开源证券

博汇纸业（600966.SH）

2022 年 04 月 18 日

2021 全年业绩靓丽，看好短期盈利能力边际修复

——公司信息更新报告

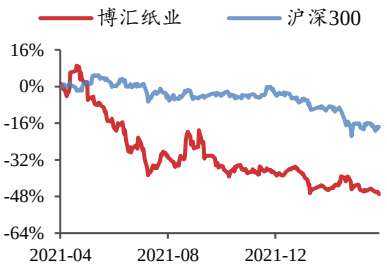
吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）
zhoujiale@kysec.cn
证书编号：S0790522030002

投资评级：买入（维持）

日期	2022/4/15
当前股价(元)	8.72
一年最高最低(元)	18.52/8.65
总市值(亿元)	116.57
流通市值(亿元)	116.57
总股本(亿股)	13.37
流通股本(亿股)	13.37
近 3 个月换手率(%)	46.95

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-2021Q3 业绩符合预期，看好白卡龙头长期成长》-2021.10.29

《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

● **2021 全年业绩靓丽，看好短期盈利能力边际修复，维持“买入”评级**

2021 年公司实现营收 162.76 亿元(+16.41%)，归母净利润 17.06 亿元(+104.50%)，扣非归母净利润 17.13 亿元（+108.37%），全年业绩高速增长主要系在“禁塑”和“禁废”的政策利好叠加消费升级影响下，公司加大研发新产品把握行业红利，2021H1 产销两旺，贡献全年 89%的业绩。2021Q4 收入 43.40 亿元（-6.76%），归母净利润-2.11 亿元（-168.84%），扣非归母净利润-2.10 亿元（-168.94%），单季度业绩明显下滑主要系市场需求疲弱，产能集中释放下产品价格下行，同时大宗商品价格上涨抬升生产成本。2021Q4 业绩承压，下调盈利预测，并新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润 13.51/16.12/19.72 亿元(2022-2023 年原为 25.52/27.21 亿元)，对应 EPS 为 1.01/1.21/1.47 元，当前股价对应 PE 为 8.6/7.2/5.9 倍，看好短期盈利能力边际修复，维持“买入”评级。

● **收入拆分：白卡纸增长稳健，文化纸和箱板纸增长较快**

分产品看，2021 年公司白卡纸/文化纸/石膏护面纸/箱板纸收入分别为 125.08 亿（+13.63%）、15.74 亿元（+61.12%）、5.25 亿元（-8.35%）、15.90 亿元（+20.90%），白卡纸增长稳健，收入贡献为 76.85%，2021 全年白卡纸价格增幅较大，拉升整体收入规模；文化纸和箱板纸增长快速，收入占比分别提升至 9.67%、9.77%。

● **2021H2“价格-成本”剪刀差效应增强，毛利率和净利率前高后低**

2021 年毛利率和净利率前高后低，主因 2021H2 供需走阔，原料成本上涨，白卡纸价走弱。毛利率：2021 年公司毛利率为 22.93%（+5.87pct）,2021Q4 毛利率为 3.50%，同比-11.16pct，环比-18.31pct。**费用率：**2021 公司年期间费用率为 8.16%（-0.83pct），改善较明显，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.13/+0.67/-3.04/+1.42pct 至 0.39%/3.31%/1.04%/3.42%。**净利率：**2021 年公司净利率为 10.48%(+4.51pct)，2021Q4 净利率为-4.86%，同比-11.45pct，环比-15.1pct。2022Q1 下游/海外需求增强，白卡纸吨盈利环比改善，公司盈利能力有望修复。

● **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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,982	16,276	18,669	20,358	24,025
YOY(%)	43.6	16.4	14.7	9.1	18.0
归母净利润(百万元)	834	1,706	1,351	1,612	1,972
YOY(%)	523.5	104.5	-20.8	19.3	22.3
毛利率(%)	17.1	22.9	17.8	19.1	19.4
净利率(%)	6.0	10.5	7.2	7.9	8.2
ROE(%)	13.7	23.5	16.4	16.6	17.1
EPS(摊薄/元)	0.62	1.28	1.01	1.21	1.47
P/E(倍)	14.0	6.8	8.6	7.2	5.9
P/B(倍)	1.9	1.6	1.4	1.2	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6436	7310	9817	8553	11891
现金	2663	3302	5197	3965	5880
应收票据及应收账款	620	642	805	773	1089
其他应收款	218	218	282	263	381
预付账款	424	368	540	450	719
存货	1504	2095	2308	2417	3138
其他流动资产	1008	685	685	685	685
非流动资产	13017	12604	12647	13625	16040
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	11352	10292	10149	11066	13426
无形资产	223	272	279	279	273
其他非流动资产	1441	2040	2219	2281	2342
资产总计	19453	19914	22464	22179	27932
流动负债	10543	10202	12069	10474	14420
短期借款	3437	3240	3240	3240	3240
应付票据及应付账款	4964	4603	7101	5461	9309
其他流动负债	2142	2359	1727	1773	1870
非流动负债	2823	2445	2132	1972	1981
长期借款	2580	1596	1283	1123	1132
其他非流动负债	243	849	849	849	849
负债合计	13366	12647	14201	12446	16400
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1337	1337	1337	1337	1337
资本公积	1333	1333	1333	1333	1333
留存收益	3418	4957	6082	7393	8987
归属母公司股东权益	6087	7267	8262	9732	11532
负债和股东权益	19453	19914	22464	22179	27932

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	13982	16276	18669	20358	24025
营业成本	11597	12544	15346	16470	19364
营业税金及附加	53	78	73	78	98
营业费用	37	64	75	102	96
管理费用	369	539	635	753	889
研发费用	280	556	635	713	793
财务费用	571	169	241	252	270
资产减值损失	-9	-17	0	0	0
其他收益	11	12	0	0	0
公允价值变动收益	10	1	-0	-0	3
投资净收益	9	-60	-9	-11	-18
资产处置收益	-1	-14	0	0	0
营业利润	1097	2254	1656	1979	2500
营业外收入	3	3	2	2	2
营业外支出	7	15	19	23	16
利润总额	1093	2242	1639	1958	2486
所得税	259	536	287	346	515
净利润	834	1706	1351	1612	1972
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	834	1706	1351	1612	1972
EBITDA	2174	3194	2427	2798	3467
EPS(元)	0.62	1.28	1.01	1.21	1.47

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	43.6	16.4	14.7	9.1	18.0
营业利润(%)	473.9	105.4	-26.5	19.5	26.3
归属于母公司净利润(%)	523.5	104.5	-20.8	19.3	22.3
获利能力					
毛利率(%)	17.1	22.9	17.8	19.1	19.4
净利率(%)	6.0	10.5	7.2	7.9	8.2
ROE(%)	13.7	23.5	16.4	16.6	17.1
ROIC(%)	7.9	13.4	10.4	11.1	11.9
偿债能力					
资产负债率(%)	68.7	63.5	63.2	56.1	58.7
净负债比率(%)	77.1	45.5	5.7	16.3	-2.0
流动比率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	17.0	25.8	25.8	25.8	25.8
应付账款周转率	2.8	2.6	2.6	2.6	2.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.62	1.28	1.01	1.21	1.47
每股经营现金流(最新摊薄)	2.69	2.73	3.11	0.76	4.18
每股净资产(最新摊薄)	4.55	5.44	6.18	7.28	8.63
估值比率					
P/E	14.0	6.8	8.6	7.2	5.9
P/B	1.9	1.6	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	7.4	4.7	5.0	4.7	3.3

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3596	3645	4158	1013	5582
净利润	834	1706	1351	1612	1972
折旧摊销	782	750	672	741	895
财务费用	571	169	241	252	270
投资损失	-9	60	9	11	18
营运资金变动	1503	742	1884	-1604	2431
其他经营现金流	-86	218	0	0	-3
投资活动现金流	-328	-307	-724	-1731	-3325
资本支出	337	308	43	979	2415
长期投资	0	-14	0	0	0
其他投资现金流	9	-13	-681	-752	-910
筹资活动现金流	-3252	-3092	-1539	-514	-341
短期借款	-1738	-196	0	0	0
长期借款	-345	-984	-313	-160	8
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	-1170	-1912	-1227	-354	-350
现金净增加额	15	244	1895	-1232	1916

数据来源：聚源、开源证券研究所

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