



证券研究报告

公司研究

公司点评报告

博汇纸业(600966)

投资评级

上次评级

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号: S1500522020003

邮箱: lihongpeng@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

营收规模持续扩张，盈利短期承压

2022年08月31日

事件: 公司公告中报, 2022年上半年实现营收 88.69 亿元, 同比+10.81%; 归母净利润 4.32 亿元, 同比-71.44%; 扣非后归母净利润 4.35 亿元, 同比-71.40%。Q2 单季度实现营收 47.29 亿元, 同比+19.69%, 环比+14.22%; 归母净利润 2.52 亿元, 同比-64.20%, 环比+37.47%; 扣非归母净利润 2.60 亿元, 同比-63.55%, 环比+48.49%。

点评:

- **积极拓展客户、延伸产品矩阵，上半年收入稳定增长。** 2022H1 在疫情反复的背景下，消费需求受到较大影响，公司销售收入逆势实现稳步增长，H1 公司生产机制纸 176.08 万吨，销售机制纸 163.82 万吨，同比分别增长 7.26%/15.08%。上半年消费需求疲软，产品销售价格有所下降，公司积极把握客户需求，持续调整产品结构，继续开发烟卡、食品卡等差异化产品，同时主动拓展海外市场，丰富产品矩阵，品类延伸至吸塑专用纸、高松药包专用纸、名片专用纸、涂布食品卡等。
- **受原材料价格影响，公司毛利率、净利率短暂承压。** 1) **毛利率方面**，H1 综合毛利率为 17%，同比-17.02pct。单 Q2 来看，综合毛利率为 18.81%，同比-15.81pct；H1 毛利率有所下降主要由于白卡纸主要原材料木浆价格上升，下半年随着海外纸浆供给增加，木浆价格有望回调释放盈利空间。2) **费用率方面**，H1 公司期间费用率为 9.22%，同比+0.48pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.64%/3.64%/3.38%/1.56%，同比分别变动 +0.17pct/+0.77pct/-0.15pct/-0.30pct。单 Q2 期间费用率为 9.89%，同比-1.33pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.64%/3.86%/3.78%/1.61%，同比变动 +0.07pct/+1.21pct/-1.31pct/-1.31pct。H1 公司销售费用率及管理费用率的提升主要由于员工薪酬增长。3) **净利率方面**，H1 公司归母净利率为 4.88%，同比-14.04 pct，扣非归母净利率为 4.91%，同比-14.11，Q2 单季度归母净利率为 5.33%，同比-12.48pct，环比+0.96pct，扣非归母净利率为 5.50%，同比-12.56pct，净利率有所下降主要受毛利率下降影响，单 Q2 净利率水平环比提升。4) **营运方面**，H1 经营活动现金流净额为 6.52 亿元，同比-74.68%，单 Q2 经营活动现金流净额为 5.02 亿元，同比-27.68%，环比+236.80%。
- **盈利预测:** 公司作为白卡纸龙头，具有行业领先的规模优势，未来随着规划白卡纸产能投产，公司收入规模、市场占有率更上一层台阶，看好未来公司发展。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 9.69 亿元、11.30 亿元、12.89 亿元，同比分别增长-43.2%、16.6%、14.1%，目前股价对应 2022 年 PE 为 10x、PB 为 2.7x。
- **风险因素:** 市场竞争加剧风险、原材料价格上涨风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	13,982	16,276	18,092	20,142	21,492
增长率 YoY%	43.6%	16.4%	11.2%	11.3%	6.7%
归属母公司净利润 (百万元)	834	1,706	969	1,130	1,289
增长率 YoY%	523.5%	104.5%	-43.2%	16.6%	14.1%
毛利率%	17.1%	22.9%	15.5%	16.0%	16.6%
净资产收益率ROE%	13.7%	23.5%	26.6%	23.7%	21.3%
EPS(摊薄)(元)	0.62	1.28	0.73	0.85	0.96
市盈率 P/E(倍)	11.70	5.72	10.07	8.64	7.57
市净率 P/B(倍)	1.60	1.34	2.68	2.04	1.61

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为 2022 年 08 月 31 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	6,436	7,310	6,944	6,508	9,417	
货币资金	2,663	3,302	2,951	2,144	4,915	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	620	642	760	801	865	
预付账款	424	368	449	497	526	
存货	1,504	2,095	2,288	2,565	2,578	
其他	1,226	903	497	502	533	
非流动资产	13,017	12,604	13,201	13,725	14,172	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	11,352	10,292	10,315	10,475	10,684	
无形资产	223	272	321	370	418	
其他	1,441	2,040	2,565	2,881	3,070	
资产总计	19,453	19,914	20,146	20,233	23,589	
流动负债	10,543	10,202	13,255	12,213	14,279	
短期借款	3,437	3,240	3,640	3,640	3,640	
应付票据	2,877	2,375	4,022	3,061	4,444	
应付账款	2,088	2,228	3,029	2,791	3,376	
其他	2,142	2,359	2,565	2,720	2,819	
非流动负债	2,823	2,445	3,245	3,245	3,245	
长期借款	2,580	1,596	2,396	2,396	2,396	
其他	243	849	849	849	849	
负债合计	13,366	12,647	16,500	15,458	17,524	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	6,087	7,267	3,645	4,775	6,064	
负债和股东权益	19,453	19,914	20,146	20,233	23,589	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	13,982	16,276	18,092	20,142	21,492	
同比(%)	43.6%	16.4%	11.2%	11.3%	6.7%	
归属母公司净利润	834	1,706	969	1,130	1,289	
同比	523.5	104.5%	-43.2%	16.6%	14.1%	
毛利率(%)	17.1%	22.9%	15.5%	16.0%	16.6%	
ROE%	13.7%	23.5%	26.6%	23.7%	21.3%	
EPS(摊薄)(元)	0.62	1.28	0.73	0.85	0.96	
P/E	11.70	5.72	10.07	8.64	7.57	
P/B	1.60	1.34	2.68	2.04	1.61	
EV/EBITDA	10.08	4.98	5.73	5.37	3.92	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	13,982	16,276	18,092	20,142	21,492	
营业成本	11,597	12,544	15,279	16,917	17,926	
营业税金及附加	53	78	87	97	103	
销售费用	37	64	72	81	86	
管理费用	369	539	602	687	750	
研发费用	280	556	618	688	734	
财务费用	571	169	160	190	202	
减值损失合计	-9	-17	0	0	0	
投资净收益	9	-60	0	0	0	
其他	22	4	13	14	15	
营业利润	1,097	2,254	1,286	1,497	1,706	
营业外收支	-5	-12	-12	-12	-12	
利润总额	1,093	2,242	1,274	1,485	1,694	
所得税	259	536	305	355	405	
净利润	834	1,706	969	1,130	1,289	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	834	1,706	969	1,130	1,289	
EBITDA	2,438	3,274	2,406	2,720	3,019	
EPS(当年)(元)	0.62	1.29	0.73	0.85	0.96	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	3,596	3,645	4,818	997	4,574	
净利润	834	1,706	969	1,130	1,289	
折旧摊销	788	777	960	1,033	1,111	
财务费用	520	318	210	234	234	
投资损失	-9	60	0	0	0	
营运资金变动	1,503	742	2,667	-1,413	1,929	
其它	-40	42	12	12	12	
投资活动现金流	-328	-307	-1,569	-1,569	-1,569	
资本支出	-336	-302	-1,569	-1,569	-1,569	
长期投资	0	-14	0	0	0	
其他	9	8	0	0	0	
筹资活动现金流	-3,252	-3,092	-3,600	-234	-234	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	6,849	6,504	1,200	0	0	
支付利息或股息	-543	-466	-551	-234	-234	
现金流净增加额	15	244	-352	-807	2,771	

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得 2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第 4、第 2、第 3 名，2018-2020 年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022 年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiatie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。