

## 博汇纸业 (600966.SH) 2021Q3 业绩符合预期, 看好白卡龙头长期成长

2021年10月29日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

王宇俊 (联系人)

lvming@kysec.cn

wangyujun@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790120080064

日期	2021/10/29
当前股价(元)	10.38
一年最高最低(元)	20.03/9.66
总市值(亿元)	136.49
流通市值(亿元)	136.49
总股本(亿股)	13.37
流通股本(亿股)	13.37
近3个月换手率(%)	142.03

### ● 2021Q3 业绩符合预期, 维持“买入”评级

公司 2021Q1-Q3 营业收入 119.36 亿元 (同比+27.97%), 归母净利润 19.17 亿元 (同比+263.38%), 2021Q3 单季度营业收入 39.32 亿元 (同比+9.42%), 归母净利润 4.03 亿元 (同比+54.69%)。前三季度收入、利润均有较好表现, 单三季度能源价格上涨、白卡纸价下行, 净利润环比略有下滑, 我们下调盈利预测, 预计 2021-2023 年公司归母净利润为 24.11/25.52/27.21 亿元(原为 26.44/28.76/30.58 亿元), 对应 EPS 为 1.80/1.91/2.04 元, 当前股价对应 PE 为 5.7/5.3/5.0 倍, Q4 春节前消费需求有望提振, 纸品市场涨价信心有望提升, 长期来看白卡纸市场格局较好, 博汇纸业作为行业龙头, 看好长期成长, 维持“买入”评级。

### ● 前三季度收入增长稳健, 单 Q3 受纸价、需求影响收入环比持平

公司 2021Q1-Q3 收入稳步增长, 主要由于前三季度公司产品销量较 2020 年同期有所提升, 产品价格较 2020 年同期有所上涨。单三季度收入增速略有下滑, 主要由于旺季需求低于预期, 纸浆价格有所回落、纸厂及下游库存处于高位, 白卡纸价格回调。随着 9 月各头部纸厂积极响应限电限产政策, 供给端产量减少, 上下游加快库存去化, 预计 Q4 下游需求有望逐步恢复, 纸厂出货量有望增加。

### ● 毛利率、净利率水平提升, 经营性现金流水平保持良好

2021Q1-Q3 公司整体毛利率为 30.00% (同比+11.74pcts), 2021Q3 单季度毛利率为 21.81% (同比+2.41pcts, 环比-12.82pcts), 公司毛利率环比下滑主要由于原材料木浆价格上升、能源价格上涨。2021Q1-Q3 公司净利率为 16.06% (同比+10.40pcts), 2021Q3 单季度净利率为 10.24% (同比+3.00pcts)。未来双碳政策背景下, 头部纸厂限电限产减少供给、能源成本上涨有望推动纸价上行, 同时浆价持续回落, 各纸种盈利弹性有望增加。长期来看, 白卡行业集中度向好, “限塑令”、“禁废令”等环保政策加速白卡纸替代进程, 未来持续看好公司盈利。Q1-Q3 经营性现金流净额 26.15 亿元 (同比+19.65%), 保持良好水平。

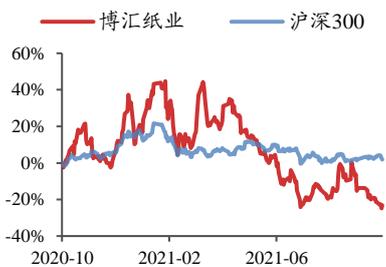
### ● 风险提示: 原材料、能源价格波动; 政策环境影响; 市场竞争加剧

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,740	13,982	18,596	20,063	21,274
YOY(%)	16.8	43.6	33.0	7.9	6.0
归母净利润(百万元)	134	834	2,411	2,552	2,721
YOY(%)	-47.7	523.5	189.0	5.9	6.6
毛利率(%)	14.6	17.1	28.2	26.2	25.0
净利率(%)	1.4	6.0	13.0	12.7	12.8
ROE(%)	2.5	13.7	29.1	23.6	20.2
EPS(摊薄/元)	0.10	0.62	1.80	1.91	2.04
P/E(倍)	102.0	16.4	5.7	5.3	5.0
P/B(倍)	2.6	2.2	1.6	1.3	1.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-2021H1 业绩符合预期, 看好 H2 旺季公司业绩》

-2021.8.20

《公司信息更新报告-2021Q1 业绩符合预期, 纸价保持高位提升盈利空间》

-2021.4.30

《公司首次覆盖报告-APP 收购提升龙头优势, 行业整合优化竞争格局》

-2021.4.7

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	5905	6436	7160	9670	11278
现金	1968	2663	2105	5258	5712
应收票据及应收账款	1022	620	1564	792	1706
其他应收款	204	218	343	262	379
预付账款	188	424	390	488	443
存货	1325	1504	1751	1861	2031
其他流动资产	1198	1008	1008	1008	1008
<b>非流动资产</b>	13464	13017	13530	14210	14547
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	12087	11352	11291	11892	12206
无形资产	231	223	220	220	211
其他非流动资产	1147	1441	2019	2099	2130
<b>资产总计</b>	19369	19453	20691	23879	25825
<b>流动负债</b>	10198	10543	9968	11078	10869
短期借款	5174	3437	3437	3437	3437
应付票据及应付账款	3371	4964	4626	6017	5452
其他流动负债	1653	2142	1905	1625	1981
<b>非流动负债</b>	3899	2823	2382	1958	1455
长期借款	2925	2580	2139	1715	1212
其他非流动负债	974	243	243	243	243
<b>负债合计</b>	14097	13366	12350	13036	12324
少数股东权益	0	0	13	16	20
股本	1337	1337	1337	1337	1337
资本公积	1333	1333	1333	1333	1333
留存收益	2607	3418	5562	7749	10044
<b>归属母公司股东权益</b>	5272	6087	8328	10827	13481
负债和股东权益	19369	19453	20691	23879	25825

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1137	3596	2324	5463	2584
净利润	134	834	2423	2556	2726
折旧摊销	631	782	774	845	933
财务费用	512	571	402	344	314
投资损失	-15	-9	-6	-8	-10
营运资金变动	-70	1503	-1270	1726	-1379
其他经营现金流	-54	-86	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1523	-328	-1282	-1516	-1261
资本支出	1612	337	514	679	337
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	88	9	-768	-837	-923
<b>筹资活动现金流</b>	294	-3252	-1600	-794	-870
短期借款	1103	-1738	0	0	0
长期借款	-387	-345	-441	-424	-504
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-422	-1170	-1159	-370	-367
<b>现金净增加额</b>	-95	15	-557	3153	453

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	9740	13982	18596	20063	21274
营业成本	8320	11597	13343	14807	15955
营业税金及附加	28	53	76	75	77
营业费用	401	37	893	803	681
管理费用	274	369	744	782	787
研发费用	7	280	186	201	213
财务费用	512	571	402	344	314
资产减值损失	-3	-9	0	0	0
其他收益	1	11	0	0	0
公允价值变动收益	-11	10	-0	-0	-0
投资净收益	15	9	6	8	10
资产处置收益	4	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	191	1097	2959	3060	3256
营业外收入	1	3	1	1	2
营业外支出	50	7	18	20	24
<b>利润总额</b>	142	1093	2943	3041	3233
所得税	8	259	519	486	508
<b>净利润</b>	134	834	2423	2556	2726
少数股东损益	0	0	13	3	4
<b>归母净利润</b>	134	834	2411	2552	2721
EBITDA	1220	2174	3931	4048	4258
EPS(元)	0.10	0.62	1.80	1.91	2.04

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	16.8	43.6	33.0	7.9	6.0
营业利润(%)	-38.4	473.9	169.6	3.4	6.4
归属于母公司净利润(%)	-47.7	523.5	189.0	5.9	6.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	14.6	17.1	28.2	26.2	25.0
净利率(%)	1.4	6.0	13.0	12.7	12.8
ROE(%)	2.5	13.7	29.1	23.6	20.2
ROIC(%)	3.6	7.9	17.7	16.1	14.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	72.8	68.7	59.7	54.6	47.7
净负债比率(%)	156.6	77.1	50.6	6.2	-2.0
流动比率	0.6	0.6	0.7	0.9	1.0
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.6	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.7	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	7.2	17.0	17.0	17.0	17.0
应付账款周转率	2.3	2.8	2.8	2.8	2.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.62	1.80	1.91	2.04
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	2.69	1.74	4.09	1.93
每股净资产(最新摊薄)	3.94	4.55	6.23	8.10	10.08
<b>估值比率</b>					
P/E	102.0	16.4	5.7	5.3	5.0
P/B	2.6	2.2	1.6	1.3	1.0
EV/EBITDA	17.9	8.4	4.5	3.5	3.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn