

2020年8月27日

张楠
H70294@capital.com.tw
目标价(元) 15.3

公司基本信息

產業別	轻工制造		
A 股价(2020/8/26)	13.31		
上证指数(2020/8/26)	3329.74		
股價 12 個月高/低	15.22/3.75		
總發行股數(百萬)	1336.84		
A 股數(百萬)	1336.84		
A 市值(億元)	177.93		
主要股東	山东博汇集团 有限公司 (28.84%)		
每股淨值(元)	4.14		
股價/賬面淨值	3.21		
股價漲跌(%)	一个月	三个月	一年
	13.8	38.6	234.2

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2020-7-1	10.15	买进

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	6.62%
一般法人	50.12%

股价相对大盘走势



博汇纸业(600966.SH)

BUY 买进

新产能释放促销量增长，龙头整合提升盈利能力

結論與建議：

- **事件**：公司发布 2020 年半年报业绩：2020 年上半年实现营收 57.33 亿元，同比增长 42%，归母净利 2.67 亿元，同比增 103%，扣非净利润为 2.63 亿元，同比增 109%，毛利率同比提升 2.78pct 至 17.5%，业绩略超预期。其中 2Q 实现营收 31.27 亿元，同比增 67%，归母净利 0.82 亿元，同比增 782%。
- **新增产能释放推动业绩增长**：随着 2019 年三季度 100 万吨箱板瓦楞纸及 75 万吨白卡纸产能陆续投产，2020 年上半年公司共生产机制纸 137.16 万吨，销售机制纸 130.48 万吨，产销量较去年同比上升 50%、38%，带动营收和净利同比提升 42%、103%。公司目前白卡纸产能 215 万吨，箱板瓦楞纸产能 133 万吨左右，文化纸 25 万吨，此外，公司本部投建的 45 万吨高档信息纸预计 2021 年投产，公司总产能将达到 420 万吨。产能的逐步释放，预计 2020 年三季度营收、净利仍将持续增长。
- **供需优化，白卡纸盈利有望持续提升**：在疫情的冲击下，终端需求不振，包装纸价格 2Q 出现回落，随着疫情防控的好转，下游需求得到一定恢复，尤其“618”电商大促以及端午需求的小幅带动，纸厂库存有所下降，规模纸厂涨价意愿强烈。此外，白卡纸行业目前开工率为 80% 以上，已接近 2017 年景气高点时的开工率。截止 8 月 21 日，白卡纸较 5 月低点上涨 14% 至 5693 元/吨，箱板纸上涨 20% 至 4493 元/吨。另外，新版“限塑令”落地提速叠加环保政策趋严下，低端白板纸逐渐退出以及消费升级驱动高档包装需求增加，白卡纸供需结构有望持续改善。下半年随着经济的逐步恢复，公司库存下行叠加旺季来临，市场需求、纸价将开始双双回升。值得注意的是，8 月 19 日，APP 发布涨价函，宣布自 9 月 1 日起对白卡纸提价 500 元/吨，此轮提价是自 APP 宣布收购博汇后首次大幅提价。随后，晨鸣、博汇、万国太阳纷纷发布提价函跟随提价，持续看好提价动力。
- **费用管控良好**：2020 年上半年公司费用率同比提升 0.5pct 至 11.2%，其中销售费用率同比下滑 0.14pct 至 3.3%，研发费用率同比下滑 0.07pct 至 0.04%，管理费用率同比下滑 0.06pct 至 2.6%，财务费用率略有提升，同比增长 0.76pct 至 5.3%。随着 APP 通过反垄断审查，收购有望加速推进，后续公司将在原料成本、生产效能、费用管控等方面存在较大提升空间。
- **盈利预测**：预计 20、21 年实现净利 9.34 亿元、12.4 亿元，YOY 分别增 598%、33%，EPS 为 0.7 元、0.93 元，当前 A 股对应 PE 为 19 倍、14 倍。随着收购的完成，短期看有利于成本端的持续改善，后续随着 APP 相关资产注入预期的进一步推进，看好公司估值存持续上行空间，给予“买进”评级。
- **风险提示**：收购进度不及预期、价格竞争激烈，终端需求疲软等。

..... 接續下頁.....

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	856.14	255.94	133.77	934.20	1,244.33
同比增减	%	325.26%	-70.11%	-47.73%	598.36%	33.20%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.64	0.19	0.10	0.70	0.93
同比增减	%	325.26%	-70.11%	-47.73%	598.36%	33.20%
A 股市盈率(P/E)	X	9.24	16.30	53.07	19.05	14.30
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.64%	0.38%	0.15%	0.15%

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進 (Strong Buy)	潜在上漲空間 \geq 35%
買進 (Buy)	15% \leq 潜在上漲空間 < 35%
區間操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上漲空間 < 15%
中立 (Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
營業收入	8,954.81	8,339.44	9,739.80	14,532.41	17,516.64
經營成本	6,803.12	7,001.82	8,319.53	11,730.54	14,076.64
毛利	2,151.69	1,337.62	1,420.27	2,801.88	3,440.00
營業稅金及附加	49.29	34.52	27.95	42.14	52.55
銷售費用	464.03	330.59	400.74	610.36	700.67
管理費用	140.73	169.53	274.48	406.91	437.92
財務費用	331.73	464.92	511.74	581.30	700.67
資產減值損失	6.41	0.00	0.00	0.00	20.00
投資收益	0.00	1.74	15.22	20.00	15.00
營業利潤	1,165.40	310.53	191.23	1,129.54	1,489.19
稅前利潤	1,155.07	308.58	141.60	1,125.54	1,499.19
所得稅	281.05	52.58	7.83	191.34	254.86
少數股東權益	17.89	0.06	0.00	0.00	0.00
淨利潤	856.14	255.94	133.77	934.20	1,244.33

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
货币资金	1,163.83	1,947.38	1,968.49	2,234.05	3,148.95
应收账款	1,621.52	1,705.83	1,324.77	1,391.01	1,460.56
存货	2,652.34	1,678.48	1,021.89	1,072.98	1,126.63
流动资产合计	5,737.43	6,192.18	5,904.76	6,298.04	7,236.14
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	4,819.61	5,677.38	12,086.84	12,691.18	13,325.74
在建工程	771.94	5,535.15	92.32	96.94	101.78
非流动资产合计	243.10	279.93	230.71	242.25	254.36
资产总计	13,349.21	18,488.25	19,368.98	20,086.16	21,663.66
流动负债合计	7,364.54	9,097.47	10,198.46	9,813.25	9,968.49
非流动负债合计	1,019.69	4,252.50	3,898.55	4,093.48	4,298.15
负债合计	8,384.23	13,349.97	14,097.01	13,906.72	14,266.64
少数股东权益	(1.45)	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	4,964.98	5,138.28	5,271.97	6,179.43	7,397.02
负债及股东权益合计	13,349.21	18,488.25	19,368.98	20,086.16	21,663.66

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	1,286.28	1,073.13	1,137.29	1,401.30	1,866.49
投资活动产生的现金流量净额	-1,235.90	-2,310.18	-1,523.35	-1,371.02	-1,233.91
筹资活动产生的现金流量净额	-59.55	1,253.43	294.09	235.27	282.33
现金及现金等价物净增加额	-10.17	15.12	-95.19	265.56	914.90

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益证券(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)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @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j @。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。