

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

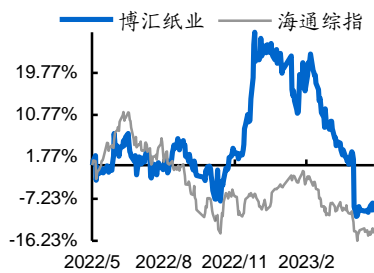
产品结构持续优化，盈利有待修复

股票数据

05月17日收盘价(元)	6.30
52周股价波动(元)	5.90-9.22
总股本/流通A股(百万股)	1337/1337
总市值/流通市值(百万元)	8422/8422

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-12.7	-18.2	-23.1
相对涨幅 (%)	-8.2	-18.2	-21.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郭庆龙

Email: gq13820@haitong.com

证书: S0850521050003

分析师: 王文杰

Email: wwj14034@haitong.com

证书: S0850523020002

投资要点:

- 公司是国内白卡纸龙头企业，22年及23年一季度分别实现收入183.62、41.62亿元，同比增长12.81%、0.52%；实现归母净利润2.28、-4.97亿元，同比减少86.63%、375.22%，实现扣非后归母净利润2.21、-5.48亿元，同比减少87.10%、412.75%，基本每股收益0.18、-0.40元。
- **Q1收入同比基本持平，亏损环比扩大：**4Q22/1Q23公司实现营业收入45.16/41.62亿元，同比增长4.06%/0.52%，实现归母净利润-3.85/-4.97亿元(单22Q1/Q2/Q3分别为1.81/2.52/1.80亿元)，一季度亏损幅度环比扩大。22年公司白纸板、文化纸、箱板纸销量分别为255.47、37.37、50.54万吨，同比增长13.43%、12.49%、21.61%，驱动22年收入实现增长。
- **毛利率环比回落，净利率走低：**1Q23公司毛利率-4.60%，同比下降19.52pct，环比下降2.28pct，我们认为主要由于纸价表现疲软。期间费用率方面，销售费用率同比提升0.51pct至1.14%，管理费用率同比提升0.43pct至3.81%，研发费用率同比下降0.30pct至2.63%，财务费用率同比提升1.88pct至3.38%，我们认为主要由于汇兑损益变动及利息支出增加，综合影响下，公司净利率同比下降16.30pct，环比下降3.42pct至-11.94%。
- **产能建设推进，产品结构持续优化：**目前公司在江苏基地积极推进80万吨高档特种纸项目建设，后续产品包括全木浆零塑纸杯原纸、高端社会卡纸、烟卡纸，并通过机台升级改造提升PM1、PM2生产效率，并对标高品质社卡竞品，开发高端FSC产品。在山东基地持续优化产品结构，食品卡逐步替代社会白卡，在食品卡/烟包/铜版卡差异化产品为主的产品结构上提升淋膜纸和液包占比，PM1未来将主攻液包专用纸，PM2则主攻高毛利小纸种。我们认为公司白卡纸产品竞争实力有望快速提升，帮助公司实现盈利改善。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司23-24年净利润分别1.06、11.40亿元，同比增速-53.3%、970.9%，5月17日收盘价对应23-24年PE为79.1、7.4倍，参考可比公司给予公司23年1.5~1.6倍PB估值，对应合理价值区间7.38~7.87元，对应23年PE为93.1~99.3倍，主要由于23年单季度有较大亏损，对应24年PE为8.7~9.2倍，给予“优于大市”评级。
- **风险提示：**原材料成本大幅波动，下游需求不振，产能释放不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	16276	18362	18741	20431	23460
(+/-)YoY(%)	16.4%	12.8%	2.1%	9.0%	14.8%
净利润(百万元)	1706	228	106	1140	1367
(+/-)YoY(%)	104.5%	-86.6%	-53.3%	970.9%	19.9%
全面摊薄EPS(元)	1.28	0.17	0.08	0.85	1.02
毛利率(%)	22.9%	11.6%	10.8%	17.3%	17.2%
净资产收益率(%)	23.5%	3.5%	1.6%	15.4%	16.2%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- 我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 0.08、0.85、1.02 元。
 - 我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 187.41、204.31、234.60 亿元，同比增长 2.1%、9.0%、14.8%。
 - 我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 1.06、11.40、13.67 亿元，同比变动-53.3%、+970.9%、+19.9%。
- **主要盈利预测假设:**
 - 白纸板业务方面，我们预计 23 年受纸价波动影响收入下滑，23-25 年收入变动-11.63%/+9.77%/+20.00%。
 - 文化纸业务方面，我们预计随新产能投放，23 年收入大幅增长，23-25 年收入增长 94.75%/7.88%/6.00%。
 - 石膏护面纸业务方面，我们预计产销基本稳定，23-25 年收入变动-3.95%/+8.76%/+5.00%。
 - 箱板纸业务方面，我们预计 23 年受纸价波动影响收入下滑，23-25 年收入变动-4.44%/+6.65%/+6.00%。
 - 毛利率方面，我们预计浆价回落将使得毛利率回升，23-25 年毛利率分别为 10.78%/17.30%/17.19%。
 - 费用率方面，我们预计 23-25 年销售费用率保持 0.6%，管理费用率保持 3%，研发费用率保持 4%。

表 1 博汇纸业分业务盈利预测

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
白纸板				
销售收入	13101.90	11578.31	12709.23	15251.07
增长率 (YOY)	4.75%	-11.63%	9.77%	20.00%
文化纸				
销售收入	2061.65	4015.02	4331.44	4591.32
增长率 (YOY)	30.97%	94.75%	7.88%	6.00%
石膏护面纸				
销售收入	521.71	501.10	545.01	572.26
增长率 (YOY)	-0.53%	-3.95%	8.76%	5.00%
箱板纸				
销售收入	2061.84	1970.35	2101.41	2227.49
增长率 (YOY)	29.70%	-4.44%	6.65%	6.00%
合计				
销售收入	18361.78	18740.92	20430.83	23460.27
增长率 (YOY)	12.81%	2.06%	9.02%	14.83%
销售成本	16222.74	16720.62	16896.19	19428.44
毛利率	11.65%	10.78%	17.30%	17.19%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 同业可比公司

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价 (元)	PB (2023E, 倍)	PE (2023E, 倍)
太阳纸业	002078	大宗纸	11.42	1.25	9.92
五洲特纸	605007	白卡纸、格拉辛纸等	16.76	2.65	11.05
晨鸣纸业	000488	大宗纸	5.04	0.70	10.91

资料来源: WIND, 海通证券研究所 备注: PE、PB 为 Wind 一致预期, 收盘价为 5 月 17 日;

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	18362	18741	20431	23460
每股收益	0.17	0.08	0.85	1.02	营业成本	16223	16721	16896	19428
每股净资产	4.88	4.92	5.55	6.31	毛利率%	11.6%	10.8%	17.3%	17.2%
每股经营现金流	0.13	1.54	1.98	2.48	营业税金及附加	86	88	95	110
每股股利	0.13	0.04	0.22	0.26	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	125	112	123	141
P/E	36.93	79.09	7.39	6.16	营业费用率%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
P/B	1.29	1.28	1.14	1.00	管理费用	556	562	613	704
P/S	0.46	0.45	0.41	0.36	管理费用率%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
EV/EBITDA	12.57	10.81	4.72	3.83	EBIT	597	515	1899	2157
股息率%	2.0%	0.6%	3.6%	4.2%	财务费用	321	375	399	358
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.7%	2.0%	2.0%	1.5%
毛利率	11.6%	10.8%	17.3%	17.2%	资产减值损失	-28	0	0	0
净利润率	1.2%	0.6%	5.6%	5.8%	投资收益	-54	0	0	0
净资产收益率	3.5%	1.6%	15.4%	16.2%	营业利润	229	147	1508	1804
资产回报率	1.0%	0.4%	4.4%	4.9%	营业外收支	-4	-7	-8	-6
投资回报率	4.1%	2.3%	8.4%	9.4%	利润总额	225	140	1500	1798
盈利增长 (%)					EBITDA	1408	1289	2776	3041
营业收入增长率	12.8%	2.1%	9.0%	14.8%	所得税	-3	34	360	432
EBIT 增长率	-76.1%	-13.8%	269.0%	13.5%	有效所得税率%	-1.2%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润增长率	-86.6%	-53.3%	970.9%	19.9%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	228	106	1140	1367
资产负债率	71.4%	74.7%	71.6%	69.5%					
流动比率	0.66	0.70	0.72	0.78	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.36	0.45	0.48	0.53	货币资金	2456	5016	5069	5829
现金比率	0.19	0.31	0.32	0.36	应收账款及应收票据	849	873	952	1093
经营效率指标					存货	3728	3665	3472	3726
应收账款周转天数	16.89	17.00	17.00	17.00	其它流动资产	1601	1731	1796	1957
存货周转天数	83.88	80.00	75.00	70.00	流动资产合计	8635	11285	11289	12605
总资产周转率	0.81	0.72	0.78	0.85	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.83	1.58	1.51	1.78	固定资产	10059	11844	13526	13202
					在建工程	3001	1701	201	701
					无形资产	314	335	356	377
					非流动资产合计	14144	14650	14854	15049
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	22779	25935	26142	27654
净利润	228	106	1140	1367	短期借款	4899	7152	6391	5690
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	6239	6413	6481	7452
非现金支出	851	774	877	884	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	405	419	457	419	其它流动负债	1998	2671	2731	2956
营运资金变动	-1303	757	177	640	流动负债合计	13136	16237	15603	16098
经营活动现金流	180	2056	2650	3310	长期借款	2214	2214	2214	2214
资产	-1501	-1287	-1088	-1086	其它长期负债	910	910	910	910
投资	39	0	0	0	非流动负债合计	3124	3124	3124	3124
其他	4	0	0	0	负债总计	16261	19361	18727	19222
投资活动现金流	-1458	-1287	-1088	-1086	实收资本	1337	1337	1337	1337
债权募资	1879	2253	-761	-701	归属于母公司所有者权益	6518	6575	7415	8432
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-690	-462	-749	-763	负债和所有者权益合计	22779	25935	26142	27654
融资活动现金流	1189	1791	-1510	-1464					
现金净流量	-65	2560	53	760					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 17 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郭庆龙 造纸轻工行业
王文杰 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：喜临门,江山欧派,公牛集团,仙鹤股份,爱玛科技,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,太阳纸业,居然之家,恒安国际,中宠股份,五洲特纸,王力安防,家联科技,绿源控股集团,联翔股份,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,共创草坪,麒盛科技,奥普家居,思摩尔国际,朝云集团,泉峰控股,玛格家居,皇派家居,裕同科技,欧派家居

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。