

公司研究

白卡纸价下跌令四季度亏损，净出口改善有望提振上半年业绩

——博汇纸业（600966.SH）2021 年报点评

买入（首次）

当前价：8.72 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.37
总市值(亿元):	116.57
一年最低/最高(元):	8.65/18.36
近3月换手率:	47.87%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.72	-2.96	-31.08
绝对	-5.93	-15.09	-46.27

资料来源：Wind

要点

事件：

公司发布 2021 年年报，公司实现营收/归母净利润分别为 162.8/17.1 亿元，同比分别+16.4%/+104.5%；4Q2021 实现营收/归母净利润分别为 43.4/-2.1 亿元，营收同比-6.8%。2021 年公司实现净经营性现金流 36.4 亿元。

点评：

白卡纸价格持续下跌，令四季度出现亏损：2021 年，公司实现纸品销量 312.6 万吨，较 2020 年销量 311.7 万吨，同比+0.3%，2021 年公司的销售收入增长，主要来自于纸价上升驱动。分产品看，白卡纸/文化纸/箱板纸分别实现营收 125.1/15.7/15.9 亿元，同比+13.6%/+61.2%/+20.9%，其中白卡纸占整体营收比重达到 76.8%。根据卓创咨询，2021 年白卡纸均价为 7430 元/吨，同比+23.7%，因此白卡纸均价大幅上涨是拉动公司营收增长的核心驱动力。根据卓创咨询，1Q/2Q/3Q/4Q2021，白卡纸均价分别为 8422/9107/6169/6019 元/吨，同比 2020 年各个季度的变化幅度分别为+42.2%/65%/6.3%/-11.2%，白卡纸价格在 4Q2021 出现同比下滑，导致 4Q2021 公司营收出现负增长，同时因白卡价格不断环比下跌，以及能源成本上涨，令博汇利润端于 4Q2021 出现亏损。1Q2022 白卡纸均价为 6115 元/吨，2022 年 4 月 14 日，白卡纸均价为 6450 元/吨，白卡纸价格已经较 4Q2021 有所提升，我们认为公司的基本面在 4Q2021 已经触底。

纸价下跌及能源成本上涨令毛利率下滑，财务费用大幅减少拉低期间费用率：2021 年公司毛利率为 22.9%，同比+5.8pcts。分产品看，白卡纸/文化纸/箱板纸毛利率分别为 28.2%/4.8%/3.1%，同比+5.9/+6.6/+6.4pcts，白卡纸价格上涨是拉动毛利率上升的核心驱动力。

期间费用率方面，2021 年为 8.2%，同比-0.8pcts，其中销售、管理、研发和财务费用率分别为：0.4%/3.3%/3.4%/1.0%，同比+0.1/+0.7/+1.4/-3.1pcts，管理费用率增加源自于公司对管理层加大激励力度，令薪酬上升，研发费用率上升则因公司增加研发投入，提升竞争力；财务费用率大幅降低，是公司管理层优化财务结构，降低负债水平的结果，2021 年公司的资产负债率由 2020 年的 68.7%降至 63.5%。

进出口改善，提振行业景气度，以纸代塑助力白卡远期成长前景：今年 1-2 月，受益于海外，尤其欧洲能源成本上升，以及需求恢复，国内白卡纸呈现良好的出口势头。根据海关数据，1-2 月，国内白卡纸和白板纸合计净出口 45.5 万吨，较去年同期增加 32.6 万吨，接近于 2021 年国内白卡和白板纸出口总和 97.9 万吨的 50%，改善势头极为显著，有效地提振了国内白卡纸行业的景气度，虽然 1Q2022 白卡纸均价为 6115 元/吨，环比 4Q2021 只提升近 100 元/吨，但年后白卡纸价格加速上行，目前已经达到 6450 元/吨，有望助力公司 2022 上半年业绩环比改善。

我们认为 4Q2021 和 1Q2022，太阳纸业母公司和博汇纸业母公司 APP 集团分别投建 90 万吨白卡纸产能，以及 APP 计划在 2022 年下半年投建第二条 90 万吨白卡纸机，将不可避免造成行业短期陷入供给过剩的状态，但以纸代塑以及内循环，将有效驱动白卡纸远期的成长前景，我们中长期仍然看好白卡纸赛道。

回购彰显公司管理层对博汇纸业中长期发展的自信：2021年3月31日，公司发布公告，用不低于人民币10亿元，不超过人民币20亿元的自有资金及自筹资金，以不超过24.97元/股的价格回购公司股票，用于实施员工持股计划或股权激励。截至2022年3月31日，公司累计耗用资金6.59亿元，回购5367万股，平均回购价为12.28元/股，公司仍需至少回购3.41亿元，我们认为大金额回购对管理层构成强激励，同时亦彰显管理层对博汇纸业中长期发展的自信。

基本面有望在1Q2022迎来拐点，PB低于历史均值，给予“买入”评级：我们预计公司2022-2024年EPS分别为0.96/1.19/1.46元，当前股价对应PE分别为9/7/6倍。根据WIND数据，2017年至今，博汇纸业历史PB(MRQ)均值为1.8倍，目前公司PB为1.6倍(MRQ)，已经低于历史均值，并且1Q2022，公司基本面有望受益于出口景气提升，盈利迎来拐点，同时随着后续国家稳增长政策显露效果，宏观经济上行将带动整个造纸板块景气回暖，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：国内宏观经济低于预期，木浆和动力煤价格上涨超预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,982	16,276	18,639	20,313	24,021
营业收入增长率	43.56%	16.41%	14.52%	8.98%	18.26%
净利润(百万元)	834	1,706	1,285	1,595	1,956
净利润增长率	523.50%	104.50%	-24.65%	24.09%	22.66%
EPS(元)	0.62	1.28	0.96	1.19	1.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.70%	23.47%	15.68%	16.71%	17.47%
P/E	14	7	9	7	6
P/B	1.9	1.6	1.4	1.2	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-04-15

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	13,982	16,276	18,639	20,313	24,021
营业成本	11,597	12,544	15,364	16,474	19,463
折旧和摊销	788	738	676	721	785
税金及附加	53	78	89	98	115
销售费用	37	64	75	81	96
管理费用	369	539	615	670	793
研发费用	280	556	615	670	793
财务费用	571	169	187	232	195
投资收益	9	-60	0	0	0
营业利润	1,097	2,254	1,691	2,099	2,574
利润总额	1,093	2,242	1,691	2,099	2,574
所得税	259	536	406	504	618
净利润	834	1,706	1,285	1,595	1,956
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	834	1,706	1,285	1,595	1,956
EPS(元)	0.62	1.28	0.96	1.19	1.46

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,596	3,645	2,782	2,660	3,587
净利润	834	1,706	1,285	1,595	1,956
折旧摊销	788	738	676	721	785
净营运资金增加	-1,590	765	-37	205	54
其他	3,564	436	857	139	792
投资活动产生现金流	-328	-307	-936	-1,525	-2,300
净资本支出	-336	-302	-900	-1,200	-2,000
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	9	-6	-36	-325	-300
融资活动现金流	-3,252	-3,092	-1,607	-817	-582
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-2,123	-1,351	-1,064	-342	-84
无息负债变化	1,392	632	861	537	1,401
净现金流	15	244	239	318	705

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	17.1%	22.9%	17.6%	18.9%	19.0%
EBITDA 率	17.6%	20.1%	13.9%	15.0%	14.8%
EBIT 率	11.9%	15.5%	10.2%	11.5%	11.6%
税前净利润率	7.8%	13.8%	9.1%	10.3%	10.7%
归母净利润率	6.0%	10.5%	6.9%	7.9%	8.1%
ROA	4.3%	8.6%	6.2%	7.2%	7.8%
ROE (摊薄)	13.7%	23.5%	15.7%	16.7%	17.5%
经营性 ROIC	9.9%	15.1%	11.3%	12.9%	13.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	69%	64%	60%	57%	55%
流动比率	0.61	0.72	0.79	0.85	0.88
速动比率	0.47	0.51	0.56	0.60	0.62
归母权益/有息债务	0.85	1.26	1.74	2.18	2.61
有形资产/有息债务	2.66	3.36	4.22	4.81	5.49

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	19,453	19,914	20,640	22,187	25,157
货币资金	2,663	3,302	3,541	3,859	4,564
交易性金融资产	179	56	10	10	10
应收账款	620	642	738	800	942
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	218	218	242	406	480
存货	1,504	2,095	2,295	2,461	2,910
其他流动资产	829	627	627	627	627
流动资产合计	6,436	7,310	7,899	8,642	10,097
其他权益工具	2	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	11,352	10,292	10,023	9,830	9,870
在建工程	401	931	961	1,141	1,643
无形资产	223	272	663	1,045	1,519
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	645	797	797	797	797
非流动资产合计	13,017	12,604	12,741	13,545	15,060
总负债	13,366	12,647	12,444	12,640	13,957
短期借款	3,437	3,240	3,027	2,686	2,602
应付账款	2,088	2,228	2,766	2,965	3,503
应付票据	2,877	2,375	3,073	3,295	3,893
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	211	194	265	315	426
流动负债合计	10,543	10,202	10,022	10,218	11,535
长期借款	2,580	1,596	1,596	1,596	1,596
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	16	16	16	16
非流动负债合计	2,823	2,445	2,422	2,422	2,422
股东权益	6,087	7,267	8,196	9,547	11,200
股本	1,337	1,337	1,337	1,337	1,337
公积金	1,566	1,568	1,696	1,856	2,002
未分配利润	3,185	4,722	5,523	6,714	8,222
归属母公司权益	6,087	7,267	8,196	9,547	11,200
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.26%	0.39%	0.40%	0.40%	0.40%
管理费用率	2.64%	3.31%	3.30%	3.30%	3.30%
财务费用率	4.08%	1.04%	1.00%	1.14%	0.81%
研发费用率	2.00%	3.42%	3.30%	3.30%	3.30%
所得税率	24%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.13	0.27	0.18	0.23	0.28
每股经营现金流	2.69	2.73	2.08	1.99	2.68
每股净资产	4.55	5.44	6.13	7.14	8.38
每股销售收入	10.46	12.18	13.94	15.19	17.97

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	14	7	9	7	6
PB	1.9	1.6	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	7.5	5.2	6.3	5.2	4.4
股息率	1.4%	3.0%	2.1%	2.6%	3.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE