

博汇纸业(600966)

点评报告

行业公司研究——造纸 II 行业

证券研究报告

# 20 年费用摊销略有拖累，21 年盈利具有向上弹性

## ——博汇纸业点评报告

✍ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008  
 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002  
 ☎ 联系人：傅嘉成、姜文镗  
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

### 报告导读

20 年业绩预增公告：四季度归母净利润区间为 2.94-3.21 亿元，同比增速 8931.5%-9744.4%，环比增速 13.0%-23.4%；扣非归母净利润区间为 2.96-3.23 亿元，同比增速 597.6%-661.4%，环比增速 16.5%-27.2%。全年利润 8.22-8.49 亿元，符合预期。

定增预案：公司募集资金不超过 50 亿元，发行股票不超过公司发行前总股本的 30%，主要用于绿色环保能源综合利用项目、数字化转型项目、高档包装纸板 5 号机、6 号机生产线改造项目、化机浆配套废液综合利用项目和偿还银行贷款。发行前，公司实际控制人黄志源先生持有博汇纸业 48.84% 的股份，发行后控制股份比例下降至 37.57%，仍为实际控制人。

### 投资要点

#### □ 前期包袱逐步出清，行业景气延续&管理改善促 21 年盈利向上

12 月底白卡纸价格 7129 元/吨，较 5 月低点上涨约 2000 元/吨，主要系行业供需格局&竞争格局优异。预期 20Q4 公司白卡销量约 60-65 吨，吨盈利约 500 元/吨，明显低于行业白卡龙头公司，主要系 APP 收购博汇后从纸机、环保、财务等各方面改善，费用开支大幅增加。21 年前期包袱基本出清，APP 管理团队入驻后职能分工明晰，新的组织架构赋予博汇新的活力，通过内部的人才培养、信息化系统升级，木浆关联采购、纸机效率提升等静态管理改善增厚盈利。预期 21 年公司享受价格提涨&管理改善共振，盈利逐季向上趋势确立。

#### □ 定增短期摊薄 EPS，中长期夯实基本功、健康成长

公司定增项目主要包括绿色环保能源综合利用项目（6 亿）、数字化转型项目（13 亿）、高档包装纸板 5 号机及 6 号机生产线改造项目（6 亿）、化机浆配套废液综合利用项目（10 亿）以及偿还银行贷款（15 亿）。短期来看，大额增发摊薄 EPS，或对股价造成阶段性冲击；中长期来看，定增有助于提升纸机产量&环保能力&运营效率，同时降低负债率，一方面增厚利润&夯实基本面，提升风险抵御能力，夯实中长期成长；另一方面有利于推进后续 APP 资产注入。

#### □ 白卡供需稳定有望延续至 2022 年，盈利稳定向上

目前白卡价格 7364 元/吨，较上周持续上涨 68 元/吨，主要系下游需求预期旺盛（富阳区白板纸纸企月底之前多数腾退）、大厂工厂及大商渠道库存健康（工厂库存不足 15 天，二盘库存低于 1 个月），短期预期价格仍有向上空间。2021 年考虑白卡纸需求进一步向好，APP 及太阳的新增产能落地较晚（APP 的 130 万吨预计 21 年年底投产、太阳纸业的 90 万吨预计 10-11 月投产）叠加 APP 宁波基地 60 万吨搬迁，预期 21 年全年行业供需格局稳定且提价趋势有望延至 22 年。

#### □ 盈利预测及估值

我们预计公司 20-22 年分别实现营收 144.2/ 191.0/ 198.6 亿元，同增 48.0%/ 32.5%

### 评级

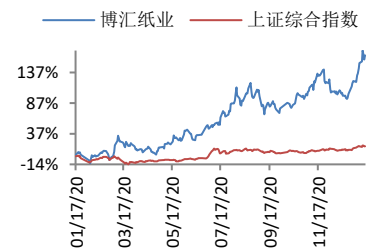
### 买入

上次评级 买入  
 当前价格 ¥ 17.85

### 单季度业绩

### 元/股

3Q/2020	0.19
2Q/2020	0.06
1Q/2020	0.14
4Q/2019	0.00



### 相关报告

- 1 《【浙商轻工】博汇纸业三季报点评：价格提涨&管理改善共振，盈利弹性有望释放 201101》2020.11.02
- 2 《【浙商轻工】博汇纸业：金光纸业管理层入驻，协同效应显现促盈利改善 201014》2020.10.14
- 3 《【浙商轻工】博汇纸业中报点评：中报表现符合预期，格局优化&需求改善促行业景气上行 200827》2020.08.27

报告撰写人：史凡可、马莉  
 联系人：傅嘉成、姜文镗

/4.0%；归母净利润 8.36 /20.6 /21.7 亿元，同增 525.0% /146.3% /5.2%；对应当前市值 20-22 年 PE 为 28.5X/ 11.6X/ 11.0X，虽然短期可能受到定增摊薄制约，不改中长期成长逻辑，给予“买入”评级。

#### □ 风险提示

定增摊薄 EPS、纸价提涨低于预期、原材料价格上涨、行业产能超预期释放

#### 财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	9739.80	14417.33	19099.77	19861.98
(+/-)	16.79%	48.02%	32.48%	3.99%
净利润	133.77	836.07	2059.02	2165.49
(+/-)	-47.73%	525.00%	146.27%	5.17%
每股收益(元)	0.10	0.63	1.54	1.62
P/E	178.38	28.54	11.59	11.02

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	5905	8710	9010	9782	<b>营业收入</b>	9740	14417	19100	19862
现金	1968	1685	1853	1819	营业成本	8320	11867	14826	15397
交易性金融资产	69	23	31	41	营业税金及附加	28	60	71	71
应收账款	1022	2895	3228	3143	营业费用	401	473	626	653
其它应收款	204	275	428	413	管理费用	282	453	602	625
预付账款	188	293	359	367	研发费用	7	11	15	15
存货	1325	2998	2403	3206	财务费用	512	576	568	582
其他	1128	542	709	793	资产减值损失	71	(3)	(3)	(3)
<b>非流动资产</b>	13464	15067	17087	19905	公允价值变动损益	(11)	(11)	(11)	(11)
金额资产类	0	34	28	21	投资净收益	15	15	15	15
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	5	12	9	9
固定资产	12087	13507	15701	18455	<b>营业利润</b>	191	1008	2422	2548
无形资产	231	233	223	199	营业外收支	(50)	0	0	(0)
在建工程	92	74	59	47	<b>利润总额</b>	142	1008	2422	2548
其他	1054	1220	1076	1183	所得税	8	172	363	382
<b>资产总计</b>	19369	23778	26097	29687	<b>净利润</b>	134	836	2059	2165
<b>流动负债</b>	10198	14093	14150	15603	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	5174	7802	5664	7270	<b>归属母公司净利润</b>	134	836	2059	2165
应付款项	3371	4841	6762	6515	<b>EBITDA</b>	1227	2429	4001	4347
预收账款	291	336	482	519	<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.10	0.63	1.54	1.62
其他	1362	1114	1241	1299	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	3899	3577	3780	3752		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	2925	2925	2925	2925	<b>成长能力</b>				
其他	974	652	855	827	营业收入	16.79%	48.02%	32.48%	3.99%
<b>负债合计</b>	14097	17670	17930	19354	营业利润	-38.42%	426.85%	140.41%	5.19%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	-47.73%	525.00%	146.27%	5.17%
归属母公司股东权益	5272	6108	8167	10333	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	19369	23778	26097	29687	毛利率	14.58%	17.69%	22.38%	22.48%
					净利率	1.37%	5.80%	10.78%	10.90%
					ROE	2.57%	14.69%	28.85%	23.41%
					ROIC	3.60%	7.33%	14.15%	12.49%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	72.78%	74.31%	68.70%	65.20%
					净负债比率	65.70%	65.24%	52.98%	57.62%
					流动比率	0.58	0.62	0.64	0.63
					速动比率	0.45	0.41	0.47	0.42
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.51	0.67	0.77	0.71
					应收帐款周转率	9.84	11.27	10.54	9.46
					应付帐款周转率	5.21	6.05	5.72	5.11
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.10	0.63	1.54	1.62
					每股经营现金	0.85	0.26	4.46	2.12
					每股净资产	3.94	4.57	6.11	7.73
					<b>估值比率</b>				
					P/E	178.38	28.54	11.59	11.02
					P/B	4.53	3.91	2.92	2.31
					EV/EBITDA	12.45	14.13	8.08	7.81

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1137	344	5963	2835
净利润	134	836	2059	2165
折旧摊销	637	840	999	1206
财务费用	512	576	568	582
投资损失	(15)	(15)	(15)	(15)
营运资金变动	(370)	(155)	1570	(222)
其它	240	(1738)	782	(882)
<b>投资活动现金流</b>	(1523)	(2316)	(3189)	(3930)
资本支出	(967)	(2274)	(3208)	(3964)
长期投资	123	(85)	15	18
其他	(680)	42	3	16
<b>筹资活动现金流</b>	294	1697	(2597)	1069
短期借款	1103	2628	(2138)	1606
长期借款	(387)	0	0	0
其他	(422)	(931)	(459)	(537)
<b>现金净增加额</b>	(92)	(275)	176	(26)

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>