

博汇纸业 (600966.SH)

强烈推荐 (维持)

消费品/轻工纺服
目标估值: NA
当前股价: 6.44元

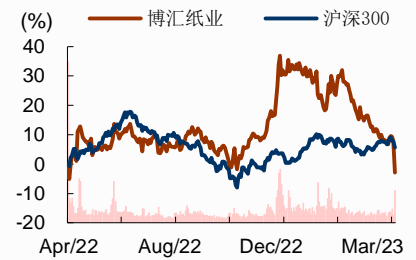
产销两旺盈利承压, 成本下行盈利能力有望改善

基础数据

总股本(万股)	133684
已上市流通股(万)	133684
总市值(亿元)	86
流通市值(亿元)	86
每股净资产(MRQ)	4.5
ROE(TTM)	-7.5
资产负债率	74.3%
主要股东	山东博汇集团有限公司
主要股东持股比例	28.84%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-15	-5	-21
相对表现	-17	-13	-22



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《博汇纸业 (600966) 一一季度营收稳中有增, 盈利能力环比改善》2022-04-28
- 《博汇纸业 (600966) 一全年业绩创历史新高, 格局优化龙头加速成长》2022-04-17
- 《博汇纸业 (600966) 一Q3 收入增速暂时放缓, 白卡龙头长期成长不改》2021-10-29

赵中平 S1090521080001
 zhaozhongping@cmschina.com.cn
 毕先磊 S1090523030001
 bixianlei@cmschina.com.cn
 王月 研究助理
 wangyue20@cmschina.com.cn

- 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年公司实现营业收入 183.62 亿元, 同比+12.81%, 归母净利润 2.28 亿元, 同比-86.63%。其中, 公司单 Q4 实现营收 45.16 亿元, 同比+4.06%, 归母净利润-3.85 亿元。22 年受需求疲弱、成本上行影响, 公司盈利能力承压。23Q1 公司实现营业收入 41.62 亿元, 同比+0.52%, 归母净利润-4.97 亿元, 同比-375.22%, 23Q1 盈利能力下降主要因为产品价格同比下降而原料价格同比上升。
- 产销两旺, 外销占比持续提升。22 年公司共生产机制纸 367.10 万吨 (同比+17.09%), 销售机制纸 354.46 万吨 (同比+13.39%), 产销两旺。分产品看, 公司 22 年白纸板收入 131.02 亿元 (同比+4.75%), 毛利率 13.63%, 文化纸收入 20.62 亿元 (同比+30.97%), 毛利率 7.60%, 箱板纸收入 20.62 亿元 (同比+29.27%), 毛利率 2.68%。分地区看, 22 年公司境内销售收入 160.00 亿元 (同比+2.32%), 毛利率 10.38%, 境外销售收入 17.47 亿元 (同比+206.51%), 毛利率 23.18%。
- 开拓差异化市场, 产能有序扩张。公司紧盯市场需求, 通过产品迭代升级、机台产品结构优化, 降低同质化产品过度竞争风险。公司年产 45 万吨文化纸机已调试实现稳定生产, 产能逐步释放。同时, 公司积极响应国家“以白代灰”“限塑”等产业政策, 投资拟建 80 万吨高档特种纸板扩建项目, 涵盖全木浆零塑纸杯原纸、高端社会卡纸、烟卡纸领域, 产能有序扩张。
- MBOS 赋能推动生产效率提升, 成本压力逐步缓解。公司持续践行“MBOS”管理体系, 22 年在产能实现突破的同时, 时间效率、车速效率、回炉率均创造历史最佳水平, 推动产品生产加工成本稳步下降。纸浆价格方面, 目前阔叶浆与针叶浆外盘报价超预期下降, 伴随 UPM 乌拉圭 210 万吨阔叶浆产能投产并进入中国市场, 未来浆价有望持续下行, 公司盈利能力有望改善。
- 盈利预测与投资建议。公司为白卡纸龙头, 产能有序扩张, 加快海外市场布局, 伴随成本下行盈利有望改善。预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利润 6.7 亿元、12.2 亿元和 14.3 亿元, 分别同比增长 196%、81%和 17%, 23 年 PE 为 12.8X, 维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示: 原材料价格波动, 行业竞争加剧, 国际汇率波动。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	16276	18362	20106	23062	24676
同比增长	16%	13%	9%	15%	7%
营业利润(百万元)	2254	229	671	1213	1423
同比增长	105%	-90%	193%	81%	17%
归母净利润(百万元)	1706	228	674	1221	1433
同比增长	104%	-87%	196%	81%	17%
每股收益(元)	1.28	0.17	0.50	0.91	1.07
PE	5.0	37.7	12.8	7.1	6.0
PB	1.2	1.3	15.3	5.4	3.3

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	7310	8635	8506	9349	10251
现金	3302	2456	1938	1933	2320
交易性投资	58	41	41	41	41
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	642	849	909	1042	1115
其它应收款	218	289	317	364	389
存货	2095	3728	3919	4389	4696
其他	995	1271	1382	1579	1690
非流动资产	12604	14144	13888	13651	13433
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	10292	10059	9836	9629	9437
无形资产商誉	272	314	282	254	229
其他	2040	3771	3770	3768	3767
资产总计	19914	22779	22393	23000	23685
流动负债	10202	13136	18708	18296	17914
短期借款	3240	4899	11261	9983	9036
应付账款	4603	6239	6573	7361	7877
预收账款	515	544	573	642	687
其他	1844	1454	301	309	315
长期负债	2445	3124	3124	3124	3124
长期借款	1596	2214	2214	2214	2214
其他	849	910	910	910	910
负债合计	12647	16261	21832	21420	21038
股本	1337	1337	1337	1337	1337
资本公积金	974	333	333	333	333
留存收益	4956	4848	(1108)	(89)	977
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者	7267	6518	561	1580	2647
负债及权益合计	19914	22779	22393	23000	23685

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3645	180	2122	2811	2967
净利润	1706	228	674	1221	1433
折旧摊销	750	797	780	760	741
财务费用	318	354	635	755	686
投资收益	60	54	57	57	57
营运资金变动	802	(1249)	(25)	14	47
其它	10	(5)	1	4	2
投资活动现金流	(307)	(1458)	(580)	(580)	(580)
资本支出	(308)	(1501)	(523)	(523)	(523)
其他投资	1	43	(57)	(57)	(57)
筹资活动现金流	(3092)	1189	(2060)	(2235)	(2000)
借款变动	1643	9604	5205	(1278)	(948)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(359)	(641)	0	0	0
股利分配	(4813)	(7433)	(6631)	(202)	(366)
其他	437	(341)	(635)	(755)	(686)
现金净增加额	246	(89)	(518)	(5)	387

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16276	18362	20106	23062	24676
营业成本	12544	16223	17090	19141	20481
营业税金及附加	78	86	94	108	115
营业费用	64	125	137	157	168
管理费用	539	556	609	698	747
研发费用	556	743	813	933	998
财务费用	169	321	635	755	686
资产减值损失	(25)	(22)	0	0	0
公允价值变动收	1	(11)	(11)	(11)	(11)
其他收益	12	7	7	7	7
投资收益	(60)	(54)	(54)	(54)	(54)
营业利润	2254	229	671	1213	1423
营业外收入	3	23	23	23	23
营业外支出	15	26	26	26	26
利润总额	2242	225	667	1209	1419
所得税	536	(3)	(7)	(12)	(14)
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利	1706	228	674	1221	1433

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	16%	13%	9%	15%	7%
营业利润	105%	-90%	193%	81%	17%
归母净利润	104%	-87%	196%	81%	17%
获利能力					
毛利率	22.9%	11.6%	15.0%	17.0%	17.0%
净利率	10.5%	1.2%	3.4%	5.3%	5.8%
ROE	25.5%	3.3%	19.0%	114.0%	67.8%
ROIC	14.1%	4.0%	9.1%	14.3%	15.4%
偿债能力					
资产负债率	63.5%	71.4%	97.5%	93.1%	88.8%
净负债比率	29.1%	36.3%	60.2%	53.0%	47.5%
流动比率	0.7	0.7	0.5	0.5	0.6
速动比率	0.5	0.4	0.2	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1
存货周转率	7.0	5.6	4.5	4.6	4.5
应收账款周转率	25.8	24.6	22.9	23.6	22.9
应付账款周转率	2.6	3.0	2.7	2.7	2.7
每股资料(元)					
EPS	1.28	0.17	0.50	0.91	1.07
每股经营净现	2.73	0.13	1.59	2.10	2.22
每股净资产	5.44	4.88	0.42	1.18	1.98
每股股利	3.64	4.96	0.15	0.27	0.32
估值比率					
PE	5.0	37.7	12.8	7.1	6.0
PB	1.2	1.3	15.3	5.4	3.3
EV/EBITDA	8.7	20.9	13.1	10.0	9.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016 年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021 年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020 年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021 年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015 年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7 太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017 年 8 月加入招商证券，2021 年起任美妆时尚联席首席。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021 年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021 年就职于万联证券，2021 年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

王月：香港理工大学运筹学及风险分析硕士，华北电力大学电气工程及其自动化学士，曾就职于基金公司，2021-2023 年就职于天风证券研究所轻工组，2023 年加入招商证券，研究方向为轻工新消费。

王梓旭：中央财经大学硕士，2022 年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。