

2023年07月28日

赵旭东

H70556@capital.com.tw

目标价(元)

7.9

公司基本信息

产业别	轻工制造
A 股价(2023/7/27)	6.75
上证指数(2023/7/27)	3216.67
股价 12 个月高/低	9.19/5.62
总发行股数(百万)	1336.84
A 股数(百万)	1336.84
A 市值(亿元)	90.24
主要股东	山东博汇集团有限公司 (28.84%)
每股净值(元)	4.49
股价/账面净值	1.50
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	16.8 6.3 -6.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2022-02-23	8.8	区间操作

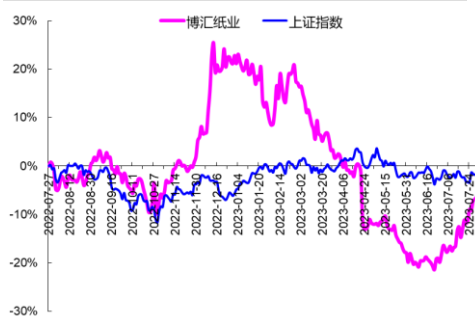
产品组合

白纸板	73.8%
箱板纸	11.6%
文化纸	11.6%
石膏护面纸	2.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	12.3%
一般法人	49.9%

股价相对大盘走势



博汇纸业(600966.SH)

买进 (Buy)

品类与渠道优化, 浆价逐步下行

结论及建议:

公司是国内白卡纸龙头企业, 目前拥有山东、江苏两大生产基地, 产品涵盖白卡纸、文化纸、箱板纸等多种纸品。近日博汇纸业销售部发布涨价函以提高白卡纸价格, 公司营收有望逐步修复。此外, 浆价仍处于底部区域, 公司利润或进一步增厚, 给予“买进”评级。

- **浆价快速回落, 公司 2023Q2 实现扭亏:** 2022 年受宏观因素影响浆价高企, 公司盈利显著承压, 2022 年单吨毛利 YOY-49.5%。2023 年纸浆市场呈现供强需弱的格局, 以智利“明星”牌阔叶木浆、“银星”牌针叶木浆为例, 2023Q2 外盘报价价环比分别下跌 33.99%、22.28%, 木浆价持续回落。我们估计公司 2023Q2 开始逐步使用低价浆, 同期扣非净利润录得 0.56-1.57 亿元 (2023Q1 扣非净亏损 5.48 亿元), 成功实现扭亏为盈, 环比已有所改善。
- **7 月白卡纸价格两次上调, 公司营收有望修复:** 2023 年初至今白卡纸价格下降 19.32%, 目前已跌至 2015 年以来低点, 主要是因为: 一是白卡纸需求恢复不及预期, 据卓创数据统计, 2023 年 1-6 月份白卡纸累计需求量同比减少 4.07%; 二是供给方面压力较大, 行业呈现供强需弱格局。当前白卡纸企业挺价保利的意愿较强, 7 月初及月末共实行两轮提价, 每次均提价 200 元/吨。随着经济不断恢复, 白卡纸需求阶段性回升, 我们预计白卡纸价格有望触底回升。年初以来公司积极调整产品结构, 销量实现稳健增长, 若白卡纸价格如期回升, 公司营收增长可期。
- **中期看, 浆价维持低位震荡, 成本端改善逻辑不变:** 我们认为公司原材料市场处于供强需弱阶段, 当前纸浆港口库存处于高位, 供给端压力或有增加, 据卓创资讯统计, 下半年国内外木浆行业计划新增产能在 746.1 万吨左右, 尽管部分产能或推迟投产, 但未改变市场供过于求的局面。综合来看, 纸浆价格将维持低位震荡, 我们预计公司将充分受益于原料成本降低, 盈利能力将逐季恢复。
- **盈利预测及投资建议:** 当前浆价仍处于底部区域, 公司作为白卡纸龙头, 有望持续受益于成本端改善, 吨盈利能力稳步修复。我们预计 2023、2024 年公司实现净利润 2.19 亿元、8.63 亿元, yoy 分别为-4.12%、+294.80%, EPS 为 0.16 元、0.65 元, 当前 A 股价对应 PE 分别为 41.08 倍、10.41 倍, 公司盈利开始逐季修复, 对此给予公司“买进”的投资建议。
- **风险提示:** 价格竞争激烈、汇率风险、森林火灾、原材料价格波动风险

年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022	2023F	2024F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	834	1706	228	219	863
同比增减	%	523.50	104.50	-86.63	-4.12	294.80
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.62	1.29	0.18	0.16	0.65
同比增减	%	523.28	106.15	-86.26	-7.42	294.80
A 股市盈率(P/E)	X	10.77	5.22	38.03	41.08	10.41
股利 (DPS)	RMB 元	0.13	0.27	0.02	0.03	0.18
股息率 (Yield)	%	0.19	0.40	0.03	0.04	0.27

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F
营业收入	13982	16276	18362	18825	21672
经营成本	11597	12544	16223	16500	18411
营业税金及附加	53	78	86	82	48
销售费用	37	64	125	166	189
管理费用	369	539	556	589	668
财务费用	571	169	321	435	425
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	9	(60)	(54)	(12)	(24)
营业利润	1097	2254	229	348	1155
营业外收入	3	3	23	11	17
营业外支出	7	15	26	18	22
利润总额	1093	2242	225	341	1151
所得税	259	536	(3)	138	288
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	834	1706	228	219	863

附二：合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F
货币资金	2663	3302	2456	2505	2612
应收帐款	620	642	849	977	1075
存货	1504	2095	3728	4101	4347
流动资产合计	6436	7310	8635	9930	11121
长期投资净额	0	0	0	0	0
固定资产合计	11352	10292	10059	12071	14485
在建工程	401	936	3001	3151	3309
无形资产	13017	12604	14144	15558	16959
资产总计	19453	19914	22779	25488	28080
流动负债合计	10543	10202	13136	13793	14345
长期负债合计	2823	2445	3124	3155	3345
负债合计	13366	12647	16261	16949	17690
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	6087	7267	6518	8540	10390
负债和股东权益总计	19453	19914	22779	25488	28080

附三：合并现金流量表

会计年度(百万元)	2020	2021	2022	2023F	2024F
经营活动产生的现金流量净额	3596	3645	180	2061	2401
投资活动产生的现金流量净额	-328	-307	-1458	-1655	-1866
筹资活动产生的现金流量净额	-3252	-3092	1189	-357	-428
现金及现金等价物净增加额	15	244	-65	49	107

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,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。