

公司研究

3Q 白卡纸景气度下滑，静待内需启动

——博汇纸业（600966.SH）2022 年三季度报点评

买入（维持）

当前价：6.67 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.37
总市值(亿元):	89.17
一年最低/最高(元):	6.09/10.71
近 3 月换手率:	24.07%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.14	3.99	-9.82
绝对	-5.64	-8.96	-35.77

资料来源：Wind

相关研报

1Q2022 业绩环比改善，预计 2Q 业绩有望继续上行——博汇纸业（600966.SH）2022 年一季报点评（2022-04-28）

白卡纸价下跌令四季度亏损，净出口改善有望提振上半年业绩——博汇纸业

（600966.SH）2021 年报点评（2022-04-17）

要点

事件：

公司发布 2022 年三季度报，前三季度实现营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为 138.45/6.13/6.10 亿元，分别同比+16.0%/-68.0%/-68.3%。3Q2022 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为 49.77/1.80/1.75 亿元，分别同比+26.6%/-55.2%/-56.4%。

点评：

三季度内需不振，导致白卡纸景气度下行：1Q/2Q/3Q2022，国内白卡纸均价分别为 6116/6373/5632 元/吨，3Q 较去年同期白卡纸均价-537 元/吨，环比-741 元/吨，在浆价上行期，纸价环比 2Q 降低，表明白卡纸景气度环比下行。

2022 年前三季度，国内白卡及白板纸合计净出口量为 234 万吨，已经超过过去 5 年的年度净出口量峰值，表明今年国内白卡纸的出口需求非常旺盛，内需不足导致白卡纸盈利表现不佳。在内需不振的背景下，国内白卡纸出口量于 7 月达到月度峰值，8/9 月国内白卡纸出口连续环比减少，令白卡纸承受更大的供求压力，我们认为这是自 6 月起，国内白卡纸价格下跌的背后逻辑。鉴于目前白卡纸吨纸盈利已经进入负值区间，我们认为白卡纸的景气度在 3Q 已行至底部区域。

毛利率环比走低，加大研发投入提升期间费用率：3Q2022，公司的毛利率为 14.8%，环比-4.0pcts。3Q2022，公司的期间费用率为 9.9%，同比+2.6 pcts。销售/管理/研发/财务费用率分别为：1.0%/3.2%/3.3%/2.3%，同比+0.5/-0.2/+0.9/+1.4 pcts。公司加大研发投入以及进口木浆所带来的汇兑损失，令期间费用率同比上行。

解铃还须系铃人，内需启动才是胜负手：展望 4Q，我们认为白卡纸景气度如需提振，核心关键还是依托于国内需求必须出现明显改善。10 月中国制造业 PMI 回落至 49.2%，就当下环境而言，内需不足的问题仍将延续，我们对 4Q 白卡纸景气度的改善持悲观预期，预计白卡纸将处于底部区间震荡的走势。

PB 低于历史均值，维持“买入”评级：鉴于 3Q 白卡纸的景气度低于预期，我们将公司盈利预测进行下调，预计公司 2022-2024 年净利润分别为 8.10/11.65/14.74 亿元（较上次盈利预测下调幅度分别为 37.7%/28.5%/24.9%），当前股价对应 PE 分别为 11/8/6 倍。根据 WIND 数据，2017 年至今，博汇纸业历史 PB（MRQ）均值为 1.69 倍，目前公司 PB 为 1.35 倍（MRQ），已经低于历史均值，并且白卡纸景气已经行至底部，维持“买入”评级。

风险提示：国内宏观经济低于预期，木浆和动力煤价格上涨超预期。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	13,982	16,276	18,958	20,526	24,076
营业收入增长率	43.56%	16.41%	16.48%	8.27%	17.29%
净利润 (百万元)	834	1,706	810	1,165	1,474
净利润增长率	523.50%	104.50%	-52.53%	43.88%	26.55%
EPS (元)	0.62	1.28	0.61	0.87	1.10
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.70%	23.47%	10.50%	13.35%	14.77%
P/E	11	5	11	8	6
P/B	1.5	1.2	1.2	1.0	0.9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-10-28

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	13,982	16,276	18,958	20,526	24,076
营业成本	11,597	12,544	15,970	17,059	19,974
折旧和摊销	788	738	800	845	909
税金及附加	53	78	91	99	116
销售费用	37	64	152	185	193
管理费用	369	539	645	718	819
研发费用	280	556	626	698	794
财务费用	571	169	361	218	211
投资收益	9	-60	-38	0	0
营业利润	1,097	2,254	1,077	1,550	1,963
利润总额	1,093	2,242	1,080	1,553	1,966
所得税	259	536	270	388	491
净利润	834	1,706	810	1,165	1,474
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	834	1,706	810	1,165	1,474
EPS(元)	0.62	1.28	0.61	0.87	1.10

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,596	3,645	2,835	2,339	3,238
净利润	834	1,706	810	1,165	1,474
折旧摊销	788	738	800	845	909
净营运资金增加	-1,590	765	-169	187	31
其他	3,564	436	1,394	142	824
投资活动产生现金流	-328	-307	-1,020	-1,525	-2,300
净资本支出	-336	-302	-900	-1,200	-2,000
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	9	-6	-120	-325	-300
融资活动现金流	-3,252	-3,092	-1,515	-516	-264
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-2,123	-1,351	-792	-145	169
无息负债变化	1,392	632	1,117	523	1,362
净现金流	15	244	300	298	674

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	17.1%	22.9%	15.8%	16.9%	17.0%
EBITDA 率	17.6%	20.1%	12.1%	12.8%	12.9%
EBIT 率	11.9%	15.5%	7.9%	8.7%	9.1%
税前净利润率	7.8%	13.8%	5.7%	7.6%	8.2%
归母净利润率	6.0%	10.5%	4.3%	5.7%	6.1%
ROA	4.3%	8.6%	3.9%	5.3%	5.9%
ROE (摊薄)	13.7%	23.5%	10.5%	13.4%	14.8%
经营性 ROIC	9.9%	15.1%	8.9%	10.0%	11.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	69%	64%	63%	60%	60%
流动比率	0.61	0.72	0.76	0.80	0.82
速动比率	0.47	0.51	0.54	0.57	0.58
归母权益/有息债务	0.85	1.26	1.54	1.80	1.99
有形资产/有息债务	2.66	3.36	4.00	4.32	4.64

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	19,453	19,914	20,686	22,076	24,860
货币资金	2,663	3,302	3,602	3,900	4,574
交易性金融资产	179	56	56	56	56
应收账款	620	642	699	757	888
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	218	218	246	411	482
存货	1,504	2,095	2,375	2,534	2,966
其他流动资产	829	627	627	627	627
流动资产合计	6,436	7,310	8,069	8,779	10,172
其他权益工具	2	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	11,352	10,292	9,898	9,582	9,497
在建工程	401	931	961	1,141	1,643
无形资产	223	272	663	1,045	1,519
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	645	797	797	797	797
非流动资产合计	13,017	12,604	12,617	13,297	14,688
总负债	13,366	12,647	12,972	13,350	14,881
短期借款	3,437	3,240	3,299	3,154	3,323
应付账款	2,088	2,228	2,875	3,071	3,595
应付票据	2,877	2,375	3,194	3,412	3,995
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	211	194	275	322	428
流动负债合计	10,543	10,202	10,550	10,928	12,459
长期借款	2,580	1,596	1,596	1,596	1,596
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	16	16	16	16
非流动负债合计	2,823	2,445	2,422	2,422	2,422
股东权益	6,087	7,267	7,715	8,726	9,979
股本	1,337	1,337	1,337	1,337	1,337
公积金	1,566	1,568	1,649	1,765	1,913
未分配利润	3,185	4,722	5,089	5,984	7,089
归属母公司权益	6,087	7,267	7,715	8,726	9,979
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.26%	0.39%	0.80%	0.90%	0.80%
管理费用率	2.64%	3.31%	3.40%	3.50%	3.40%
财务费用率	4.08%	1.04%	1.91%	1.06%	0.88%
研发费用率	2.00%	3.42%	3.30%	3.40%	3.30%
所得税率	24%	24%	25%	25%	25%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.13	0.27	0.12	0.17	0.21
每股经营现金流	2.69	2.73	2.12	1.75	2.42
每股净资产	4.55	5.44	5.77	6.53	7.46
每股销售收入	10.46	12.18	14.18	15.35	18.01

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	11	5	11	8	6
PB	1.5	1.2	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.4	4.4	6.0	5.2	4.4
股息率	1.9%	4.1%	1.7%	2.5%	3.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE