

## 轻工制造

2021年02月05日

## 博汇纸业 (600966)

——江苏基地进一步扩产，构筑公司成长性

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：		2021年02月04日
收盘价(元)		17.97
一年内最高/最低(元)		18.88/6.31
市净率		4.2
息率(分红/股价)		-
流通A股市值(百万元)		24023
上证指数/深证成指		3501.86/15105.94

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：		2020年09月30日
每股净资产(元)		4.32
资产负债率%		70.57
总股本/流通A股(百万)		1337/1337
流通B股/H股(百万)		-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 关研究

《博汇纸业(600966)点评：2020年三季报点评：白卡盈利大幅复苏，单季度毛利创新高，上调盈利预测》 2020/11/01

## 证券分析师

柴程森 A0230520070004  
chaics@swsresearch.com  
屠亦婷 A0230512080003  
tuyt@swsresearch.com  
周海晨 A0230511040036  
zhouhc@swsresearch.com  
周迅 A0230520070001  
zhouxun@swsresearch.com

## 研究支持

黄莎 A0230121010003  
huanqsha@swsresearch.com

## 联系人

丁智艳  
(8621)23297818×7580  
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- **公司公告拟建设江苏基地三期 100 万吨白卡项目。**控股子公司江苏博汇拟投资建设三期年产 100 万吨高档包装纸板及其配套项目，建设周期 2 年，项目总投资 38.33 亿元，资金由江苏博汇通过自有或自筹方式解决。
- **依托于存量产能的开工率提升与新产能投放，公司产量将稳步增长。**公司当前存量白卡纸产能 215 万吨，其中江苏博汇现有产能 150 万吨，伴随金光纸业管理入驻，公司定增募集资金，进行纸机技改、数字化转型、配套环保项目投入，对比金光纸业，2019 年金光纸业白卡纸开工率 129%，公司当前产能利用有望进一步提升。带动 2021-2022 年白卡纸产量稳步增长。新增江苏基地 100 万吨建设周期 2 年，有望在 2023-2024 年投放，带动公司产量增长新动力，构筑公司成长属性。
- **浆价持续上涨，带动纸价持续上涨，行业景气度继续上行。**浆价持续新高，带动浆纸系持续提价。白卡纸行业四大龙头（金光纸业、博汇纸业、晨鸣纸业和万国太阳）于 1 月底发布 2 月、3 月提价函，分别进一步提价 500 元/吨，纸厂将成本上行压力传导至产品定价，行业盈利有望进一步改善。
- **公司董监高顺利换届，关注后续管理改善兑现。**2020 年 9 月公司完成要约收购，10 月完成董监高换届，金光纸业龚神佑将出任公司董事长，公司新一届董事会四位非独立董事均来自金光纸业，拥有多年造纸行业经验；其中非独立董事林新阳将出任公司总经理，后续可关注公司采购成本、纸机效率、费用管控方面的改善。
- **博汇纸业作为纯正白卡纸标的，行业盈利改善，盈利弹性最强；金光纸业入主，关注管理改善。**收购落地，金光纸业成博汇纸业实际控制人，管理层完成换届；金光职业经理人文化成熟，运营管理经验赋能博汇纸业，进一步发挥协同效应。我们认为 2020-2022 年将是白卡纸行业景气度逐步上行的周期，白卡提价超预期，根据公司业绩预告，调整 2020 年归母净利润预测至 8.28 亿，持续提价，上调 2021-2022 年归母净利润的盈利预测至 22.90 亿元和 26.66 亿元（原为 18.01 亿和 21.64 亿元），当前市值对应 2021-2022 年 PE 估值为 10.5 倍和 9.0 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业新产能密集投放的风险；新冠肺炎疫情反复对需求的影响。

## 财务数据及盈利预测

	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	9,740	9,327	13,891	18,911	20,424
同比增长率(%)	16.8	43.4	42.6	36.1	8.0
归母净利润(百万元)	134	527	828	2,290	2,666
同比增长率(%)	-47.7	284.7	519.3	176.5	16.4
每股收益(元/股)	0.10	0.39	0.62	1.71	1.99
毛利率(%)	14.6	18.3	19.3	24.6	25.2
ROE(%)	2.5	9.1	13.6	27.6	24.8
市盈率	180		29	11	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,339	9,740	13,891	18,911	20,424
其中: 营业收入	8,339	9,740	13,891	18,911	20,424
减: 营业成本	7,002	8,320	11,207	14,260	15,273
减: 税金及附加	35	28	42	57	61
主营业务利润	1,303	1,392	2,642	4,594	5,090
减: 销售费用	331	401	570	738	797
减: 管理费用	170	274	417	567	613
减: 研发费用	6	7	14	19	20
减: 财务费用	465	512	541	438	357
经营性利润	332	198	1,100	2,832	3,303
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	-13	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-18	-3	0	0	0
加: 投资收益及其他	-3	9	30	29	28
营业利润	311	191	1,131	2,862	3,331
加: 营业外净收入	-2	-50	-99	-3	-3
利润总额	309	142	1,032	2,859	3,328
减: 所得税	53	8	203	569	663
净利润	256	134	828	2,290	2,666
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	256	134	828	2,290	2,666
全面摊薄总股本	1,337	1,337	1,337	1,337	1,337
每股收益 (元)	0.19	0.10	0.62	1.71	1.99

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	<a href="mailto:chentao1@swsresearch.com">chentao1@swsresearch.com</a>
华北	李丹	010-66500631	<a href="mailto:lidan4@swsresearch.com">lidan4@swsresearch.com</a>
华南	陈左茜	755-23832751	<a href="mailto:chenzuoxi@swsresearch.com">chenzuoxi@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；  
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；  
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；  
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；  
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；  
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。