

博汇纸业(600966)

报告日期: 2023年04月21日

22A 成本高位承压, 成本下行&需求修复静待回暖

——博汇纸业点评报告

投资要点

基本事件

4月20日, 公司公布2022年及23Q1业绩: 2022年实现收入183.62亿元(+12.81%); 实现归母净利2.28亿元(-86.63%); 扣非净利润2.21亿元(-87.1%)。22Q4单季收入为45.16亿元(+4.06%), 归母净利润-3.85亿元, 扣非净利润-3.89亿元。23Q1单季收入为41.62亿元(+0.52%), 归母净利润-4.97亿元(-375.22%), 扣非净利润-5.48亿元(-412.75%)。

成本高位业绩承压, 22A收入正向增长

22A 营收保持增长, 外销成长亮眼。(1)分产品看, 22年白板纸/文化纸/石膏护面纸/箱板纸分别实现营收131.02/20.62/5.22/20.62亿元, 分别占比71.4%/11.2%/2.8%/11.2%, 同比分别+4.75%/+30.97%/-0.53%/+29.7%。(2)分地区看, 22年国内/国外分别实现营收160.00/17.47亿元, 同比分别+2.32%/+206.51%。海外能源危机、部分地区罢工、“限塑”等因素影响下, 公司抓出白纸板出口机遇, 海外销售实现逆势增长。(3)量价利拆分: 22A造纸总产量367.10万吨(同比+17.09%)总销量354.46万吨(同比+16.71%), 主要系产能优化支撑销量成长, 其中白板纸/文化纸/石膏护面纸/箱板纸销量分别为255.47/37.37/11.08/50.54万吨, 同比+13.43%/+12.49%/-9.25%/+21.61%, 吨售价5128.5/5516.9/4708.5/4079.6元, 同比-7.7%/-14.7%/+9.6%/+6.7%, 吨毛利699.0/419.3/612.5/109.3元, 同比-55.4%/+33.9%/+80.0%/-8.1%, 公司主要产品白纸板吨毛利下降主要系成本压力上涨、产品均价下降, 22年针叶浆/阔叶浆分别为952/757美元/吨, 同比+9.53%/+11.79%。我们预计23Q1公司产品销量90+万吨同比有所增长, 主要系22Q3新增45万吨高档信息纸产能带来较大销量贡献。价格端, 23Q1白卡纸/文化纸市场均价为5106/6694元/吨, 环比-3.65%/+0.47%, 白卡纸一季度下游需求淡季, 价格有所下降, 文化纸略有提价主要系党建、教辅教材资料需求提升。成本端, 23Q1以消化22Q4高价浆库存为主, 22Q4针叶浆/阔叶浆分别954美元/吨、828美元/吨, 同比分别+23.99%/+39.99%, 环比分别-2.82%/+4.42%, 预计成本环比提升。综合23Q1白卡纸价格承压&成本高位吨纸盈利受损。

浆价快速下跌&需求修复, 23年盈利底部回暖

静待需求复苏&成本下行, 23年盈利底部回暖。23Q1针叶浆、阔叶浆现货均价7068、5937元/吨, 环比-5.27%、-10.75%, 欧洲港口木浆累库海外需求衰退、国内纸厂预期浆价下行采购谨慎且终端需求较淡, 叠加Arauco及UPM产能有序投放市场, 供需矛盾扩大预计Q2浆价承压下行。“以白代灰”“限塑令”环保趋严, 白卡纸对于灰底白板纸、塑料制品的替代需求逐步增强; 白卡纸下游药品、香烟、食品、餐饮等需求恢复, 白卡纸高位库存有望逐季消化, 预计23年下半年传统旺季转入被动去库阶段, 同时白卡纸部分新增产能投放时间或有延后, 供给压力有望减轻, 需求回暖或可为纸价带来较强支撑, 综合判断23年业绩有望底部反弹。

费用管控良好, 利润率&现金流略承压

(1)利润率: 22A毛利率/净利率分别为11.65%/1.24%, 同比分别-11.28pct/-9.24pct, 22Q4/23Q1毛利率分别-2.32%/-4.60%, 同比分别-5.82pct/-19.52pct, 22Q4/23Q1净利率-8.52%/-11.94%, 同比分别-3.65pct/-16.31pct, 主要系22年及23Q1成本处于高位, 外加终端消费市场不利, 主要产品售价有所下滑所致。

(2)费用率: 22A期间费用率为9.50%(同比+1.34pct), 其中销售费用率/管理+研发费用率/财务费用率分别0.68%/7.07%/1.75%, 同比+0.29pct/+0.35pct/+0.71pct, 综合费用管控良好。22Q4/23Q1期间费用率为9.66%/10.95%, 同比+1.76pct/+2.51pct, 22Q4/23Q1销售费用率0.42%/1.14%, 同

投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成

执业证书号: S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 6.44
总市值(百万元)	8,609.28
总股本(百万股)	1,336.84

股票走势图



相关报告

- 《Q4盈利承压, 静待成本下行、需求改善》2023.02.03
- 《【浙商轻工】博汇纸业: 盈利短期承压, 格局优势突出220418》2022.04.18
- 《【浙商轻工】博汇纸业: Q2符合预期, 期待旺季到来210819》2021.08.20

比+0.24pct/+0.51pct，主要系销售及相关人员增加导致薪酬增加所致。22Q4/23Q1 财务费用率 1.46%/3.38%，同比分别+1.87pct/+1.88pct，主要系汇兑收益变动。

(3) **营运效率及现金流**: 22 年公司资本开支为 15.01 亿元 (较上年同期增加 11.92 亿元)，主要系期内 45 万吨文化纸投产，并建设 80 万吨高档特种纸 (全木浆零塑纸杯原纸、高端社会卡纸、烟卡纸) 等项目。公司应收账款 8.49 亿元 (较上年同期增加 2.08 亿元)，应收账款周转天数增加 0.67 天至 14.62 天，应付票据及账款合计 62.39 亿元 (较上年同期增加 16.36 亿元)；存货 37.28 亿元 (较上年同期增加 16.33 亿元)，存货周转天数较去年同期增加 12.97 天至 64.61 天。现金流方面，22 年经营性现金流净额为 1.8 亿元，较上年同期减少 34.65 亿元，主要系原材料采购成本增加所致。

□ **白卡龙头格局持续优化，APP 大股东赋能，成长路径清晰**

公司为白卡纸龙头，22 年主要产能包括白卡纸 215 万吨，箱板纸 100 万吨，高档信息纸 45 万吨 (于 22 年 10 月投产)，预计 23 年新增 20 万吨纱管纸产能、45 万吨文化纸产能完全释放。未来规划产能包括江苏基地 80 万吨特种纸板、100 万吨高档包装纸等。大股东 APP 在新品开发和管理效率方面赋能显著，看好中长期公司龙头格局优化、盈利能力提升。

□ **投资建议**

公司作为白卡纸行业龙头，产能持续成长，需求复苏&成本下行有望带来盈利改善。我们预计公司 23-25 年分别实现营收 191.48/210.99/243.04 亿元，同比 +4.28%/+10.19%/+15.19%；对应归母净利润分别 9.54/13.54/18.36 亿元，同比 +318.41%/+41.93%/+35.58%；对应 PE 分别为 9X/6X/5X，维持“买入”评级。

□ **风险提示**

需求复苏低于预期，原材料成本超预期上涨，新增白卡纸产能供给过于集中。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	18,362	19,148	21,099	24,304
(+/-) (%)	12.81%	4.28%	10.19%	15.19%
归母净利润	228	954	1,354	1,836
(+/-) (%)	-86.63%	318.41%	41.93%	35.58%
每股收益(元)	0.17	0.71	1.01	1.37
P/E	37.75	9.02	6.36	4.69

资料来源：浙商证券研究所

表1: 公司财务数据一览

单位: 百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业总收入	4,052.72	3,950.79	3,932.47	4,340.14	4,139.91	4,728.70	4,976.78	4,516.39	4,161.53
YOY	55.49%	26.35%	9.42%	-6.76%	2.15%	19.69%	26.56%	4.06%	0.52%
归母净利润	810.54	703.60	402.61	-211.06	180.60	251.87	180.22	-384.61	-497.05
YOY	337.24%	759.70%	54.69%	-168.84%	-77.72%	-64.20%	-55.24%	82.23%	-375.22%
扣非归母净利润	808.31	713.72	401.18	(210.44)	175.18	260.12	174.87	(389.14)	(547.87)
YOY	344.83%	779.74%	58.04%	-168.94%	-78.33%	-63.55%	-56.41%	84.91%	-412.75%
毛利率	33.42%	34.63%	21.81%	3.50%	14.92%	18.82%	14.79%	-2.32%	-4.60%
期间费用率	6.30%	11.23%	7.26%	7.91%	8.44%	9.89%	9.86%	9.66%	10.95%
销售费用率	0.36%	0.58%	0.47%	0.18%	0.63%	0.64%	1.00%	0.42%	1.14%
管理+研发费用率	5.10%	7.74%	5.83%	8.13%	6.31%	7.64%	6.51%	7.79%	6.43%
财务费用率	0.84%	2.91%	0.97%	-0.41%	1.50%	1.61%	2.35%	1.46%	3.38%
归母净利率	20.00%	17.81%	10.24%	-4.86%	4.36%	5.33%	3.62%	-8.52%	-11.94%
存货	2,313.99	2,821.26	2,781.88	2,094.68	2,214.59	3,878.37	3,967.27	3,728.04	3,403.99
较上年同期增减	361.68	1252.35	1122.02	590.87	-99.40	1057.12	1185.38	1633.36	1189.39
存货周转天数	63.67	73.71	69.24	51.64	55.06	73.03	70.54	64.61	73.73
较上年同期增减	-8.55	18.62	16.39	7.73	-8.61	-0.68	1.30	12.97	18.67
应收账款	516.22	229.03	589.86	641.71	674.30	791.34	986.46	849.42	684.04
较上年同期增减	-294.67	-761.81	-122.25	22.19	158.08	562.31	396.61	207.71	9.74
应收账款周转天数	12.61	9.54	13.68	13.95	14.30	14.54	15.88	14.62	16.58
较上年同期增减	-18.93	-21.96	-11.34	-7.11	1.69	5.00	2.20	0.67	2.28
应付账款及应付票据	5817.36	6474.82	5533.47	4603.10	6198.64	7254.60	6881.33	6238.95	6890.30
较上年同期增减	2185.85	2756.79	1993.56	-361.40	381.28	779.79	1347.87	1635.85	691.65
预收账款(合同负债)	1,193.40	560.54	712.26	514.81	850.46	566.87	602.05	543.92	606.08
较上年同期增减	865.59	322.98	-14.37	164.07	-342.94	6.33	-110.21	29.11	-244.38
经营性现金流净额	1878.61	694.85	41.59	1029.67	149.19	502.49	335.45	-807.20	157.61
较上年同期增减	1390.54	143.73	-1104.88	-380.82	-1729.41	-192.36	293.86	-1836.86	8.41
筹资性现金流净额	-1751.12	-931.72	578.92	-987.85	354.58	-6.67	-453.31	1294.77	72.13
较上年同期增减	-1530.44	-484.67	1396.35	779.30	2105.70	925.05	-1032.23	2282.62	-282.45
资本开支	33.38	23.69	20.62	230.62	123.58	145.57	281.19	950.29	91.67
较上年同期增减	-225.26	-65.94	3.43	259.19	90.20	121.87	260.57	719.67	-31.91
ROE	12.49%	10.01%	5.48%	-2.85%	2.50%	3.57%	2.60%	-5.73%	-7.93%
YOY(±)	9.03%	8.53%	0.88%	-8.02%	-9.98%	-6.44%	-2.88%	-2.88%	-10.43%
资产负债率	67.06%	64.52%	64.59%	63.51%	67.24%	70.33%	70.66%	71.39%	74.27%
YOY(±)	-4.61%	-6.50%	-5.99%	-5.20%	0.17%	5.81%	6.07%	7.88%	7.03%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,635	9,863	13,074	15,150
现金	2,456	5,871	5,705	9,778
交易性金融资产	41	41	41	41
应收账款	849	1,509	1,412	1,866
其它应收款	289	151	394	226
预付账款	216	437	412	426
存货	3,728	1,181	4,437	2,140
其他	1,054	673	673	673
非流动资产	14,144	14,358	14,897	15,612
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	10,059	9,384	8,728	8,188
无形资产	314	341	380	417
在建工程	3,001	3,863	5,018	6,378
其他	770	769	770	630
资产总计	22,779	24,220	27,970	30,762
流动负债	13,136	13,624	16,020	16,975
短期借款	4,899	5,631	6,362	7,402
应付款项	6,239	5,623	7,181	7,070
预收账款	0	0	0	0
其他	1,998	2,371	2,477	2,502
非流动负债	3,124	3,124	3,124	3,124
长期借款	2,214	2,214	2,214	2,214
其他	910	910	910	910
负债合计	16,261	16,748	19,144	20,099
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	6,518	7,472	8,827	10,663
负债和股东权益	22,779	24,220	27,970	30,762

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	18362	19148	21099	24304
营业成本	16223	16552	17884	20350
营业税金及附加	86	85	98	111
营业费用	125	96	111	138
管理费用	556	573	656	740
研发费用	743	604	747	870
财务费用	321	84	4	35
资产减值损失	(28)	0	0	0
公允价值变动损益	(11)	0	0	0
投资净收益	(54)	(38)	(61)	(63)
其他经营收益	7	12	12	13
营业利润	229	1129	1552	2018
营业外收支	(4)	0	0	0
利润总额	225	1129	1552	2018
所得税	(3)	175	197	181
净利润	228	954	1354	1836
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	228	954	1354	1836
EBITDA	1408	1923	2239	2797
EPS (最新摊薄)	0.17	0.71	1.01	1.37

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	12.81%	4.28%	10.19%	15.19%
营业利润	-89.83%	392.41%	37.48%	30.02%
归属母公司净利润	-86.63%	318.41%	41.93%	35.58%
获利能力				
毛利率	11.65%	13.56%	15.23%	16.27%
净利率	1.24%	4.98%	6.42%	7.56%
ROE	3.50%	12.77%	15.34%	17.22%
ROIC	4.09%	6.42%	7.60%	8.95%
偿债能力				
资产负债率	71.39%	69.15%	68.44%	65.34%
净负债比率	249.47%	224.13%	216.88%	188.49%
流动比率	0.66	0.72	0.82	0.89
速动比率	0.31	0.56	0.47	0.70
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.81	0.81	0.83
应收账款周转率	24.63	21.76	23.94	23.38
应付账款周转率	5.54	5.81	5.72	5.69
每股指标(元)				
每股收益	0.17	0.71	1.01	1.37
每股经营现金	0.13	2.82	0.38	3.51
每股净资产	4.88	5.59	6.60	7.98
估值比率				
P/E	37.75	9.02	6.36	4.69
P/B	1.32	1.15	0.98	0.81
EV/EBITDA	12.57	6.10	5.65	3.43

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	180	3,765	504	4,698
净利润	228	954	1,354	1,836
折旧摊销	811	672	623	688
财务费用	354	158	180	206
投资损失	54	38	61	63
营运资金变动	(1,303)	1,943	(1,713)	1,912
其它	36	(0)	(1)	(8)
投资活动现金流	(1,458)	(923)	(1,222)	(1,459)
资本支出	(1,501)	(852)	(1,128)	(1,331)
长期投资	0	(33)	(33)	(65)
其他	43	(38)	(61)	(63)
筹资活动现金流	1,189	573	551	834
短期借款	1,659	731	731	1,040
长期借款	618	0	0	0
其他	(1,088)	(158)	(180)	(206)
现金净增加额	(65)	3,415	(167)	4,073

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“本公司”）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25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

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>