2022 年 2 月 23 日

张楠
H70294@capital.com.tw

目标价(元) 10.1

公司基本信息

产业别	轻工制造
A 股价(2022/2/22)	9.16
上证指数(2022/2/22)	3457.15
股价 12 个月高/低	19.81/8.77
总发行股数(百万)	1336.84
A 股数(百万)	1336.84
A 市值(亿元)	122.45
主要股东	山东博汇集团有限公司(28.84%)
每股净值(元)	5.44
股价/账面净值	1.69

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-9.8	-10.9	-51.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等

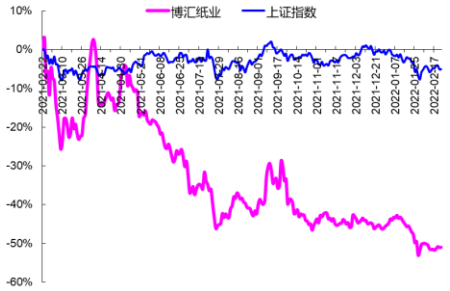
产品组合

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) Trading Buy 区间操作

低景气度下 Q4 业绩承压，龙头优势稳固，长期看好白卡纸赛道

结论与建议：

- **事件：**公司发布 2021 年业绩快报，预计 2021 年实现营收 162.76 亿元，同比增长 16.41%；归母净利润为 17.05 亿元，同比增长 104.44%；扣非净利润为 17.22 亿元，同比增长 109.49%，业绩低于预期。其中，Q4 单季预计营入 43.40 亿元，同比下降 6.76%；净利润亏损 2.12 亿元，扣非净利润亏损 2.01 亿元，主要是需求疲软白卡纸价格下跌叠加原材料成本、能源成本以及运输成本增加所致。

- **2021 年净利同比增长超 100%：**2021 年随着国内禁废令和禁塑令两大政策的推动和实施下，行业高景气度带来的量价齐升，公司积极开发“以纸代塑”、“以白代灰”等高档食品卡、纸杯原纸、涂布纸杯纸、防伪烟包、吸塑纸等新产品，满足特殊客户差异化需求。据卓创资讯数据显示，2021 年 3 月下旬白卡纸价格达到 1.1 万/吨历史高点后受到需求疲软、原材料成本上升等市场环境变化开始回落，全年白卡纸均价在 7397 元/吨，同比提升 23.12%，助力公司全年业绩大幅增长。

- **21Q4 单季业绩承压：**分季度来看，随着全球疫情的反复和大宗商品上涨等多重因素叠加，行业出现供需矛盾，下游厂家备货充裕，提前透支市场需求，21Q2 价格出现快速下跌，直到 7 月末白卡纸价格回落至 7000 元/吨，21Q3、Q4 在下游印刷包装行业景气度不佳、出口市场受阻、制造业出口订单量下滑的影响，白卡纸市场内需、外销均不足，纸价继续小幅下跌，临近年末白卡纸市场价格回归平稳。截止 12 月 31 日，白卡纸均价 6010 元/吨，同比下滑 15.6%。此外，原材料木浆价格全年冲高回落，但仍在高位震荡盘整，21Q4 阔叶浆与针叶浆价格同比上涨 21%、28%至 605 美元/吨、770 美元/吨。同时，Q4 运输成本大幅增加及大宗商品价格持续上涨，以秦皇岛动力煤为例，均价同比增长近 100%，环比增长 18%。综合来看，行业景气度下滑致白卡纸价格下跌以及成本增加，使得公司 Q4 业绩承压。截止 2 月 18 日，白卡纸价格较年初上涨 4%，同比下降 23%，展望 2022 年，原材料木浆价格或将继续高位震荡，以及运输、能源等成本增加，成本端有一定支撑，叠加白卡纸行业集中度高，纸价有望稳步提升。考虑到 21H1 纸价位于高点，预计 22H1 公司业绩仍将具有压力，静待 22H2 需求复苏带动公司盈利恢复。

- **龙头地位持续夯实，利好公司长期发展：**春节以来，由于海外需求较强，纸厂订单充足，叠加浆纸价格持续上行，多家纸企频发 3 月涨价函，其中白卡纸部分厂家提价 200 元/吨。公司与 APP 白卡纸合计产能市占率约 55%，随着未来 2 年江苏博汇 100 万吨白卡纸产能释放和 APP 金桂二期年

产 180 万吨高档纸板扩建项目试运行，公司收入规模及市占率将稳步提升，作为龙头议价能力继续增强。长期看，“以白代灰”、新版“限塑令”下白卡纸需求依然强劲，竞争格局持续优化，白卡纸价格中枢和吨盈水平有望提升。

盈利预测：随着限塑令持续推进，公司作为白卡纸龙头企业，中长期看，有望充分受益，但短期受需求疲软，价格反弹较慢等影响，我们下调 22、23 年盈利预测，预计 22、23 年实现净利 18.50 亿元、21.75 亿元（前值为 26.34 亿元、28.98 亿元），YOY 分别增 8.5%、17.6%，EPS 为 1.38 元、1.63 元，当前 A 股对应 PE 为 6.6 倍、5.6 倍，维持区间操作的投资建议。

- **风险提示：**价格竞争激烈，终端需求疲软等

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2019	2020	2021E	2022E	2023E
纯利（Net profit）	RMB 百万元	134	834	1,705	1,850	2,175
同比增减	%	-47.73%	523.51%	104.45%	8.52%	17.55%
每股盈余（EPS）	RMB 元	0.10	0.62	1.28	1.38	1.63
同比增减	%	-47.73%	523.51%	104.45%	8.52%	17.55%
A 股市盈率(P/E)	X	91.54	14.68	7.18	6.62	5.63
股利（DPS）	RMB 元	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
股息率（Yield）	%	0.38%	0.13%	0.22%	0.22%	0.22%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进（Strong Buy）	潜在上涨空间≥ 35%
买进（Buy）	15%≤潜在上涨空间<35%
区间操作（Trading Buy）	5%≤潜在上涨空间<15%
中立（Neutral）	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,739.80	13,982.10	16,276.12	17,636.96	19,084.10
经营成本	8,319.53	11,596.68	12,728.56	14,001.42	14,841.50
毛利	1,420.27	2,385.42	3,547.56	3,635.54	4,242.60
营业税金及附加	27.95	53.22	48.83	52.91	57.25
销售费用	400.74	36.66	162.76	176.37	286.26
管理费用	274.48	369.16	520.84	529.11	572.52
财务费用	511.74	571.03	162.76	176.37	190.84
资产减值损失	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
投资收益	15.22	8.70	15.00	15.00	15.00
营业利润	191.23	1,097.44	2,281.85	2,303.04	2,709.04
税前利润	141.60	1,092.89	2,274.53	2,313.04	2,719.04
所得税	7.83	258.81	569.31	462.61	543.81
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	133.77	834.07	1,705.22	1,850.43	2,175.23

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,968.49	2,662.50	3,993.75	4,792.50	7,188.75
应收账款	1,324.77	1,503.81	2,255.72	2,368.50	2,486.93
存货	1,021.89	619.51	929.27	975.73	1,024.51
流动资产合计	5,904.76	6,435.96	8,678.73	9,336.73	11,900.19
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	12,086.84	11,352.41	13,622.89	14,304.04	15,019.24
在建工程	92.32	400.66	420.69	441.73	463.81
非流动资产合计	230.71	223.19	234.35	246.07	258.37
资产总计	19,368.98	19,452.68	23,722.32	25,082.49	28,383.24
流动负债合计	10,198.46	10,543.39	12,993.41	12,381.70	13,378.36
非流动负债合计	3,898.55	2,822.69	2,963.82	3,112.02	3,267.62
负债合计	14,097.01	13,366.08	15,957.23	15,493.72	16,645.97
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	5,271.97	6,086.60	7,765.08	9,588.78	11,737.27
负债及股东权益合计	19,368.98	19,452.68	23,722.32	25,082.49	28,383.24

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动产生的现金流量净额	1,137.29	3,596.15	2,557.83	2,775.65	3,262.84
投资活动产生的现金流量净额	-1,523.35	-327.57	-294.81	-265.33	-238.80
筹资活动产生的现金流量净额	294.09	-3,252.31	-3,902.77	-4,683.33	-5,619.99
现金及现金等价物净增加额	-95.19	14.91	-1,639.76	-2,173.01	-2,595.95

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证益券(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)有限公司及其任何之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)有限公司及其任何之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。