 归母净利润 19.2 亿元, 同比+263%, 业绩符合预期。

经营分析

- 3Q 加速出货, 收入表现超预期。** 3Q 营收同比+9.4%, 环比持平。4 月以来, 受原材料价格回调、高库存、下游需求低迷影响, 白卡价格出现调整, 3Q 白卡均价 6200 元/吨 (含税), 环比-2940 元/吨, 同比+370 元/吨。销量角度, 预计 3Q 加速库存去化, 出货量环比有所提升。
- 成本抬升导致 3Q 吨净利下滑, APP 赋能下报表经营质量持续向好。** 1Q/2Q/3Q 毛利率分别为 33.4%/34.6%/21.8%, 原材料角度, 3Q 毛利率下滑的原因预计如下: 1) 原料角度, 尽管 3Q 阔叶浆均价环比-450 元/吨, 同比+1100 元/吨, 预计 2Q 公司木浆库存耗尽, 3Q 成本中的原料主要于 2Q 高位时购买, 计价成本较高; 2) 能耗成本抬升; 3) 江苏产能受 9 月下旬限产导致固定成本分摊提升。3Q 毛销差同比+6.2pct, 环比-12pct。负债率角度: 公司 3Q 短期有息负债/长期借款较年初减少 14.9/2.7 亿元, 剔除合同负债后的负债率 61.2%, 较年初下降 5.7pct。3Q 净利率 10.2%, 同比+3pct, 其中管理/研发/财务费用率分别同比+1.3pct/+2.4pct/-2.8pct。
- 4Q 限电叠加加速库存去化, 高集中度助力白卡纸旺季反弹。** 当前白卡均价 5900 元/吨 (含税), 较 9 月以来持平, 主要受 4Q 新产能投放预期、需求疲软, 下游补库欲望不强导致纸厂提价难度较大。9 月限产影响下, 行业社会库存环比-11%, 当前库存压力较小, 预计 4Q 公司开工率保持 60-70%。我们预计, 目前白卡纸价格已处于底部, 后续仍需观察下游需求边际变化、四季度限电对行业产能影响是否超预期。

盈利预测和投资建议

- 考虑到当前白卡纸价格以及新增产能投放, 我们保持 21 年盈利预测不变, 预计 21 年 EPS 为 1.84 元, 但是下调 2022-2023 年 EPS 至 1.6/1.77 元, 下调幅度为 15%/11%, 当前股价对应 PE 分别为 6/6/5.8 倍, 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。

相关报告

- 《Q2 业绩略超预期, 看好 H2 盈利韧性-博汇纸业中报点评》, 2021.8.19
- 《吨净利创新高, 管理赋能持续兑现-博汇纸业一季报点评》, 2021.4.29
- 《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

姜浩

分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

尹新悦

联系人
yinxinyue@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	8,339	9,740	13,982	16,812	17,240	19,000	货币资金	1,947	1,968	2,663	2,660	2,970	5,329
增长率		16.8%	43.6%	20.2%	2.5%	10.2%	应收款项	1,913	1,950	1,461	1,608	1,647	1,813
主营业务成本	-7,002	-8,320	-11,597	-12,445	-13,524	-14,920	存货	1,706	1,325	1,504	2,350	2,554	2,818
%销售收入	84.0%	85.4%	82.9%	74.0%	78.4%	78.5%	其他流动资产	626	661	808	1,133	1,062	1,132
毛利	1,338	1,420	2,385	4,367	3,717	4,080	流动资产	6,192	5,905	6,436	7,751	8,233	11,091
%销售收入	16.0%	14.6%	17.1%	26.0%	21.6%	21.5%	%总资产	33.5%	30.5%	33.1%	38.6%	40.1%	47.2%
营业税金及附加	-35	-28	-53	-59	-55	-61	长期投资	295	174	168	178	198	218
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	固定资产	11,213	12,179	11,753	11,886	11,821	11,897
销售费用	-331	-401	-37	-67	-69	-95	%总资产	60.6%	62.9%	60.4%	59.2%	57.6%	50.6%
%销售收入	4.0%	4.1%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	无形资产	280	231	223	254	285	314
管理费用	-170	-274	-369	-420	-397	-418	非流动资产	12,296	13,464	13,017	12,318	12,304	12,429
%销售收入	2.0%	2.8%	2.6%	2.5%	2.3%	2.2%	%总资产	66.5%	69.5%	66.9%	61.4%	59.9%	52.8%
研发费用	-6	-7	-280	-336	-259	-285	资产总计	18,488	19,369	19,453	20,069	20,537	23,520
%销售收入	0.1%	0.1%	2.0%	2.0%	1.5%	1.5%	短期借款	4,840	6,337	4,559	1,631	10	500
息税前利润 (EBIT)	797	710	1,647	3,484	2,937	3,221	应付款项	4,143	3,689	4,982	5,274	5,473	5,772
%销售收入	9.6%	7.3%	11.8%	20.7%	17.0%	17.0%	其他流动负债	114	173	1,003	1,323	1,311	1,375
财务费用	-465	-512	-571	-244	-133	-99	流动负债	9,097	10,198	10,543	8,227	6,794	7,647
%销售收入	5.6%	5.3%	4.1%	1.4%	0.8%	0.5%	长期贷款	3,312	2,925	2,580	2,580	2,580	2,580
资产减值损失	-18	-3	9	-6	-2	-3	其他长期负债	941	974	243	965	951	951
公允价值变动收益	0	-11	10	0	0	0	负债	13,350	14,097	13,366	11,772	10,325	11,178
投资收益	2	15	9	10	10	10	普通股股东权益	5,138	5,272	6,087	8,297	10,212	12,342
%税前利润	0.6%	10.7%	0.8%	0.3%	0.4%	0.3%	其中：股本	1,337	1,337	1,337	1,337	1,337	1,337
营业利润	311	191	1,097	3,228	2,818	3,135	未分配利润	2,251	2,385	3,185	5,396	7,311	9,441
营业利润率	3.7%	2.0%	7.8%	19.2%	16.3%	16.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-2	-50	-5	20	20	20	负债股东权益合计	18,488	19,369	19,453	20,069	20,537	23,520
税前利润	309	142	1,093	3,248	2,838	3,155	比率分析						
利润率	3.7%	1.5%	7.8%	19.3%	16.5%	16.6%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-53	-8	-259	-793	-709	-789	每股指标						
所得税率	17.0%	5.5%	23.7%	24.4%	25.0%	25.0%	每股收益	0.191	0.100	0.624	1.837	1.592	1.770
净利润	256	134	834	2,456	2,128	2,367	每股净资产	3.844	3.944	4.553	6.206	7.639	9.232
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.803	0.837	2.673	2.270	2.373	2.455
归属于母公司的净利润	256	134	834	2,456	2,128	2,367	每股股利	0.077	0.017	0.126	0.184	0.159	0.177
净利率	3.1%	1.4%	6.0%	14.6%	12.3%	12.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	4.98%	2.54%	13.70%	29.60%	20.84%	19.17%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	1.38%	0.69%	4.29%	12.24%	10.36%	10.06%
净利润	256	134	834	2,456	2,128	2,367	投入资本收益率	4.98%	4.61%	9.49%	21.06%	17.21%	15.66%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	477	634	773	827	872	933	主营业务收入增长率	-6.87%	16.79%	43.56%	20.24%	2.55%	10.21%
非经营收益	435	421	463	460	159	122	EBIT增长率	-46.61%	-11.00%	132.07%	111.58%	-15.70%	9.66%
营运资金变动	-95	-70	1,503	-709	13	-140	净利润增长率	-70.11%	-47.73%	523.50%	194.44%	-13.33%	11.18%
经营活动现金净流	1,073	1,118	3,574	3,034	3,172	3,282	总资产增长率	38.50%	4.76%	0.43%	3.17%	2.33%	14.53%
资本开支	-2,352	-1,539	-336	-340	-812	-1,012	资产管理能力						
投资	40	0	0	-12	-20	-20	应收账款周转天数	40.9	37.1	21.3	14.0	14.0	14.0
其他	2	15	9	10	10	10	存货周转天数	86.7	66.5	44.5	69.0	69.0	69.0
投资活动现金净流	-2,310	-1,523	-328	-342	-822	-1,022	应付账款周转天数	63.2	70.0	59.9	68.0	68.0	68.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	248.5	453.0	296.4	242.8	233.3	213.2
债权募资	2,651	547	-1,938	-2,181	-1,635	490	偿债能力						
其他	-1,399	-256	-1,316	-514	-405	-392	净负债/股东权益	120.76%	137.02%	70.60%	16.53%	-5.48%	-19.67%
筹资活动现金净流	1,252	291	-3,254	-2,695	-2,040	99	EBIT利息保障倍数	1.7	1.4	2.9	14.3	22.0	32.5
现金净流量	15	-114	-8	-3	310	2,359	资产负债率	72.21%	72.78%	68.71%	58.66%	50.27%	47.52%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	1	2	13	23
增持	0	0	0	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.19	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。

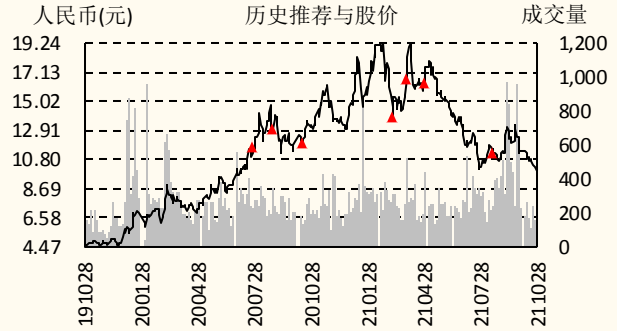
最终评分与平均投资建议对照：

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
7	2021-04-29	买入	16.18	N/A
8	2021-08-19	买入	11.53	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，不作为或被视为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